

润阳科技 (300920)

证券研究报告

2021年02月25日

IXPE 泡沫塑料行业“隐形冠军”，步入高增长快轨！

1、润阳科技：IXPE 龙头，泡沫塑料行业的“隐形冠军”

公司是国内领先的 IXPE 泡沫塑料行业生产企业，自成立来专注提升泡沫塑料竞争力，成立 8 年即上市，目前 IXPE 产能全国排名前列，已进入世界 500 强企业的供应链，是该细分领域的“隐形冠军”。

2、β——行业发展：主营产品新、应用广、市场大、发展快

公司目前主营 IXPE（电子辐照交联聚乙烯）的研产销。IXPE 是泡沫塑料中的一种新型高分子泡沫塑料材料，无毒环保，综合性能优异，有望在多个应用领域对传统泡沫塑料实现逐步替代。1) 建筑建材（对应产品：普及系列、抗菌增强系列）。消费端：欧美市场需求稳定，占全球市场份额超 50%，PVC 地板在美国已成第二大地面装饰材料。供给端：我国是全球 PVC 塑料地板主要生产国和出口国，受益 PVC 塑料地板对传统地面装饰材料替代需求的快速增长。我国市场尚处市场发展初期，潜力大。公司生产的静音垫是高端 PVC 塑料地板（WPC、SPC）中的一层，业绩受益下游 PVC 塑料地板市场的快速发展；2) 汽车内饰（对应产品：特种系列）。IXPE 材料受益我国汽车市场大，随使用量提升有望开启长足发展；3) 母婴产品（对应产品：与“可优比”合作）IXPE 材料安全无毒，满足婴幼儿成长需求，随对传统材料的逐步替代，未来市场空间广阔。此外，公司继 IXPE 系列后又推出了固特棉，主要用于润阳爬行垫。

3、α——公司优势：细拆财报，公司到底有多强？

1) 地位：公司主营业务在 A 股市场中稀缺，是 IXPE 领域龙头企业，自成立来业绩规模和盈利能力快速提升，多项指标表现优于同业；2) 研发：公司注重自主创新，通过将研发成果应用于生产环节，实现了显著的降本增效；3) 客户：下游稳定的大客户结构是公司业绩持续增长的基础，大客户集中度带来规模效应降低生产成本。公司因产品质量优，已是全球排名前列、美国家居建材用品零售商龙头——家得宝（HD.N，2019 年营收 1102 亿美元）的间接供应商；4) 生产：公司近年来持续优化生产环节，通过将辐照环节从委外向自行转移，进一步降低了生产成本；5) 产能：受益下游 PVC 塑料地板需求的快速增长，公司产能逐步释放，目前各产品线产销比均已冲顶 100%。

投资建议：IPO 募资&越南项目突破产能瓶颈，预计未来三年业绩高增长。我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 4.34/6.03/8.64 亿元，净利润 1.30/2.04/3.18 亿元，对应 EPS 1.30/2.04/3.18 元/股。我们看好润阳科技作为 A 股 PVC 新材料的稀缺标的，同时作为国内 IXPE 制造的龙头企业，正处行业替代需求增长与公司竞争优势持续加强的双重快速发展阶段，给予 2021 年 30 倍 PE，目标价 61.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：技术风险、市场需求波动风险、原材料价格波动风险、新冠疫情风险、客户集中度较高风险、项目进展不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	324.82	364.97	434.21	602.52	864.43
增长率(%)	92.93	12.36	18.97	38.76	43.47
EBITDA(百万元)	112.99	149.43	170.02	272.71	408.57
净利润(百万元)	87.24	115.83	130.37	203.86	317.57
增长率(%)	306.14	32.78	12.55	56.37	55.78
EPS(元/股)	0.87	1.16	1.30	2.04	3.18
市盈率(P/E)	56.03	42.20	37.49	23.98	15.39
市净率(P/B)	18.05	12.65	9.02	6.55	4.60
市销率(P/S)	15.05	13.39	11.26	8.11	5.65
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.26	18.20	11.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	46.77 元
目标价格	61.20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	23.71
A 股总市值(百万元)	4,677.00
流通 A 股市值(百万元)	1,108.95
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	19.17
一年内最高/最低(元)	53.50/36.01

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

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

戴飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

联系人：戴飞/卢雨婷

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 润阳科技：IXPE 龙头，泡沫塑料行业的“隐形冠军”	4
2. β ：主营产品新、应用广、市场大、发展快	4
2.1. IXPE——可于多领域广泛应用的新材料	5
2.2. 建筑建材是当前第一大市场——公司长期耕耘的主战场	7
2.3. 汽车内饰、母婴市场正崛起——公司正在开拓的新领域	11
3. α ：细拆财报，公司到底有多强？	13
3.1. 地位：业绩指标超同业，盈利能力快速提升	13
3.2. 研发：配方持续改良，原材料成本连年降低	15
3.3. 客户：前五占比高，规模效应降低生产成本	16
3.4. 生产：委外辐照向自行转移，降低制造费用	17
3.5. 产能：下游需求增长快，产销率 19 年已超 100%	17
4. 盈利预测：IPO 募资&越南项目突破产能瓶颈，预计未来三年业绩高增长	18
5. 估值分析&投资建议：	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：润阳科技历史沿革	4
图 2：润阳科技公司结构图	4
图 3：IXPE 产品营收贡献结构（%）	5
图 4：润阳科技 IXPE 产品示意图	5
图 5：泡沫塑料行业分类	5
图 6：PE 材料因线性分子结构易因受高温发生形变	6
图 7：PE 电子辐照交联技术使线性分子链变为网状从而优化性能	6
图 8：润阳科技 IXPE 材料生产环节示意图	7
图 9：IXPE 材料应用领域	7
图 10：润阳科技产品矩阵图	7
图 11：各类地面装饰材料综合性能对比	8
图 12：美国 PVC 塑料地板销售额稳定增长（亿美元，%）	8
图 13：美国地面装饰材料中 PVC 地板（弹性地板）份额不断提升	8
图 14：历年美国 PVC 地板进口额及增速（亿美元，%）	8
图 15：历年欧盟 PVC 地板进口额及增速（亿欧元，%）	8
图 16：2011 年&2019 年美国进口各类地面装饰材料占比（%）	9
图 17：2011 年&2018 年欧盟进口各类地面装饰材料占比（%）	9
图 18：历年来我国 PVC 地板出口额（亿美元，%）	9
图 19：2018 年我国 PVC 地板出口地区分布（%）	9
图 20：润阳静音垫在 PVC 塑料地板 SPC 中应用示意图	10

图 21: 润阳静音垫在 PVC 塑料地板 WPC 中应用示意图	10
图 22: 润阳科技普及系列营收&毛利率 (亿元, %)	10
图 23: 润阳科技普及系列产品示意图	10
图 24: 润阳科技抗菌增强系列营收&毛利率 (亿元, %)	11
图 25: 润阳科技抗菌增强系列产品示意图	11
图 26: 中国汽车产量及预测 (万辆)	11
图 27: 全球 vs 中国汽车内饰件市场规模 (亿元)	11
图 28: 润阳科技特种系列营收&毛利率 (亿元, %)	12
图 29: 润阳科技特种系列产品&在汽车上的应用领域示意图	12
图 30: 润阳科技婴幼儿系列产品示意图	12
图 31: 可优比保护垫产品示意图	12
图 32: XPE 材料综合性能优势显著	12
图 33: 润阳爬行垫使用了固特棉科技新材料	13
图 34: 润阳科技营收&归母净利润&同比增速 (亿元, %)	13
图 35: 润阳科技毛利率&净利率 (%)	13
图 36: 润阳科技主营构成 (亿元)	14
图 37: 润阳科技主营产品毛利率 (%)	14
图 38: 业绩规模对比 (亿元)	14
图 39: 销售净利率对比 (%)	14
图 40: 润阳科技研发费用&占总营收比例 (亿元, %)	15
图 41: 润阳科技核心技术产品营收&占总营收比例 (亿元, %)	15
图 42: 润阳科技家居建筑装饰领域主要客户	16
图 43: 前五大客户结构和贡献总营收比例 (万元, %)	16
图 44: 润阳科技 2020H1 客户结构 (亿元, %)	16
图 45: 润阳科技 IXPE 产品产量&销量&产销比 (万平方米, %)	17
图 46: 润阳科技各产品产销比 (%)	17
图 47: 1600 万平方米增产项目实施进度及管理	18
图 48: 10000 万平方米扩产项目实施进度及管理	18
表 1: IXPE 与其他泡沫塑料的性能对比	5
表 2: IXPE 配方的改良使抗菌料采购成本大幅下降	15
表 3: 润阳科技通过下游客户进入家得宝供应体系的主要环节	16
表 4: 润阳科技委外辐照比例逐年减少	17
表 5: 润阳科技 IPO 募资计划 (万元)	18
表 6: 润阳科技盈利预测 (百万元)	19
表 8: 与公司成长性相似的新材料产品生产公司估值对比 (倍)	20

1. 润阳科技：IXPE 龙头，泡沫塑料行业的“隐形冠军”

专注提升泡沫塑料竞争力，成立 8 年即上市。浙江润阳新材料科技股份有限公司成立于 2012 年 10 月，2020 年 12 月于深交所上市。公司主营电子辐照交联聚乙烯（IXPE）的研产销。IXPE 产品是一种无毒环保、绿色健康的材料，主要应用于家居建筑装饰领域中的 PVC 塑料地板制造领域。公司产品以江浙沪为销售中心，辐射全国各省市，远销美国、加拿大、日本、德国、英国等多个国家。目前国内 A 股市场尚无与公司产品相近或相似的同行业上市公司。公司是国内领先的 IXPE 泡沫塑料行业生产企业，IXPE 产能全国排名前列，已进入世界 500 强企业的供应链，是该细分领域的“隐形冠军”。

图 1：润阳科技历史沿革



资料来源：润阳科技官网，天风证券研究所

股权结构清晰，杨庆锋、张镛夫妇为共同实控人。根据招股说明书，截至 2021 年 1 月 25 日，二者合计持有上市公司股权 45.62%。目前，公司由杨庆锋先生任公司董事长、总经理。根据 Wind，目前公司全资子公司有 7 家，主要进行 IXPE 的研产销。

