

共创草坪 (605099.SH)

人造草坪全球龙头，全球产能布局，份额稳健提升可期

深耕人造草坪十余年，盈利能力稳步提升。公司成立于 2004 年，主要从事人造草坪的研发、生产和销售，为国际足联，世界橄榄球运动联盟、国际曲联全球优质供应商，2021 年市占率已达 18%。2017-2023 年公司收入从 12.39 亿元增长至 24.61 亿元 (CAGR 为 12.1%)，归母净利润从 2.40 亿元增长至 4.31 亿元 (CAGR 为 10.3%)。2022-2023 年收入略承压主要受俄乌冲突、海外高通胀、竞争加剧等因素影响；2024 年外部干扰趋弱，公司已重返稳健增长通道。

全球空间广阔，龙头份额提升。需求端：人造草坪拥有全年全天候高频使用、全球寒热区域使用、使用寿命长、维护成本低等优势。2021 年全球规模/销量为 212 亿元/3.48 亿平米 (2015-2021 年 CAGR 达 10.3%/12.6%)。分产品来看，2015-2021 年运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 6.1%/22.0%，2021 年占比为 47%/53%。运动草主要增长源于发展中国家对运动场地投入+发达国家存量更新，休闲草受益于产品性能升级满足消费者个性化需求、行业渗透率持续抬升。根据 AMI 预测，2021-2025 年运动草/休闲草销量 CAGR 将分别为 5.6%/10.5%，占比将分别为 42%/58%。供给端：2017-2021 年全球 CR5/CR10 分别从 34%/47%变化至 41%/55%，资质、研发、生产壁垒较高，龙头未来凭借先发优势有望持续抢占全球份额，

多重优势领先，市占率稳健提升可期。公司研发投入远超同行 (2021 年研发费用绝对值为青禾 4 倍+、2023 年为威腾 9 倍+)，受益于多年研发&技术积累，产品力已获广泛下游客户&全球多个全球体育机构认可，自 2011 年起连续 11 年销量位居世界第一，为全球 5 家同时获得三个主要国际权威体育组织人造草坪优先供应商认证的企业之一。目前公司已拥有 1.1 亿平产能 (国内 5600 万/越南 5400 万)，且近年来公司通过优化生产&管理，越南基地效率提升显著 (2020-2023 年整体单位人工/单位制造费用 CAGR 为 -8%/-3%)，相较同行具备规模优势。尽管近年来行业竞争加剧，但公司底层利润优势显著，有望持续抢占份额、夯实行业龙头地位。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司归母净利润将分别为 5.4、6.3、7.4 亿元，对应 PE 分别为 14.1X、12.0X、10.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球需求改善不及预期，产能利用率提升不及预期，全球贸易摩擦风险加剧、行业竞争加剧。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,471	2,461	3,015	3,655	4,362
增长率 yoy (%)	7.3	-0.4	22.5	21.3	19.3
归母净利润 (百万元)	447	431	541	633	743
增长率 yoy (%)	17.5	-3.5	25.4	17.0	17.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.11	1.07	1.35	1.58	1.85
净资产收益率 (%)	19.5	17.3	20.0	20.9	21.9
P/E (倍)	17.0	17.7	14.1	12.0	10.3
P/B (倍)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2

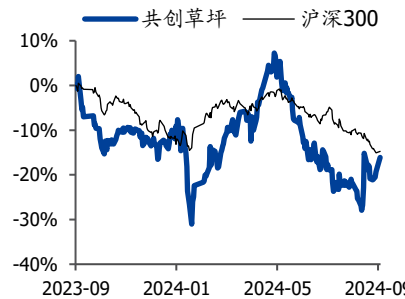
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 09 月 18 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	家居用品
09 月 18 日收盘价 (元)	18.97
总市值 (百万元)	7,617.14
总股本 (百万股)	401.54
其中自由流通股 (%)	99.64
30 日日均成交量 (百万股)	1.32

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

分析师 杨义韬

执业证书编号：S0680522080002

邮箱：yangyitao@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1919	2216	2603	3131	3718
现金	448	979	1200	1477	1741
应收票据及应收账款	401	475	497	634	772
其他应收款	12	11	16	18	22
预付账款	19	23	36	35	46
存货	477	507	635	746	916
其他流动资产	562	220	219	221	221
非流动资产	911	904	931	915	901
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	667	599	610	579	540
无形资产	212	240	274	295	323
其他非流动资产	33	65	47	41	38
资产总计	2830	3120	3535	4046	4619
流动负债	509	593	796	991	1194
短期借款	200	300	400	533	644
应付票据及应付账款	78	84	114	127	158
其他流动负债	231	209	282	331	392
非流动负债	32	35	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	35	31	31	31
负债合计	541	628	827	1022	1224
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	402	400	400	400	400
资本公积	623	607	607	607	607
留存收益	1278	1484	1737	2053	2423
归属母公司股东权益	2289	2492	2708	3024	3395
负债和股东权益	2830	3120	3535	4046	4619

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	506	408	583	561	627
净利润	447	431	541	633	743
折旧摊销	111	108	107	106	102
财务费用	-68	-18	12	15	19
投资损失	-3	-3	-5	-5	-6
营运资金变动	5	-128	-64	-189	-232
其他经营现金流	14	17	-8	0	0
投资活动现金流	-670	267	-126	-85	-82
资本支出	-133	-88	-130	-90	-89
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-537	355	4	5	6
筹资活动现金流	-10	-255	-219	-199	-280
短期借款	200	100	100	133	111
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	-2	0	0	0
资本公积增加	-11	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-198	-338	-319	-333	-391
现金净增加额	-71	431	221	277	264

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2471	2461	3015	3655	4362
营业成本	1761	1684	2097	2559	3069
营业税金及附加	13	12	15	19	22
营业费用	113	132	142	164	196
管理费用	96	103	112	139	166
研发费用	79	83	106	124	148
财务费用	-76	-35	-8	-9	-10
资产减值损失	-16	-25	0	0	0
其他收益	11	16	22	22	29
公允价值变动收益	6	5	0	0	0
投资净收益	3	3	5	5	6
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	481	475	578	686	805
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	483	475	578	686	805
所得税	36	44	37	53	63
净利润	447	431	541	633	743
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	447	431	541	633	743
EBITDA	508	540	677	783	897
EPS (元/股)	1.11	1.07	1.35	1.58	1.85

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	-0.4	22.5	21.3	19.3
营业利润(%)	22.5	-1.4	21.9	18.6	17.4
归属母公司净利润(%)	17.5	-3.5	25.4	17.0	17.3
获利能力					
毛利率(%)	28.7	31.6	30.4	30.0	29.6
净利率(%)	18.1	17.5	17.9	17.3	17.0
ROE(%)	19.5	17.3	20.0	20.9	21.9
ROIC(%)	14.7	14.0	17.1	17.5	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	20.1	23.4	25.3	26.5
净负债比率(%)	-10.7	-26.8	-29.1	-30.8	-31.9
流动比率	3.8	3.7	3.3	3.2	3.1
速动比率	2.8	2.8	2.4	2.4	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.8	5.6	6.2	6.5	6.2
应付账款周转率	18.3	20.7	21.2	21.2	21.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.07	1.35	1.58	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.02	1.45	1.40	1.56
每股净资产(最新摊薄)	5.70	6.21	6.74	7.53	8.45
估值比率					
P/E	17.0	17.7	14.1	12.0	10.3
P/B	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	17.9	13.7	10.1	8.5	7.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 09 月 18 日收盘价

内容目录

1. 人造草坪龙头，全球化布局领先	4
1.1 深耕行业二十载，规模全球第一	4
1.2 休闲草增速领先，销售区域分布全球	5
1.3 股权结构集中，成长激励充沛	7
2. 空间广阔且持续成长，龙头份额提升	9
2.1 行业空间广阔，休闲草规模增速领先	9
2.2 格局优化，龙头持续抢占份额	11
3. 多重优势领先，市占率稳健提升	14
3.1 研发实力深厚，品牌优势突出	14
3.2 海外产能布局充沛，成本优势领先，无惧价格战	15
4. 盈利预测&投资评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资评级	18

