

润阳科技 (300920)

证券研究报告

2021年03月21日

IXPE 应用赛道广泛，公司为行业绝对领跑者

IXPE 电子辐照交联聚乙烯产品性能领先，广泛应用于多个成长性细分领域。 (1)IXPE 延展性强，应用于多个具备成长性细分领域：地板、婴童爬爬垫、汽车内饰、消费电子等；(2)属高性能泡沫塑料，综合性能优势凸显：环保、抗震、抗菌、降噪、稳定强；(3)IXPE 塑料泡沫属于工业品，性能强于 EVA、XPE 逐步替代传统塑料泡沫。

应用领域之一：PVC 地板 2015 年全球市场乙烯基塑料地板的销售金额达 212.50 亿美元，占全球铺地材料的 8%。外销：(1)美国/欧洲 PVC 地板渗透率分别为 21.4%/28.53%，还有渗透空间；(2)2027 年中国出口 PVC 地板规模有望达到 103 亿美元，20-27 年行业增速 CAGR 有望达 9.4%。内销：假设 PVC 地板在精装房配置率为 5%，按 200 元/平米测算，国内住宅精装市场 PVC 地板规模或将达到 49 亿元。**应用领域之二：婴儿爬爬垫，**公司与婴童用品知名品牌“可优比”合作，共同开发高回弹系列 IXPE 产品作为内胆材料。**应用领域之三：汽车内饰，**2019 年全球/国内乘用车产量分别为 6714.92/2136.02 万辆，若按汽车内饰件单车配套价值量 4000 元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为 2686/854 亿元。根据 Modern Plastics Global 的数据，聚丙烯 (32%)，聚氨酯 (17%) 和 PVC (16%) 三种塑料占汽车高性能塑料总量的 66%，IXPE 性能优异，或逐步替代传统材料份额。

公司为行业龙头，为行业核心供应链配套品，产能扩张带来新动力。收入：20 前三季度营收 3.02 亿元，归母净利润 0.95 亿元，2020Q3 毛利率/净利率分别为 48.37%/31.26%。**费用：**各项费用管控能力业内领先，2019 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.52%/5.95%/3.24%。**客户：**先发优势明显，与头部 PVC 地板企业深度绑定，公司在家居建筑装饰领域直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内 PVC 塑料地板制造商，在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系。**产品：**国内领先的 IXPE 生产企业，产品达到全球认证。2019 年，公司抗菌/普及系列销售量分别为 5208/2959 万平米，抗菌增强系列 IXPE 定位于高端产品，附加值更高，2019 年单价约为 5.66 元/平米，普及系列单价约为 3.63 元/平米。

公司客户资源优质，与下游客户共同获得 HOME DEPOT 认定。公司较早期进入 Home Depot PVC 地板供应链体系，并获得 Home Depot 指定的第三方检测机构认证。2019 年前五大客户收入为 2.4 亿元，占总收入的比为 66.17%。易华润东、爱丽家居为公司主要客户，2B 客户稳定性强，国内 PVC 塑料地板出口企业前 20 名中绝大多数为公司主要客户。

盈利预测及投资评级：预计 20-22 年公司实现净利润 1.36/2.15/3.15 亿元，公司作为 IXPE 龙头制造及销售端竞争优势领先，给予 21 年 30 倍 PE，目标市值 64.46 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国际贸易摩擦；市场竞争加剧；原材料价格波动；安全生产风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	324.82	364.97	430.39	667.62	964.95
增长率(%)	92.93	12.36	17.93	55.12	44.54
EBITDA(百万元)	112.97	149.58	163.96	257.93	377.59
净利润(百万元)	87.24	115.83	136.24	214.87	314.89
增长率(%)	306.14	32.78	17.62	57.71	46.55
EPS(元/股)	0.87	1.16	1.36	2.15	3.15
市盈率(P/E)	51.56	38.83	33.01	20.93	14.28
市净率(P/B)	16.61	11.64	8.21	5.90	4.17
市销率(P/S)	13.85	12.32	10.45	6.74	4.66
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.65	16.50	10.67

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 (维持评级)
当前价格	44.98 元
目标价格	64.46 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)	4,498.00
流通 A 股市值(百万元)	1,066.50
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	19.17
一年内最高/最低(元)	53.99/36.01

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《润阳科技-首次覆盖报告:IXPE 泡沫塑料行业“隐形冠军”，步入高速增长快轨!》2021-02-25



内容目录

1. IXPE 物理性能优异，广泛应用于多个成长性细分赛道	5
1.1. IXPE 是什么？	5
1.1.1. 为聚烯烃发泡材料的一种，生产过程具备较强技术壁垒	5
1.1.2. IXPE 延展性强，可应用领域广泛	5
1.1.3. 环保新型材料 IXPE、IXPP 逐步替代传统泡沫塑料	6
2. PVC 地板：2027 年中国出口市场有望突破百亿美元	6
2.1. IXPE 广泛用于 PVC 地板制造，契合 PVC 地板产品迭代进程	6
2.2. PVC 地板为新型轻体环保铺地材料，近年欧美市场渗透率显著提升	8
2.2.1. 全球地面装饰材料市场规模超 3000 亿美元，市场分散	8
2.2.2. 欧美市场渗透率显著提升，欧美 PVC 地板销售处于高景气	9
2.3. PVC 地板外销市场空间多大？	10
2.4. 内销市场：精装房依旧是趋势，PVC 地板或逐步获得市场认可	12
2.4.1. 国内瓷砖为主流铺地材料，PVC 地板正处于导入期	12
2.4.2. 国内 pvc 地板普及率低的原因是什么？	12
2.4.3. 龙头企业和品牌地产合作，逐步进入住宅精装/商业地产配套	13
3. 汽车内饰&婴童用品领域，IXPE 应用空间广阔	14
3.1. 汽车内饰领域：IXPE 逐步替代 EVA 等材料	14
3.2. 婴童用品市场：属消费升级产品，高性能 IXPE 或更受青睐	15
4. 公司为行业龙头，供应链优势强，产能扩张带来新动力	16
4.1. IXPE 行业龙头，盈利能力强	16
4.1.1. 收入：规模快速扩张，公司具备 IXPE 制造端优势，盈利能力业内领先	16
4.1.2. 费用：各项费用管控能力业内领先，持续研发投入	17
4.1.3. 客户：先发优势明显，与头部 PVC 地板企业深度绑定	18
4.1.4. 产品：国内领先的 IXPE 生产企业，产品议价能力强	18
4.2. 公司客户资源优质，与下游客户共同获得 HOME DEPOT 认定	20
4.2.1. 2B 端供应链稳定性强，客户优质稳定不断增加	20
4.2.2. 公司下游 PVC 行业企业众多，头部企业绝大部分为公司客户	21
4.3. 募投产能带来新增长动力，海外产能优势凸显	22
4.3.1. 已经达到产能瓶颈，利用委托加工采购	22
4.3.2. PVC 地板企业：扩建海外产能，供应链转移至东南亚	23
5. 总结及盈利预测	23
5.1. 总结	23
5.2. 盈利预测	24
5.3. 风险提示	25

图表目录

图 1：IXPE 结构	5
-------------	---

图 2: IXPE 延展性强, 可应用于多个领域.....	5
图 3: PVC 地板产品升级迭代.....	7
图 4: 2017 年全球地面装饰行业分产品市场份额分布情况.....	8
图 5: 2017 年全球地面装饰行业区域市场份额分布情况.....	8
图 6: 全球地面装饰材料市场规模 (亿美元).....	8
图 7: 2015 年全球乙烯基塑料地板销售额 212.5 亿美元, 占 8% 的市场份额, 我们预计 17-27 年份额逐年提升.....	8
图 8: 2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布.....	9
图 9: 2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额 (亿美元).....	9
图 10: 2011 年欧盟进口各种地面装饰材料情况.....	10
图 11: 2018 年欧盟进口各种地面装饰材料情况.....	10
图 12: 2011-2018 年欧盟进口 PVC 塑料地板.....	10
图 13: 中国铺地材料行业市场细分规模 (亿元).....	12
图 14: 中国铺地材料市场细分规模 (%).....	12
图 15: 2015 年-2020 精装房开盘套数及同比.....	13
图 16: 精装修市场各类产品配置率.....	13
图 17: IXPE 在汽车内饰上的应用.....	14
图 18: IXPE 在汽车内饰上的应用.....	14
图 19: 2015-2019 年全球乘用车量及我国乘用车量市场规模.....	14
图 20: 加厚爬行垫为可优比官网畅销商品.....	15
图 21: 韩国 CREAM HAUS 品牌爬行垫内胆为 IXPE 材料, 环保等级为婴儿爬行垫消费者关注的重要指标.....	15
图 22: 2015-2020Q3 公司营业收入及增长率.....	16
图 23: 2015-2020Q3 归母净利润 (亿元) 及增长率.....	16
图 24: 2016-2020Q3 公司销售毛利率和净利率 (%).....	16
图 25: 2016-2019 公司产品毛利率 (%).....	16
图 26: 润阳科技研发、销售、管理费用率.....	17
图 27: 润阳科技总费用率维持平稳.....	17
图 28: 公司 IXPE 产品的销售数量变化 (万平米).....	18
图 29: 公司各系列 IXPE 产品的销售单价变动 (元/平米).....	18
图 30: 公司向浙江交联采购金额 (万元) 及占总采购额的比重.....	19
图 31: 前五大供应商采购金额 (万元) 及占总采购额的比重.....	19
图 32: 公司通过下游客户进入 HomeDepot 供应体系.....	20
图 33: 润阳科技前五大客户收入及占比 (2017-2020H1).....	20
图 34: 国内外部分 PVC 地板企业梯队格局.....	21
表 1: 润阳科技生产的 IXPE 主流及潜在应用领域.....	5
表 2: 聚烯烃发泡材料.....	6
表 3: 泡沫塑料性质对比.....	6
表 4: 目前主流的 PVC 地板产品分类、主要原材料及特性.....	7
表 5: PVC 地板优点.....	9
表 6: 2018-2027E 中国 PVC 地板出口额 (亿美元).....	11

表 7: 全国精装房渗透率预测	13
表 8: 全球/国内汽车内饰件市场规模测算	14
表 9: 保护垫生产材料对比	15
表 10: 淘宝旗舰店婴童爬行垫产品	15
表 11: 2019 年三家公司盈利指标	17
表 12: 2019 年三家公司费用（亿元）及费用率情况	17
表 13: 主要竞争对手情况	18
表 14: 可比公司产品质量检测及工艺优势	19
表 15: 润阳科技销售均价显著高于祥源	19
表 16: 公司采购半成品 IXPE 情况	20
表 17: 润阳新材 2017-2020H1 前五大客户采购金额（万元）及占比	21
表 18: 国内上市 PVC 地板企业出口市占率	22
表 19: PVC 行业主要公司介绍	22
表 20: 募集资金投资项目	22
表 21: PVC 地板头部企业越南建厂情况	23
表 22: 公司收入拆分	24
表 23: 可比公司估值	25