图 2：润阳科技公司结构图

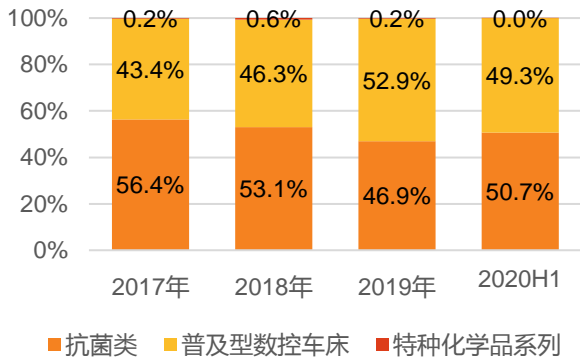


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. β：主营产品新、应用广、市场大、发展快

公司目前主营 IXPE（电子辐照交联聚乙烯）的研产销，其他产品还有 EPE、EVA 等泡沫塑料。产品结构上来看，IXPE 产品营收逐年递增，截至 2020H1 收入占比超 99%，其中可主要划分为三大系列，分别为普及系列、抗菌增强系列以及特种系列，抗菌增强系列和普及系列贡献了主要的收入来源，收入占比分别为 50.7%、49.3%。

图 3：IXPE 产品营收贡献结构（%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 4：润阳科技 IXPE 产品示意图

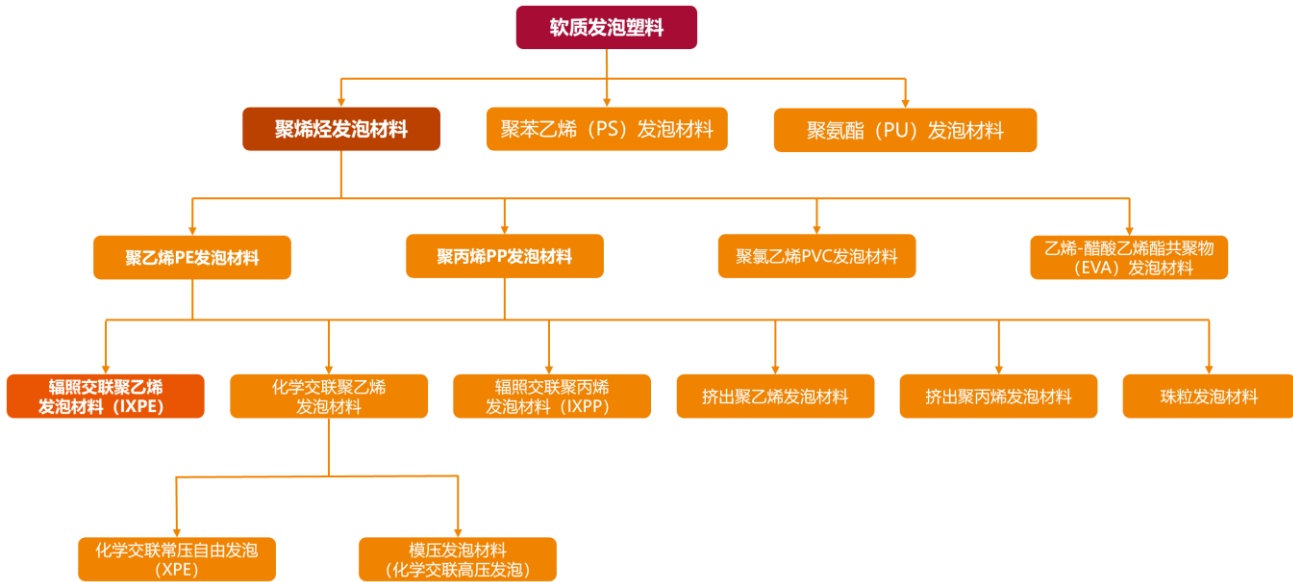


资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

2.1. IXPE——可于多领域广泛应用的新材料

IXPE，全称电子辐照交联聚乙烯，是泡沫塑料中的一种新型高分子泡沫塑料材料。泡沫塑料又名多孔塑料，是内部含有大量微孔结构的塑料制品，以合成树脂为基础，再加入发泡剂及其它助剂经发泡成型，经过发泡后内部含有大量微孔结构，具有质轻、隔热、隔音、减震等特性。泡沫塑料品类主要可根据其化学成分、机械性能、密度以及泡沫结构等多个维度进行划分，目前我国已形成了以聚乙烯（PE）、聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）为主的泡沫塑料消费格局。

图 5：泡沫塑料行业分类



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

IXPE 无毒环保，综合性能优异，有望在多个应用领域对传统泡沫塑料实现逐步替代。IXPE 是一种无毒环保、绿色健康的高分子新材料。与其他传统泡沫塑料对比，IXPE 不仅在吸音抗震、隔热保温、防水防潮以及耐候性等综合性能方面具备一定优势，同时在产品生产以及使用过程中，其无毒环保的特性也符合当代社会可持续发展所需。

表 1：IXPE 与其他泡沫塑料的性能对比

项目	IXPE	软质 PVC 泡沫塑料	聚苯乙烯 (PS) 泡沫塑料	聚氨酯 (PU) 泡沫塑料
导热系数 W/(mk)	0.038	0.030	0.048	0.041

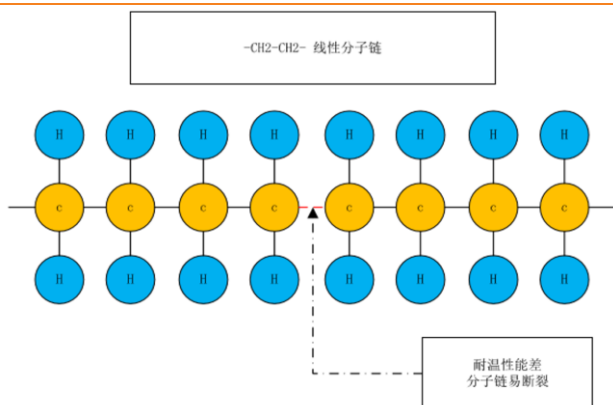
吸水率	0.3	1.9~2.7	2.0~2.5	2.25~3.0
密度 (g/cm ³)	0.030	0.40	0.035	0.030
适用温度 (°C)	-120~80	-35~80	-70~75	-90~135
耐候性	无变化	严重变形	收缩、风化侵蚀	收缩、风化侵蚀
隔音性能	较好	较好	一般	一般
耐腐蚀性	较好	较好	较差	不耐浓酸

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

IXPE 材料的优点特质从何而来？具体来看背后原理：

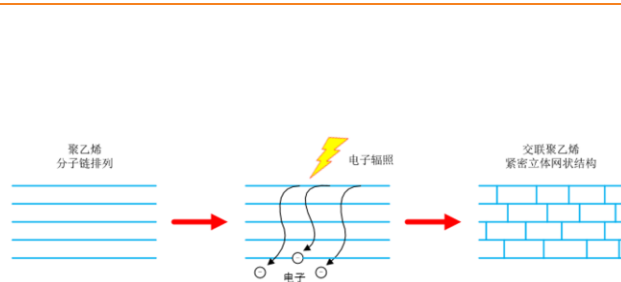
- **原料构成：**IXPE 以低密度聚乙烯 (LDPE)、ADC 发泡剂和色母粒为主要原材料，配以其它辅料制成。
- **工艺方面：**IXPE 具有上述优势的关键在于辐照交联技术对 PE 的改性应用。究其原理：
 1) **常规 PE 耐温性较差。**PE 的分子是由线性分子链组成，因此线性分子链会随着温度升高而减弱导致整个分子材料发生形变，其耐温性较差的特性导致无法全面满足实际使用需求；
 2) **PE 交联技术改变 PE 性能。**该技术通过在 PE 分子间架起链桥使分子不易发生位移，此举不仅能大幅提高 PE 的力学性能、耐环境应力开裂性能、耐化学药品腐蚀性能、抗蠕变性等综合性能，同时也显著提升了其耐温等级，下游应用范围大幅拓宽；
 3) **PE 交联技术主要分为物理交联（辐照交联）以及化学交联两种，**其中润阳科技使用的是辐照交联中的电子辐照交联法。相较于化学交联，电子辐照交联更加绿色环保。

图 6：PE 材料因线性分子结构易因受高温发生形变



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 7：PE 电子辐照交联技术使线性分子链变为网状从而优化性能



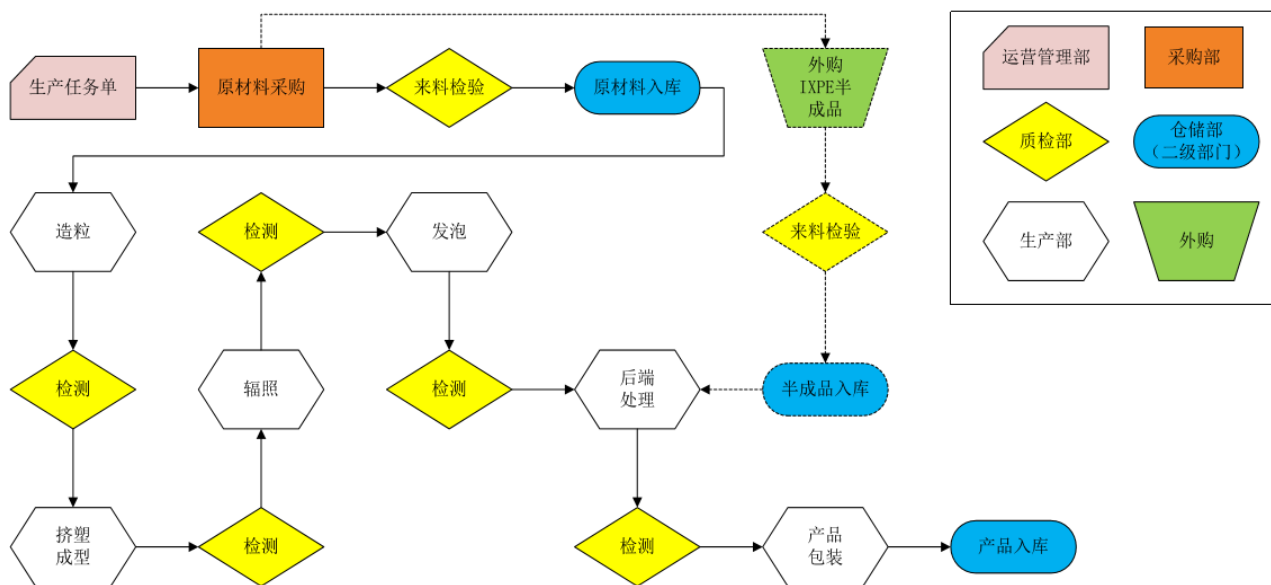
资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

