

共创草坪 (605099)

证券研究报告

2020年11月24日

全球人造草龙头，技术+渠道优势突出

全球人造草坪龙头企业，越南产能投产有望持续提升业绩

公司是全球产销规模最大的人造草坪生产企业，自2011年公司连续9年人造草坪销量位居世界第一。据AMI Consulting数据，按照销量口径统计，公司2019年全球市场占有率达到15.00%。公司主营业务为休闲草和运动草，2019年营收占比分别为61.45%和33.15%；此外，公司业务以出口为主，2019年外销收入占比83%。截至2019年末，公司全部产能为5,040万平方米；此次募投越南新建项目，目前一期（2000万m²/年）满产生产，预计明年二期（1600万m²/年）投产，减少关税影响，更具成本优势。

人造草坪行业高景气，休闲草为行业主要增量

2019年全球人造草坪销售金额为178亿元人民币，销量为2.97亿平方米。据AMI Consulting数据，2015-19年全球人造草坪销量CAGR 14.83%。其中2019年全球运动草和休闲草销量分别为1.6亿平方米和1.37亿平方米，预计2023年销量分别达到2.19亿平方米和2.39亿平方米。运动草增长来源为发展中国家加大运动场地投入和发达国家更新存量运动草坪；休闲草增长原因是产品性能提升，个性化需求得到满足，大型家居连锁超市、园艺公司、DIY等销售方式从北美等成熟市场向其他地区拓展。

三大优势构建公司竞争壁垒，优势突出，拉动公司未来长期稳健增长

客户资源稳定：公司同时获得FIFA、World Rugby、FIH人造草坪优选供应商品牌，合作关系紧密。

技术研发领先：公司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，在人造草坪行业新技术、新工艺领域进行了前瞻性的研发布局。目前公司自主研发的在研产品，部分性能指标已远高于行业最权威的FIFA Quality Pro标准，新型可回收人造草坪产品逐步开始销售。公司已取得授权专利共29项，其中发明专利11项、实用新型18项。

销售网络布局广泛：截至2019年12月末，公司拥有销售人员182人，产品远销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲等120多个国家和地区。运动草方面，公司主要采用直销模式；休闲草方面，基于终端客户极为分散的特点，公司主要采用批发模式。公司全球化的销售网络、一站式的服务优势会持续凸显，市占率有望进一步提升。

首次覆盖给予买入评级。我们预计公司2020-2022年收入分别为18.35/22.97/28.54亿元，同比增长分别为18.09%、25.21%、24.26%；实现归母净利润分别为4.07/4.93/5.93亿元，同比增长为43.17%、21.08%、20.23%。预计2020-2022年EPS分别为1.02/1.23/1.48元，对应PE为30.74/25.39/21.12倍。根据行业平均估值，及新股上市和龙头公司溢价，给予21年估值30倍，目标价36.9元。

风险提示：国际贸易摩擦风险、赛事供应商资格续约不确定风险、国际化运营管理风险、客户依赖风险、财务风险、募集资金投资项目风险。

投资评级

行业 轻工制造/其他轻工制造

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 34.1元

目标价格 36.9元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.09
流通A股股本(百万股)	40.09
A股总市值(百万元)	13,643.07
流通A股市值(百万元)	1,367.07
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	17.29
一年内最高/最低(元)	35.15/20.38

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,397.68	1,553.54	1,834.65	2,297.19	2,854.41
增长率(%)	12.77	11.15	18.09	25.21	24.26
EBITDA(百万元)	268.47	436.25	460.84	567.99	695.92
净利润(百万元)	228.31	284.60	407.48	493.38	593.18
增长率(%)	(4.87)	24.66	43.17	21.08	20.23
EPS(元/股)	0.57	0.71	1.02	1.23	1.48
市盈率(P/E)	54.87	44.01	30.74	25.39	21.12
市净率(P/B)	18.36	13.65	9.21	6.76	5.12
市销率(P/S)	8.96	8.06	6.83	5.45	4.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.65	21.01	16.37

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 人造草坪行业的全球龙头企业	4
1.1. 深耕人造草坪行业十余年，全球占有率 15%.....	4
1.2. 公司主产品为运动草和休闲草，19 年底全部产能达 5,040 万平方米.....	5
1.3. 20Q1-Q3 营收 13.43 亿同比增 15.0%，归母净利 3.14 亿同比增 48.4%.....	8
2. 人造草坪市场快速增长，头部集中市场份额占比高	12
2.1. 人造草坪市场需求拉动供给，2015-19 年产销量 CAGR 接近 15%.....	12
2.1.1. 全球人造草坪市场需求快速增长，2015-2019 年 CAGR 14.83%.....	12
2.1.2. 全球人造草坪市场需求带动厂商供给增长，亚太地区产量占全球 62.33%.....	13
2.1.3. 我国人造草坪市场发展迅速，在全球市场销量占比 25.16%.....	13
2.2. 运动草、休闲草经营模式相异，地域性特征明显.....	13
2.3. 人造草坪行业市场集中度高，不同地区存在多竞争对手.....	13
2.3.1. TOP10 人造草坪企业销量占比为 51%，行业领先企业竞争优势明显.....	13
2.3.1. 贸易摩擦导致关税增加，不同地区面临不同竞争对手.....	14
3. 辛勤耕耘造就全球行业龙头地位，海外市场前景广阔	15
3.1. 数十载积淀遥遥领先，技术产能强化销售竞争力.....	15
3.1.1. 市场地位和行业认证打造品牌优势.....	15
3.1.2. 技术水平和生产能力保证产品优势.....	15
3.1.3. 广泛稳定的客户网络奠定公司整体渠道销售优势.....	16
3.2. 全球人造草坪行业规模持续扩大，国家政策助力产业蓬勃发展.....	16
3.2.1. 国家政策大力支持体育产业发展.....	16
3.2.2. 我国人造草坪企业研发制造能力不断增强.....	16
3.3. 富有经验的经营层为公司持续扩张提供管理保障.....	17
4. 募投项目	17
5. 盈利预测及估值	18
6. 风险提示	19
6.1. 国际贸易摩擦风险.....	19
6.2. 赛事供应商资格续约不确定风险.....	19
6.3. 国际化运营管理风险.....	19
6.4. 客户依赖风险.....	19
6.5. 财务风险.....	20
6.6. 募集资金投资项目风险.....	20

