

# 祥源新材 (300980)

证券研究报告

2021年05月16日

## 研发及产品力业内领先，上市后迈入新发展阶段

公司专注烯烃发泡材料行业，产品应用领域广。公司在湖北、安徽、广东等地均设有生产基地、分支机构，业务主要覆盖华中、华东和华南等区域。**收入：**2020年营收3.17亿元，归母净利润0.75亿元，毛利率/净利率分别为47.78%/23.66%。**费用：**各项费用管控能力高于行业平均水平，2020年销售/管理/研发费用率分别为5.66%/7.38%/5.22%。

**聚烯烃发泡材料行业下游需求蓬勃发展，应用广泛。**我国泡沫塑料产量2019年为258.19万吨，新材料逐步替代传统材料。**(1) 建筑装饰行业：**2018年全球地面装饰材料行业规模约为3393亿美元。欧美市场PVC地板渗透率显著提升，市场需求稳定，且主要依赖进口。**(2) 消费电子行业：**在手机市场领域，5G智能手机的上市有望推动全球智能手机市场的复苏；在可穿戴设备市场领域，市场增长潜力巨大。**(3) 汽车内饰材料行业：**2019年全球/国内乘用车产量分别为6714.92/2136.0万辆，若按照内饰件单车配套价值量4000元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为2686/854亿元。根据Modern Plastics Global的数据，聚丙烯(32%)，聚氨酯(17%)和PVC(16%)三种塑料占汽车高性能塑料总量的66%，IXPE性能优异，或逐步替代传统材料份额。**(4) 家用电器行业及医疗器械行业：**预计中国2020年家电行业营业收入为1.45万亿元。根据Evaluate MedTech预测，我国医疗器械市场规模2022年将达到9582亿元。

**深耕行业多年，研发实力强，产能扩张助力公司长远发展。****产品：**公司可生产0.06mm厚度的IXPE材料及IXPP材料等具有较高技术含量的产品，具备多种型号、多重应用领域的IXPE、IXPP材料的生产能力。2019年，公司普通应用型/功能增加型/性能增强型系列销售量分别为5769.32/946.70/543.51万平米，单价分别为2.91/5.26/11.96元/平米。**制造：**2020H原材料采购金额为3259.69万元，占营业成本57.28%，单位成本、主要原材料生产单耗呈下降趋势。**产能：**拥有广德、汉川、东莞三大生产基地，新增广西生产基地将投入生产。产能利用率超90%，销量/产量接近100%，公司已达产能瓶颈，募投产能带来新增长动力。**客户：**合作行业知名客户，在建筑建材领域，产品通过下游客户进入了财富500强企业Home Depot、Lowe's的供应体系；在电子消费产品领域，产品被应用在OPPO、vivo等知名品牌的电子产品中；在汽车内饰材料领域，产品被应用在福特、长城、长安等品牌的机动车辆中；在家用电器领域，产品被应用在美的、格力、海尔等品牌的电器产品中。

**盈利预测与评级：**公司制造及研发能力为业内领先，伴随上市后募投产能投放，我们预计21-23年公司实现归母净利润0.93/1.09/1.32亿元，给予公司2022年30-35倍PE，目标价区间45.6-53.20元，给予“增持”评级。

**风险提示：**国际贸易摩擦，市场竞争加剧，原材料价格波动，安全生产风险，IXPP市场开拓失败风险；

| 财务数据和估值     | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 284.28 | 316.69 | 404.03 | 495.25 | 600.89 |
| 增长率(%)      | 31.84  | 11.40  | 27.58  | 22.58  | 21.33  |
| EBITDA(百万元) | 92.91  | 122.42 | 118.01 | 140.61 | 169.20 |
| 净利润(百万元)    | 55.44  | 74.93  | 92.81  | 109.49 | 131.62 |
| 增长率(%)      | 59.07  | 35.15  | 23.86  | 17.98  | 20.21  |
| EPS(元/股)    | 0.77   | 1.04   | 1.29   | 1.52   | 1.83   |
| 市盈率(P/E)    | 54.02  | 39.97  | 32.27  | 27.36  | 22.76  |
| 市净率(P/B)    | 12.53  | 9.85   | 7.22   | 5.71   | 4.57   |
| 市销率(P/S)    | 10.54  | 9.46   | 7.41   | 6.05   | 4.98   |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00   | 24.64  | 20.40  | 16.75  |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 化工/塑料    |
| 6个月评级 | 增持(首次评级) |
| 当前价格  | 41.66元   |
| 目标价格  | 元        |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 71.90       |
| 流通A股本(百万股)  | 17.97       |
| A股总市值(百万元)  | 2,995.27    |
| 流通A股市值(百万元) | 748.82      |
| 每股净资产(元)    | 6.09        |
| 资产负债率(%)    | 31.42       |
| 一年内最高/最低(元) | 66.00/40.00 |

### 作者

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 范张翔                      | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110518080004 |     |
| fanzhangxiang@tfzq.com   |     |
| 尉鹏洁                      | 联系人 |
| weipengjie@tfzq.com      |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 聚烯烃发泡材料应用广泛，产能扩张带来新动力</b>     | <b>5</b>  |
| 1.1. 聚焦聚烯烃发泡材料多年，研发能力为业内领先          | 5         |
| 1.2. 收入：规模快速扩张，2020 年盈利能力回升         | 6         |
| 1.3. 费用：各项费用管控能力高于行业平均水平，持续研发投入     | 11        |
| 1.4. 股权结构稳定，实际控制人合计持股 49.11%        | 12        |
| <b>2. 聚烯烃发泡材料行业：下游需求强劲，应用范围广泛</b>   | <b>13</b> |
| 2.1. 受益于新型环保材料的出现，我国泡沫塑料制造行业仍将持续增长  | 13        |
| 2.2. 聚烯烃发泡材料：新型、环保的泡沫塑料制造材料         | 13        |
| 2.3. 聚烯烃发泡材料行业：应用广泛，市场广阔，头部企业规模效益凸显 | 14        |
| 2.3.1. 应用领域一：建筑装饰行业                 | 14        |
| 2.3.2. 应用领域二：消费电子行业                 | 16        |
| 2.3.3. 应用领域三：汽车内饰材料行业               | 18        |
| 2.3.4. 应用领域四：家用电器行业及医疗器械行业          | 19        |
| <b>3. 公司亮点：研发+产品+产能助力公司长远发展</b>     | <b>19</b> |
| 3.1. 研发能力强，单位成本持续优化，规模效应凸显          | 19        |
| 3.2. 产品：国内领先的聚烯烃发泡材料生产企业，覆盖多应用领域    | 21        |
| 3.3. 产能：募投产能或带来新增长动力                | 23        |
| 3.4. 客户：合作行业知名客户，覆盖多应用领域            | 23        |
| <b>4. 总结与盈利预测</b>                   | <b>25</b> |
| 4.1. 总结                             | 25        |
| 4.2. 盈利预测                           | 26        |
| 4.3. 风险提示                           | 27        |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：祥源新材工艺流程图（以 IXPE 为例）             | 5 |
| 图 2：祥源新材发展里程碑                        | 6 |
| 图 3：2013-2020 公司营业收入（亿元）及增长率         | 7 |
| 图 4：2013-2020 归母净利润（亿元）及增长率          | 7 |
| 图 5：2015-2020 公司销售毛利率和净利率（%）         | 7 |
| 图 6：2017-2020 公司产品毛利率（%）             | 7 |
| 图 7：2017-2020 营业收入（万元）按产品划分情况及同比增速   | 8 |
| 图 8：2017-2020 营业收入按产品划分占比            | 8 |
| 图 9：2017-2020H 按产品特性划分营业收入（万元）及同比增速  | 8 |
| 图 10：2017-2020H 按产品特性划分营业收入占比        | 8 |
| 图 11：2017-2020H 按产品性能分类毛利率           | 9 |
| 图 12：2017-2020H 按应用领域划分营业收入（万元）及同比增速 | 9 |

|   |    |
|---|----|
| 图 13: 2017-2020H 按应用领域划分营业收入占比 .....          | 9  |
| 图 14: 2017-2020H 按客户类型划分营业收入 (万元) 及同比增速 ..... | 9  |
| 图 15: 2017-2020H 按客户类型划分营业收入占比 .....          | 9  |
| 图 16: 2017-2020H 直接客户和贸易类客户毛利率 .....          | 10 |
| 图 17: 2017-2020H 各地区收入 (万元) 及同比增速 .....       | 10 |
| 图 18: 2017-2020H 各地区收入占比 .....                | 10 |
| 图 19: 祥源新材研发、销售、管理、财务费用率 .....                | 11 |
| 图 20: 祥源新材总费用率逐年下降 .....                      | 11 |
| 图 21: 2017-2020 祥源新材及可比上市公司销售费用率 .....        | 11 |
| 图 22: 2017-2020 祥源新材及可比上市公司管理费用率 .....        | 11 |
| 图 23: 2017-2020 祥源新材及可比上市公司财务费用率 .....        | 11 |
| 图 24: 2017-2020 祥源新材及可比上市公司研发费用率 .....        | 11 |
| 图 25: 公司股权结构图 (截至 2021 年 4 月 21 日) .....      | 12 |
| 图 26: 2007 年-2019 年中国泡沫塑料产量 .....             | 13 |
| 图 27: 泡沫塑料材料分类 .....                          | 13 |
| 图 28: 全球地面装饰材料市场规模 (亿美元) .....                | 14 |
| 图 29: 2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布 .....    | 15 |
| 图 30: 2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额 (亿美元) .....   | 15 |
| 图 31: 2011 年&2018 年欧盟进口各类地面装饰材料占比 (%) .....   | 15 |
| 图 32: 2011-2018 年欧盟进口 PVC 塑料地板 .....          | 15 |
| 图 33: 2009 年-2019 年我国塑料地板出口金额 (亿美元) .....     | 16 |
| 图 34: 2009 年-2019 年中国建筑业装修装饰总产值 (亿元) .....    | 16 |
| 图 35: 2011 年-2019 年全球和中国智能手机出货量 .....         | 17 |
| 图 36: 全球可穿戴设备出货量 (百万套) .....                  | 17 |
| 图 37: 2009 年-2019 年全球与中国乘用车产量 .....           | 18 |
| 图 38: 2010-2020 年中国汽车内饰市场规模及预测 (单位: 亿元) ..... | 18 |
| 图 39: 2016-2020 年中国家电行业营业收入及预测 (万亿元) .....    | 19 |
| 图 40: 2016-2022 年中国医疗器械市场规模及预测 (亿元) .....     | 19 |
| 图 41: 2017-2020H 公司原材料采购金额 (万元) 及同比 .....     | 19 |
| 图 42: 2017-2020H 公司原材料采购构成 .....              | 19 |
| 图 43: 2017-2020H 公司单位成本和原材料采购价格 .....         | 20 |
| 图 44: 2017-2020H 公司主要原材料生产单耗 (单位: 吨) .....    | 20 |
| 图 45: 2017-2020H 公司与润阳科技 PE 采购价格 .....        | 20 |
| 图 46: 2017-2020H 公司与润阳科技发泡剂采购价格 .....         | 20 |
| 图 47: 2017-2020H 公司与同业公司存货周转率 .....           | 21 |
| 图 48: 2017-2020H 运费占营业收入比例 .....              | 21 |
| 图 49: 公司产品的销售数量变化 (万平米) .....                 | 21 |
| 图 50: 公司各系列产品的销售单价变动 (元/平米) .....             | 21 |
| 图 51: 2017-2020H 公司产能、产量及产能利用率 .....          | 23 |
| 图 52: 2017-2020H 产量、销量情况 .....                | 23 |
| 图 53: 祥源新材前五大客户收入及占比 .....                    | 24 |

|  |    |
|--|----|
| 图 54: 祥源新材主要境外客户收入 (万元) 及占比 .....            | 25 |
| 表 1: 祥源新材产品系列、特性与性能及主要应用领域.....              | 5  |
| 表 2: 2019 年三家公司盈利指标 .....                    | 7  |
| 表 3: 募集资金投资项目 (单位: 万元) .....                 | 12 |
| 表 4: 聚烯烃发泡材料 .....                           | 14 |
| 表 5: IXPE、PU 发泡材料、丙烯酸发泡材料性能比较.....           | 17 |
| 表 6: 公司研发成果 .....                            | 22 |
| 表 7: 主要应用领域及客户 .....                         | 23 |
| 表 8: 祥源新材 2017-2020H 前五大客户采购金额 (万元) 及占比..... | 24 |
| 表 9: 公司主要境外客户基本情况 .....                      | 25 |
| 表 10: 公司收入拆分 .....                           | 26 |
| 表 11: 可比公司估值.....                            | 27 |

## 1. 聚烯烃发泡材料应用广泛，产能扩张带来新动力

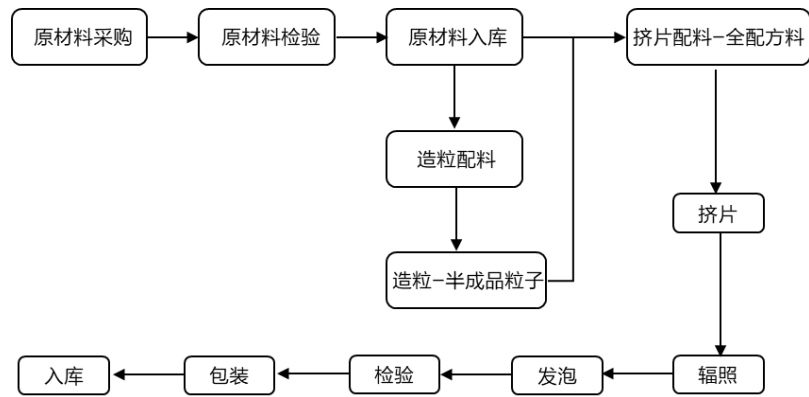
### 1.1. 聚焦聚烯烃发泡材料多年，研发能力为业内领先

湖北祥源新材料科技股份有限公司，致力于聚烯烃发泡材料行业多年，专业生产与销售环保交联聚烯烃泡棉（XPE/IXPE/IXPP）及聚氨酯泡棉（PU）。公司在湖北、安徽、广东等地均设有生产基地、分支机构，覆盖华中、华东和华南等区域。公司产品作为一种绿色环保的缓冲、密封、防水、减震材料，广泛应用于汽车内饰领域、电子领域、建筑声学、保温隔热、包装缓冲、医疗等领域。