图表目录

图表 1: 共创草坪财务数据一图看	4
图表 2: 公司发展历程	5
图表 3: 品类收入拆分 (百万元)	6
图表 4: 品类毛利率 (%)	6
图表 5: 产品拆解	6
图表 6: 内外销收入拆分 (百万元)	7
图表 7: 分区域毛利率 (%)	7
图表 8: 公司股权结构	7
图表 9: 高管简历	8
图表 10: 人造草&天然草对比	9
图表 11: 全球市场规模 (亿元)	9
图表 12: 全球销量规模 (百万平米)	9
图表 13: 休闲草&运动草销量 (百万平米)	10
图表 14: 休闲草&运动草增速	10
图表 15: 2021 年各地区产品均价 (欧元/平米)	11
图表 16: 分地区销量 (百万平米)	11
图表 17: 分地区增速	11
图表 18: 亚太产量&出口占比&我国出口占比趋势 (左轴: 百万平米; 右轴: %)	12
图表 19: 行业格局演变	12
图表 20: FIFA 认证标准	13
图表 21: 全球前十大企业	13
图表 22: 共创草坪研发费用&费用率 (左轴: 亿元; 右轴: %)	14
图表 23: 人造草坪行业研发费用投入对比 (亿元)	14
图表 24: 共创&青禾均价对比 (元/平米)	14
图表 25: 公司产能梳理	15
图表 26: 共创草坪&青禾青禾销量、成本对比	16
图表 27: 收入拆分 (单位: 亿元)	17
图表 28: 同行估值对比 (元)	18

1. 人造草坪龙头，全球化布局领先

1.1 深耕行业二十载，规模全球第一

深耕人造草坪十余年，盈利能力稳步提升。公司成立于 2004 年，主要从事人造草坪的研发、生产和销售，为 FIFA（国际足联）、World Rugby（世界橄榄球运动联盟）、FIH（国际曲联）的全球优质供应商。根据 AMI Consulting，公司产销规模全球第一，2021 年市占率已达 18%。2017-2023 年公司收入从 12.39 亿元增长至 24.61 亿元 (CAGR 为 12.1%)，归母净利润从 2.40 亿元增长至 4.31 亿元 (CAGR 为 10.3%)。22-23 年后收入略承压主要受俄乌冲突、海外高通胀、竞争加剧等因素影响；2024 年外部干扰趋弱，公司已重返稳健增长通道。

图表1：共创草坪财务数据一图看

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营业总收入	1239.38	1397.68	1553.54	1850.29	2301.66	2470.75	2461.43	1509.33
YOY	14.13%	12.77%	11.15%	19.10%	24.39%	7.35%	-0.38%	18.82%
归母净利润	239.99	228.31	284.60	410.92	380.29	447.03	431.22	283.20
YOY	5.14%	-4.87%	24.66%	44.38%	-7.45%	17.55%	-3.54%	25.08%
扣非归母净利润	186.01	207.41	268.66	384.10	355.16	428.85	418.65	277.96
YOY	-6.06%	11.51%	29.53%	42.97%	-7.53%	20.75%	-2.38%	27.72%
毛利率	35.60%	33.74%	37.18%	36.92%	27.90%	28.74%	31.58%	30.93%
期间费用率	16.91%	17.98%	15.89%	13.47%	11.15%	8.59%	11.49%	8.78%
销售费用率	8.27%	7.95%	7.94%	4.17%	4.09%	4.56%	5.37%	4.45%
研发费用率		3.42%	3.60%	3.15%	3.23%	3.21%	3.37%	2.90%
管理费用率	4.15%	6.87%	4.48%	4.29%	3.73%	3.87%	4.17%	3.77%
财务费用率	0.94%	-0.27%	-0.14%	1.85%	0.09%	-3.06%	-1.42%	-2.35%
归母净利率	19.36%	16.33%	18.32%	22.21%	16.52%	18.09%	17.52%	18.76%
存货周转天数	70.53	74.42	84.38	89.61	95.96	106.13	105.75	90.73
较上年同期增减	-0.04	3.90	9.95	5.23	6.35	10.17	-0.38	-9.59
应收账款周转天数	42.42	49.64	51.19	47.15	45.90	52.62	64.02	71.07
较上年同期增减	-0.44	7.22	1.55	-4.04	-1.25	6.72	11.40	2.86
应收账款周转天数	30.24	20.33	23.41	24.14	21.12	19.69	17.35	14.90
较上年同期增减	-12.70	-9.91	3.08	0.73	-3.02	-1.43	-2.34	-1.82
合同负债	18.95	26.72	48.90	32.15	88.09	78.82	61.08	46.79
较上年同期增减	-1.80	7.77	22.18	-16.75	55.94	-9.27	-17.74	0.40
经营性现金流净额	235.90	234.50	340.84	404.55	255.65	505.92	407.64	16.69
较上年同期增减	-40.62	-1.40	106.34	63.71	-148.90	250.27	-98.28	-15.50
筹资性现金流净额	-196.62	-16.54	-127.21	391.05	-170.27	-10.37	-255.48	-318.50
较上年同期增减	-179.24	180.07	-110.67	518.26	-561.31	159.90	-245.11	65.89
资本开支	139.33	191.55	260.81	97.59	234.49	133.43	89.23	22.16
较上年同期增减	81.50	52.22	69.27	-163.23	136.90	-101.06	-44.20	-33.19
ROE	57.77%	33.47%	31.00%	22.60%	19.03%	19.53%	17.30%	11.23%
YOY (±)	22.74%	-24.31%	-2.46%	-8.40%	-3.58%	0.50%	-2.22%	1.51%
资产负债率	50.24%	36.30%	28.90%	12.19%	16.68%	19.12%	20.13%	14.51%
YOY (±)	14.04%	-13.94%	-7.40%	-16.72%	4.49%	2.44%	1.01%	1.47%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

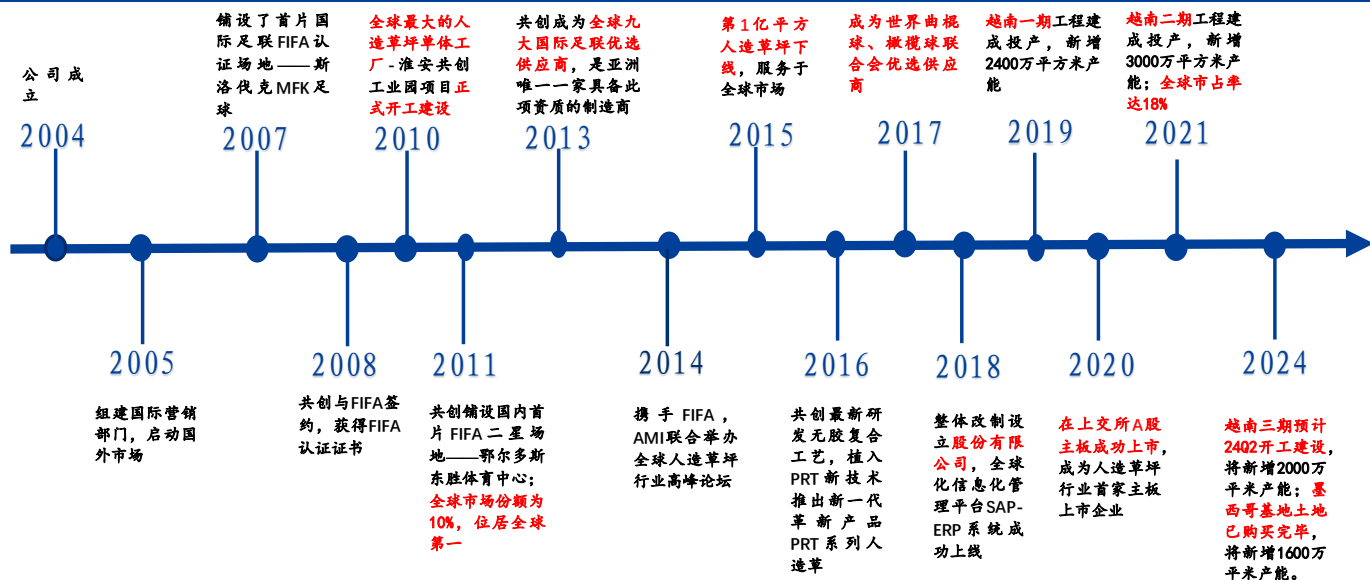
纵观公司发展历程，可分为以下三个主要阶段：

2004-2010 年：日拱一卒，技术、客户、产能持续积累。公司 2004 年成立，2005 年组建国际营销部门，启动国外市场。公司持续积累技术&研发经验，2008 年成功与 FIFA 签约、获得 FIFA 认证证书；此后产能高速扩张，2010 年建立全球最大人造草坪单体工厂。

