



人造石材第一股，全链布局高筑护城河

买入 (首次)

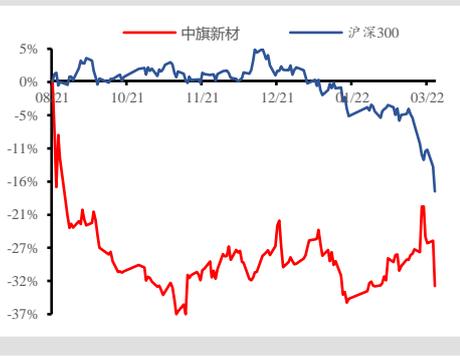
行业: 建筑材料
日期: 2022年3月16日

分析师: 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人: 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价 (元)	30.68
12mth A 股价格区间 (元)	28.63-45.60
总股本 (百万股)	90.67
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (亿元)	6.96

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

人造石英石领军企业。作为中国首家 A 股主板上市的人造石材企业，公司在人造石英石材生产制造领域具有明显优势。2021 年前三季度，公司实现营业收入 5.13 亿元，同比增长 42.41%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 12.16%。

行业增长潜力大，地产精装修、定制家居等下游需求扩张，支撑人造石英石材市场需求逐步打开。目前人造石英石材行业尚处于成长期，近年来商品住宅精装修、定制家居、定制橱柜等市场扩展，人造石英石迎来了行业发展的黄金阶段，行业市场份额将会继续扩大，品牌集中度将进一步提高。在新的增长方式下，大的定制橱柜厂商将会更加注重人造石英石台面的质量、花色设计、附加功能等因素，对于人造石英石行业而言，掌握核心技术、产品品质高、研发设计能力强的企业将会面临更多的市场机会。

加大研发投入，积极扩产能，巩固行业领先优势。公司积极扩产能，突破现有产能瓶颈，增强研发实力，打造坚实的软硬件基础。此外，公司致力于由“产品制造”向“产品+服务”模式的转变，积累了一批优质的客户群，成为国内主要知名定制家居、厨卫和国外石英石品牌企业的供应商。

■ 盈利预测与估值

公司作为人造石英石材的生产制造商，人造石英石材顺应下游精装渗透率提升，全屋定制和公装市场需求逐步打开，石英石材的市场空间逐步扩大。另外，公司重视提升产品品质，优化渠道销售，应对经营环境变化带来的挑战。我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 7.22、9.06、11.50 亿元，分别同比增长 30.16%、25.44%、26.89%；归母净利润分别为 1.49、1.79、2.21 亿元，同比增长分别为 9.2%、20.2%、23.5%，EPS 分别为 1.64/1.98/2.44 元/股，对应 3 月 11 日股价，估值分别为 21/17/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

主要原材料价格波动风险；市场竞争加剧；国际贸易摩擦风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	555	722	906	1150
年增长率	5.0%	30.2%	25.4%	26.9%
归母净利润	137	149	179	221
年增长率	25.6%	9.2%	20.2%	23.5%
每股收益 (元)	2.01	1.64	1.98	2.44
市盈率 (X)	0.00	20.56	17.10	13.85
市净率 (X)	0.00	3.91	3.18	2.59

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 03 月 11 日收盘价)

目 录

1 中旗新材：人造石材第一股	4
1.1 发展迅速，行业首家 A 股上市.....	4
1.2 股权结构明确，周军为实际控制人.....	4
1.3 营收快速增长，盈利能力改善.....	5
2 行业成长前景广阔，产业链优势持续彰显	7
2.1 人造石英石行业前景广阔，有望释放成长空间.....	7
2.2 上游原材料降价拉低生产成本.....	9
2.3 下游市场需求逐步打开，支撑人造石英石需求.....	10
3 打造一体化平台，完善绿色石材产业链	14
3.1 发挥产品研发优势，巩固行业领先地位.....	14
3.2 项目投资构建战略布局，产品结构持续优化.....	15
3.3 经营模式良好，客户信用优质.....	17
4 盈利预测与估值	20
5 风险提示：	22

图

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司上市发行前股权结构.....	5
图 3 近年公司营业收入及增速.....	5
图 4 近年公司归母净利润及增速.....	5
图 5 近年公司主要业务营收结构及占比.....	6
图 6 近年公司分产品毛利率.....	6
图 7 近年公司人造石英石板材生产销售情况.....	6
图 8 近年公司人造石英石台面生产销售情况.....	6
图 9 近年公司期间费用率.....	7
图 10 近年公司毛利率及净利率.....	7
图 11 近年公司直接材料成本及其比重.....	9
图 12 近年树脂和石英填料均价及公司采购金额占比.....	9
图 13 近年不饱和树脂价格与原油指数.....	10
图 14 近年公司单位板材耗用的树脂和石英填料.....	10
图 15 近年我国住宅装饰行业产值规模.....	11
图 16 近年各省市颁布装修政策数量.....	11
图 17 中国橱柜行业市场规模.....	12
图 18 近年我国科研教育医疗用房竣工面积及增速.....	13
图 19 全国商品房销售面积及增速.....	13
图 20 全国商品房销售金额及增速.....	13
图 21 公司上中下游关联产业.....	14
图 22 公司赛凯隆石英石.....	15
图 23 公司琅帝石英石.....	15
图 24 近年公司人造石英石板材产能及同比增长率.....	16
图 25 近年公司研发费用及增速.....	17
图 26 近年公司内销前五大客户及收入.....	18

图 27 近年公司外销前五大客户及收入.....	18
--------------------------	----

表

表 1 建筑装饰石材的主要类别.....	7
表 2 主要装饰石材的性能对比.....	8
表 3 人造石英石行业的主要产业政策.....	8
表 4 公司募集资金投资项目情况.....	16
表 5 近年公司内销主要客户信用政策.....	19
表 6 公司营收拆分.....	21

1 中旗新材：人造石材第一股

1.1 发展迅速，行业首家 A 股上市

公司成立于 2007 年，主要为大型工程、厨房、卫浴、家居装饰等家装和工装提供优选人造石英石板材和人造石英石台面，在业内享有很高的知名度及美誉度。2009 年，公司打造了石英石高端品牌“赛凯隆”，专注为全球领先厨卫品牌服务，产品引领石英石行业。2013 年，公司建设国内首条国际先进全自动无尘石英石生产线。2021 年，公司在深圳证券交易所上市，成为中国首家 A 股主板上市的人造石材企业。

经过过去十几年的发展，公司已拥有佛山两大制造基地与中旗人造石研究院，成为了一家集绿色环保人造石英石装饰材料的研发、制造、销售和综合服务为一体的高新技术企业，是中国最具规模的人造石英石材制造企业与出口基地之一。