公司主要产品为高分子泡沫塑料中的聚烯烃发泡材料，主要生产流程为造粒、挤片、辐照、发泡等工艺。

- **造粒：**将树脂、特性料、助剂等原料混炼分散，制成具有一定大小和形状且均匀性好的固体颗粒。
- **挤片：**将产品配方所需的各种树脂颗粒、自制半成品颗粒按一定的配方比例混合均匀，由挤出机进行塑化挤片，并通过模具将熔融物定型为不同厚度、不同宽度的片状卷材。
- **辐照：**利用电子辐射引发聚合物长链之间的交联反应，使线型或支型聚合物分子间以共价键连接，形成网状结构，获得更高熔体强度的特性。辐照工序无需添加任何催化剂，辐照工序能够提升聚烯烃材料的物理和化学特性，如耐热性、绝缘性、抗化学腐蚀性、机械强度等。
- **发泡：**辐照处理的聚烯烃材料，在高温发泡炉内发生化学或物理变化，将聚烯烃材料变为具有泡孔结构的发泡材料。

图 1：祥源新材工艺流程图（以 IXPE 为例）



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

**拓展产品矩阵，满足不同领域需求。**按照原材料分类，产品覆盖 IXPE、IXPP 等，按照产品性能分类，包括普通应用型、功能增加型、性能增强型三个系列，具有不同的特性与性能，覆盖不同的领域。

表 1：祥源新材产品系列、特性与性能及主要应用领域

| 系列    | 特性与性能   | 主要应用领域   |
|-------|---|--|
| 普通应用型 | 表面光滑、柔软，外表美观，安全环保；<br>弹性丰富，缓冲性能出色；<br>独立气泡的结构具备优异的防水性、隔热性，并且隔热性能不会随时间而发生劣化； | <b>建筑装饰材料：</b> 如隔音地板底材；<br><b>医疗器械材料：</b> 如心电图监护仪电极片；<br><b>家用电器材料：</b> 如电器面板固定胶带； |



|       |   |   |
|-------|---|---|
|       | 具备不变质、不变色的优异耐候性；  |   |
| 性能增强型 | 在普通应用型产品的基础上，在原料中加入性能更高的原材料，使产品在保有普通应用型产品材料特性的同时具备更强的物理或化学性能，如：更薄的厚度；更高的强度和伸长率；更强的高温成型性；更好的柔软度和服帖性； | <p>消费电子产品：如智能手机的屏下超薄缓冲垫片、手机曲面屏边框垫片；</p> <p>汽车内饰材料：如汽车门板仪表板表皮内衬、汽车空调风管、汽车顶棚；</p> |
| 功能增加型 | 在普通应用型产品的基础上，在原料中加入特殊功能材料，使产品在普通应用型产品的基础上具备抗菌、防静电、防滑、阻燃等额外功能特性；                                     | <p>建筑装饰材料：抗菌地垫、防静电地垫、防滑地垫；</p> <p>消费电子产品：防静电耗材；</p> <p>汽车内饰材料：如车门阻燃防水膜；</p>     |

资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

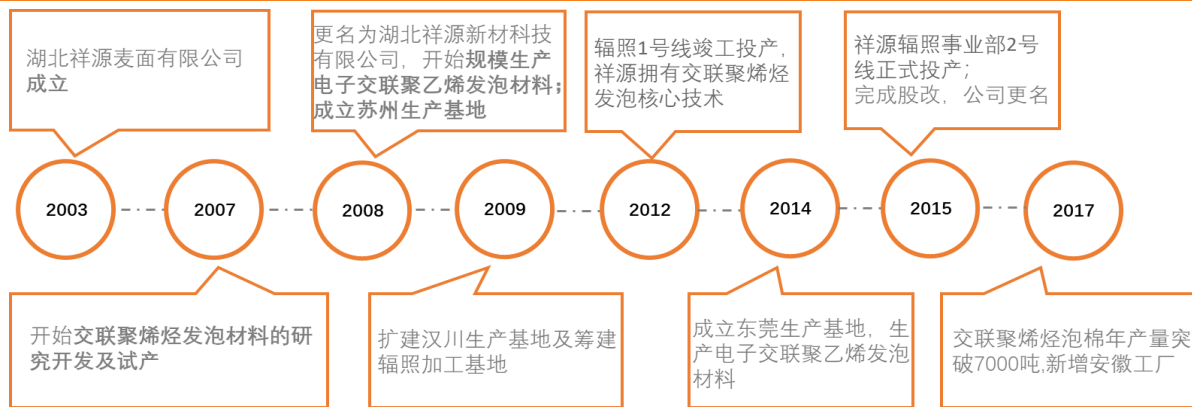
### 公司聚焦聚烯烃发泡材料领域，产品技术研发历程主要分为三个阶段：

2003 年公司成立，2007 年开始交联聚烯烃发泡材料的研发及试生产，2008-2010 年，公司进入聚烯烃发泡材料领域，聚烯烃发泡材料逐步成为公司主营业务。

2010-2014 年，公司根据市场需求针对性突破技术难点，例如：①针对消费电子领域轻薄化的需求，开发出厚度更薄的发泡产品，最薄可达到 0.06mm；②针对消费电子屏幕保护和缓冲需求较高的特点，开发出防水波纹的高缓冲、高层间内聚力的 IXPE 材料；③针对汽车领域对耐热，安全和环保等方面要求较高的特点，开发出阻燃等级不同的 IXPE 材料，以及全新 IXPP 材料。2015-2018 年，公司研发重心在研发特殊功能聚烯烃发泡产品：①在消费电子领域，开发了薄型防静电 IXPE 产品，以及用于曲面屏的超柔软 IXPE 产品；②在建筑装饰领域，开发了抗菌、防滑，等多款功能性产品；③在汽车内饰材料领域，开发了低气味、环保型的 IXPE 产品。

2019 年以后，公司研发部门根据对发泡技术的未来预估，以及对消费电子、建筑装饰、汽车内饰等领域的未来市场预计，储备了适用于 5G 或者 6G 的屏蔽多功能泡棉、低介电常数泡棉，适用于可折叠屏的超薄超柔软泡棉，用于薄型地板的抗静载抗蠕变地垫，用于汽车仪表板的超软 IXPP 产品，以及超临界聚烯烃发泡材料等。

图 2：祥源新材发展里程碑

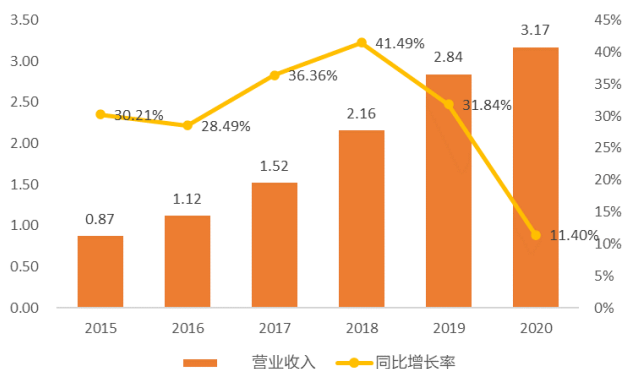


资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.2. 收入：规模快速扩张，2020 年盈利能力回升

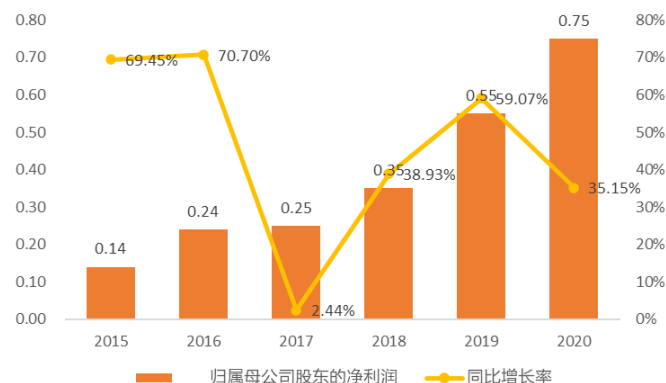
收入规模伴随下游行业需求增长显著放量。2013-2020 年公司营业收入逐年提高，主要由于建筑装饰材料领域和消费电子产品领域销量的增加。2020 年营业收入 3.17 亿元，同比增长 11.40%，归母净利润达到 0.75 亿元，同比增长 35.15%。

图 3：2013-2020 公司营业收入（亿元）及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

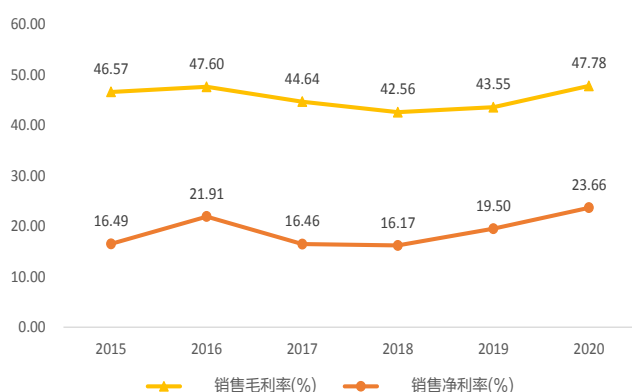
图 4：2013-2020 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

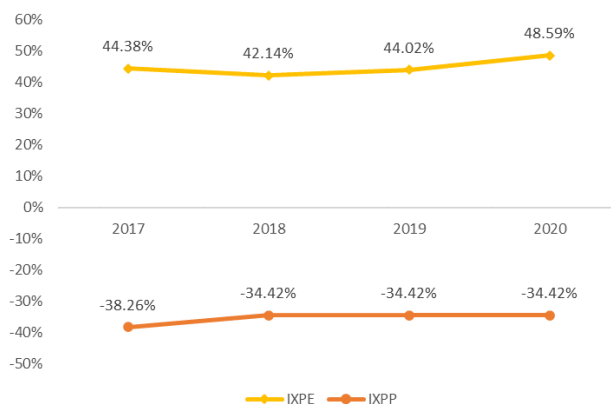
2015-2020 年毛利率分别为 46.57%/47.60%/44.64%/42.56%/43.55%/47.78%，2020 年由于原材料价格下降，且公司加强管理提高产品良品率和生产效率，盈利能力上升。从各产品毛利率来看，IXPE 毛利率稳步提升，IXPP 毛利率为负值，主要因为 IXPP 原材料成本较高，生产技术难度大，且尚处于拓宽客户阶段，未能实现有效的规模优势，产品单位生产成本较高。从各公司的对比情况来看，2019 年润阳/祥源毛利率分别为 46.56%/43.55%，净利率分别为 31.74%/19.5%，2019 年 IXPE 毛利率为 44.02%。

图 5：2015-2020 公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2017-2020 公司产品毛利率 (%)



资料来源：祥源新材招股说明书，wind，天风证券研究所

表 2：2019 年三家公司盈利指标

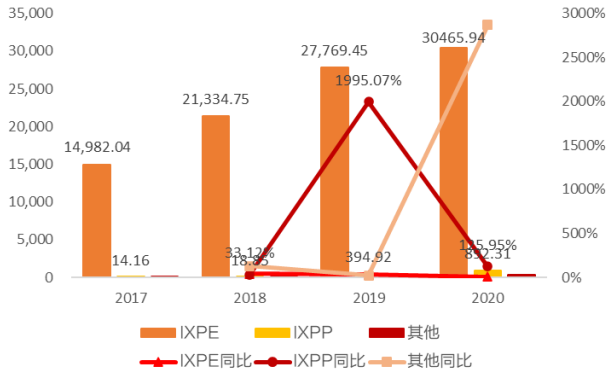
|             | 润阳科技  | 祥源新材  | 交联辐照  |
|-------------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (亿元)  | 3.65  | 2.84  | 0.94  |
| 归母净利润 (亿元)  | 1.16  | 0.55  | 0.16  |
| 销售毛利率 (%)   | 46.56 | 43.55 | 39.75 |
| 销售净利率 (%)   | 31.74 | 19.50 | 16.78 |
| ROE(加权) (%) | 35.18 | 34.52 | 15.28 |

资料来源：wind，天风证券研究所

按原材料划分：IXPE 产品为公司主要收入来源，贡献逾九成收入。2017-2020 年，IXPE 产品收入分别为 14982.04/21334.75/27769.45/30465.94 万元，2018-2020 年同比 +42.40%/+30.16%/+9.71%；2017-2020 年，IXPP 产品收入分别为 14.16/18.85/394.92/892.31

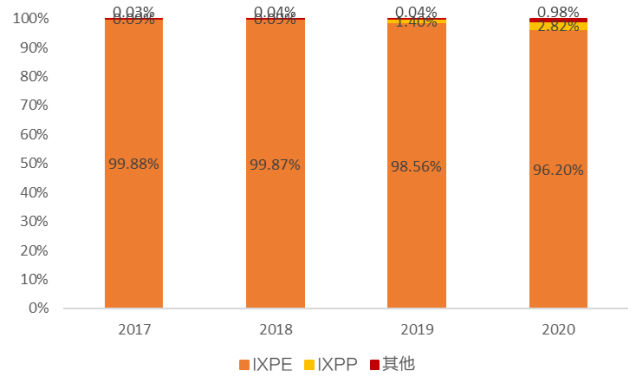
万元，2018-2020 年同比+33.12%/+1995.07%/+125.95%。公司自 2015 年起切入技术难度大、国内本地企业进入较晚的 IXPP 市场，研发并推出 IXPP，实现 IXPP 产品的批量化生产，目前公司 IXPP 产品正处于获取市场订单的起步阶段。