2011 年 2018 年：瓜熟蒂落，市占率全球第一。受益于前期积累，自 2011 年开始公司人造草坪销量位居世界第一；此后公司加速客户扩张，2013 年成为全球九大国际足联优选供应商，2017 年成为世界曲棍球、橄榄球联合会优选供应商。

2019 年至今：未雨绸缪，加速海外基地建设。2018 年后为规避全球贸易摩擦，公司加速海外产能扩张，分别于 2019 年/2021 年投产越南一期/二期生产基地，新增产能 2400/3000 万平方米，海外基地产能占比近半。2024 年，越南三期开工建设/墨西哥基地前期土地购买完成，预计未来将分别新增 2000/1600 万平方米产能。

图表2：公司发展历程

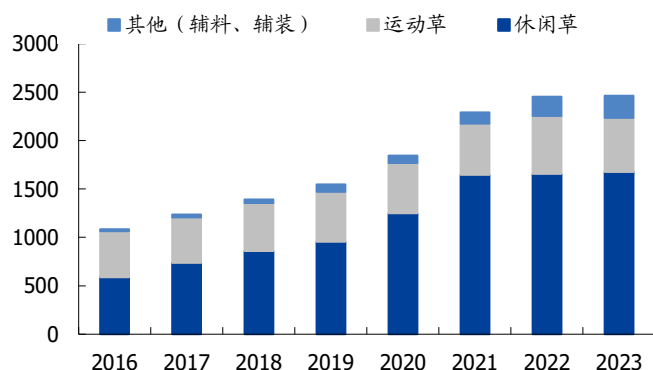


资料来源：公司官网，公司年报，国盛证券研究所

1.2 休闲草增速领先，销售区域分布全球

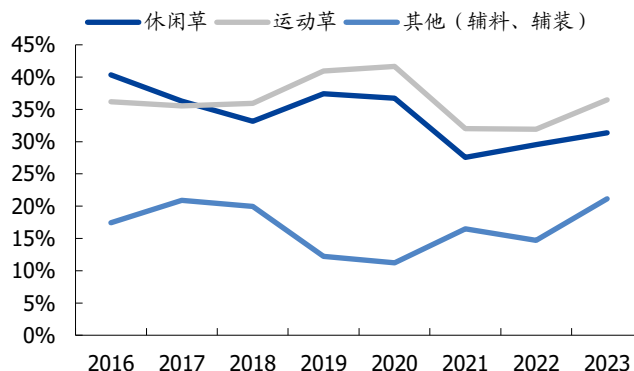
休闲草/铺装贡献主要增量，运动草增速平稳。2017-2023 年休闲草/运动草/其他（辅料 & 辅装等）收入 CAGR 分别为 14.7%/2.9%/42.4%，2023 年收入占比分别为 68.1%/22.7%/9.2%。休闲草增速较高主要系行业渗透率提升（2015-2021 年全球休闲草/运动草 CAGR 分别为 22%/6%）；其他业务中辅料（铺装配套的接缝布、垫层）、草丝（自产草丝）、铺装（作为总包方承接草坪铺装业务），均为人造草坪配套业务，2019 年后增速较高主要系公司拓展产业链，成立淮安分公司提供境内运动草坪的销售和铺装总包服务。

图表3: 品类收入拆分 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 品类毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 产品拆解

	运动草	休闲草
应用场景	用于运动场地的铺装, 目前运用最广泛的为足球场, 此外还包括橄榄球场、曲棍球场、网球场及多功能运动场等	用于休闲景观场地的铺装, 主要运用于住宅景观, 此外还包括商业办公、市政绿化、展会等不同场景。
辅材	填充物 (包括橡胶颗粒、填砂等)、弹性垫等部分等	一般填充物仅包括填砂 (保证草丝直立), 且并无弹性垫部分
系统示意图		
产品特性	强调产品的耐磨性、回弹性能、拔脱性能、抗老化性能 (抗紫外线和耐候性), 以保证良好的运动体验和较长的使用寿命。	强调产品的美观、定制化、抗老化性能 (抗紫外线和耐候性)、环保性能, 对产品的运动性能和使用寿命要求一般低于运动草。
产品特点	草丝高度较高, 一般为直丝单织	草丝高度相对较低, 一般为直丝和曲丝混织
应用场景示意图		
下游客户	直销客户, 主要为承接铺装项目的工程师	批发客户, 主要为批发商或大型建材连锁超市
报价形式	直销 (实际情况提供实时报价)	批发 (年度报价)
下游采购特点	根据获得的铺装项目订单采购, 单次采购规模大、频率不稳定、年度采购规模较小	需求稳定、单次采购规模小、频率稳定、年度采购规模大

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

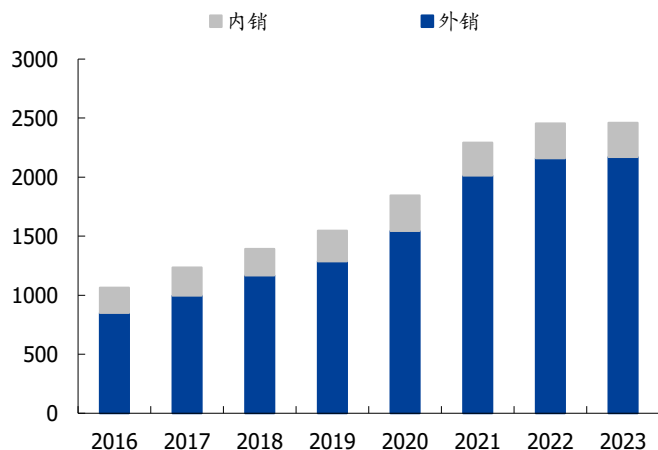
外销以休闲草批发为主, 内销依托运动草直销发展稳定。2017-2023 年外销/内销收入 CAGR 分别为 13.9%/3.2%, 2023 年收入占比分别为 88.2%/11.8%。其中:

- **外销:** 公司产品远销 140 多个国家和地区, 区域结构分散。历史复盘来看, 2016-2019 年 EMEA (欧洲、中东及非洲地区)、美洲、亚太 (不含中国)、中国平均收入占比分别为 31.8%、29.5%、18.2%、18.0%。分销售模式, 2019 年外销中批发/直销客户收入占比为 81%/19%、休闲草/运动草收入占比为 75.3%/24.7%。外销休闲草终端客户采购需求多样、采购量小、需求分散, 批发模式可避免大规模投入

(购置中转仓库、销售网点、大量销售人员)、迅速释放产能。

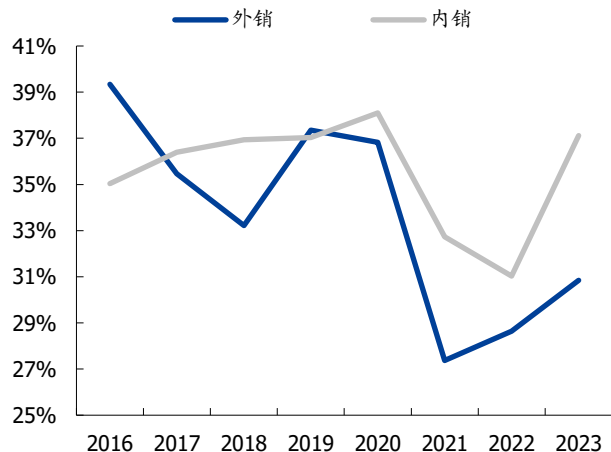
- **内销：**历史复盘来看，2019 年批发/直销客户收入占比为 3.8%/96.2%、休闲草/运动草收入占比为 9.7%/90.3%。公司内销以直销运动草为主，辅以少量休闲草批发销售至出口贸易商，近年发展平稳主要系地方财政压力、部分社会足球场建设规划被延迟。

图表6: 内外销收入拆分 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 分区域毛利率 (%)

