

无出其右，龙头稳健成长
买入（首次）

2022年03月21日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,850	2,420	3,206	3,869
同比（%）	19.1%	30.8%	32.5%	20.7%
归母净利润（百万元）	411	425	611	784
同比（%）	44.4%	3.3%	43.9%	28.2%
每股收益（元/股）	1.02	1.05	1.52	1.95
P/E（倍）	27.09	26.22	18.22	14.21

投资要点

- **人造草坪行业龙头，连续九年产销规模全球第一。**公司主要从事人造草坪的研发、生产和销售，截至2020年产能突破9000万平方米，产品远销全球120个国家和地区，铺设面积超过3亿平米。公司雄厚的技术实力、良好的供应能力和优异的产品质量获得市场高度认可，根据AMI Consulting，公司自2011年起连续九年产销规模位列全球第一，2019年以销量计市占率达到15%。2016-2020年公司收入CAGR为14.25%，2020年境外休闲草收入占比为69%，贡献最主要的收入增量。
- **行业空间广阔，对天然草的替代需求推动人造草渗透率持续提升。**根据AMI Consulting，2019年全球人造草坪销售规模近180亿元，其中运动草/休闲草销量分别为1.60/1.37亿平方米，人造草坪高性能、低成本的属性使其对天然草的替代需求增加，2019-2023年运动草/休闲草销量CAGR分别为8.16%/14.93%，我们预计2023年人造草坪市场规模近300亿元。运动草增长来自于国内市场体育投入和海外市场存量更新，我国政策东风利好运动草市场持续扩容，我们预计2023年国内足球场运动草渗透率提升至27%，市场规模突破10亿元。休闲草增长来自海外消费升级及多元应用场景拓展，我们预计2023年全球休闲草规模超过260亿元，渗透率提升至8%。竞争格局方面，资质认证形成行业进入壁垒，市场份额不断向头部集中，2019年全球11%的企业贡献85%的产量，2017-2019年行业销量CR5从34%提升至37%。
- **研发、资质及渠道壁垒难逾，公司龙头地位稳固。**1) 研发实力遥遥领先。中科院化学所材料学专家赵春贵博士为公司研发实力背书，在工艺、技术层面的前瞻性布局使公司具备满足客户多元需求的定制及量产能力，2020年推出新产品超过200种；2) 国际权威资质认证。公司是亚太地区唯一一家同时具备FIFA（全球8家）、World Rugby（全球8家）、FIH（全球11家）优选供应商资质的公司，资质认证的稀缺性和稳定性为公司高端运动草产品拓展奠定基础；3) 下游渠道优质稳健。欧美地区头部客户高度依赖公司优质产品供给，2019年客户向公司采购额占客户收入比重最高达到38%，公司产能持续爬坡保障交付能力，2023年产能规模有望突破1.5亿平米。
- **盈利预测与投资评级：**人造草坪行业空间广阔，公司研发、资质及渠道方面核心竞争优势稳固，未来有望通过铺装业务实现3倍规模扩张，我们预计2021-2023年公司营收分别为24.20/32.06/38.69亿元，对应PE为26/18/14X。利用可比公司估值法给予公司2022年25倍PE，对应目标价38元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**汇率及原材料价格大幅波动、下游需求增长不及预期、越南复产复工不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.66
一年最低/最高价	25.25/51.48
市净率(倍)	5.69
流通A股市值(百万元)	1108.89

基础数据

每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	14.90
总股本(百万股)	402.51
流通A股(百万股)	40.09

内容目录

1. 全球人造草坪龙头，盈利表现突出	5
1.1. 励精图治十余载，成就人工草坪行业领跑者	5
1.2. 盈利能力确定性强，短期扰动无虞	7
2. 行业空间广阔，优质供应商竞争力凸显	10
2.1. 人造草替代趋势显著，2023 年市场规模近 300 亿元	10
2.2. 需求前景明朗，运动草、休闲草渗透率持续提升	13
2.3. 行业集中度高，优质产品及系统供应商具备竞争力	16
3. 核心竞争力：研发、资质及渠道壁垒难以逾越	18
3.1. 专注研发、资质认证，定制化、品质化彰显龙头实力	18
3.2. 品牌力、交付能力维护优质渠道资源，下游客户强粘性	20
4. 未来发展：优质产品与系统化铺装业务协同	23
4.1. 他山之石：聚焦海外人造草坪系统服务供应商 Field Turf	23
4.2. 产业链纵深延伸，“草坪+铺装”新业务攻城掠池	24
5. 盈利预测与投资评级	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 可比公司估值	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司主要产品介绍.....	6
图 3: 公司营业收入稳健增长.....	6
图 4: 2020 年公司休闲草收入占比超过 60%.....	6
图 5: 2020 年公司外销收入占比超过 80%.....	6
图 6: 境外休闲草是公司主要收入来源.....	6
图 7: 公司股权结构集中 (截至 2021 年第三季度报告).....	7
图 8: 拆分公司营业收入来看直接材料占比较高.....	8
图 9: 公司毛利率水平高于竞争对手 (%).....	8
图 10: 公司毛利率与上游原材料价格负相关 (%).....	8
图 11: 公司具备对下游的议价能力 (%).....	8
图 12: 越南 2021M6-10 新增当日确诊人数 (人).....	9
图 13: 主要航线出口价格指数.....	9
图 14: 人造草坪发展史.....	10
图 15: 人造草坪具备明显优势.....	10
图 16: 使用人造草坪降低受伤概率.....	11
图 17: 人造草养护费用较低摊低单位成本.....	11
图 18: 全球人造草坪销量规模不断提升.....	12
图 19: 休闲草贡献主要增量空间.....	12
图 20: 欧美地区为主要人造草坪消费市场.....	13
图 21: 2019 年全球人造草坪销量占比.....	13
图 22: 2019 年全球人造草坪出口量占比.....	13
图 23: 美国 2019 年 69% 的人口拥有庭院设备.....	16
图 24: 美国草坪等家庭园艺规模远超其他国家 (亿元).....	16
图 25: 我国幼儿园数量增加为休闲草应用提供空间.....	16
图 26: 我国学前教育适龄儿童毛入园率提升.....	16
图 27: 2019 年全球人造草坪市占率 (以销量计).....	17
图 28: 全球人造草坪市场集中度进一步提升.....	17
图 29: 人造草坪行业竞争梯队.....	17
图 30: 公司研发费用远超竞争对手 (百万元).....	18
图 31: 公司研发团队人数远超竞争对手 (人).....	18
图 32: 公司运动草获得全球认可.....	20
图 33: 休闲草需求随季节变动.....	20
图 34: 公司产品主要销往欧美地区 (%).....	21
图 35: 公司以境外批发为主要销售渠道 (%).....	21
图 36: 公司向前五大批发商销售情况.....	21
图 37: 公司新增客户销售占比情况.....	21
图 38: 公司产销状况稳定.....	22
图 39: 越南出口人造草坪关税政策优惠显著.....	22
图 40: Field Turf 通过并购实现快速发展.....	23
图 41: Tarkett Sports Surface 收入规模及占比提升.....	23
图 42: Tarkett Sports Surface 2020 年收入 80% 来自北美地区.....	24

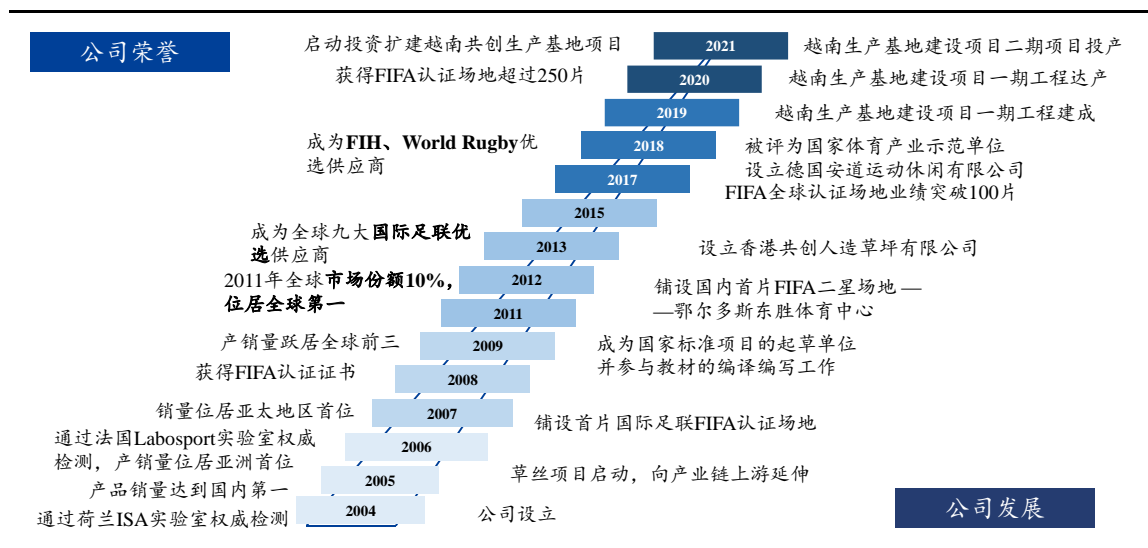
图 43: Tarkett Sports Surface 利润率低于公司	24
图 44: 公司积极整合产业链上下游.....	24
图 45: 公司其他业务收入结构 (百万元)	24
表 1: 2022 年公司毛利率对汇率和原材料价格变化的敏感性分析.....	9
表 2: 天然草单位时间成本是运动草的 3.5 倍.....	11
表 3: 休闲草单位面积成本比天然草低 58%	11
表 4: 我国不断出台体育政策.....	14
表 5: 我国运动草规模及渗透率稳步提升.....	15
表 6: 公司技术团队负责人信息.....	18
表 7: 国际权威体育组织优选供应商资质认证难度大.....	19
表 8: FIFA 优选供应商认证资质稳定	19
表 9: 公司与头部渠道合作稳定且客户依赖性强.....	21
表 10: 公司产能布局情况.....	22
表 11: 公司主要产品收入拆分预测.....	25
表 12: 可比公司估值表.....	26