图表目录

图 1：共创草坪发展历程.....	4
图 2：运动草坪系统.....	5
图 3：运动草产品主要应用场景.....	5

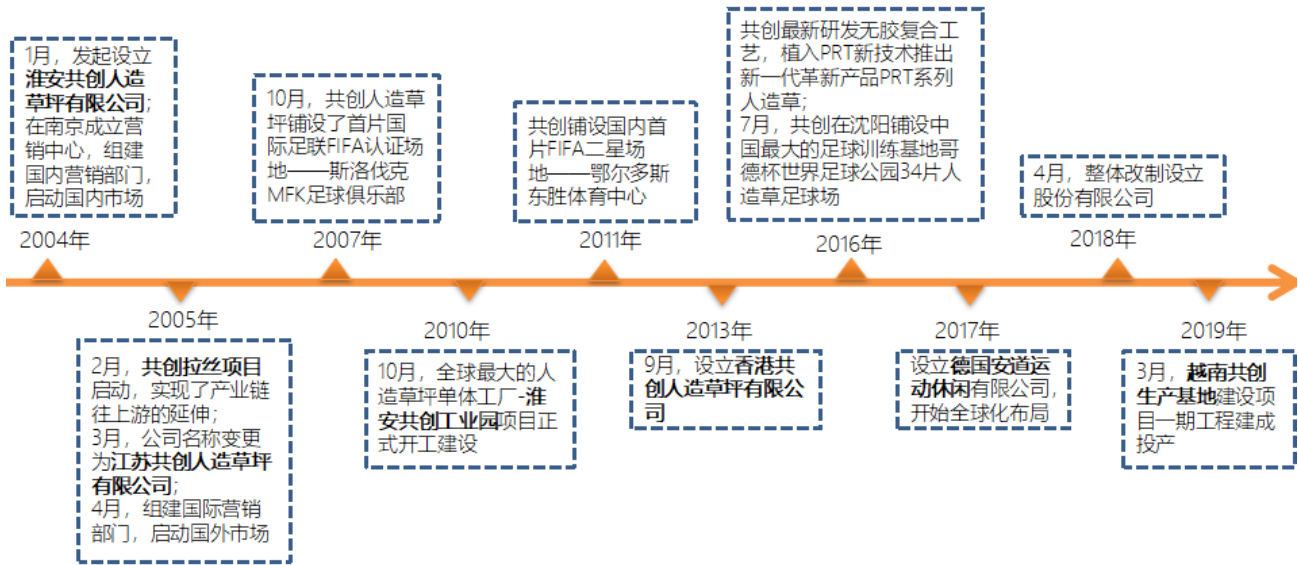
图 4: 休闲草坪系统.....	6
图 5: 休闲草产品主要应用场景.....	7
图 6: 前期主要生产工序.....	7
图 7: 后期主要生产工序.....	7
图 8: 20Q1-Q3 公司营收 13.43 亿元, 同比增长 15.02%.....	8
图 9: 2017 至 2019 年, 休闲草销售收入占主营业务收入的比例为 59.65%、61.75%和 61.67%.....	8
图 10: 2017-2019 年, 境外销售收入占主营业务收入的比例为 80.62%、83.90%和 83.03%.....	9
图 11: 2017-2019 年, 批发销售收入占主营业务收入的比例为 62.63%、65.54%和 65.31%.....	10
图 12: 20Q1-Q3 营业成本 8.36 亿, 同比增长 11.91%.....	10
图 13: 公司历史毛利润 (左轴, 亿元) 及毛利率 (右轴) 情况.....	11
图 14: 公司各项费用率情况历史数据.....	11
图 15: 20Q1-Q3 归母净利 3.14 亿, 同比增长 48.39%, 净利率 23.37%, 同比增长 5.26pct.....	11
图 16: 公司历史经营活动现金流情况.....	12
图 17: 公司历史现金总量情况.....	12
图 18: 公司组织架构.....	17
表 1: 共创草坪所获成就.....	4
表 2: 2019 年公司全年平均产能为 4,500 万平方米.....	7
表 3: 2019 年度公司前五大客户 (合并口径) 基本情况 (万元).....	8
表 4: 除发行人外, 2019 年全球人造草坪销量前 10 大企业.....	14
表 5: 各大区中主要进口国针对公司产品的进口政策及贸易摩擦情况.....	14
表 6: 公司上述主要出口国的市场竞争格局.....	15
表 7: 公司募集资金投资项目.....	17
表 8: 盈利预测 (亿元, %).....	18
表 9: 共创草坪相对估值.....	18

1. 人造草坪行业的全球龙头企业

1.1. 深耕人造草坪行业十余年，全球占有率 15%

江苏共创人造草坪股份有限公司成立于 2004 年，是一家专业从事人造草坪的研发、制造和销售，全球生产和销售规模最大的人造草坪企业。公司自设立以来始终致力于深耕人造草坪行业，经过十余年不懈努力，从一家规模较小的地方企业成长为人造草坪行业的全球龙头企业，根据 AMI Consulting 发布的全球人造草坪行业数据，按销量口径统计公司 2019 年全球市场占有率达 15%。

图 1：共创草坪发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有年产 5040 万平方米人造草坪的生产能力，越南共创生产基地建设项目逐步建成投产，进一步拉开与竞争对手的产能差距。全球员工人数 3000 多人，公司运营中心位于江苏南京，生产基地占地面积 1200 多亩，分别位于淮安施河镇、淮安共创工业园以及越南西宁省福东工业园，海外销售公司位于德国法兰克福。

公司拥有一支在分子化合物材料、工艺流程设计、设备研究等方面经验丰富的研发团队，在人造草坪行业新技术、新工艺、新设备领域进行了前瞻性的研发布局。公司已建立起全球化的销售网络，产品远销全球 120 多个国家和地区。公司是国家标准《体育用人造草》(GB/T20394)的起草单位，是中国体育用品业联合会人造草专业委员会第一届主任委员单位。

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的高度认可。截至 2019 年末，公司是 FIFA (国际足联) 7 家全球人造草坪优选供应商之一，同时还是 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。

表 1：共创草坪所获成就

年份	成就
2004	产品销量进入国内前三甲
2005	产品销量达到国内第一

2006	产品产销量位居亚洲区域人造草坪制造商首位
2007	产品销量位居亚太地区人造草坪制造商首位
2008	共创与 FIFA 签约，获得 FIFA 认证证书；产品产销量位居全球人造草坪制造商前五名
2009	跃居全球人造草坪制造商前三强
2012	3 月，人造草坪行业权威调研机构 AMI 显示：2011 年共创人造草坪有限公司的市场份额为 10%，位居全球第一
2013	9 月，共创成为全球九大国际足联优选供应商
2017	被评为国家体育产业示范单位；成为世界曲棍球联合会优选供应商；成为世界橄榄球联合会优选供应商

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司主要产品为运动草和休闲草，19 年底全部产能达 5,040 万平方米

公司人造草坪产品分为运动草和休闲草两类。其中运动草，公司可生产高耐磨度、高回弹性能、高拔脱力以及抗老化的产品，可应用于足球、曲棍球、橄榄球等不同运动场地。休闲草，公司可生产不同外观、不同颜色，具有优质耐候性、防褪色性和环保的产品，可满足客户居家、商业场所等各种定制化场景。

● 运动草产品

运动草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。运动草主要强调产品的耐磨性、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。运动草的草丝高度较高，一般为直丝单织。

运动场地铺装最终为运动草坪系统。除公司生产的运动草外（即下图的草丝和底布），运动草坪系统还包括填充物（包括橡胶颗粒、填砂等）、弹性垫等部分，具体如下图所示：

图 2：运动草坪系统



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司运动草产品主要应用场景如下：

图 3：运动草产品主要应用场景

足球场



曲棍球场



橄榄球场



多功能场地



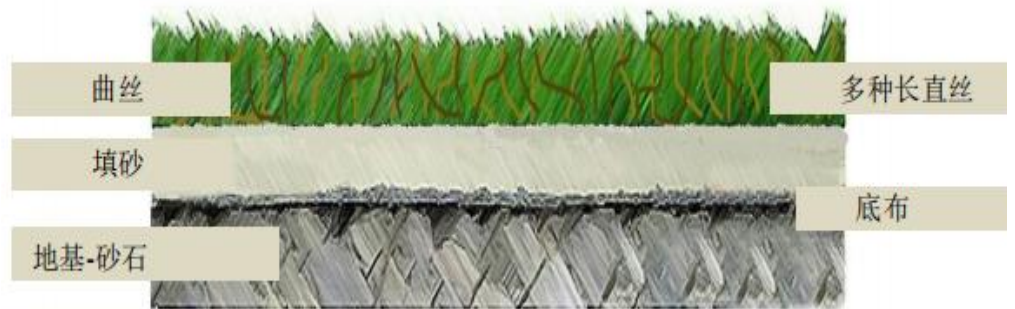
资料来源：招股书，天风证券研究所

● 休闲草产品

休闲草用于休闲景观场地铺装，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。休闲草强调产品的美观、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。休闲草的草丝高度相对较低，一般为直丝和曲丝混织。

休闲景观场地铺装最终为休闲草坪系统。与运动草坪系统不同，休闲草坪系统一般填充物仅包括填砂（保证草丝直立），且并无弹性垫部分，具体如下图所示：

图 4：休闲草坪系统



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司休闲草产品主要应用场景如下：

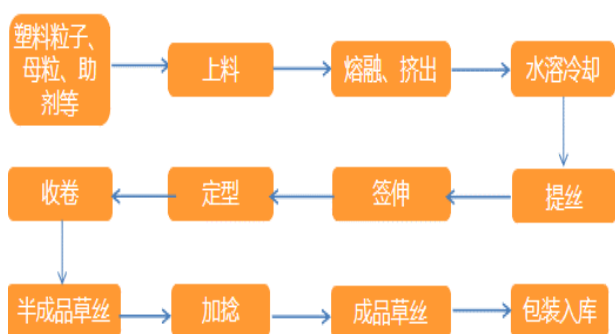
图 5：休闲草产品主要应用场景



资料来源：招股书，天风证券研究所

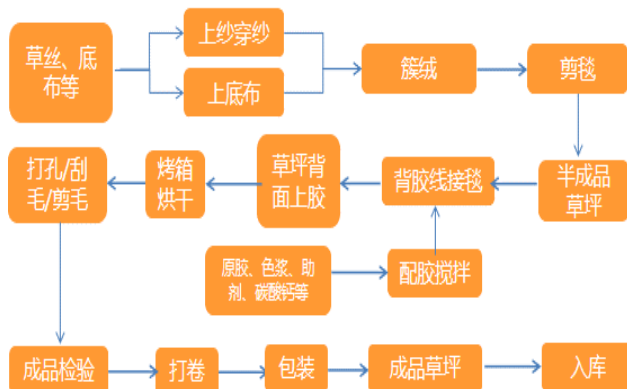
公司运动草和休闲草的生产工艺流程一致。前期生产流程主要是通过拉丝、加捻两道工序生产成品草丝，形成存货中半成品；后期生产流程主要是将草丝通过簇绒、背胶等工序生产成品草坪，形成存货中库存商品。