图 7：2017-2020 营业收入（万元）按产品划分情况及同比增速



资料来源：祥源新材招股说明书，祥源新材 2020 年年度审计报告，天风证券研究所

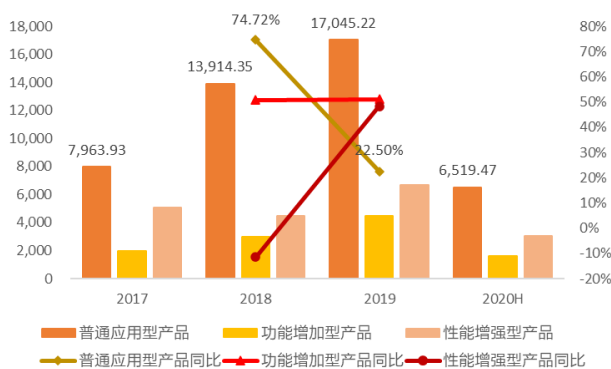
图 8：2017-2020 营业收入按产品划分占比



资料来源：祥源新材招股说明书，祥源新材 2020 年年度审计报告，天风证券研究所

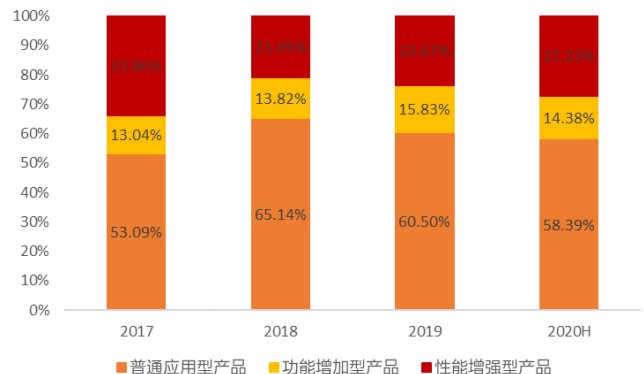
**按产品特性划分：普通应用型产品占比最高，其他产品份额升高。**2017-2020H，普通应用型产品收入为 7963.93/13914.35/17045.22/6519.47 万元，2018-2019 年同比 +74.72%/+22.50%；功能增强型收入分别为 1956.42/2952.08/4460.77/1605.37 万元，2018-2019 年同比增长 +50.89%/+51.11%；性能增强型产品收入分别为 5079.68/4495.88/6668.86/3040.74 万元，2018-2019 年同比 -11.49%/+48.33%。2018 年，普通应用型产品收入占比增加、性能增强型产品收入占比下降，由于普通应用型产品主要应用于建筑装饰材料领域，性能增强型产品主要应用于消费电子产品领域，2018 年建筑装饰材料领域的收入较 2017 年增长 188.48%，而来源于消费电子产品领域的收入与 2017 年收入水平基本持平。

图 9：2017-2020H 按产品特性划分营业收入（万元）及同比增速



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 10：2017-2020H 按产品特性划分营业收入占比



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

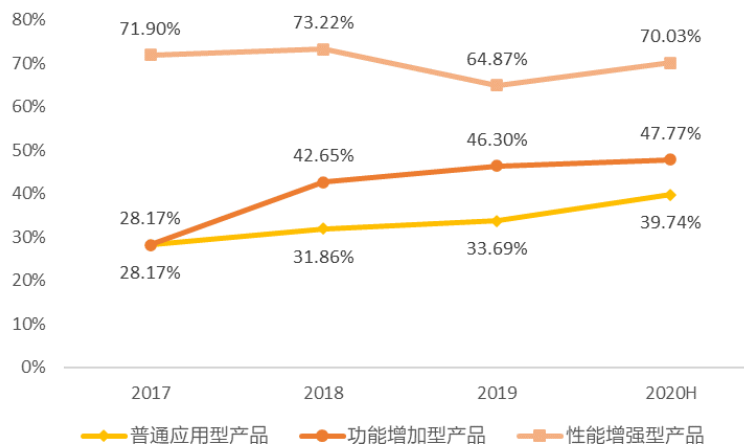
**普通应用型产品、功能增强型产品毛利率逐年上升。**2017-2020H，普通应用型产品毛利率分别为 28.17%/31.86%/33.69%/39.74%，功能增强型产品毛利率分别为 28.17%/42.65%/46.30%/47.77%，性能增强型产品毛利率为 71.90%/73.22%/64.87%/70.03%。

2020H 公司主要原材料价格较 2019 年下降了 9.98%，且由于疫情的影响，公司产能饱和度



相对不高，公司通过加强员工管理、原材料采购和投料的管理、生产排产管理、生产工艺管理，提高了产品的良品率和生产效率，性能增强型产品毛利率上升。

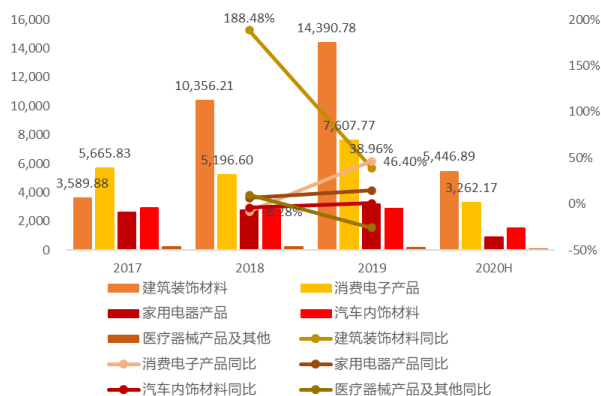
图 11：2017-2020H 按产品性能分类毛利率



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

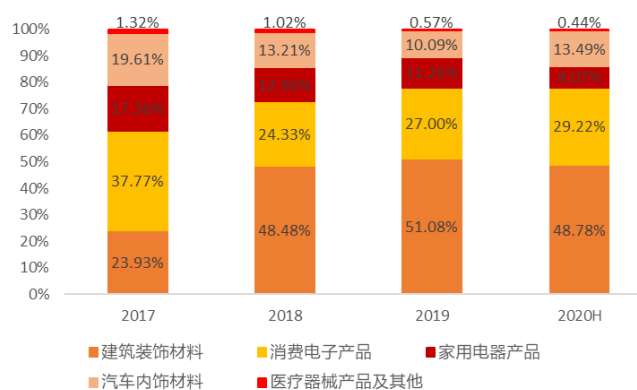
**按应用领域划分：建筑装饰材料、消费电子产品为主要应用领域。**2017-2020H，建筑装饰材料领域收入分别为 3589.88/10356.21/14390.78/5446.89 万元，2018-2019 年同比 +188.48%/+38.96%；2017-2020H，消费电子产品领域收入分别为 5665.83/5196.60/7607.77/3262.17 万元，2018-2019 年同比 -8.28%/+46.40%。

图 12：2017-2020H 按应用领域划分营业收入（万元）及同比增速



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 13：2017-2020H 按应用领域划分营业收入占比

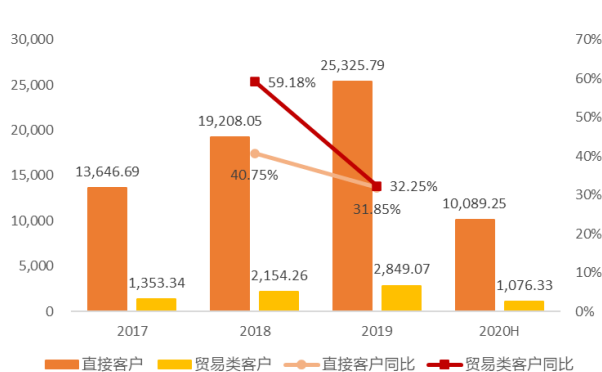


资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

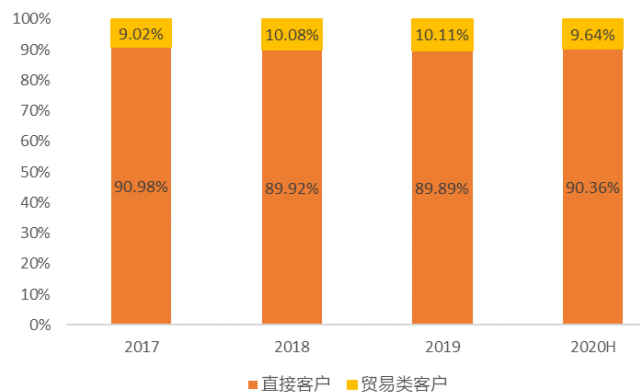
**按客户类型划分：直接客户收入贡献约 90%。**2017-2020H，直接客户收入分别为 13646.69/19208.05/25325.79/10089.25 万元，2018-2019 年同比增加 40.75%/31.85%；贸易类客户收入分别为 1353.34/2154.26/2849.07/1076.33 万元，2018-2019 年同比增加 59.18%/32.35%。公司对贸易类客户的销售额占比较低且保持相对稳定。

图 14：2017-2020H 按客户类型划分营业收入（万元）及同比增速

图 15：2017-2020H 按客户类型划分营业收入占比



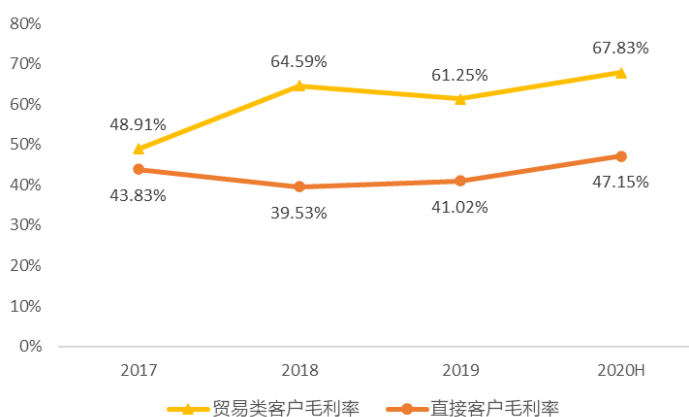
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

贸易类客户毛利率高于直接客户毛利率，主要由于产品类型和客户群体存在较大差异。公司直接类客户主要是建筑装饰领域的地板地垫类客户，公司贸易类客户主要是消费电子产品领域客户，消费电子领域客户采购集中在功能增加型和性能增强型产品，这两类产品的销售单价和毛利率均高于普通应用型产品。

图 16：2017-2020H 直接客户和贸易类客户毛利率



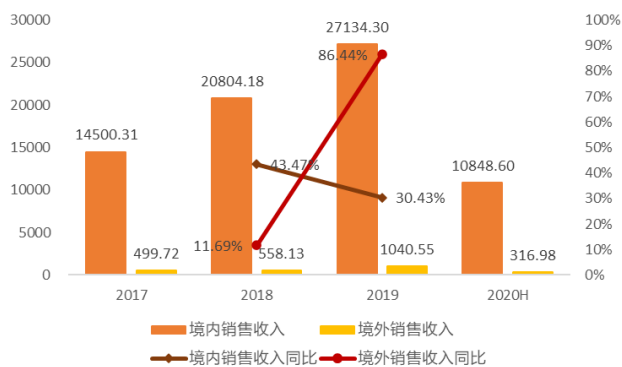
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

**按地区划分：华东和华南为主要销售市场，境外销售收入占比较小。**2017-2020H 华东地区销售收入分别实现 8325.63/13813/17403.91/7434.01 万元，18/19 年分别同比 +65.91%/+26%；华南地区销售收入分别为 4296.27/5154.60/6297.26/2109.89 万元，18/19 年分别同比 +19.98%/+22.17%；其他地区（不含港澳台）收入分别为 1878.40/1836.58/3433.13/1304.69 万元，18/19 年分别同比 -2.23%/+86.93%；

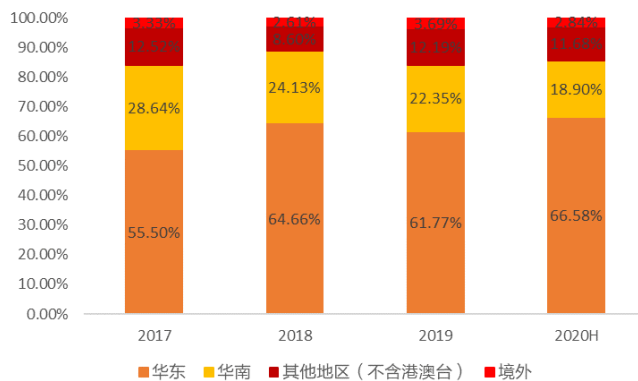
2017-2020H，公司境外销售分别实现 499.72/558.13/1040.55/316.98 万元，18/19 年分别同比 +11.69%/+86.44%。2017-2019 年，华东及华南区域的营业收入不断增长，2020H 受新冠疫情影响，华东及华南区域的营业收入有所下降，华东及华南区域的收入占比持续稳定，主要因为公司建筑装饰材料和消费电子产品应用领域的客户群主要集中于华东和华南区域，而公司多区域运营布局亦有助于华东和华南区域销售的增长和收入占比的稳定。2019 年由于公司拓展了较多地板地垫领域的客户，境外销售收入增长较快，2020H 受新冠疫情影响，境外销售收入有所下降。

图 17：2017-2020H 各地区收入（万元）及同比增速

图 18：2017-2020H 各地区收入占比



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

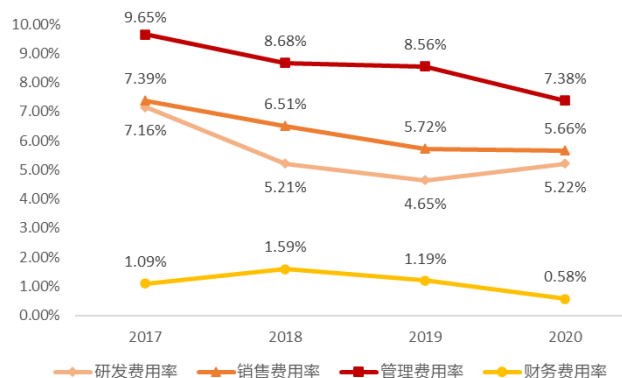


资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 费用：各项费用管控能力高于行业平均水平，持续研发投入

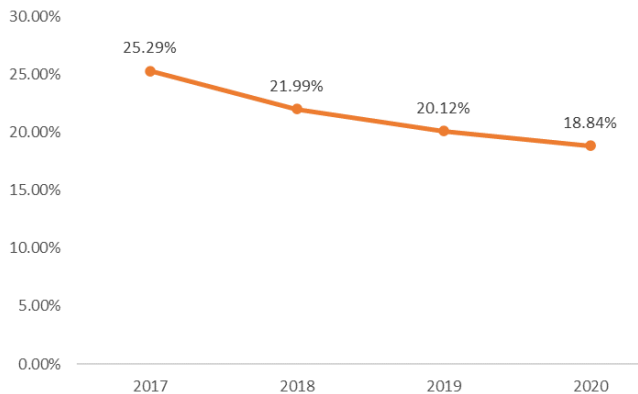
从公司费用控制的角度上看，2017-2020 年，公司销售费用率为 7.39%/6.51%/5.72%/5.66%，管理费用率为 9.65%/8.68%/8.56%/7.38%，财务费用率为 1.09%/1.59%/1.19%/0.58%，研发费用率为 7.16%/5.21%/4.65%/5.22%，总费用率逐年下降。由于公司产销规模持续扩大所带来的规模效应明显，销售费用率和管理费用率逐年下降。

图 19：祥源新材研发、销售、管理、财务费用率



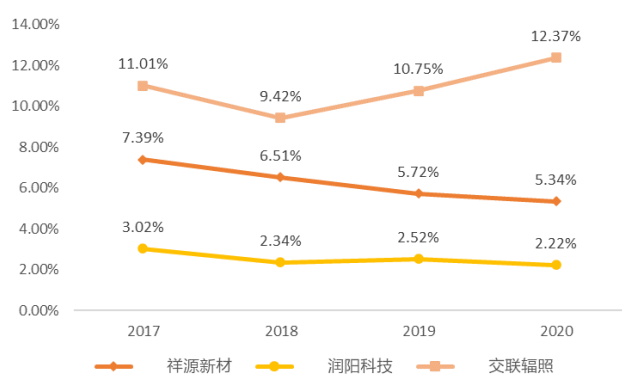
资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：祥源新材总费用率逐年下降