图 1 公司发展历程

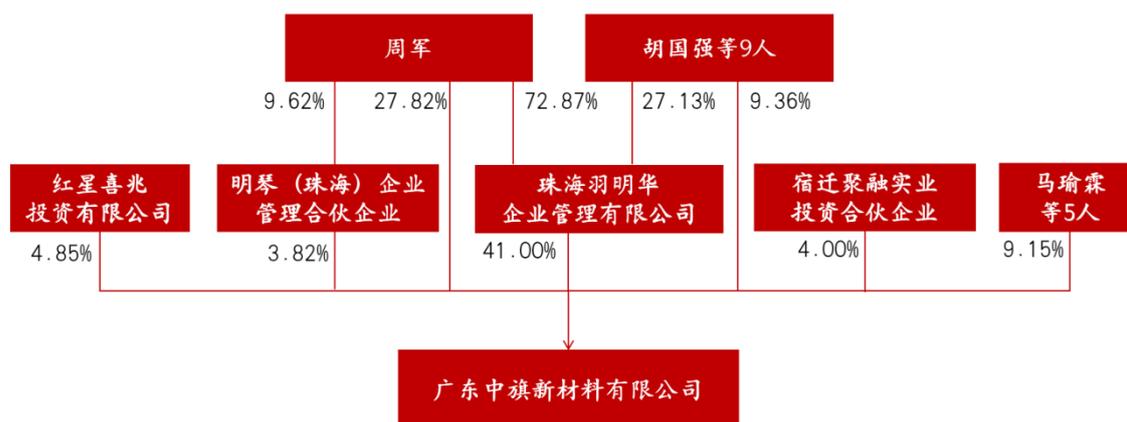


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构明确，周军为实际控制人

公司的实际控制人周军共持有中旗新材 43.54%的股份，其中直接持股 20.86%，控股股东珠海羽明华企业管理有限公司持股 22.41%，珠海明琴企业管理合伙企业持股 0.28%，珠海明琴为发行人的员工持股平台。

图 2 公司上市发行前股权结构

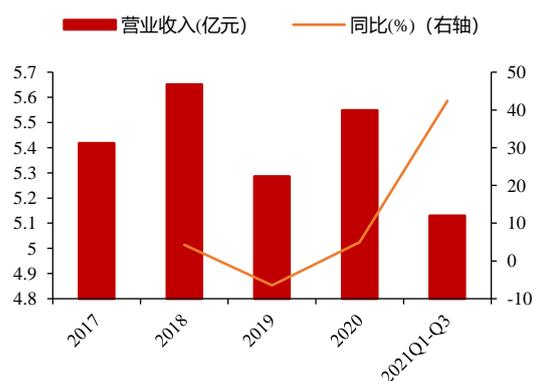


资料来源：招股说明书，上海证券研究所

1.3 营收快速增长，盈利能力改善

21 年营收快速增长，净利润增长稳健。公司主要从事人造石英石装饰材料的研发、生产和销售，主要产品是人造石英石板材和人造石英石台面。2018-2020 年，公司营业收入较为稳定。2019 年 7 月，美国国际贸易委员会 (ITC) 宣布最终肯定美国商务部的调查结果，并对从中国进口的人造石英石表面制品加征 45.32% 的反补贴税，对从中国进口的人造石英石表面制品进一步加征 326.15% 的反倾销税，公司 2019 年营业收入出现下滑。2021 年前三季度，公司实现营业收入 5.13 亿元，同比增长 42.41%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 12.16%。

图 3 近年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 4 近年公司归母净利润及增速

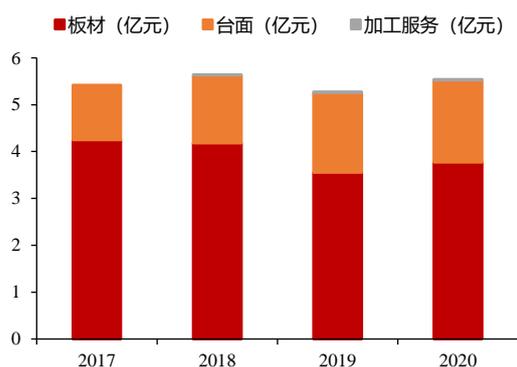


资料来源：公司公告，上海证券研究所

台面收入逐步增长，产品毛利整体回升。公司的主营业务包括板材、台面及加工服务。台面作为终端产品，应用于厨房、卫浴等场景，由于台面包装成本高、加工工艺门槛较低，且部分客户购买板材后自行加工台面或委托外协厂加工台面，因此台面毛

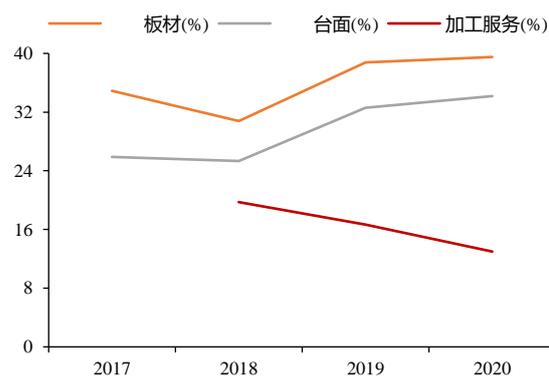
利率低于板材毛利率。2019年以来，板材毛利率整体维持在35%-40%，台面毛利率整体在35%左右波动。板材和台面作为公司的主要收入来源，板材在公司营业收入中占比60%以上的比例。2019年板材收入占比有所下降，主要在于公司为应对美国对中国石英石产品实行反倾销政策，板材市场出口收入下降较多。台面业务方面，公司不断开拓市场并稳定客户资源，营业收入稳定增长。

图5 近年公司主要业务营收结构及占比



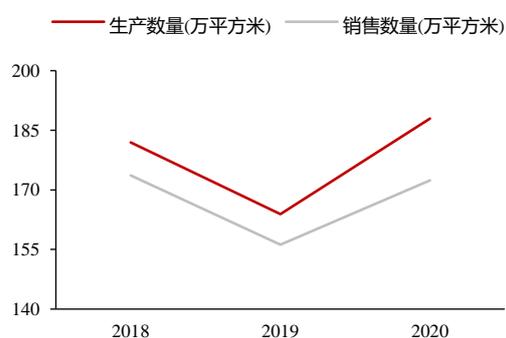
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图6 近年公司分产品毛利率



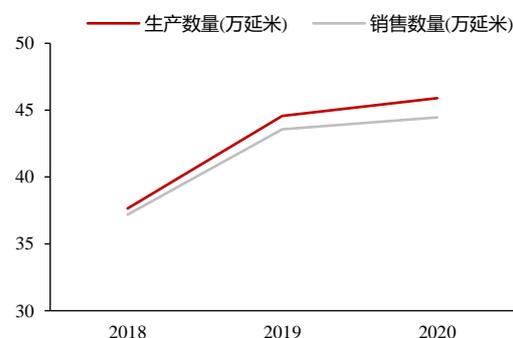
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图7 近年公司人造石英石板材生产销售情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

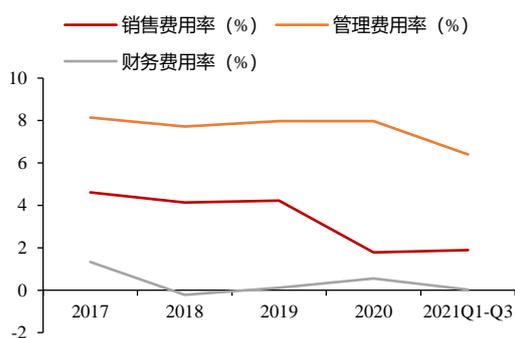
图8 近年公司人造石英石台面生产销售情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

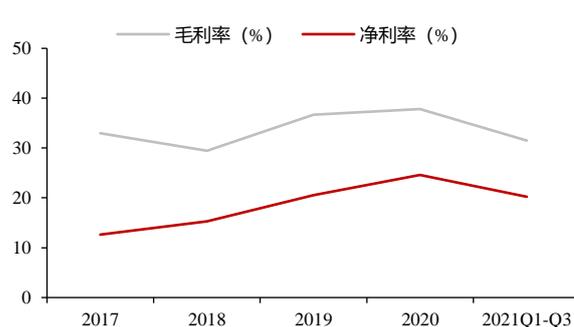
成本管控能力突出，21年毛利率、净利率有所下降。2021年前三季度，公司管理费用率较2020年底下滑1.57个百分点，从2020年底的7.97%下滑至2021年前三季度的6.40%。销售费用率略有提升，从2020年底的1.78%提升至2021年前三季度的1.89%，主要在于销售人员增加以及举办展会导致的费用增加。毛利率方面，公司营业收入增长的同时，伴随着原材料采购价格上涨，挤压利润空间，毛利率和净利率均较2020年底有所回调。毛利率从2020年底的37.82%下滑至2021年前三季度的31.52%，净利率从2020年底的24.60%下降至2021年前三季度的20.25%。

图 9 近年公司期间费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 10 近年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 行业成长前景广阔，产业链优势持续彰显

2.1 人造石英石行业前景广阔，有望释放成长空间

人造石英石性能优良，对传统台面材料具有替代效应。建筑装饰石材可以分为天然石材和人造石材两大类。人造石英石作为树脂型人造石的一种，以不饱和聚酯树脂（UPR）为粘接剂，以石英砂、石英粉为主要填充材料制成。人造石英石继承了天然花岗石性质坚硬、耐腐蚀、耐磨损、外观精美的特点，并克服了天然石材不可再生、耐污性较差、部分种类存在放射性等缺点，因而被广泛应用于以厨房、卫生间传统建筑装饰石材具有零甲醛、无辐射、硬度适中、抗污性好、清洁环保等优势。

表 1 建筑装饰石材的主要类别

名称	分类依据
天然石材	花岗石 属于岩浆岩，主要成分是二氧化硅。 大理石 属于变质岩，主要成分是碳酸钙。
人造石材	无机型人造石 使用水泥为粘结剂，以石渣、陶粒、浮石等为填充材料制成。
	树脂型人造石
	人造石英石 以不饱和聚酯树脂（UPR）为基体，以石英砂、石英粉为主要填充材料制成。
	人造岗石 以树脂为基体，以大理石颗粒为主要填料制成。
	亚克力人造石 以聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）为基体，以氧化为主要填料制成。

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

表 2 主要装饰石材的性能对比

项目	人造石英石	无机型人造石	天然大理石
有无甲醛	无	无	无
有无辐射	无	无	某些种类有辐射
抗污性	耐污性好	耐污性较差	耐污性较差
莫氏硬度	≥5	≥3	2.5-5
韧性	韧性较好	韧性一般	韧性一般
耐腐蚀性	良好	一般	一般
装饰性	装饰性好	装饰性一般	装饰性好
环保性	资源利用率较高，可适当利用矿渣、建筑废弃物	资源利用率高，可利用矿渣、建筑废弃物	资源利用率较低
附加功能	可附加抗菌、辐射隔离、负离子空气净化等功能	无	无
应用范围	主要用于室内台面、桌面装饰，亦可用于墙面、地面、窗台、门槛等其他室内装饰领域	主要用于广场、步道、仿古建筑等室外装饰	主要用于室内外地面、墙面装饰

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

顺应绿色发展理念，政策利好引导行业持续发展。人造石英石中的石英填料可以通过综合利用尾矿或建筑垃圾的方式生产，符合“减量化、再利用、资源化”的循环经济理念和相应的国家战略。近年来，我国为提高资源利用，促进智能化生产，推进人造石英石行业的产业升级，相关部门出台了一系列政策，为人造石英石行业发展营造了良好的政策环境。

表 3 人造石英石行业的主要产业政策

序号	政策名称	颁发时间	颁发部门	主要相关内容
1	《国务院办公厅关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》	2020.8	国务院办公厅	加大对劳动密集型企业支持力度。对纺织品、服装、家具、鞋靴、塑料制品、箱包、玩具、石材、农产品、消费电子类产品等劳动密集型产品出口企业，在落实减税降费、出口信贷、出口信保、稳岗就业、用电用水等各项普惠性政策基础上进一步加大支持力度。
2	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019.10	国家发改委	鼓励类产业包括：矿石碎料和板材边角料、石粉综合利用生产及工艺装备开发；无机人造石的生产，采用无毒或低毒树脂的树脂基人造石的生产。
3	《“无废城市”建设试点工作方案》	2019.1	国务院	实施工业绿色生产，推动大宗工业固体废物贮存处置总量趋零增长。以非金属矿等行业为重点，推动利用矿业固体废物生产建筑材料等。
4	《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》	2018.12	工信部	着力打造以广州、深圳、佛山、东莞、肇庆、茂名等市为重点的先进无机非金属材料产业基地。湖北省优先承接发展的产业包括：非金属矿产品及加工制品，新型环保建筑墙体屋面材料和装饰材料。

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

技术逐步走向成熟，行业整体快速成长。人造石英石属于出现较晚的新型建筑装饰材料，我国人造石英石生产技术在 2010 年以后开始逐步走向成熟，并凭借性能、价格等方面的优势开始逐步取代亚克力人造石成为厨房台面等领域的主要材料，目前人造石英石行业尚处于成长期。近年来，随着生产制造技术的日趋成熟和花色设计能力的显著提升，人造石英石的市场占有率显著提升。根据 Freedonia 统计，1999-2016 年间全球人造石英石对终端消费者的销售额以 17.9% 的年复合增长率增长，明显高于表面材料整体 4.9% 年复合增长率，对天然石材、层压板等其他表面材料形成了一定程度的替代效应。

2.2 上游原材料降价拉低生产成本

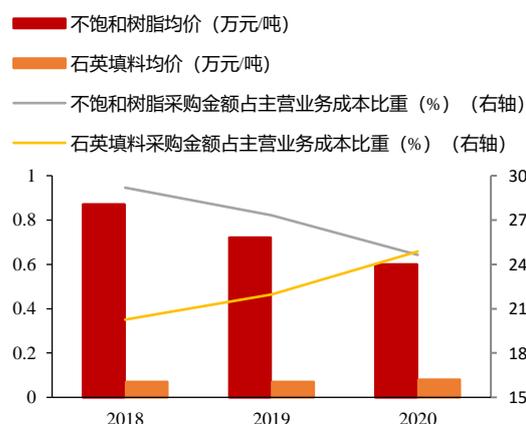
树脂采购成本下降拉低直接材料成本。公司主营业务成本主要包括直接材料、直接人工、制造费用等，2018-2020 年，公司直接材料成本占总成本比重整体呈下降趋势，直接材料成本分别为 2.40 亿元、1.9 亿元和 1.88 亿元，占主营业务成本的比例分别为 60.27%、56.94% 和 54.35%。直接材料主要包括树脂、石英填料等。近年来，由于不饱和树脂均价不断下降，不饱和树脂在占直接材料比重从 2018 年的 29.19% 下降到 2020 年的 24.64%，不饱和树脂采购成本的下滑降低公司直接采购成本。2018-2020 年，公司不饱和树脂的不含税采购单价分别为 0.87、0.72 和 0.60 万元/吨。由于不饱和树脂为石油化工产品，主流价与原油结算价走势基本一致。

图 11 近年公司直接材料成本及其比重



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 12 近年树脂和石英填料均价及公司采购金额占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 13 近年不饱和树脂价格与原油指数



资料来源: iFind, 上海证券研究所

材料单位耗用量整体稳定。2019 年, 公司使用了树脂单耗更高的复杂花色板材, 不饱和树脂单耗从 2018 年的 71.68 吨/万平方米增长至 2019 年的 74.23 吨/万平方米; 另外, 工序较多的复色系板材产量占比降低, 石英填料单耗有所下降, 从 2018 年的 589.34 吨/万平方米下降至 2019 年的 572.51 吨/万平方米。2020 年, 公司增加 15mm 厚的板材产量, 厚度较薄, 用料较少, 因此树脂和石英单耗下降, 不饱和树脂单耗降至 72.46 吨/万平方米, 石英填料单耗进一步降至 561.49 吨/万平方米。

图 14 近年公司单位板材耗用的树脂和石英填料



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

2.3 下游市场需求逐步打开, 支撑人造石英石需求

家装行业格局重塑, 龙头企业依托产品渠道优势将在未来竞争中脱颖而出。人造石英石可以广泛应用于住宅和公共建筑的室

内装饰领域，我国装饰装修行业的市场规模持续扩大，总产值从2015年的1.63万亿增加到2019年的2.16万亿。随着地产调控常态化，开发商行业格局经过深度调整，家装工程渠道逐步崛起，能够同开发商建立稳定联系的龙头企业将在行业竞争中脱颖而出。因此行业订单逐步向龙头企业聚集，行业集中度有望进一步提升。

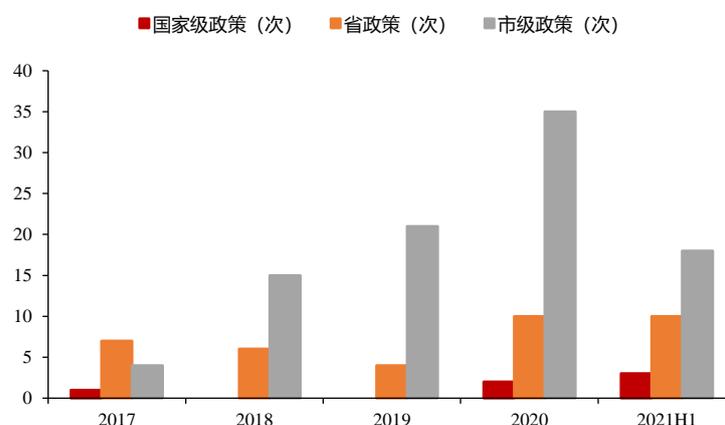
图 15 近年我国住宅装饰行业产值规模



资料来源：中国建筑装饰行业协会，前瞻产业研究院，上海证券研究所

精装渗透提升支撑人造石英石需求扩张。随着各地精装修政策以及绿色建筑等政策出台，我国精装房渗透率整体提升。2017年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》明确提出新开工全装修成品住宅面积达到30%的发展目标。我国精装房渗透率的提升，将为人造石英石行业释放出大量需求。全装修主要由房地产开发商引导，更加注重装修交付的及时性，以及一定的垫资能力，公司进入众多开发商的供应商体系中，同时与甲指乙供的承包商有良好的合作关系，进而在大宗业务快速提升的同时，整体收入回款依然保持平稳。

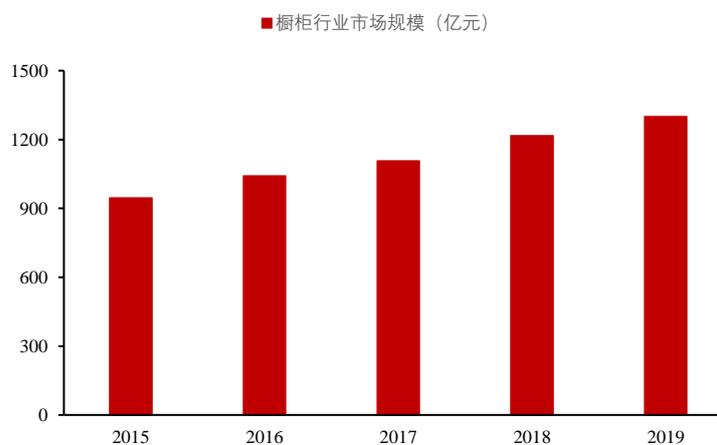
图 16 近年各省市颁布装修政策数量



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

全屋定制释放多元化需求。定制家居包括定制厨柜、定制衣柜等，定制厨柜以为客户“量身定制”为核心，目前人造石英石是主流的定制橱柜台面材料。从市场规模来看，我国整体橱柜行业市场规模持续增长，从 2015 年的 947.37 亿元增长至 2019 年的 1299.9 亿元。随着城市化进程的不断加快，人们生活质量和品位提高，高品质定制厨柜的市场需求逐渐增长，厨房装修已经成为我国家庭住宅装修的重要组成部分。在消费者多元化的需求推动下，大的定制厨柜厂商将会更加注重人造石英石台面的质量、花色设计、附加功能等因素。

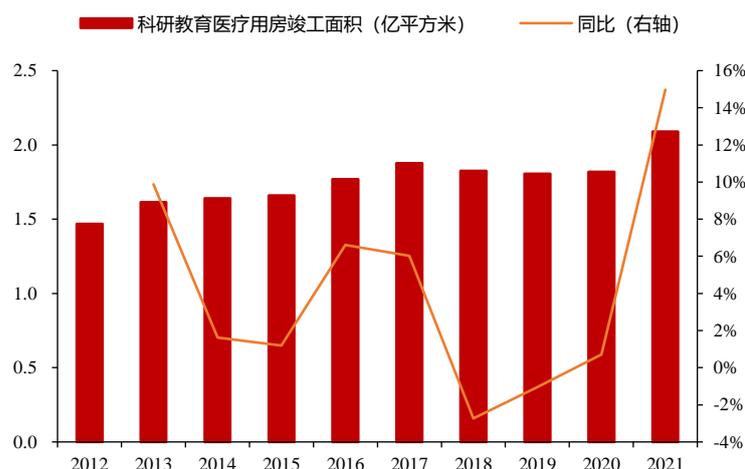
图 17 中国橱柜行业市场规模



资料来源：中国家具协会，上海证券研究所

工装领域规模扩张，带来新的业绩增长点。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，要完善基本公共服务体系，统筹布局建设公共服务设施，积极推动城市功能全面提升。以我国科研教育医疗用房为例，自 2012 年来，科研教育医疗用房竣工面积整体增长，2021 年，科研教育医疗用房竣工面积 2.09 亿平方米，同比增长 14.97%。目前我国公共建筑装修使用的台面材料仍是以传统的天然石材、层压板等传统材料为主。经过近几年的技术升级，人造石英石材因其卫生性、环保性、生产成本等优势，不断向酒店、写字楼、商场、医院等工装领域扩张的趋势，工装领域有望成为人造石英石行业新的业绩增长点。

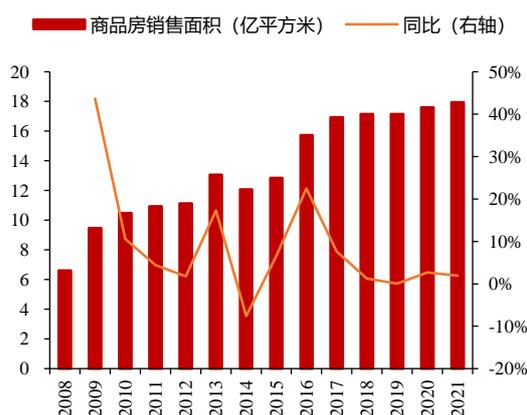
图 18 近年我国科研教育医疗用房竣工面积及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

开发商积极扩充产业链，进入开发商供应链体系的企业有望获得良好的发展机遇。2020 年，我国城镇化率达到 63.89%，与发达国家大多在 80% 以上的城镇化率相比，仍有一定的发展空间。城镇化作为我们房地产行业发展的主要推动力，城镇化率提升对商品房销售仍有一定的推动作用。2021 年，全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，全国商品房销售金额 18.19 万亿，同比增长 4.80%。房地产开发商积极开拓产业链上下游，建立和扩充在各类建材领域的供应商体系。因此，综合实力雄厚、有能力进入主流地产商供应商体系的人造石英石企业也将获得更多的发展机会。

图 19 全国商品房销售面积及增速



资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

图 20 全国商品房销售金额及增速



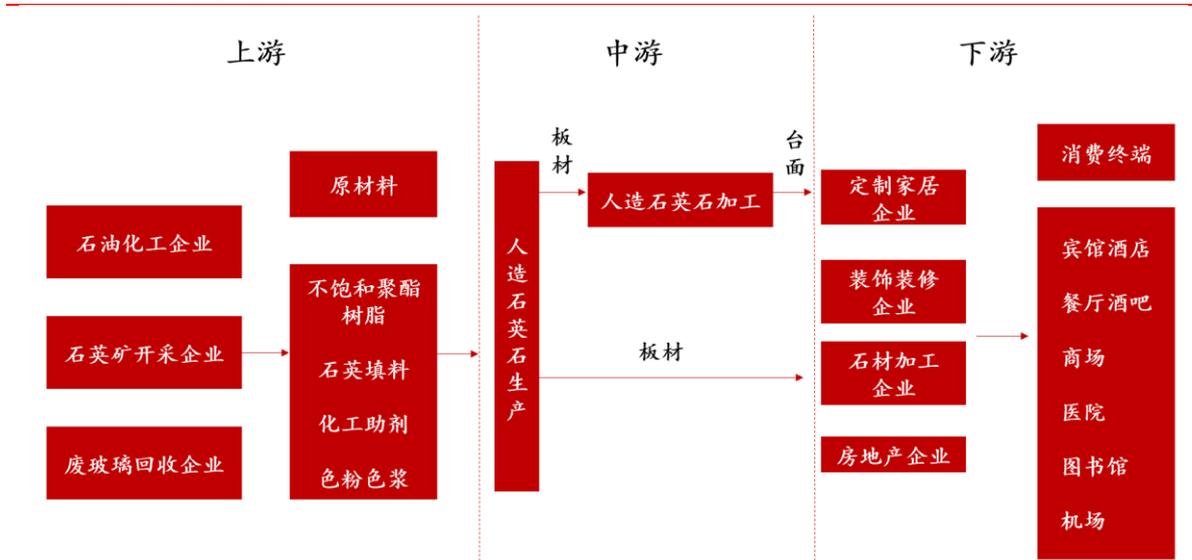
资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

3 打造一体化平台，完善绿色石材产业链

3.1 发挥产品研发优势，巩固行业领先地位

产业链涉及石油化工、石英矿开采和家居家装等行业，发挥研发、销售优质巩固行业地位。自成立以来，公司凭借丰富的生产技术，良好的产品质量，在人造石英石行业内部树立了良好的口碑，并与多家大型客户建立了长期稳定的合作关系。为进一步巩固在人造石英石行业的现有优势地位，公司形成了包括人造石英石板材、人造石英石台面在内的自主研发、生产、销售及服务体系，依托定制家居、公共建筑装修等市场，深入把握市场和客户需求，保持自身产品对客户需求的适应性和市场先进性。

图 21 公司上中下游关联产业



资料来源：招股说明书，上海证券研究所

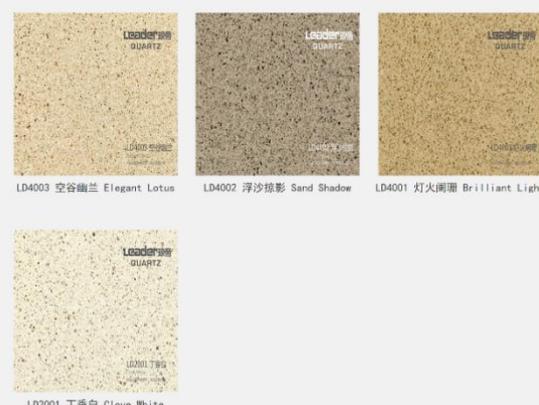
提升产品性能，满足客户品质需求。产品性能方面，公司作为建筑装饰用人造石英石（JG/T 463-2014）等行业核心标准的主编单位或参编单位，产品理化性能均超过行业标准，经“高明区人造石英石质量比对提升工程”检测，产品综合性能可与国际人造石英石一线品牌产品媲美。此外，公司在原材料使用上，对不饱和聚酯树脂选用制定了标准化的性能参数标准，以满足客户对产品品质的需求。产品质量方面，公司以高于国家标准的要求对产品实行严格的质量控制，公司管理体系陆续通过了 ISO 9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证。

图 22 公司赛凯隆石英石



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 23 公司琅帝石英石



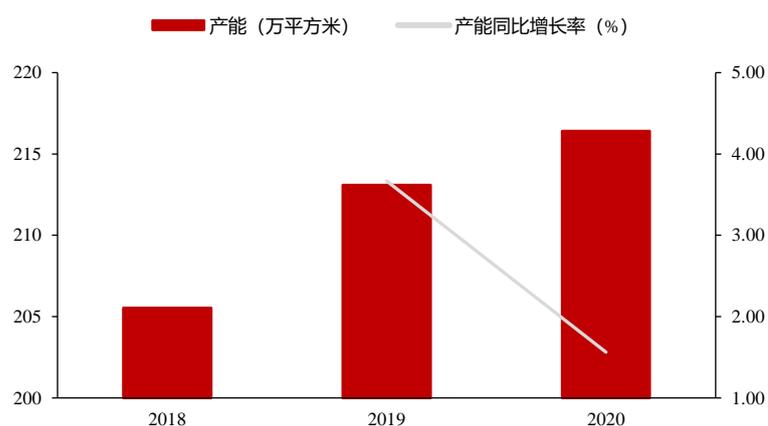
资料来源：公司官网，上海证券研究所

3.2 项目投资构建战略布局，产品结构持续优化

依托优质石英矿产区，降低生产成本。公司生产经营所依托的石英矿产区主要是广东省河源市、广东省西部地区，其中河源市的石英矿储量约为 4-4.5 亿吨，具有“储量大、品质好”的特点，而广东省西部地区是我国主要的天然石英石产区之一。此外，公司湖北募投项目所依托的石英矿产区主要是湖北省蕲春县，蕲春县石英石储量过 1 亿吨，含硅量达 99.98% 以上，品位居全国之冠。公司生产使用石英砂和石英粉的数量较大，临近优质石英砂产地，能够降低运输成本。

新建项目投产后公司软硬件实力进一步增强。随着近年来公司的业务发展，开发的新型人造石英石产品陆续投产，目前的生产能力将不能满足未来的市场需求。公司人造石英石板材产能同比增长率由 2019 年的 3.67% 下跌至 2020 年的 1.56%，产能不足将成为公司快速发展和规模化经营的障碍，制约了公司拓展市场的能力。为突破产能瓶颈，公司积极募集资金用于产能提升和工艺升级。项目建成之后，公司将进一步提高生产效率，增强研发实力，提升管理能力。

图 24 近年公司人造石英石材产能及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 4 公司募集资金投资项目情况

	投资总额 (亿元)	建设周期 (月)	新增产能 (万平方米)	新增年均 创收 (亿元)	新增年均 净利 (亿元)
中旗（湖北）新材料一期建设项目	3.87（自有 0.47，募集 3.4）	24	人造石英石材新增 300 万平方米人造石英石台面新增 16.5 万延米	6.75	1.04
高明二厂二期扩建项目	0.7	18	人造石英石材新增 60 万平方米	1.45	0.24
研发中心及信息化建设项目	0.6（自有 0.01，募集 0.59）	24			
中旗（湖北）新材料二期建设项目	1.6	12	人造石英石材新增 150 万平方米	3.24	0.49

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

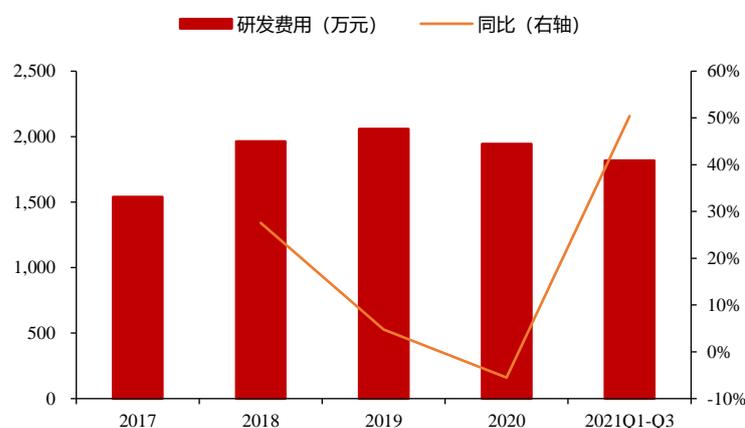
积极与政府合作，充分利用当地优势资源。2021 年 12 月 21 日，中旗新材与罗城仫佬族自治县人民政府于签署了《罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目投资框架协议书》。公司拟在罗城县投资打造硅晶系列产品综合开发利用及制造板块、脉石英矿的综合开发。项目基地选址初定为牛毕港工业园，工业用地约 300 亩（第一期），并预留相应的发展空间，总投资预计为人民币 8-10 亿元。公司计划开发罗城县的脉石英矿作为原材料保障，并建立相关配套设施，矿山开采期限 20 年，预计原料总供应量不低于 2000 万吨，投资项目充分利用当地优势资源，加快公司主营业务发展，布局高端石英砂产业链，优化产品结构，加速构建绿色石材全产业链的战略布局。

研发体系完善，技术实力雄厚。公司密切关注并追踪人造石英石领域的技术发展，在材料性能、花色设计、自动化生产等领

请务必阅读尾页重要声明

域建立起较为完善的研发体系并取得了一定的研发成果。公司是“国家高新技术企业”、“省级企业技术中心”、“广东省工程技术研究中心”。根据招股书数据，公司已获得发明专利 6 项，实用新型专利 29 项，计算机软件著作权 12 项。

图 25 近年公司研发费用及增速

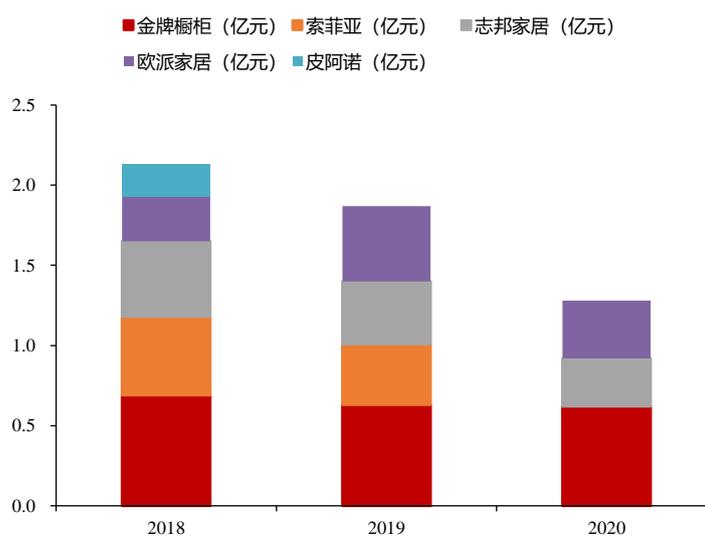


资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 经营模式良好，客户信用优质

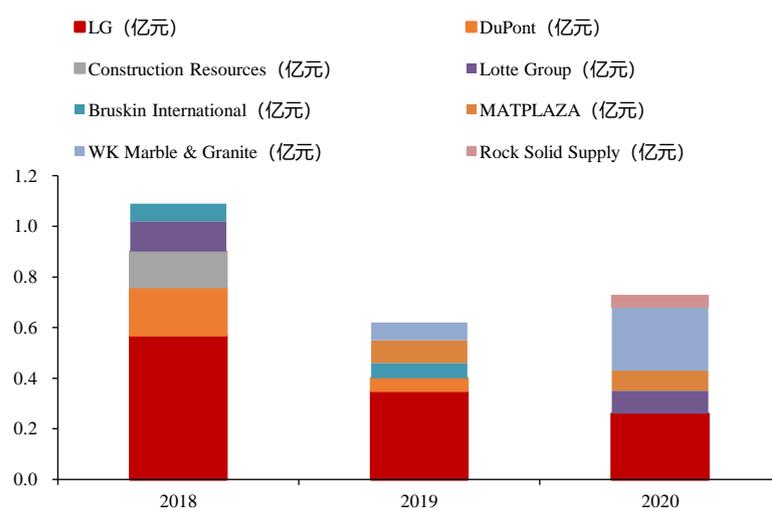
定制化“产品+服务”模式，客户群体稳定。公司成立以来，生产管理规范运营，依靠优质的产品和服务，积累了一批优质的客户群，成为国内主要知名定制家居、厨卫和国外石英石品牌企业的供应商。公司提出了由“产品制造”向“产品+服务”模式的转变，通过定制化的产品和服务链接客户，与客户保持密切沟通深入挖掘客户需求，从而更有效地服务于客户，提升客户满意度。公司建立了全方位的客户服务体系，提升了公司的客户服务能力和客户满意度。公司与众多的国内一线定制家居厂商建立了长期合作关系，更能够贴近客户，把握市场流行趋势，满足客户的个性化需求。2018 至 2020 年，公司内销主要客户有：金牌厨柜、维尚家居、欧派家居、志邦家居、曲美家居、索菲亚、皮阿诺；外销主要客户有：LG、DuPont、Construction Resources、Lotte Group、Bruskin International、MATPLAZA、WK Marble & Granite、Rock Solid Supply。2022 年 2 月 14 日，公司获得独家代理意大利知名品牌 VERSACE CERAMICS（范思哲）岩板产品的独家经销权，市场竞争能力进一步增强。

图 26 近年公司内销前五大客户及收入



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 27 近年公司外销前五大客户及收入



资料来源：公司公告，上海证券研究所

信用政策稳定，回款情况良好。根据招股说明书显示，2018年至2020年，内外销前五大客户应收账款账龄均在1年以内，与客户信用政策相符。2018年至2020年，同一客户的信用政策无发生重大变化，历史回款情况良好，客户基本能按信用政策的约定回款。2018-2020年，公司应收账款周转率分别为10.84次、8.68次和7.21次，应收账款周转率总体维持在较高水平，回款速度较快。因2019年第四季度较上年同期有所增长，且2019年内销客户收入增加，内销客户信用期相对较长，2019年应收账款周转率小幅下降。2020年应收账款周转率小幅下降主要是公司对信用期相对较长的客户的销售额上升。

表 5 近年公司内销主要客户信用政策

主要客户	信用政策 (天/月结)
金牌橱柜	50
索菲亚	30
志邦家居	30
欧派家居	30
皮阿诺	30
维尚家居	60
曲美家居	30

资料来源：公司公告，上海证券研究所

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们对公司的主要假设如下：

板材方面，受益于精装修渗透率提升，下游地产、家装、工装等方面的需求逐步打开，预计板材业绩仍将保持稳定的增长速度。我们预计 2021-2023 年，公司板材产品的收入将同比变动 33%、27%、29%至 5.01 亿、6.37 亿、8.21 亿元，毛利率将稳定在 32%-34%。

人造石英台面方面，台面为终端产品，由板材加工而成，应用于厨房、卫浴等。受益于地产竣工数据良好和精装修渗透率提升，另外公司不断开拓市场并稳定客户资源，台面收入有望持续稳健增长。我们预计，2021-2023 年，公司台面业务营业收入分别同比变动 25%、22%、22%至 2.19 亿、2.67 亿和 3.26 亿元，毛利率将稳定在 30%左右。

加工服务方面，目前公司加工服务收入来源于子公司天津东弘，天津东弘于 2018 年开始生产运营，随着天津东弘的产能和产量的提升，加工服务收入有所增长。我们预计，2021-2023 年，公司加工服务为未来仍将保持相对稳定的增长速度，营业收入分别同比变动 12%、11%、11%至 0.02 亿、0.02 亿、0.03 亿元，毛利率稳定在 13%左右。

综合来看，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 7.22、9.06、11.50 亿元，分别同比增长 30.16%、25.44%、26.89%；归母净利润分别为 1.49、1.79、2.21 亿元，同比增长分别为 9.20%、20.2%、23.5%。

表 6 公司营收拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收				
收入 (亿元)	5.55	7.22	9.06	11.50
yoy	4.91%	30.16%	25.44%	26.89%
成本 (亿元)	3.45	4.86	6.22	7.66
yoy	2.99%	40.87%	27.98%	23.15%
毛利 (亿元)	2.10	2.36	2.84	3.84
yoy	8.25%	12.57%	20.20%	35.08%
毛利率	37.82%	32.72%	31.36%	33.38%
板材				
收入 (亿元)	3.77	5.01	6.37	8.21
yoy	6.20%	33.00%	27.00%	29.00%
成本 (亿元)	2.28	3.31	4.33	5.42
yoy	5.07%	45.15%	30.85%	25.21%
毛利 (亿元)	1.49	1.70	2.04	2.79
yoy	7.97%	14.42%	19.53%	37.06%
毛利率	39.51%	34.00%	32.00%	34.00%
台面				
收入 (亿元)	1.75	2.19	2.67	3.26
yoy	2.34%	25.00%	22.00%	22.00%
成本 (亿元)	1.15	1.53	1.87	2.21
yoy	0.00%	33.15%	9.50%	18.51%
毛利 (亿元)	0.60	0.66	0.80	1.04
yoy	7.14%	9.38%	22.00%	30.13%
毛利率	34.18%	30.00%	30.00%	32.00%
台面				
收入 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.03
yoy	0.00%	12.00%	11.00%	11.00%
成本 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.02
yoy	0.00%	-2.56%	11.00%	11.00%
毛利率	12.99%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司作为人造石英石材的生产制造商，人造石英石材性能优良，符合绿色发展理念。顺应下游精装渗透率提升，全屋定制提供的多元化需求创造更多的市场机会，以及公装市场需求逐步打开，人造石英石材的市场空间逐步扩大。另外，公司重视提升产品品质，优化渠道销售，灵活调整营收策略，应对国内外经营环境变化带来的挑战。目前来看，我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.64/1.98/2.44 元/股，对应 3 月 11 日股价，2021/2022/2023 年中旗新材估值分别为 21/17/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

主要原材料价格波动风险。公司生产经营所需的主要原材料包括不饱和聚酯树脂、石英填料等，其中不饱和聚酯树脂和化工助剂为石化产品，其价格受原油价格波动和市场供需关系影响，若未来某一时期，上述原材料价格处于上涨周期，而公司产品价格不能随之上调，则将会对公司的经营业绩产生不利影响。

市场竞争加剧。近年来，我国人造石英石行业发展迅速，生产企业数量不断增加，并涌现出一批生产规模大、设计能力强、管理水平高的人造石英石企业。若公司不能有效扩大规模、加快技术创新、进一步提高产品技术含量、拓展新的市场，将受到该行业其他竞争者的挑战，面临由市场竞争不断增加而导致市场占有率下降的风险。

国际贸易摩擦影响公司业绩。美国反倾销政策短期内对公司影响较大，导致 2019 年出口至美国收入出现较大幅度下滑。公司通过新产品的开发以及境外其他区域的新客户开发部分填补了美国市场销售额下降的影响，外销收入下滑的趋势已得到扭转。若中国未来与美国的贸易摩擦升级或与其他主要出口国产生贸易摩擦，可能对公司经营业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	196	257	311	361
应收票据及应收账款	91	103	133	170
存货	92	133	163	204
其他流动资产	46	17	-69	-98
流动资产合计	425	509	538	638
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	221	231	245	254
在建工程	10	95	228	352
无形资产	88	158	216	274
其他非流动资产	6	6	6	6
非流动资产合计	325	491	695	886
资产总计	750	1000	1233	1524
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	58	82	104	128
合同负债	16	22	24	32
其他流动负债	36	65	82	101
流动负债合计	110	169	210	262
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	29	48	61	79
非流动负债合计	29	48	61	79
负债合计	139	217	271	340
股本	68	91	91	91
资本公积	333	333	333	333
留存收益	211	360	539	760
归属母公司股东权益	611	783	962	1184
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	611	783	962	1184
负债和股东权益合计	750	1000	1233	1524

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	128	169	196	233
净利润	137	149	179	221
折旧摊销	24	40	45	49
营运资金变动	-31	-15	-30	-48
其他	-2	-5	2	11
投资活动现金流量	107	-149	-152	-197
资本支出	-57	-210	-270	-261
投资变动	157	50	97	50
其他	7	12	20	14
筹资活动现金流量	-51	41	10	14
债权融资	0	19	13	18
股权融资	0	23	0	0
其他	-51	-1	-3	-4
现金净流量	181	60	54	50

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	555	722	906	1150
营业成本	345	486	622	766
营业税金及附加	6	9	10	15
销售费用	10	16	18	26
管理费用	25	33	39	52
研发费用	19	26	31	40
财务费用	3	-7	-5	-4
资产减值损失	0	-5	-20	-20
投资收益	6	7	12	9
公允价值变动损益	0	5	8	5
营业利润	159	173	206	257
营业外收支净额	-1	0	0	-1
利润总额	158	172	206	256
所得税	22	23	27	35
净利润	137	149	179	221
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	137	149	179	221

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	37.8%	32.7%	31.4%	33.4%
净利率	24.6%	20.6%	19.8%	19.2%
净资产收益率	22.3%	19.0%	18.6%	18.7%
资产回报率	18.2%	14.9%	14.5%	14.5%
投资回报率	22.1%	17.8%	17.6%	17.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	5.0%	30.2%	25.4%	26.9%
EBIT 增长率	23.0%	5.6%	21.7%	25.0%
归母净利润增长率	25.6%	9.2%	20.2%	23.5%
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	1.64	1.98	2.44
每股净资产	6.74	8.64	10.61	13.05
每股经营现金流	1.41	1.86	2.17	2.57
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.74	0.72	0.73	0.75
应收账款周转率	6.99	7.81	7.53	7.52
存货周转率	3.74	3.66	3.82	3.75
偿债能力指标				
资产负债率	18.5%	21.7%	22.0%	22.3%
流动比率	3.86	3.01	2.56	2.44
速动比率	2.98	2.17	1.74	1.61
估值指标				
P/E	0.00	20.56	17.10	13.85
P/B	0.00	3.91	3.18	2.59
EV/EBITDA	-1.09	13.80	11.30	9.16

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。