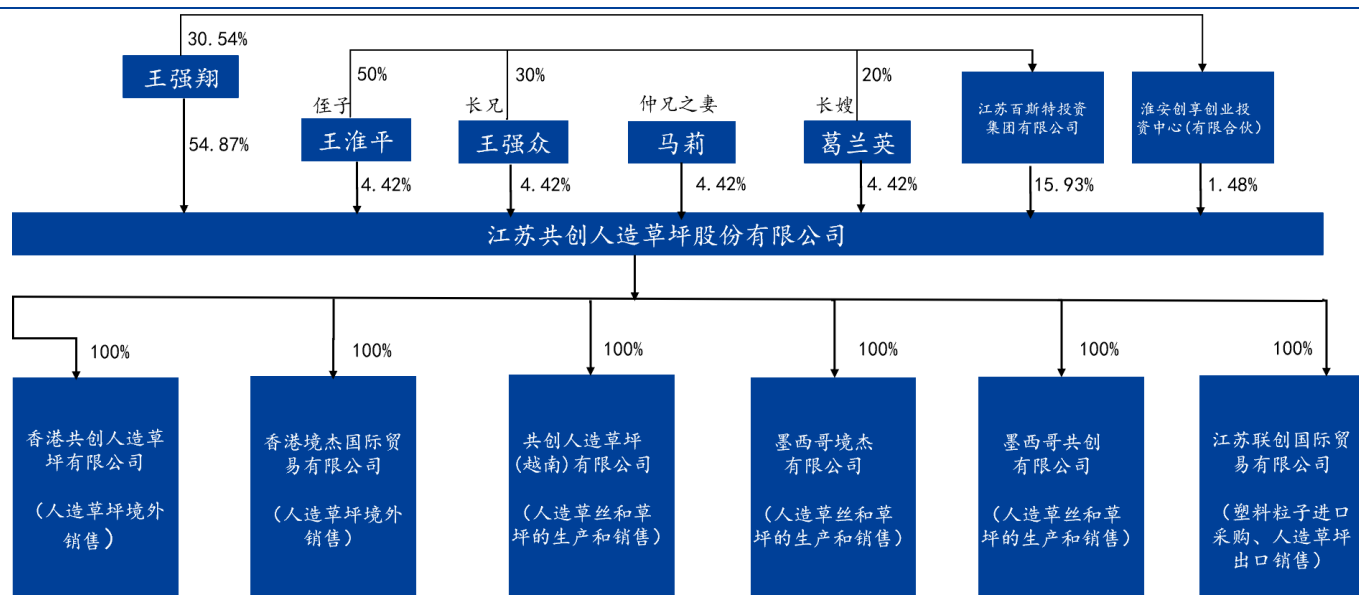


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 股权结构集中，成长激励充沛

家族企业，股权结构集中。公司控股股东及实际控制人为董事长兼总经理王强翔，一致行动人为王强众（长兄）、百斯特投资（王强众实控）、葛兰英（长嫂）、王淮平（侄子）、马莉（仲兄之妻）。董事长直接&间接合计持股 55.3%，家族合计持股比例高达 88.9%，股权结构集中。

图表8: 公司股权结构



资料来源: Wind, 招股说明书, 公司年报, 国盛证券研究所

管理层经验丰富，间接入股共享成长红利。核心管理层均具备销售、生产、研发等一线要职经历，其中副总经理赵春贵为中国科学院化学研究所高分子物理与化学专业的博士研究生，曾在多家全球知名新材料企业任职，研发经验深厚。此外，全体高管通过“淮安创享”间接持股，共享公司成长红利。

发布股权激励，绑定核心团队利益。2024 年 7 月公司发布多项中长期激励计划，激励对象范围全面（囊括中高管、核心技术人员及业务骨干在内的 134 人），激励形式多元（限制性股票、股票期权、增长分享），彰显公司长期成长信心。

- **限制性股票：**拟授予 144.60 万股限制性股票（占总股本 0.36%），授予价格为每股 9.81 元，股票来源为定增，主要面向高管&总监级管理人员（合计 13 人）。业绩考核 1）目标值：2024-2026 年对应 2023 年收入分别增长 20%、44%、73%（2023-2026 年 CAGR 为 20%），净利润分别增长 15%、32%、52%（2023-2026 年 CAGR 为 15%）；2）触发值：2024-2026 年对应 2023 年收入分别增长 15%、30%、45%（2023-2026 年 CAGR 为 13%），净利润分别增长 10%、21%、33%（2023-2026 年 CAGR 为 10%）。
- **股票期权：**拟授予 335.90 万股限制性股票（占总股本 0.84%），期权的行权价格为每股 16.68 元，股票来源为定向增发，主要面向中层管理人员及核心技术&业务骨干（121 人）。业绩考核标准同上。
- **增长分享：**业绩条件为 2024-2026 年目标净利润不低于 4.74、5.22、5.73 亿元（CAGR 为 10%）。增长分享总额=4.31 亿元（23 年基础利润）*1%+年度增量利润（本年度净利润减去上年度目标净利润）×12%。

图表9: 高管简历

姓名	职位	简历
王强翔	总经理	1971年9月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历， 公司联合创始人 。曾任无锡市自来水公司技术员，淮安共创教学设备有限公司总经理； 现任公司董事长、总经理。
姜世毅	董事会秘书，副总经理，财务总监	1972年11月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，中国注册会计师，高级会计师。曾任安琪酵母股份有限公司主管会计、财务部副部长、财务部部长、SAP运营总监兼财务部长； 现任公司董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书。
赵春贵	副总经理	1973年1月生，中国国籍，无境外永久居留权， 博士研究生学历，毕业于中国科学院化学研究所高分子物理与化学专业。 曾任云南磷肥工业有限公司筑炉防腐工段长、东丽纤维研究所（中国）有限公司上海分公司树脂技术室室长、江苏启蓝新材料有限公司总经理； 现任公司副总经理。
陈金桂	副总经理	1970年12月生，中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。曾淮安市丝绵厂车间主任，淮安共创教学设备有限公司厂长； 现任本公司副总经理。
李兰英	副总经理	1979年12月生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任福州利珉石制品有限公司总经理助理，南京必隆工贸有限公司外贸业务员， 本公司外贸业务员、大区经理、销售总监；现任本公司副总经理。
陈国庆	副总经理	1976年8月生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任泰州海田变压器有限公司生产计划科生产计划员，南京苏美达动力产品有限公司生产部经理，康翔铝业（泰州）有限公司生管课课长， 本公司生产计划部经理、生产总监；现任公司副总经理。

资料来源：同花顺，国盛证券研究所

2. 空间广阔且持续增长，龙头份额提升

2.1 行业空间广阔，休闲草规模增速领先

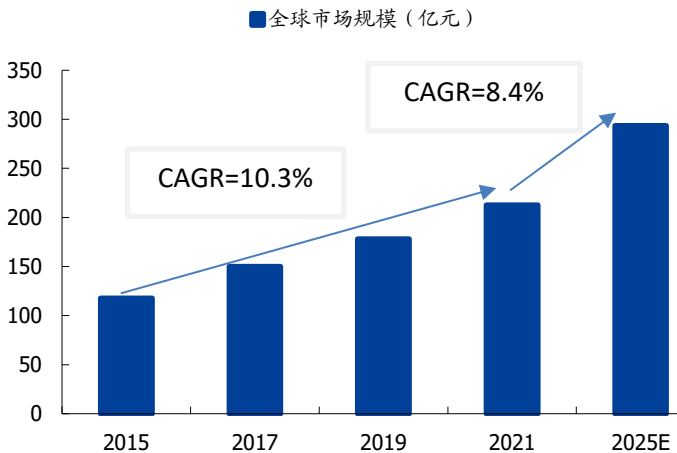
人造草优势显著，市场规模稳步攀升。人造草坪是将 PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等合成树脂制成仿制草丝，再通过专业设备将其编织在底布上，并在背面涂上起固定作用的涂层使其具有天然草性能的化工制品。目前人造草坪在颜色、外观、接触舒适度等方面已接近天然草，在常绿性、耐用性、抗老化性、节约用水和安装维护方便等方面已经远超天然草，已展现出全年全天候高频使用、全球寒热区域使用、使用寿命长、维护成本低等优势。2015-2021 年人造草全球市场规模从 118 亿元增长至 212 亿元（CAGR 达 10.3%），全球销量从 1.71 亿平增长至 3.48 亿平（CAGR 达 12.6%），根据 AMI 预测，未来受益于休闲草渗透率提升、运动草换新，人造草行业 2025 年市场规模/销量将分别为 293 亿元/4.80 亿平米（21-25 年 CAGR 均为 8.4%）。