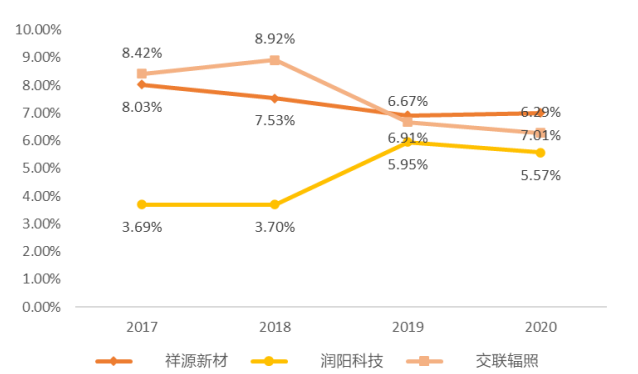
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2017-2020 祥源新材及可比上市公司销售费用率



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

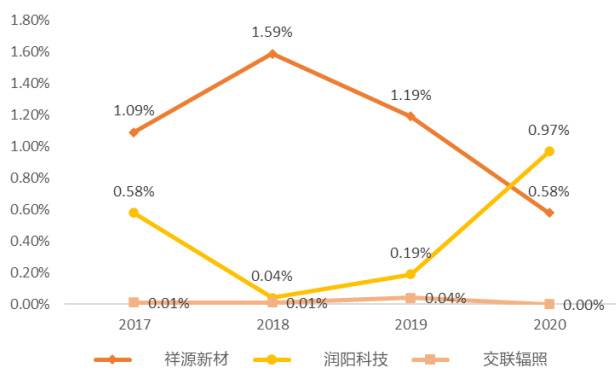
图 22：2017-2020 祥源新材及可比上市公司管理费用率



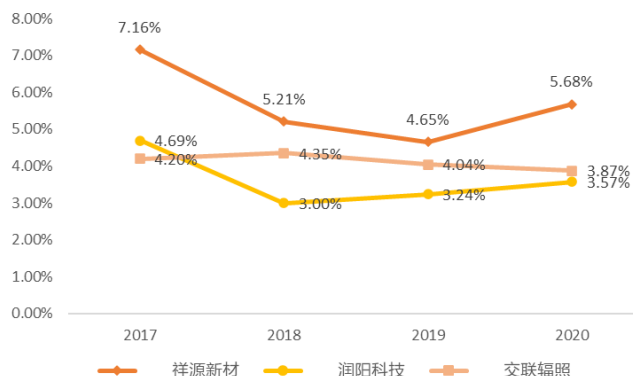
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 23：2017-2020 祥源新材及可比上市公司财务费用率

图 24：2017-2020 祥源新材及可比上市公司研发费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

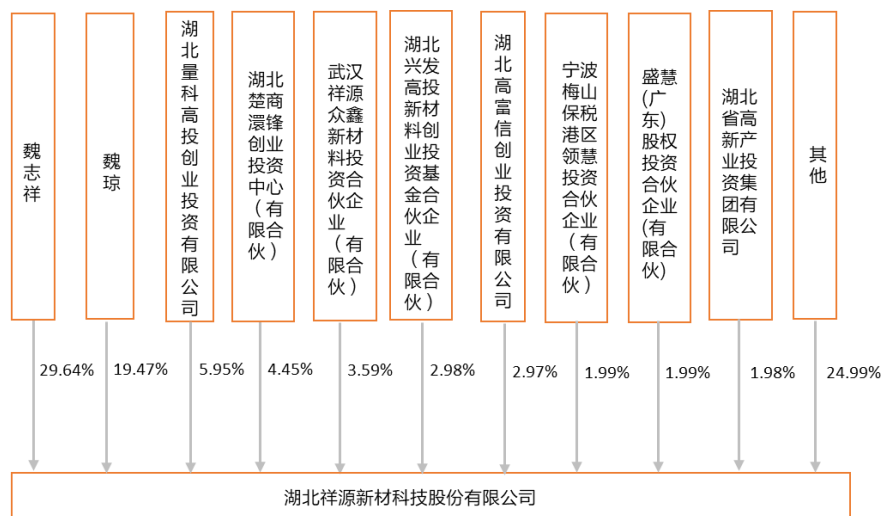


资料来源: 祥源新材招股说明书, 天风证券研究所

### 1.4. 股权结构稳定, 实际控制人合计持股 49.11%

公司控股股东为魏志祥, 魏志祥和魏琼为公司共同实际控制人。魏志祥持有公司 29.64% 股权, 魏志祥和魏琼兄妹合计持有 49.11% 股权。管理层人员拥有丰富的行业和管理经验。魏志祥先生作为公司董事长, 在行业内拥有超过 15 年的经验。魏琼女士作为公司董事、总经理, 2003 和魏志祥先生一同创立公司, 拥有超过 15 年的经验。段建平先生作为董事、副总经理, 毕业于浙江大学高分子科学与工程学院拥有高级工程师职称。

图 25: 公司股权结构图 (截至 2021 年 4 月 21 日)



资料来源: wind, 天风证券研究所

此次上市募投项目为年产 1.1 亿平方米聚烯烃发泡材料产业化建设项目、新材料技术研发中心建设项目和补充营运资金。其中年产 1.1 亿平方米聚烯烃发泡材料产业化建设项目将建设现代化的聚烯烃发泡材料生产基地, 扩大 IXPE 和 IXPP 生产规模, 引进国内外先进的生产设备。新材料技术研发中心建设项目将设立专门的行业技术信息收集和处理中心, 搭建产学研合作交流平台, 加强应用分析能力, 进一步提升公司研发实力。

表 3: 募集资金投资项目 (单位: 万元)

| 序号 | 募集资金投资项目          | 项目投资总额   | 拟使用募集资金金额 | 募集资金使用进度 |          |
|----|-------------------|----------|-----------|----------|----------|
|    |                   |          |           | 第一年      | 第二年      |
| 1  | 年产 1.1 亿平方米聚烯烃发泡材 | 34808.89 | 34808.89  | 15769.87 | 19039.02 |

|   | 料产业化建设项目      |         |         |         |         |
|---|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 2 | 新材料技术研发中心建设项目 | 5944.55 | 5944.55 | 1775.98 | 4168.57 |
| 3 | 补充营运资金        | 5000    | 5000    | 5000    |         |

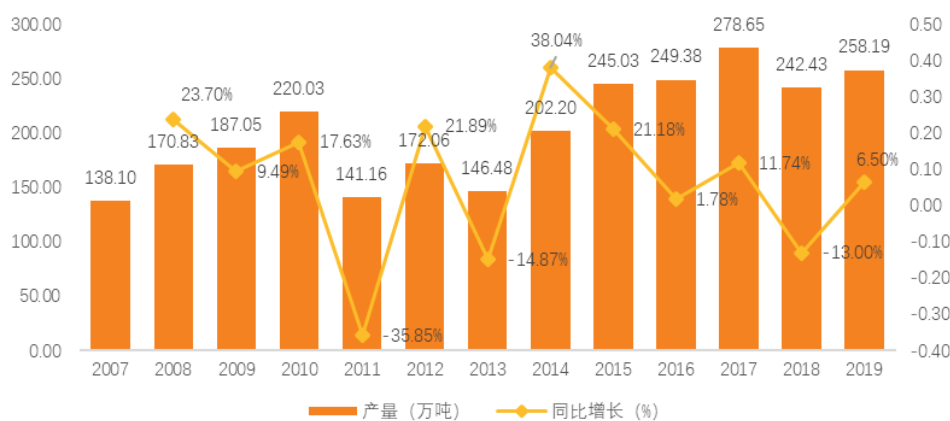
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

## 2. 聚烯烃发泡材料行业：下游需求强劲，应用范围广泛

### 2.1. 受益于新型环保材料的出现，我国泡沫塑料制造行业仍将持续增长

我国泡沫塑料制造行业基数较大，总体将保持一定的增长率。2011年-2013年，受淘汰落后产能政策的影响，泡沫塑料制造行业整体较为低迷。2014年后，受益于环保新型材料如IXPE及IXPP材料对传统泡沫塑料的替代，产量迅速回升，行业增长率较快。根据国家统计局数据，我国泡沫塑料产量从2009年的187.05万吨增长至2019年的258.19万吨，年均复合增长率为3.28%。受益于环保新型材料的出现及增长，未来我国泡沫塑料制造行业总体仍将保持一定的增长率。

图 26：2007年-2019年中国泡沫塑料产量



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 2.2. 聚烯烃发泡材料：新型、环保的泡沫塑料制造材料

泡沫塑料是由大量气体微孔分散于固体塑料中而形成的一类高分子材料。泡沫塑料按其柔韧性可分为软质、硬质和处于两者之间的半硬质泡沫塑料。软质泡沫塑料可分为聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）和聚烯烃发泡材料三大类。其中，聚烯烃发泡材料包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）等，并衍生出IXPE、IXPP等高端聚烯烃发泡材料。

图 27：泡沫塑料材料分类



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

聚烯烃发泡材料具有原料来源丰富、质量轻、性价比优越以及优良的耐热性、耐化学腐蚀性、易于回收等特点，用途广泛，可应用于建筑装饰、消费电子、汽车内饰材料、家用电器、医疗器材、体育用品等领域。与PU、PS等软质泡沫塑料相比，聚烯烃发泡材料具有**无毒环保、绿色健康**的特性。在全球工业升级改造及环保要求不断提高的背景下，聚烯烃发泡材料替代传统发泡材料的趋势愈发明显，市场前景广阔。

表 4：聚烯烃发泡材料

|         | 主要用途及特质                                      | 原材料及其他   |
|---------|--|--|
| PU      | 家具、床具、沙发、座椅、背靠垫、床垫、枕头                        | 聚氨酯主要原材料为氰酸酯和聚醚，发泡后形成高回弹泡沫、块状海绵、慢回弹泡沫和自结皮泡沫        |
| PS      | 餐具、展览展示装裱、橱窗造型、玩具模型、礼品包装、写字板等                | 聚苯乙烯主要原材料为苯乙烯，发泡后相对密度低、热导率低、隔热隔音                   |
| 聚烯烃发泡材料 | 与PU、PS相比，具有无毒环保、绿色健康特性，主要用于环保建材、消费电子、汽车内饰等领域 | 包括聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PP)、聚氯乙烯 (PVC)、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物 (EVA) 等 |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

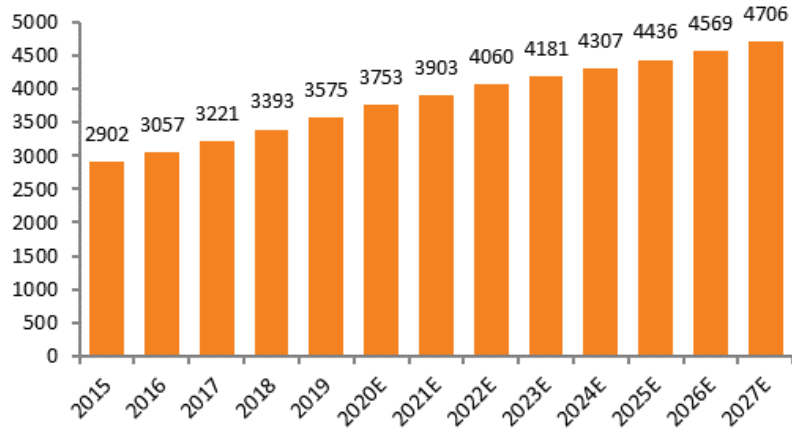
## 2.3. 聚烯烃发泡材料行业：应用广泛，市场广阔，头部企业规模效益凸显

### 2.3.1. 应用领域一：建筑装饰行业

公司建筑装饰材料领域客户主要产品为 PVC 地板，主要出口地为欧洲或美国。根据《Markets and Markets》报告，2018 年全球地面装饰材料行业规模约为 3393 亿美元，其中 2017 年亚太地区地面装饰材料的市场规模占全球市场规模的 45% 左右，是全球地面装饰材料的主要市场，北美/欧洲地区地面装饰材料市场规模占比分别为 25%/20%。

图 28：全球地面装饰材料市场规模（亿美元）



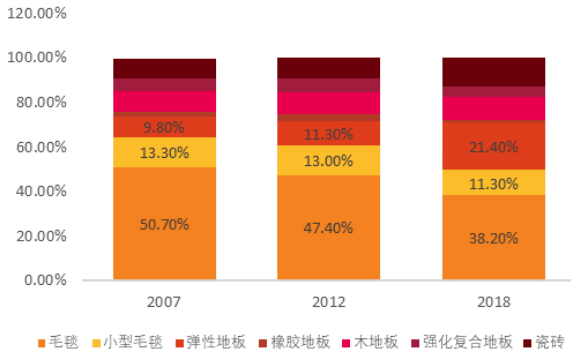


资料来源: Markets and Markets、天风证券研究所

与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相比, PVC 地板具有无毒环保、可回收利用、防火、防水、防潮、防滑、抗冲击、吸音防噪、耐磨性好和使用寿命长的特点。

**欧美市场: PVC 地板渗透率显著提升, PVC 地板市场需求稳定, 且主要依赖进口。**在美国市场, PVC 地板现已成其第二大地面装饰材料。2007 年 PVC 地板在美国地面装饰材料市场份额为 9.80%, 2018 年提高到 21.40%, 市场份额不断提升, 已成为美国第二大地面装饰材料。2013 年美国市场销售额为 8.95 亿美元, 2018 年增长至 34.30 亿美元, 年均复合增长率高达 30.83%。在欧洲市场, 根据 FLOOR FOCUS 的统计数据, 2011-2018 年欧盟市场的 PVC 地板占整体地面装饰材料进口额的比例从 2011 年的 15.2% 增长到 2018 年的 28.5%, PVC 塑料地板进口金额由 2011 年的 2.82 亿欧元增长到 2018 年的 7.72 亿欧元。

图 29: 2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布



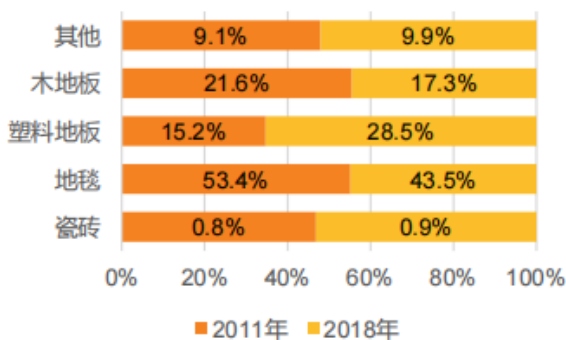
资料来源: 海象新材招股说明书、天风证券研究所, 弹性地板为 PVC 地板

图 30: 2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额 (亿美元)



