

强烈推荐-A (上调)

上海天洋 603330.SH

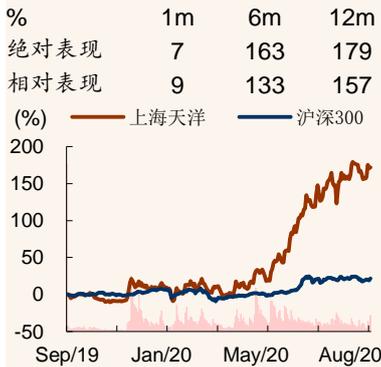
当前股价: 27.6 元
2020 年 09 月 20 日

好产品遇到好渠道, 企业步入快速发展阶段

基础数据

上证综指	3338
总股本(万股)	15288
已上市流通股(万股)	15288
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	2.5
资产负债率	44.0%
主要股东	李哲龙
主要股东持股比例	36.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

墙布为千亿赛道, 天洋与保碧基金战略合作开启 B 端业务, 未来有望高速增长。

- **热熔胶龙头企业, 全面布局热熔墙布业务。** 专注热熔胶多年, 公司是行业内龙头企业。墙布为公司核心战略, 2016-2019 年墙布销售收入复合增速为 66.75%, 预计后续将成为公司最大盈利增长点。
- **墙布行业是高成长千亿黄金赛道。** 消费升级驱动墙面装饰材料高端化, 墙布有望成为主流选择。预计 2020 年墙布销量为 12.3 亿平米, 其市场空间为 615-738 亿元。但渗透率仅为 5-7%, 而墙布销量过去复合增速为 40% 以上, 预计未来墙布市场空间可达到千亿以上。
- **竞争格局分散, 产品力+销售模式是制胜核心要素。** 目前产品同质化严重、销售模式单一造成行业格局高度分散, 2019 年最大企业销售额市占率不足 1%。作为大消费品, 提升产品力是核心; 通过经销渠道下沉发展 C 端同时与地产合作发展 B 端是最好模式。好产品+好销售模式, 优质企业有望快速崛起。
- **天洋墙布产品力强, 突破 B 端开启高增长。** 天洋将热熔胶网技术运用于墙布, 发明特殊四层结构, 解决了之前溶剂胶环保问题与施工时间长问题, 真正达成安全环保, “八小时焕新家”, 品质与识别度显著优于传统产品。公司加速 C 端渠道下沉, 已经产生不错效果; 此次墙布和窗帘获得保碧基金排他性投资, 公司 B 端实现从 0 到 1 突破, 未来保利和碧桂园精装房集采体系(B2B)、物业平台赋能体系(B2B2C)将给予公司巨大支持, 墙布产品将迅速放量。
- **电子胶进口替代空间大, 公司业务将充分受益。** 电子胶需求旺盛, 2019 年国内市场已达 100 亿元, 但中高端产品多被跨国公司垄断。子公司信友和泰盛专注光学声学电子胶, 目前已与行业大客户形成合作, 未来将充分受益。
- **上调为“强烈推荐-A”投资评级。** 考虑到 B 端业务拓展, 我们预计公司 2020-2022 年营收为 6.62 亿、16.86 亿和 23.22 亿元, 净利润为 0.48 亿、1.74 亿和 2.88 亿元, 当前市值 42.19 亿元对应 PE 为 87.4/24.3 和 14.6 倍, 上调为“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** B 端推进不及预期、物业流量转化率低、产品竞争力低、疫情影响。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	561	659	662	1686	2322
同比增长	23%	18%	0%	155%	38%
营业利润(百万元)	42	33	78	256	418
同比增长	8%	-21%	135%	226%	63%
净利润(百万元)	35	17	48	174	288
同比增长	-6%	-52%	184%	260%	66%
每股收益(元)	0.23	0.11	0.32	1.14	1.89
PE	120.1	248.6	87.4	24.3	14.6
PB	6.7	6.9	6.5	5.2	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、热熔胶龙头，全面布局热熔墙布业务	5
1.1 深耕核心技术多年，热熔胶行业龙头企业	5
1.2 立足热熔胶产品优势，热熔墙布加速布局	7
2、墙布是千亿黄金赛道，产品力+销售模式是制胜核心	7
2.1 墙面装饰材料行业空间大，消费升级助推需求端化	7
2.2 墙布行业为千亿黄金赛道，前景广阔	9
2.3 竞争格局分散，产品力+销售模式是制胜核心要素	11
3、天洋墙布产品力强，突破 B 端开启高增长	12
3.1 以热熔胶为根基，四层墙布品质卓越	12
3.2 八小时焕新家，打造墙布匠心品牌	14
3.3 经销渠道快速下沉，C 端销售效果显著	14
3.4 引入保碧基金，布局 B 端开启高增长	15
4、受益于环保限产，公司热熔胶份额有望提升	19
4.1 下游应用领域广泛，行业稳定增长	19
4.2 安全环保要求趋严，公司有望承接关停企业市场份额	19
5、进口替代空间大，公司电子胶业务将充分受益	20
5.1 电子胶空间大，进口替代势在必行	20
5.2 信友和泰盛专注电子胶业务，未来有望充分受益	22
6、盈利预测与投资评级	22
7、风险提示	23

图表目录

图 1 上海天洋发展历程	5
图 2 上海天洋荣誉证书	6
图 3 2014-2019 上海天洋营收和净利润（亿元，%）	6
图 4 上海天洋股权结构和子公司情况	7
图 5 2019 年上海天洋分业务营收占比	7
图 6 2014-2019 年上海天洋业务占比	7
图 7 我国商品房销售额及增长率（万亿元，%）	8
图 8 商品房销售面积与房屋竣工面积同比增长率（%）	8

图 9 我国总人口城镇化率.....	9
图 10 存量住房翻新率.....	9
图 11 我国居民人均可支配收入（元）.....	9
图 12 墙面装饰材料分类.....	10
图 13 墙纸和墙布销量对比.....	10
图 14 墙布销量预测.....	10
图 15 中国墙布企业年均销量分布.....	11
图 16 中国墙纸墙布企业年均销售额分布.....	11
图 17 墙纸墙布行业主要营销渠道.....	11
图 18 布局 B 端是战略突围方向.....	12
图 19 公司所获环保认证.....	13
图 20 天洋墙布四层结构.....	13
图 21 天洋墙布图示.....	14
图 22 天洋墙布施工过程.....	14
图 23 公司经销商网络持续下沉.....	15
图 24 公司 1+6 运营体系.....	15
图 25 保碧产业链赋能基金架构示意图.....	15
图 26 保利地产月销售面积累计值（万平方米）.....	16
图 27 碧桂园月销售面积累计值（万平方米）.....	16
图 28 全球胶粘剂市场规模（亿美元）.....	19
图 29 中国胶粘剂销售额（亿元）.....	19
图 30 胶粘剂上下游产业链.....	19
图 31 中国电子胶粘剂需求量测算（单位：吨）.....	21
图 32 全球智能手机出货量（百万部）.....	21
图 33 全球 TWS 耳机出货量（万副）.....	21
图 34 2014-2019 年信友新材营收利润情况.....	22
图 35 信友新材客户情况.....	22
表 1 上海天洋主要产品.....	5
表 2 墙面装饰材料优缺点对比.....	10
表 3: 1%高端精装房占比假设之下弹性测算.....	16

表 4: 3%高端精装房占比假设之下弹性测算.....	17
表 5: 5%高端精装房占比假设之下弹性测算.....	17
表 6: 10%流量转化率假设之下新房弹性测算.....	17
表 7: 20%流量转化率假设之下新房弹性测算.....	17
表 8: 30%流量转化率假设之下新房弹性测算.....	18
表 9: 5%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算	18
表 10: 10%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算	18
表 11: 15%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算.....	18
表 12: 江苏省关于化工企业环保政策	20
表 13: 收入结构拆分	23
附: 财务预测表	25

1、热熔胶龙头，全面布局热熔墙布业务

1.1 深耕核心技术多年，热熔胶行业龙头企业

公司是国内热熔粘接材料龙头企业。上海天洋热熔胶粘接材料股份有限公司于 2013 年经前身天洋有限变更成立，于 2017 年 2 月上市。公司为环保型粘接材料及其应用制品的专业供应商，专注于各类热熔胶、热熔墙布及反应型胶黏剂等相关产品的研发、制造与销售，产品广泛应用于服装衬布、汽车内饰、家装建材、新能源、微电子、装饰材料等多个领域，是国内最大的 PA、PES 热熔胶产品与热熔胶网膜产品生产企业之一。

图 1 上海天洋发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

表 1 上海天洋主要产品

产品	产品特点	产品应用
热熔胶胶粉、胶粒	可塑性的胶粘剂产品。	主要应用于服装衬布、鞋材、汽车内饰、装饰材料等领域。
热熔胶网膜	通过热熔胶胶粒、胶粉热熔，经过网膜设备熔融喷丝等流程得到的一种网状热熔胶。	主要应用于汽车内饰、纺织、装饰材料、透气膜过滤材料等领域。
太阳能电池封装用 EVA 胶膜	一种热固性有粘性的薄膜状热熔胶，具有高透明度、高黏着力、防潮、可抵抗紫外线与高温等特点。	用于太阳能电池组件封装。
热熔胶胶膜	通过熔融加工获得的薄膜状热熔胶，是一种带离型纸或不带离型纸的膜类产品。	广泛应用于服装鞋帽、家用电器等领域。
反应型胶黏剂	通过化学反应而固化的一种胶粘剂，一般为无溶剂型，反应不可逆，环保性好。	集中应用于微电子、家电、汽车、纺织及建材等领域。
热熔墙布	利用热熔粘接复合而成，由四层结构热熔网膜组成的墙面装饰无缝墙布。	应用于精装房装修、二手房翻修、酒店等场所。

资料来源：公司公告、招商证券

公司专注核心技术研发，形成热熔胶领域技术领先优势。公司实际控制人、董事长、总经理李哲龙在化工领域从业二十余载，曾担任精诚化学有限与三仁化工有限总经理。作

为国家火炬计划重点高新技术企业和上海市科技小巨人企业，公司重视技术研发，与上海交通大学与华东理工大学建立产学研合作关系，2017 年其独立的研发设计中心被认定为上海市市级企业技术中心。由于热熔胶工艺具有连续性，公司积累的技术优势能帮助公司拓展热熔胶下游领域，并灵活应对上下游市场供需变化。

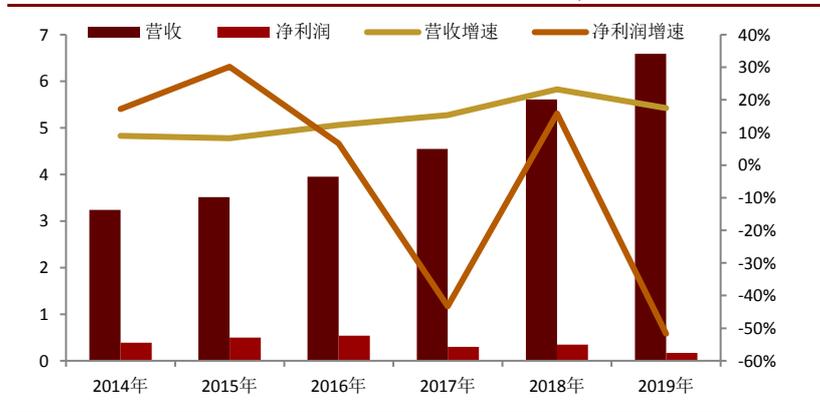
图 2 上海天洋荣誉证书



资料来源：公司官网、招商证券

公司整体业务保持稳定增长。2014-2019 年公司营业收入持续增长，从 2014 年 3.24 亿元上升至 2019 年 6.59 亿元，复合增速为 15.26%，这主要得益于公司产能扩张、以及公司对热熔胶下游应用领域的积极开拓。公司 2019 年净利润为 0.17 亿元，同比下跌 51.70%，主要原因是厂房搬迁导致设备报废及 EVA 产品计提坏账。考虑到产能搬迁完成，未来产能持续释放及墙布陆续推广，公司净利润有望重回增长通道。

图 3 2014-2019 上海天洋营收和净利润（亿元，%）



资料来源：Wind、招商证券

股权集中，业务条线分工明确。根据 2019 年年报，公司实际控制人李哲龙持股 36.1%，其子李明健持股 15.0%，其妻朴艺峰持股 6.5%，李氏家族控股达 57.63%。公司股权高度集中，使得决策效率高，运营稳定。各全资子公司业务分工明确，昆山天洋与南通天洋负责热熔胶产品生产，香港天洋负责外销产品与进口原材料，江苏德法瑞负责墙布与窗帘生产，上海惠平负责墙布销售与推广。

图 4 上海天洋股权结构和子公司情况



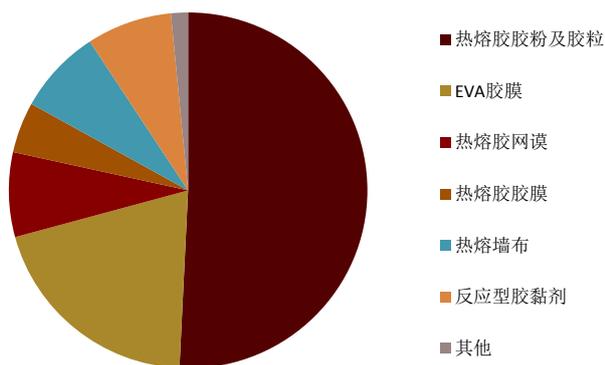
资料来源：公司公告、招商证券

1.2 立足热熔胶产品优势，热熔墙布加速布局

热熔墙布为公司战略重点，将成为公司新盈利增长点。公司 2016 年开展热熔墙布业务，基于原有的热熔胶产品系列优势与生产规模优势，公司持续加大销售投入以开拓墙布市场，包括增加销售人员、扶持经销商加盟、加大线上线下推广力度等。公司以原有客户关系为基础，并与知名房地产商、高级酒店与资深装饰公司达成合作，进一步拓宽销售渠道。热熔墙布为公司战略重点，随着布局逐渐完善，未来有望打开公司成长空间。

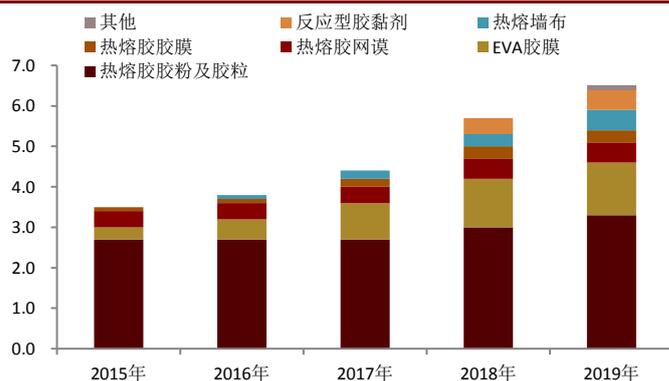
热熔墙布业务高速增长，预计后续盈利能力将持续增强。2016 年公司开展墙布业务，2017 年该部分营收同比增长 114.2%，2018 年同比增长 43.1%，2019 年同比增长 57.28%，销量同比增长 101.72%。墙布营收占比由 2016 年 2.7% 提升至 2019 年 7.7%。热熔墙布为公司未来的战略重点，过去三年尚处于业务拓展期，因此处于亏损状态。但 2020 年上半年疫情影响下亏损已收窄至 58.76 万，预计后续盈利能力有望持续增强。

图 5 2019 年上海天洋分业务营收占比



资料来源：wind、招商证券

图 6 2014-2019 年上海天洋业务占比



资料来源：wind、招商证券

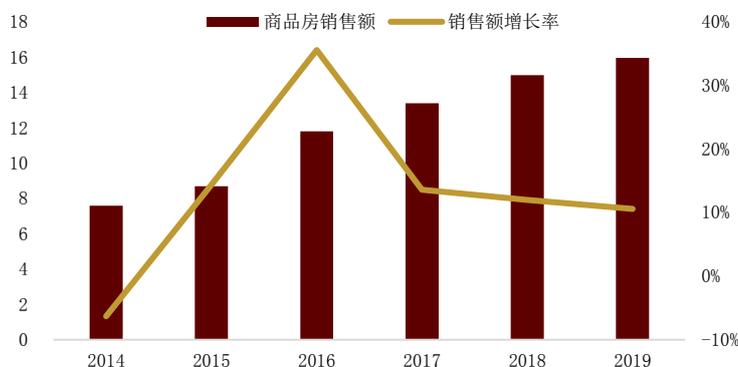
2、墙布是千亿黄金赛道，产品力+销售模式是制胜核心

2.1 墙面装饰材料行业空间大，消费升级助推需求端化

房地产市场稳步增长创造装饰材料市场新需求。我国商品房销售额由 2014 年 7.6 万亿元持续上涨至 2019 年 16 万亿元，商品房销售面积总体呈现波动增长趋势。国家地产调控政策不放松，坚持“房住不炒”是 19 年地产主基调，并将在 2020 年延续。但

同时也强调了因城施策,进而为各地政策调控提供了一定自由度。考虑到商品房库存量仍处于低水平,我们认为未来市场对新房的总体需求依旧会保持稳增长。

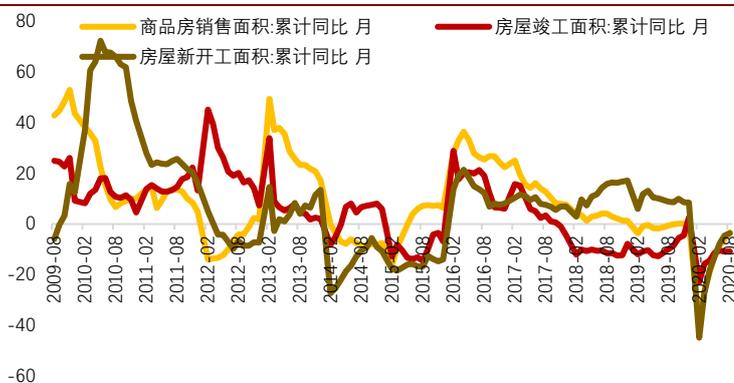
图 7 我国商品房销售额及增长率 (万亿元, %)



资料来源:国家统计局、招商证券

住宅竣工释放期将近,装修需求有望回暖。商品房销售面积、房屋新开工面积二者与房屋竣工面积间通常存在剪刀差,销售增速与开工增速是竣工增速的先行指标。由于 2016 年起融资环境紧张,房企资金不充裕,房屋施工进度减缓,剪刀差不断扩大,竣工增速持续走低。2019 年 7 月起竣工增速出现好转,而前几年销售的商品房即将迎来交房期,房屋竣工面积有望回暖,装修需求随着竣工面积扩大有望改善。

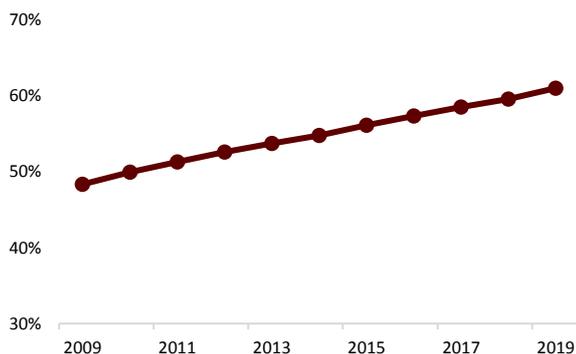
图 8 商品房销售面积与房屋竣工面积同比增长率 (%)



资料来源:wind、招商证券

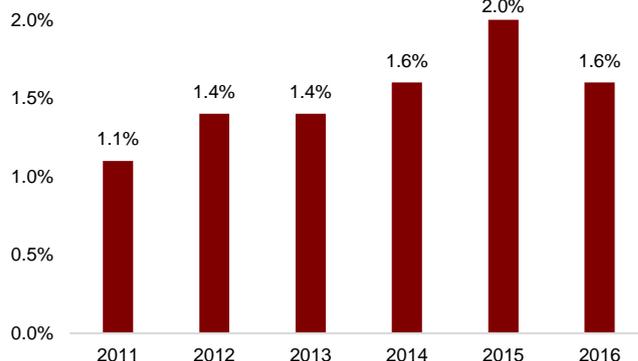
城镇化进程加快,存量住房翻新兴起提供机遇。随着城镇化进程加快,居民住房需求不断提升,而由于一、二线城市房价高昂,愈多人以二手房代替新房。我国二手房市场规模占住房交易总额 37%,远低于欧美国家,其总量存在极大上涨空间。一般住房翻新周期为 10-15 年,过去二十年大量销售的住房即将迎来翻新高峰。根据中国产业调研网预计,2020 年存量翻新需求将达 2.2-4.3 万亿,这将为墙面装饰材料市场带来极大机遇。

图 9 我国总人口城镇化率



资料来源：wind、招商证券

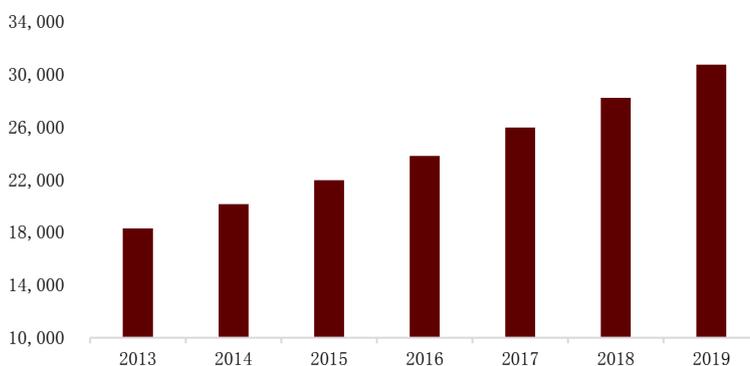
图 10 存量住房翻新率



资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

对高品质生活的追求，驱动装饰材料行业高端化。墙面材料经历了泥土水泥墙、白灰墙、乳胶漆墙面和墙纸墙布等不同阶段，以及曾经白灰墙“贴画”装饰，本质上都是对生活品质的追求。随着我国经济高速发展，居民人均可支配收入 2018 年达到 2.8 万元，同比上年增长 8.7%。人们对家装材料的品质要求随收入增长而提升，对中高端价位的装饰材料接受度将逐渐提高。墙面装饰材料消费者年轻化趋势显著，80、90 后成为主要客户源，环保、高品质与个性化转变为核心要求。随着消费结构持续上行，未来中高端墙面装饰材料势必更能满足消费者的多样化需求。

图 11 我国居民人均可支配收入（元）

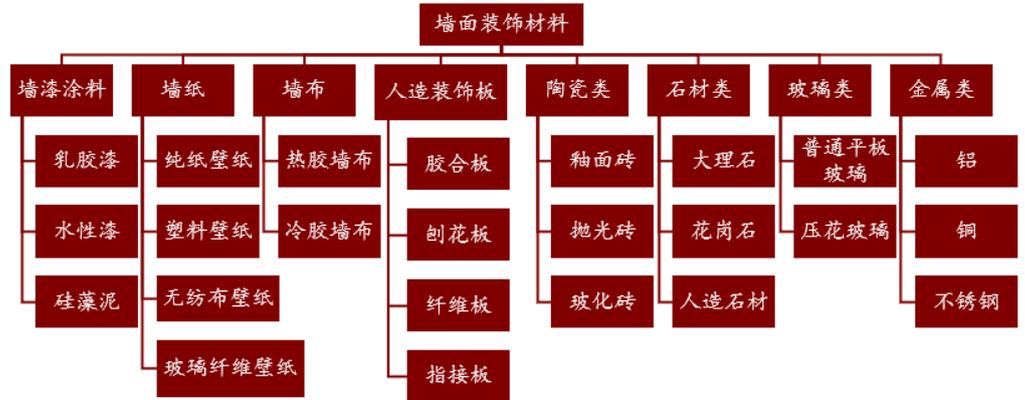


资料来源：Wind、招商证券

2.2 墙布行业为千亿黄金赛道，前景广阔

墙布优势明显，未来有望成为墙面材料主流选择。墙面装饰材料种类众多，由于认知度高、价格低廉，涂料目前仍占据市场主要地位。但涂料与墙纸行业内环保问题严重，施工时也会产生甲醛等环保问题。同时涂料相对单调，而墙纸也会产生诸多后期问题。随着消费者环保意识提升与对高品质生活更加追求，绿色环保、质感高级、隔音降噪、透气防霉的多功能型墙布将有望成为墙面装饰材料市场主流。

图 12 墙面装饰材料分类



资料来源：招商证券

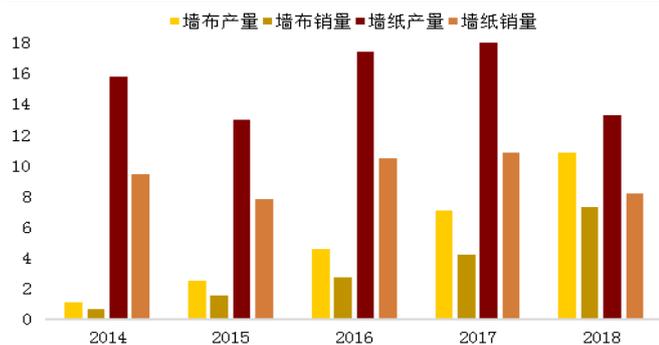
表 2 墙面装饰材料优缺点对比

类别	优点	缺点
墙漆涂料	色彩多样，易施工，价格低，透气性好，耐污、耐擦洗	环保问题，装饰性弱，易开裂，易脱落，易褪色
墙纸	色彩丰富，图案多样，质感好，易清洁	环保问题，有缝隙，易起泡，易翘边
墙布	环保无味，图案多样，立体感强，隔音降噪，易清洁，防霉	价格高，门窗部位无法使用，施工中损耗大
人造装饰板	重量轻，易加工，弹性好，韧性强	易腐蚀，易蛀虫，热胀冷缩
陶瓷类	热稳定性好，防火、防潮、防冻、耐酸碱，易清洁	易损坏，防滑性差，冬天室内冰冷
石材类	耐水、耐磨，抗压强度高，质感厚重，纹理突出	价格高，重量大，加工难，运输不便
玻璃类	光泽度好，图案形状多样，价格低，易清洗	易碎，不耐脏，高温易破裂
金属类	强度高，韧性好，易维护，色泽感好，保温隔热	加工难，易掉色，易生锈

资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

墙布行业为千亿黄金赛道，未来前景广阔。我国墙布市场起步晚，自 2006 年第一块无缝墙布推出至今仅有十多年的发展历史。目前市场渗透率与涂料、墙纸相比仍然较低，2016-2018 年仅为 1.9%、3.2%和 4.3%，但墙布行业产销量增长迅速，2014-2018 年 CAGR 分别为 77.4%、82.9%。据知萌咨询预测，墙布 2020 年销量预计达 12.3 亿平方米，假设墙布终端平均价格为 50-60 元/平米，则墙布市场空间可达 615-738 亿元。鉴于墙布目前渗透率仍低，未来有望持续提升，因此未来墙布必将成为千亿产业。

图 13 墙纸和墙布销量对比



资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

图 14 墙布销量预测

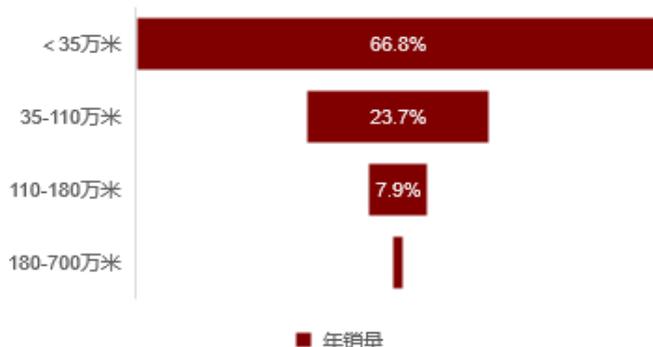


资料来源：公司公告、招商证券

2.3 竞争格局分散，产品力+销售模式是制胜核心要素

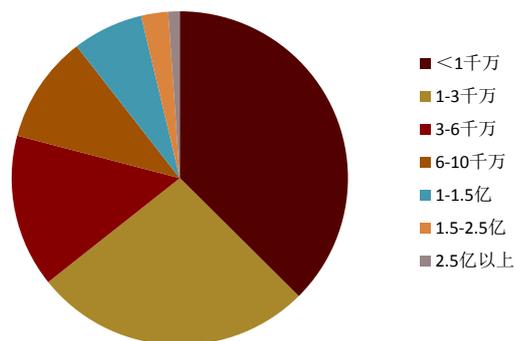
墙布市场中小企业众多，竞争格局高度分散。墙纸墙布行业进入壁垒低，业内企业数量多且规模小。2018年，我国墙纸墙布行业CR8低于20%，市场集中度低。据《中国墙纸墙布行业白皮书》不完全统计，800家墙纸墙布企业中，年销售额在1亿以下的企业数量高达90%，2.5亿以上的企业不足10家，2018年销量超过110万平方米的墙布企业不足10%，竞争格局分散。行业龙头领绣墙布2019年销售额约3亿元，但市场占有率不足1%。

图 15 中国墙布企业年均销量分布



资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

图 16 中国墙纸墙布企业年均销售额分布

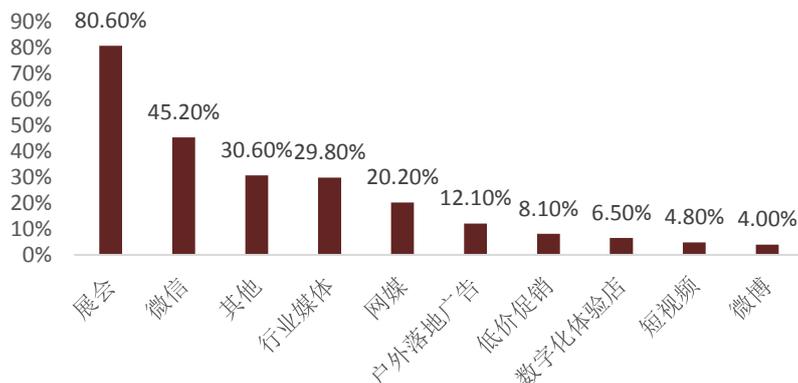


资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

产品同质化严重，提升产品力是核心。作为大消费品，产品力是制胜首要因素。但目前墙布同质化严重，造成产品辨识度较差，使得消费者选择困难且没有粘性可言。因此墙布市场目前处于无序竞争状态，长期低价竞争使产品利润持续走低。由于产品力不突出，因此即便打广告塑造品牌，但依旧成效甚微。据调查，在墙布市场中消费者因为品牌知名度而产生购买行为的占比仅为27.4%。

营销推广渠道单一，经销商渠道下沉是C端发展趋势。目前墙纸墙布行业主要的营销推广渠道以线下为主，主要代表是展会，占比高达80.6%，此外微信公众号和行业媒体分别占比45.2%和29.8%。同时由于家装行业具有低消费频次等特点，消费者十分注重线下体验，因此营造一体化消费场景、提供个性化定制服务、提供上门安装以及售后服务成为了企业销售渠道选择的重要考量。通过大力布局经销商网络，企业可以降低销售成本，加速占领下沉市场，为消费者提供定制化设计和售后服务。

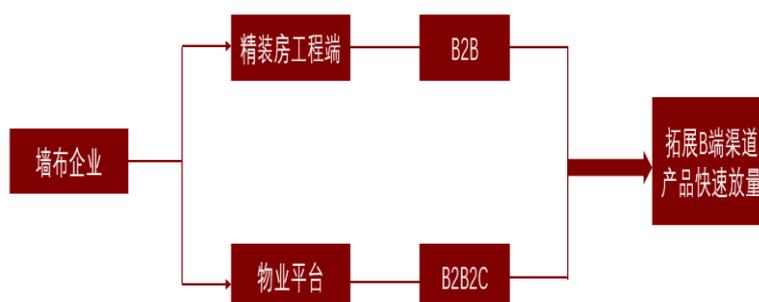
图 17 墙纸墙布行业主要营销渠道



资料来源：中国墙纸墙布行业白皮书、招商证券

与地产公司合作，布局 B 端市场是战略突围方向。随着精装房渗透率持续提升，头部地产公司与家装建材企业合作不断深化。一方面，绑定地产公司的家装建材企业打开 B 端渠道，可以实现快速放量，同时还可受益于地产行业集中度提升获取更大市场份额；另一方面，以物业为流量入口的平台正在发力，偏消费属性的家装建材企业可与物业公司合作，而物业公司与业主有天然紧密关系，因此由物业背书将产品推送给业主(B2B2C)将成为一种重要模式。而无论 B2B 还是 B2B2C 模式，都将形成差异化竞争并有望实现产品快速放量。

图 18 布局 B 端是战略突围方向



资料来源：招商证券

好产品+好销售模式，优质企业将有望快速崛起。墙布行业空间大，但由于产品同质化、销售模式单一而使得当前市场高度分散，但这也将成为优质企业崛起的最好阶段。首先需要产品力足够强，产品辨识度高；另一方面是找到恰当的销售模式，从当前看经销商下沉+B 端渠道是最好的模式。经销商下沉可以更好触达和服务消费者，并有助于提升品牌力，而 B 端则可以实现快速放量。当 B 端放量到一定程度后，品牌塑造推广将有助于经销商端放量，进而实现正反馈。

3、天津墙布产品力强，突破 B 端开启高增长

3.1 以热熔胶为根基，四层墙布品质卓越

热熔网膜为环保粘接材料，墙布真正做到环保。传统墙布大多使用溶剂型胶粘剂，在装修过程中挥发性有机物(VOC)含量较高，危害人体健康。公司以热熔粘接材料为起家，最初应用于服装领域，已被证明是无危害产品。而公司墙布使用的热熔胶网膜属于高固化胶粘剂，不含溶剂，施工途中不存在包括甲醛在内的 VOC 挥发污染问题。因此公司墙布真正做到了绿色环保，目前已通过中国绿色建材与欧盟 SGS 认证。

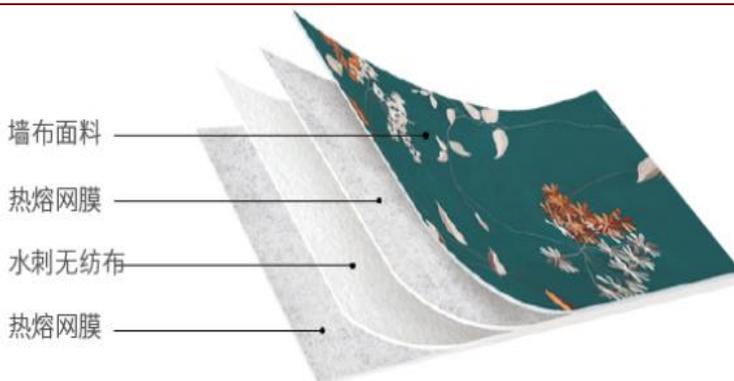
图 19 公司所获环保认证



资料来源：天洋墙布官网、招商证券

四层结构热熔网膜专利技术铸就核心竞争力。公司立足于热熔胶技术优势，将热熔网膜与墙布面料结合，发明出了 3.2 米宽幅，超厚四层结构热熔网膜无缝墙布。进而实现质感高级、柔软降噪、透气防霉、粘贴牢固等多重效果，成功解决涂料与墙纸所存在的易开裂、易脱落、易起泡、内墙易发霉等诸多问题。四层结构技术与热熔网膜技术为公司两大专利技术，使得公司产品明显优于同类产品，产品和品牌认知度提升明显。

图 20 天洋墙布四层结构



资料来源：公司官网、招商证券

产品定制化，可满足消费者多样化需求。公司墙布业务定位中高端市场，研发设计团队经验丰富，选择色彩丰富、立体感强的高精密纺织布作为基础面料，灵活运用刺绣与提花工艺打印各种花型设计，实现美观且高级的效果。公司墙布风格众多，包含现代简约、欧美经典、新中式、混搭轻奢与童趣卡通五大类，同时公司能够提供定制化服务，进一步满足个性化消费者的不同需求。

图 21 天洋墙布图示



资料来源：天洋墙布官网、招商证券

3.2 八小时焕新家，打造墙布匠心品牌

墙面装修污染大且散味时间长，为行业需求最核心痛点。在墙面装修与后续干燥过程中，传统涂料、墙纸、墙布所含 VOC 会持续挥发较长时间，其刺激性、毒性与致癌性皆使人们难以在装修后马上入住，必须进行晾房散味。由于并非所有人都有第二套房源能够入住，散味时间长会给需要即刻入住的消费者带来极大不便，甚至潜在消费者很大几率会因此放弃墙面装修计划。

“8 小时焕新家”，独特品质铸就品牌优势。公司热熔墙布施工便捷快速，无需另外涂抹胶水，直接通过工业熨斗熨贴墙上，熨烫温度分别为 120°C 和 80°C，墙布使用的热熔胶网膜几秒内即可快速固化。一般住宅房 6 小时即可完工，酒店全装仅需 4 天。整个施工过程和安装之后均不会产生 VOC 挥发问题，安全环保，不影响生活，进而为消费者提供极好的装修体验。

图 22 天洋墙布施工过程



资料来源：天洋墙布官网、招商证券

3.3 经销渠道快速下沉，C 端销售效果显著

取消直营，赋能经销商渠道并加速下沉。公司 2019 年变更“直营与经销结合”的销售模式，大力扶持经销商加盟，陆续关闭直营店，以“一城一商多店”大商区域运营作为销售战略。公司集中资源培育优质经销商，加盟时对门店面积与位置、经销商实力与信誉提出诸多条件，并降低价格给经销商让利，采用买断模式要求其专营公司产品。公司

在推广、培训、售后等多方面充分提供支持，使经销商在公司统一管理下能充分发挥主观能动性。目前公司在江苏、浙江、上海、广州、湖北、湖南、河北、四川等多地区均实现布局，经销门店达到 200 多家，预计后续经销体系将进一步下沉。

图 23 公司经销商网络持续下沉



资料来源：天洋墙布官网、招商证券

图 24 公司 1+6 运营体系

1+6运营体系

门店标准化 (SI) 设计支持

加盟商享有店面装修设计支持、开业物料支持、施工培训、软装搭配设计、市场活动策划、运营培训、营销体系支持、VR场景体验式营销、私人定制等配套服务。

+

- 政策支持** 区域独家保护政策、业绩倍增项目、样品折扣
- 培训支持** 天洋商学院，提供各类持续的终端店面员工培训
- 营销支持** 区域促销联动、单点爆破、展会扶持、异业合作
- 运营支持** 销售辅导、设计支持、管理体系支持
- 售后支持** 全程电子化交易系统，轻松查货、下单、跟踪、对账
- 流量支持** 广告、网站、天猫旗舰店精准引流客户到当地专卖店

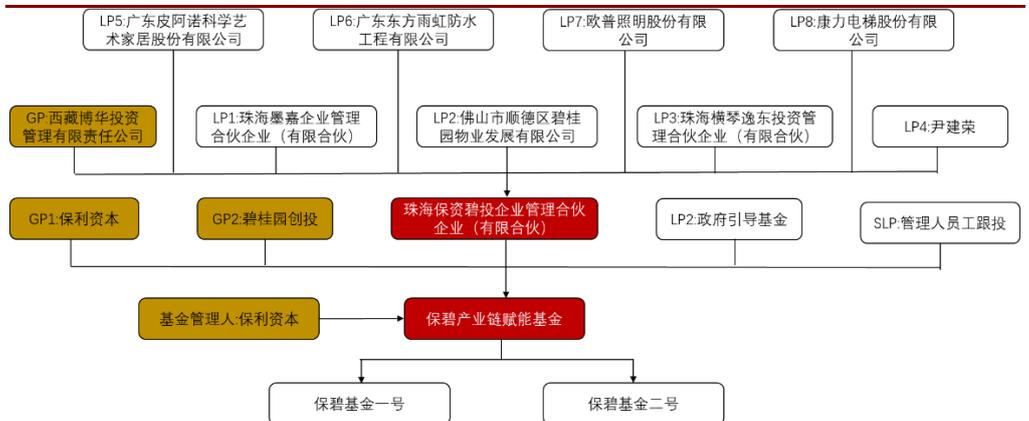
资料来源：上海天洋官网、招商证券

激励充分，经销商 C 端扩张模式成效显著。公司以终端零售 4 折左右的价格将产品销售给经销商，高额让利充分激发其积极性。公司取消直营模式后，墙布销量高速增长，2019 年公司对热熔墙布经销商全国统一零售指导价进行 20% 左右的上调，但销量同比依然增长达到 101.72%。2020 年上半年疫情影响之下，公司墙布经销商渠道销售仍取得 43.42% 快速增长的成绩。随着经销渠道建设不断完善，未来墙布业务有望维持此前高速增长态势。同时该模式也势必会摊薄公司的直营管理成本，以规模效应长期助力利润提升。

3.4 引入保碧基金，布局 B 端开启高增长

引入保碧基金，墙布和窗帘产品品类获得排他性投资。保碧基金一号及保碧基金二号将以现金方式对上海天洋子公司江苏德法瑞增资 5000 万元，增资后保碧基金一号及保碧基金二号将分别持有德法瑞 24.15% 和 12.08% 的股权。同时，保碧基金承诺协议期内在墙布、窗帘的产品品类领域内仅投资江苏德法瑞一家公司，以促进各方的优势资源予以充分发挥。

图 25 保碧产业链赋能基金架构示意图

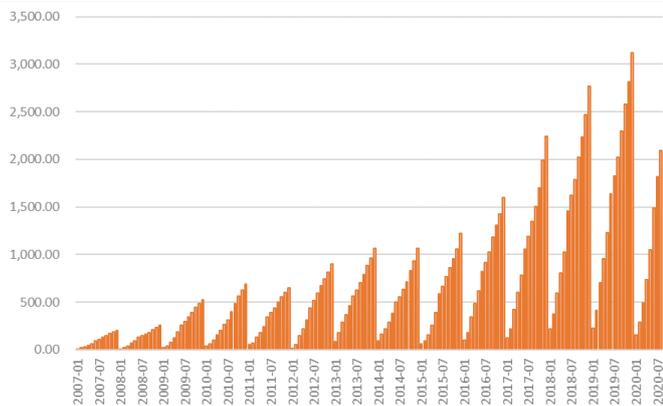


资料来源：公司公告、招商证券

保碧基金聚焦地产产业链投资，B 端赋能打造生态圈。保碧产业链赋能基金”由保利资

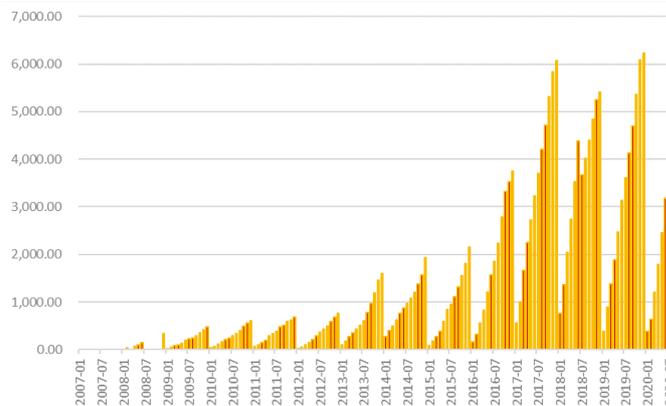
本与碧桂园创投于 2020 年 5 月共同发起设立，总规模为 50 亿元，其背后为保利地产和碧桂园地产。保碧产业链赋能基金主要采用三种投资逻辑：地产上游集采赋能逻辑、地产下游物业平台物业赋能逻辑、参与产业链已上市公司再融资逻辑。通过对产业链上优质企业的股权投资和投后赋能，形成产业链生态圈，打造地产开发平台与产业供应链的 B 端新型互补发展战略。

图 26 保利地产月销售面积累计值（万平方米）



资料来源：wind、招商证券

图 27 碧桂园月销售面积累计值（万平方米）



资料来源：wind、招商证券

获得保利和碧桂园地产青睐，公司 B 端业务开启，墙布业务有望跨越式发展。在此之前，公司主要以经销商 C 端销售为主，本次合作后公司将与头部地产公司绑定，B 端业务实现从 0 到 1 突破，商业逻辑亦将发生重大变化，后续墙布业务有望开始高速增长。根据保碧基金产业链赋能逻辑，我们判断公司墙布 B 端业务有望通过两种方式实现：地产上游集采赋能逻辑（B2B）、地产下游物业平台物业赋能逻辑（B2B2C）。以下分别进行假设分析测算：

➤ 地产上游集采赋能逻辑（B2B）：

集采赋能模式之下，公司墙布有望直接进入保利地产和碧桂园地产高端精装房集采体系。若以 2019 年数据为基础测算，保利和碧桂园地产新增销售面积分别为 3123 和 6237 万平方米。根据奥维云网数据，假设 2019 年销售口径套均面积为 111 平米，则保利和碧桂园地产 2019 年分别出售 28.1 万套和 56.2 万套房子。假设墙布需求为房屋面积 1.5 倍，天洋墙布终端销售单价为 100 元/平米，而窗帘每套房子大概 5000 元。考虑到成本，墙布和窗帘目前可能仅在高端精装房中使用，因此分别按照假设高端精装房占比 1%、3%和 5%进行情景测算，同时考虑到公司给经销商价格为终端价格 40%，上海天洋可新增销售额为 0.73 亿元、2.19 亿元和 3.65 亿元。后续规模化生产后，若墙布成本能够进一步降低，不排除进入集采比重大幅度提升可能，收入弹性有望更大。

假设高端精装房占比为 1%情景测算：

表 3： 1%高端精装房占比假设之下弹性测算

公司	新增销售面积 (万平方米)	高端精装房占比	墙布需求面积 (万平方米)	墙布销售单价 (元/平米)	墙布销售金额 (亿元)	房屋数量 (万套)	窗帘单价 (元/套)	窗帘销售金额 (亿元)
保利	3123	1%	46.9	100	0.47	28.1	5000	0.14
碧桂园	6237	1%	93.6	100	0.94	56.2	5000	0.28
合计	9360	1%	140.4	100	1.40	84.3	5000	0.42

资料来源：wind、奥维云网、招商证券

假设高端精装房占比为 3%情景测算：

表 4: 3% 高端精装房占比假设之下弹性测算

公司	新增销售面积(万平方米)	高端精装房占比	墙布需求面积(万平方米)	墙布销售单价(元/平米)	墙布销售额(亿元)	房屋数量(万套)	窗帘单价(元/套)	窗帘销售额(亿元)
保利地	3123	3%	140.5	100	1.41	28.1	5000	0.42
碧桂园	6237	3%	280.7	100	2.81	56.2	5000	0.84
合计	9360	3%	421.2	100	4.21	84.3	5000	1.26

资料来源: wind、奥维云网、招商证券

假设高端精装房占比为 5% 情景测算:

表 5: 5% 高端精装房占比假设之下弹性测算

公司	新增销售面积(万平方米)	高端精装房占比	墙布需求面积(万平方米)	墙布销售单价(元/平米)	墙布销售额(亿元)	房屋数量(万套)	窗帘单价(元/套)	窗帘销售额(亿元)
保利	3123	5%	234.2	100	2.34	28.1	5000	0.70
碧桂园	6237	5%	467.8	100	4.68	56.2	5000	1.41
合计	9360	5%	702.0	100	7.02	84.3	5000	2.11

资料来源: wind、奥维云网、招商证券

➤ 地产下游物业平台物业赋能逻辑 (B2B2C):

物业平台赋能模式之下, 公司可通过保利物业和碧桂园物业进行引流, 从而实现产品销售。物业平台与业主具有天然关系, 无论是新房交房还是老旧小区, 业务与物业打交道次数很多, 每次接触本质上都是一次流量导入。物业公司可趁此开展增值服务, 而引入流量销售墙布、窗帘等消费品无疑是可行的。依旧以 2019 年数据为基础进行测算, B2B2C 模式分为两部分新房导流和旧房翻新。

新房导流测算: 由于墙布本质上是消费升级, 而新房交房后一般业主会进行二次装修, 精装房和非精装房均可二次装修时粘贴墙布。由于该部分核心是物业平台引流, 因此核心因素为转化率, 假设流量转化率为 10%、20% 和 30% 三种情景进行弹性测算, 天洋墙布终端销售单价为 100 元/平米, 同时考虑到公司给经销商价格为终端价格 40%, 上海天洋可每年新增销售额为 7.30 亿元、14.60 亿元和 21.91 亿元。

假设流量转化率为 10% 情景测算:

表 6: 10% 流量转化率假设之下新房弹性测算

公司	新增销售面积(万平方米)	流量转化率	墙布需求面积(万平方米)	墙布销售单价(元/平米)	墙布销售额(亿元)	房屋数量(万套)	窗帘单价(元/套)	窗帘销售额(亿元)
保利	3123	10%	486.5	100	4.86	28.1	5000	1.41
碧桂园	6237	10%	935.6	100	9.36	56.2	5000	2.81
合计	9360	10%	1404.0	100	14.04	84.3	5000	4.22

资料来源: wind、奥维云网、招商证券

假设流量转化率为 20% 情景测算:

表 7: 20% 流量转化率假设之下新房弹性测算

公司	新增销售面积(万平方米)	流量转化率	墙布需求面积(万平方米)	墙布销售单价(元/平米)	墙布销售额(亿元)	房屋数量(万套)	窗帘单价(元/套)	窗帘销售额(亿元)
保利	3123	20%	936.9	100	9.37	28.1	5000	2.81
碧桂园	6237	20%	1871.1	100	18.71	56.2	5000	5.62
合计	9360	20%	2808.0	100	28.08	84.3	5000	8.43

资料来源: wind、奥维云网、招商证券

假设流量转化率为 30%情景测算：

表 8：30%流量转化率假设之下新房弹性测算

公司	新增销售面积 (万平方米)	流量转化率	墙布需求面积 (万平方米)	墙布销售单价 (元/平米)	墙布销售额 (亿元)	房屋数量 (万套)	窗帘单价 (元/套)	窗帘销售额 (亿元)
保利	3123	30%	1405.4	100	14.05	28.1	5000	4.22
碧桂园	6237	30%	1871.1	100	28.07	56.2	5000	8.43
合计	9360	30%	4212.0	100	42.12	84.3	5000	12.65

资料来源：wind、奥维云网、招商证券

旧房翻新导流测算：旧房翻新模式下，本质上也是物业平台导流的过程。根据 2019 年数据，保利和碧桂园物业合同面积为 49300 万平方米和 74580 万平方米，假设单套房屋面积依旧为 111 平米，则对对应存量房分别为 444.1 万套和 671.9 万套。根据中国装饰建筑业协会数据，假设存量住宅翻新率为 2%，按照旧小区流量转化率分别为 5%、10% 和 15% 三种情景假设进行弹性测算，同时考虑到公司给经销商价格为终端价格 40%，上海天洋可每年新增销售额为 0.97 亿元、1.93 亿元和 2.90 亿元。

假设流量转化率为 5%情景测算：

表 9：5%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算

公司	物业管理合同面积 (万平方米)	翻新率	流量转化率	墙布需求面积 (万平方米)	墙布销售单价 (元/平米)	墙布销售额 (亿元)	房屋数量 (万套)	窗帘单价 (元/套)	窗帘销售额 (亿元)
保利	49300	2%	5%	74.0	100	0.74	444.1	5000	0.22
碧桂园	74580	2%	5%	111.9	100	1.12	671.9	5000	0.34
合计	123880	2%	5%	185.8	100	1.86	1116	5000	0.56

资料来源：保利物业公告、碧桂园服务公告、奥维云网、招商证券

假设流量转化率为 10%情景测算：

表 10：10%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算

公司	物业管理合同面积 (万平方米)	翻新率	流量转化率	墙布需求面积 (万平方米)	墙布销售单价 (元/平米)	墙布销售额 (亿元)	房屋数量 (万套)	窗帘单价 (元/套)	窗帘销售额 (亿元)
保利	49300	2%	10%	147.9	100	1.48	444.1	5000	0.44
碧桂园	74580	2%	10%	223.7	100	2.24	671.9	5000	0.67
合计	123880	2%	10%	371.6	100	3.72	1116	5000	1.12

资料来源：保利物业公告、碧桂园服务公告、奥维云网、招商证券

假设流量转化率为 15%情景测算：

表 11：15%流量转化率假设之下旧房翻新弹性测算

公司	物业管理合同面积 (万平方米)	翻新率	流量转化率	墙布需求面积 (万平方米)	墙布销售单价 (元/平米)	墙布销售额 (亿元)	房屋数量 (万套)	窗帘单价 (元/套)	窗帘销售额 (亿元)
保利	49300	2%	15%	221.9	100	2.22	444.1	5000	0.67
碧桂园	74580	2%	15%	335.6	100	3.36	671.9	5000	1.01
合计	123880	2%	15%	557.5	100	5.57	1116	5000	1.67

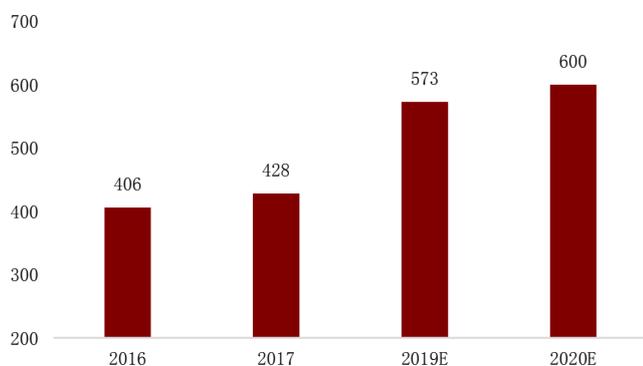
资料来源：保利物业公告、碧桂园服务公告、奥维云网、招商证券

4、受益于环保限产，公司热熔胶份额有望提升

4.1 下游应用领域广泛，行业稳定增长

胶粘剂市场需求持续扩大。2017 年全球胶粘剂市场规模为 428 亿美元，BCC research 预测 2020 年市场规模将上升至 600 亿美元，2017-2020 年 CAGR 为 11.9%。中国在全球胶粘剂市场中占重要地位，2018 年中国胶粘剂市场销售额为 1028 亿元，约占全球的三分之一。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会预计，中国市场规模将在 2020 年达到 1328 亿元。在我国经济发展及产业结构升级的大背景下，胶粘剂市场潜力巨大，全球胶粘剂消费中心随着中国胶粘剂市场规模的扩张，有望进一步向中国转移。

图 28 全球胶粘剂市场规模（亿美元）



资料来源：BCC research、招商证券

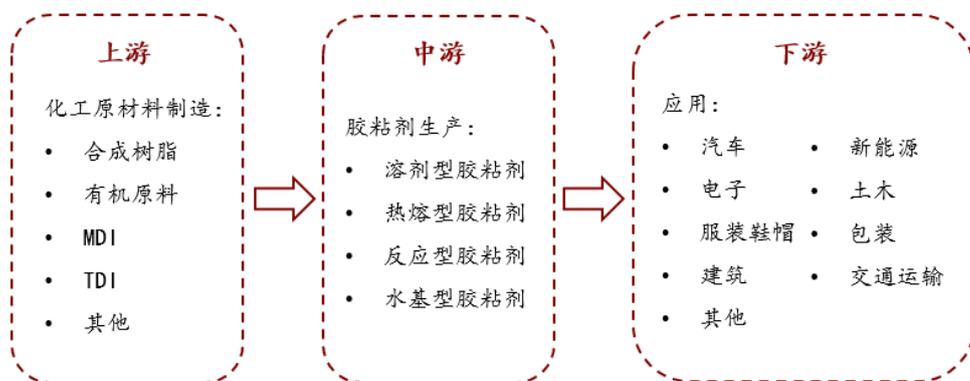
图 29 中国胶粘剂销售额（亿元）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、招商证券

下游应用广泛，多产业助力热熔胶需求稳定增长。公司热熔胶业务集中针对服饰、汽车、建筑、光伏等多个工业下游应用领域。汽车领域，新能源汽车销量增长、国家对车内装饰环保要求趋严；光伏领域，光伏新政将产业重点放到优质增效上，加速产业升级，培育增长新动能；建筑领域，城镇化加快，建筑装修需求快速增长，国家大力提倡可再生环保型装修材料，下游行业的诸多机遇为热熔胶需求稳定增长奠定基础。

图 30 胶粘剂上下游产业链



资料来源：新材料在线、招商证券

4.2 安全环保要求趋严，公司有望承接关停企业市场份额

安全环保事故频发，化工监察整治力度加码。江苏响水“321”化工厂特大爆炸事故导

致 78 人死亡，超 600 人受伤，引起国家对化工行业安全生产的高度重视。随着多起环
保安全事故的发生，国家逐步加大督查力度，陆续出台政策以期规范化工生产。2018
年起各省市大力推进化工企业“退城入园”，要求中小型与存在高危隐患的大型企业尽
快改造以向高标准靠拢，搬进设施完备的化工园区，以削弱安全隐患，降低潜在事故可
能对周边居民造成的影响，起到整治化工行业安全、环保乱象的作用。

表 12：江苏省关于化工企业环保政策

时间	省份	政策	相关内容
2016 年 10 月	江苏	深入推进全省化工行业转型发展的实施意见	坚决淘汰落后产能，企业生产装置长期停车、产品市场低迷、技术工艺落后、装置重启存在不可控安全环保问题的，以及经整改仍不达标的危化品码头，一律实施关停并转。
2017 年 2 月	江苏	开展全省化工企业“四个一批”专项行动	一是所有化工生产企业（含规模以下），由设区市经济和信息化部门负责认定；二是构成重大危险源的危险化学品经、仓储企业，由设区市安监、交通运输（港口）部门负责认定；三是在港区规划范围内危化品仓储企业和危化品码头、由设区市交通运输（港口）、安监部门负责认定。
2018 年 1 月	江苏	江苏省推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案	2018 年 12 月底前中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业全部启动搬迁改造，2020 年底前完成。
2018 年 6 月	江苏	全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案	全面淘汰退出落后低端化工产能，全面整治化工园区和企业的环境污染等突出问题。
2019 年 6 月	江苏	江苏省长江保护修复攻坚战行动计划实施方案	严禁在长江干支流 1 公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目，依法淘汰取缔违法违规工业园区。对沿江 1 公里范围内违法违规危化品码头、化工企业限期整改或依法关停，沿长江干支流两侧 1 公里范围内且在化工园区外的化工生产企业原则上 2020 年底前全部退出或搬迁，到 2020 年底，全省化工企业入园率不低于 50%。
2019 年 9 月	江苏	关于下达 2019 年全省化工产业安全环保整治提升工作目标任务的通知	全省共排查出列入整治范围的化工生产企业 4022 家，计划关闭退出 1431 家，停产整改 267 家、限期整改 1302 家、异地迁建 77 家、整治提升 945 家。2019 年全省计划关闭退出 579 家，计划关闭和取消化工定位的化工园区（集中区）9 个。

资料来源：地方政府网站、招商证券整理

竞争者停产关厂，公司乘势抢占市场份额。根据江苏省 2019 年 9 月发布的有关“化工企业安全环保整治”的通知，全省计划关闭退出 579 家化工企业，计划关闭和取消 9 个园区的化工定位。其中待整治的启东滨江化工园拥有很多热熔胶生产企业整体产能约 2-3 万吨。此次整治将会导致相关企业停产甚至关闭。鉴于公司产区不在此次整治范围内，且产区搬迁合并后目前南通产能已趋于稳定，公司有望直接受益，将有助于公司产能集中释放和市场份额进一步提升。

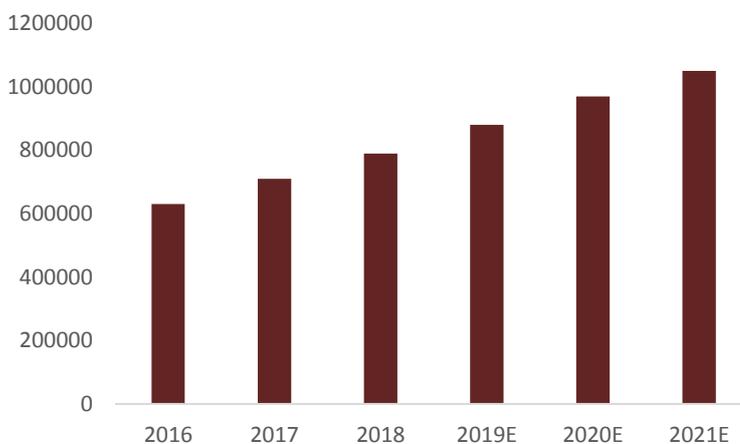
5、进口替代空间大，公司电子胶业务将充分受益

5.1 电子胶空间大，进口替代势在必行

电子胶市场规模已超百亿。胶粘剂在电子元器件的生产、组装部件灌封等方面发挥着重要作用，胶粘剂的使用有利于提高电子元器件的抗冲击震动、防尘防潮、电绝缘导热的能力。《2017-2022 年中国电子胶粘剂行业市场需求与投资咨询报告》显示，2016 年，中国电子胶粘剂市场规模已经达到了 91.7 亿元，同比增长 12.1%。据此预估，2019 年

高速发展的中国电子胶粘剂市场规模应已超 100 亿元。

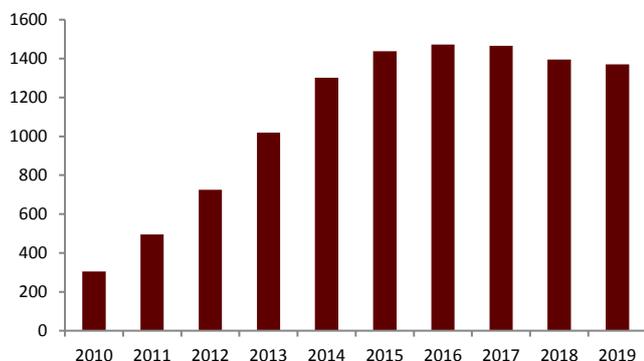
图 31 中国电子胶粘剂需求量测算（单位：吨）



资料来源：中国产业信息网、招商证券

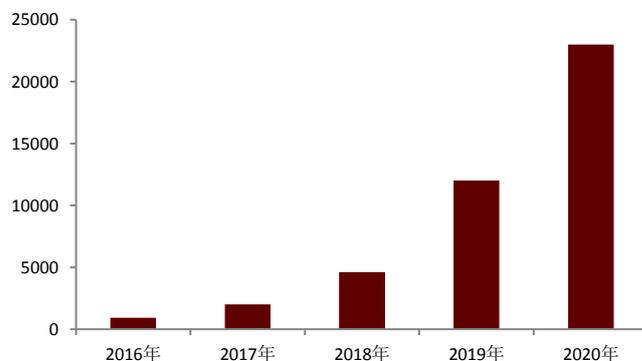
消费电子创新升级驱动电子胶需求持续增加。胶黏剂在消费电子中应用广泛，根据 IDC 数据，2018 年全球智能手机和平板电脑出货量分别为 14.05 亿部、1.44 亿台。随着 5G 时代到来，消费电子换机周期，有望带动出货量持续提升。同时消费电子新一轮创新周期到来，光学多摄像头方案渗透率逐步提升、声学 TWS 耳机快速崛起，都将为电子级胶黏剂带来旺盛需求。

图 32 全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：wind、招商证券

图 33 全球 TWS 耳机出货量（万副）



资料来源：counterpoint、招商证券

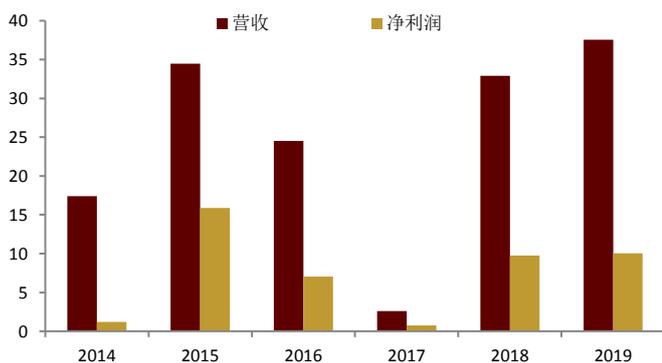
电子胶行业市场竞争激烈，中外企业并存。2016 年，中国电子胶粘剂行业内企业数量达到了 1525 家，其中 80% 以上为中小型企业，市场集中度低。中高端产品多数为跨国企业所垄断，典型代表为德国汉高、美国陶氏化学以及富乐。少数国内企业能够与国外企业竞争，典型代表为硅宝科技、回天新材、康达化工、高盟新材。2017 年行业前四市占率不足 15%。

电子胶壁垒高，进口替代势在必行。技术和客户认证是电子胶黏剂行业最大壁垒。近些年消费电子产能持续向国内转移，内资企业在长期配套过程中已取得长足技术积淀，产品性能已达到国际水平。同时华为、小米和 OPPO 等终端厂商强势崛起，势必将带动本土配套。加之贸易环境倒逼终端厂商要求对产业链自主，国内电子粘胶剂厂商有望凭借本土和性价比优势加速实现进口替代。

5.2 信友和泰盛专注电子胶业务，未来有望充分受益

专注光学和声学胶黏剂，信友新材率先卡位。信友新材在微电子行业以光学和声学模组用胶黏剂作为重点开发方向。电子胶目前主要被汉高、富乐等国外企业所垄断，但信友新材经过多年研发，已经拥有摄像模组、显示模组、防水胶、电子组装和外壳粘接等几大类成熟的产品系列，在手机摄像模组行业优势尤为突出，目前模组产品能够满足自动对焦、高精度涂覆与低温快速固化等更高要求。公司经过多年技术积累，产品性能优越，已具备替代国外同类产品的能力。

图 34 2014-2019 年信友新材营收利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 35 信友新材客户情况



资料来源：公司公告、招商证券

续拓展大客户，未来将充分受益国产替代。电子胶国产化趋势明确，凭借持续研发，目前在光学模组领域已经与舜宇光学、欧菲光、丘钛科技等下游核心客户形成稳定的合作关系；在声学领域，公司研发 TWS 耳机胶黏剂，紧跟 TWS 耳机快速放量趋势，目前已经为歌尔股份稳定供货，并不断的开拓新的应用领域。公司采取大客户战略，随着 5G 带动新一轮消费电子周期以及国产化推动，公司未来将充分享受国产替代，并与大客户共同成长。

泰盛精化专业从事电子密封胶，产品应用领域广泛。公司致力于电子组装、新能源、汽车、工程机械、轨道交通等几大领域的各种粘接及封装问题。产品应用范围涵盖轻量化汽车、新能源，工程机械、手机、笔电、5G 通信、安防、声学 and 光学等相关行业以及上下游产业链。电子胶粘剂和工业胶粘剂较强市场技术壁垒，随着需求不断释放，公司未来前景广阔。

6、盈利预测与投资评级

核心假设如下：

- 1、热熔胶粉胶粒业务：2020 年受疫情影响会出现下滑，但由于江苏环保限产关停部分竞争对手产能，公司后续份额有望提升，因此假设 2020-2022 年胶粉胶粒销量增速为-10%、30%和 30%。
- 2、热熔墙布业务：2020 年虽然有疫情影响，但上半年经销高端依然有 43%增长，但考虑到公司取消了直营业务，因此假设 2020 年墙布销量增长 40%，2021 年增长 50%；假设 2021 年 B 端开始拓展，按照此前假设高端精装房 1%占比、新房 20%流量转化率、旧房 5%转化率测算，但考虑到预计上半年小规模、下半年开始大规模放量，再次假设 2021 年 B 端销量为理论测算全年的 40%。

3、电子胶业务：主要是信友和泰盛新材贡献，电子胶未来需求广阔，且公司产品已经接入大客户，未来有望开始加速放量，因此假设电子胶销量增速为 25%、40% 和 40%。

表 13：收入结构拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
销售收入	总收入	560.6	659.1	661.6	1685.7	2322.1
	热熔胶胶粉及胶粒	296.8	331.7	292.5	372.7	474.8
	膜类	189.0	212.2	217.8	244.3	270.6
	热熔墙布	32.2	50.7	67.4	769.3	1142.4
	窗帘				188.2	282.3
	电子工业胶	33.0	37.6	46.5	64.4	92.5
增长率	总收入增长率	23.2%	17.5%	0.4%	154.8%	37.8%
	热熔胶胶粉及胶粒	8.7%	11.7%	-11.8%	27.4%	27.4%
	膜类	24.7%	12.3%	2.6%	12.1%	10.8%
	热熔墙布	43.1%	57.3%	33.0%	1041.8%	48.5%
	窗帘					50.0%
	电子工业胶		13.8%	23.8%	38.6%	43.6%
毛利率	综合毛利率	27.1%	28.5%	34.1%	40.8%	42.3%
	热熔胶胶粉及胶粒	28.6%	28.5%	27.8%	27.0%	27.8%
	膜类	14.3%	18.9%	17.3%	17.1%	19.1%
	热熔墙布	58.6%	46.8%	46.8%	47.3%	47.6%
	窗帘				47.3%	47.6%
	电子工业胶	57.0%	57.0%	57.0%	57.4%	57.4%

资料来源：招商证券测算

据此测算，我们预计公司 2020-2022 年营收为 6.62 亿、16.86 亿和 23.22 亿元，净利润为 0.48 亿、1.74 亿和 2.88 亿元，当前市值 42.19 亿元对应 PE 为 87.4/24.3 和 14.6 倍，上调为“强烈推荐-A”评级，看好公司墙布领域快速发展。

7、风险提示

1、B 端业务进展不及预期

公司产品力足够强，同时经销商 C 端布局较快。但 B 端业务突破使得公司商业逻辑发生重大变化，这也是预计公司墙布未来快速放量的核心原因。但如果 B 端推进不及预期，可能导致墙布难以突破式放量。

2、物业流量转化率低

B 端业务中很重要的体系是物业平台引流，但如果流量转化率较低，也可能导致墙布放量不及预期。

3、公司产品竞争力不足

墙布市场竞争激烈，公司产品目前看具备明显优势。但如果随之后续放量，公司不能做好产品品控管理，则可能会导致产品竞争力不够，业务进展也会受到影响。

4、疫情影响

国内疫情目前已经取得阶段性胜利，但不排除后续有二次反弹过程。如果出现则可能对国内经济环境造成影响，墙布作为消费品，势必会受到影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	470	531	548	859	1171
现金	118	71	120	144	201
交易性投资	0	19	19	19	19
应收票据	44	5	5	14	19
应收款项	150	166	148	271	373
其它应收款	1	10	10	25	34
存货	110	150	136	199	267
其他	46	111	111	188	258
非流动资产	508	541	753	966	1178
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	174	405	626	847	1067
无形资产	93	91	81	73	66
其他	240	46	46	45	45
资产总计	978	1073	1302	1824	2349
流动负债	247	373	558	899	1150
短期借款	130	168	395	551	690
应付账款	59	97	90	205	276
预收账款	8	9	9	20	27
其他	49	98	65	122	158
长期负债	91	85	85	85	85
长期借款	75	64	64	64	64
其他	16	20	20	20	20
负债合计	339	457	643	983	1235
股本	78	109	109	109	109
资本公积金	373	326	326	326	326
留存收益	175	174	211	371	607
少数股东权益	14	6	12	35	72
归属于母公司所有者权益	626	609	646	806	1042
负债及权益合计	978	1073	1302	1824	2349

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	42	46	102	153	230
净利润	35	17	48	174	288
折旧摊销	22	5	10	10	9
财务费用	7	11	15	47	37
投资收益	(2)	(2)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(20)	17	24	(120)	(159)
其它	1	(3)	12	50	62
投资活动现金流	(84)	(69)	(223)	(223)	(223)
资本支出	(117)	(64)	(231)	(231)	(231)
其他投资	32	(5)	8	8	8
筹资活动现金流	91	(30)	171	94	50
借款变动	128	28	197	156	139
普通股增加	18	31	0	0	0
资本公积增加	(18)	(47)	0	0	0
股利分配	(39)	(35)	(11)	(14)	(52)
其他	3	(8)	(15)	(47)	(37)
现金净增加额	49	(53)	49	24	57

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	561	659	662	1686	2322
营业成本	408	471	436	998	1339
营业税金及附加	4	5	5	14	19
营业费用	52	62	62	165	223
管理费用	30	44	53	164	225
研发费用	17	18	20	51	70
财务费用	3	12	15	47	37
资产减值损失	(8)	(21)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	6	6	6	6
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	42	33	78	256	418
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	1	11	11	11	11
利润总额	44	23	68	245	407
所得税	6	4	13	49	81
少数股东损益	3	2	6	23	37
归属于母公司净利润	35	17	48	174	288

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	23%	18%	0%	155%	38%
营业利润	8%	-21%	135%	226%	63%
净利润	-6%	-52%	184%	260%	66%
获利能力					
毛利率	27.2%	28.5%	34.1%	40.8%	42.3%
净利率	6.3%	2.6%	7.3%	10.3%	12.4%
ROE	5.6%	2.8%	7.5%	21.6%	27.7%
ROIC	4.4%	4.3%	6.7%	16.6%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	42.6%	49.4%	53.9%	52.6%
净负债比率	23.5%	24.5%	35.3%	33.7%	32.1%
流动比率	1.9	1.4	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.5	1.0	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.9	1.0
存货周转率	4.2	3.6	3.0	6.0	5.7
应收帐款周转率	3.0	3.6	4.1	7.7	6.9
应付帐款周转率	10.4	6.0	4.7	6.8	5.6
每股资料 (元)					
EPS	0.23	0.11	0.32	1.14	1.89
每股经营现金	0.28	0.30	0.66	1.00	1.51
每股净资产	4.09	3.98	4.22	5.27	6.81
每股股利	0.23	0.07	0.09	0.34	0.57
估值比率					
PE	120.1	248.6	87.4	24.3	14.6
PB	6.7	6.9	6.5	5.2	4.1
EV/EBITDA	56.5	77.5	34.1	11.3	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研究发展中心，中小盘团队核心成员，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。