图表10: 人造草&天然草对比

性能	人造草坪	天然草坪
耐候性	不受天气和季节影响	特定季节或不利天气下无法存活
日常维护	操作简单、费用较低	需要日常灌溉、养护、修剪，费用较高
耐磨性	合成树脂材料构成，具有良好的耐磨性，适用于高频使用	较为脆弱，容易因为压力和摩擦造成折断或致死
运动体验	滑动性可控，可将脚底摩擦降到最小	摩擦系数和滑动性不可控
弹性和回力性	配合人造草坪系统的弹性垫，可提供优异的弹性和回力性	弹性和回力性随着使用时间而减弱
景观效果	通过助剂配方，能够长期保持色泽	维持色泽能力有限，易受各种因素的影响
灵活性	根据场地用途随时改变相应的草型	无灵活性和反复使用性
使用寿命	8-15年不等	一般2-3年，维护力度较大情况下可延至5-6年
铺装周期	一般1个半月即可投入使用	种植完成后，需要3-4个月的养护才可投入使用

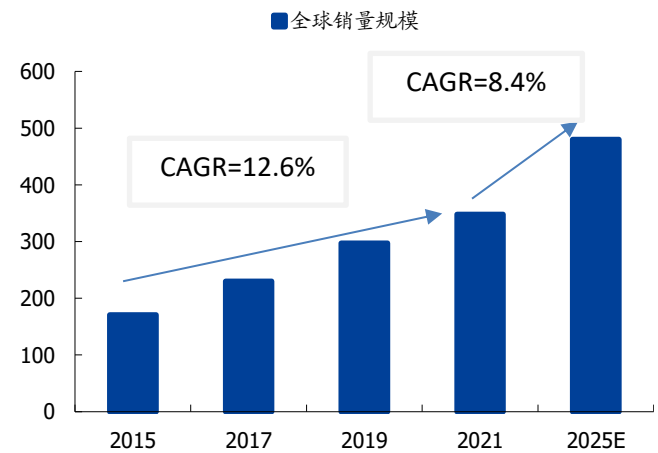
资料来源：共创草坪招股书，国盛证券研究所

图表11: 全球市场规模（亿元）



资料来源：青岛青禾招股书，共创草坪招股书，国盛证券研究所

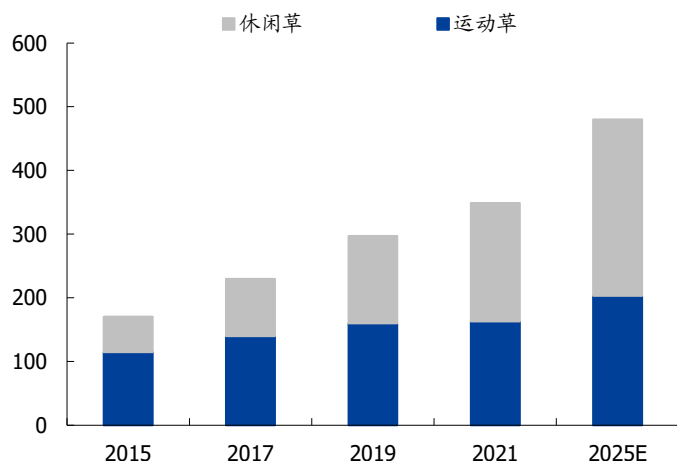
图表12: 全球销量规模（百万平米）



资料来源：青岛青禾招股书，共创草坪招股书，国盛证券研究所

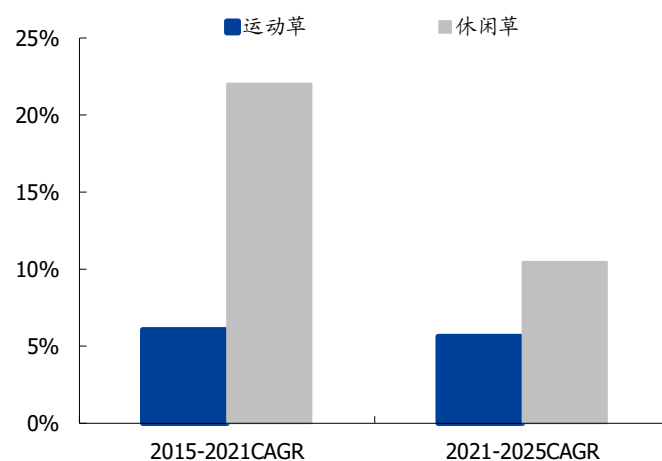
休闲草渗透率持续提升，规模增速领先。2015-2021 年运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 6.1%/22.0%，占比已从 67%/33%变化至 47%/53%。运动草增速渐缓主要系行业天花板有限（体育场馆数量），主要增长仅来源于发展中国家对运动场地投入+发达国家存量更新（21 年 39%运动草需求为换新）；休闲草受益于产品性能升级满足消费者个性化需求，渗透率有望持续提升，且大型家居连锁超市、园艺公司、DIY 等多元化销售方式逐步从北美等成熟市场向全球扩散，行业天花板持续抬升。根据 AMI 预测，2021-2025 年运动草/休闲草销量 CAGR 将分别为 5.6%/10.5%，占比将分别为 42%（25 年 44%运动草为换新需求）/58%。

图表13: 休闲草&运动草销量（百万平米）



资料来源：青岛青禾招股书，共创草坪招股书，国盛证券研究所

图表14: 休闲草&运动草增速

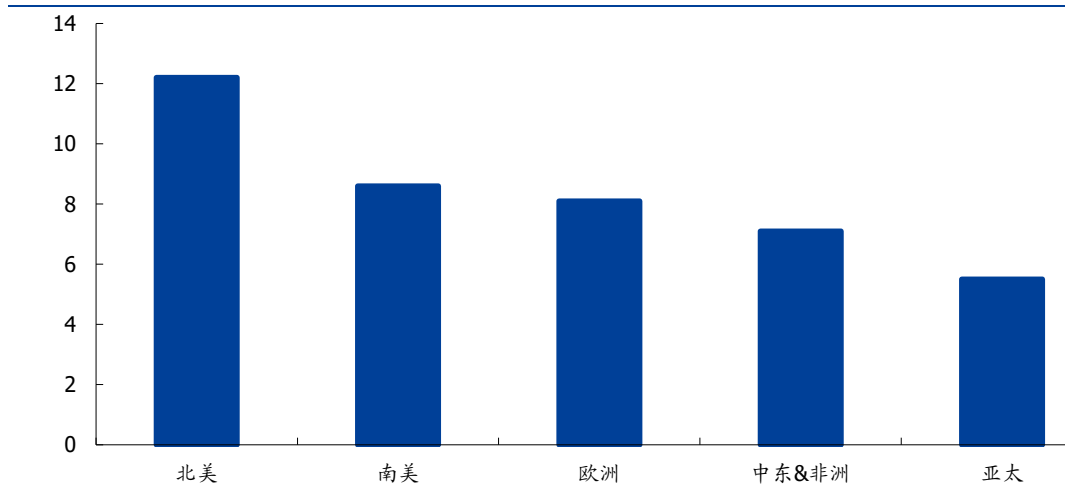


资料来源：青岛青禾招股书，共创草坪招股书，国盛证券研究所

整体发展均衡，各区域细分需求不同。2015-2021 年亚太/EMEA/北美人造草销量规模分别从 0.61/0.70/0.40 亿平米增长至 1.15/1.55/0.78 亿平米，CAGR 分别为 11.1%/14.2%/11.8%，根据 AMI 预测 2021-2025 年 CAGR 将分别为 8.1%/8.0%/9.5%，整体发展态势较为均衡，但各区域细分需求仍存在较大差异。其中：