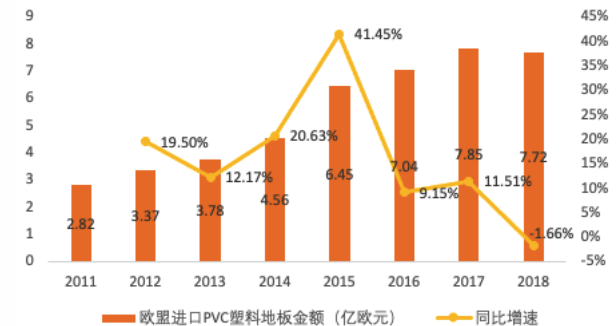
资料来源: 海象新材招股说明书、天风证券研究所

图 31: 2011 年&2018 年欧盟进口各类地面装饰材料占比 (%)



资料来源: 爱丽家居招股说明书、天风证券研究所

图 32: 2011-2018 年欧盟进口 PVC 塑料地板



资料来源: Eurostat、天风证券研究所

受欧美地区塑料地板进口需求的持续快速增长，我国塑料地板出口规模亦随之快速增长。聚烯烃发泡材料主要与塑料地板配合使用。凭借生产成本及产业链优势，我国已成为塑料地板的主要生产地区。根据联合国货物贸易数据库的数据，2009年至2019年我国出口塑料地板金额从7.47亿美元增长到60.66亿美元，年均复合增长率达23.30%，其中PVC地板十年年均复合增长率达24.53%，塑料地板（非PVC）十年年均复合增长率达18.88%。

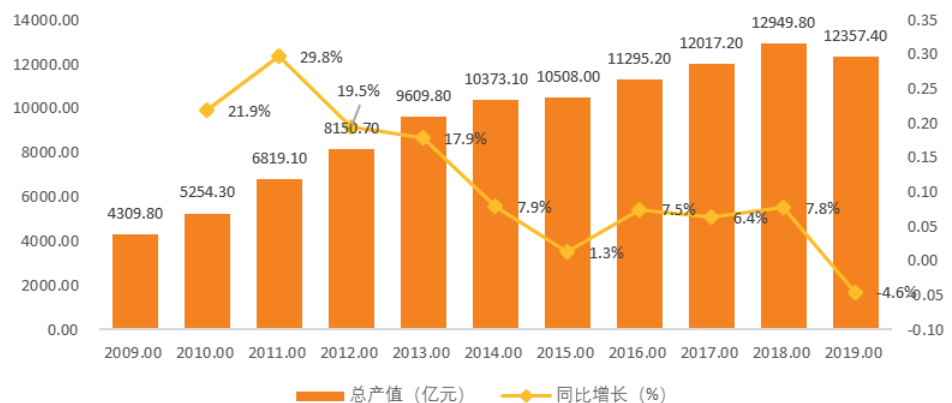
图 33：2009 年-2019 年我国塑料地板出口金额（亿美元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**国内市场：**我国 PVC 塑料地板市场尚处导入初期，市场规模小。根据国家统计局数据，2009-2019 年，中国建筑业装修装饰总产值从 4,309.8 亿元增长到 12,357.4 亿元，年均复合增长率 11.11%。聚烯烃发泡地垫符合未来建筑隔音、节能、环保的趋势，随着居民环保意识的增强，国内市场潜力较大。根据海象新材招股说明书，我国 PVC 塑料地板需求量由 2014 年的 1.70 亿平方米增长至 2017 年的 2.60 亿平方米，年均增幅高达 15%。根据 HJ Research 数据，未来国内 PVC 地板消费市场 CAGR 有望保持在 7% 的增长趋势，整个市场将逐步向成长期过渡。

图 34：2009 年-2019 年中国建筑业装修装饰总产值（亿元）



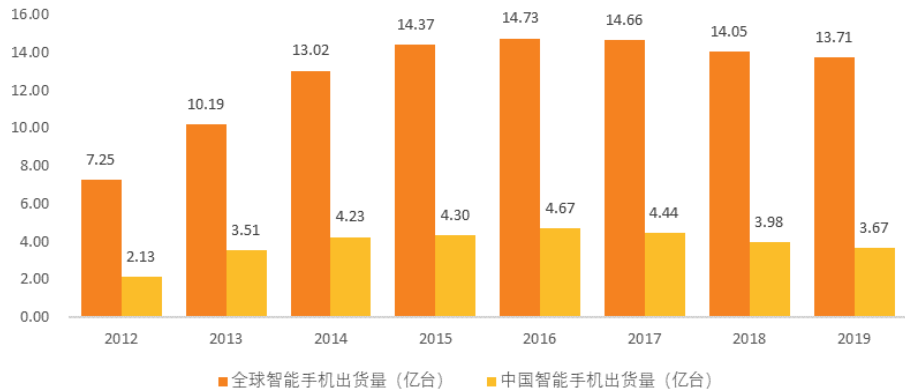
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 2.3.2. 应用领域二：消费电子行业

**在手机市场领域，5G 智能手机的上市有望推动全球智能手机市场的复苏。**根据 IDC 和 Statista 的数据，2019 年全球和中国的智能手机出货量分别为 13.71 亿台、3.67 亿台，中国占全球手机出货量 26.77%。虽然近几年增长有所放缓，但随着 5G 网络逐步商用化，5G

智能手机的上市将有效推动全球智能手机市场的复苏。IXPE 材料具有良好的缓冲、密封、减震和防水等性能，被广泛应用于手机市场中，如作为智能手机屏幕的缓冲垫片、扬声器、相机等部件与外壳接触部位的垫片、智能手表的防尘膜等。

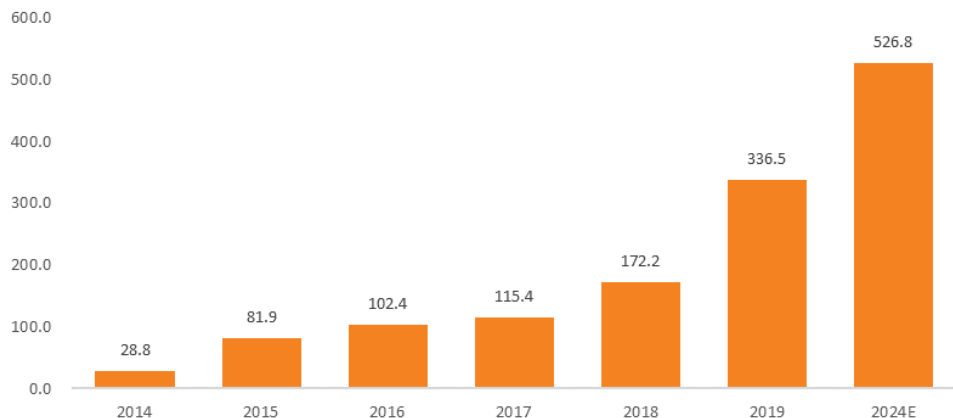
图 35：2011 年-2019 年全球和中国智能手机出货量



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

在可穿戴设备市场领域，市场增长潜力巨大。根据 IDC 数据，可穿戴设备全球出货量由 2015 年不足 1 亿套，迅速增长至 2019 年的 3.37 亿套，年均复合增长率 63.50%，IDC 预测到 2024 年全球出货量将达到 5.27 亿套。IXPE 产品有着不易留痕、便于加工、减震性能优良、防水性强等特性，随着可穿戴设备对运动健康辅助功能的愈加重视，防水性、避震性将成为新设备设计生产的重点，IXPE 材料可在新型可穿戴设备中得到广泛使用。

图 36：全球可穿戴设备出货量（百万套）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

在消费电子产品领域，可替代 IXPE 用于防水、隔热、缓冲的材料还有 PU（聚氨酯）发泡材料和丙烯酸（亚克力）发泡材料两种材料。IXPE 材料、PU 发泡材料、丙烯酸发泡材料各有侧重，在不同功能及用途的消费电子产品中均有较大规模的应用。IXPE、PU 发泡材料、丙烯酸发泡材料的性能比较如下：

表 5：IXPE、PU 发泡材料、丙烯酸发泡材料性能比较

| 材料    | IXPE   | PU 发泡材料       | 丙烯酸发泡材料   |
|-------|--------|---------------|-----------|
| 主要原材料 | 乙烯基聚合物 | 异氰酸酯、聚醚（酯）多元醇 | 丙烯酸（酯）内单体 |

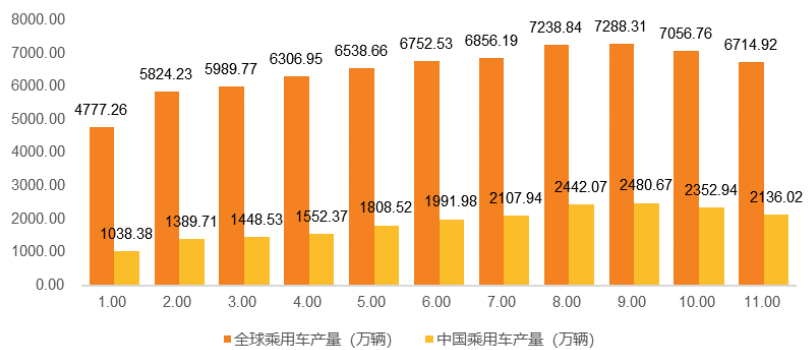
|            |                            |                           |                             |
|------------|----------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| 性能侧重点      | 防水性能优异，兼具缓冲性能              | 缓冲性能极佳                    | 缓冲性能极佳，抗冲击性能强               |
| 环保性        | 生产过程中基本无环保废弃物排放；废旧物料可回收再利用 | 生产中产生二氧化碳等污染物；废旧物料无法回收再利用 | 生产过程中基本无环保废弃物排放；废旧物料无法回收再利用 |
| 电子产品主要应用领域 | 电子设备屏幕边框、扬声器的防水及缓冲         | 在防水性能要求较低电子产品中应用较广        | 中高端电子设备<br>OLED 屏幕下方缓冲      |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 2.3.3. 应用领域三：汽车内饰材料行业

**全球汽车产量有所放缓，但仍保持较大的规模。**根据国际汽车制造商协会的数据，2009-2019 年，全球乘用车产量大体上持续保持稳定增长。其中，全球汽车产量年均复合增长率为 3.46%，中国乘用车产量年均复合增长率为 7.48%，产量多年维持在世界第一的水平。

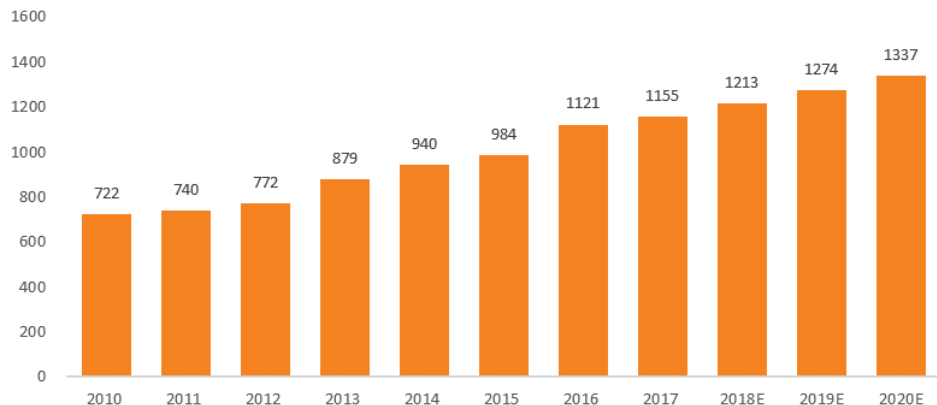
图 37：2009 年-2019 年全球与中国乘用车产量



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**汽车内饰材料行业的产业趋势为：聚烯烃发泡材料将逐步替代传统汽车内饰材料。**IXPE 泡沫塑料用于汽车内饰，可以起到静音隔音、保温隔热、减震抗冲击、密封的作用，可广泛用于汽车内饰各个部位，例如引擎盖隔音吸热、中控台内饰、遮阳板、顶棚隔热隔音、后备箱隔音减震以及车门吸音减震等。

图 38：2010-2020 年中国汽车内饰市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

根据中国塑料加工工业协会数据，2011 年发达国家汽车平均用塑料量达到每辆车 300 千克

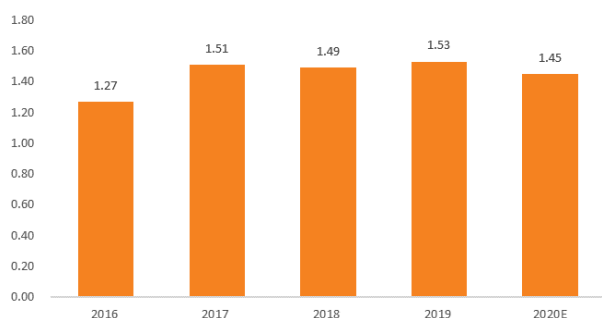
以上，预计 2020 年，发达国家汽车平均用塑料量将达到每辆 500 千克以上，目前中国各类型汽车使用塑料已经达到了每辆 130-160 千克。2019 年全球/国内乘用车产量分别为 6714.92/2136.0 万辆，若按照内饰件单车配套价值量 4000 元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为 2686/854 亿元。根据 Modern Plastics Global 的数据，聚丙烯（32%），聚氨酯（17%）和 PVC（16%）三种塑料占汽车高性能塑料总量的 66%，IXPE 性能优异，或逐步替代传统材料份额。

### 2.3.4. 应用领域四：家用电器行业及医疗器械行业

**家用电器行业及医疗器械行业市场规模较大，为万亿市场规模。**根据中商产业研究院的报告，预计中国 2020 年家电行业营业收入为 1.45 万亿元。根据 Evaluate MedTech 预测，我国医疗器械市场规模 2022 年将达到 9582 亿元。

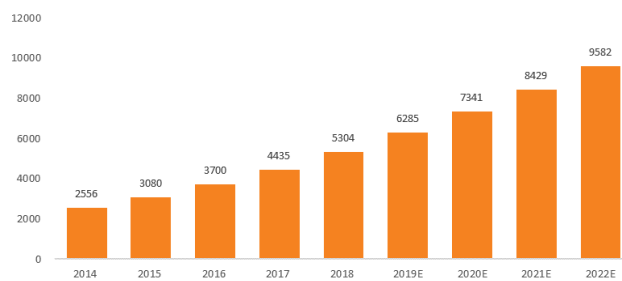
在家用电器行业及医疗器械行业领域，聚烯烃发泡材料可作为家用电器的组装材料及医疗器械的辅助接触皮肤的材料，满足家用电器隔音、防水等需求及医疗器械绝缘、亲肤等需求。