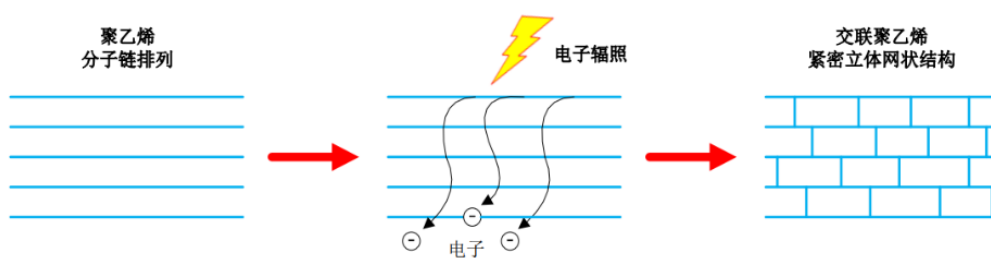
1. IXPE 物理性能优异，广泛应用于多个成长性细分赛道

1.1. IXPE 是什么？

1.1.1. 为聚烯烃发泡材料的一种，生产过程具备较强技术壁垒

IXPE 电子辐照交联聚乙烯为聚烯烃发泡材料的一种，是以 LDPE (低密度聚乙烯)、ADC 发泡剂和色母为主要原材料，配以其它辅料，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，最终生产出的新型泡沫塑料材料。在 IXPE 的生产过程中，可根据不同的应用需求添加各类制剂以提升产品抗菌、耐腐蚀等已有性能，赋予产品阻燃、导电等特有性能。IXPE 是对技术工艺水平要求较高的材料，对产品配方、生产工艺、机器设备配置都存在较高要求。

图 1: IXPE 结构



资料来源：润阳科技招股书，天风证券研究所

1.1.2. IXPE 延展性强，可应用领域广泛

- IXPE 延展性强，已应用于多个具备成长性细分领域：地板家居建材、婴童用品爬爬垫、汽车内饰、消费电子、家电等领域；
- 属高性能泡沫塑料，综合性能优势凸显：无毒、无味、抗震、抗菌、耐腐蚀、降噪、稳定性强；
- IXPE 塑料泡沫属于工业品，性能强于 EVA、XPE，逐步替代传统塑料泡沫应用领域；

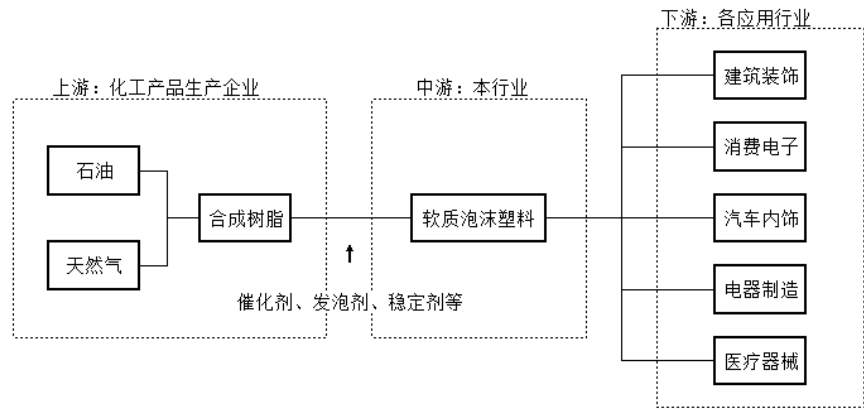
电子辐照交联聚乙烯 IXPE 为一种无毒环保、绿色健康的塑料泡沫新材料，物理性能优异，具备无毒、无味、减震、降噪、隔热、耐腐蚀、抗菌、防水、手感舒适等特性。得益于优异的物理特性，IXPE 下游应用领域广泛，目前 IXPE 主要作为 PVC 地板制造的基础材料，用于 PVC 塑料地板静音垫，作为减震材料用于汽车内饰，以及作为婴儿活动保护垫用于婴童用品领域，由于高质量的 IXPE 具备无毒环保、绿色健康的特点，除用于 PVC 地板基础材料外，还可广泛用于交运、房屋建筑、包装、工业、农业、体育用品及日常生活用品等领域，可拓展领域广泛。

表 1: 润阳科技生产的 IXPE 主流及潜在应用领域

应用领域	IXPE 产品系列	IXPE 基础材料作用及具体用途
家居领域	普及系列/抗菌增强系类	PVC 地板静音垫/建筑装饰材料
汽车内饰	特种系列	减震降噪材料
婴童用品	高回弹系列	婴童活动保护爬爬垫、护墙垫
运动装备	X 系列	

资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

图 2: IXPE 延展性强，可应用于多个领域



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

1.1.3. 环保新型材料 IXPE、IXPP 逐步替代传统泡沫塑料

软质泡沫塑料主要包括**聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）和聚烯烃发泡材料**，其中，聚烯烃发泡材料包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）等，并衍生出 IXPE、IXPP 等高端聚烯烃发泡材料。

表 2：聚烯烃发泡材料

	主要用途及特质	原材料及其他
PU	家具、床具、沙发、座椅、背靠垫、床垫、枕头	聚氨酯主要原材料为氰酸酯和聚醚，发泡后形成高回弹泡沫、块状海绵、慢回弹泡沫和自结皮泡沫
PS	餐具、展览展示装裱、橱窗造型、玩具模型、礼品鲍总、写字板等	聚苯乙烯主要原材料为苯乙烯，发泡后相对密度低、热导率低、隔热隔音。
聚烯烃发泡材料	与 PU、PS 相比，具有无毒环保、绿色健康特性，主要用于环保建材、消费电子、汽车内饰、领域	包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）等

资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

与传统泡沫塑料相比，IXPE 在综合性能上具有一定的优势，是一种可在多领域对传统泡沫塑料进行替代的新一代高性能泡沫塑料，例如 IXPE 相较于传统实木地板及复合地板使用 EVA 和软木地垫材料，具有无甲醛、无异味特性。

表 3：泡沫塑料性质对比

资料来源：天风证券研究所	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 $W/(m \cdot K)$	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^2)	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：润阳科技招股书，天风证券研究所

2. PVC 地板：2027 年中国出口市场有望突破百亿美元

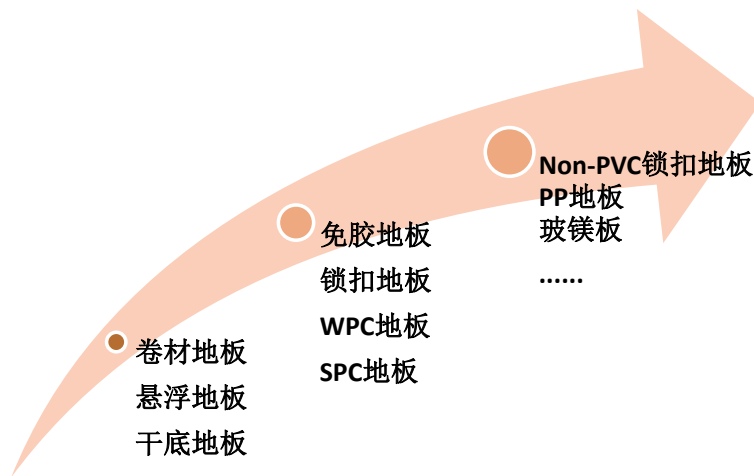
2.1. IXPE 广泛用于 PVC 地板制造，契合 PVC 地板产品迭代进程

PVC 地板是一种新型环保装饰材料，以聚氯乙烯为主要原料，加入重钙粉、增塑剂、稳定剂等辅料，经压延或挤出工艺生产而成。

- 根据产品迭代不同，PVC 地板产品可细分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板。其中 LVT 地板是较传统的 PVC 地板；WPC 地板通过在基材层中增加发泡剂，缓冲和静音作用强于 LVT 地板。另外，SPC 地板基材层中重钙粉密度更高，尺寸稳定性更优于 WPC 地板。
- 按安装工艺，PVC 地板可分为锁扣地板、干底地板和免胶地板。目前，锁扣地板因其安装便捷、维护成本低，逐步成为 PVC 地板中最普遍的种类。

从 PVC 地板产品迭代进程看，PVC 地板逐步向更环保、更便捷、稳定性更强、成本更优化的方向发展，IXPE 环保等级高、具备减震、降噪效果，契合 PVC 地板产品迭代进程。

图 3：PVC 地板产品升级迭代



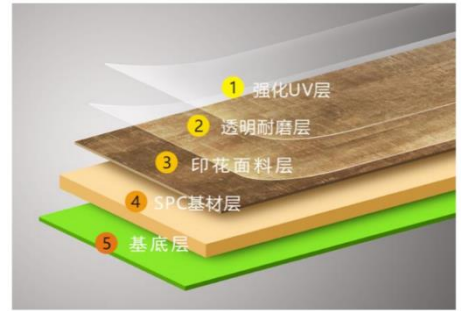
资料来源：海象新材招股说明书，Wind，天振竹木官网，天风证券研究所

表 4：目前主流的 PVC 地板产品分类、主要原材料及特性

产品类别	主要原材料	产品描述	产品优点	图例
LVT 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、增塑剂	主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层及基底平衡层构成，较传统的 PVC 地板之一	环保、耐磨、高弹性、抗冲击、防火阻燃、保养方便、防水防潮	
WPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、发泡剂	又称木塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层、WPC 基材层构成	除具备 LVT 地板的优点外，由于 WPC 基材层通过 PVC 树脂粉与发泡剂制成，具有材质较轻、便于运输安装的优点；可通过加设基底层，达到静音的效果	

SPC 地板 聚氯乙烯、重钙、稳定剂 又称石塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、SPC 基材层构成。SPC 地板是近年来需求较大的 PVC 地板产品

SPC 的基材层通过重钙粉与 PVC 粉混合，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性；可通过加设基层，达到静音效果



资料来源：海象新材招股说明书、天风证券研究所

2.2. PVC 地板为新型轻体环保铺地材料，近年欧美市场渗透率显著提升

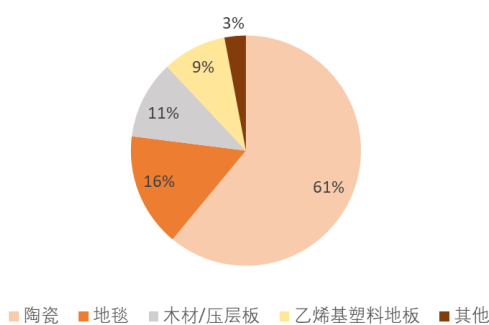
2.2.1. 全球地面装饰材料市场规模超 3000 亿美元，市场分散

根据《Markets and Markets》报告，2018 年全球地面装饰材料行业规模约为 3393 亿美元，其中 2017 年亚太地区地面装饰材料的市场规模占全球市场规模的 45% 左右，已然成为全球地面装饰材料的主要市场；北美/欧洲地区地面装饰材料市场规模占比分别为 25%/20%。

2015 年全球市场乙烯基塑料地板的销售金额达 212.50 亿美元。PVC 地板是当今世界上非常流行的一种新型轻体地面装饰材料，也称为“轻体地材”。是一种在欧美及亚洲的日韩广受欢迎的产品，风靡国外，从 80 年代初开始进入中国市场，至今在国内的大中城市已经得到普遍的认可，使用非常广泛，比如家庭、医院、学校、办公楼、工厂、公共场所、超市、商业、等各种场所。

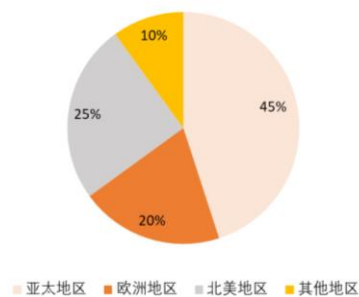
海外建材龙头 HOME DEPOT 在美国铺地材料领域市占率约为 8%。根据 HOME DEPOT 2017 年年报，Home depot 在地面装饰材料板块营业收入为 69.92 亿，根据《Markets and Markets》报告，2018 年全球地面装饰材料行业市场规模约为 3393 亿美元，假设 2018 年行业增速为 5%，2017 年全球地面装饰材料市场规模为 3221 亿美元，其中北美市场占 25%，对应北美铺地材料市场规模约 805.25 美金，2017 年建材龙头 Home Depot 在北美铺地材料市场份额约为 8%。

图 4：2017 年全球地面装饰行业分产品市场份额分布情况



资料来源：爱丽家居招股说明书，Tarkett 2018 Registration Document，天风证券研究所

图 5：2017 年全球地面装饰行业区域市场份额分布情况



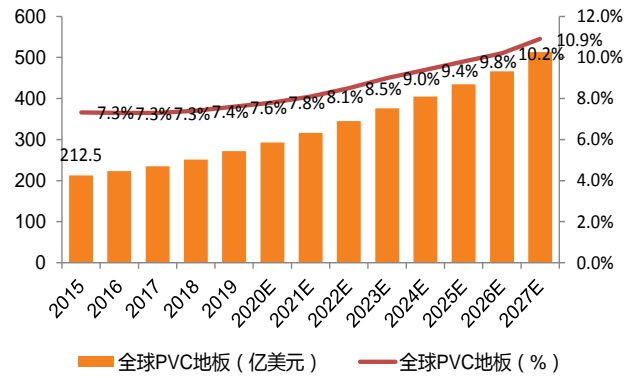
资料来源：爱丽家居招股说明书、Markets and Markets，天风证券研究所

图 6：全球地面装饰材料市场规模（亿美元）

图 7：2015 年全球乙烯基塑料地板销售额 212.5 亿美元，占 8% 的市场份额，我们预计 17-27 年份额逐年提升



资料来源: Markets and Markets、天风证券研究所测算



资料来源: UBS、HJ Research、天风证券研究所, 2018 年以后为预测数据

与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相比, PVC 地板具有无毒环保, 可回收利用, 防火、防水、防潮、防滑、抗冲击, 吸音防噪以及具备较好耐磨性和长使用寿命的特点。

表 5: PVC 地板优点

优点

无毒环保, 可回收利用	<p>聚氯乙烯作为 PVC 的主要原材料之一, 具有无毒环保的性质, 已被广泛用于对环保要求极高的食品和医疗领域</p> <p>PVC 地板安装后不会挥发甲醛等有害气体</p> <p>PVC 地板在使用寿命到期更换时, 可回收再利用</p>
防火、防水、防潮、防滑、抗冲击	<p>PVC 地板具有较高的阻燃性, 熔点高, 不易燃烧</p> <p>主要成分为乙烯基树脂, 和水无亲和力, 所以不怕水, 并且不会因为湿度大而霉变</p> <p>可根据客户定制不同花纹, 地板表面有凹凸形状, 增加行走时的摩擦系数, 具有防滑功能</p> <p>中底层增加了增塑剂, 使其具有较好的韧性和弹性, 对重物冲击有一定的恢复能力</p>
吸音防噪	<p>PVC 地板可通过加设基层, 达到其他地面装饰材料无法相比的吸音效果</p> <p>适用于需要安静的特殊环境, 如医院病房、图书馆、报告厅、影剧院等场所</p>
较好的耐磨性和使用寿命	<p>具有经过特殊加工制成的透明耐磨层, 在人流量大、摩擦较高的场所具有明显优势</p>

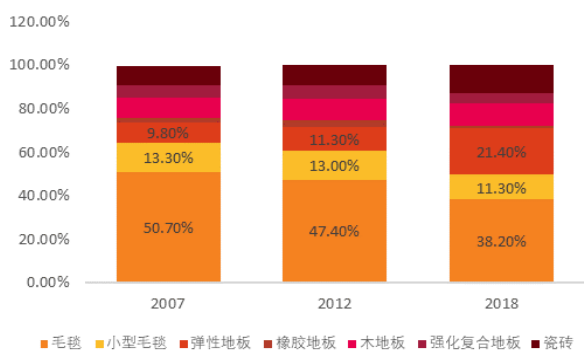
资料来源: 海象新材招股说明书、天风证券研究所

2.2.2. 欧美市场渗透率显著提升, 欧美 PVC 地板销售处于高景气

PVC 地板起源于欧洲, 20 世纪 30 年代美国将其引入并开始工业化生产。在美国市场, PVC 地板占地面装饰材料比不断提升, PVC 地板市场规模持续扩大。2007 年 PVC 地板在美国地面装饰材料市场份额为 9.80%, 2018 年提高到 21.40%, 已成为美国第二大地面装饰材料。毛毯及小型毛毯的合计市场份额从 2007 年的 64% 被压缩至 2018 年的 49.5%, 降幅达 14.5pct。随着 PVC 地板的应用领域从商用建筑拓展到居民住宅, PVC 地板的需求快速增长, 2013 年美国市场销售额为 8.95 亿美元, 2018 年增长至 34.30 亿美元, 年均复合增长率高达 30.83%。

图 8: 2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布

图 9: 2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额 (亿美元)



资料来源：海象新材招股说明书、天风证券研究所，弹性地板为 PVC 地板

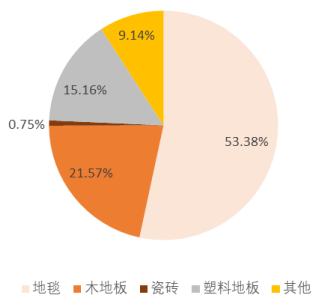


资料来源：海象新材招股说明书、天风证券研究所

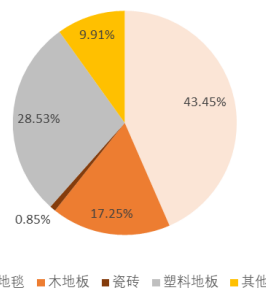
根据 FLOOR FOCUS 的统计数据,2015 年欧洲地区 PVC 地板销售量为 41.25 亿平方英尺,约占全球总市场规模的 33%。2011-2018 年欧盟市场的 PVC 地板占整体地面装饰材料进口额的比例从 2011 年的 15.16% 增长到 2018 年的 28.5%; PVC 塑料地板进口金额由 2011 年的 2.82 亿欧元增长到 2018 年的 7.72 亿欧元。

图 10: 2011 年欧盟进口各种地面装饰材料情况

图 11: 2018 年欧盟进口各种地面装饰材料情况

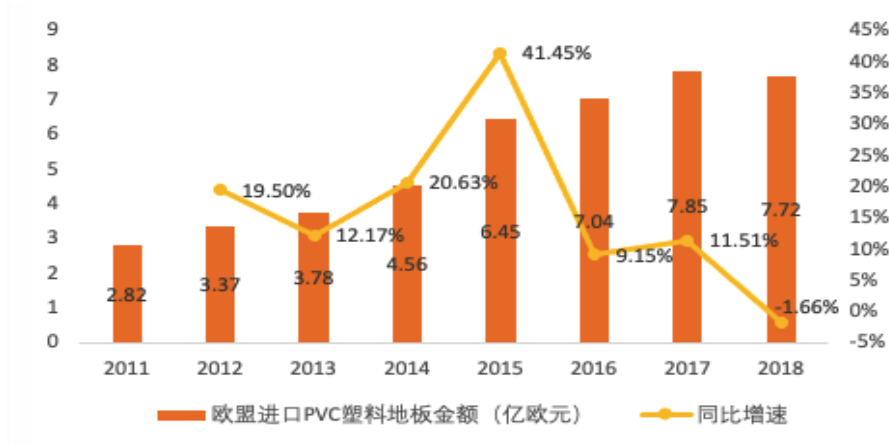


资料来源：Eurostat, 天风证券研究所，塑料地板为 PVC 地板



资料来源：Eurostat, 天风证券研究所，塑料地板为 PVC 地板

图 12: 2011-2018 年欧盟进口 PVC 塑料地板



资料来源：Eurostat, 天风证券研究所

2.3. PVC 地板外销市场空间多大?

预测假设:

- 全球铺地材料规模以 5%-3% 的增速稳定增长,保守预计 PVC 地板占比 2021-2027 年从 8% 提升至 11%;
- 欧美依旧为 PVC 地板市场消费主力,根据爱丽家居披露的数据,2018 年美国 PVC 地

板销售额为 52.78 亿美元，占全球市场约 21%，根据这一比例，我们保守估计 19-27 年美国占全球消费市场的 21%-24%；

- 从历史数据来看，2007 年 PVC 地板在美国地面装饰材料市场份额为 9.80%，2018 年提高到 21.40%，已成为美国第二大地面装饰材料，在美国市场 PVC 地板在逐步侵占地毯的份额，从产品性能上，PVC 地板具备环保理念，并具备容易安装等特点，参考欧美市场 2018 年 PVC 地板 28.5% 的市占率，我们假设美国 PVC 地板渗透率 2027 预计达到 33% 的水平，木地板和其他份额保持不变，地毯份额逐步挤压从 2019 年的 48% 下降至 2027 年的 38%；
- 欧盟国家仅考虑进口市场，考虑到 12-17 年欧盟进口 PVC 地板规模稳步提升，我们保守预计 20-27 年每年进口额稳步增长 5%-7%，欧盟市场进口规模稳步增长；
- 考虑到中国为全球主要的 PVC 地板生产供应国，在全球供应链中的地位稳步提升，其中 2019 年美国 pvc 地板销售额中 60% 来自进口，以此作为依据，我们预计 20-27 年美国 PVC 地板进口额占消费额的 62-64%。同时，考虑到 2019 年美国 PVC 地板进口额中 81% 来自中国，我们预计 20-27 年美国 PVC 地板从中国进口占 83-85%；
- 参考美国的情况，我们预计 20-27 年欧盟进口额中来自中国的占比维持在 75%，中国出口额中欧盟国家占比维持在 13-14%；

根据我们的测算，（1）目前欧美 PVC 地板渗透率依旧具备提升空间，2027 年美国 PVC 地板市场有望达到 122.5 亿美元，欧盟进口额有望达 16 亿美元；（2）中国依旧在供应链中维持制造端角色，2027 年中国出口 PVC 地板规模有望达到 103 亿美元，突破百亿，预计 20-27 年行业增速 CAGR 为 9.4%，行业依旧处于高景气。

参考海象新材 SPC 地板 2019 年平均出厂价 68 元/平米，公司 IXPE 抗菌系列 2019 年平均出厂价 5.7 元/平米，我们预计 2027 年在 PVC 地板出口领域 IXPE 应用规模或将达到 8.6 亿美元。

表 6：2018-2027E 中国 PVC 地板出口额（亿美元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国 PVC 地板出口额(亿美元)	45.98	48.42	54.97	62.20	68.97	75.16	81.09	87.50	94.41	102.94
yoy	35%	5%	14%	13%	11%	9%	8%	8%	8%	9%
出口至美国（亿美元）	28.18	27.09	33.04	38.73	43.85	48.28	52.34	56.73	61.49	66.65
%份额	61%	56%	60%	62%	64%	64%	65%	65%	65%	65%
yoy	54%	-4%	22%	17%	13%	10%	8%	8%	8%	8%
出口美国部分测算过程：										
全球地面装饰材料市场规模	3393.0	3574.5	3753.3	3903.4	4059.5	4181.3	4306.7	4435.9	4569.0	4706.1
Yoy	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
全球 PVC 地板（亿美元）	251.08	271.66	292.75	316.17	345.06	376.32	404.83	434.72	466.04	512.96
全球 PVC 地板（%份额）	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	11%
美国 PVC 地板市场规模	52.78	56.08	64.20	73.49	81.89	88.76	96.21	104.28	113.03	122.51
美国 PVC 地板占全球的份额	21%	21%	22%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
美国（PVC 地板）	21%	23%	24%	25%	27%	28%	29%	31%	32%	33%
美国（木地板）	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
美国（地毯）	50%	48%	47%	46%	44%	43%	42%	40%	39%	38%
美国（其他）	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
美国 PVC 地板(亿平方英尺)	46.75	49.09	55.47	62.68	68.95	73.78	78.94	84.47	90.38	96.71

单价 (美元/平方英尺)	1.13	1.14	1.16	1.17	1.19	1.20	1.22	1.23	1.25	1.27
美国 PVC 地板进口额(亿美元)	32.66	33.45	39.80	45.56	51.59	56.81	61.57	66.74	72.34	78.41
进口额中中国占比 (%)	86%	81%	83%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
出口至其他国家 (亿美元)	17.80	21.33	21.94	23.47	25.12	26.87	28.76	30.77	32.92	36.29
%份额	39%	44%	40%	38%	36%	36%	35%	35%	35%	35%
yoy	14%	20%	3%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	10%
其中：出口至欧盟 (亿美元)	6.64	6.97	7.46	7.98	8.54	9.14	9.78	10.46	11.19	11.98
%份额	37%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	33%
yoy		5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
出口欧盟部分测算过程：										
欧盟 PVC 地板进口额(亿美元)	8.85	9.29	9.94	10.64	11.39	12.18	13.04	13.95	14.92	15.97
欧盟进口额中中国占比 (%)	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%

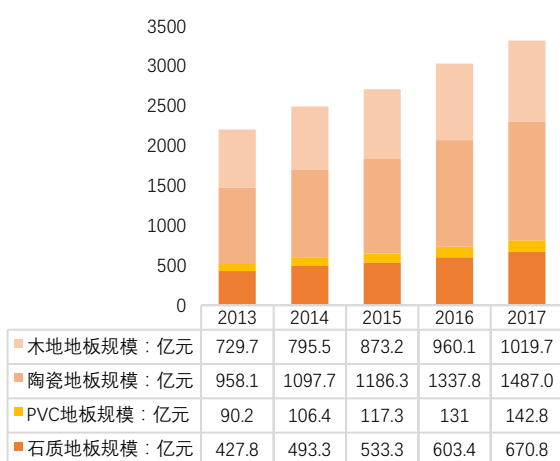
资料来源：爱丽家居招股说明书、海象新材招股说明书、中国产业信息网，天风证券研究所测算

2.4. 内销市场：精装房依旧是趋势，PVC 地板或逐步获得市场认可

2.4.1. 国内瓷砖为主流铺地材料，PVC 地板正处于导入期

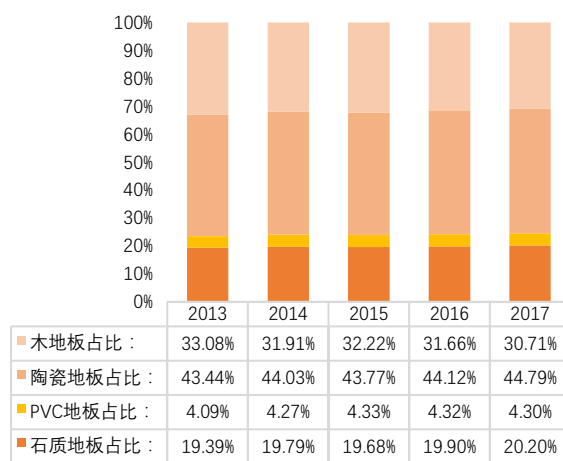
2017 年国内铺地材料市场规模为 3320.3 亿元，其中主流铺地材料为陶瓷瓷砖，2017 年市占率为 45%，木地板和石质地板占比分别为 31%和 20%，PVC 地板的市场份额比较稳定，2013-2017 年市场规模分别为 90.2/106.4/117.3/131/142.8 亿元，年复合增长率 12.17%，2013-2017 年 PVC 地板规模占比分别为 4.09%/4.27%/4.33%/4.32%/4.30%。

图 13：中国铺地材料行业市场细分规模（亿元）



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

图 14：中国铺地材料市场细分规模 (%)



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

2.4.2. 国内 pvc 地板普及率低的原因是什么？

2017 年 PVC 地板在国内市占率仅为 4.3%左右，目前国内主流铺地材料为瓷砖、石质地板及木地板品类，PVC 地板在国内普及率低，我们认为有以下几个原因：

- 国内建筑装饰工业化水平低于发达国家：PVC 地板对地面平整度要求较高，要求交付房屋地面平整，而目前国内施工标准低于国外，如需安装 PVC 地板，仍需先做自流平

处理，施工成本导致 PVC 地板安装便捷的优势无法体现；

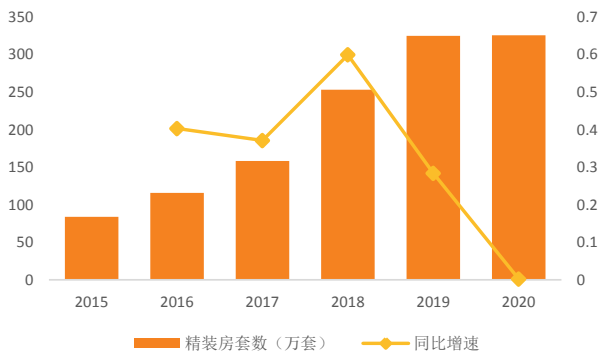
- 对新产品的认知度不够，市场残次品较多：PVC 地板进入中国市场较晚，目前已在医院、学校等场得到应用，另外推广力度较小导致消费者认知不足，而且国内家居装修对甲醛标准低，环保理念降低；
- 欧美国际人工成本较高，消费者具备 DIY 装修习惯，契合 PVC 地板锁扣地板推行，而国内更依赖工人安装；

2.4.3. 龙头企业和品牌地产合作，逐步进入住宅精装/商业地产配套

精装修渗透率持续提升。2020 年，全国精装房开盘套数累计 325 万套，受疫情影响，同比基本持平，长期来看，精装修趋势不可逆，精装渗透率依旧处于持续提升通道。

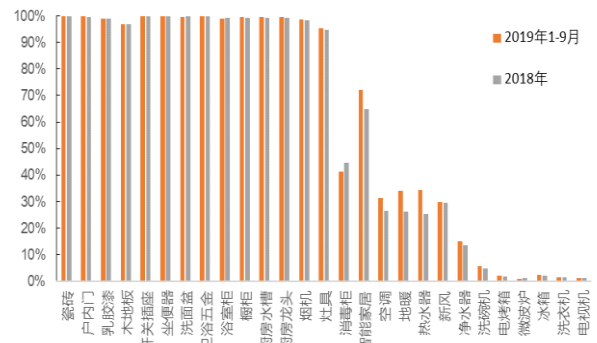
- 目前我国新房新开工精装渗透率约为 30%，对应新开工精装修面积为 4.93 亿平米，
- 作为重要的地面装饰材料之一，在精装修配置的各类产品中地板配置率处于高位，2020Q1，木地板配置率为 94.3%。
- 假设 PVC 地板在精装房配置率为 5%，按 200 元/平米测算，国内住宅精装市场 PVC 地板规模或将达到 49 亿元左右的市场规模。

图 15：2015 年-2020 精装房开盘套数及同比



资料来源：奥维云网、天风证券研究所

图 16：精装修市场各类产品配置率



资料来源：奥维云网、天风证券研究所

表 7：全国精装房渗透率预测

	住宅房屋 新开工面 积	住宅新开 工精装渗 透率	住宅新开 工精装面 积 (万方)	住宅销售 精装渗透 率	住宅销售 精装修面 积 (万方)	住宅销售 精装修套 数 (万套)	住宅竣工 精装渗透 率	住宅竣工 精装修面 积 (万方)	住宅竣工 精装修套 数 (万套)
2012	130695			5.5%	5416	48.6	5.0%	3952	36.9
2013	145845			5.8%	6736	64.3	6.0%	4724	44.2
2014	124877			10.0%	10493	100.8	8.0%	6469	60.5
2015	106651			7.8%	8734	82.2	10.0%	7378	69.0
2016	115911			9.0%	12432	115.9	12.0%	9262	86.6
2017	128098			11.8%	17078	157.6	14.9%	10700	100.0
2018	153353			19.0%	28171	253.0	17.0%	11223	104.9
2019	167463	27.9%	46792	24.1%	36154	324.7	20.0%	13602	127.1
2020E	164329	30.0%	49299	23.9%	36978	325.5	23.0%	17833	166.7
2021E	167615	31.0%	51961	26.0%	40671	365.3	26.0%	22578	211.0
2022E	159234	32.0%	50955	29.0%	45818	411.5	29.0%	28205	263.6

资料来源：Wind，天风证券研究所整理

3. 汽车内饰&婴童用品领域，IXPE 应用空间广阔

3.1. 汽车内饰领域：IXPE 逐步替代 EVA 等材料

汽车内饰领域产业趋势为：聚烯烃发泡材料逐步替代传统汽车内饰材料。IXPE 泡沫塑料用于汽车内饰，可以起到静音隔音、保温隔热、减震抗冲击、密封的作用，可广泛用于汽车内饰各个部位，例如引擎盖隔音吸热、中控台内饰、遮阳板、顶棚隔热隔音、后备箱隔音减震以及车门吸音减震等。

图 17：IXPE 在汽车内饰上的应用



资料来源：祥源新材招股说明书，天风证券研究所

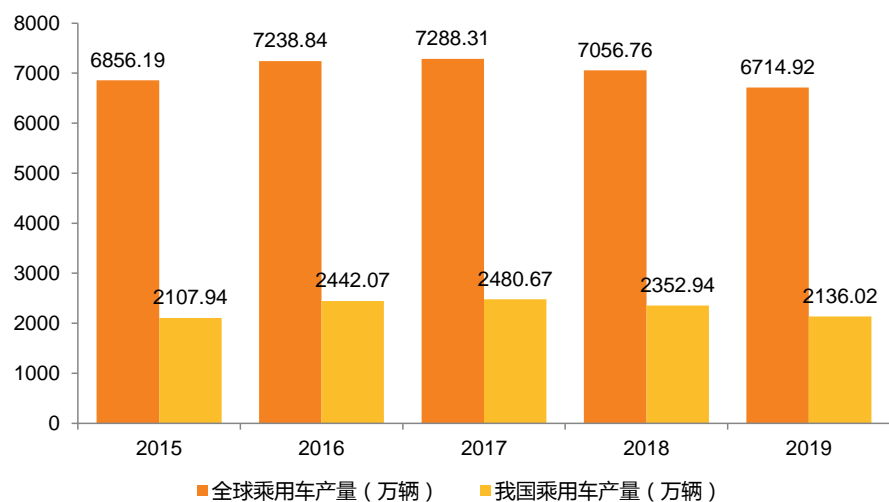
图 18：IXPE 在汽车内饰上的应用



资料来源：润阳科技招股说明书，天风证券研究所

汽车产量增速放缓，但依旧保持较大规模。根据汽车协会数据，2009-2019 年，全球乘用车产量维持稳定，2019 年全球产量为 6714.92 万辆，中国乘用车产量为 2136.02 万辆。

图 19：2015-2019 年全球乘用车量及我国乘用车量市场规模



资料来源：Wind，祥源新材招股书，国际汽车制造商协会，天风证券研究所

根据中国塑料加工工业协会数据，2011 年发达国家汽车平均用塑料量达到每辆车 300 千克以上，预计到 2020 年，发达国家汽车平均用塑料量将达到每辆 500 千克以上，目前中国各类型汽车使用塑料已经达到了每辆 130-160 千克。2019 年全球/国内乘用车产量分别为 6714.92/2136.02 万辆，若按照内饰件单车配套价值量 4000 元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为 2686/854 亿元。根据 Modern Plastics Global 的数据，聚丙烯（32%），聚氨酯（17%）和 PVC（16%）三种塑料占汽车高性能塑料总量的 66%，IXPE 性能优异，或逐步替代传统材料份额。

表 8：全球/国内汽车内饰件市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019
全球汽车产量（万辆）	6856.19	7238.84	7288.31	7056.76	6714.92
发达国家汽车塑料（千克/辆）	500	500	500	500	500
内饰件单车配套价值量					4000
内饰件市场规模(全球)					2686
我国汽车销量（万辆）	2107.94	2442.07	2480.67	2352.94	2136.02
我国汽车塑料（千克/辆）	145	145	145	145	145
内饰件单车配套价值量					4000
内饰件市场规模(国内)					854
聚丙烯、聚氨酯、PVC	66%	66%	66%	66%	66%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 婴童用品市场：属消费升级产品，高性能 IXPE 或更受青睐

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。公司与婴童用品知名品牌“可优比”合作，即将向市场销售以公司新开发的高回弹系列 IXPE 产品作为内胆材料的绿色爬行垫。IXPE 材料无毒无味，防水抗菌的特点使其比 EPE，EVA，PVC 材料更具优势，在婴童爬爬垫材料方面有一定的替代作用。

表 9：保护垫生产材料对比

	优点	缺点
EPE	保温、防潮、隔热、隔音、防摩擦、抗老化、耐腐蚀	防水性能比较差，不透气。气味比较大
EVA	价格便宜	吸水、吸尘、气味较大
PVC	柔软	太重，同规格的约是 XPE 的五倍重。在一定温度条件下会产生毒性，价格高
IXPE	无毒、无味、减震、降噪、隔热、耐腐蚀、抗菌、防水、手感舒适	相对较贵

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：淘宝旗舰店婴童爬行垫产品

品牌	内胆材质	尺寸	产地	适用年龄	价格
CREAM HAUS	IXPE	长 65*宽 65*厚 4cm	韩国	3 个月 — 6 岁	1165 元
可优比	XPE	长 180*宽 150*厚 2cm	中国大陆	3 个月 — 6 岁	348 元
Babycare	XPE	长 180*宽 150*厚 2cm	中国大陆	3 个月 — 6 岁	349 元
费雪	XPE	长 180*宽 150*厚 1.5cm	中国大陆	3 个月 — 18 个月	299 元

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：加厚爬行垫为可优比官网畅销商品

图 21：韩国 CREAM HAUS 品牌爬爬垫内胆为 IXPE 材料，环保等级为婴儿爬爬垫消费者关注的重要指标



资料来源: wind, 淘宝, 天风证券研究所



资料来源: wind, 淘宝, 天风证券研究所

4. 公司为行业龙头，供应链优势强，产能扩张带来新动力

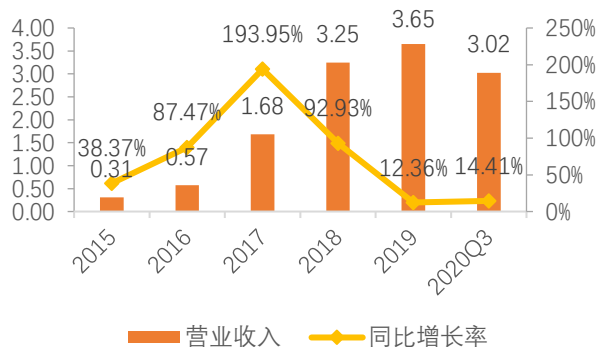
4.1. IXPE 行业龙头，盈利能力强

4.1.1. 收入：规模快速扩张，公司具备 IXPE 制造端优势，盈利能力业内领先

收入规模伴随下游行业需求增长显著放量。2015-2020年 Q3 公司营业收入逐年提高,2016年以来伴随美国对 PVC 地板需求的快速增长,公司收入及利润规模显著增长。由于公司产能有限,生产规模仍然不能满足下游用户的所有需求,2017年之后公司营收增长速度放缓。2019年营业收入 3.65 亿元,同比增长 12.36%,归母净利润达到 1.16 亿元,同比增长 32.78%。2020 年前三季度,公司实现营业收入 3.02 亿元,同比增长 14.41%,归母净利润达到 0.95 亿元,同比增长 9.45%。

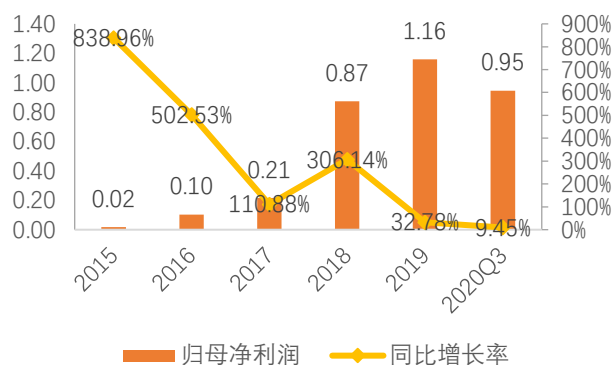
公司产品盈利能力强。2016 到 2020Q3 毛利率分别为 37.96%/40.22%/41.2%/45.56%/48.37%,呈现逐年上升趋势,公司产品竞争力较强,盈利能力突出。从各产品毛利率来看,抗菌系列和特种系列产品毛利率稳步提升。从各公司的对比情况来看,2019 年润阳/祥源毛利率分别为 46.56%/43.55%,净利率分别为 31.74%/19.5%,公司盈利能力为业内领先。

图 22: 2015-2020Q3 公司营业收入 (亿元) 及增长率



资料来源: wind, 天风证券研究所

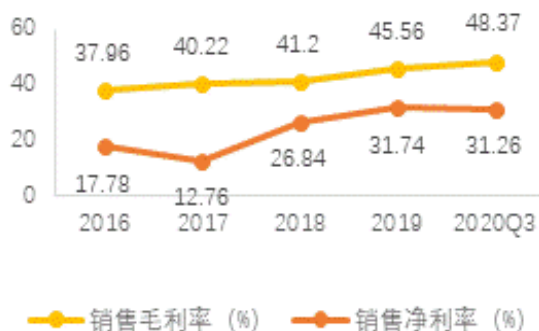
图 23: 2015-2020Q3 归母净利润 (亿元) 及增长率



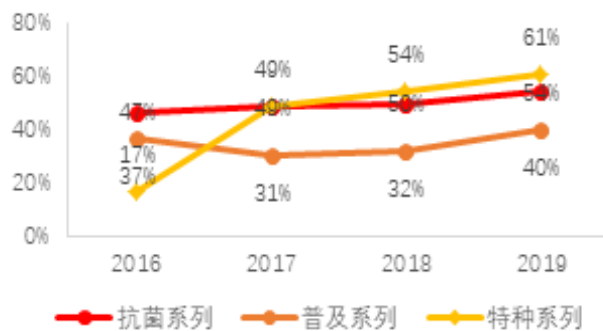
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 2016-2020Q3 公司销售毛利率和净利率 (%)

图 25: 2016-2019 公司产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 11: 2019 年三家公司盈利指标

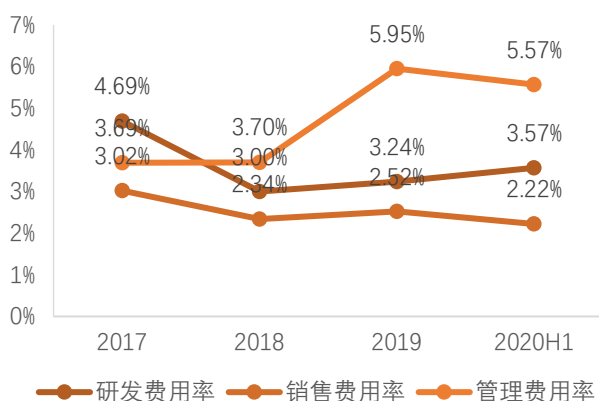
	润阳科技	祥源新材	交联辐照
营业总收入 (亿元)	3.65	2.84	0.94
归母净利润 (亿元)	1.16	0.55	0.16
销售毛利率(%)	46.56	43.55	39.75
销售净利率(%)	31.74	19.50	16.78
ROE(加权)(%)	35.18	34.52	15.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.1.2. 费用: 各项费用管控能力业内领先, 持续研发投入

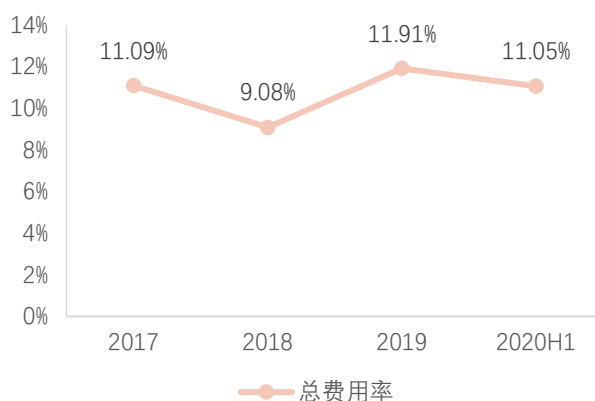
从公司费用控制的角度上看, 2017-2020H1, 公司费用率稳定, 从同行可比公司角度来看, 润阳 2019 年销售费用率为 2.52%, 显著低于祥源新材和交联辐照, 同时润阳管理费用率也处于行业低位, 2019 年费用率增加较快, 是由于公司筹划上市产生的费用增加。从研发角度, 润阳科技及祥源新材 2019 年研发投入分别为 0.12/0.13 亿元, 研发费用率分别为 3.23%/4.65%。

图 26: 润阳科技研发、销售、管理费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 润阳科技总费用率维持平稳



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 12: 2019 年三家公司费用 (亿元) 及费用率情况

	润阳科技	祥源新材	交联辐照
销售费用	0.09	0.16	0.10
管理费用	0.22	0.24	0.06
研发费用	0.12	0.13	0.04
财务费用	0.01	0.03	0.00
销售费用率	2.52%	5.74%	10.74%

管理费用率	5.95%	8.56%	6.70%
研发费用率	3.23%	4.65%	4.04%
财务费用率	0.19%	1.20%	0.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.3. 客户：先发优势明显，与头部 PVC 地板企业深度绑定

在产品品质上，公司产品已通过 Intertek 的甲醛、VOC 及其他有害物质检验，Intertek 为全球最大的消费品测试、检验和认证公司之一。

居建筑装饰领域直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内 PVC 塑料地板制造商，并通过下游客户进入世界 500 强企业 Home Depot 的供应链，在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系；在生产规模上，公司与祥源新材的产量在国内 IXPE 制造企业内拥有一定的优势，润阳科技在 IXPE 生产企业中有明显优势，占据龙头地位。

表 13：主要竞争对手情况

企业名称	19 年营业收入(亿元)	19 年产量(万平)	主要应用领域及客户
润阳科技	3.65 亿元	8153.86	公司产品主要应用于家居建筑装饰领域为主，少量应用在汽车内饰领域。PVC 地板领域主要客户：泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚；在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系；婴儿爬爬垫领域与婴童品牌“可优比”合作；
祥源新材	2.84 亿元	7108.50	公司产品主要应用于建筑装饰材料、消费电子产品、家用电器产品、汽车内饰材料、医疗器械产品及其他。PVC 地板领域主要客户：财纳福诺、海象新材、江苏正永、爱丽家居；消费电子领域进入 OPPO、Vivo 等品牌；汽车领域进入福特、长城、长安等品牌的机动车品牌；家电领域进入美的、格力、海尔等品牌的电器产品；
浙江交联	0.94 亿元	未披露	公司产品主要应用于汽车工业、空调保温、木地板复合、胶粘带基材、体育休闲等。

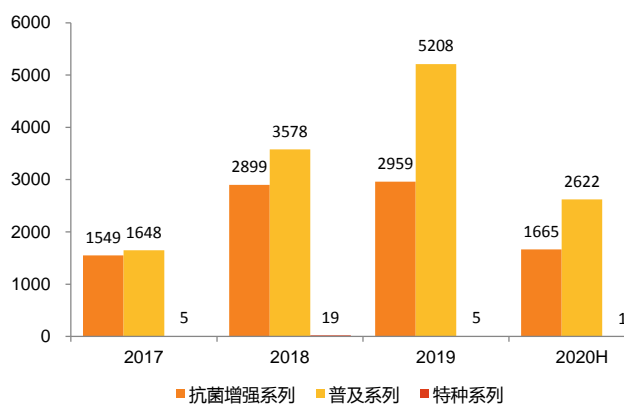
资料来源：润阳科技招股书，天风证券研究所

4.1.4. 产品：国内领先的 IXPE 生产企业，产品议价能力强

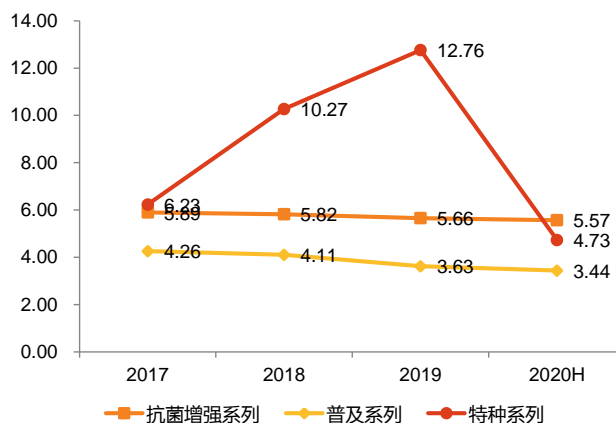
2019 年，公司抗菌/普及系列销售量分别为 2959/5208 万平米，从单价来看，抗菌增强系列 IXPE 定位于高端产品，附加值更高，2019 年单价约为 5.66 元/平米，普及系列单价约为 3.63 元/平米。特种系列规模较小，主要用于汽车内饰，定制化程度高，17/18/19 年单价分别为 6.23/10.27/12.76 元。从可比公司角度，2017-2020 年上半年，润阳销售均价均高于祥源新材，龙头竞争优势显著。

图 28：公司 IXPE 产品的销售数量变化（万平米）

图 29：公司各系列 IXPE 产品的销售单价变动（元/平米）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 14: 可比公司产品质量检测及工艺优势

质量检测

润阳科技	公司主要的 IXPE 产品已经通过世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司职以的 Intertek 的甲醛、VOC 及其他有害物质检验, 公司产品性能已经得到下游验证, 达到中国、美国、及欧盟国家和地区的控制标准要求。	自主设计并定制的 RY-2400 型高速发泡炉的运转速率是通用发泡炉的 3 倍左右, 经原建设部科技信息研究所查新验证, 润阳科技开发的高速发泡炉已达国内领先、国际先进的水平
祥源新材	公司产品通过 RoHS、REACH 等欧盟国家有毒物质检测验证	批量生产 0.06mm 超薄 IXPE
浙江交联	未披露	形成 16mm 以上超薄泡沫片材及化学交联聚乙烯基本生产能力

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 15: 润阳科技销售均价显著高于祥源

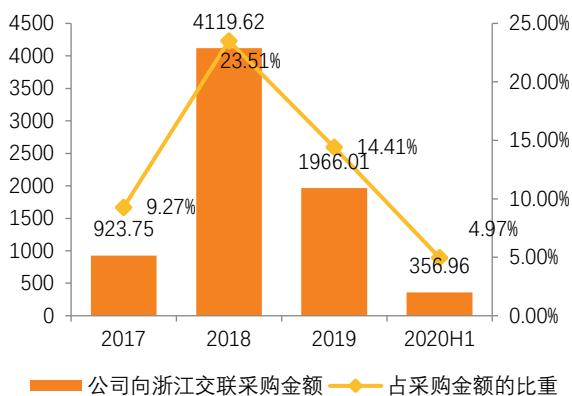
	润阳科技		祥源新材	
	销售数量 (万平方米)	销售均价 (元/平方米)	销售数量 (万平方米)	销售均价 (元/平方米)
2020H1	4,338.2	4.27	1,598.11	3.41
2019	8,367.5	4.37	4,079.61	3.53
2018	6,740.7	4.89	3,039.68	3.41
2017	3,444.7	5.05	1,074.66	3.34

资料来源: Wind, 天风证券研究所

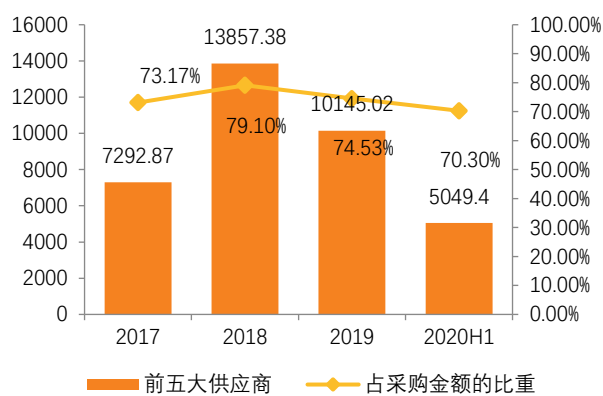
受限于产能瓶颈, 近年来公司也有部分外采半成品 IXPE, 其中浙江交联为公司主要供应商之一。2017-2020H, 交联辐照向公司供应半成品 IXPE 量分别为 923.75/4119.62/1966.01/366.96 万元, 2019 年度公司从交联辐照采购均价约为 2.54 元/平方米, 另外公司 17、18 年亦向泉硕科技股份有限公司、苏州欧徕亚塑料有限公司采购半成品 IXPE 产品。

图 30: 公司向浙江交联采购金额 (万元) 及占总采购额的比重

图 31: 前五大供应商采购金额 (万元) 及占总采购额的比重



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 16: 公司采购半成品 IXPE 情况

	采购内容	采购单价
浙江物联	半成品 IXPE	2.54 元/平米 (2019 年度采购均价)
泉硕科技股份有限公司	半成品 IXPE	3.69 元/平米 (2018 年度采购均价)
苏州欧徕亚塑料有限公司	半成品 IXPE	2.52 元/平米 (2017 年度采购均价)

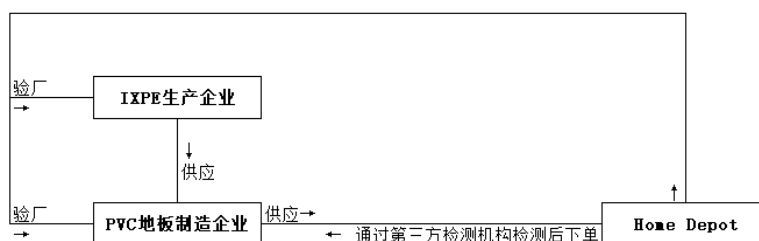
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 公司客户资源优质, 与下游客户共同获得 HOME DEPOT 认定

4.2.1. 2B 端供应链稳定性强, 客户优质稳定不断增加

公司较早期介入 Home Depot PVC 地板 ODM 供应链体系, 并获得 Home Depot 指定的第三方检测机构检测认证。公司在下游客户例如易华润东、爱丽家居还与 Home depot 沟通初期介入供应链, 参与 Home depot 对产品的质量检测、实地考察及验厂, 通过验厂后, PVC 地板供应商根据 Home depot 供货要求, 向公司采购原材料, 公司则根据客户订单要求及质量标准生产并通过下游客户销往 Home Depot。

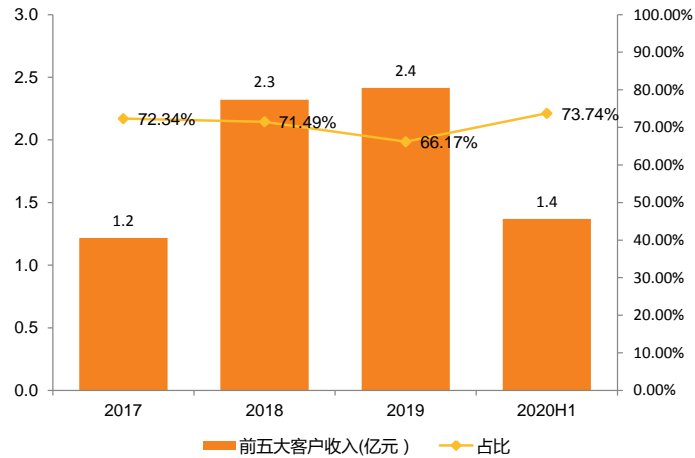
图 32: 公司通过下游客户进入 HomeDepot 供应体系



资料来源: Wind, 润阳科技招股说明书, 天风证券研究所

2019 年公司前五大客户收入为 2.4 亿元, 占总收入的比为 66.17%, 截至 20 年上半年, 前五大客户收入占比提升至 73.74%。其中, 易华润东、爱丽家居为公司主要客户, 公司 2B 客户稳定性强, 由于 IXPE 产品的专业性及技术性, 客户对产品质量的稳定性及交货及时性要求较高, 一旦关系确定, 客户粘性较强。

图 33: 润阳科技前五大客户收入及占比 (2017-2020H1)



资料来源: Wind, 润阳科技招股说明书, 天风证券研究所

表 17: 润阳新材 2017-2020H1 前五大客户采购金额 (万元) 及占比

	2017	2018	2019	2020H1
易华润东	6255.06	12699.66	14441.06	8346.98
	37.15%	39.10%	39.57%	44.93%
爱丽家居	2997.73	5277.83	4491.9	2200.49
	17.80%	16.25%	12.31%	11.85%
天振科技	1589.78	2726.95		1343.42
泰州华丽	866.17	1326.97	1588.54	629.66
财纳福诺	470	1189.65		
浙江晶通			1827.44	1178.6
江苏贝尔装饰			1799.82	
合计	12178.74	23221.06	24148.77	13699.15
	72.34%	71.49%	66.17%	73.74%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2.2. 公司下游 PVC 行业企业众多, 头部企业绝大部分为公司客户

国内 PVC 塑料地板出口企业前 20 名中, 绝大部分为公司的客户。公司主要通过参加展会的方式与客户取得接触后获取业务, 公司主要客户与公司保持长期稳定的合作关系, 其中爱丽家居、海象新材已在 A 股上市, 其他主要客户亦为国内大型地板制造商。

图 34: 国内外部分 PVC 地板企业梯队格局



资料来源: 爱丽家居招股说明书, 天风证券研究所

PVC 市场集中度不高，2018 年易华、华丽市占率约为 7.7%、7.8%，2020 年前三季度海象新材、爱丽家居市占率约为 3.3%、2.8%。近年来，得益于市场需求扩大、政府环保政策支持，PVC 地板行业快速增长，行业整体技术水平和产品开发能力均有所提升。未来，随着竞争的不断深入，市场份额将会向头部生产企业集中，行业集中度将逐步提高。

表 18：国内上市 PVC 地板企业出口市占率

	海象新材	爱丽家居	华丽塑料	易华润东	永裕家居 (SPC)
2016	1.2%	5.4%			
2017	1.7%	4.6%			
2018	2.6%	4.5%	7.8%	7.7%	1.0%
2019	2.6%	3.4%			1.3%
2020 前三季度	3.3%	2.8%			

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 19：PVC 行业主要公司介绍

公司	股票代码	公司简介及主营业务
海象新材	003011.SZ	成立于 2013 年，2020 年上市，公司主要以 ODM 模式为欧美市场地板品牌商、建材商提供 LVT、WPC、SPC 地板，2019、20Q3 营业收入分别为 8.59 亿元、9.14 亿元
爱丽家居	603221.SH	成立于 1999 年，并于同年成为美国建材零售商家得宝的供应商，2020 年上市，产品包括悬浮地板、锁扣地板等，2019、20Q3 营业收入分别为 11.46 亿元、7.78 亿元
永裕家居	831996.OC (退市)	成立于 2000 年，2015 年新三板挂牌，2019 年实现营业收入 6.45 亿元，2020 年终止挂牌，拟登陆创业板
华丽塑料	非上市	成立于 2002 年，2018 年销售额为 3.6 亿美元，目前月产能超过 1500 个集装箱，产品 90%销往北美和欧洲
美喆国际	8466.TW	成立于 1982 年，1993 年在大陆设厂，2016 年在台湾上市，2019 年营业收入约 8.07 亿元
易华润东	非上市	成立于 1989 年，是国内最具规模的 PVC 地板生产厂商之一，2018 年销售额达 23.5 亿元，月生产能力达 500 万平方米，客户包括美国国家得宝、英国百安居等大型建材零售商
天振竹木	非上市	成立于 2003 年，注册资本 5000 万元，公司以竹木地板起家，产品品类拓展至 WPC、SPC、MGO 玻镁地板等
大亚圣象	000910.SZ	于 1999 年上市，公司主要产品为强化木地板、三层实木地板、多层实木地板及人造板，2019 年收购福建华宇，布局 SPC 地板产能
海利得	002206.SZ	成立于 2001 年，于 2008 年上市，主营业务为化学纤维制造，2014 年进入的 SPC 领域已成为公司业务的增长点

资料来源：公司官网、Wind、天风证券研究所

4.3. 募投产能带来新增长动力，海外产能优势凸显

4.3.1. 已经达到产能瓶颈，利用委托加工采购

公司此次上市募投项目为年产 1600 万平方米 IXPE 自动化技改项目、年产 1 亿平方米 IXPE 扩产项目、研发中心建设项目、智能仓储中心建设项目和补充营运资金项目。另外，2019 年 11 月，为了提高产能，公司在越南成立了子公司越南润阳，拟在越南进行 IXPE 产品的生产和销售。2020 年 12 月，为进一步扩大越南润阳经营发展资金需求，公司向越南润阳增资 1020 万美元或等额人民币，扩大越南产能。

表 20：募集资金投资项目（万元）

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	拟使用募集资金金额	募集资金使用进度
----	----------	--------	-----------	----------

				第一年	第二年	第三年	第四年
1	年增产 1600 万平方米 IXPE 自动化技改项目	4768.93	4768.93	4215.00	553.93		
2	年产 1 亿平方米 IXPE 扩产项目	36723.16	36723.16	17425.10	15126.65	4171.41	
3	研发中心建设项目	5565.94	5565.94	1656.21	2780.23	753.00	376.50
4	智能仓储中心建设项目	8431.19	8431.19	3781.87	2991.56	1657.76	
5	补充营运资金项目	8000.00	8000.00	8000.00			

资料来源：润阳科技招股书，天风证券研究所

4.3.2. PVC 地板企业：扩建海外产能，供应链转移至东南亚

为了应对国际贸易多变的形势，PVC 地板头部企业率先开始布局海外产能。部分企业选择越南作为海外建厂，因其具有劳动力成本低、税收优惠的优势，长远看利于公司进一步提升产能、发展出口业务。

越南建厂的主要优势在于人工成本低和税收优惠政策。越南的企业所得税税率是 20%，而在越南政府批准的工业区内建厂可享受“两免四减半”等税收优惠，即头两年所得税全免，后四年只用缴纳一半。鉴于当前国际贸易环境的不确定性加强，全球产能布局有利于分散贸易政策带来的风险。排除政策因素，与中国相比，其他新兴市场的人力成本较低，公司将生产环节向以越南为代表的国家或地区转移，有利于节约人力开支。因此，将越南等国家作为中国企业全球布局重要一步的趋势将越加明显。

表 21：PVC 地板头部企业越南建厂情况

公司	越南子公司情况
永裕家居	公司于 2019 年 3 月注册成立越南永裕，注册资金 1126 万美元，出资金额 1.4 亿元人民币，其中公司出资 4000 万人民币，股份占比 50.73%；恒林股份（603661.SH）出资 1 亿元人民币，股份占比 49.27%。2019 年营业收入 8777.62 万元，净利润 953.05 万元
海象新材	公司于 2019 年 9 月在越南设立全资子公司，注册资本和实收资本均为 1900 万美元，将部分产能搬迁至越南以及在越南新增部分产能。2019 年，越南子公司总资产、净资产分别为 1.4 亿元、1.1 亿元，2019 年度实现净利润-54.68 万元。2020 年 9 月，公司对其越南全资子公司增资 5000 万美元。本次增资完成后越南海欣的注册资本将由 1900 万美元增加至 6900 万美元，公司仍持有其 100%的股权

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 总结及盈利预测

5.1. 总结

IXPE 电子辐照交联聚乙烯产品性能领先，广泛应用于多个成长性细分领域。(1)IXPE 延展性强，应用于多个具备成长性细分领域：地板、婴童爬爬垫、汽车内饰、消费电子等；(2)属高性能泡沫塑料，综合性能优势凸显：环保、抗震、抗菌、降噪、稳定强；(3)IXPE 塑料泡沫属于工业品，性能强于 EVA、XPE 逐步替代传统塑料泡沫。

应用领域之一：PVC 地板 2015 年全球市场乙烯基塑料地板的销售金额达 212.50 亿美元，占全球铺地材料的 8%。外销：(1) 美国/欧洲 PVC 地板渗透率分别为 21.4%/28.53%，还有渗透空间；(2) 2027 年中国出口 PVC 地板规模有望达到 103 亿美元，20-27 年行业增速 CAGR 有望达 9.4%。内销：假设 PVC 地板在精装房配置率为 5%，按 200 元/平米测算，国内住宅精装市场 PVC 地板规模或将达到 49 亿元。**应用领域之二：婴儿爬爬垫**，公司与婴

童用品知名品牌“可优比”合作，共同开发高回弹系列 IXPE 产品作为内胆材料。**应用领域之三：汽车内饰**，2019 年全球/国内乘用车产量分别为 6714.92/2136.02 万辆，若按汽车内饰件单车配套价值量 4000 元计算，全球/国内汽车内饰件市场规模分别为 2686/854 亿元。根据 Modern Plastics Global 的数据，聚丙烯（32%），聚氨酯（17%）和 PVC（16%）三种塑料占汽车高性能塑料总量的 66%，IXPE 性能优异，或逐步替代传统材料份额。

公司为行业龙头，为行业核心供应链配套品，产能扩张带来新动力。**收入：**20 前三季度营收 3.02 亿元，归母净利润 0.95 亿元，2020Q3 毛利率/净利率分别为 48.37%/31.26%。**费用：**各项费用管控能力业内领先，2019 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.52%/5.95%/3.24%。**客户：**先发优势明显，与头部 PVC 地板企业深度绑定，公司在家居建筑装饰领域直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内 PVC 塑料地板制造商，在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系。**产品：**国内领先的 IXPE 生产企业，产品达到全球认证。2019 年，公司抗菌/普及系列销售量分别为 5208/2959 万平米，抗菌增强系列 IXPE 定位于高端产品，附加值更高，2019 年单价约为 5.66 元/平米，普及系列单价约为 3.63 元/平米。

公司客户资源优质，与下游客户共同获得 HOME DEPOT 认定。公司较早期进入 Home Depot PVC 地板供应链体系，并获得 Home Depot 指定的第三方检测机构认证。2019 年前五大客户收入为 2.4 亿元，占总收入的比为 66.17%。易华润东、爱丽家居为公司主要客户，2B 客户稳定性强，国内 PVC 塑料地板出口企业前 20 名中绝大多数为公司主要客户。

5.2. 盈利预测

核心假设：

- 1、公司新产能预期 21-22 年释放，假设 IXPE 业务 20-22 年收入同比增速为 18%/56%/45%，20 年增速或因产能受限，21-22 年伴随新产能投放呈现高增长；
- 2、IXPE 产品毛利率一直处于较高水平，且保持提升态势，20Q3 公司整体毛利率为 48.37%，故假设 20-22 年公司主营的 IXPE 产品毛利率维持在 48%水平；
- 3、其他业务及其他收入：收入随公司整体收入规模扩大而提升，20-22 年分别保持 25%、5%的增速，且毛利率分别维持在 65%、18%的水平。

表 22：公司收入拆分

单位：万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	5727.73	16836.53	32482.06	36496.80	43039.18	66761.94	96495.17
yoy		194%	93%	12%	18%	55%	45%
毛利率	38%	40%	41%	47%	48%	48%	48%
IXPE	4997.78	16186.85	31758.54	35679.22	42101.48	65678.31	95233.55
yoy		224%	96%	12%	18%	56%	45%
毛利率	40%	41%	42%	47%	48%	48%	48%
其他业务	6.97	21.95	126.48	396.19	495.24	619.05	773.81
yoy		215%	476%	213%	25%	25%	25%
毛利率				85%	65%	65%	65%
其他收入	722.98	627.73	597.04	421.39	442.46	464.58	487.81
yoy		-13%	-5%	-29%	5%	5%	5%
毛利率	23%	18%	18%	4%	18%	18%	18%

资料来源：wind、天风证券研究所

预计 20-22 年公司实现收入 4.30/6.68/9.65 亿元，同比+17.93%/+55.12%/+44.54%，20-22 年实现归母净利润 1.36/2.15/3.15 亿元，同比+17.62%/+57.71%/+46.55%。

我们采用相对估值法，由于 A 股中尚无同样以 IXPE 为主营业务的可比公司，因此我们选

择塑料制品行业中的公司作为可比公司,21年可比公司平均 PE 为 29.49 倍,公司作为 IXPE 龙头,制造及销售端竞争优势领先,给予 21 年 30 倍 PE,目标市值 64.46 亿元,目标价 64.46 元,维持“买入”评级。

表 23: 可比公司估值

		主营业务	现价(元)	PE (21E)	PE (22E)
603806.SH	福斯特	EVA 光伏封装材料	76.00	32.20	26.07
002324.SZ	普利特	改性复合材料	18.30	30.51	26.92
002372.SZ	伟星新材	塑料管道	22.23	26.11	23.05
603212.SH	赛伍技术	薄膜形态功能性高分子材料	30.00	29.13	20.18
平均				29.49	

资料来源:价格为 2021/3/17 收盘价,PE 为 wind 一致预期,天风证券研究所

5.3. 风险提示

- **国际贸易摩擦风险:** 公司产品广泛用于 PVC 地板领域基础材料,通过下游客户出口欧美市场,PVC 地板部分产品在美国对话加征关税名单中,或存在国际贸易有限公司摩擦风险。
- **市场竞争加剧风险:** 目前行业发展前景良好,空间广阔,或存在行业竞争加剧风险。
- **原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为 LDPE、抗菌料、ADC 发泡剂、色母等,原材料占成本的比重约为 61%,或存在原材料波动风险。
- **安全生产风险:** 公司产品生产过程中涉及电子辐照、高温发泡工序,或存在一定安全生产风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10.92	97.46	124.45	238.01	463.81	营业收入	324.82	364.97	430.39	667.62	964.95
应收票据及应收账款	93.29	81.61	88.88	157.58	198.65	营业成本	191.01	195.03	224.29	347.50	501.92
预付账款	8.69	3.63	8.31	12.32	17.10	营业税金及附加	2.83	1.74	3.08	4.59	6.04
存货	27.24	15.05	36.80	41.69	73.81	营业费用	7.59	9.19	9.90	14.02	19.30
其他	90.59	29.15	39.79	57.44	44.13	管理费用	12.03	21.72	23.67	35.38	50.18
流动资产合计	230.73	226.92	298.23	507.05	797.50	研发费用	9.74	11.84	12.91	18.69	24.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.13	0.70	0.04	(0.70)	(1.35)
固定资产	62.63	86.91	136.57	192.73	239.80	资产减值损失	3.95	(0.35)	1.52	1.71	0.96
在建工程	11.80	78.91	83.35	98.01	88.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	27.20	83.16	81.56	79.97	78.38	投资净收益	1.28	3.08	1.44	1.44	1.44
其他	4.20	7.51	4.72	5.48	5.90	其他	(3.62)	(10.00)	(2.87)	(2.87)	(2.87)
非流动资产合计	105.83	256.49	306.20	376.19	412.89	营业利润	99.89	132.01	156.42	247.86	365.22
资产总计	336.55	483.41	604.43	883.24	1,210.38	营业外收入	4.16	8.69	4.51	5.79	6.33
短期借款	10.00	11.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.19	1.75	0.65	0.86	1.09
应付票据及应付账款	43.20	40.93	35.95	92.07	99.09	利润总额	103.86	138.95	160.29	252.79	370.46
其他	11.14	20.92	12.07	17.06	18.98	所得税	16.69	23.12	24.04	37.92	55.57
流动负债合计	64.34	72.85	48.02	109.13	118.06	净利润	87.17	115.83	136.24	214.87	314.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.06)	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	87.24	115.83	136.24	214.87	314.89
其他	1.40	24.14	8.51	11.35	14.67	每股收益(元)	0.87	1.16	1.36	2.15	3.15
非流动负债合计	1.40	24.14	8.51	11.35	14.67						
负债合计	65.73	96.99	56.54	120.48	132.73						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	57.75	75.00	100.00	100.00	100.00	成长能力					
资本公积	97.30	80.05	80.05	80.05	80.05	营业收入	92.93%	12.36%	17.93%	55.12%	44.54%
留存收益	213.07	311.65	447.89	662.76	977.65	营业利润	320.39%	32.15%	18.49%	58.46%	47.35%
其他	(97.30)	(80.28)	(80.05)	(80.05)	(80.05)	归属于母公司净利润	306.14%	32.78%	17.62%	57.71%	46.55%
股东权益合计	270.82	386.42	547.89	762.76	1,077.65	获利能力					
负债和股东权益总计	336.55	483.41	604.43	883.24	1,210.38	毛利率	41.20%	46.56%	47.89%	47.95%	47.98%
						净利率	26.86%	31.74%	31.66%	32.18%	32.63%
						ROE	32.21%	29.98%	24.87%	28.17%	29.22%
						ROIC	116.20%	41.60%	45.46%	50.14%	59.54%
						偿债能力					
						资产负债率	19.53%	20.06%	9.35%	13.64%	10.97%
						净负债率	-0.30%	-22.38%	-22.69%	-31.19%	-43.03%
						流动比率	3.59	3.11	6.21	4.65	6.75
						速动比率	3.16	2.91	5.44	4.26	6.13
						营运能力					
						应收账款周转率	5.01	4.17	5.05	5.42	5.42
						存货周转率	14.81	17.26	16.60	17.01	16.71
						总资产周转率	1.42	0.89	0.79	0.90	0.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.87	1.16	1.36	2.15	3.15
						每股经营现金流	0.36	1.13	0.71	1.91	2.73
						每股净资产	2.71	3.86	5.48	7.63	10.78
						估值比率					
						市盈率	51.56	38.83	33.01	20.93	14.28
						市净率	16.61	11.64	8.21	5.90	4.17
						EV/EBITDA	0.00	0.00	26.65	16.50	10.67
						EV/EBIT	0.00	0.00	27.93	17.21	11.07

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 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