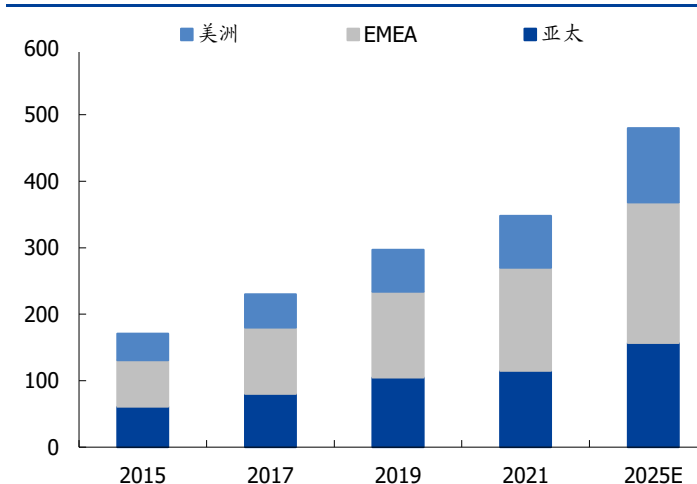
- **EMEA（欧洲、中东及非洲）：**传统优势产品为运动草，但 2013 年以来休闲草需求高增，2021 年休闲草/运动草占比已分别为 60%/40%。EMEA 人造草均价全球范围内居中，其中欧洲市场均价为 8.1 欧元/平米，中东&非洲均价为 7.1 欧元/平米。
- **美洲：**目前整体已休闲草产品为主，整体均价全球居首，其中 2021 年北美单价 12.2 欧元/平米，南美单价 8.6 欧元/平米。价格较高主要系：1）终端市场对质量要求较高，整体以中高端产品为主，2）美国对华出口产品加征关税抬高均价。
- **亚太市场：**整体结构以中低端、运动草为主导，2021 年东亚整体市场均价仅为 5.5 欧元/平米。

图表15: 2021 年各地区产品均价 (欧元/平米)



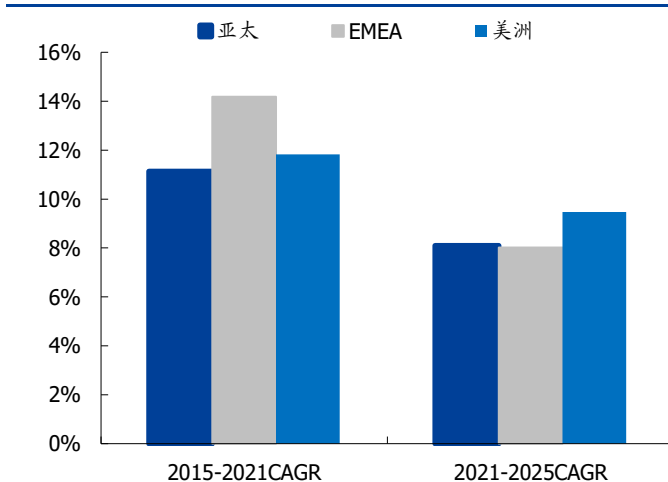
资料来源: 青岛青禾招股书, 国盛证券研究所

图表16: 分地区销量 (百万平米)



资料来源: 青岛青禾招股书, 共创草坪招股书, 国盛证券研究所

图表17: 分地区增速

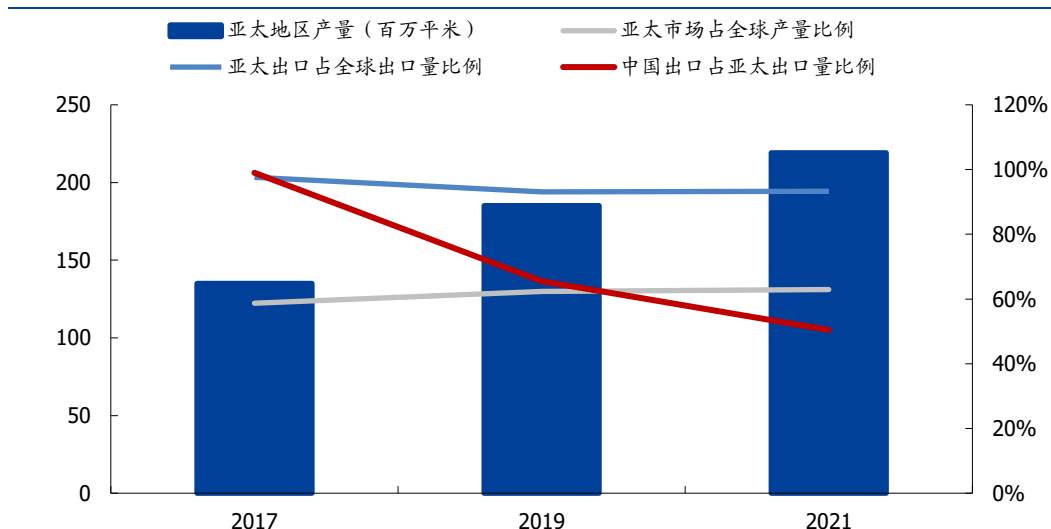


资料来源: 青岛青禾招股书, 共创草坪招股书, 国盛证券研究所

2.2 格局优化, 龙头持续抢占份额

亚太为人造草核心产区, 我国出口份额逐步转移。亚太地区为全球主要产区, 2017-2021 年产量占比稳定在 60%左右, 全球出口量占比稳定在 90%+。2017 年我国仍为亚太地区核心产区&出口国, 出口量占亚太地区出口量高达 99%。2018 年美国政府对华出口人造草产品加征 10%关税, 2019 年 5 月加征关税提升至 25% (合计关税高达 31%), 导致共创草坪、青岛青禾等我国龙头制造企业逐步将产能外迁至越南, 2021 年我国占亚太市场出口比例已降至 50.5%。

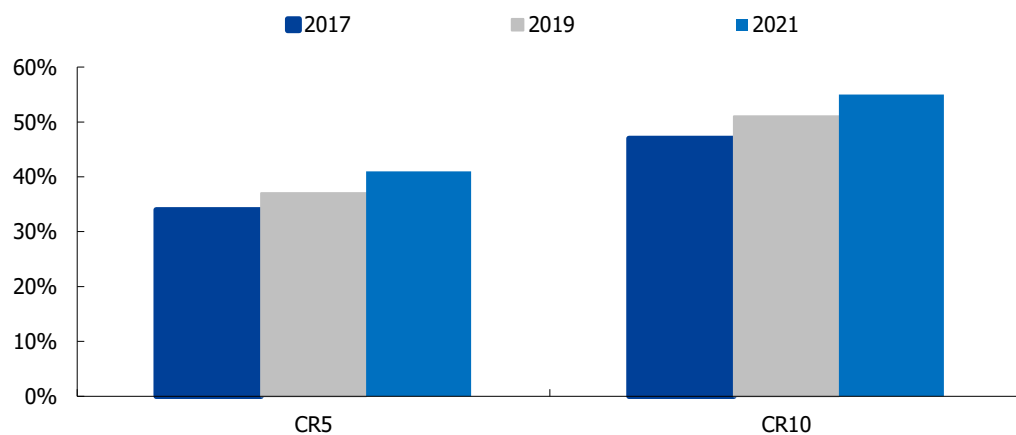
图表18: 亚太产量&出口占比&我国出口占比趋势 (左轴: 百万平米; 右轴: %)



资料来源: 青岛青禾招股书, 共创草坪招股书, 国盛证券研究所

竞争壁垒突出, 行业格局优化。国际权威体育机构认证为人造草企业品牌影响力的重要背书, 但通过此类认证极为严格, 且其会对产品性能动态提出更高要求, 因此企业需长期大量投入研发。此外, 人造草产品应用区域广泛、应用领域多元, 企业需掌握不同国家、不同类型客户需求, 且下游客户对产品品牌、品质、交付周期要求较高, 通常仅与进入合格供应商名录的企业长期合作, 因此龙头通常具备显著先发优势, 2017-2021 年全球 CR5/CR10 分别从 34%/47%变化至 41%/55%。我们认为龙头企业未来凭借全球化产能布局、研发、规模等优势, 仍有望加速行业整合。

图表19: 行业格局演变



资料来源: 青岛青禾招股书, 共创草坪招股书, 国盛证券研究所

图表20: FIFA 认证标准

供应商等级	认证标准
申请认证	满足最低足球场铺装数量&一定测试标准后
合规供应商	必须保证每年新增5片以上Quality或Quality Pro级别足球场
全球优选供应商	1) 成为合格供应商后才可申请认证(两年开放一次); 2) 每年新增20片以上Quality或Quality Pro级别的足球场