图 39：2016-2020 年中国家电行业营业收入及预测（万亿元）



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

图 40：2016-2022 年中国医疗器械市场规模及预测（亿元）



资料来源：Evaluate MedTech、艾媒数据中心、天风证券研究所

**预计未来行业将呈现出强者愈强、弱者愈弱的局面。**目前行业内中小企业众多且集中在中低端市场，优势企业少但规模效益逐步凸显，市场占有率增长较快。随着人们的环保意识不断提高和下游高端应用领域的拓展，泡沫塑料行业对于环保型产品、中高端产品的需求逐步扩大。下游客户更倾向于向生产规模大、产品质量好的优势企业进行采购，市场份额将逐渐向具有生产规模和研发能力优势的企业倾斜。

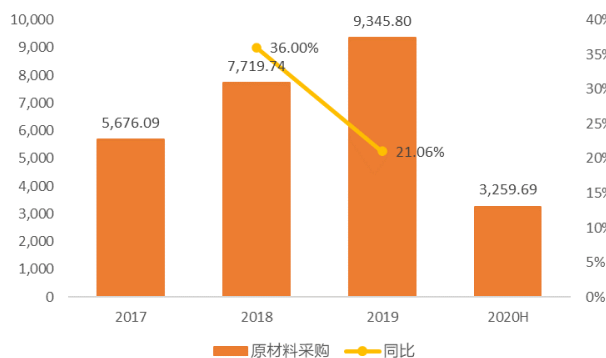
## 3. 公司亮点：研发+产品+产能助力公司长远发展

### 3.1. 研发能力强，单位成本持续优化，规模效应凸显

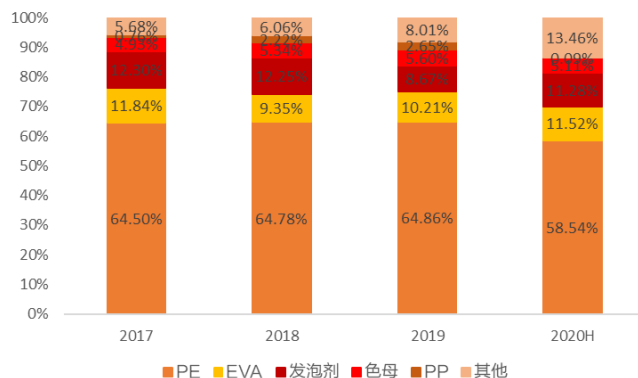
**原材料采购金额占营业成本比例过半，其中 PE 采购金额占比最大。**2017-2020H，公司原材料采购金额分别为 5676.09/7719.74/9345.80/3259.69 万元，分别占营业成本的 67.28%/62.33%/58.23%/57.28%。采购的主要原材料主要包括 PE、PP、EVA、发泡剂等材料，其中 PE 为 IXPE 产品的基本原材料，EVA 为 IXPE 产品的改性材料，发泡剂为发泡产品必不可少的原料，色母在塑料加工过程中给产品赋予各种所需的颜色，PP 为 IXPP 产品的基本原材料。2017-2020H，PE 采购金额占原材料比例为 64.50%/64.78%/64.86%/58.54%，PE 采购价格整体处于下降趋势。

图 41：2017-2020H 公司原材料采购金额（万元）及同比

图 42：2017-2020H 公司原材料采购构成



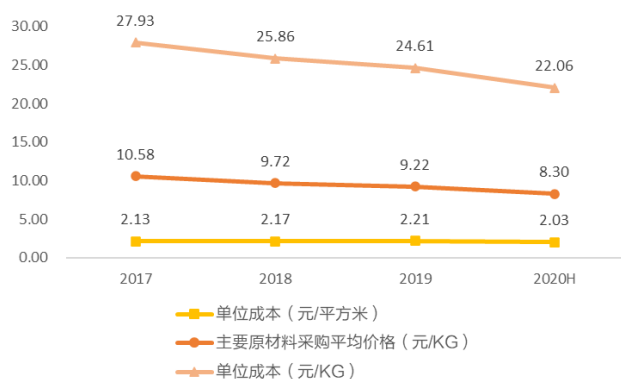
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

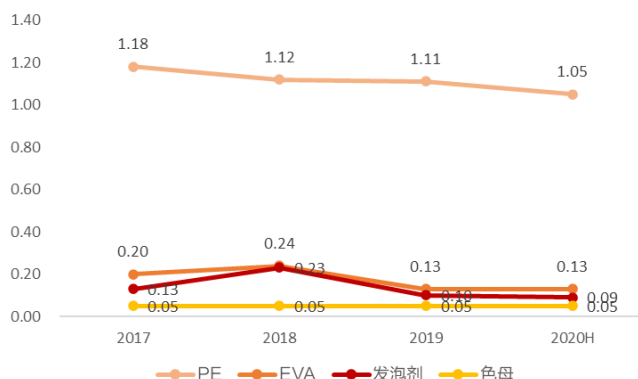
**单位成本逐年下降，主要原材料生产单耗呈下降趋势。**2017-2020H，公司原材料采购价格整体呈下降趋势，单位成本也相应下降。2017-2020H 公司主要原材料生产单耗为 1.56/1.43/1.39/1.32 吨，呈下降趋势。2018 年由于生产配方的调整，主要原材料生产单耗下降，2019 年由于公司产品结构变化，主要原材料生产单耗下降，2020H 由于公司生产效率提升，主要原材料生产单耗下降。

图 43：2017-2020H 公司单位成本和原材料采购价格



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 44：2017-2020H 公司主要原材料生产单耗（单位：吨）



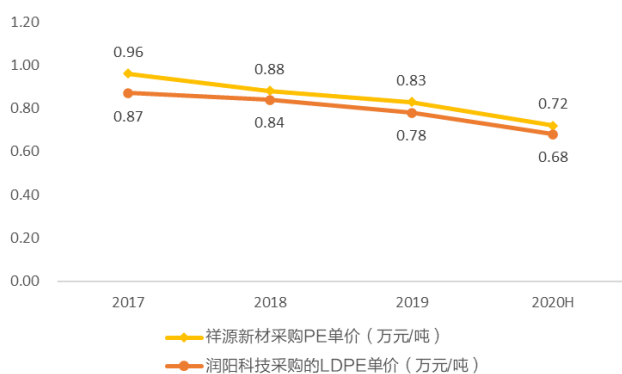
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

**与可比公司相比，PE 和发泡剂的采购单价都高于润阳科技。**主要由于为公司与润阳科技采购的原材料品种存在差异，公司采购的 PE 粒子主要是 LDPE（低密度聚乙烯），还包括 UHMWPE（超高分子量聚乙烯）和 LLDPE（线性低密度聚乙烯）等原材料，UHMWPE 和 LLDPE 的采购单价普遍比 LDPE 高，因此拉高公司的 PE 粒子采购单价；发泡剂采购单价差异的主要原因是公司产品的特性和应用领域较多，对发泡剂粒径、发泡性能、分散性能等特性均有较高要求，因此采购的发泡剂价格较高。

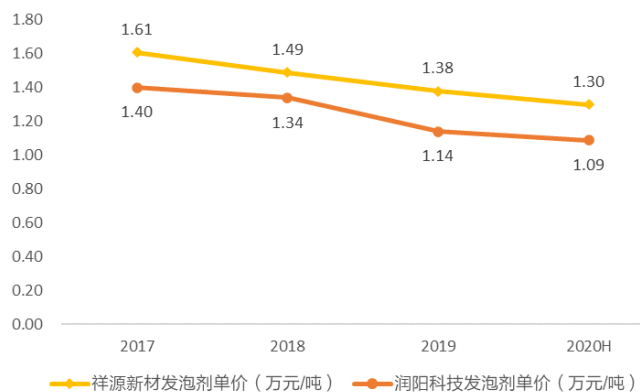
图 45：2017-2020H 公司与润阳科技 PE 采购价格

图 46：2017-2020H 公司与润阳科技发泡剂采购价格





资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

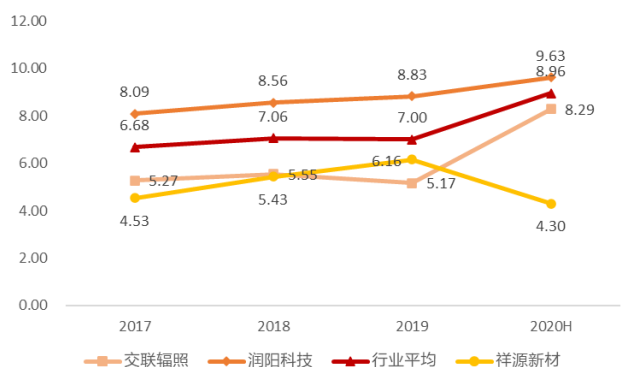


资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

**存货周转率总体呈上升趋势，2020H 受到疫情影响存货周转率降低。**2017-2019 年，公司存货周转率逐年上升，管理效率提高，2020H 由于公司两大生产基地之一的汉川工厂位于国内新冠肺炎疫情最严重的湖北省，生产经营受到较大影响，存货周转率下降。

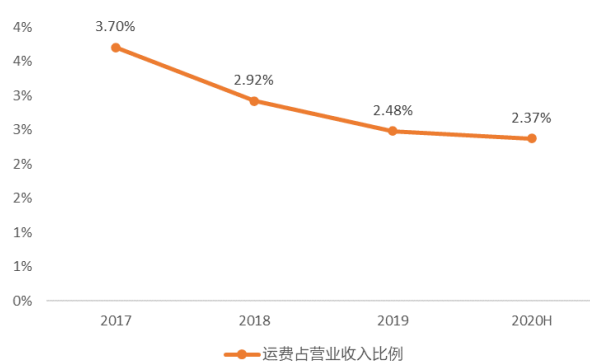
**运费占营业收入比例逐年下降。**2017-2020H，运费占营业收入比例逐渐下降，主要由于2018 年子公司广德祥源逐步投入运营，开始逐步为公司华东区域客户供货，货物运输至客户距离大幅下降，公司更多采用专车运输方式，专车满载率逐步提高，运输效率上升。

图 47：2017-2020H 公司与同业公司存货周转率



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 48：2017-2020H 运费占营业收入比例



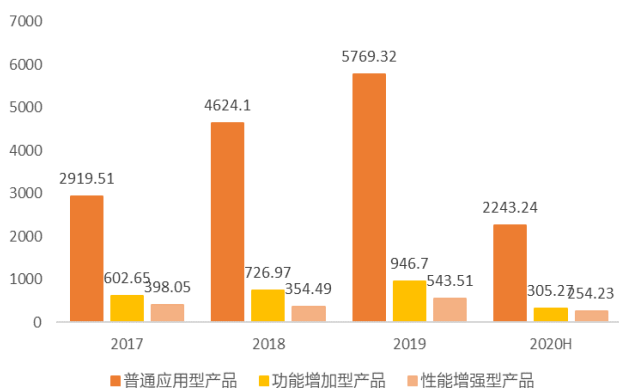
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 产品：国内领先的聚烯烃发泡材料生产企业，覆盖多应用领域

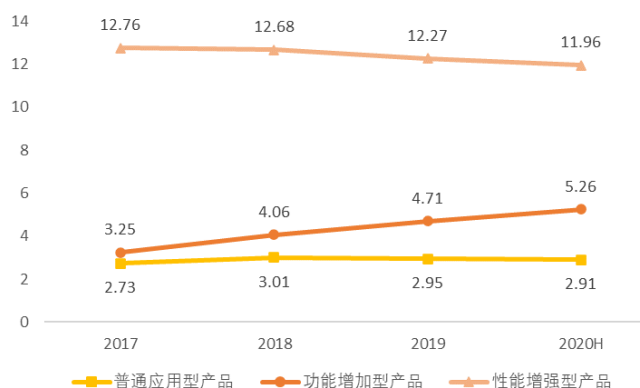
公司具备多种型号、多重应用领域的 IXPE、IXPP 材料的生产能力，且具备敏捷的市场响应能力，能及时满足客户的需求。2019 年，公司普通应用型/功能增加型/性能增强型系列销售量分别为 5769.32/946.70/543.51 万平米。从单价来看，2018 年由于普通应用型产品中建筑装饰材料领域的销量占比大幅增加，普通功能型产品单价上升，2019 年由于原材料单价下降和国际贸易中的关税增加，公司调整产品价格，普通功能型产品单价有所下调。2018-2020H 功能增加型产品结构发生较大变化，发泡倍率 10 倍以下的产品比重大幅提高，功能增加型产品单价逐年上升。性能增强型产品定位于高端产品，附加值更高，单价在 11 元/平米以上，2019 年由于单价更低的 IXPP 产品销售规模扩大，产品单价下降，2020H 由于公司部分产品定价存在阶梯价格，随着该部分产品销售量的增长，销售单价下降。

图 49：公司产品的销售数量变化（万平米）

图 50：公司各系列产品的销售单价变动（元/平米）



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

**拥有发明专利 23 项、实用新型专利 18 项，生产技术和工艺处于行业前列。**公司产品已经通过部分国内外知名的终端品牌的认证，并且与知名下游厂商建立长期稳固的合作关系。公司产品已通过 IATF16949:2016 和 ISO9001:2015 质量管理认证体系认证，并通过 RoHS、REACH 等欧盟国家有毒物质检测验证。公司的核心产品聚烯烃发泡材料在建筑装饰材料、消费电子产品、汽车内饰材料、家用电器产品、医疗器械产品等多个领域得到了推广和应用，并实现了部分高端聚烯烃发泡材料的进口替代化。

**掌握辐照生产核心技术，可以生产高技术含量产品。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有 4 条辐照线投产并稳定运行。辐照环节的核心技术主要体现在不同产品辐照剂量的设定和辐照设备的调试等方面，公司掌握的辐照技术确保辐照生产的产品的交联度等指标满足公司产品质量标准，可以生产包含 0.06mm 厚度的 IXPE 材料及 IXPP 材料等具有较高技术含量的产品。