1. 全球人造草坪龙头，盈利表现突出

1.1. 励精图治十余载，成就人工草坪行业领跑者

公司是人工草坪行业龙头，2011-2020 年连续九年产销规模全球第一。公司成立于 2004 年，主要从事人造草坪的研发、生产和销售，截至 2020 年产能突破 9000 万平方米，产品远销全球 120 个国家和地区，铺设面积超过 3 亿平米。根据 AMI Consulting，公司自 2011 年起连续九年产销规模位列全球第一，2019 年以销量计市占率达到 15%。公司雄厚的技术实力、良好的供应能力和优异的产品质量获得市场高度认可，同时具备 FIFA（国际足联）、World Rugby（世界橄榄球运动联盟）、FIH（国际曲联）优选供应商资质认证。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

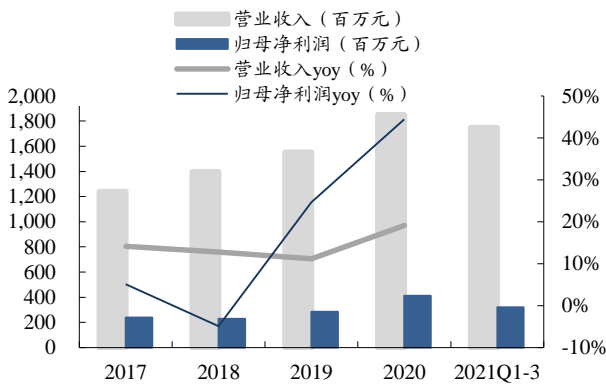
境外休闲草贡献主要收入。公司在全球范围内生产及销售具有高耐磨度、高回弹性、高拔脱力和抗老化的运动草，以及具有优质耐候性、防褪色性和环保的休闲草，2016-2020 年收入 CAGR 为 14.25%，2020 年收入同比+19%至 18.50 亿元。从收入结构来看，2020 年运动草/休闲草收入占比分别为 28%/68%，境内/境外收入占比分别为 16%/84%。其中，境外休闲草占比最高增速最快，收入占比为 69%，境内运动草增长势头较好，2020 年收入同比+14%。

图 2: 公司主要产品介绍



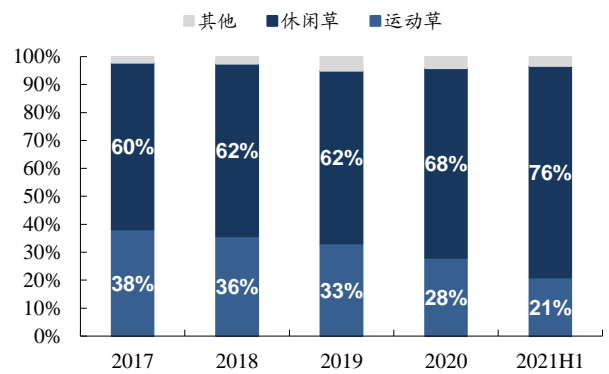
数据来源: 公司官网, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 3: 公司营业收入稳健增长



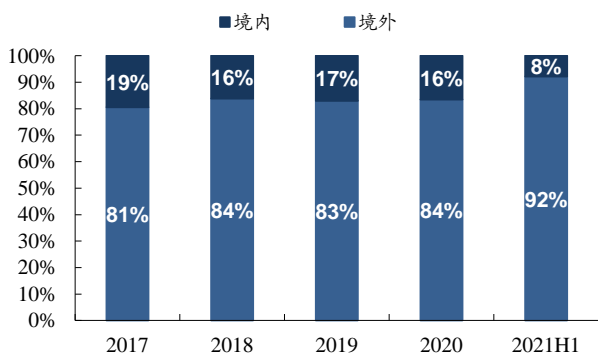
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2020 年公司休闲草收入占比超过 60%



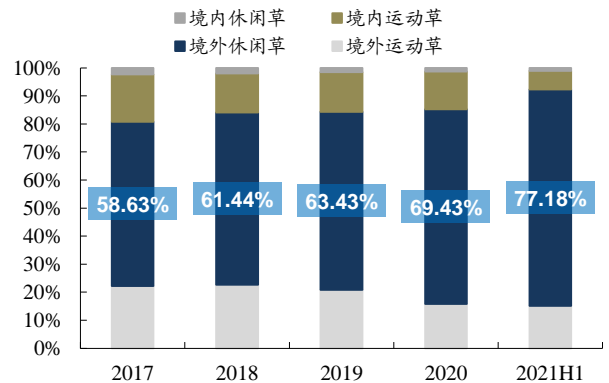
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年公司外销收入占比超过 80%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

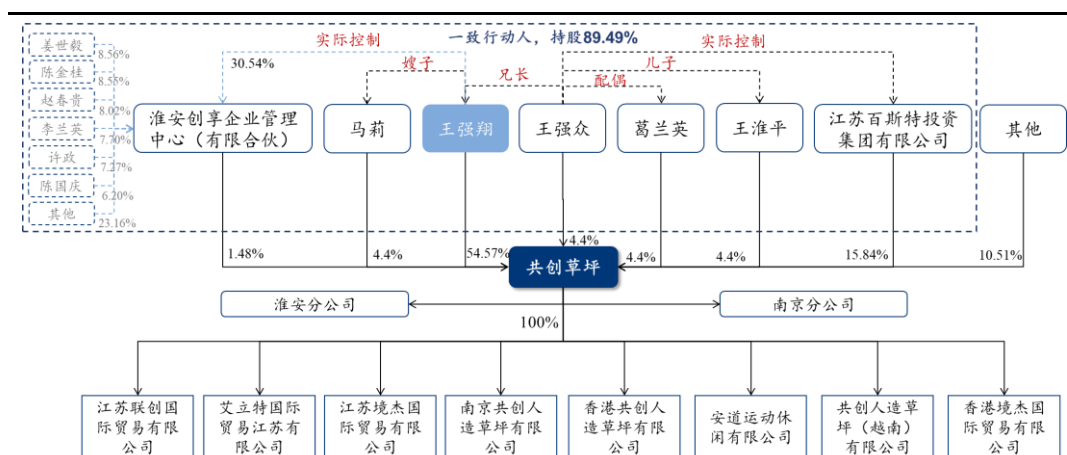
图 6: 境外休闲草是公司主要收入来源



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

控股股东及一致行动人持股 89%，股权激励核心员工。截至 2021Q3，公司控股股东及实际控制人王强翔直接持股比例为 54.57%，王强翔及其一致行动人合计持股比例 89.49%，股权结构较为集中。公司通过股权激励绑定核心员工利益，董事长王强翔、技术负责人赵春贵等 8 名高管以及 7 名业务线负责人通过员工持股平台淮安创想企业管理中心（有限合伙）持股 1.48%。公司设立贸易子公司搭建完善的销售业务平台，将 120 多个国家和地区的客户纳入销售网络体系。

图 7：公司股权结构集中（截至 2021 年第三季度报告）

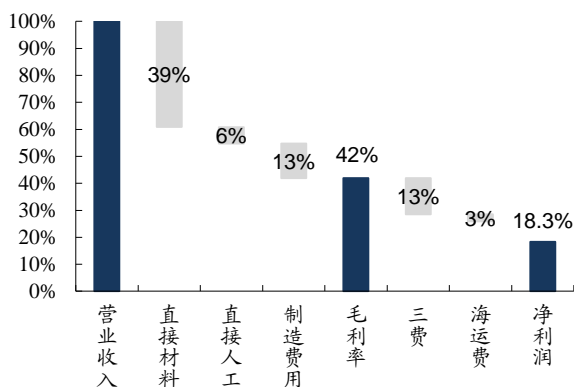


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力确定性强，短期扰动无虞

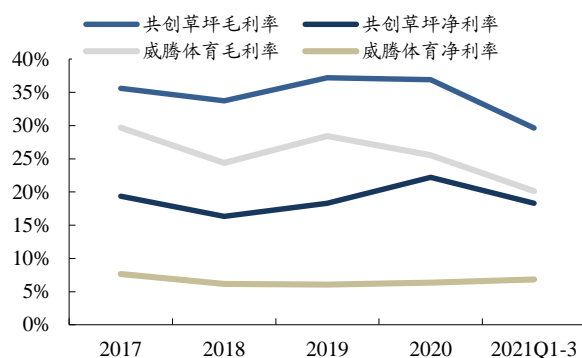
定价机制、客户结构平滑原材料价格波动，盈利能力凸显。2017-2020 年公司综合毛利率在 33%-38% 区间内，高于行业内竞争对手。人造草坪产品原材料主要是 PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等化工制品，公司直接材料成本率为 39%，直接材料占总成本比重超过 60%，因此毛利率与上游原材料价格具有很强的负相关性。公司采用如下措施抵抗原料价格波动：**1) 针对不同客户市场采取差异化定价机制**，对美国等地区价格不敏感的客户采用年度报价方式扩大毛利空间，对中东等地区价格敏感型客户采用即期报价方式，将原材料价格波动向下游传导；**2) 持续扩大高毛利地区市场份额**，近年来北美、日本等高毛利地区客户占比不断提升。