图 6：前期主要生产工序



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 7：后期主要生产工序



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司主要采用以销定产的生产模式，一般销售部门签订销售订单后会转交给商务部门，由商务部门制定排产计划。生产部门获得排产计划后，根据物料清单及原材料库存情况进行采购，后续再按排产计划的要求以及公司生产工艺进行产品生产。

2019 年，越南共创投产后产能逐步释放，公司全年平均产能 4500 万平方米。截至 2019 年末，公司全部产能 5040 万平方米。

表 2：2019 年公司全年平均产能为 4,500 万平方米

年度	产能 (万平方米)	产量 (万平方米)	销量 (万平方米)	产能利用率	产销率
2019	4500	4097	4069	91.04%	99.32%
2017	3810	3796	3767	99.63%	99.24%
2018	3450	3444	3240	99.83%	94.08%

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 3：2019 年度公司前五大客户（合并口径）基本情况（万元）

客户名称	国别	客户类型	主要产品	销售金额	销售占比
Polyloom 公司	美国	批发	休闲草	6,156.86	3.96%
Syn-Turf 公司	美国	批发	休闲草	5,395.92	3.47%
Tuff Turf 公司	澳大利亚	批发	休闲草、运动草	4,994.69	3.22%
安达屋集团	法国	超市	休闲草	4,037.42	2.60%
Artificial Grass Contractors 公司	美国	批发	休闲草	3,946.72	2.54%

资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 20Q1-Q3 营收 13.43 亿同比增 15.0%，归母净利 3.14 亿同比增 48.4%

20Q1-Q3 公司营收 13.43 亿同比增 15.02%。公司主营业务稳定，各期主营业务收入占营业收入比重均达到 99%以上。公司其他业务收入主要为废旧物资销售收入等，占营业收入比重较低。公司主营业务收入增长主要来自于休闲草收入增长、境外收入增长以及批发客户收入的增长。

图 8：20Q1-Q3 公司营收 13.43 亿元，同比增长 15.02%

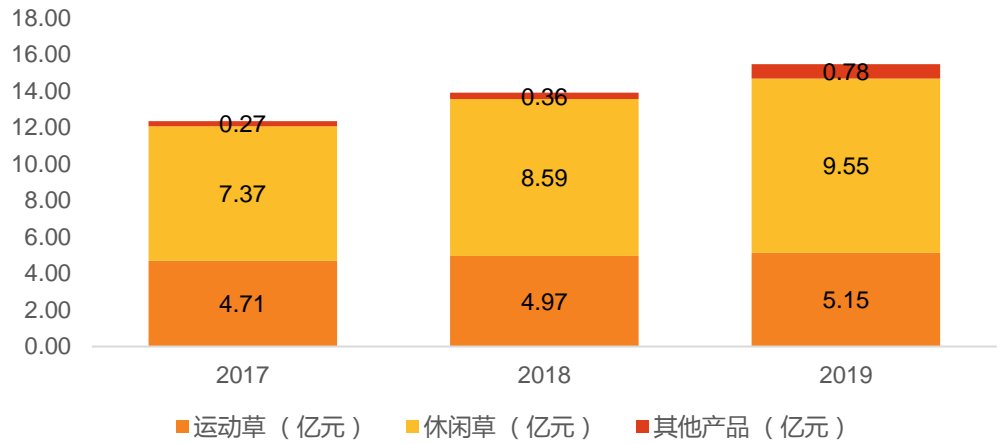


资料来源：wind，天风证券研究所

具体来看，主营业务收入

按产品：公司主营业务收入可分为运动草、休闲草和其他（草丝及草坪铺装辅料、铺装工程）三个类别。休闲草是公司主营业务收入的主要来源。2017 至 2019 年休闲草销售收入占主营业务收入的比例为 59.65%、61.75%和 61.67%。

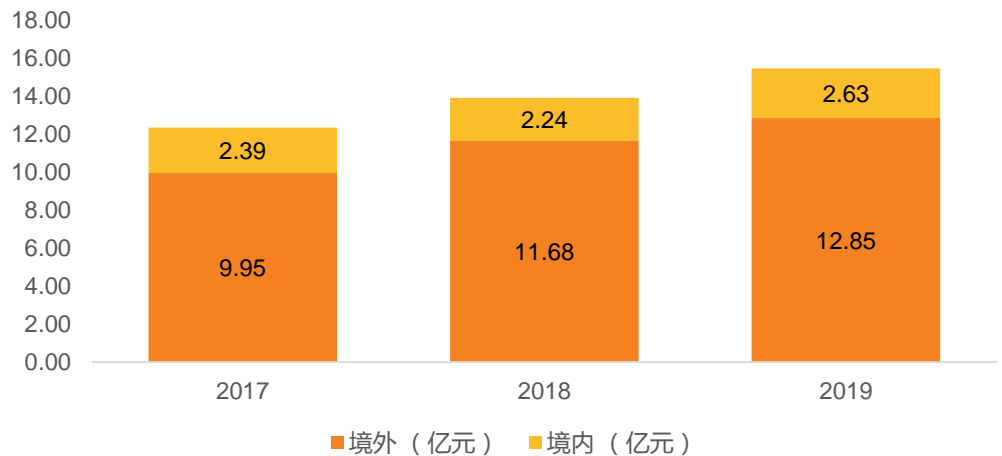
图 9：2017 至 2019 年，休闲草销售收入占主营业务收入的比例为 59.65%、61.75%和 61.67%



资料来源：招股书，天风证券研究所

按地区：公司主营业务收入可分为境外收入和境内收入。报告期内，境外客户是公司主营业务收入的主要来源。2017-2019年，境外销售收入占主营业务收入的比例为80.62%、83.90%和83.03%，与目前全球人造草出口市场主要由我国供给的行业格局一致。

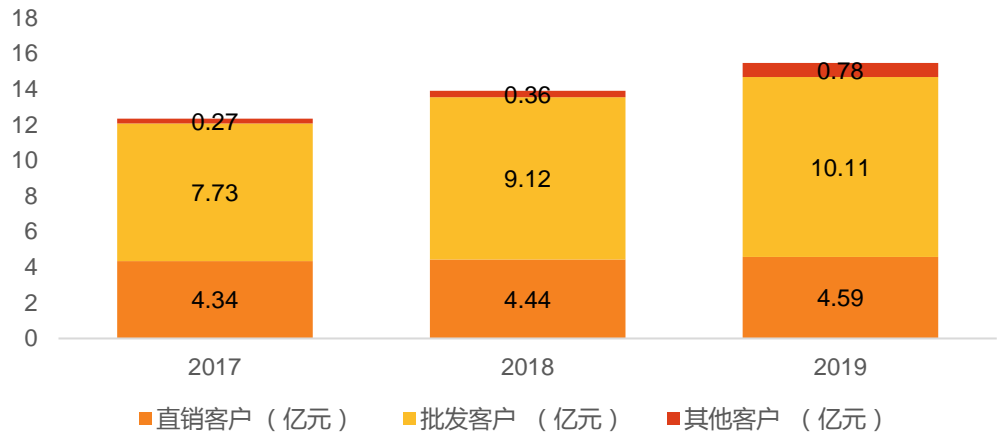
图 10：2017-2019 年，境外销售收入占主营业务收入的比例为 80.62%、83.90%和 83.03%