- **工序方面：**将原材料经过造粒、挤塑成型工序后，使用工业电子加速器产生的高能电子束对挤塑成型的母片进行辐照，从而在分子间架起链桥，再经发泡工序形成类似于蜂巢的紧密立体网状独立闭孔泡孔结构，最后经打孔、印花等后端处理工序后，最终生产出一种具有较为细密、独立的新型泡沫塑料材料。在 IXPE 的生产过程中，公司可根据不同的应用需求添加各类制剂进一步加工以提升产品抗菌、耐腐蚀等已有性能或赋予产品阻燃、导电等其他特性。**以润阳科技 IXPE 为例，其生产环节包括：**

- 1) **造粒：**造粒是将粉末状的原材料，制成流动性更好的颗粒形原材料。
- 2) **挤塑成型：**按照配方由自动吸料机吸取原材料，再在挤塑机中对原材料进行加热、加压，使之成为熔融流动状态，然后从口模将其连续挤出成片状母片，并冷却成型。
- 3) **辐照：**通过工业电子加速器产生的高能电子束对挤塑成型的母片进行辐照，从而使分子链间产生交联，在分子间架起链桥，使分子不易发生位移，提升材料性能。
- 4) **发泡：**通过加热使前序工序中已融入半成品的发泡剂分解并释放出气体，气体会使材料膨胀并形成类似于蜂巢的紧密立体网状独立闭孔泡孔结构。
- 5) **后端处理：**包括打孔、印花、覆膜、分切等处理工序。不同客户对公司产品有其独特

的定制化、个性化需求，公司通过打孔、覆膜、印花等后端处理工艺满足不同客户对产品的差异化要求。后端处理工艺环节中的各项工序均不涉及到公司产品生产的核心工序环节。

图 8：润阳科技 IXPE 材料生产环节示意图



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

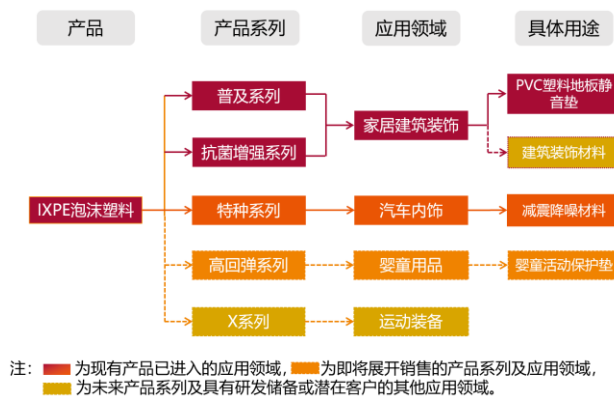
IXPE 材料应用领域广泛。目前 IXPE 相关产品可广泛应用在地垫、管道保温材料、车船内饰材料、运动器具、日用品、建筑隔热防水、以及医疗器械辅材等领域。**具体到润阳科技，**目前，公司 IXPE 产品应用主要集中在绿色健康生活相关的家居建筑装饰、汽车内饰及婴童用品等领域。

图 9：IXPE 材料应用领域



资料来源：润阳科技官网，天风证券研究所

图 10：润阳科技产品矩阵图



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

2.2. 建筑建材是当前第一大市场——公司长期耕耘的主战场

公司 IXPE 主营产品主要应用于家具建筑装饰领域中的 PVC 塑料地板的静音垫，并通过下游客户进入全球排名前列的家居建材用品零售商 Home Depot（美国国家得宝，世界 500 强企业）的供应体系。

PVC 塑料地板是一种新型轻体环保家装材料，对传统地面装饰材料具有很强替代性。与传统地面装饰材料如木地板、瓷砖、天然石材、地毯以及复合地板等相比，PVC 地板从耐用

性、美观度、价格、安装护理以及安全环保等方面综合来看，其无毒环保、耐磨易护理的产品优势对传统地面装饰材料形成了很强的替代性，可广泛应用于住宅、写字楼、医院、购物中心、体育场馆、学校、餐厅、酒店等多个建筑场景。

图 11：各类地面装饰材料综合性能对比

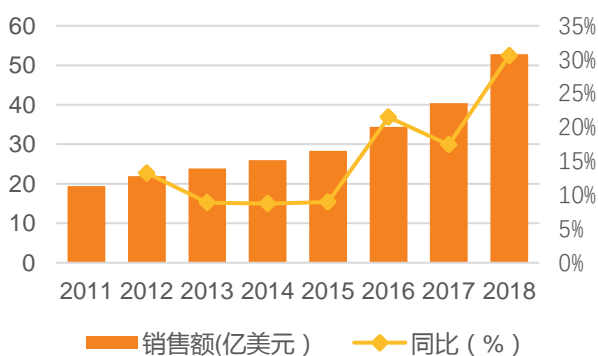
产品种类	抗冲击性	耐磨性	耐腐蚀性	安全环保性	观感	舒适度	安装便利性	保养	使用寿命	价格
木地板	差	差	差	无毒无味	天然、花色独一无二	脚感舒适	较繁杂	较繁杂	较长	高
瓷砖	好	好	强	安全	非天然	质地冰凉、不防滑	较繁杂	简便	长	低
天然石材	好	好	强	部分石材具有放射性气体和有害气体	天然	质地冰凉	较繁杂	简便	长	高
地毯	好	好	差	一般	非天然	脚感舒适	简便	较繁杂	短	高
复合地板	好	一般	强	一般	天然	中等	简便	简便	长	适中
PVC地板	好	好	好	无甲醛、无刺激气味	天然	脚感舒适、防滑	简便	简便	长	适中

资料来源：海象新材招股说明书，天风证券研究所

从消费端来看，欧美市场需求稳定，占全球市场份额超 50%。PVC 塑料地板最早起源于欧洲，于 20 世纪 30 年代在美国开始工业化生产，由于起步较早，市场对 PVC 塑料地板的认知度以及接受度较高，欧美市场需求稳定，现已成为全球最大的 PVC 塑料地板消费地区。根据 Floor Focus 数据显示，2015 年北美地区以及欧洲地区 PVC 塑料地板销售量分别为 32.5 亿平方英尺、41.25 亿平方英尺，分别约占全球总市场规模的 26% 以及 33%，合计超过全球销售份额的一半以上。

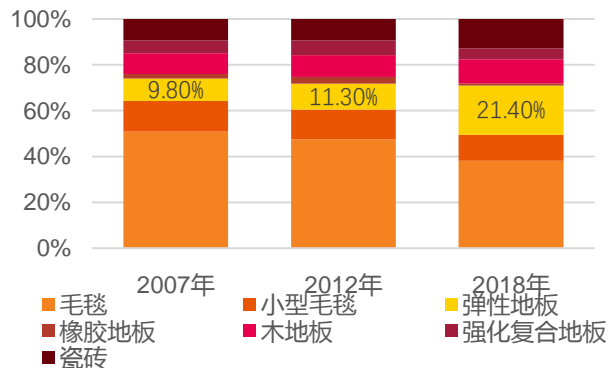
- **具体到美国：消费者重视环保安全，PVC 地板现已成其第二大地面装饰材料。**美国市场 PVC 地板销售额由 2011 年的 19.38 亿美元增长至 2018 年的 52.78 亿美元，CAGR 高达 15.39%。同时，经由 2015 年美国“毒地板”事件的催化，消费者对地板环保性能的意识提升，PVC 塑料地板凭借其良好的稳定性、耐磨易维护以及环保安全等优势进一步实现了对地毯、复合地板等传统地面装饰材料的替代，在各类地面装饰材料中的应用比例逐步提升。2018 年 PVC 塑料地板在美国地面装饰材料市场份额也由 2007 年的 9.80% 提升至 21.40%，成为美国第二大地面装饰材料。

图 12：美国 PVC 塑料地板销售额稳定增长（亿美元，%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 13：美国地面装饰材料中 PVC 地板（弹性地板）份额不断提升

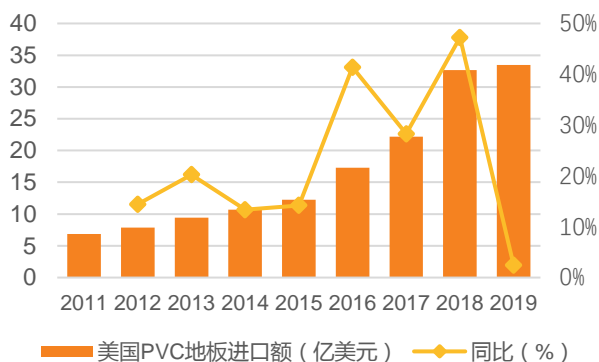


资料来源：海象新材招股说明书，天风证券研究所

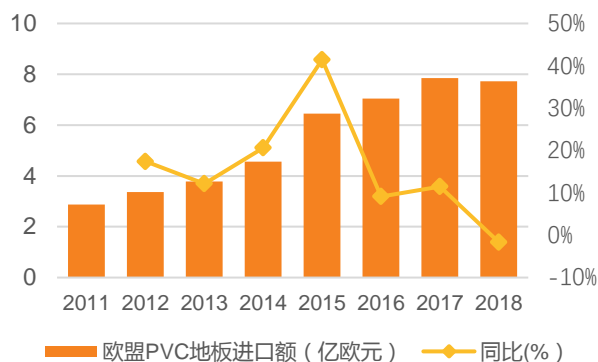
从供给端来看，欧美国家主要依赖进口。虽然欧美发达国家为全球主要的 PVC 地板消费市场，但由于人工成本较高以及产能规模受限等因素，贸易商以及品牌商更多地选择发挥自身的渠道优势和品牌优势，产品的生产和制造主要依赖于进口。根据 Statistics Canada & US Census Bureau 数据，美国市场 PVC 地板进口额由 2011 年的 6.9 亿美元增长到 2019 年的 33.5 亿美元，CAGR 为 21.88%；根据 Eurostat 数据，欧盟市场 PVC 地板进口额由 2011 年的 2.82 亿欧元增长到 2018 年的 7.7 亿欧元，CAGR 为 15.46%。

图 14：历年美国 PVC 地板进口额及增速（亿美元，%）

图 15：历年欧盟 PVC 地板进口额及增速（亿欧元，%）



资料来源: 爱丽家居招股说明书, 天风证券研究所

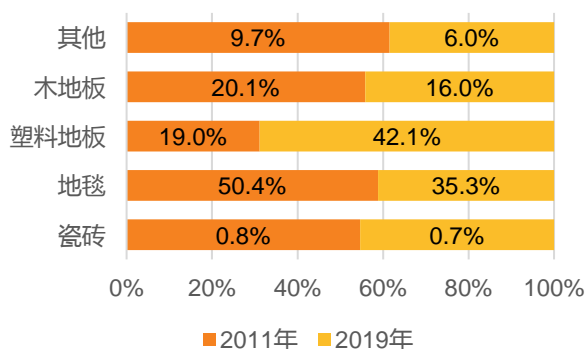


资料来源: 爱丽家居招股说明书, 天风证券研究所

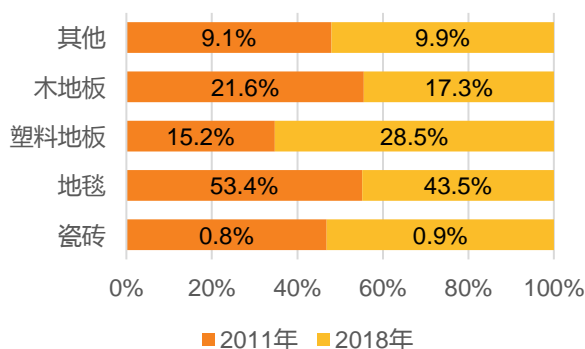
PVC 塑料地板市场规模的快速扩大反映出对传统地面装饰材料的替代趋势。从各类地面装饰材料进口结构来看, PVC 地板在欧美地区的渗透率不断提升。在美国地面装饰材料中, PVC 地板 (塑料地板) 的进口比例由 2011 年的 19% 显著提升至 2019 年的 42.1%, 欧盟由 2011 年的 15.2% 提升至 28.5%, 而其他地面装饰材料的占比均呈现出不同程度的下降, PVC 塑料地板替代性显著。

图 16: 2011 年&2019 年美国进口各类地面装饰材料占比 (%)

图 17: 2011 年&2018 年欧盟进口各类地面装饰材料占比 (%)



资料来源: 爱丽家居招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 爱丽家居招股说明书, 天风证券研究所

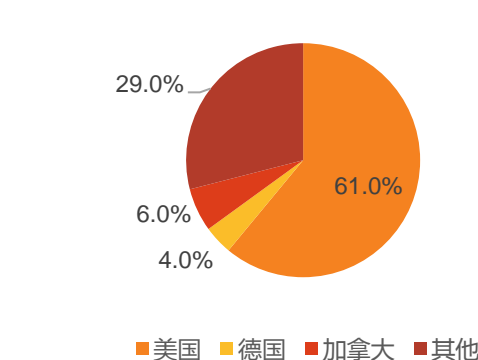
我国作为全球 PVC 塑料地板主要生产国和出口国, 受益相关需求快速增长。我国凭借生产成本优势以及产业链优势, 成为 PVC 塑料地板的主要生产地区。受欧美市场 PVC 塑料地板进口需求的快速增长, 我国 PVC 塑料地板出口规模也随之显著增长。根据海关数据显示, 我国出口 PVC 塑料地板 (海关编码: 氯乙烯聚合物制铺地制品 39181090) 出口金额由 2014 年的 19.72 亿美元增长到 2019 年 48.42 亿美元。

图 18: 历年来我国 PVC 地板出口额 (亿美元, %)

图 19: 2018 年我国 PVC 地板出口地区分布 (%)



资料来源: 海象新材招股说明书, 天风证券研究所



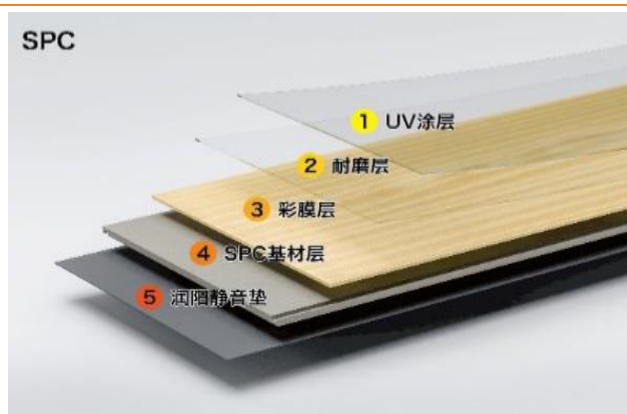
资料来源: 海象新材招股说明书, 天风证券研究所

我国 PVC 塑料地板市场尚处市场发展初期, 潜力大。原因有三: 一是由于 PVC 地板在 80

年代才传入中国，产品推广力度、深度以及认知度还不足；二是欧美与我国的装修习惯差异导致对 PVC 的应用产生差距，欧美等国家在装修方面偏好 DIY，因此更倾向于选择安装成本低、安装简便的 PVC 地板，而中国家庭更多的是选择外包给装修公司，因此，PVC 地板安装简便的优势在国内尚待在终端消费者中普及；三是我国消费者对装修材料的观念较为传统，重在追求“天然”和“高档”的木地板或者天然石材，未来随消费者绿色环保的消费理念提升，我国 PVC 塑料地板市场有望快速增长。从数据上来看，我国市场潜力大。根据上海东证期货数据，我国 PVC 塑料地板需求量由 2014 年的 1.70 亿平方米增长至 2017 年的 2.60 亿平方米，年均增幅高达 15%。根据 HJResearch 数据，未来国内 PVC 地板消费市场 CAGR 有望保持在 7% 的增长趋势，整个市场将逐步向成长期过渡。

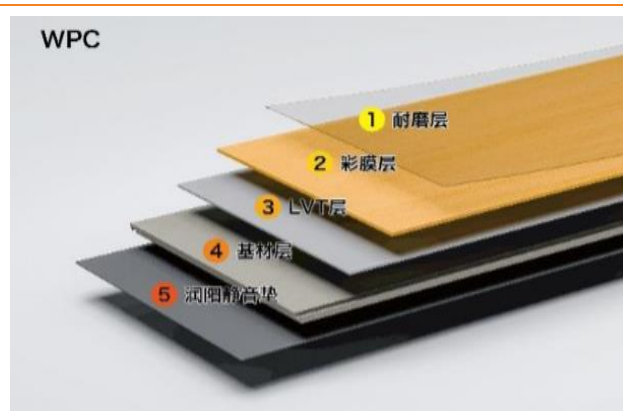
润阳科技生产的静音垫是 PVC 塑料地板中的一层，业绩方面受益下游 PVC 塑料地板市场的快速发展。根据爱丽家居招股说明书，PVC 塑料地板以聚氯乙烯（PVC）为主要原料，加入增塑剂、重钙粉以及稳定剂等辅料，再经由挤塑、热压、回火、淋膜等多道工序生产制作。由底到面依次由基材层、印花面料层、耐磨层和 UV 层构成。根据润阳科技招股说明书，WPC 塑料地板和 SPC 塑料地板是其中的高端产品，润阳科技生产的静音垫就用于此二者的最底层，其具有的良好回弹性可提升脚感舒适度、抗冲击性强可延长地板使用寿命，并有隔音降噪、抗菌防霉、绿色环保等作用 and 优点。

图 20：润阳静音垫在 PVC 塑料地板 SPC 中应用示意图



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 21：润阳静音垫在 PVC 塑料地板 WPC 中应用示意图

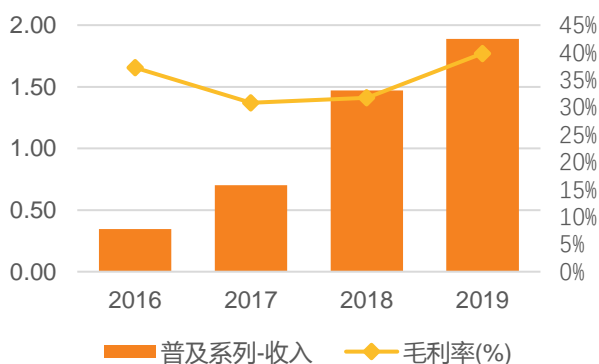


资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

截至 2020H1，公司相关产品营收合计占总比例的 99% 以上，其中主要产品有二：

- 1) 普及系列，无毒环保，物理性能优异，具有无毒、无味、减震、降噪、耐腐蚀、抗菌、防水等特点，可适用于多种应用场景。该业务 2019 年实现营收 1.89 亿元，占总营收比例 52.30%，毛利率为 39.85%；

图 22：润阳科技普及系列营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：润阳科技普及系列产品示意图

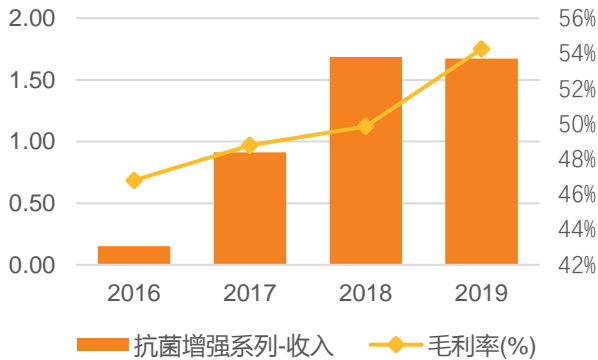


资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

- 2) 抗菌增强系列，在普及系列的基础上，在原料中加入抗菌料，进一步提升产品抗菌属性，是更加适用于绿色家居生活的高端系列产品。该业务 2019 年实现营收 1.67 亿元，

占比 46.36%，毛利率为达 54.26%。

图 24：润阳科技抗菌增强系列营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：润阳科技抗菌增强系列产品示意图



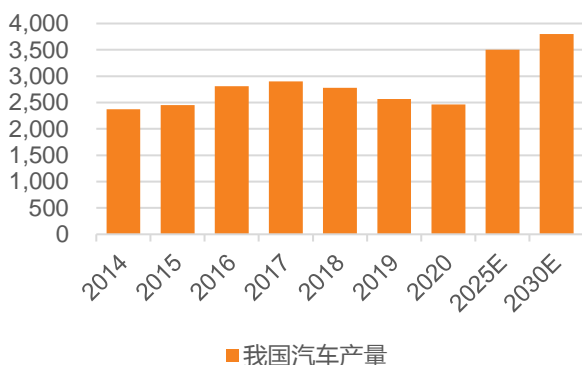
资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

2.3. 汽车内饰、母婴市场正崛起——公司正在开拓的新领域

建材市场之外，公司 IXPE 主营产品也在探索汽车和母婴两大市场。

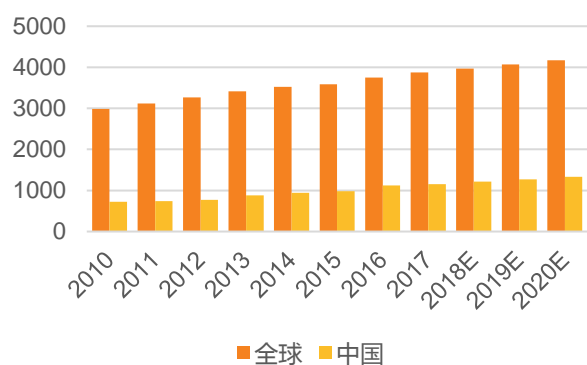
- **汽车内饰领域**——IXPE 材料受益我国汽车市场大，随使用量提升有望开启长足发展。我国作为全球最大的汽车生产与消费国，2019 年汽车产销量分别为 2572 万辆和 2576 万辆，产销量继续蝉联世界第一，已占据全球汽车市场近 1/3 的份额。**具体到汽车领域中泡沫塑料的使用**，泡沫塑料从汽车内饰件开始发展，后在汽车上的应用逐渐拓宽，从软质泡沫塑料如静音垫、坐垫、顶棚内衬等到半硬质泡沫塑料如汽车仪表盘、门内饰板、遮阳板等，再到硬质泡沫塑料如车门内板、顶棚、保险杠等内饰件。根据中国塑料加工协会数据显示，发达国家汽车平均塑料用量预计从 2011 年的 300 千克/辆提升至 2020 年的 500 千克/辆，目前中国各类型汽车使用塑料已经达到了每辆 130-160 千克，**成长空间大**。IXPE 材料属于泡沫塑料，且由于其具有无毒环保兼具隔音降噪、阻燃隔热、减震、密封等材料特性，在汽车内饰领域其可作为隔音、阻燃、减震、隔热材料，广泛应用于汽车引擎、车门、顶棚、后备箱和中控台内饰等处。**我们认为随 IXPE 材料在汽车内饰领域中自身的使用和对传统泡沫塑料材料的替代逐渐提升，有望为如润阳科技等主营材料的上游公司带来业绩的长期高速增长。**

图 26：中国汽车产量及预测（万辆）



资料来源：Wind，国家统计局，润阳科技招股说明书，天风证券研究所

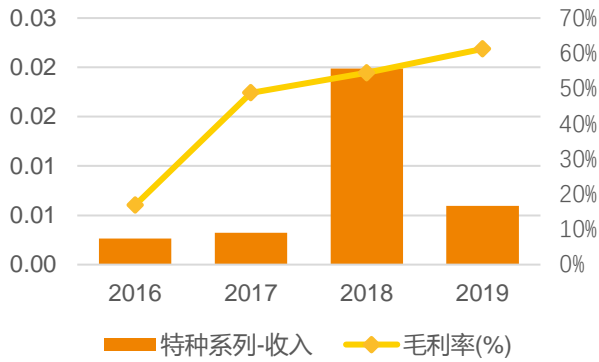
图 27：全球 vs 中国汽车内饰件市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

润阳科技在汽车内饰领域的相关产品主要为特种系列。根据公司招股说明书，特种系列为对 IXPE 产品的性能有特殊需求的客户研发的特种系列产品，在普及系列的基础上，突出了定制化的特性，具有如阻燃、隔热等客户所需求的特性。2019 年，该业务实现营收 0.01 亿元，占总营收比例不到 1%，毛利率达 61.25%。目前，公司产品已通过 Volvo 一级零部件配套供应商进入国内汽车整机厂商的供应链体系，已应用于 Volvo 部分车型的生产制造。

图 28：润阳科技特种系列营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：润阳科技特种系列产品&在汽车上的应用领域示意图



资料来源：润阳科技招股说明书，公司官网，天风证券研究所

➤ **母婴产品领域——IXPE 材料安全无毒，满足婴幼儿成长需求，随对传统材料的逐步替代，未来市场空间广阔。**婴童活动能增强体质、促进大脑发育和肢体协调，婴童活动时的保护工作成为家长们日益关注的问题。目前市场上的婴童活动保护垫类产品如爬爬垫、爬行垫等，大多使用 EPE、EVA 及软质 PVC 等作为内胆材料，而使用 IXPE 的高档产品多为进口。

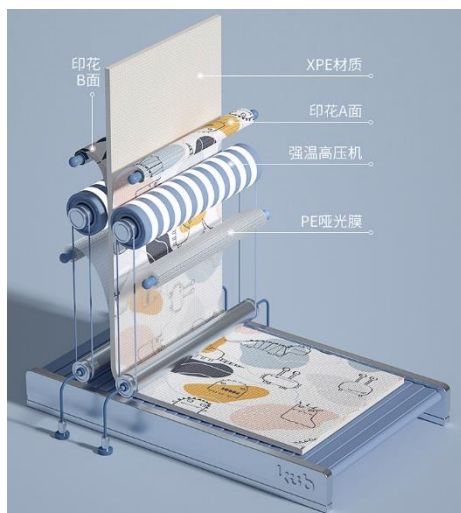
润阳科技与婴童用品知名品牌“可优比”合作，以新开发的高回弹系列 IXPE 产品作为内胆材料，生产高档绿色环保的婴童活动保护垫，市场空间广阔，预计将为公司的经营发展形成新的支撑。

图 30：润阳科技婴幼儿系列产品示意图



资料来源：润阳科技招股说明书，润阳科技官网，天风证券研究所

图 31：可优比保护垫产品示意图



资料来源：可优比旗舰店，天风证券研究所

图 32：XPE 材料综合性能优势显著

	EVA	PVC	EPE	XPE
挥发物 (甲酰胺)				
柔软度	☁	☁☁	☁	☁☁☁
弹力	∩	∩∩∩	∩	∩∩∩∩
使用寿命	🕒	🕒	🕒	🕒🕒🕒
变形恢复性	↕↕	↕↕	↕	↕↕↕
防水性	💧	💧💧	💧💧	💧💧💧
异味	👃👃👃	👃👃	👃	无

资料来源：可优比旗舰店，天风证券研究所

同时，我们还在公司官网上注意到，公司继 IXPE 系列后又推出了固特棉（GFOAM，又称 GOODFOAM）这一新产品。该产品是以聚乙烯为主要原材料，与发泡剂及其它添加剂等原料经混合加工成型，通过工业电子加速器产生的高能电子束进行辐照从而产生交联，从而改变聚乙烯的分子结构成紧密立体网状结构，经发泡、整型等一系列加工工序，生产出的一种高环保、高性能、高品质、外观细腻、手感舒适、二次加工性能良好的高档闭孔型泡沫材料。根据公司官网，该材料目前主要用于公司的母婴用品系列中的润阳爬行垫。

图 33：润阳爬行垫使用了固特棉科技新材料



资料来源：润阳科技官网，天风证券研究所

3. α ：细拆财报，公司到底有多强？

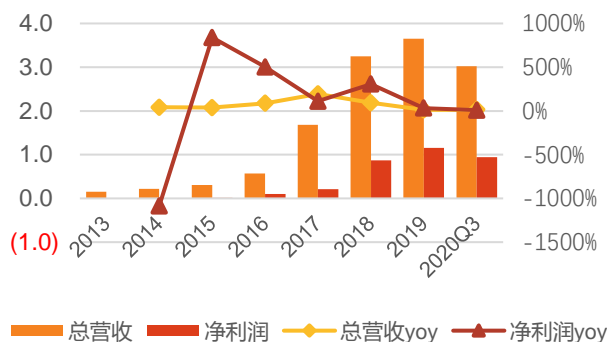
3.1. 地位：业绩指标超同业，盈利能力快速提升

公司自成立以来便快速发展。公司于 2012 年 10 月底注册成立，年底便完成了工厂的所有基础设施建设、生产设备的安装调试；2013 年春节后正式投产，销售团队携自主品牌在上海、德国、美国等地进行市场拓展；2015 年时，公司第一次实现扭亏为盈，同年年底成功挂牌新三板。2015 年后，公司得益于产能持续扩大+销售市场拓展，营收和净利润高速增长。2016 年，公司市场销售取得重大突破，所有生产线满负荷生产，又有 3 车间厂房成功建设和投产；2017 年，润阳二厂正式设立，产能再扩大；2018 年，子公司长兴润阳易丰新材料有限公司落户南太湖产业集聚区，乘“吉利之风”开辟汽车内饰 IXPE 新疆土；2019 年，南太湖厂区车间陆续建成投入使用，研发中心进一步升级改造，积极响应“一带一路”国家战略，在越南筹建生产基地，全厂启动数字化生产改造提升项目；2020 年上半年，经过多年研发，正式迈入婴童用品市场，同年年底在深交所成功挂牌上市。2015 年至 2019 年，公司营收 CAGR 达 85.91%，净利润 CAGR 达 187.71%。2020 年，公司在疫情防控和经济社会发展两个战场，“都交上了一张优异答卷”。截至 2020 第三季度，公司实现营收 3.02 亿元，同比增 14.41%，实现净利润 0.95 亿元，同比增 9.45%。

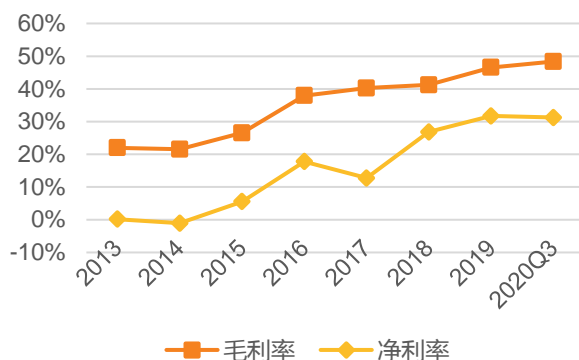
盈利能力方面，公司毛利率和净利率多年来呈现快速提升的趋势。整体来看，有如下原因：1) 基于下游市场的快速增长及良好的产品品质，公司产品需求旺盛，公司实行下游应用聚焦的策略，不断优化产品结构；2) 公司产品主要原材料市场供应充足，市场价格有所下降，原材料采购成本降低；3) 公司通过不断扩大产能以增强生产的规模效应和降低外购半成品、外协加工的比例，通过优化产品配方、完善生产工艺等不断提高生产效益，产品单位成本下降。公司各项产品均具有较强盈利能力。截至 2019 年，普及系列毛利率为 39.85%，较同期增 8.09pct；抗菌增强系列为 54.26%，增 4.40pct；特种系列为 61.25%，增 6.78pct。

图 34：润阳科技营收&归母净利润&同比增速（亿元，%）

图 35：润阳科技毛利率&净利率（%）

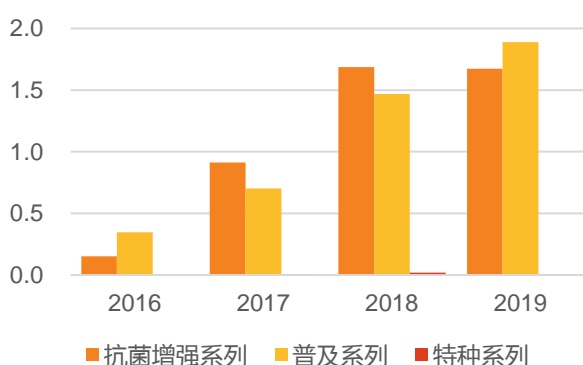


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: 润阳科技主营构成 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 润阳科技主营产品毛利率 (%)

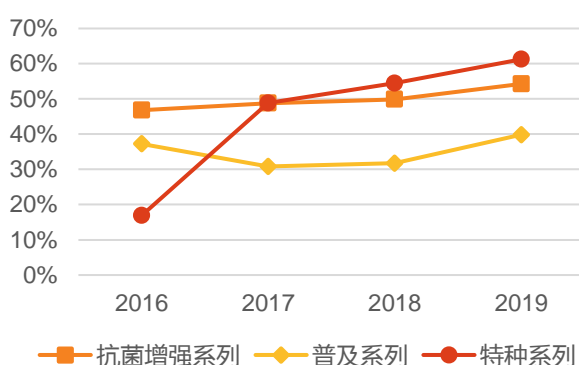
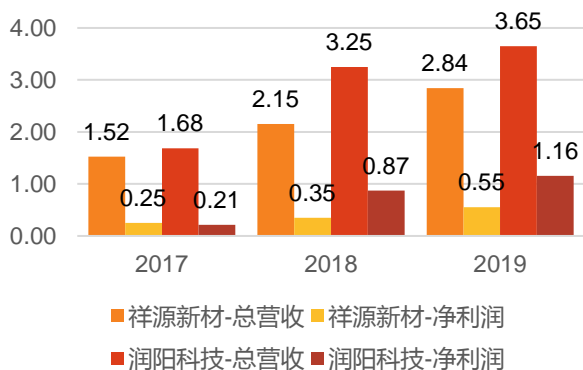
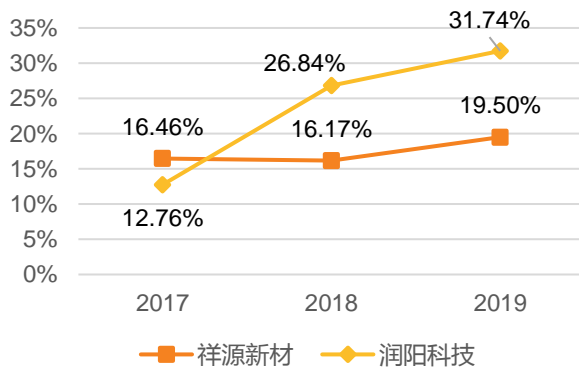


图 38: 业绩规模对比 (亿元)



资料来源: 润阳科技招股说明书, 天风证券研究所

图 39: 销售净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

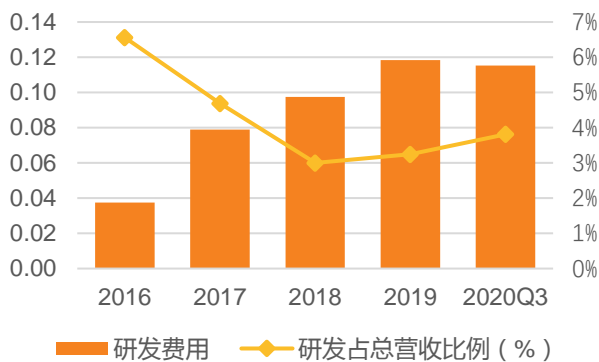
公司主营业务在 A 股市场中较为稀缺, 是 IXPE 领域的龙头企业。根据公司招股说明书, 公司尚无 A 股同行业可比上市公司, 仅有拟上市的同行业可比公司祥源新材。与祥源新材相比, 公司业务更聚焦在建筑装饰材料上, 99%以上营收来自该领域, 而祥源新材的 IXPE 主营业务涉及建筑装饰材料、消费电子领域、汽车内饰领域, 其中建筑装饰材料营收仅占总营收的 50.62%; 在营收规模上, 公司目前业绩规模更高。公司 2019 年实现总营收 3.65 亿元, 净利润 1.16 亿元; 祥源新材实现总营收 2.84 亿元, 净利润 0.55 亿元; 同时, 公司的销售净利率相对较高, 并持续提升, 2019 年, 公司销售净利率达 31.74%, 两年间提升了近 19pct; 祥源新材 2019 年销售净利率为 19.50%, 较 2017 年提升了约 3pct。

3.2. 研发：配方持续改良，原材料成本连年降低

公司注重自主创新。公司于 2016 年便建立了研发中心，又很快于 2019 年对研发中心进行了进一步的升级改造。2020 年公司 IPO 募资资金用途中，再次提及研发相关的建设项目：公司拟使用 5,565.94 万元募集资金元在浙江省湖州市长兴县吕山乡新建研发中心、购置研发设备和软件以及招聘和培训研发人员等，可见公司对研发的重视。

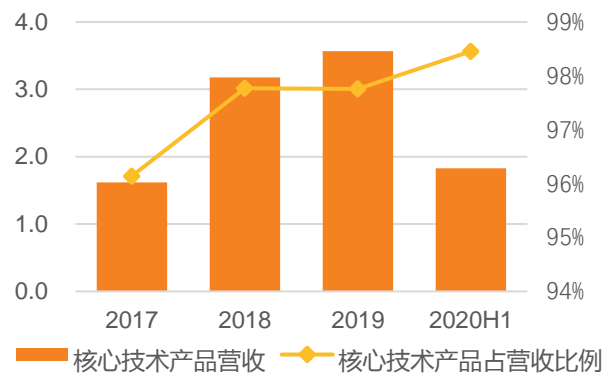
公司研发方向聚焦主营产品。公司持续推进无毒环保高分子泡沫塑料产品的研发、生产技术的创新和产品应用的研究，重视相关技术的开发与储备，不断研发探索 IXPE 泡沫塑料的新配方、新工艺，持续拓展产品种类及其应用领域，掌握了多项拥有自主知识产权的核心技术。2016 年至 2020 年第三季度，公司研发投入总额合计 0.45 亿元，近年来每年研发投入占到总营收的 3% 以上。截至公司招股说明书签署日，公司拥有各项专利技术 83 项（其中发明专利 32 项，境外专利 2 项）。同时，公司还与包括化学工程联合国家重点实验室（浙江大学）在内的高等院校、科研院所的合作，进一步促进了公司技术水平的提升。

图 40：润阳科技研发费用&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：润阳科技核心技术产品营收&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

公司研发坚持以市场需求为导向，将研发成果应用于生产环节，实现了显著的降本增效。IXPE 作为塑料泡沫材料的一种，涉及高分子材料的深加工，其技术与生产工艺难度较高，下游应用对泡沫塑料材料的配方调配、生产工艺及质量检测等有较为严格的要求，这也成为该行业的技术壁垒之一。**以抗菌料的使用为例，作为生产 IXPE 的主要原材料之一，公司通过对产品配方的优化，调整 K 料、T 料、M 料在抗菌料中的使用占比，在 IXPE 产品产量大幅提升的背景下，使抗菌料 2019 年的采购成本和采购量较 2018 年分别实现了 40.32% 和 85.81% 的大幅下降，在 IXPE 生产成本的原材料成本中的占比从 20.26% 下降至 11.98%，显著降低了公司产品成本，提高了产品竞争力和盈利能力。**

表 2：IXPE 配方的改良使抗菌料采购成本大幅下降

		2017	2018	2019
抗菌料	金额 (万元)	1132.00	1639.66	978.61
	yoy		44.85%	-40.32%
	数量 (吨)	14.53	80.60	11.44
	yoy		454.71%	-85.81%
	单价 (万元/吨)	77.91	20.34	85.54
	yoy			355.12%
其中：K 料	金额 (万元)	1132.00	1106.51	466.37
	数量 (吨)	14.53	15.50	6.50
	单价 (万元/吨)	77.91	71.39	71.75
T 料	金额 (万元)		533.15	
	数量 (吨)		65.10	
	单价 (万元/吨)		8.19	

M 料	金额 (万元)			486.33
	数量 (吨)			3.79
	单价 (万元/吨)			128.32

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

3.3. 客户：前五占比高，规模效应降低生产成本

我们认为，公司下游稳定的大客户结构是公司业绩持续增长的基础。根据招股说明书，公司与主要客户保持长期稳定的合作关系。公司面向 B 端客户，获客方式主要为通过参加展会的方式树立品牌并与潜在客户取得接触。公司与主要客户建立长期战略合作关系，会围绕客户需求开发新品和改善产品性能，并在合作全环节提供全方位服务，以提高客户粘性。

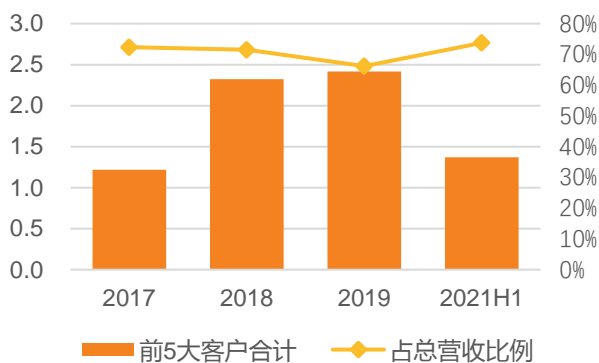
图 42：润阳科技家居建筑装饰领域主要客户



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

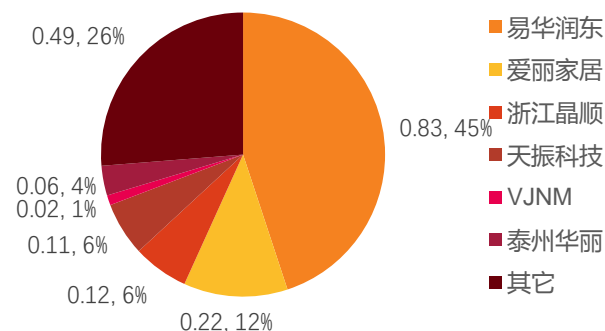
从 2017 年至 2020 年上半年的客户构成来看，易华润东、爱丽家居、浙江晶顺（建材科技、塑胶）、泰州华丽长期位列公司前五大客户中，前五大客户合计占总营收比例在 70% 上下。我们认为，客户集中度越高，平均订单规模就越大，越利于公司组织生产资源，提高生产效率控制生产成本。

图 43：前五大客户结构和贡献总营收比例（万元，%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 44：润阳科技 2020H1 客户结构（亿元，%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

公司产品质量优，符合国际标准，是全球排名前列、美国家居建材用品零售商龙头——家得宝的间接供应商。公司通过下游客户进入主要终端客户家得宝 (Home Depot, HD.N) 供应体系，后者是世界 500 强企业，2019 财年实现营收 1102 亿美元，归母净利润 112 亿美元。公司通过为易华润东、爱丽家居等 PVC 塑料地板制造企业供应静音垫，使其生产出符合家得宝标准的产品。公司 IXPE 产品已通过世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一的 Intertek 的甲醛、VOC 及其他有害物质检验。

表 3：润阳科技通过下游客户进入家得宝供应体系的主要环节

次序	主要环节
----	------

A	润阳科技产品销往下游客户（易华润东、爱丽家居等 PVC 塑料地板制造企业），下游客户使用润阳科技 IXPE 产品作为静音垫原材料并生产 PVC 塑料地板；
B	下游客户使用润阳科技 IXPE 的产品样品需送往 Home Depot 指定的第三方检测机构进行产品质量检测；
C	Home Depot 对产品质量检测合格的 PVC 塑料地板供应商（易华润东、爱丽家居等）及其主要原材料供应商（润阳科技等）进行实地考察、验厂；
D	Home Depot 向通过验厂的 PVC 塑料地板供应商下达供货要求及订单；
E	通过验厂的 PVC 塑料地板供应商根据 Home Depot 的供货要求，向其通过验厂的主要原材料供应商（润阳科技等）下订单采购原材料并与供应商约定产品质量标准；
F	润阳科技根据上述下游客户订单的要求及质量标准进行产品生产并通过下游客户销往 Home Depot。

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

3.4. 生产：委外辐照向自行转移，降低制造费用

公司 IXPE 产品的生产环节近年来持续优化，通过将生产中的辐照环节从委外向自行转移，进一步降低了生产成本。辐照是生产 IXPE 的关键环节。公司在发展过程中，由于自有辐照能力低，委托中广核达胜加速器技术有限公司、嘉兴市宏润辐照技术有限公司和吴江市大连强纺织品整理有限公司进行辐照加工。近年来公司自行辐照比例逐年提升，2017 年至 2020 年上半年，从 0% 升至 85% 以上。委托加工费用每单位成本约为自行辐照的 2 倍，因此随着自行比例的提升，其占 IXPE 总成本的比例从 9.08% 降至 2.38%，为公司 IXPE 产品毛利率提升做出了较大贡献。

表 4：润阳科技委外辐照比例逐年减少

	2017	2018	2019	2020H1
占 IXPE 总成本比例	9.08%	5.95%	3.36%	2.38%
金额(百万元)	8.67	11.04	6.40	2.23
委外辐照单位成本（元/平米）	0.26	0.26	0.20	0.21
自行辐照单位成本（元/平米）	0	0.16	0.11	0.1
当期委外数量比例（%）	100.00%	52.53%	28.51%	13.57%

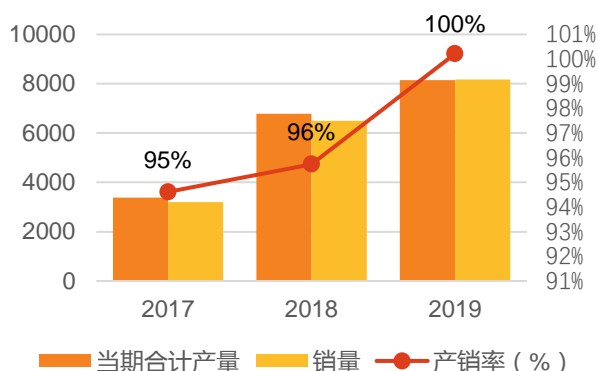
资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

3.5. 产能：下游需求增长快，产销率 19 年已超 100%

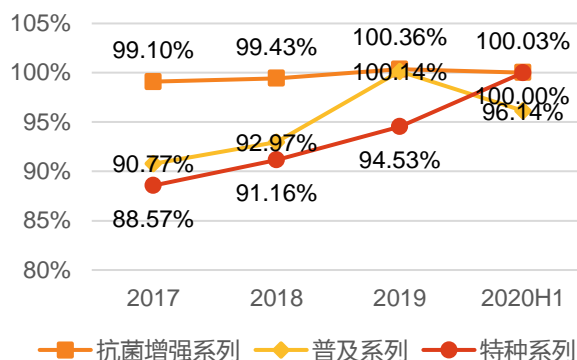
受益下游 PVC 塑料地板需求的快速增长，公司产能逐步释放，目前各产销比均已冲顶 100%。公司自成立以来，IXPE 产能持续提升，2013 年春节后正式投产后，2016 年所有生产线便满负荷生产，同年新建 3 车间厂房投产；2017 年，润阳二厂正式设立；南太湖厂区车间 2018 年建设，2019 年投产。截至公司 IPO 募资前，公司 IXPE 产品产能 2019 年为 7414.72 万平方米，2020 年上半年为 6236.16 万平方米。产销比在 2019 年达到 100.22%，从各系列产品来看，2019 年和 2020 年上半年，三系列产品产销比也均在冲顶 100%。

图 45：润阳科技 IXPE 产品产量&销量&产销比（万平方米，%）

图 46：润阳科技各产品产销比（%）



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测：IPO 募资&越南项目突破产能瓶颈，预计未来三年业绩高增长

综上所述，公司目前业绩增长潜力将主要来自下游需求的快速增长、公司产能的继续扩张、及产品结构的丰富。产能方面，一方面是本次 IPO，公司计划募资 63,489.22 万元，其中约 65% 的资金用于对产能扩张，合计再增 11600 万平方米的 IXPE 产能；另一方面是 2020 年 12 月底，公司向越南子公司增资再扩产能；产品结构方面，公司拥有众多围绕公司战略目标展开的在研项目，以持续推进无毒环保高分子泡沫塑料的开发、生产工艺的创新和产品应用的研究，深入挖掘并不断拓展无毒环保高分子泡沫塑料在绿色健康生活领域的市场应用。

表 5：润阳科技 IPO 募资计划（万元）

序号	募集资金投资项目	项目总投资额	拟使用募资金额	募集资金使用进度			
				第一年	第二年	第三年	第四年
1	年增产 1,600 万平方米 IXPE 自动化技改项目	4,768.93	4,768.93	4,215.00	553.93	—	—
2	年产 10,000 万平方米 IXPE 扩产项目	36,723.16	36,723.16	17,425.10	15,126.65	4,171.41	—
3	研发中心建设项目	5,565.94	5,565.94	1,656.21	2,780.23	753.00	376.50
4	智能仓储中心建设项目	8,431.19	8,431.19	3,781.87	2,991.56	1,657.76	—
5	补充营运资金项目	8,000.00	8,000.00	8,000.00			

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

盈利预测：我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 4.34/6.03/8.64 亿元，净利润 1.30/2.04/3.18 亿元。**基本假设如下：**

- 1、公司扩产相关募投项目进展顺利，其中 1) 2020 年 12 月底向越南子公司增资扩产；2) 1600 万平方米增产项目于 2022 年投产；3) 10000 万平方米扩产项目 2022-2024 年按 30%、70%、100% 进度逐年投产；
- 2、公司研发实力提升，继续优化产品盈利能力，以及母婴领域的研发；
- 3、公司在 IXPE 下游建筑建材、汽车内饰、母婴用品三大领域市场开发进展顺利；
- 4、公司继 IXPE 后推出的固特棉相关母婴产品放量。

图 47：1600 万平方米增产项目实施进度及管理

图 48：10000 万平方米扩产项目实施进度及管理

项目实施内容	第一年				第二年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
项目筹备	■							
工程施工	■	■	■					
设备购买与调试			■	■				
人员招聘与培训				■				
项目投产					■	■	■	■

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

项目实施内容	第一年				第二年				第三年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
项目筹备	■											
工程施工	■	■	■	■								
设备购买与调试					■	■			■	■		
人员招聘与培训						■				■		
项目投产 (30%)							■	■	■	■		
项目投产 (70%)											■	■

资料来源：润阳科技招股说明书-注：第四年开始产能释放 100%，完全达产。
天风证券研究所

表 6：润阳科技盈利预测（百万元）

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
抗菌增强系列	营业收入	15.11	91.29	168.63	167.37	194.82	262.91	397.68
	yoy		504.08%	84.71%	-0.74%	16.40%	34.95%	51.26%
	营业成本	8.04	46.75	84.54	76.56	87.92	114.28	169.65
	yoy		481.50%	80.83%	-9.44%	14.83%	29.98%	48.45%
	毛利率	46.80%	48.79%	49.86%	54.26%	54.87%	56.53%	57.34%
普及系列	营业收入	34.60	70.25	146.97	188.82	225.27	277.25	347.80
	yoy		103.04%	109.21%	28.48%	19.30%	23.07%	25.45%
	营业成本	21.72	48.59	100.29	113.58	127.37	152.28	189.19
	yoy		123.75%	106.40%	13.25%	12.15%	19.56%	24.23%
	毛利率	37.24%	30.83%	31.76%	39.85%	43.46%	45.07%	45.61%
特种系列	营业收入	0.27	0.32	1.99	0.60	3.01	4.87	10.44
	yoy		21.64%	515.63%	-70.08%	405.16%	61.81%	114.60%
	营业成本	0.22	0.17	0.91	0.23	1.10	1.78	3.75
	yoy		-25.05%	447.43%	-74.54%	378.91%	61.50%	109.95%
	毛利率	16.90%	48.79%	54.47%	61.25%	63.26%	63.33%	64.13%
IXPE	合计营收	49.98	161.87	317.59	356.79	423.10	545.02	755.93
	yoy		223.88%	96.20%	12.35%	18.58%	28.82%	38.70%
	合计成本	29.98	95.51	185.74	190.37	216.40	268.35	362.58
	yoy		218.60%	94.47%	2.49%	13.67%	24.01%	35.12%
	毛利率	40.02%	41.00%	41.52%	46.64%	48.85%	50.76%	52.03%
固特棉						5.00	50.00	100.00
								100.00%
						2.50	25.00	50.00
							100.00%	
					50.00%	50.00%	50.00%	
其它业务	营业收入	0.07	0.22	1.26	3.96	4.00	5.00	6.00
	yoy			476.18%	213.24%	0.96%	25.00%	20.00%
	营业成本		0.22	0.70	3.01	3.00	3.75	4.5
	yoy			218.37%	330.12%	-0.20%	25.00%	20.00%
	毛利率		0.00%	44.75%	24.13%	25.00%	25.00%	25.00%
其它产品	营业收入	7.23	6.28	5.97	4.21	2.12	2.5	2.5
	yoy		-13.17%	-4.89%	-29.42%	-49.72%	17.99%	0.00%
	营业成本	5.56	5.15	4.89	4.07	2.06	2	2

	yoy		-7.37%	-4.96%	-16.89%	-49.26%	-3.04%	0.00%
	毛利率	23.14%	18.01%	18.07%	3.52%	2.64%	20.00%	20.00%
总计	总营收	57.28	168.37	324.82	364.97	434.21	602.52	864.43
	yoy		193.95%	92.93%	12.36%	18.97%	38.76%	43.47%
	总成本	35.53	100.87	191.33	197.44	223.96	299.10	419.08
	yoy		183.89%	89.67%	3.20%	13.43%	33.55%	40.12%
	毛利率	37.96%	40.09%	41.10%	45.90%	48.42%	50.36%	51.52%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 估值分析&投资建议:

由于 A 股市场中尚未有和润阳科技主营业务相同的公司, 我们选择公司所在的 CSRC 橡胶和塑料制品业板块中 2020-2022 年同样处于快速发展阶段的公司与润阳科技进行 PE 估值对标。根据 Wind2021 年一致预测, PE 平均在 30.24 倍。我们看好公司正处 β 行业快速增长与 α 公司竞争优势持续加强的双重快速发展阶段, 我们给与公司 2021 年 30 倍 PE。

表 7: 与公司成长性相似的新材料产品生产公司估值对比 (倍)

证券代码	证券简称	主营产品	总市值 (亿元)	Wind 一致预测 PE			Wind 一致营收增长率%			Wind 一致净利润增长率%		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603806.SH	福斯特	光伏封装材料	716.45	51.73	39.95	32.23	32.90	34.83	23.38	44.73	29.47	23.94
002395.SZ	双象股份	人造革合成革	36.58	71.71	35.17	19.15	2.01	29.97	40.04	68.41	103.92	83.65
688386.SH	泛亚微透	ePTFE 膜	32.59	-	34.81	23.30	-	43.86	37.14	-	67.19	49.40
603212.SH	赛伍技术	薄膜形态功能性高分子材料	125.04	63.22	31.61	20.57	6.65	75.60	33.45	3.96	100.00	53.67
002324.SZ	普利特	改性复合材料	163.60	34.65	31.40	27.98	15.88	11.17	6.86	186.41	10.32	12.22
688680.SH	海优新材	高分子薄膜	127.95	60.85	30.62	18.39	44.16	114.27	62.67	214.40	98.70	66.52
688299.SH	长阳科技	高分子功能膜	70.33	39.23	26.95	19.65	20.47	37.28	27.78	25.43	45.59	37.15
002372.SZ	伟星新材	新型塑料管道	313.65	29.54	26.13	23.03	6.38	14.30	13.79	7.97	13.04	13.47
300806.SZ	斯迪克	功能性涂层复合材料	62.94	36.14	23.89	16.73	10.91	34.20	22.27	56.63	51.26	42.81
002522.SZ	浙江众成	POF 热收缩膜	56.61	37.49	22.93	16.63	14.30	16.43	17.10	135.34	63.58	37.85
300920.SZ	润阳科技	IXPE 泡沫塑料	48.88				20.23	40.31	38.33	20.41	44.16	40.16

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上所述, 我们预计 2020-2022 年, 公司实现营收 4.34/6.03/8.64 亿元, 净利润 1.30/2.04/3.18 亿元, 对应 EPS 1.30/2.04/3.18 元/股。我们看好润阳科技作为 A 股 PVC 新材料的稀缺标的, 同时作为国内 IXPE 制造的龙头企业, 正处行业替代需求增长与公司竞争优势持续加强的双重快速发展阶段, 给予 2021 年 30 倍 PE, 目标价 61.20 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1、**技术风险。**包括 1) **技术研发风险。**近年新材料行业技术发展较快, 下游客户需求不断变化, 竞争对手的研发投入持续加大, 若公司未能及时准确把握技术和市场的发展趋势, 技术或产品开发未能有效满足客户及市场需求, 将面临所掌握的核心技术被赶超或替代的风险; 2) **技术经验泄密风险。**核心技术及经验是行业内企业的核心竞争要素之一, 也是公司保持市场竞争力的关键, 技术泄密将对公司的整体市场竞争力、生产经营和盈利能力造成不利影响; 3) **技术人才流失风险。**公司所处行业属于技术密集型产业, 近年来后者

发展迅速，技术人才缺乏，未来随行业竞争加剧，人才的争夺将日趋激烈。

2、经营风险。包括 1) 市场需求波动风险。若未来出现宏观经济大幅下行、产业政策调整等变化影响目前下游客户产品需求持续旺盛的趋势，将导致公司产品市场需求降低，从而影响公司经营和业绩；**2) 原材料价格波动风险。**公司原材料成本占生产成本的比重均在 61%以上，占比较大，原材料价格波动对产品成本将产生直接影响；**3) 新项目投产不达预期风险。**

3、新冠疫情风险。隔离措施、交通管制等防疫管控措施的影响，存导致公司复工率不足、以及下游客户需求不充分的可能性，从而影响公司开工率和业绩。

4、客户集中度较高风险。前五大客户合计占总营收比例在较高。

5、项目进展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10.92	97.46	78.16	108.45	183.62
应收票据及应收账款	93.29	81.61	90.40	132.04	139.06
预付账款	8.69	3.63	10.55	8.42	18.20
存货	27.24	15.05	32.23	29.25	54.56
其他	90.59	29.15	61.53	62.65	54.87
流动资产合计	230.73	226.92	272.86	340.82	450.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	62.63	86.91	216.37	367.51	470.36
在建工程	11.80	78.91	209.35	254.61	191.76
无形资产	27.20	83.16	81.56	79.97	78.38
其他	4.20	7.51	5.86	6.69	6.27
非流动资产合计	105.83	256.49	513.14	708.78	746.78
资产总计	336.55	483.41	786.00	1,049.60	1,197.10
短期借款	10.00	11.00	136.26	153.27	11.00
应付票据及应付账款	43.20	40.93	44.45	77.07	87.95
其他	11.14	20.92	14.69	18.59	19.09
流动负债合计	64.34	72.85	195.40	248.93	118.03
长期借款	0.00	0.00	35.81	36.32	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.40	24.14	12.77	18.45	15.61
非流动负债合计	1.40	24.14	48.58	54.78	15.61
负债合计	65.73	96.99	243.97	303.71	133.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	57.75	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	97.30	80.05	80.05	80.05	80.05
留存收益	213.07	311.65	442.02	645.89	963.45
其他	(97.30)	(80.28)	(80.05)	(80.05)	(80.05)
股东权益合计	270.82	386.42	542.02	745.89	1,063.45
负债和股东权益总计	336.55	483.41	786.00	1,049.60	1,197.10

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	87.17	115.83	130.37	203.86	317.57
折旧摊销	4.27	8.87	11.70	20.19	26.58
财务费用	0.29	0.81	7.39	14.91	7.90
投资损失	(1.28)	(3.08)	(3.00)	(3.04)	(3.02)
营运资金变动	(139.50)	54.73	(77.20)	3.16	(25.37)
其它	85.30	(64.11)	0.60	(0.60)	0.00
经营活动现金流	36.26	113.05	69.86	238.48	323.65
资本支出	64.49	133.48	281.37	209.31	67.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(215.85)	(156.10)	(549.57)	(420.07)	(129.82)
投资活动现金流	(151.36)	(22.62)	(268.20)	(210.76)	(61.98)
债权融资	10.12	11.00	172.19	189.67	11.07
股权融资	99.29	(0.93)	17.85	(14.91)	(7.90)
其他	(8.65)	(10.07)	(11.00)	(172.19)	(189.67)
筹资活动现金流	100.76	(0.01)	179.04	2.58	(186.51)
汇率变动影响	0.02	(0.15)	(0.05)	(0.06)	(0.09)
现金净增加额	(14.33)	90.27	(19.35)	30.24	75.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	324.82	364.97	434.21	602.52	864.43
营业成本	191.01	195.03	223.96	299.10	419.08
营业税金及附加	2.83	1.74	2.17	3.10	4.29
营业费用	7.59	9.19	9.46	9.63	11.57
管理费用	12.03	21.72	29.65	24.25	32.85
研发费用	9.74	11.84	12.69	14.59	16.61
财务费用	0.13	0.70	7.39	14.91	7.90
资产减值损失	3.95	(0.35)	1.52	1.71	0.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.60	(0.60)	0.00
投资净收益	1.28	3.08	2.95	2.98	2.93
其他	(3.62)	(10.00)	(7.11)	(4.76)	(5.87)
营业利润	99.89	132.01	150.93	237.61	374.09
营业外收入	4.16	8.69	6.43	7.56	6.99
营业外支出	0.19	1.75	1.50	1.62	1.56
利润总额	103.86	138.95	155.86	243.55	379.52
所得税	16.69	23.12	25.49	39.69	61.95
净利润	87.17	115.83	130.37	203.86	317.57
少数股东损益	(0.06)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	87.24	115.83	130.37	203.86	317.57
每股收益(元)	0.87	1.16	1.30	2.04	3.18

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	92.93%	12.36%	18.97%	38.76%	43.47%
营业利润	320.39%	32.15%	14.34%	57.43%	57.44%
归属于母公司净利润	306.14%	32.78%	12.55%	56.37%	55.78%
获利能力					
毛利率	41.20%	46.56%	48.42%	50.36%	51.52%
净利率	26.86%	31.74%	30.03%	33.83%	36.74%
ROE	32.21%	29.98%	24.05%	27.33%	29.86%
ROIC	116.20%	41.60%	45.27%	33.57%	38.95%
偿债能力					
资产负债率	19.53%	20.06%	31.04%	28.94%	11.16%
净负债率	-0.30%	-22.38%	17.35%	10.89%	-16.23%
流动比率	3.59	3.11	1.40	1.37	3.82
速动比率	3.16	2.91	1.23	1.25	3.35
营运能力					
应收账款周转率	5.01	4.17	5.05	5.42	6.38
存货周转率	14.81	17.26	18.37	19.60	20.63
总资产周转率	1.42	0.89	0.68	0.66	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.16	1.30	2.04	3.18
每股经营现金流	0.36	1.13	0.70	2.38	3.24
每股净资产	2.71	3.86	5.42	7.46	10.63
估值比率					
市盈率	56.03	42.20	37.49	23.98	15.39
市净率	18.05	12.65	9.02	6.55	4.60
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.26	18.20	11.53
EV/EBIT	0.00	0.00	31.43	19.65	12.33

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