表 6：公司研发成果

| 领域     | 技术成果          | 描述   |
|--------|---------------|--|
| 建筑装饰领域 | 多功能防滑地垫       | 公司开发的地垫产品多功能防滑技术能够灵活调整地垫产品的动/静摩擦系数，达到较高的水平防滑性能，适合于自流平地面地板的铺装。特殊设计的双面防滑产品，可以防止地板间产生缝隙和翘曲，延长使用寿命   |
|        | 抗菌地垫          | 公司自主创新的抗菌技术可以使产品达到抗菌率 99.9% 的水平及最高防霉标准。运用在木质地板、复合地板中可以起到防霉抗菌的作用  |
|        | 防静电地垫         | 公司的 IXPE 防静电技术可做到灵活调节 IXPE 产品的颜色和阻值范围且具备高度环保特性，能适应对静电要求较高的场景，为建筑中的电子器件提供良好的静电耗散和缓冲保护   |
| 消费电子领域 | 超薄型 IXPE 材料   | 公司能够批量生产 0.06mm 厚度的 IXPE 材料，成为了 OPPO、vivo 智能手机的合作伙伴，打破了低于 0.2mm 厚度 IXPE 材料由境外企业垄断的局面   |
|        | 薄型防静电 IXPE 材料 | 公司创新开发了彩色 0.5mm 吸塑成型防静电 IXPE 材料，是国内少数能生产彩色超薄吸塑成型防静电 IXPE 材料的企业之一   |
| 汽车内饰领域 | IXPP 材料       | 公司目前已能够批量化生产 IXPP 材料，产品具备优良的隔热、耐高温、绝缘、耐腐蚀、耐候、防尘、防水等性能。目前，公司的 IXPP 材料已成功应用到福特、长安、长城等著名品牌的汽车中，打破了此前 IXPP 材料全部由境外企业供应的局面，成为国内少数能够批量化供应 IXPP 的企业之一 |

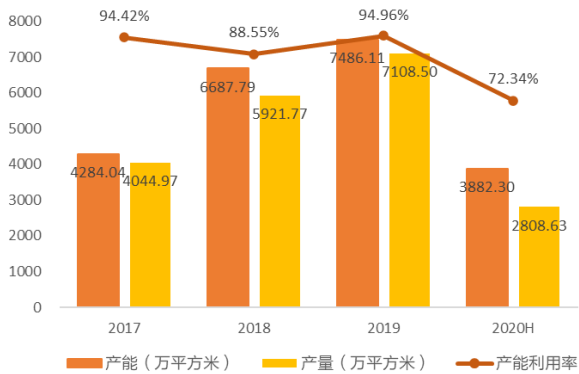
资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 产能：募投产能或带来新增长动力

拥有广德、汉川、东莞三大生产基地，产能利用率超 90%，销量/产量接近 100%，募投资项目带来新增长动力。2018 年公司广德生产基地逐步投入使用，由于投入第一年由于调试和生产组织的磨合等各方面原因，生产效率相对低一些，2018 年公司产能利用率较 2017 年下降了 5.87 个百分点，2019 年公司产能利用率为 94.96%，2020H1 广德工厂和汉川工厂因新冠肺炎疫情分别停工近 1 个月和 2 个月，产能利用率较低，2017-2020H 销量/产量超 90%，2019、2020H 接近 100%，目前公司已达产能瓶颈。此次上市募集资金将建设现代化的聚烯烃发泡材料生产基地，扩大 IXPE 和 IXPP 生产规模，将为公司带来新增长动力。

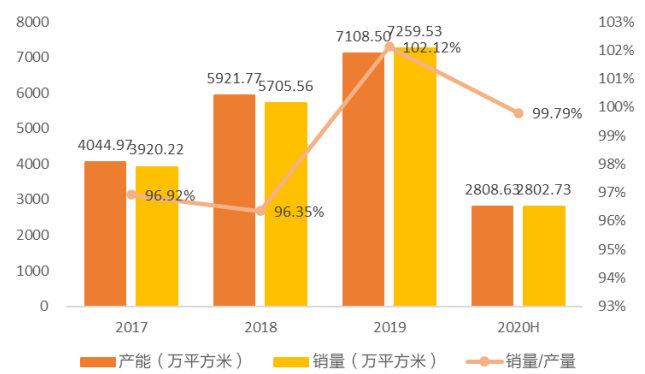
**拟布局海外产能，拓展海外市场。**公司拟使用自有资金在东南亚建设新生产基地，以配套现有客户在海外的生产并进一步拓展海外市场，预计投资额约 2.315 亿元人民币。

图 51：2017-2020H 公司产能、产量及产能利用率



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

图 52：2017-2020H 产量、销量情况



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

### 3.4. 客户：合作行业知名客户，覆盖多应用领域

公司的产品被广泛应用于国内外知名品牌的\*\*产品中，在建筑建材领域，\*\*公司产品销售给下游客户，下游客户主要使用公司的 IXPE 产品作为地垫原材料并生产 PVC 塑料地板，\*\*公司客户爱丽家居、海象新材料销售渠道包括 HomeDepot、Lowe's 等家装卖场；在消费电子产品领域，\*\*公司产品销售给下游客户，下游客户使用公司的 IXPE 产品作为多功能胶带基材并加工成多功能电子胶带，下游客户生产的多功能电子胶带作为组装消费电子设备的材料被最终用于 OPPO、vivo 等品牌的电子产品中；在汽车内饰材料领域，\*\*公司产品销售给下游客户，下游客户使用公司的 IXPE、IXPP 产品作为原材料并生产汽车风道、汽车面板防水膜等汽车内饰件，下游客户生产的汽车内饰件被用于福特、长城、长安等品牌的车辆中。

表 7：主要应用领域及客户

| 企业名称 | 19 年营业收入(亿元) | 19 年产量(万平) | 主要应用领域及客户  |
|------|--------------|------------|--|
| 润阳科技 | 3.65 亿元      | 8153.86    | 公司产品主要应用于家居建筑装饰领域为主，少量应用在汽车内饰领域。PVC 地板领域主要客户：泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚；在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系；婴儿爬爬垫领域与婴童品牌“可优比”合作； |
| 祥源新材 | 2.84 亿元      | 7108.50    | 公司产品主要应用于建筑装饰材料、消费电子产品、家用电器产品、汽车内饰材料、医疗器械产品及其他。PVC 地板领域主要客户：财纳福诺、海象新材、江苏正永、爱丽家居；消费电子领域                     |

进入 OPPO、Vivo 等品牌；汽车领域进入福特、长城、长安等品牌的机动车品牌；家电领域进入美的、格力、海尔等品牌的电器产品；

浙江交联 0.94 亿元

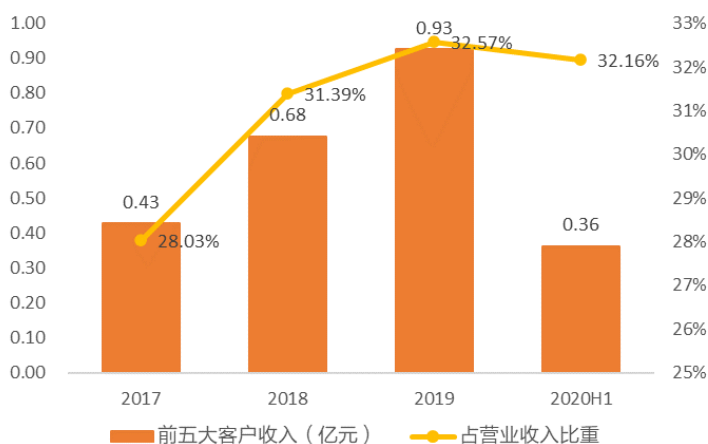
未披露

公司产品主要应用于汽车工业、空调保温、木地板复合、胶粘带基材、体育休闲等。

资料来源：润阳科技招股书，天风证券研究所

2019 年公司前五大客户收入为 0.93 亿元，占总收入的比为 32.57%，客户集中度总体呈上升趋势。截至 20 年上半年，前五大客户收入占比为 32.16%。其中，财纳福诺为公司主要客户，公司作为国内主要 IXPE 材料制造商之一，具有较强的研发设计能力、生产技术能力和品质管控能力，能够随时适应各应用领域终端市场的迭代更新速度，满足不同客户的专属性、及时性和高品质等定制化需求，与主要客户建立了长期稳定、可持续且紧密的业务合作关系，与主要客户合作的稳定性及可持续性较强。

图 53：祥源新材前五大客户收入及占比



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

表 8：祥源新材 2017-2020H 前五大客户采购金额（万元）及占比

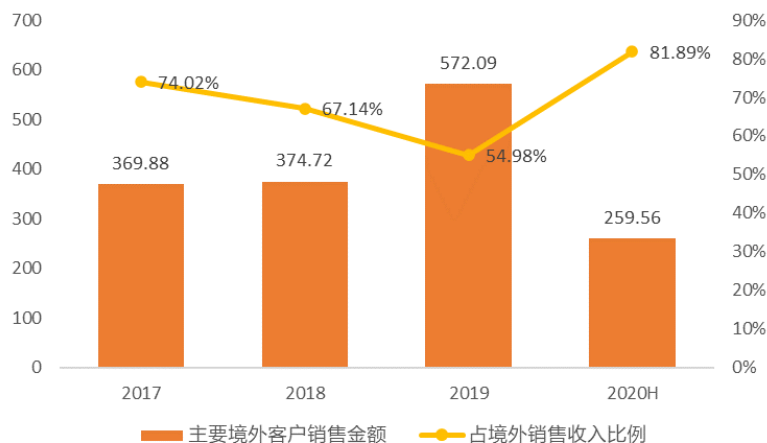
|       | 2017    | 2018    | 2019    | 2020H1  |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 财纳福诺  | 712.99  | 2136.66 | 3855.74 | 960.28  |
|       | 4.68%   | 9.91%   | 13.56%  | 8.52%   |
| 德莎胶带  | 1880.31 | 1627.60 | 1936.43 | 717.66  |
|       | 12.34%  | 7.55%   | 6.81%   | 6.37%   |
| 海象新材料 |         | 1215.57 | 1402.82 | 790.86  |
| 江苏正永  | 677.91  | 1086.06 | 1054.56 | 671.41  |
| 爱丽家居  |         |         |         | 482.97  |
| 汇智工贸  |         |         | 1008.10 |         |
| 常州华航  |         | 792.62  |         |         |
| 罗曼胶带  | 521.39  |         |         |         |
| 中山皇冠  | 478.56  |         |         |         |
| 合计    | 4271.16 | 6768.52 | 9257.65 | 3623.18 |
|       | 28.03%  | 31.39%  | 32.57%  | 32.16%  |

资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

境外客户较集中，具有较高知名度。2017-2020H，公司主要前五大客户销售金额分别为

369.88/374.72/572.09/259.56 万元,占境外销售收入比例为 74.02%/67.14%/54.98%/81.89%,集中度较高。境外客户覆盖建筑装饰材料、消费电子产品、医疗器械产品等多行业,且具有较高的知名度。

图 54: 祥源新材主要境外客户收入(万元)及占比



资料来源: 祥源新材招股说明书, 天风证券研究所

表 9: 公司主要境外客户基本情况

| 客户名称                                | 销售产品        | 基本情况  |
|-------------------------------------|-------------|---|
| NOX CORP.                           | IXPE 地板地垫材料 | 成立于 1994 年, 其 LVT 地板拥有较高的知名度。   |
| Advanced Cellular Technologies Inc. | IXPE 胶带基材   | 主要为美国本地经销商和生产商提供汽车、电器、建筑等领域的发泡材料。   |
| Kien An Plastic Joint Stock Company | IXPE 地板地垫材料 | 越南 PVC 地板制造商, 成立于 2010 年, 主要生产 SPC 地板。                                    |
| Albéa S.A.                          | IXPE 胶带基材   | 世界领先的化妆品包装材料批发商   |
| Bio protech Inc.                    | IXPE 胶带基材   | 医疗用品专业制造商, 主要生产 EKG 电极, 监护电极, ECG 电极, ECG 传感器和相关配件等医疗用品。总部位于韩国。           |
| KDF Co., Ltd                        | IXPE 地板地垫材料 | 地板生产商, 在国内及海外享有较高声誉   |
| Vietnam Yong Yu Flooring Co., Ltd.  | IXPE 地板地垫材料 | 浙江永裕家居股份有限公司在越南的分支, 主要生产 SPC 地板。  |
| Arslan Sünger San.tic Ltd Şti       | IXPE 胶带基材   | 成立于 1979 年, 主要从事各种海绵及相关产品的加工, 为家用电器、汽车、建筑, 白色家电、船舶、保健和零售等行业的工业绝缘产品的知名供应商。 |
| ATLAS AFS CO., LTD.                 | IXPE        | 韩国进出口贸易公司, 主要为韩国 LG, 三星等知名厂商提供物流, 包装材料, 电子材料等产品与服务。                       |
| Nature floor decoratio S.L          | IXPE        | 西班牙建筑材料装饰公司, 主要销售 WPC 地板、各类静音垫及其他与地板匹配的辅料, 拥有 25 年以上历史。                   |

资料来源: 祥源新材招股说明书, 天风证券研究所

## 4. 总结与盈利预测

### 4.1. 总结

公司专注烯烃发泡材料行业, 产品应用领域广。公司在湖北、安徽、广东等地均设有生产基地、分支机构, 业务主要覆盖华中、华东和华南等区域。收入: 2020 年营收 3.17 亿元, 归母净利润 0.75 亿元, 毛利率/净利率分别为 47.78%/23.66%。费用: 各项费用管控能力高于行业平均水平, 2020 年销售/管理/研发费用率分别为 5.66%/7.38%/5.22%。



**聚烯烃发泡材料行业下游需求蓬勃发展，应用广泛。**我国泡沫塑料产量 2019 年为 258.19 万吨，新材料逐步替代传统材料。(1) 建筑装饰行业：2018 年全球地面装饰材料行业规模约为 3393 亿美元。欧美市场 PVC 地板渗透率显著提升，市场需求稳定，且主要依赖进口。(2) 消费电子行业：在手机市场领域，5G 智能手机的上市有望推动全球智能手机市场的复苏；在可穿戴设备市场领域，市场增长潜力巨大。(3) 汽车内饰材料行业：2019 年全球/国内乘用车产量分别为 6714.92/2136.0 万辆，若按照内饰件单车配套价值量 4000 元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为 2686/854 亿元。根据 Modern Plastics Global 的数据，聚丙烯 (32%)，聚氨酯 (17%) 和 PVC (16%) 三种塑料占汽车高性能塑料总量的 66%，IXPE 性能优异，或逐步替代传统材料份额。(4) 家用电器行业及医疗器械行业：预计中国 2020 年家电行业营业收入为 1.45 万亿元。根据 Evaluate MedTech 预测，我国医疗器械市场规模 2022 年将达到 9582 亿元。