资料来源：招股书，天风证券研究所

按客户：公司主营业务收入可分为直销客户（客户主要为运动场地铺装商）、批发客户（客户主要为批发商，买断后批发给下游二级批发商或销售给直接用户，产品主要为休闲草）。批发客户是公司主营业务收入的主要来源。2017-2019年批发销售收入占主营业务收入的比例为62.63%、65.54%和65.31%。

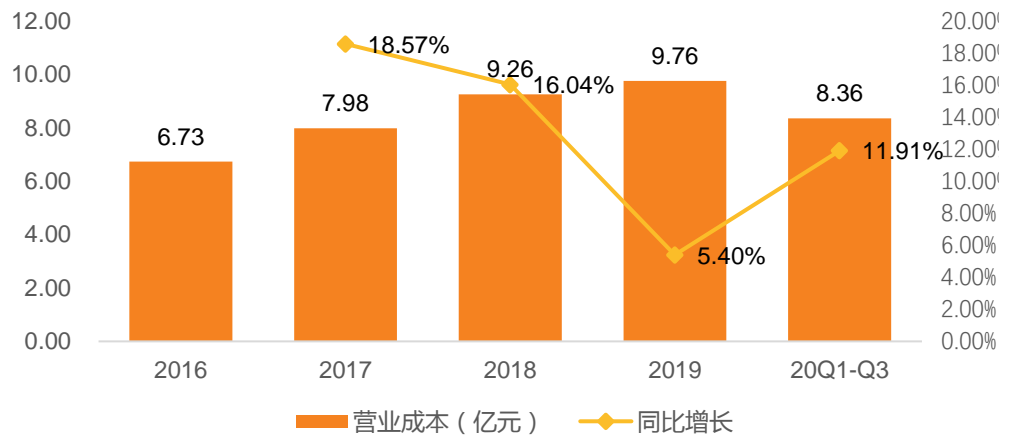
图 11：2017-2019 年，批发销售收入占主营业务收入的比例为 62.63%、65.54%和 65.31%



资料来源：招股书，天风证券研究所

20Q1-Q3 营业成本 8.36 亿，同比增长 11.91%。2017-19 年公司主营业务成本占营业成本的比例分别为 99.56%、99.46%和 99.45%，与营业收入构成较为匹配。

图 12：20Q1-Q3 营业成本 8.36 亿，同比增长 11.91%



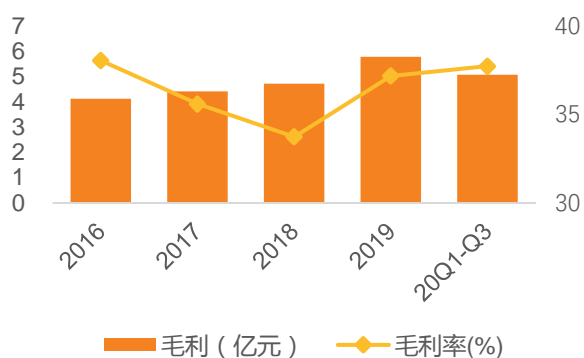
资料来源：wind，天风证券研究所

20Q1-Q3 毛利 5.07 亿元，毛利率 37.73%，同比增长 1.67pct。2018 年毛利率同比减少主要系休闲草毛利率减少所致；2019 年毛利率同比增长，主要系单位成本减少，休闲草和运动草毛利率均大幅提升所致。

20Q1-Q3 期间费用率 12.69%，同比减少 2.02pct。2017-19 年公司期间费用率分别为 16.91%、17.98%和 15.89%，基本保持稳定。2018 年由于股份支付，当期期间费用率略高于报告期其他年度。

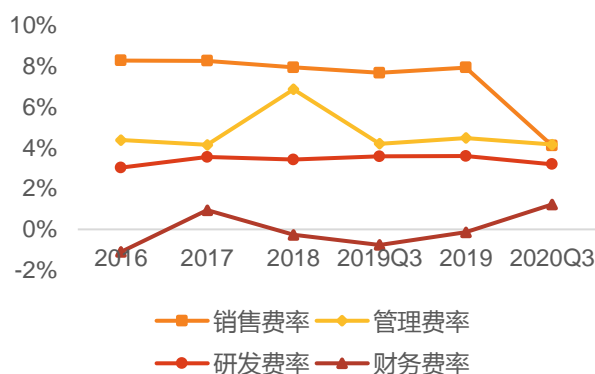
20Q1-Q3 销售费用率 4.11% (-3.58pct)，管理费用率 4.16% (-0.04pct)，财务费用率 1.23% (+1.99pct)，研发费用率 3.20% (-0.38pct)。

图 13: 公司历史毛利润 (左轴, 亿元) 及毛利率 (右轴) 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 公司各项费用率情况历史数据

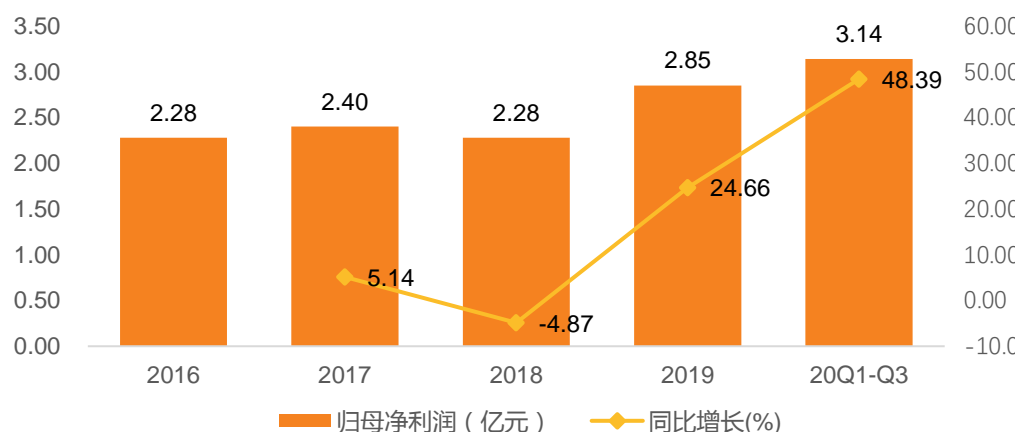


资料来源: wind, 天风证券研究所

2021-Q3 归母净利润 3.14 亿, 同比增长 48.39%, 归母净利率 23.37%, 同比增长 5.26pct。2017-2019 年归母净利分别为 2.40 亿 (+5.14%)、2.28 亿 (-4.87%)、2.85 亿 (+24.66%), 净利率分别为 19.36%、16.33%、18.32%。

2020H1 净利润增幅高于营收增幅, 主要原因系 (1) 全球众多国家或地区因新冠疫情实施程度不同的限制出行政策, 终端家庭用户, 尤其是发达国家居民对家庭休闲草坪的铺装需求有所上升; (2) 公司应对疫情措施积极有效, 不断巩固和增强竞争优势, 市场份额提升; (3) 2020 年上半年原油价格持续在低位徘徊, 公司主要原材料价格同比减少幅度较大; (4) 公司产品主要用于出口, 2020 年上半年人民币汇率贬值有利于境外销售收入和利润增长。此外 2020 年上半年公司新获得“一企一策”政府补助 1177.5 万, 由于汇率波动和银行借款减少, 财务费用同比大幅减少, 促进净利润增加。

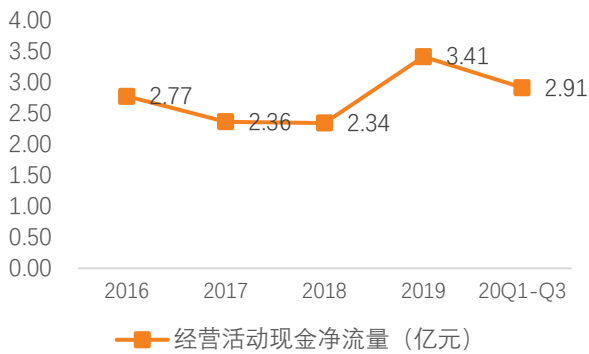
图 15: 2021-Q3 归母净利 3.14 亿, 同比增长 48.39%, 净利率 23.37%, 同比增长 5.26pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