资料来源: 共创草坪招股书, 国盛证券研究所

图表21: 全球前十大企业

2021年 市占率排序	公司名称	国家及地区	市占率	简要介绍
1	共创草坪	中国江苏	18% (2021年) 15% (2019年)	产品涵盖运动和休闲领域, 是FIFA (国际足联)、World Rugby (世界橄榄球运动联盟) 和FIH (国际曲联) 的 全球优选供应商
2	青岛青禾	中国青岛	12% (2021年) 10% (2019年)	产品涵盖运动和休闲领域, 销售以出口为主, 是FIFA (国际足联) 全球合格供应商
3	Sports & Leisure Group	比利时	3% (2019年)	集团包括Domo Sports Brand等品牌, 是FIFA (国际足联) 优选供应商 之一和FIH (国际曲联) 优选供应商 之一, 通过并购规模不断增长
4	傲胜股份	中国广东	4% (2019年)	产品涵盖运动草和休闲草, 主要为运动草, 是FIFA (国际足联) 合格供应商
5	Sport Group	德国	4% (2019年)	拥有完整的垂直产业链, 产品范围包括运动草坪、跑道等室内外运动场地, 业务范围包括场地的设计、材料的生产、铺装和后期维护等, 拥有FIFA (国际足联)、World Rugby (世界橄榄球运动联盟)、FIH (国际曲联) 的 全球优选供应商资质
6	Field Turf	加拿大	4% (2019年)	业务包括人造草坪、填充物和弹性垫的生产及场地的铺装等, 是FIFA (国际足联)、World Rugby (世界橄榄球运动联盟) 和FIH (国际曲联) 的 全球优选供应商
7	TenCate Grass	荷兰	3% (2019年)	聚焦人造运动草坪产品及系统, 旗下品牌还包括Green Field、Tiger Turf等, 拥有FIFA (国际足联)、World Rugby (世界橄榄球运动联盟)、FIH (国际曲联) 的 全球优选供应商资质
8	乐陵泰山人造草坪产业有限公司	中国山东	3% (2019年)	拥有自产草丝能力, 产品覆盖运动草和休闲草, 是FIFA (国际足联) 和FIH (国际曲联) 的 全球合格供应商 , 目前拥有山东乐陵工厂, 主要面向国内市场
9	Condor Grass	荷兰	3% (2019年)	产品覆盖运动草和休闲草, 是FIH (国际曲联) 合格供应商
10	威腾体育	中国江苏	2% (2021年)	拥有自产草丝能力, 产品涵盖运动草和休闲草, 是FIFA (国际足联) 全球合格供应商

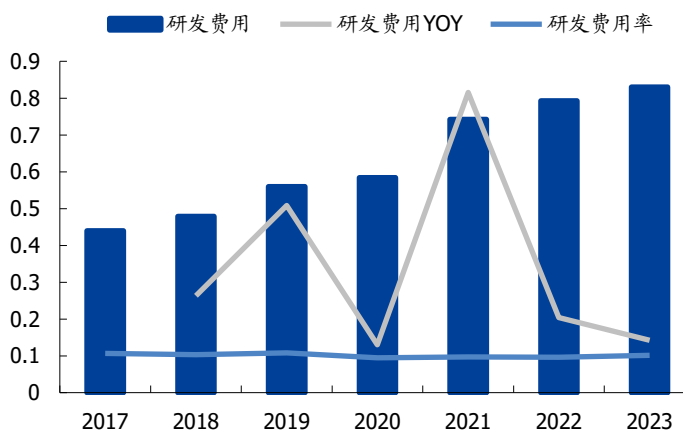
资料来源: 华经产业研究院, 青岛青禾招股说明书, 国盛证券研究所

3. 多重优势领先，市占率稳健提升

3.1 研发实力深厚，品牌优势突出

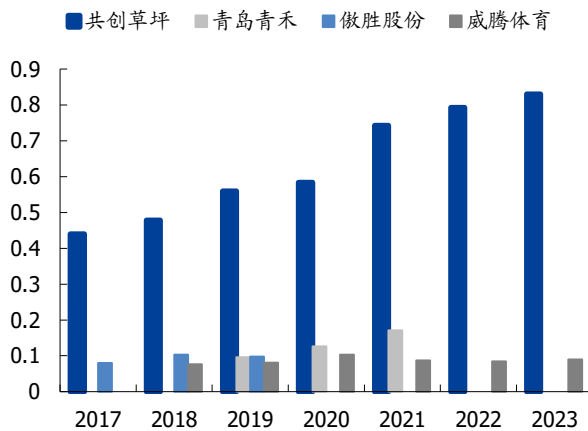
研发投入领先，产品力优势突出。2017-2023 年公司研发费用从 0.4 亿元增长至 0.8 亿元（CAGR 为 11.2%），平均研发费用率为 3.4%，远超同行投入水平（2021 年研发费用绝对值为青禾 4 倍+、2023 年为威腾 9 倍+）。截止 2023 年底，公司已拥有一支在分子化合物材料、工艺流程设计等方面经验丰富的研发团队，拥有研发人员 296 名，累计取得授权专利共 64 项（发明 25 项，实用新型 39 项）。受益于前瞻研发布局，公司技术储备深厚，产品力领先，部分产品性能指标已远高于行业最权威的 FIFA QualityPro 标准，新型可回收人造草坪产品推向市场后销售情况表现靓丽。

图表22: 共创草坪研发费用&费用率（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表23: 人造草坪行业研发费用投入对比（亿元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

优质产品力获权威认证，品牌力全球领先。受益于公司多年研发&技术积累，产品力已获广泛下游客户&全球多个全球体育机构认可，自 2011 年起连续 11 年销量位居世界第一。已成为 FIFA（国际足联）8 家全球人造草坪优选供应商之一，还是 World Rugby（世界橄榄球运动联盟）8 家全球人造草坪优选供应商之一、FIH（国际曲联）11 家全球人造草坪优选供应商之一，也是目前全球 5 家同时获得上述三家国际权威体育组织人造草坪优先供应商认证的企业之一。领先市场地位&权威认证助力公司品牌优势突出，相较同行供应商有更强议价能力，2019 年休闲草/运动草较青禾均价分别+16.5%/+12.4%，2020/2021 年人造草（休闲+运动）合计较青禾均价分别+23.9%/+20.1%。

图表24: 共创&青禾均价对比（元/平米）

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
共创草坪	人造草	37.27	36.00	36.12	35.94	34.41	37.95	33.69
	休闲草	37.36	35.09	35.25				
	运动草	37.13	37.68	37.86				
青岛青禾	人造草			30.86	29.01	28.65		
	休闲草			30.25	28.50	28.03		
	运动草			33.69	32.88	34.43		

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

3.2 海外产能布局充沛，成本优势领先，无惧价格战

产能稳步扩张，海外布局充沛。截止 2023 年底，公司在江苏省淮安市和越南西宁市展鹏市拥有四个生产基地，其中淮安施河生产基地产能达 1600 万平米、淮安工业园生产基地产能为 4000 万平米，越南一期基地产能为 2400 万平米、二期基地产能为 3000 万平米，国内/国外产能分别为 5600/5400 万平米。越南工厂目前主要向美国、欧盟等关税差明显地区供货，截止 2024 年 4 月底产能利用率已达 90%+（国内约 70%）。展望未来，越南三期 24Q2 开工（新增 2000 万平），越南四期地点变更为墨西哥（顺应北美需求增长），目前土地购买协议书已签订（未来新增 1600 万平产能），中期合计产能高达 1.46 亿平，规模优势有望进一步凸显。

海外产能效率持续优化，盈利能力改善明显。海外生产基地盈利能力初期一般均承压，主要系当地原材料产业链欠缺、无产业集群优势，以及相较国内生产效率不足。公司 2017 年前往越南考察、2018 年建厂、2019Q1 投产一期项目，2020 年 6 月越南一期满产，2020 年一期成功实现盈利。尽管产能爬坡迅速，但初期越南工厂较国内成本优势不明确，主要系人效较低、供应链欠缺。近年来，公司通过优化管理、整合生产资源，减少一线工人用量&精简间接人员，越南基地效率提升显著（2020-2023 年整体单位人工/单位制造费用 CAGR 为-8%/-3%）。

图表25: 公司产能梳理

单位: 万平米	2023	2024	墨西哥投产后 (择机投产)
淮安施河生产基地	1600	1600	1600
淮安工业园生产基地	4000	4000	4000
国内合计	5600	5600	5600
越南生产基地一期项目	2400	2400	2400
越南生产基地二期项目	3000	3000	3000
越南生产基地三期项目		2000	2000
墨西哥基地			1600
国外合计	5400	7400	9000
总产能合计	11000	13000	14600

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (备注: 越南三期 2024 年投产为我们预计)

利润率优于同行，无惧低价竞争。近年由于部分市场竞争加剧，23 年公司产品均价同比 -11%，公司作为行业龙头已在海外建立先发优势，且规模优势显著；此外，公司依托全球权威体育机构背书，品牌力领先，价格高于同行，整体盈利能力明显领先（2019-2021 年公司平均毛利率较青禾+7.7pct）。

图表26: 共创草坪&青岛青禾销量、成本对比

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
共创草坪	销量 (万平方米)	3239.94	3766.92	4068.50	5131.00	6659.00	6468.00	7258.00
	单价 (元/平方米)	37.27	36.00	36.12	35.94	34.41	37.95	33.69
	毛利率	0.36	0.34	0.39	0.37	0.28	0.29	0.32
	单位材料 (元/平方米)	16.97	16.69	14.97	13.57	15.72	16.54	13.88
	单位人工 (元/平方米)	21.08	2.27	2.27	2.12	2.04	1.98	1.65
	单位制造 (元/平方米)	4.78	4.74	4.92	4.72	4.61	4.92	4.35
青岛青禾	销量 (万平方米)			2341.85	3125.25	3856.31		
	单价 (元/平方米)			30.86	29.01	28.65		
	毛利率			0.21	0.32	0.27		
	单位材料 (元/平方米)			17.24	13.82	16.13		
	单位人工 (元/平方米)			2.85	2.16	2.12		
	单位制造 (元/平方米)			4.12	3.40	2.69		

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测&投资评级

4.1 盈利预测

根据我们测算，预计公司 2024-2026 年收入分别为 30.2/36.6/43.6 亿元（同比分别+22.5%、+21.3%、+19.3%），毛利率分别为 30.4%、30.0%、29.6%。拆分来看：

收入端：下游需求稳健，公司品牌力领先、成本优势显著，有望凭借充沛海外布局持续抢占市场份额，考虑到休闲草&运动草行业增速不同，预计 2024-2026 年公司休闲草收入分别为 21.8、27.2、33.2 亿元（同比+30.0%、+25.0%、+22.0%）；运动草收入分别为 5.9、6.5、7.1 亿元（同比+5.0%、+10.0%、+10.0%）。铺装及其他板块考虑到公司积极开拓产业链上下游，预计收入分别为 2.5、2.9、3.3 亿元（同比+10%、+15%、+15%）。

盈利端：行业竞加剧、低毛利休闲草占比提升，但考虑到公司持续降本增效、海外基地盈利持续优化，预计整体盈利能力保持稳定。2024-2026 年休闲草毛利率为 32.0%、31.5%、31.0%，运动草为 37.5%、37.0%、37.0%，铺装及其他为 20%、21.0%、21.0%。此外，费用投入方面，受益于公司规模稳健增长，且行业格局优异，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 4.7%、4.5%、4.5%；管理费用由于公司加大激励力度，预计分别为 3.7%、3.8%、3.8%；研发费用预计保持稳定，分别为 3.5%、3.4%、3.4%。

图表27: 收入拆分（单位：亿元）

单位（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	15.54	18.50	23.02	24.71	24.61	30.15	36.55	43.62
YOY	11.16%	19.05%	24.43%	7.34%	-0.40%	22.50%	21.25%	19.33%
毛利	5.78	6.83	6.45	7.10	7.77	9.17	10.97	12.93
毛利率（%）	37.17%	36.92%	27.90%	28.74%	31.58%	30.43%	30.00%	29.64%
人造草坪								
收入	15.48	18.44	23.02	24.54	24.61	30.15	36.55	43.62
YOY	14.15%	19.10%	24.85%	6.64%	0.28%	22.48%	21.25%	19.33%
毛利	5.77	6.83	6.45	7.10	7.77	9.17	10.97	12.93
毛利率（%）	37.30%	37.04%	28.02%	28.92%	31.76%	30.43%	30.00%	29.64%
销量（亿平米）	0.41	0.51	0.67	0.65	0.73	0.91	1.07	1.26
销量YOY		26.12%	29.78%	-2.87%	12.21%	25.00%	18.00%	18.00%
价格（元/平米）	38.05	35.93	34.57	37.95	33.91	33.23	34.15	34.53
价格YOY		-5.56%	-3.80%	9.78%	-10.63%	-2.01%	2.76%	1.13%
休闲草								
收入	9.55	12.51	16.57	16.57	16.76	21.79	27.24	33.23
YOY	11.14%	31.05%	32.42%	0.02%	1.14%	30.00%	25.00%	22.00%
毛利	3.57	4.59	4.57	4.90	5.26	6.97	8.58	10.30
毛利率（%）	37.40%	36.71%	27.56%	29.55%	31.36%	32.00%	31.50%	31.00%
业务收入比例（%）	61.43%	67.63%	71.97%	67.06%	68.10%	72.27%	74.50%	76.17%
运动草								
收入	5.15	5.16	5.27	5.98	5.59	5.87	6.46	7.10
YOY	3.62%	0.19%	2.13%	13.49%	-6.53%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利	2.11	2.15	1.69	1.91	2.04	2.20	2.39	2.63
毛利率（%）	40.93%	41.65%	32.03%	31.92%	36.47%	37.50%	37.00%	37.00%
业务收入比例（%）	33.14%	27.89%	22.89%	24.20%	22.71%	19.47%	17.66%	16.28%
铺装及其他（其他主营谈业务）								
收入	0.78	0.76	1.18	1.99	2.26	2.49	2.86	3.29
YOY	119.35%	-2.26%	54.28%	68.86%	13.61%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利	0.10	0.09	0.19	0.29	0.48	0.50	0.60	0.69
毛利率（%）	12.23%	11.22%	16.49%	14.72%	21.14%	20.00%	21.00%	21.00%
业务收入比例（%）	5.04%	4.13%	5.13%	8.06%	9.20%	8.26%	7.83%	7.55%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.2 投资评级

共创草坪为全球人造草坪龙头，品牌领先、研发&成本优势显著，凭借海外产能有望持续扩张份额。尽管未来竞争加剧，公司盈利能力明显优于同行，有望持续夯实龙头地位。此外，公司持续降本增效、优化海外基地生产&管理效率，未来盈利中枢预计保持稳定。预计 2024-2026 年公司归母净利润将分别为 5.4、6.3、7.4 亿元，对应 PE 分别为 14.1X、12.0X、10.3X，选取同为全球轻纺制造龙头、盈利表现优异的华利集团，海外产能布局充沛、产品布局中高端的匠心家居，户外细分赛道龙头、制造品牌优质的浙江自然作为同行业可比公司，2024 年可比公司平均估值为 16.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28: 同行估值对比 (元)

证券代码	证券名称	收盘价	EPS							PE					
			2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
300979.SZ	华利集团	67.20	2.45	2.77	2.74	3.32	3.84	4.38	37.54	27.43	24.26	24.53	20.23	17.49	15.34
301061.SZ	匠心家居	51.56	4.59	2.61	3.18	3.03	3.71	4.42	15.03	11.23	19.75	16.21	17.01	13.88	11.66
605080.SH	浙江自然	14.10	2.37	2.11	0.92	1.21	1.51	1.71	6.71	5.95	6.68	15.33	11.63	9.34	8.23
行业平均		44.29	3.14	2.50	2.28	2.52	3.02	3.51	19.76	14.87	16.90	18.69	16.29	13.57	11.74

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (估值日期: 2024 年 9 月 18 日)

风险提示

- 全球需求改善不及预期。若海外经济反复、需求回暖不及预期，将对公司收入造成影响。
- 产能利用率提升不及预期。公司近年处高速扩张期，若新增产能无法充分释放，届时固定成本摊销不足将对盈利能力造成影响。
- 全球贸易摩擦风险加剧。公司主营外销，若贸易摩擦加剧，公司收入&利润水平均将被影响。
- 竞争加剧风险。行业龙头仍处扩产周期，未来若竞争加剧，价格端预计受影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com