**深耕行业多年，研发实力强，产能扩张助力公司长远发展。**产品：公司可生产包含 0.06mm 厚度的 IXPE 材料及 IXPP 材料等具有较高技术含量的产品，具备多种型号、多重应用领域的 IXPE、IXPP 材料的生产能力。2019 年，公司普通应用型/功能增加型/性能增强型系列销售量分别为 5769.32/946.70/543.51 万平米，单价为 2.91/5.26/11.96 元/平米。制造：2020H 原材料采购金额为 3259.69 万元，占营业成本 57.28%，单位成本、主要原材料生产单耗呈下降趋势。产能：拥有广德、汉川、东莞三大生产基地，新增广西生产基地将投入生产。产能利用率超 90%，销量/产量接近 100%，公司已达产能瓶颈，募投产能带来新增长动力。客户：合作行业知名客户，在建筑建材领域，产品通过下游客户进入了财富 500 强企业 Home Depot、Lowe's 的供应体系；在电子消费产品领域，产品被应用在 OPPO、vivo 等知名品牌的电子产品中；在汽车内饰材料领域，产品被应用在福特、长城、长安等品牌的机动车辆中；在家用电器领域，产品被应用在美的、格力、海尔等品牌的电器产品中。

## 4.2. 盈利预测

核心假设：

- 1、伴随公司产能逐步释放，IXPE 业务 21-23 年收入同比增速为 27%/22%/21%；IXPP 业务 21-23 年收入同比增速为 50%/40%/30%；
- 2、IXPE 产品毛利率一直处于较高水平，假设 21-23 年公司主营的 IXPE 产品毛利率分别为 43%/42%/42%水平，维持高位；21-23 年 IXPP 业务毛利率维持在 15%；

表 10：公司收入拆分

| 单位：百万元 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入    | 152.39 | 215.62 | 284.27 | 316.69 | 404.03 | 495.24 | 600.88 |
| yoy    |        | 41%    | 32%    | 11%    | 28%    | 23%    | 21%    |
| 毛利率    | 45%    | 43%    | 44%    | 46%    | 42%    | 41%    | 41%    |
| IXPE   | 149.82 | 213.35 | 277.69 | 304.66 | 386.92 | 472.04 | 571.17 |
| yoy    |        | 42%    | 30%    | 10%    | 27%    | 22%    | 21%    |
| 毛利率    | 44%    | 42%    | 44%    | 46%    | 43%    | 42%    | 42%    |
| IXPP   | 0.14   | 0.19   | 3.95   | 8.92   | 13.38  | 18.73  | 24.35  |
| yoy    |        | 36%    | 1979%  | 126%   | 50%    | 40%    | 30%    |
| 毛利率    |        |        |        | 13%    | 15%    | 15%    | 15%    |
| 其他主营业务 | 0.04   | 0.09   | 0.10   | 0.02   | 0.02   | 0.02   | 0.02   |
| yoy    |        | 125%   | 11%    | -80%   | 5%     | 5%     | 5%     |
| 毛利率    | 11%    | 9%     |        |        | 5%     | 5%     | 5%     |
| 其他收入   | 2.39   | 1.99   | 2.53   | 3.09   | 3.71   | 4.45   | 5.34   |
| yoy    |        | -17%   | 27%    | 22%    | 20%    | 20%    | 20%    |
| 毛利率    | 66%    | 97%    | 97%    | 64%    | 65%    | 65%    | 65%    |



资料来源：wind、天风证券研究所

预计 21-23 年公司实现收入 4.04/4.95/6.01 亿元，同比+27.58%/22.58%/21.33%，21-23 年实现归母净利润 0.93/1.09/1.32 亿元，同比+23.86%/17.98%/20.21%。

我们采用相对估值法，我们选择塑料制品行业中的公司作为可比公司，21 年可比公司平均 PE 为 31.42 倍，考虑新股溢价，我们给予公司 2022 年 30-35 倍 PE，目标价区间 45.60-53.20 元，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值

| 代码        | 公司   | 主营业务       | 现价 (元) | PE (21E) | PE (22E) |
|-----------|------|------------|--------|----------|----------|
| 603806.SH | 福斯特  | EVA 光伏封装材料 | 85.22  | 33.79    | 27.55    |
| 002324.SZ | 普利特  | 改性复合材料     | 18.28  | 33.80    | 27.79    |
| 002372.SZ | 伟星新材 | 塑料管道       | 22.39  | 25.88    | 22.55    |
| 平均        |      |            |        | 31.42    | 21.35    |

资料来源：价格为 2021/3/17 收盘价，PE 为 wind 一致预期，天风证券研究所

### 4.3. 风险提示

- **国际贸易摩擦风险：**公司产品广泛用于 PVC 地板领域基础材料，通过下游客户出口欧美市场，PVC 地板部分产品在美国对话加征关税名单中，或存在国际贸易有限公司摩擦风险。
- **市场竞争加剧风险：**目前行业发展前景良好，空间广阔，或存在行业竞争加剧风险。
- **原材料价格波动风险：**公司主要原材料为 LDPE、抗菌料、ADC 发泡剂、色母等，原材料占成本的比重约为 61%，或存在原材料波动风险。
- **安全生产风险：**公司产品生产过程中涉及电子辐照、高温发泡工序，或存在一定安全生产风险。
- **IXPP 市场开拓失败风险：**国内 IXPP 市场主要由境外企业或外资企业占据，公司或存在 IXPP 市场拓展失败风险。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |               |               |               |               |               | 利润表(百万元)         |              |              |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |                  | 2019         | 2020         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 货币资金             | 62.15         | 70.04         | 80.45         | 120.73        | 154.30        | 营业收入             | 284.28       | 316.69       | 404.03        | 495.25        | 600.89        |
| 应收票据及应收账款        | 51.21         | 71.16         | 81.06         | 77.46         | 114.88        | 营业成本             | 160.49       | 172.33       | 233.24        | 291.29        | 353.87        |
| 预付账款             | 3.73          | 9.40          | 7.04          | 13.26         | 12.26         | 营业税金及附加          | 2.98         | 2.94         | 4.08          | 4.93          | 5.87          |
| 存货               | 24.25         | 29.77         | 45.17         | 45.92         | 67.18         | 营业费用             | 16.27        | 11.00        | 11.72         | 14.36         | 18.03         |
| 其他               | 11.69         | 17.38         | 11.57         | 13.35         | 15.03         | 管理费用             | 24.32        | 23.38        | 28.28         | 34.67         | 42.06         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>153.03</b> | <b>197.75</b> | <b>225.30</b> | <b>270.72</b> | <b>363.64</b> | 研发费用             | 13.21        | 16.53        | 18.59         | 22.78         | 27.64         |
| 长期股权投资           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 财务费用             | 3.39         | 1.82         | 0.60          | (0.10)        | (0.14)        |
| 固定资产             | 127.71        | 169.66        | 199.15        | 242.80        | 281.94        | 资产减值损失           | (1.58)       | (0.91)       | (0.08)        | (0.86)        | (0.62)        |
| 在建工程             | 23.48         | 34.39         | 56.64         | 81.98         | 79.19         | 公允价值变动收益         | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产             | 28.98         | 46.74         | 45.65         | 44.56         | 43.47         | 投资净收益            | 0.75         | 0.41         | 0.43          | 0.43          | 0.43          |
| 其他               | 4.24          | 8.54          | 7.24          | 6.40          | 6.99          | 其他               | (0.61)       | (0.36)       | (0.86)        | (0.86)        | (0.86)        |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>184.42</b> | <b>259.34</b> | <b>308.68</b> | <b>375.73</b> | <b>411.59</b> | <b>营业利润</b>      | <b>65.07</b> | <b>89.54</b> | <b>108.04</b> | <b>128.61</b> | <b>154.60</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>337.45</b> | <b>457.09</b> | <b>533.98</b> | <b>646.45</b> | <b>775.23</b> | 营业外收入            | 0.16         | 0.08         | 0.09          | 0.11          | 0.09          |
| 短期借款             | 46.18         | 58.06         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 营业外支出            | 0.15         | 3.04         | 1.21          | 1.47          | 1.91          |
| 应付票据及应付账款        | 26.18         | 37.47         | 23.17         | 61.85         | 46.82         | <b>利润总额</b>      | <b>65.07</b> | <b>86.59</b> | <b>106.92</b> | <b>127.26</b> | <b>152.79</b> |
| 其他               | 17.54         | 31.52         | 81.92         | 44.12         | 53.73         | 所得税              | 9.63         | 11.65        | 14.11         | 17.76         | 21.17         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>89.90</b>  | <b>127.05</b> | <b>105.09</b> | <b>105.96</b> | <b>100.55</b> | <b>净利润</b>       | <b>55.44</b> | <b>74.93</b> | <b>92.81</b>  | <b>109.49</b> | <b>131.62</b> |
| 长期借款             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 少数股东损益           | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>55.44</b> | <b>74.93</b> | <b>92.81</b>  | <b>109.49</b> | <b>131.62</b> |
| 其他               | 8.50          | 26.02         | 14.08         | 16.20         | 18.77         | 每股收益(元)          | 0.77         | 1.04         | 1.29          | 1.52          | 1.83          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>8.50</b>   | <b>26.02</b>  | <b>14.08</b>  | <b>16.20</b>  | <b>18.77</b>  |                  |              |              |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>98.39</b>  | <b>153.07</b> | <b>119.18</b> | <b>122.16</b> | <b>119.32</b> | 主要财务比率           |              |              |               |               |               |
| 少数股东权益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |                  | 2019         | 2020         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 股本               | 53.92         | 53.92         | 71.90         | 71.90         | 71.90         | <b>成长能力</b>      |              |              |               |               |               |
| 资本公积             | 69.74         | 69.74         | 69.74         | 69.74         | 69.74         | 营业收入             | 31.84%       | 11.40%       | 27.58%        | 22.58%        | 21.33%        |
| 留存收益             | 185.14        | 250.09        | 342.90        | 452.39        | 584.02        | 营业利润             | 58.26%       | 37.62%       | 20.66%        | 19.04%        | 20.21%        |
| 其他               | (69.74)       | (69.74)       | (69.74)       | (69.74)       | (69.74)       | 归属于母公司净利润        | 59.07%       | 35.15%       | 23.86%        | 17.98%        | 20.21%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>239.06</b> | <b>304.02</b> | <b>414.80</b> | <b>524.29</b> | <b>655.92</b> | <b>获利能力</b>      |              |              |               |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>337.45</b> | <b>457.09</b> | <b>533.98</b> | <b>646.45</b> | <b>775.23</b> | 毛利率              | 43.55%       | 45.58%       | 42.27%        | 41.18%        | 41.11%        |
|                  |               |               |               |               |               | 净利率              | 19.50%       | 23.66%       | 22.97%        | 22.11%        | 21.91%        |
|                  |               |               |               |               |               | ROE              | 23.19%       | 24.65%       | 22.37%        | 20.88%        | 20.07%        |
|                  |               |               |               |               |               | ROIC             | 42.80%       | 36.13%       | 33.26%        | 33.80%        | 33.50%        |
|                  |               |               |               |               |               | 偿债能力             |              |              |               |               |               |
|                  |               |               |               |               |               | 资产负债率            | 29.16%       | 33.49%       | 22.32%        | 18.90%        | 15.39%        |
|                  |               |               |               |               |               | 净负债率             | -6.68%       | -3.94%       | -19.40%       | -23.03%       | -23.52%       |
|                  |               |               |               |               |               | 流动比率             | 1.70         | 1.56         | 2.14          | 2.55          | 3.62          |
|                  |               |               |               |               |               | 速动比率             | 1.43         | 1.32         | 1.71          | 2.12          | 2.95          |
|                  |               |               |               |               |               | 营运能力             |              |              |               |               |               |
|                  |               |               |               |               |               | 应收账款周转率          | 5.50         | 5.18         | 5.31          | 6.25          | 6.25          |
|                  |               |               |               |               |               | 存货周转率            | 11.68        | 11.72        | 10.78         | 10.87         | 10.63         |
|                  |               |               |               |               |               | 总资产周转率           | 0.98         | 0.80         | 0.82          | 0.84          | 0.85          |
|                  |               |               |               |               |               | 每股指标(元)          |              |              |               |               |               |
|                  |               |               |               |               |               | 每股收益             | 0.77         | 1.04         | 1.29          | 1.52          | 1.83          |
|                  |               |               |               |               |               | 每股经营现金流          | 0.86         | 1.02         | 1.54          | 1.67          | 1.15          |
|                  |               |               |               |               |               | 每股净资产            | 3.32         | 4.23         | 5.77          | 7.29          | 9.12          |
|                  |               |               |               |               |               | 估值比率             |              |              |               |               |               |
|                  |               |               |               |               |               | 市盈率              | 54.02        | 39.97        | 32.27         | 27.36         | 22.76         |
|                  |               |               |               |               |               | 市净率              | 12.53        | 9.85         | 7.22          | 5.71          | 4.57          |
|                  |               |               |               |               |               | EV/EBITDA        | 0.00         | 0.00         | 24.64         | 20.40         | 16.75         |
|                  |               |               |               |               |               | EV/EBIT          | 0.00         | 0.00         | 26.76         | 22.32         | 18.35         |

| 现金流量表(百万元)     |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2019           | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 净利润            | 55.44          | 74.93          | 92.81          | 109.49         | 131.62         |
| 折旧摊销           | 10.46          | 14.22          | 9.36           | 12.10          | 14.74          |
| 财务费用           | 3.37           | 1.78           | 0.60           | (0.10)         | (0.14)         |
| 投资损失           | (0.75)         | (0.41)         | (0.43)         | (0.43)         | (0.43)         |
| 营运资金变动         | (20.11)        | 2.34           | 8.33           | (1.31)         | (62.79)        |
| 其它             | 13.29          | (19.29)        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>61.71</b>   | <b>73.57</b>   | <b>110.67</b>  | <b>119.74</b>  | <b>82.99</b>   |
| 资本支出           | 74.23          | 67.14          | 71.93          | 77.88          | 47.43          |
| 长期投资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (107.47)       | (132.96)       | (131.50)       | (157.45)       | (97.00)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(33.24)</b> | <b>(65.81)</b> | <b>(59.57)</b> | <b>(79.57)</b> | <b>(49.57)</b> |
| 债权融资           | 46.18          | 58.06          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 股权融资           | 53.32          | (1.82)         | 17.37          | 0.10           | 0.14           |
| 其他             | (80.56)        | (55.56)        | (58.06)        | 0.00           | 0.00           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>18.94</b>   | <b>0.68</b>    | <b>(40.69)</b> | <b>0.10</b>    | <b>0.14</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>47.40</b>   | <b>8.44</b>    | <b>10.41</b>   | <b>40.28</b>   | <b>33.57</b>   |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |