

天安新材 (603725.SH)

增持 (首次)

外延注入成长新动能，探索转型泛家居消费品牌

天安新材为国内优质的饰面材料供应商，在汽车内饰饰面材料和家居装饰饰面材料领域获得客户高认可度；2021年公司收购瑞欣装材、鹰牌陶瓷，实现产品线多元化拓展和C端渠道完善，正式进军泛家居产业链，并有望打开工装、家装市场，获得成长动能。此外，公司拟向实控人定增募资补流，助力良性发展。

- 天安新材：优质饰面材料供应商，切入布局泛家居产业链。**公司多年深耕家居和汽车饰面材料，2021年收购国内防火板第一梯队企业瑞欣装材和兼具品牌和渠道的陶企鹰牌陶瓷后，横向打通泛家居产业链。2022Q1-3实现营收19.50亿元，同比高增56%，归母净利润1862万元，同比下滑51%，利润端短期受累于信用减值，随着计提风险逐步出清，盈利能力有望逐步回升。
- 汽车内饰饰面材料：百亿市场空间，高客户黏性下订单稳增。**存量替换与增量开拓均有广阔市场，叠加双碳背景下新能源汽车高景气，国内汽车市场发展前景可观，测算2022-2025年国内/全球每年车饰饰面材料市场空间约119亿元/299亿元（中枢值）。公司在终端车企认可度较高，且该业务具有较强客户黏性，2022Q1-3车饰饰面材料收入为3.1亿元，同比增长24.3%；现有量产品品牌包括丰田、神龙、广汽、比亚迪、长城等。
- 家居装饰饰面材料：EBPP产品提供“门墙柜一体化”解决方案。**国内家居装饰饰面材料2022-2025年每年市场空间约为235亿元（中枢值），有望受益于全屋定制新模式。公司特有专利产品EBPP膜可实现门墙柜一体化同色定制，助力公司进入整装领域。目前公司已与索菲亚、欧派、尚品宅配等品牌达成合作。
- 瑞欣装材：高品质防火板材竞争力突出，环保+快装直击工装痛点。**瑞欣为国内耐火板行业的领军企业，2021年收入/净利润分别为2.64亿元/3013.29万元，同比增长32.5%/19.4%；2022Q1-3收入1.96亿元，实现净利润2205万元，达到业绩承诺的96%。瑞欣产品环保等级高、无异味、噪音小、安装快，针对性地解决了工装领域有甲醛、异味大、噪音大等痛点，可实现边营业边装修，最大程度上减少停业损失，有望在医院、酒店、幼儿园等工装客户中快速渗透。
- 鹰牌陶瓷：品牌+渠道赋能，多元化品类提供一站式采购。**鹰牌陶瓷拥有鹰牌、鹰牌2086、华鹏三大知名品牌；2021年收入14.56亿元，同比增长11.5%；2022Q1-3收入9.12亿元，受地产客户坏账计提影响，净利润亏损92.13万元。截至22H1，鹰牌陶瓷有1248家经销商、1213家门店，积极招商+赋能经销商促进经销网络密度与质量同步提升。天安与瑞欣的产品植入终端门店后，产品现已覆盖地、墙、门、柜四大品类，一站式采购市场有望带动客单值和坪效。
- 首次覆盖，给予“增持”投资评级。**新战略品类贡献新增长点+传统业务同步向好；并购后产品+客户+渠道协同作用增强，逐步切入工装、家装领域；叠加定增补充流动资金，预计公司2022-2024年EPS分别为0.17元、0.41元、0.50元，对应PE分别为42.9x、17.3x、14.3x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格上涨、地产投资增速大幅下滑、汽车销量大幅下滑、渠道开拓进度不及预期、并购资产协同效果不及预期、资产减值计提风险。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	869	2065	2680	3223	3734
同比增长	0%	138%	30%	20%	16%
营业利润(百万元)	39	(115)	40	103	125
同比增长	-5058%	-399%	-135%	159%	21%
归母净利润(百万元)	38	(58)	34	85	103
同比增长	489%	-251%	-160%	148%	21%
每股收益(元)	0.18	-0.28	0.17	0.41	0.50
PE	38.5	-25.6	42.9	17.3	14.3
PB	1.8	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：7.1元

基础数据

总股本(万股)	20777
已上市流通股(万)	20535
总市值(亿元)	15
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	-10.8
资产负债率	72.6%
主要股东	吴启超
主要股东持股比例	30.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	3	-6
相对表现	-10	15	15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 郑晓刚 S1090517070008
 zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 袁定云 研究助理
 yuandingyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、天安新材：优质饰面材料供应商，切入布局泛家居产业链.....	6
1、多年深耕饰面材料，向泛家居消费品牌转型.....	6
2、营收增长稳健，计提出清助力利润修复.....	7
3、多品类齐开花，新战略品类带来新成长动能.....	8
4、原材料成本高占比，PVC 价格影响毛利率.....	10
二、汽车内饰饰面材料：品质领先，后来居上，市场空间可观.....	11
1、需求端：国内汽车市场向好发展，内饰饰面材料百亿空间.....	12
2、供给端：外资品牌长期占优，民族企业有望国产替代.....	13
3、天安新材：终端车企认可度高，订单规模稳步提升.....	14
三、家居装饰饰面材料：专注研发，具备专利优势.....	16
1、需求端：或将受益于家居行业新业态，市场空间充足.....	16
2、供给端：竞争格局较为分散，集中度有望提高.....	17
3、天安新材：性能提升+应用领域拓宽，竞合中探索成长路径.....	17
（1）EBPP 膜具有专利壁垒，产品性能优越.....	19
（2）EBPP 产品提供“门墙柜一体化”优质解决方案.....	20
四、瑞欣装材：环保+快装直击工装痛点，防火板材竞争力突出.....	21
1、收购瑞欣扩大业务版图，业绩承诺强激励促高质量经营.....	21
2、丰富品类满足多场景应用需求，优越性能直击工装痛点.....	22
五、鹰牌陶瓷：品牌渠道赋能瑞欣、天安，开拓泛家居领域.....	23
1、鹰牌赋能渠道&品牌，轻资产模式轻装上阵.....	24
（1）渠道：经销网络成熟，打开终端消费市场.....	24
（2）品牌：多年积淀享誉不断，品牌力持续提升.....	26
（3）产品：覆盖有釉砖和无釉砖，有釉砖为主导产品.....	27
（4）产能：行业低景气度下，轻资产模式优势突显.....	27
2、品类多元化，一站式采购拓展市场.....	28
六、投资建议.....	28
七、风险提示.....	30

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 天安新材整合前台、中台和后台优势资源, 横向打通泛家居产业链.....	6
图 3: 公司股权结构图.....	7
图 4: 2021 年公司营业收入大幅上升.....	7
图 5: 2022Q1-3 公司归母净利润扭亏为盈.....	7
图 6: 公司应收款项主要来自建筑陶瓷业务.....	8
图 7: 2022Q1-3 鹰牌陶瓷净利润基本扭亏.....	8
图 8: 2022Q1-3 公司两大业务板块收入占比接近.....	9
图 9: 2021 年建筑陶瓷业务贡献毛利最多.....	9
图 10: 防火板材和建筑陶瓷为公司 2021 年毛利率最高的业务.....	9
图 11: 公司与诸多优质客户达成战略合作.....	10
图 12: 原材料为公司成本的主体部分.....	10
图 13: 2021 年树脂粉成本占原材料成本的 56%.....	10
图 14: 公司树脂粉采购均价与 PVC 市场均价变化一致.....	10
图 15: PVC 市场均价与公司毛利率反向变化.....	10
图 16: 公司通过提高售价转嫁成本压力.....	11
图 17: PVC 均价与饰面材料业务毛利率反向变动.....	11
图 18: 汽车生产供应体系采取多级供应商直销, 汽车内饰饰面材料生产企业为二级供应商.....	11
图 19: 2022M1-11 汽车产量/销量同比+8.4%/+4.8%.....	12
图 20: 中国千人汽车保有量仍处于较低水平.....	12
图 21: 2022M1-11 新能源汽车保持高景气.....	12
图 22: 新能源汽车在汽车市场中地位加速提升.....	12
图 23: 公司汽车内饰饰料营业收入保持较高增速.....	15
图 24: 公司 2021 年以来汽车内饰面料销量增速较高.....	15
图 25: 公司 2021 年汽车内饰面料毛利有所下滑.....	15
图 26: 公司 2022Q1-3 汽车内饰面料单位售价有所回升.....	15
图 27: 公司产销率维持较高水平.....	15
图 28: 公司产能利用率有所提升.....	15
图 29: 2022 年商品房销售面积有所下行.....	16
图 30: 规模以上家具制造业企业营收相对稳健.....	16

图 31: 公司 2022Q1-3 家装饰面材料营收有所下滑	18
图 32: 公司 2022Q1-3 家装饰面材料销量有所下滑	18
图 33: 公司 2021 年家居饰面材料毛利同比+5.4%.....	18
图 34: 公司家装饰面材料单位毛利相对稳定	18
图 35: 公司产销率始终保持在 90%以上	19
图 36: 公司家居饰面材料和薄膜产能持续扩张	19
图 37: EB 固化电子束不会随涂层衰减, 固化效果均匀	19
图 38: EBPP 膜兼具性能、环保、质感和艺术性	19
图 39: 以 EBPP 膜为饰面的地板具有优越性能.....	20
图 40: 公司 2022Q1-3 研发费用同比+20.1%.....	20
图 41: 公司研发费用率基本维持在 4%以上	20
图 42: 应用 EBPP 材料的硅藻泥科技墙板性能优越.....	20
图 43: EBPP 产品可实现门墙柜一体化同色定制	20
图 44: 公司以业绩承诺补偿/奖励敦促瑞欣装材保持经营质量.....	21
图 45: 瑞欣装材 2022Q1-3 营业收入为 1.96 亿元.....	22
图 46: 瑞欣装材 2022Q1-3 净利润为 2205.36 万元	22
图 47: 瑞欣装材经营活动现金流维持较高水平	22
图 48: 瑞欣装材净现比基本维持在 90%以上	22
图 49: 瑞欣 HPL 快装地板具有免胶安装、环保、吸音等特点	23
图 50: 公司收购鹰牌集团旗下四家鹰牌陶瓷主体各 66%股权.....	24
图 51: 鹰牌陶瓷营业收入增长稳健.....	24
图 52: 鹰牌陶瓷 2022Q1-3 净利润基本扭亏	24
图 53: 鹰牌陶瓷直销渠道中以工程收入占主	25
图 54: 鹰牌陶瓷销售渠道以经销为主	25
图 55: 华南和华东地区为鹰牌陶瓷两大经销商大本营	26
图 56: 鹰牌陶瓷在华东地区展厅数量最多	26
图 57: 鹰牌 2021 年携“流光幻影”亮相博洛尼亚展	27
图 58: 鹰牌陶瓷荣誉不断, 持续提升品牌影响力	27
图 59: 公司营业收入主要来自有釉砖	27
图 60: 公司有釉砖销量约为无釉砖的 3 倍.....	27
表 1: 从公司前十大应收房地产客户账款计提情况看, 公司坏账风险逐步出清	8