图 8: 拆分公司营业收入来看直接材料占比较高



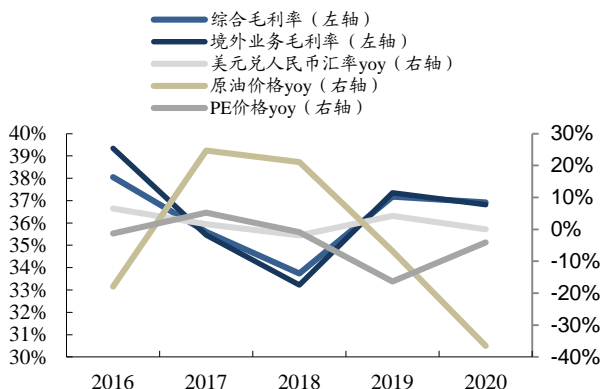
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图 9: 公司毛利率水平高于竞争对手 (%)



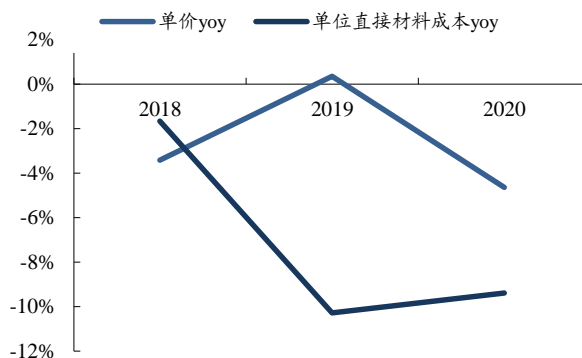
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 10: 公司毛利率与上游原材料价格负相关 (%)



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 11: 公司具备对下游的议价能力 (%)



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

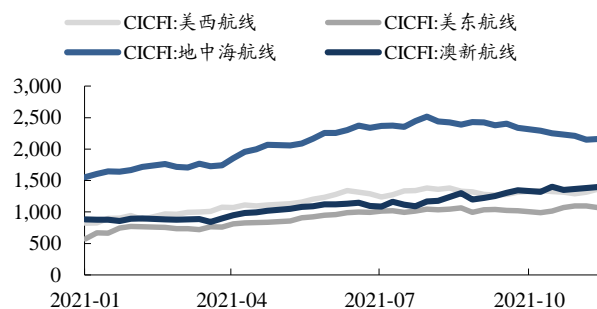
2021 年多重因素短期扰动不改长期成长性。2021Q1-3 越南疫情影响下产能爬坡不及公司预期、FOB 模式下海运费上涨削弱客户终端需求、原材料塑料粒子价格涨幅超过 50%，多重因素叠加拖累公司盈利水平，毛利率同比-8.1pp 至 29.63%。2021Q4 以来伴随越南疫情好转产能利用率逐步修复，海运费拐点已至利好终端产品进一步提价。2022 年原材料价格有望高位回落，根据敏感性测算，原材料价格下降 2% 公司毛利率将上涨 1pp，我们预计 2022 年公司毛利率水平将回归 30% 以上区间内。

图 12: 越南 2021M6-10 新增当日确诊人数 (人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 主要航线出口价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 2022 年公司毛利率对汇率和原材料价格变化的敏感性分析

汇率 \ 原材料价格		汇率								
		-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%
原材料价格	0.0%	24.62%	26.16%	27.63%	29.04%	30.40%	31.71%	32.97%	34.19%	35.36%
	-4.0%	26.65%	28.14%	29.57%	30.95%	32.27%	33.55%	34.77%	35.96%	37.10%
	-6.0%	27.66%	29.13%	30.54%	31.90%	33.21%	34.46%	35.67%	36.84%	37.97%
	-8.0%	28.67%	30.12%	31.52%	32.86%	34.14%	35.38%	36.57%	37.72%	38.83%
	-10.0%	29.68%	31.12%	32.49%	33.81%	35.08%	36.30%	37.48%	38.61%	39.70%
	-13.0%	31.20%	32.60%	33.95%	35.24%	36.48%	37.67%	38.83%	39.93%	41.00%
	-15.0%	32.22%	33.60%	34.92%	36.19%	37.41%	38.59%	39.73%	40.82%	41.87%
	-17.0%	33.23%	34.59%	35.89%	37.14%	38.35%	39.51%	40.63%	41.70%	42.74%
	-20.0%	34.75%	36.08%	37.35%	38.57%	39.75%	40.89%	41.98%	43.03%	44.04%
-25.0%	37.28%	38.56%	39.78%	40.96%	42.09%	43.18%	44.23%	45.24%	46.21%	

注: 第一行为假设 2022 年汇率同比变动幅度, 第一列为假设 2022 年原材料价格同比变动幅度





数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

2. 行业空间广阔，优质供应商竞争力凸显

2.1. 人造草替代趋势显著，2023 年市场规模近 300 亿元

人造草坪是将 PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等合成树脂制成仿制草丝，再通过专业设备将其编织在底布上，并在背面涂上起固定作用的涂层使其具有天然草性能的化工产品，最早诞生于 1960 年代的美国，用以解决天然草无法在具有顶棚的公共场所下生长的问题。经过材料和工艺的重重迭代演变，人造草坪部分性能已远远超越天然草。

图 14: 人造草坪发展史

	时间	产品图	主料	突破点
第一代	1966-1970s		PA (尼龙)	耐磨耐候性好
第二代	1970-1990s		PP (聚丙烯)	弹性较第一代改善，可塑性好
第三代	1990-2010s		PE (聚乙烯)	外观已经媲美真草
第四代	2010s至今		PE+PP	运动、保护性能已经超越真草

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

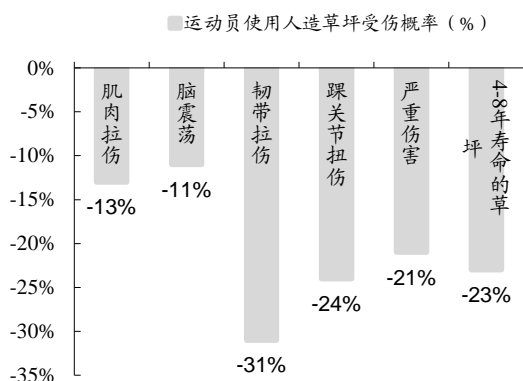
图 15: 人造草坪具备明显优势

	天然草坪的难题	人造草坪的解决方案
存活能力	不利条件无法存活，容易因压力和摩擦致死	合成树脂耐磨高，不受天气与季节影响
使用寿命	一般2-3年，期间需要大量水资源、植草、防虫	一般8-10年，维护简单费用低廉
使用体验	摩擦系数和滑动性不可控，会滋生昆虫、细菌	滑动性可控、摩擦降至最小，对环境无毒害
成本费用	维护成本每平方米10-15元，需定期养护	维护成本每平方米1.5元，可全天高频率使用

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

得益于高性能、低成本的属性，人造草对天然草的替代需求显著增加。人造草高性能表现为实用性、耐磨性、安全性等特征，根据 Meyers（2010），使用人造草坪后运动员肌肉拉伤/脑震荡/韧带拉伤/踝关节扭伤概率分别降低 13%/11%/31%/24%。在成本方面，尽管人造草初始投入费用较高，但是后期养护成本极低，随着时间推移不断摊薄单位成本。根据 Field Turf 官网，相同寿命的天然草运动场的单位时间成本是人造草运动场的 3.5 倍；根据 Synthetic Grass Warehouse 官网，相同寿命的休闲草坪单位面积成本比天然草坪低 58%，性能和成本上的优势使人造草对天然草形成显著的替代趋势。

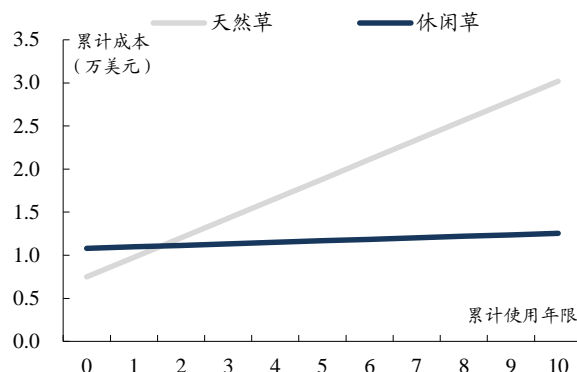
图 16: 使用人造草坪降低受伤概率



数据来源: Field Turf 官网, 东吴证券研究所

Meyers, M. C. 2010, "Incidence, Mechanisms, and Severity of Game-Related College Football Injuries on FieldTurf Versus Natural Grass". AJSM PreView.

图 17: 人造草养护费用较低摊低单位成本



数据来源: Synthetic Grass Warehouse 官网, 东吴证券研究所

表 2: 天然草单位时间成本是运动草的 3.5 倍

	天然草	运动草
面积 (平方英尺)	80,000	
使用时间 (年)	10	
初始成本 (万美元)	15.00	32.00
材料成本 (万美元)	22.00	40.00
单价 (美元/平方英尺)	2.75	5.00
维护成本 (万美元)	20.00	5.00
单价 (万美元/年)	2.00	0.50
成本合计 (万美元)	57.00	77.00
可用时间 (小时)	6,250.00	29,920.00
每年可用时间	25 小时*25 周	68 小时*44 周
单位时间成本 (美元/小时)	91.20	25.74

数据来源: Field Turf 官网, 东吴证券研究所

表 3: 休闲草单位面积成本比天然草低 58%

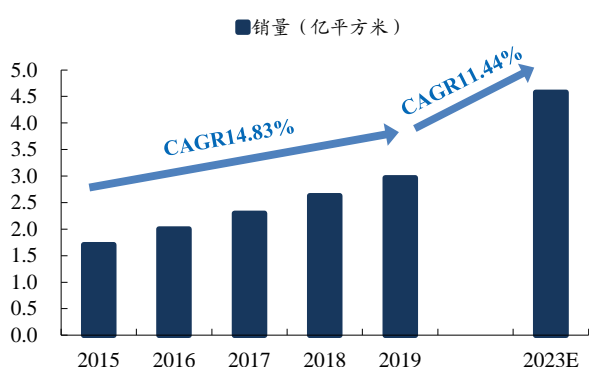
	天然草	休闲草
面积 (平方英尺)	1,200	
使用时间 (年)	10	
初始安装成本 (美元)	7,500.00	10,800.00
草皮铺设 (美元)	3,000.00	10,800.00