2021-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额 2.91 亿, 较 19Q1-Q3 增长 0.83 亿, 主要原因是销售增长, 同时新获得“一企一策”政府补助 1,177.50 万; 2017-19 年经营活动产生的现金流净额分别为 2.36 亿、2.34 亿、3.41 亿。2021-Q3 现金及现金等价物净增加额 6.40 亿, 较 19Q1-Q3 增长 5.25 亿。

图 16: 公司历史经营活动现金流情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 公司历史现金总量情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 人造草坪市场快速增长，头部集中市场份额占比高

2.1. 人造草坪市场需求拉动供给，2015-19 年产销量 CAGR 接近 15%

2.1.1. 全球人造草坪市场需求快速增长，2015-2019 年 CAGR 14.83%

根据 AMI Consulting 数据 (下同)，2019 年全球人造草坪销售金额为 178 亿人民币，销量为 2.97 亿平方米；2015-19 年全球人造草坪销量 CAGR14.83%。

- **从产品结构看：运动草销量规模超过休闲草，但休闲草增速更快**

全球运动草: 2019 年销量 1.6 亿平方米, 全球销量占比为 53.97%, 2015-19 年 CAGR 8.72%, 预计 2023 年运动草全球销量达 2.19 亿平方米。

全球休闲草: 2019 年销量 1.37 亿平方米, 全球销量占比 46.0%, 2015-19 年 CAGR 24.91%, 预计 2023 年休闲草全球销量达 2.39 亿平方米。

目前运动草市场的增长主要来源于发展中国家对运动场地的加大投入和发达国家存量人造运动草坪的更新。休闲草市场的增长主要原因是产品性能的提升使得更多个性化需求得到满足, 大型家居连锁超市、园艺公司、DIY 等销售方式从北美等成熟市场向其他地区扩散, 以及消费者对节水和降低维护成本的认知逐渐加深。

- **从区域结构看：以我国为代表亚太地区(亚洲及大洋洲地区)市场增速快，但销售均价较低**

根据 AMI Consulting 数据 (下同)，**亚太地区**: 2019 年人造草坪销量 1.05 亿平方米, 占全球销量比例 35.42%, 其中我国销量为 7480 万平方米。2015-19 年 CAGR14.53%, 预计 2023 年该地区人造草坪销量将达 1.64 亿平方米。

EMEA 地区 (欧洲、中东及非洲地区): 2019 年人造草坪销量 1.29 亿平方米, 全球总销量占比 43.49%, 2015-19 年 CAGR16.54%, 预计 2023 年该地区人造草坪销量将 1.98 亿平方米。

美洲地区: 2019 年人造草坪销量 6300 万平方米, 在 2019 年全球总销量占比 21.1%。2015-19 年该地区 CAGR12.10%, 预计 2023 年该地区人造草坪销量将达 9600 万平方米。

2.1.2. 全球人造草坪市场需求带动厂商供给增长，亚太地区产量占全球 62.33%

根据 AMI Consulting 数据（下同），全球 2019 年人造草坪产量 2.97 亿平方米，与销量一致。2015-19 年 CAGR14.76%，产量结构中运动草和休闲草的占比与销量结构基本一致。

亚太地区 2019 年人造草坪产量为 1.85 亿平方米，在全球产量占比 62.33%。2019 年该地区出口量占全球总出口量比例 93.10%，其中我国占该地区出口总量 65.50%。

2019 年全球前五大人造草坪制造企业销量占比为 37.00%，前 10 大企业销量占比 51%，其中前 10 大企业中有 4 家中国企业，中国企业销量占比 32.00%。

2.1.3. 我国人造草坪市场发展迅速，在全球市场销量占比 25.16%

我国人造草坪市场起步较晚，但发展速度很快，1990 年代初期我国企业开始进入人造草坪制造领域；2000 年以来我国人造草坪行业取得快速发展；2019 年我国境内人造草坪销量为 7480 万平方米，全球市场销量占比 25.16%，但目前我国境内人造草坪需求以销售单价相对较低的运动草为主。

2.2. 运动草、休闲草经营模式相异，地域性特征明显

● 生产、采购模式一致，销售方式有别

运动草的销售订单主要来源是运动场地业主对场地铺装项目进行招标，场地铺装商中标后向人造草坪供应商采购产品。订单存在产品定制化、单笔销量大、销售频率不稳定的特点，因此运动草销售普遍采用“直销模式，以销定产”的经营模式。

休闲草的最终用户为居民、商业企业等消费者，产品经一级批发商买断后，由一级批发商直接或再经下级批发商向下游最终用户销售。订单存在产品规格种类多、销售频率相对稳定的特点。人造草坪供应商普遍采用批发的经营模式。

● 季节性、周期性特征不明显，地域性特征较明显

虽然人造草坪的销售在不同国家呈现不同的季节性特征，但批发商作为公司直接客户常会保持全年采购的稳定性。所以人造草坪行业的季节性特征不明显。

经济周期会在一定程度上影响体育场地的投资需求和住宅景观及商业景观等休闲场地铺装的消费需求。但整体而言，人造草坪属于弱周期行业。

全球人造草坪的主要市场和产地不完全一致，亚太地区是全球主要的人造草坪出口地。人造草坪行业具有一定的地域性特征。

2.3. 人造草坪行业市场集中度高，不同地区存在多竞争对手

2.3.1. TOP10 人造草坪企业销量占比为 51%，行业领先企业竞争优势明显

据共创草坪招股书数据，2019 年全球约逾 400 家人造草坪企业，产量达 150 万平方米及以上的企业数量共计 43 家，占全球产量 85%。

全球前 5 大人造草坪企业销量占比为 37.00%，前 10 大人造草坪企业销量占比为 51.00%。按销量计算，公司自 2011 年起稳居行业第一。2019 年，公司人造草坪销量全球市场份额为 15.00%。

前 10 大企业中，中国企业占有重要地位且已不同程度进入全球高端人造运动草市场。

但我国企业一般仅生产人造草坪产品，而欧美企业主要聚焦欧洲、美洲等高端人造运动草市场，以及填充物、运动场地设计和铺装领域。

表 4：除发行人外，2019 年全球人造草坪销量前 10 大企业

公司名称	国家	2019 年销量 (万方)	2019 年末总 资产 (亿元)	简要介绍
青岛青禾人造草坪股份有限公司	中国山东	3000	无公开数据	拥有青岛及越南两个工厂，产品涵盖运动和休闲领域，是 FIFA(国际足联)全球合格供应商
Field turf	加拿大	1200	无公开数据	产品以运动草产品为主，目前已铺设逾 20,000 片人造草坪场地，拥有 30 余项专利技术，与美国宾夕法尼亚州立大学合作成立运动草人造草坪实验室，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
傲胜股份	中国广东	1200	2.21	产品涵盖运动草和休闲草，2019 年营业收入 3.06 亿元，净利润 5,972.81 万元，拥 10 余项专利，是 FIFA(国际足联)全球合格供应商
Sport Group	德国	1200	无公开数据	产品以运动草产品为主，拥有逾 1,900 名员工，20 个子分公司，目前已铺设 15,000 片人造草坪场地，是 FIFA(国际足联)合格供应商、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，为近五届奥运会曲棍球场地供应商、铺装商
Domo Sports Grass	比利时	900	无公开数据	专注于人造运动草坪及系统的生产和销售，目前已铺设超过 8,000 万平方米的运动草场地，在人造运动草坪系统中的填充物领域具备较强的研发优势，是 FIFA(国际足联)的全球优选供应商，World Rugby(世界橄榄球运动联盟)、FIH(国际曲联)全球合格供应商
乐陵泰山人造草坪产业有限公司	中国山东	900	无公开数据	山东泰山体育产业集团控股子公司，注册资本 5,951.89 万港元，产品覆盖运动草和休闲草，在乐陵建有大型的现代化生产基地，与华东理工大学合作在上海成立了华理泰山体育新材料研发中心，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
Condor Grass	荷兰	900	无公开数据	产品覆盖运动草和休闲草，以环境友好性为产品研发核心，是 FIH(国际曲联)和 ITF(国际网联)合格供应商
TenCate Grass	荷兰	900	无公开数据	产品覆盖人造草坪产品及人造草坪系统，旗下品牌还包括 Green Field、Tiger turf 等，拥有全球布局的研发团队，是 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
Shaw Sports Turf	美国	600	无公开数据	产品以运动草为主，旗下品牌还包括 Southwest Greens，北美领先的运动草产品生产者和铺装商，是 FIFA(国际足联)的全球合格供应商

资料来源：招股书，天风证券研究所

2.3.1. 贸易摩擦导致关税增加，不同地区面临不同竞争对手

公司境外客户主要分布在 EMEA 地区（主要为英国、法国）、美洲地区（主要为美国）和亚太地区（主要为日本、澳大利亚）三个大区。截至本招股说明书签署日，公司对美国出口人造草坪关税由中美贸易摩擦前的 6% 增加到 31%。

表 5：各大区中主要进口国针对公司产品的进口政策及贸易摩擦情况

主要进口国	是否存在进口限制	关税税率	是否存在贸易摩擦
美国	否	31.00%	谈判中
英国	否	8.00%	否

法国	否	8.00%	否
日本	否	5.04%	否
澳大利亚	否	0.00%	否

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 6：公司上述主要出口国的市场竞争格局

主要进口国	产品类型	主要竞争对手	公司出口情况
美国	主要为休闲草	AstroTurf、Challenger 等美洲厂商	该市场主要供应商
英国	主要为休闲草、运动草	Domo Sports Grass、Condor Grass 等欧洲厂商以及中国厂商	该市场主要供应商
法国	主要为休闲草、运动草	Domo Sports Grass、Condor Grass 等欧洲厂商以及中国厂商	该市场主要供应商
日本	主要为休闲草、运动草	中国厂商	该市场主要供应商
澳大利亚	主要为休闲草、运动草	Polytan、Urban Turf 等当地厂商	该市场主要供应商

资料来源：招股书，天风证券研究所

3. 辛勤耕耘造就全球行业龙头地位，海外市场前景广阔

3.1. 数十载积淀遥遥领先，技术产能强化销售竞争力

3.1.1. 市场地位和行业认证打造品牌优势

公司是全球产销规模最大的人造草坪生产企业。自 2011 年开始，公司连续 9 年人造草坪销量位居世界第一。根据 AMI Consulting 发布的全球人造草坪行业数据，按销量口径统计，公司 2019 年全球市场占有率达 15.00%。

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的高度认可。公司是 FIFA（国际足联）7 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。

长期领先的市场地位和多家国际权威体育组织给予的认证，使得“共创”品牌在全球人造草坪行业及下游客户群体中拥有较高的声誉和知名度，为公司业务拓展提供了有力保障。

3.1.2. 技术水平和生产能力保证产品优势

公司拥有健全的内外研发体系，研发机构的组织设置和研发制度的配套执行保证了公司在行业内的研发优势，具体体现在研发团队和技术储备方面。

在研发团队方面，公司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，在人造草坪行业新技术、新工艺领域进行了前瞻性的研发布局。公司研发人才基础既保障了公司目前产品开发与市场开拓的有效性和高效性，也为公司保持行业龙头及标准先行者地位奠定了稳固的基础。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 280 名，已取得授权专利共 29 项，其中发明专利 11 项，实用新型专利 18 项。

在技术储备方面，公司研发团队经过多年探索和积极实践，在人造草坪材料和生产工艺研究领域硕果颇丰。目前公司自主研发的在研产品，部分性能指标已远高于行业最权威的 FIFA Quality Pro 标准，新型可回收人造草坪产品逐步开始销售。

此外，公司具备全球领先的产能，配套研发流程，可实现新产品、新技术的迅速落地。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有年产 5,040 万平方米人造草坪的生产能力，保证了新产品可以迅速投入量产，取得市场先发优势，进一步拉开与竞争对手的差距。

3.1.3. 广泛稳定的客户网络奠定公司整体渠道销售优势

公司设立了国内业务部、国际业务部负责境内外产品的销售，建立起全球化的销售网络，积累了一批了解国外风土人情、商业管理并熟悉业务的国际业务人员，形成了同行业企业短时间内难以超越的营销体系优势。截至 2019 年 12 月末，公司拥有销售人员 182 人，产品远销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲等 120 多个国家和地区。

运动草方面，公司主要采用直销的模式，与各国规模较大的区域运动场地铺装商直接对接，通过联合投标、客户培训、进行产品研发等方式满足客户定制化需求，形成了稳固的合作关系。

休闲草方面，基于终端客户极为分散的特点，公司主要采用批发的模式，凭借行业龙头地位、优异的产品性能和质量、及时的交付响应能力，与全球及区域主要人造草坪批发商、大型连锁家居建材超市等客户形成长期稳定的合作关系，保证了较高的销售效率。

公司将继续扩大全球销售布局、提升销售服务、加强客户黏性，保持公司销售端在业内的领先地位。

3.2. 全球人造草坪行业规模持续扩大，国家政策助力产业蓬勃发展

人造草坪行业总体市场规模持续扩大，具有很强的内生发展动力。相对于天然草坪，人造草坪具有常绿性、耐用性、抗老化性、节约用水和安装维护方便等特性，使得人造草坪能够解决全年全天候高频率使用、全球寒热区域使用等问题，具备使用寿命长、低成本维护的优势，是更经济的对天然草坪的替代物。人造草坪的自身优势和特点是行业存在的基础和发展保障。

FIFA（国际足联）等国际权威体育组织不断更新行业标准，增加了体育运动界对人造草坪的认可度，形成了良好的市场示范效应。随着经济发展水平的提高和城市化建设的推进，许多发展中国家也在大力加强体育基础设施建设，加大体育场地投资力度。消费者对于商业场所、住宅景观的美观度要求的提升，以及销售渠道、销售模式从发达国家向发展中国家的拓展也在持续培育人造草坪的市场需求。

3.2.1. 国家政策大力支持体育产业发展

我国对体育产业的政策支持力度不断加大，并以市场化手段引导和鼓励民营企业对体育产业各个领域进行投资。激发市场自身活力、放松行政管制，将有效推动包括人造草坪在内的体育产业的发展。

体育产业特别是足球产业已提升到国家战略高度。国家将进一步推广足球运动，加大场地建设，而天然草坪无法满足运动场所高密度的使用要求，人造草坪凭借耐用性和经济性将得到越来越广泛的应用。

3.2.2. 我国人造草坪企业研发制造能力不断增强

改革开放以来，我国人造草坪企业在激烈的国际竞争中由小到大，由弱到强，目前已成为全球最大的人造草坪生产国和出口国。

我国人造草坪企业不仅不断扩大生产制造规模，还长期致力于提升企业技术水平、积极申请国际权威体育组织认证、拓展高端人造草市场，在市场份额扩大的同时提升了产品

层次和盈利能力。

近年来，我国人造草坪企业“走出去”的步伐也在加快。在国外投资建厂，既是我国人造草坪企业综合实力达到一定阶段的体现，说明已经能够进行资本、技术、管理、人才的输出，也使我国人造草坪企业能够在全球范围内充分调动各种生产要素，不断增强核心竞争力。

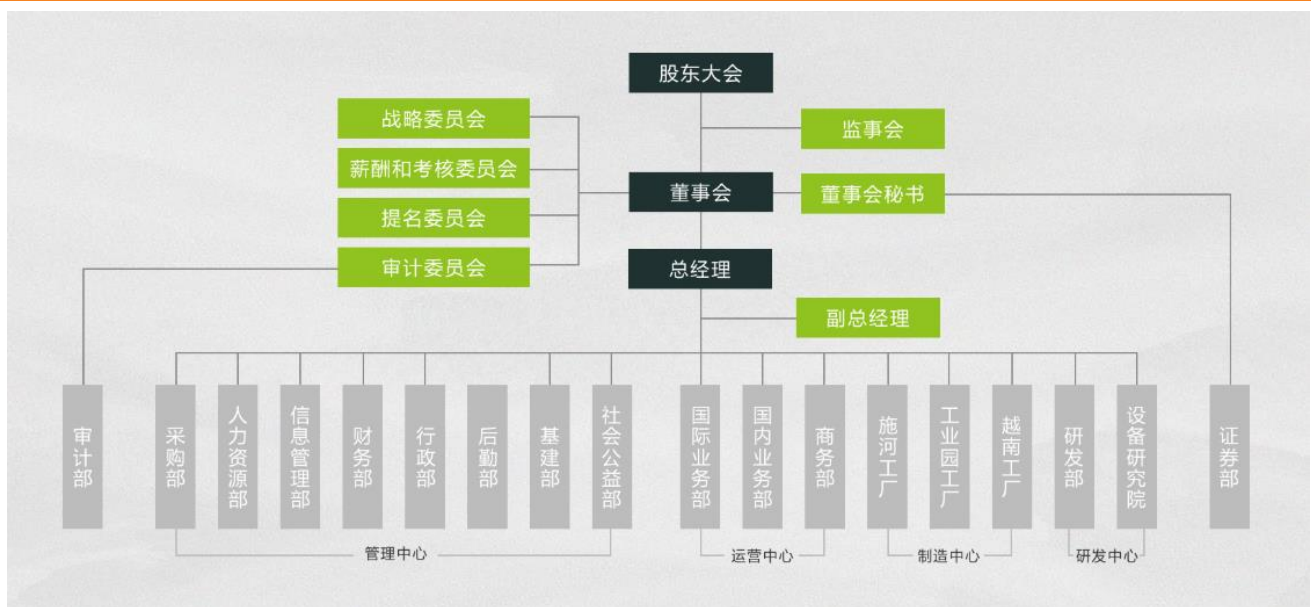
3.3. 富有经验的经营层为公司持续扩张提供管理保障

在十余年的发展历程中，公司持续加强人才梯队建设和企业文化建设，培养出一大批深耕人造草坪行业的生产管理业务骨干。公司管理团队及一线生产负责人拥有丰富的行业经验。管理团队利用其多年的技术积累、生产经验和管理经验，使公司建立并有效执行全流程的产品精细化管理及质量控制体系。

在经验丰富和稳定的管理团队带领下，公司产品质量稳定，获得客户认可，销售规模快速增长。同时，公司管理团队具有开放的国际化视野，对人造草坪行业的发展现状和趋势有深刻的理解，对公司未来的发展有清晰的战略和规划。

在共同价值观的基础上，公司管理团队始终保持开放共享及共创的心态，通过不断引进培养优秀人才、打造阶梯化人才团队，为公司的持续发展、扩张奠定了基础。

图 18：公司组织架构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

4. 募投项目

公司此次发行募集资金为 5.70 亿元，将用于越南共创生产基地建设项目、技术研发中心建设项目、信息化系统升级技术改造建设项目及补充流动资金。越南共创生产基地建设项目的推进，促进公司完成海外首个生产基地的产业布局。

表 7：公司募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资 (万元)
1	越南共创生产基地建设项目	66,640.00	42,015.15
1.1	越南共创生产基地建设项目 (一期)	39,440.00	37,940.00

1.2	越南共创生产基地建设项目（二期）	27,200.00	4,075.15
2	技术研发中心建设项目	5,459.15	5,000.00
3	信息化系统升级技术改造建设项目	3,350.00	0.00
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		85,449.15	57,015.15

资料来源：招股书，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

给予公司募投项目和未来发展情况，我们给予公司如下假设条件：

我们认为随着公司越南产能的持续释放，公司产能瓶颈将得到缓解，拉动公司收入持续提升。具体来看，2020年由于疫情影响，公司运动草产品销量收到影响，预计全年销量同比降有所减少；2021-2022年随着疫情缓解将持续恢复；休闲草业务需求持续提升，海外尤其是美国等市场的需求快速增长，2021-2022年随着产能的持续释放，我们预计休闲草业务能够保持快速增长。

从产品单价来看，总体来看，我们认为随着公司产品结构的持续优化以及原材料成本的恢复，预计公司产品单价将呈温和上涨的趋势。2020年运动草单价略有减少我们的假设主要基于原材料成本减少背景下，运动草产品价格有所减少。

由此，基于以上假设，我们预计公司2020-2022年收入分别为18.35/22.97/28.54亿元，同比增长分别为18.09%、25.21%、24.26%；实现归母净利润分别为4.07/4.93/5.93亿元，同比增长为43.17%、21.08%、20.23%。预计2020-2022年EPS分别为1.02/1.23/1.48元，对应PE为30.74/25.39/21.12倍。

表 8：盈利预测（亿元，%）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
运动草业务收入（亿元）	4.76	4.71	4.97	5.15	4.82	5.31	5.82
YOY	-	-1.05%	5.44%	3.72%	-6.46%	10.21%	9.57%
休闲草业务收入（亿元）	5.89	7.37	8.59	9.55	12.81	16.60	21.17
YOY	-	25.06%	16.68%	11.08%	34.18%	29.54%	27.50%
其他主营业务收入（亿元）	0.19	0.27	0.36	0.78	0.66	0.99	1.49
YOY	-	41.75%	31.16%	119.35%	-15.0%	50.0%	50.0%
其他业务（亿元）	0.02	0.05	0.06	0.06	0.045	0.06	0.06
营业总收入	10.86	12.39	13.98	15.54	18.35	22.97	28.54
YOY		14.09%	12.83%	11.09%	18.09%	25.21%	24.26%

资料来源：Wind，天风证券研究所

共创草坪的产品可用于装饰材料以及家居产品，同时出口占比较大，我们选取行业内梦百合、洪涛股份、坚朗五金、海象新材等公司作为可比公司，其2021年平均估值为26倍；考虑到公司新股上市和行业龙头享有估值溢价，给予公司2021年30倍PE，目标价36.9元。

表 9：共创草坪相对估值

	2020E	2021E
梦百合	24.13	15.89
洪涛股份	43.75	29.39
坚朗五金	53.86	38.25
海象新材	26.18	21.91
行业平均	36.98	26.36

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 国际贸易摩擦风险

全球人造草坪的主要生产国和消费国不完全一致。亚太地区是全球人造草坪的主要产地和出口地，我国人造草坪的出口量占该亚太地区出口总量的 65.50%，因此，我国企业人造草坪出口业务受到进口国政治经济环境影响较大。如果主要进口国提高关税、设置贸易壁垒或进口限制条件，将对公司产品出口构成不利影响。

美国政府自 2018 年 9 月 18 日起对中国部分出口商品（含人造草坪）加征 10% 关税，自 2019 年 5 月 9 日起对中国前述加征 10% 关税的出口商品继续加征 15% 关税。美国政府原计划于 2019 年 9 月 1 日起对已加征 25% 关税的中国出口产品继续加征 5% 关税，目前该计划暂停实施。此外，2020 年 1 月签署的《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》并未涉及对我国出口人造草坪产品降低关税或者取消关税。因此，截至本招股说明书签署日，发行人对美国出口人造草坪关税由中美贸易摩擦前的 6% 增加到 31%。

6.2. 赛事供应商资格续约不确定风险

目前，公司是 FIFA（国际足联）、World Rugby（世界橄榄球运动联盟）和 FIH（国际曲联）的全球人造草坪优选供应商。国际权威体育机构对供应商资质的延续制定了一系列认证标准。如果公司不能符合延续标准，将会失去相关机构认证的供应商资格，这不仅将使公司失去部分高端市场，也会对公司的品牌形象和市场声誉造成不利影响。

截至招股说明书签署日，公司面积为 1,359.10 平方米的建筑物不具备办证条件，未取得权属证书，主要用途为配电室、空压站和门卫室，占发行人自有物业总建筑面积不足 1%。公司面临着因瑕疵房产拆除和设备搬迁遭受损失的风险。公司控股股东、实际控制人王强翔已出具承诺书。虽然公司控股股东已就公司瑕疵房产出具相关承诺，但如公司未来不能继续使用上述房产，仍将对公司日常经营产生一定影响。

6.3. 国际化运营管理风险

本次发行完成后，公司净资产和总资产将会有较大幅度的增加。公司资产规模的迅速扩张，在资源整合、资本运作、市场开拓等方面对公司的管理层提出更高的要求。

本次发行募集资金将投入越南共创生产基地建设项目，该项目达产后公司产能将大幅增长。越南工厂是公司在境外设立的第一个生产基地，境外生产规模的扩大使公司管理链条有所加长，导致管理难度增加，可能存在因管理控制不当遭受损失的风险。

如果公司管理层业务素质及管理水平不能适应公司规模迅速扩张和国际化运营的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模的扩大和国际化运营而及时调整、完善，未能充分发挥决策层和独立董事、监事会的作用，将给公司带来较大的管理风险。

6.4. 客户依赖风险

公司主要客户为境外人造草坪批发商、大型连锁家居建材超市等。公司前五大客户合计销售占比为 18.61%、19.88% 和 15.79%。公司的休闲草产品在境外地区最终消费者主要为广泛的企业和家庭用户，因此，公司产品销售一定程度上依赖于境外批发商、大型连锁家居建材超市等渠道。如果公司主要客户业绩下滑、采购量减少或寻求新的供应商，将对公司经营业绩产生不利的影响。

6.5. 财务风险

毛利率方面，2017年至2019年，公司人造草坪综合毛利率分别为35.97%、34.18%和38.64%。公司人造草坪综合毛利率受原材料价格波动、产品结构变化以及人民币汇率波动等因素影响，呈现波动趋势。未来，公司产品毛利率受宏观经济、行业状况、销售形势、生产成本等多种因素的影响，存在发生波动的风险。

应收账款方面。2017至2019年，公司应收账款周转率分别为8.03、6.81和6.60，略有下降，但整体周转情况良好。但如未来公司应收账款增长速度过快或主要客户付款政策发生变化，公司应收账款周转率可能下降、计提的坏账准备可能增加，对公司的生产经营和业绩造成不利影响。

存货风险。2017年至2019年，公司存货周转率分别为4.92、4.69和4.15，存货周转情况良好。但如未来存货账面价值进一步增长，将对公司资金周转造成不利影响，存货减值准备也可能增加，给公司盈利情况带来不利影响。

汇率短期波动风险。公司主要营业收入来源于境外，外销的主要结算货币为美元。2017年至2019年，公司的汇兑收益分别为-1,285.14万元、1,057.98万元和1,393.32万元，占当期利润总额的比例分别为-4.63%、4.03%和4.21%。人民币对美元汇率的短期波动将影响公司的盈利水平，公司存在汇率短期波动风险。

6.6. 募集资金投资项目风险

公司本次发行募集资金将用于越南共创生产基地建设项目、技术研发中心建设项目、信息化系统升级技术改造建设项目及补充流动资金，该等项目的建设进展和实施效果将对公司未来的财务状况和经营成果产生较大的影响。

本次募集资金投资项目面临的风险包括但不限于：

(1) 公司市场开拓的进展未如预期，导致越南共创生产基地建设项目新增产能无法充分利用，产生的销售收入有限，无法完全或充分消化新增的折旧、摊销及费用支出；

(2) 越南国内政治、经济形势发生变化，导致主要原材料、能源价格或人工成本上升，越南共创享受的税收优惠政策发生调整，或者越南与主要人造草坪进口国之间的贸易关系恶化；

(3) 技术研发中心建设项目和信息化系统升级技术改造建设项目的实施没有达到预期的目标，未能有效提升公司技术水平和管理能力，未能增强公司的市场竞争力，同时增加的费用还减少了公司当年的盈利。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	72.97	43.34	324.66	643.51	1,177.72
应收票据及应收账款	224.66	219.14	300.68	337.43	296.88
预付账款	4.49	19.24	8.61	18.75	20.89
存货	202.03	255.45	282.95	350.92	412.19
其他	26.32	25.61	36.03	37.45	43.03
流动资产合计	530.46	562.77	952.93	1,388.06	1,950.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	329.95	556.59	613.57	686.69	708.00
在建工程	82.41	8.37	41.02	72.61	73.57
无形资产	102.80	111.13	107.29	103.45	99.61
其他	25.30	52.32	21.97	30.42	30.20
非流动资产合计	540.46	728.41	783.85	893.18	911.38
资产总计	1,070.92	1,291.18	1,736.78	2,281.24	2,862.08
短期借款	180.00	120.60	100.00	80.00	70.00
应付票据及应付账款	50.75	76.18	76.42	99.97	126.35
其他	98.90	116.69	138.84	188.04	158.93
流动负债合计	329.65	313.47	315.26	368.01	355.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.09	59.73	61.91	60.24	60.62
非流动负债合计	59.09	59.73	61.91	60.24	60.62
负债合计	388.74	373.19	377.17	428.25	415.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.09	400.09	400.09
资本公积	63.57	63.57	63.57	63.57	63.57
留存收益	321.44	552.04	959.52	1,452.90	2,046.08
其他	(62.82)	(57.62)	(63.57)	(63.57)	(63.57)
股东权益合计	682.18	917.99	1,359.61	1,852.99	2,446.17
负债和股东权益总计	1,070.92	1,291.18	1,736.78	2,281.24	2,862.08
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	228.31	284.60	407.48	493.38	593.18
折旧摊销	41.92	59.23	24.21	29.13	31.58
财务费用	(5.22)	(3.96)	6.92	4.93	3.02
投资损失	7.84	5.24	4.04	4.04	4.04
营运资金变动	(126.75)	(35.27)	(56.40)	(54.49)	(29.17)
其它	88.40	31.00	2.50	0.83	(1.39)
经营活动现金流	234.50	340.84	388.75	477.83	601.26
资本支出	176.94	217.60	107.82	131.67	49.62
长期投资	(8.74)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(372.78)	(476.25)	(221.86)	(265.71)	(103.66)
投资活动现金流	(204.58)	(258.65)	(114.04)	(134.04)	(54.04)
债权融资	180.00	120.60	100.00	80.00	70.00
股权融资	326.46	7.37	27.22	(4.93)	(3.02)
其他	(523.01)	(255.18)	(120.60)	(100.00)	(80.00)
筹资活动现金流	(16.54)	(127.21)	6.62	(24.93)	(13.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	13.38	(45.02)	281.32	318.85	534.20

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,397.68	1,553.54	1,834.65	2,297.19	2,854.41
营业成本	926.08	975.95	1,113.93	1,392.57	1,724.51
营业税金及附加	11.83	13.74	12.84	17.23	21.69
营业费用	111.07	123.37	137.60	174.59	219.79
管理费用	96.04	69.66	77.06	98.78	125.59
研发费用	47.83	55.94	60.54	76.96	97.05
财务费用	(3.71)	(2.16)	6.92	4.93	3.02
资产减值损失	9.02	(5.86)	(5.50)	(5.00)	(4.00)
公允价值变动收益	(7.49)	7.49	2.50	0.83	(1.39)
投资净收益	(7.84)	(5.24)	(4.04)	(4.04)	(4.04)
其他	16.87	(10.19)	3.09	6.42	10.86
营业利润	197.98	330.84	429.71	533.93	661.32
营业外收入	64.97	0.39	38.87	34.74	24.67
营业外支出	0.34	0.23	0.22	0.26	0.23
利润总额	262.61	331.01	468.36	568.41	685.76
所得税	34.30	46.40	60.89	75.03	92.58
净利润	228.31	284.60	407.48	493.38	593.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	228.31	284.60	407.48	493.38	593.18
每股收益 (元)	0.57	0.71	1.02	1.23	1.48
主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.77%	11.15%	18.09%	25.21%	24.26%
营业利润	-12.45%	67.11%	29.88%	24.25%	23.86%
归属于母公司净利润	-4.87%	24.66%	43.17%	21.08%	20.23%
获利能力					
毛利率	33.74%	37.18%	39.28%	39.38%	39.58%
净利率	16.33%	18.32%	22.21%	21.48%	20.78%
ROE	33.47%	31.00%	29.97%	26.63%	24.25%
ROIC	36.74%	36.99%	40.29%	42.03%	45.64%
偿债能力					
资产负债率	36.30%	28.90%	21.72%	18.77%	14.53%
净负债率	15.69%	8.42%	-16.52%	-30.41%	-45.28%
流动比率	1.61	1.80	3.02	3.77	5.49
速动比率	1.00	0.98	2.13	2.82	4.33
营运能力					
应收账款周转率	7.20	7.00	7.06	7.20	9.00
存货周转率	7.30	6.79	6.82	7.25	7.48
总资产周转率	1.47	1.32	1.21	1.14	1.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.71	1.02	1.23	1.48
每股经营现金流	0.59	0.85	0.97	1.19	1.50
每股净资产	1.71	2.29	3.40	4.63	6.11
估值比率					
市盈率	54.87	44.01	30.74	25.39	21.12
市净率	18.36	13.65	9.21	6.76	5.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.65	21.01	16.37
EV/EBIT	0.00	0.00	28.12	22.14	17.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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