单价 (美元/平方英尺)	2.50	9.00
灌溉系统 (美元)	4,500.00	
年养护成本 (美元)	2,268.00	175.00
刷洗清理 (美元/月)		14.58
灌溉 (美元/月)	57.00	
施肥 (美元/月)	8.50	
病虫害 (美元/月)	8.50	
灌溉系统维护 (美元/月)	15.00	
修剪 (美元/月)	100.00	
成本合计 (美元)	30,180.00	12,550.00
单位面积成本 (美元/平方英尺)	25.15	10.46

数据来源: Synthetic Grass Warehouse 官网, 东吴证券研究所

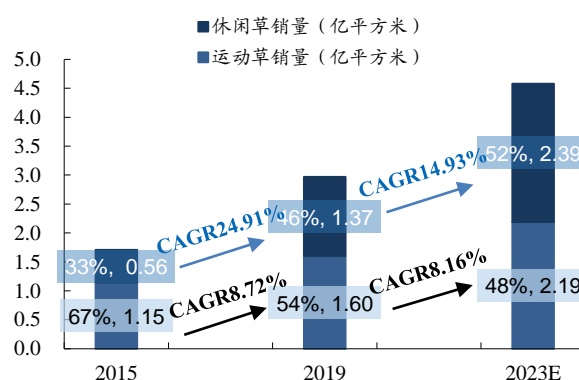
2023 年人造草坪市场规模有望突破 300 亿元。根据 AMI Consulting, 2019 年全球人造草坪销售规模近 180 亿元, 销量近 3 亿平方米, 2015-2019 销量 CAGR 为 14.8%。分产品来看, 2019 年全球运动草/休闲草销量分别为 1.60/1.37 亿平方米, 2015-2019 年 CAGR 分别为 8.72%/24.91%, 其中休闲草贡献主要增量空间。随着人造草坪对天然草的替代需求增加, AMI Consulting 预计 2023 年全球人造草坪销量达到 4.6 亿平方米, 2019-2023 年运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 8.16%/14.93%。**我们假设全球人造草坪销售均价每年增长幅度为 2%, 预计 2023 年人造草坪市场规模突破 300 亿元。**

图 18: 全球人造草坪销量规模不断提升



数据来源: AMI Consulting, 东吴证券研究所

图 19: 休闲草贡献主要增量空间

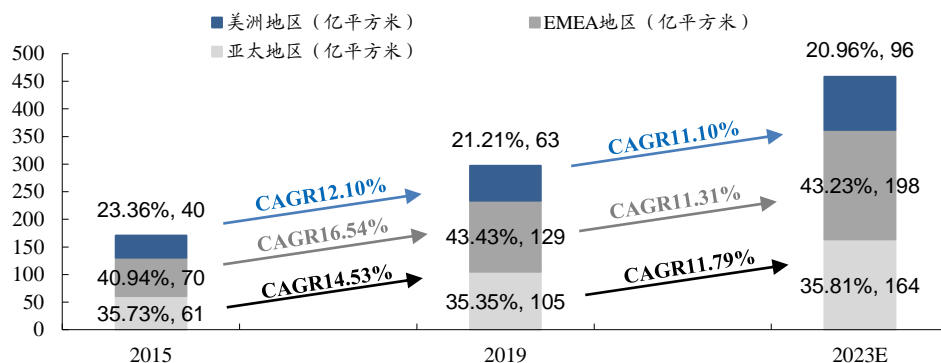


数据来源: AMI Consulting, 东吴证券研究所

供需地域性鲜明, 欧美消费, 亚太生产。全球人造草坪消费及生产分布具备地域性特征。**消费需求方面,**根据 AMI Consulting, 2019 年亚太地区/EMEA 地区/美洲地区人

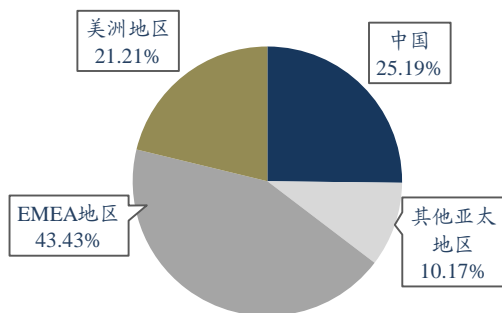
造草坪销量分别为 105/129/63 亿平方米，占比分别为 35%/43%/21%，2015-2019 年 CAGR 分别为 15%/17%/12%，其中亚太地区市场增速快但销售单价较低，EMEA 为全球规模最大的人造草坪消费市场，美洲地区销售单价最高，预计 2023 年各地销量分别达到 164/198/96 亿平方米。**生产供给方面**，2019 年亚太地区出口量占全球总出口量的 93.1%，其中中国出口占比 65.5%，是全球最主要的人造草坪生产及出口市场。

图 20: 欧美地区为主要人造草坪消费市场



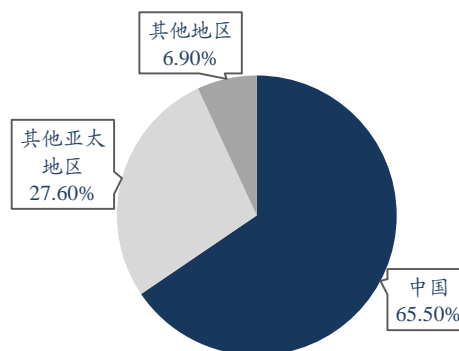
数据来源：AMI Consulting, 东吴证券研究所

图 21: 2019 年全球人造草坪销量占比



数据来源：AMI Consulting, 东吴证券研究所

图 22: 2019 年全球人造草坪出口量占比



数据来源：AMI Consulting, 东吴证券研究所

2.2. 需求前景明朗，运动草、休闲草渗透率持续提升

运动草增长来自国内体育建设和海外市场存量更新。公司招股说明书显示，2017 年全球用人造草坪铺装的足球场面积约为 0.87 亿平方米，对应足球场地仅 1.2 万块，渗透率极低。由于人造草坪在成本和性能方面存在显著优势，伴随着世界各地对体育建设的重视程度加深，我们预计学校操场、体育馆场地等应用人造草坪的场景越来越多，未来

人造草坪规模增长和渗透率提升主要来源于发展中国家对运动场地加大投入和发达国家存量人造草坪更新。

表 4: 我国不断出台体育政策

时间	政策文件	发布单位	主要内容
2020 年 12 月	《关于全面推进城市社区足球场地设施建设的意见》	住建部、体育总局	2025 年按照完整居住社区建设标准，实现新建居住社区内至少配建一片非标准足球场地设施，既有城市社区因地制宜配建社区足球场地设施。2035 年，地级及以上城市社区实现足球场地设施全覆盖，具备条件的城市街道、街区内配建一片标准足球场地设施。
2020 年 10 月	《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》	教育部	逐步提高中考体育分值，要达到和语数外同分值水平；立即启动体育在高考中计分的研究；鼓励中小学每天开设一节体育课，布置体育课作业；制定三年行动计划，到 2022 年学校需完成体育教师队伍、器材设施建设等。
2019 年 7 月	《全国社会足球场地设施建设专项行动实施方案（试行）》	国家发改委、体育总局、足球协会	对新建足球场地给予定额补助，对新建 11 人制标准足球场，每个球场补助 200 万元；对新建 5 人制、7 人制（8 人制）足球场，每个球场补助不超过 100 万元。鼓励各地通过财政资金、体育彩票公益金、开发性金融等多种资金渠道对足球场建设予以配套补助。
2016 年 4 月	《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》	国家发改委	明确近期目标为保基本、强基层、打基础：中国特色足球学校达到 2 万所，全国足球场地数量超过 7 万块，使每万人拥有 0.5-0.7 块足球场地；中期目标为每万人拥有 1 块足球场地；远期目标为全力实现足球一流强国。

数据来源：各政府机构网站，东吴证券研究所

我国政策东风利好运动草市场持续扩容。以我国足球草坪为例进行测算，根据《2019 年全国体育场地统计调查数据》，2019 年我国足球场地数量为 10.53 万块，其中 11/7/5 人制足球场数量占比分别为 23.6%/34.2%/42.2%，每万人拥有 0.75 块足球场地，假设 11/7/5 人制足球场平均面积分别为 7140/3095/750 平米，2019 年人造草坪渗透率为 10%，则 2019 年我国人造草足球场面积 3.22 亿平米。根据我国《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》，2030 年每万人将拥有 1 块足球场地，假设 2020-2030 年我国人口规模维持过去十年的 CAGR，则 2030 年我国拥有 14.09 万块足球场地，总面积 4.73 亿平米，其中人造运动草渗透率的提升来自于新增需求、替换需求和翻新需求。

新增需求方面，2020-2030 年我国将新增足球场地 3.26 万块，由于比赛用标准 11 人制足球场地较多应用天然草，假设 2020 年新增 11/7/5 人制足球场地中人造草坪渗透率

分别为 10%/30%/30%，此后逐年+2%；**替换需求方面**，假设每年天然草足球场替换成人造草的概率在 5%-8%之间；**翻新需求方面**，每年末人造草足球场地面积=上年末人造草面积+本年替换面积+本年新增面积，由于人造草足球场地更换周期为 8-10 年，假设每年存量人造草场地翻新率为 11%。在三重需求驱动下，我们预计 2023 年我国足球场地运动草渗透率提升至 27%，假设运动草市场均价与共创草坪运动草销售单价一致，且逐年+2%，则 2023 年运动草市场规模突破 10 亿元，2020-2030 年市场规模 CAGR 为 12%。

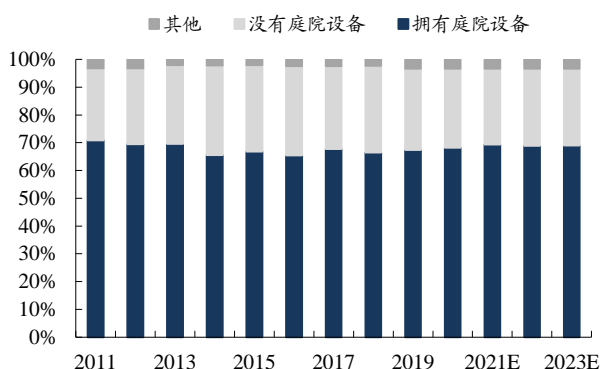
表 5：我国运动草规模及渗透率稳步提升

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球足球场数（万块）	10.83	11.13	11.43	11.75	12.07	12.39	12.72	13.05	13.38	13.72	14.09
每万人拥有场地块数	0.77	0.79	0.81	0.84	0.86	0.88	0.90	0.93	0.95	0.97	1.00
全国足球场地面积（亿平米）	3.33	3.45	3.57	3.70	3.83	3.96	4.10	4.25	4.40	4.56	4.73
替换需求（亿平米）	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.13	0.21	0.20	0.19	0.19	0.18
翻新需求（亿平米）	0.04	0.05	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17	0.20	0.23	0.26
新增需求（亿平米）	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
人造草面积（亿平米）	0.43	0.54	0.65	0.82	1.00	1.18	1.44	1.70	1.95	2.20	2.45
人造草坪渗透率（%）	14.58	18.85	22.84	26.56	30.04	33.29	38.28	42.74	46.78	50.44	53.71
单价（元/平米）	36.15	37.96	38.72	39.50	40.29	41.09	41.91	42.75	43.61	44.48	45.37
运动草规模（亿元）	7.24	8.06	9.18	10.16	11.17	12.21	16.66	18.03	19.40	20.88	22.57

数据来源：《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》，国家统计局，《2019 年全国体育场地统计调查数据》，FIFA 官网，东吴证券研究所预测

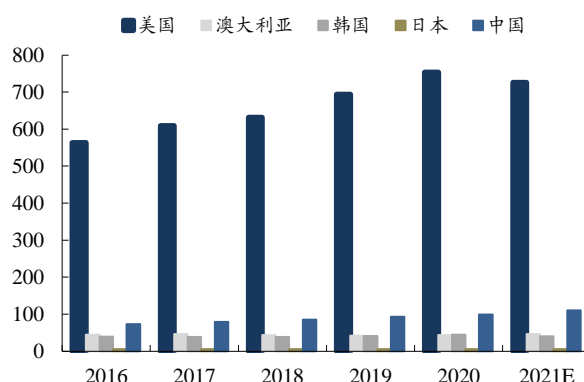
休闲草增长来自海外消费升级及多元应用场景拓展。休闲草主要应用场景为住宅景观、室内装饰、市政绿化、展会等，其中欧美地区庭院设计等装饰需求大，根据 PingPong，69%的美国人口拥有庭院设备，根据 Euromonitor，2019 年美国家庭非室内园艺规模为 101 亿美元（694 亿元），是中国的 7.5 倍，未来随着欧美地区消费者个性化需求增加、节水意识提升，休闲草的天然草的替代需求提升空间较大。而我国庭院拥有率偏低，休闲草潜在增长空间来自于多元场景应用，如幼儿园草坪、宠物草垫、室内装饰等。

图 23: 美国 2019 年 69%的人口拥有庭院设备



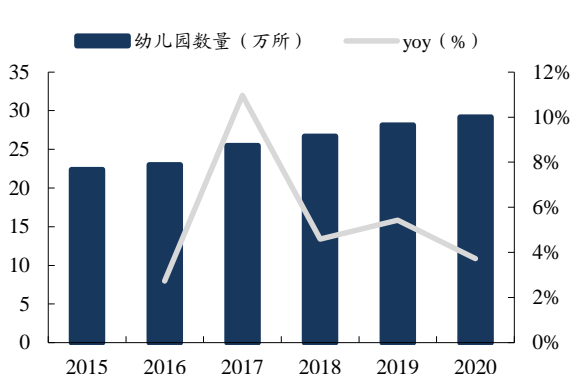
数据来源: PingPong, 东吴证券研究所

图 24: 美国草坪等家庭园艺规模远超其他国家 (亿元)



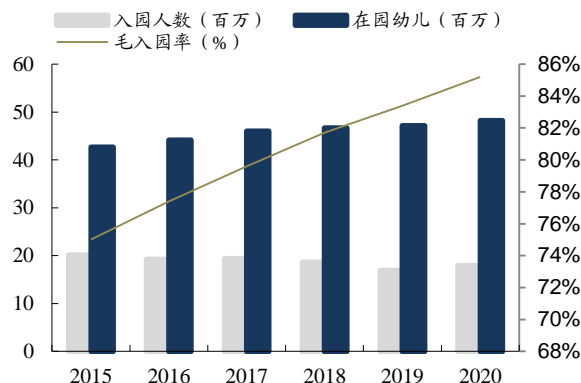
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 25: 我国幼儿园数量增加为休闲草应用提供空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 我国学前教育适龄儿童毛入园率提升



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

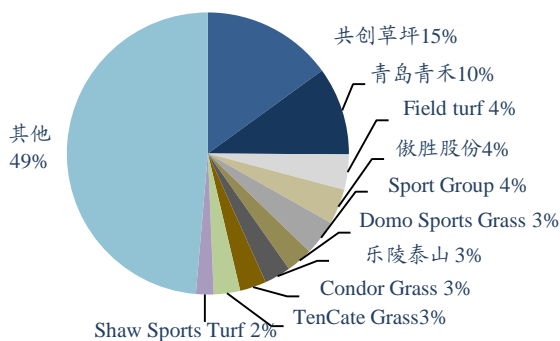
2023 年全球休闲草渗透率有望提升至 8%。以庭院装饰场景为例进行测算, 根据北美地区人造草销量的全球占比判断美国草坪等家庭非室内园艺规模市占率为 21%, 假设休闲草终端市场价格为共创草坪出厂价的 3 倍, 则 2019 年全球休闲草规模为 139 亿元, 休闲草渗透率仅为 4%。根据 AMI Consulting, 2019-2023 年全球休闲草销量 CAGR 为 15%, 根据 Euromonitor, 2023 年美国家庭非室内园艺规模提升至 116 亿美元, 我们预计 2023 年全球休闲草规模超过 260 亿元, 渗透率将进一步提升至 8%。

2.3. 行业集中度高, 优质产品及系统供应商具备竞争力

全球人造草坪市场集中度高且竞争格局稳定。根据 AMI Consulting, 2019 年全球共 400 家人造草坪企业, 其中产量大于 150 万平米的共计 43 家, 全球 11% 的企业贡献 85%

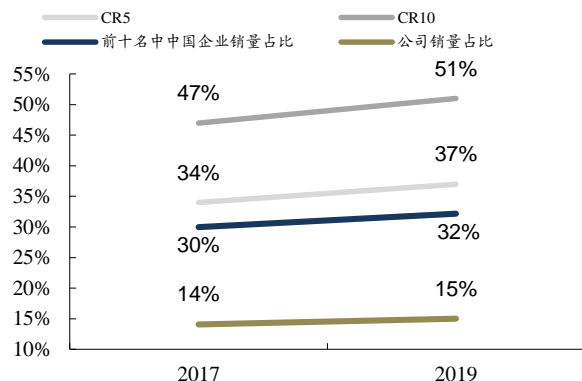
的产量，市场集中度较高。2017-2019 年人造草坪行业销量 CR5/CR10 从 34%/47% 提升至 37%/51%，市场份额不断向头部集中。公司稳居龙头地位，自 2011 年起产销规模位列行业第一，2019 年以销量计市占率为 15%。

图 27: 2019 年全球人造草坪市占率 (以销量计)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 28: 全球人造草坪市场集中度进一步提升



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

行业进入壁垒较高，优质海外供应商系统化能力强。根据 FIFA 资质认证划分竞争梯队，第一梯队为 FIFA 优选供应商，2021 年全球仅 8 家，专注于生产高端运动草；第二梯队为 FIFA 合格供应商，产品以高质量运动草和休闲草为主；第三梯队为 FIFA 认证场地供应商，产品定位中低端；第四梯队为其他无资格认证的公司。2019 年全球前十名人造草坪企业大多属于一二梯队，在资格认证、产品研发、渠道服务、资金规模等方面具备一定行业壁垒。分区域来看，2019 年前十名企业中 4 家中国企业的销量占比为 32%，与国外企业相比具备一定成本优势，多集中于休闲草的生产销售，且均不具备铺装一体化的工程商资质；欧美优质供应商则集中布局技术壁垒较高的运动草领域，大多能够提供草坪、填充物、场地设计铺装一体化服务系统。

图 29: 人造草坪行业竞争梯队



数据来源: FIFA 官网, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3. 核心竞争力：研发、资质及渠道壁垒难以逾越

3.1. 专注研发、资质认证，定制化、品质化彰显龙头实力

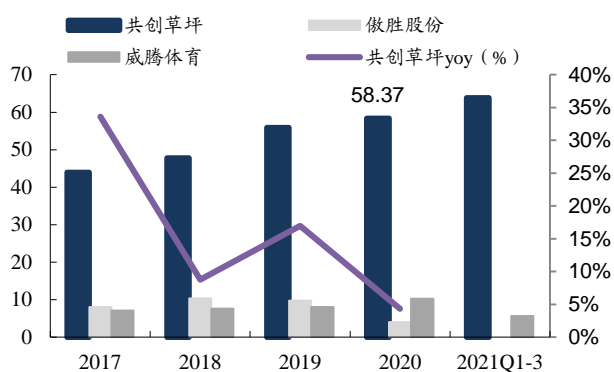
中科院专家背书，研发实力遥遥领先。2013年中科院化学所材料学专家赵春贵博士担任公司核心技术负责人，为公司研发实力提供强有力的背书。截至2020年末，公司研发团队规模290人，专利数31个，2020年研发投入同比+4.34%至0.58亿元，研发投入力度和团队规模远远领先于行业内竞争对手。公司在技术、工艺领域进行前瞻性布局，通过自制草丝及辅料向上延伸产业链条，通过设备技改提升单机产能及品质，不断优化产品配方，使产品兼具观赏性和实用性。

表 6: 公司技术团队负责人信息

姓名	主要业务领域	主要成果
赵春贵	可回收人造草坪、人造草丝的抗老化、高分子纳米复合材料、无卤阻燃高分子材料、工程塑料改性	发表SCI论文21篇，拥有发明专利9项、实用新型专利7项；2012年入选江苏省“双创计划”

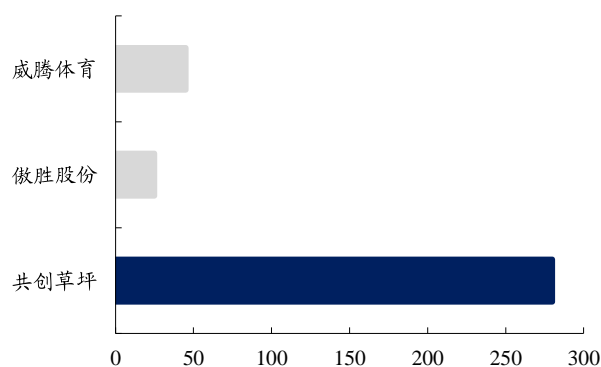
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 30: 公司研发费用远超竞争对手（百万元）



数据来源：公司招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

图 31: 公司研发团队人数远超竞争对手（人）



数据来源：公司招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

公司优选供应商专业资质具备稀缺性和稳定性。运动草方面，国际权威体育组织对供应商的资质认证是人造草坪企业拓展高端运动草市场的先决条件。公司潜心研发成果卓越，产品性能受到国际权威组织认可，是亚太地区唯一一家同时具备 FIFA（全球 8 家）、World Rugby（全球 8 家）、FIH（全球 11 家）优选供应商认证资质的公司。从资质认证变动情况来看，2017-2021 年 FIFA 优选供应商名单仅新增 1 家，头部供应商资质稳

定构筑难以逾越的壁垒。资质认证的稀缺性和稳定性为公司高端运动草产品拓展奠定基础，同时为高端休闲草提供品牌力背书。

表 7: 国际权威体育组织优选供应商资质认证难度大

国际组织认证资质	FIFA 优选供应商	World Rugby 优选供应商	FIH 优选供应商
认证周期	2 年一次	每年一次	2 年一次
产品门槛	耐候性方面, 要求经过 5000 小时 长波紫外线照射后仍保持颜色、拉伸强度等物理性能不变; 耐磨性方面, 要求 2 万次 钉辊来回碾压后不分叉和破损等。		
场地要求	每年需新增符合要求 场地大于 10 片	每年需新增符合要求 场地大于 5 片	每年需新增符合要求 场地大于 10 片且分布 3 个区域
全球优选供应商数量	8	8	11

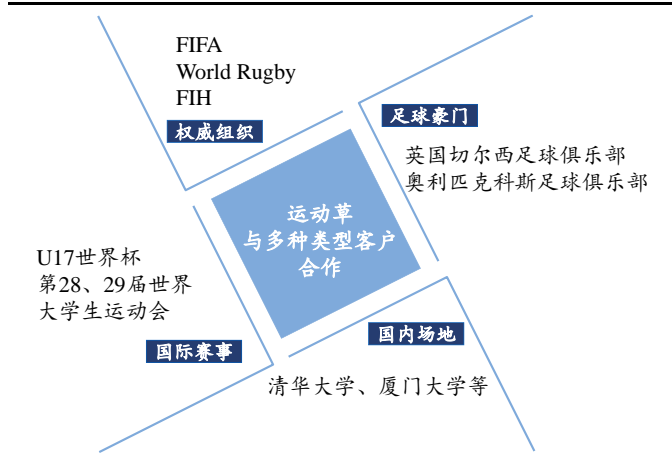
数据来源: 公司招股说明书, FIFA 官网, 东吴证券研究所

表 8: FIFA 优选供应商认证资质稳定

公司	国家	是否具备 FIFA 优选供应商认证资质			
		2021 年 11 月	2020 年 12 月	2018 年 9 月	2017 年 2 月
CoCreation Grass Co., Ltd.	中国	√	√	√	√
Edel Grass B.V.	荷兰	√		√	√
FieldTurf Inc.	加拿大	√	√	√	√
Greenfields B.V.	荷兰	√	√	√	√
Limonta Sport S.P.A	意大利	√	√	√	√
Polytan GmbH	德国	√	√		√
SPORTS AND LEISURE GROUP NV	比利时	√	√	√	
Saltex Oy	芬兰	√	√	√	√
ACT Global Sports Ltd	美国				√
Domo Sports Grass	比利时				√

数据来源: FIFA 官网, 东吴证券研究所

图 32: 公司运动草获得全球认可



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 33: 休闲草需求随季节变动

January  2.0x 一月 户外空间 Outdoor spaces	February  2.2x 二月 工作坊灵感 Workshop ideas	March  3.7x 三月 春天地毯装饰 Spring mantle decor	April  2.3x 四月 前院景观布置 Front yard landscaping
May  3x 五月 户外庭院装饰 Deck decorations	June  2.8x 六月 户外设计 Exterior design	July  4x 七月 泳池设计 Pool designs	August  2x 八月 宿舍装饰 Dorm room decor
September  1.4x 九月 男性相关 Man caves	October  1.6x 十月 DIY 壁炉 DIY faux fireplace	November  10x 十一月 圣诞装饰 Christmas decorations	December  3x 十二月 厨房用具 KitchenAid Mixer

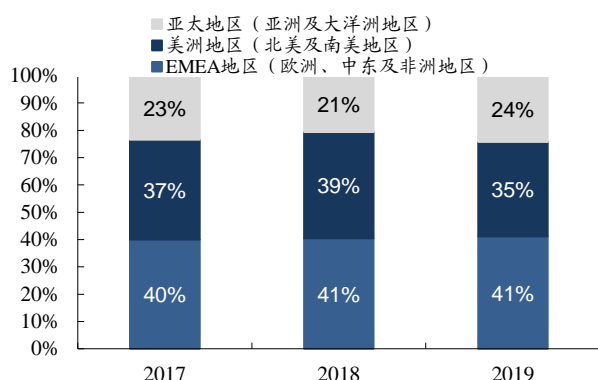
数据来源: PingPong, 东吴证券研究所

持续优化产品结构, 满足客户品质化、定制化需求。休闲草方面, 由于草种需求随地区、季节的变化而存在差异, 且不断拓宽的应用场景对草外观、性能的要求各不相同, 休闲草行业更加强调对客户多元化需求的定制及量产能力。公司持续优化产品结构, 2020 年推出新产品超过 200 种。

3.2. 品牌力、交付能力维护优质渠道资源, 下游客户强粘性

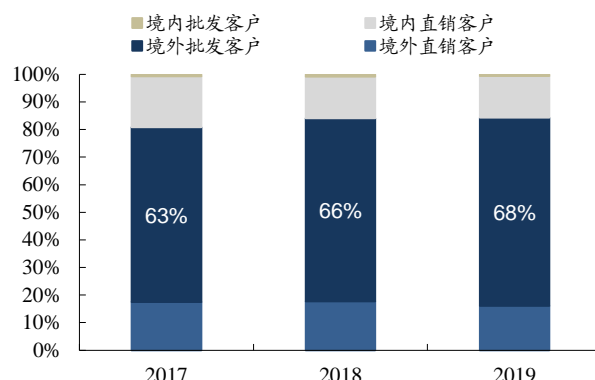
公司占据优质渠道资源, 下游客户强粘性。欧美地区境外批发为休闲草主要销售渠道, 公司对渠道的把控力度较强: **1) 渠道优质且合作稳定。**公司早期凭借产品质量、交付能力、品牌优势与欧美地区主要批发商建立起稳定的合作关系, 与 Polyloom、Syn-Turf 等大客户合作时间超过 10 年, 头部客户需求稳健、注重品质、客单价高且对价格不敏感, 使公司保持丰厚的利润空间。**2) 客户分布广泛, 独供客户持续增长。**2017-2020 年公司向前五大客户销售额占总收入的比重不超过 20%, 单一客户销售额占比不超过 7%, 不存在重大依赖。2017-2019 年公司新增批发商客户数量为 154/150/168 个, 新增客户贡献收入比重分别为 9.15%/8.83%/8.20%。**3) 客户强粘性。**2019 年客户向公司采购额占客户收入比重最高达到 38%, 考虑到公司出厂价到终端价的 3 倍加价倍率, 公司下游渠道高度依赖公司优质人造草的供给。

图 34: 公司产品主要销往欧美地区 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 35: 公司以境外批发为主要销售渠道 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

表 9: 公司与头部渠道合作稳定且客户依赖性强

客户	国家	合作起始时间	简介	客户类型	贴牌产品	2019年销售额	向公司采购额占客户收入比重
Polyloom	美国	2010年	美国最大的休闲草批发商之一	批发	休闲草	5500 万美元	16.22%
Syn-Turf	美国	2010年	美国发展较快的人造草分销商, 仓储量大	批发	休闲草	3500 万美元	22.34%
Tuff Turf	澳大利亚	2011年	澳大利亚最大的人造草坪供应商之一, 同时涉及运动草铺装业务	批发	休闲草	4000 万澳元	26.01%
安达屋集团	法国	2008年	全球第三的家装建材零售集团, 拥有旗下 850 个门店, 遍布 13 个国家	超市	休闲草	231 亿欧元	0.02%
Artificial Grass Contractors	美国	2018年	南美最大草坪制造商之一	批发	休闲草	1500 万美元	38.13%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 36: 公司向前五大批发商销售情况

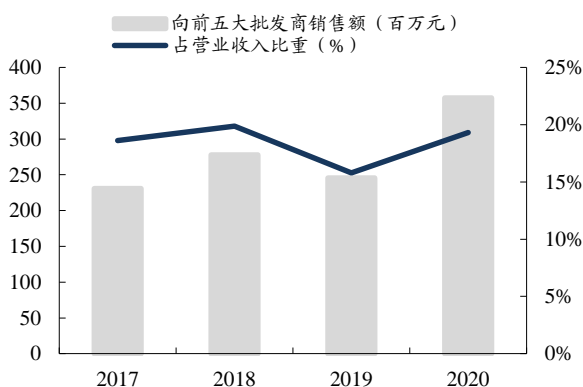
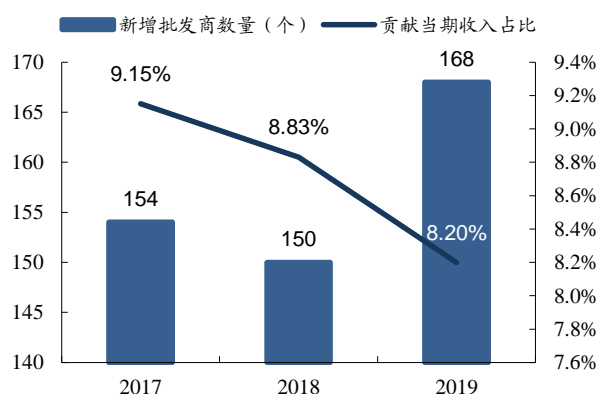


图 37: 公司新增客户销售占比情况



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

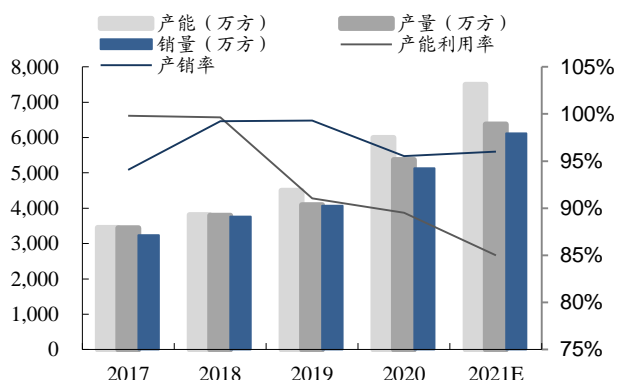
产能持续爬坡保障交付能力，规模效应有望凸显。公司国内淮安施河生产基地与淮安工业园生产基地合计产能 4900 万平米，产能利用率接近 100%。越南生产基地方面，一期项目已于 2020 年达产，二期项目产能持续爬坡，我们预计 2021 年底公司累计产能达到 0.95 亿平米；三期及四期项目公司预计于 2022Q1 开工，根据二期产能爬坡节奏推算，2023 年公司产能规模有望突破 1.5 亿平米，为客户多元化需求提供有力的交付保障，规模效应逐步显现。此外，越南生产基地享受当地“两免四减半”的政策红利和越南与欧美国家的关税减让、非关税壁垒减少等优惠政策红利，使公司进一步让利下游，维护优质客户资源。

表 10: 公司产能布局情况

生产基地	产能(万平方米/年)	草丝产能(万吨/年)	进度	产能利用率
淮安施河生产基地	1,600		已达产	99%
淮安工业园生产基地	3,300		已达产	
越南生产基地一期	2,000	2.5	2019Q1 投产, 产能爬坡花费一年半时间, 2020 年达产	2021Q2 受疫情影响仅 30%, 2021Q3 恢复到 75%
越南生产基地二期	2,600	2.1	2021Q1 投产, 产能爬坡花费一年时间, 2021 年达产	
越南生产基地三期	2,000		计划 2022Q1 开工	
越南生产基地四期	3,000			
合计	14,500	4.6		

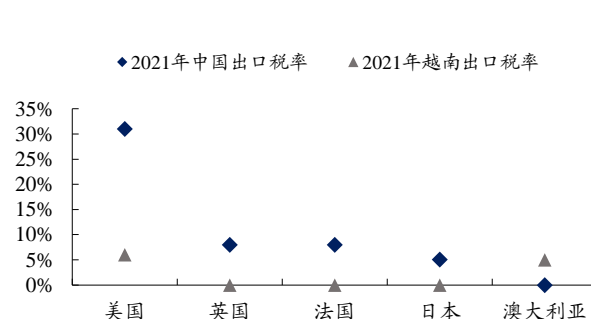
数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

图 38: 公司产销状况稳定



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 39: 越南出口人造草坪关税政策优惠显著



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

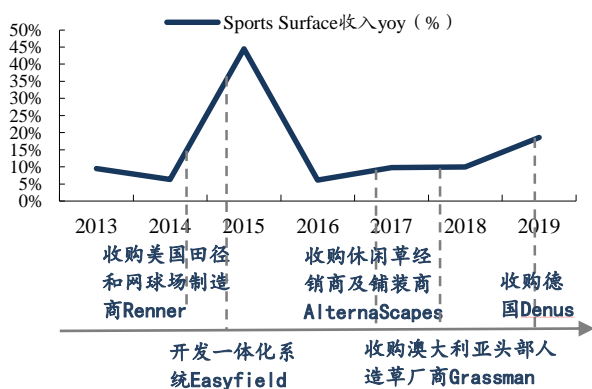
4. 未来发展：优质产品与系统化铺装业务协同

4.1. 他山之石：聚焦海外人造草坪系统服务供应商 Field Turf

Field Turf 以并购搭建北美地区人造草坪一体化服务网络。Field Turf 为另一家同时具备 FIFA/World Rugby/FIH 优选供应商资质认证的公司，其母公司 Tarkett 是世界领先的地板及运动表面解决方案供应商。2010 年 5 月 Field Turf 通过收购北美人造草坪供应商 Easy Turf 布局休闲草业务，此后相继收购美国头部运动场制造商 Renner、休闲草经销及铺装商 Alterna Scapes、澳大利亚头部人造草厂商 Grassman、德国 Denus 等，补足业务短板的同时扩大其在北美地区人造草销售及铺装领域的市场份额，强化行业领军地位。2017-2019 年 Tarkett 的 Sports Surface 业务年收入增速平均为 13%，占总收入比重提升至 22%，超过 80% 的收入来自北美地区。根据 AMI Consulting，2019 年 Field Turf 销量为 1200 万平米，以 4% 的市占率位列全球第三。

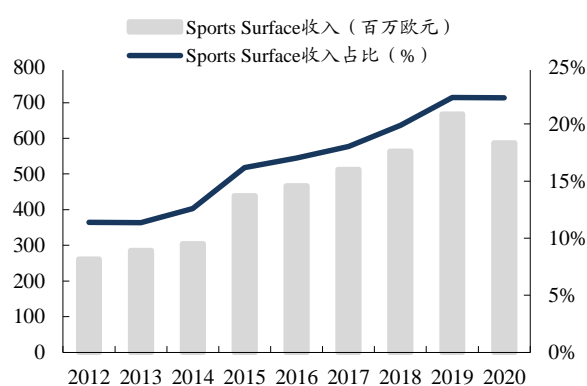
运动场地铺装业务具备 3 倍规模优势。2017-2019 年 Sports Surface 业务毛利率和 EBITDA 利润率平均为 18%/10%，远低于共创草坪的 36%/24%，说明运动场铺装业务利润率较低。2019 年 Sports Surface 业务收入同比+18.5%至 6.68 亿欧元（51.64 亿元人民币），以 2019 年全球人造草坪销售均价 60 元/平米计算，Field Turf 人造草坪销售收入仅 7.2 亿元，86% 的收入来自于运动场地铺装业务。结合我们的调研，铺装场地（不含地基）价格为人造草坪价格的 3 倍，因此向产业链下游延展有利于打开市场规模天花板。

图 40：Field Turf 通过并购实现快速发展



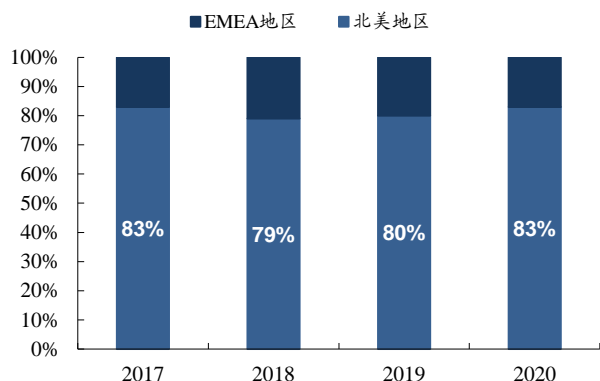
数据来源：Tarkett 年报，东吴证券研究所

图 41：Tarkett Sports Surface 收入规模及占比提升



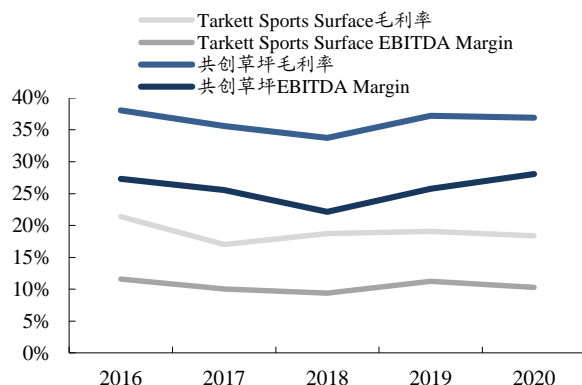
数据来源：Tarkett 年报，东吴证券研究所

图 42: Tarkett Sports Surface 2020 年收入 80% 来自北美地区



数据来源: Tarkett 年报, Tarkett 官网, 东吴证券研究所

图 43: Tarkett Sports Surface 利润率低于公司

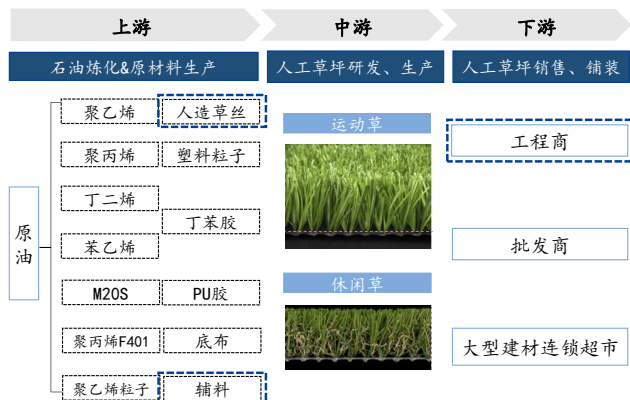


数据来源: Tarkett 年报, 东吴证券研究所

4.2. 产业链纵深延伸, “草坪+铺装” 新业务攻城掠池

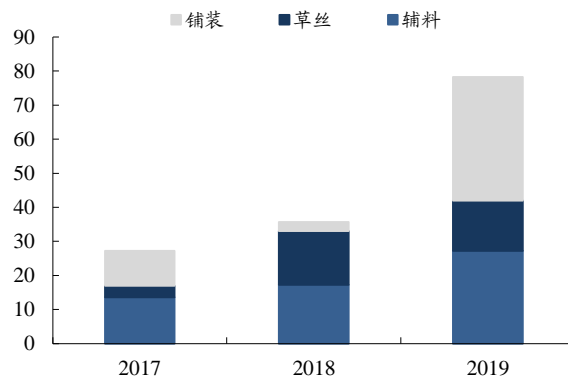
产业链纵深延伸形成业务协同的规模效应。公司不断强化在产业链中的地位和话语权。一方面, 公司为国内少数可以自制草丝和原辅料的企业之一, 2020 年越南生产基地草丝产能共 4.6 万吨, 在保证产品品质的同时增厚利润空间, 2019 年公司草丝及辅料业务收入同比+27.22%至 4198 万元; 另一方面, 公司借鉴海外优质服务供应商经验向下游拓展铺装领域, 国内铺装商采购频率不确定性为公司提供系统化布局铺装业务的机遇, 目前公司国内淮安分公司专业提供境内运动草坪的销售和铺装总包服务, 2019 年铺装业务收入同比增长 3359 万元。公司有望把握住国内政策利好体育建设的机遇迅速占领系统铺装市场, 实现市场规模 3 倍增长, 未来协同产品质量及成本优势迅速放量海外, 巩固全球龙头地位。

图 44: 公司积极整合产业链上下游



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 45: 公司其他业务收入结构 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

公司产销状况良好，我们预计 2021-2023 年销量复合增速超过全球。我们预计 2021 年底公司累计产能达到 0.95 亿平米，2023 年产能规模有望突破 1 亿平米，假设 2021-2023 年产能利用率分别为 85%/90%/90%，产销率维持高位，则我们预计 2021-2023 年公司销量分别同比增长 19.27%/35.51%/22.30%。根据 AMI Consulting，2019-2023 年全球运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 8.16%/14.93%，我们预计公司同期运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 11.17%/31.37%，增速超过全球，推动公司市占率稳步提升。

原材料价格高位回落，我们预计公司营业收入增长稳健。成本方面，2021 年塑料粒子价格涨幅超过 50%，Wind 显示 2021 年 1-11 月中国塑料城 PE/PP 价格分别同比 +18.29%/+12.83%，我们预计未来原材料价格存在回落空间，我们预计 2021-2023 年公司单位直接材料成本分别同比 +30%/-6%/-6%。价格方面，公司根据原料价格变动情况采用即期报价和年度报价方式，具备盈利弹性，我们预计 2021-2023 年公司运动草产品价格涨幅分比为 5%/-2%/-2%，公司休闲草产品价格涨幅分比为 12%/-2%/-2%，2021-2023 年公司收入分别同比增长 30.77%/32.52%/20.66%至 24.20/32.06/38.69 亿元，毛利率分别为 28.52%/31.07%/32.66%。

表 11: 公司主要产品收入拆分预测

	2020	2021E	2022E	2023E
运动草				
收入 (百万元)	516.47	596.52	672.28	757.66
yoy	0.27%	15.50%	12.70%	12.70%
Share	27.91%	24.65%	20.97%	19.58%
销量 (万平方米)	1,428.51	1,571.37	1,807.07	2,078.13
单价 (元/平方米)	36.15	37.96	37.20	36.46
成本 (百万元)	301.36	398.08	438.93	482.65
直接材料	196.11	280.44	303.16	327.71
直接人工	28.23	32.51	37.26	42.30
制造费用	66.79	73.88	85.58	97.76
其他	10.22	11.25	12.93	14.87
毛利率	41.65%	33.27%	34.71%	36.30%

休闲草				
收入 (百万元)	1251.07	1716.56	2396.80	2933.89
yoy	31.05%	37.21%	39.63%	22.41%
Share	67.62%	70.94%	74.75%	75.84%
销量 (万平方米)	3702.49	4548.63	6486.43	8064.87
单价 (元/平方米)	33.79	37.74	36.95	36.38
成本 (百万元)	791.83	1,237.17	1,651.06	1,969.18
直接材料	500.04	798.99	1,071.86	1,253.05
直接人工	80.44	103.33	134.81	165.98
制造费用	175.56	212.57	298.84	374.49
其他	35.80	34.78	33.09	31.15
毛利率	36.71%	27.93%	31.11%	32.88%
其他				
收入 (百万元)	82.5	107	137	177
yoy	-2%	30%	28%	30%
成本 (百万元)	74	95	120	153
毛利率	10.49%	11.38%	12.35%	13.68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

5.2. 可比公司估值

公司作为人造草坪行业龙头，与高分子助剂细分龙头利安隆、海外收入占比超过 70% 且行业地位较高的捷昌驱动、以外销为主且上游原材料同为化工产品的海象新材具备一定可比性，因此采用相对估值法进行估值。可比公司 2022 年 PE 均值为 15 倍，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价 38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值表

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300596.SZ	利安隆	87.4	42.63	1.43	2.58	3.14	3.74	30	17	14	11
003011.SZ	海象新材	26.2	25.56	3.16	1.10	2.36	3.20	8	23	11	8
603583.SH	捷昌驱动	114.8	30.05	1.61	0.92	1.49	2.02	19	33	20	15
	平均值								24	15	11
605099.SH	共创草坪	111.3	27.66	1.02	1.05	1.52	1.95	27	26	18	14

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测注：数据截至 2022 年 3 月 18 日，共创草坪盈利预测来自东吴证券研

究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

(1) 汇率及原材料价格大幅波动。公司上游原材料为聚乙烯等化工制品，其价格随着供需、汇率等因素波动，为公司盈利带来不确定性。

(2) 下游需求增长不及预期。我国运动场地建设推进缓慢，且具有季节性特征；休闲草消费尚需市场教育。

(3) 越南复产复工不及预期。2021 年越南疫情扰动拖累生产效率，预计疫情恢复需要一定时间周期，且疫情反复不确定性。

共创草坪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,330	1,925	2,268	2,920	营业收入	1,850	2,420	3,206	3,869
现金	426	668	885	1,265	减:营业成本	1,167	1,730	2,210	2,605
应收账款	266	391	475	566	营业税金及附加	14	18	24	29
存货	325	535	565	732	营业费用	77	79	105	126
其他流动资产	312	331	343	357	管理费用	138	162	217	265
非流动资产	741	860	1,027	1,144	研发费用	58	85	116	144
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	34	-7	-3	-17
固定资产	498	602	754	855	资产减值损失	5	0	0	0
在建工程	90	85	87	88	加:投资净收益	2	-3	-3	-2
无形资产	139	162	176	194	其他收益	28	19	22	22
其他非流动资产	13	12	10	8	资产处置收益	0	-0	-0	-0
资产总计	2,070	2,785	3,295	4,064	营业利润	445	454	672	880
流动负债	199	486	385	370	加:营业外净收支	-2	29	23	12
短期借款	0	192	90	0	利润总额	443	482	694	892
应付账款	80	142	147	194	减:所得税费用	32	58	83	109
其他流动负债	118	151	148	176	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	54	54	54	54	归属母公司净利润	411	425	611	784
长期借款	0	0	0	0	EBIT	431	472	680	863
其他非流动负债	54	54	54	54	EBITDA	504	552	773	981
负债合计	252	540	439	424	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.02	1.05	1.52	1.95
归属母公司股东权益	1,818	2,245	2,856	3,640	每股净资产(元)	4.52	5.57	7.09	9.04
负债和股东权益	2,070	2,785	3,295	4,064	发行在外股份(百万股)	400	403	403	403
					ROIC(%)	29.3%	23.9%	29.5%	32.4%
					ROE(%)	22.6%	18.9%	21.4%	21.5%
					毛利率(%)	36.9%	28.5%	31.1%	32.7%
					销售净利率(%)	22.2%	17.5%	19.1%	20.3%
					资产负债率(%)	12.2%	19.4%	13.3%	10.4%
					收入增长率(%)	19.1%	30.8%	32.5%	20.7%
					净利润增长率(%)	44.4%	3.3%	43.9%	28.2%
					P/E	27.09	26.22	18.22	14.21
					P/B	6.12	4.96	3.90	3.06
					EV/EBITDA	21.18	19.25	13.34	10.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>