表 2: 公司产品品类众多, 应用场景遍布各行业各领域.....	8
表 3: PVC、TPO 等高分子复合内饰材料更符合行业发展趋势.....	11
表 4: 测算 2022-2025 年国内/全球汽车内饰饰面材料每年市场空间为 119 亿元/299 亿元 (中枢值).....	13
表 5: 外资汽车品牌配套高分子复合材料供应商一般为其本国企业, 中资企业鲜少入局.....	13
表 6: 汽车高分子复合饰面材料领域竞争者仍以外资/合资企业为主.....	14
表 7: 公司 2020 年以来与多家知名车企签订汽车内饰材料合同.....	14
表 8: 高分子复合材料性能较好, 广泛应用于定制家具和室内装饰.....	16
表 9: 测算家居装饰饰面材料 2022-2025 年市场空间为 230-240 亿元/年.....	17
表 10: 天安新材在家居装饰饰面材料行业的竞争对手大多为外资或合资企业.....	17
表 11: 天安新材家居装饰饰面材料产品广泛应用于全空间领域表面装饰.....	17
表 12: EB 固化技术相比其他固化技术在多方面性能上具有明显优势.....	19
表 13: 瑞欣入选多个 2022 年防火板十大品牌榜, 为防火板材生产第一梯队企业.....	21
表 14: 瑞欣装材防火板材产品 SKU 丰富, 能够满足不同场景应用需求.....	22
表 15: 鹰牌陶瓷 2020 年前五大客户中工程客户占比有所提升.....	25
表 16: 持续发力经销商培育, 经销渠道拓展卓有成效.....	25
表 17: 全新战略布局下, 鹰牌陶瓷以三大店态引流终端消费市场.....	26
表 18: 鹰牌陶瓷在中国建筑卫生陶瓷十大品牌榜上多次获奖.....	26
表 19: 鹰牌陶瓷产品主要分为有釉砖和无釉砖两大类.....	27
表 20: 鹰牌陶瓷有釉砖 OEM 采购量远大于自产产量.....	28
表 21: 鹰牌+天安+瑞欣, 多元化品类打造一站式采购.....	28
表 22: 天安新材收入结构拆分.....	29
表 23: 天安新材盈利预测简表.....	30
附: 财务预测表.....	31

一、天安新材：优质饰面材料供应商，切入布局泛家居产业链

1、多年深耕饰面材料，向泛家居消费品牌转型

塑料加工起家，高品质饰面材料羽翼渐丰。广东天安新材料股份有限公司前身为佛山市天安塑料有限公司，成立于2000年5月，起初从事塑料加工，后逐渐深化业务，成为专业生产高端环保家居装饰饰面材料和汽车内饰饰面材料的企业。公司以先进的技术水平和出色的产品品质享誉，是国家专精特新“小巨人”企业、国家火炬计划重点高新技术企业、国家知识产权优势企业、国家绿色工厂和广东省创新型企业。公司总部设在佛山，在广东佛山和安徽全椒、浙江嘉善（瑞欣）和广东河源（鹰牌）共设有5个制造基地，于2017年9月在上海证券交易所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网整理、招商证券；注：2022年5月开始对瑞欣90%的并表，因为疫情原因8月才完成工商变更

收购瑞欣和鹰牌，布局泛家居产业链。公司分别于2021/4/15和2022/8/9公示完成对国内防火板材生产第一梯队企业瑞欣建材60%股权和30%股权的过户登记，现合计持股90%；于2021/9/2公示完成对鹰牌集团旗下兼具品牌知名度与优质销售渠道的陶瓷企业鹰牌陶瓷相关四家主体各66%股权的过户登记。并购完成后，公司将瑞欣的防火板材和鹰牌的建筑陶瓷纳入主营业务，一方面拓展产品品类，另一方面通过各业务板块间的协同与相互赋能横向打通泛家居产业链，向综合服务商转型。利用鹰牌成熟的C端经销网络、天安集成的供应链优势以及天安高分子、安徽天安和瑞欣建材的产品品质和性价比优势，搭建起以鹰牌陶瓷为前台、以天安集成为中台、以天安高分子+安徽天安+瑞欣建材为后台的产业生态。

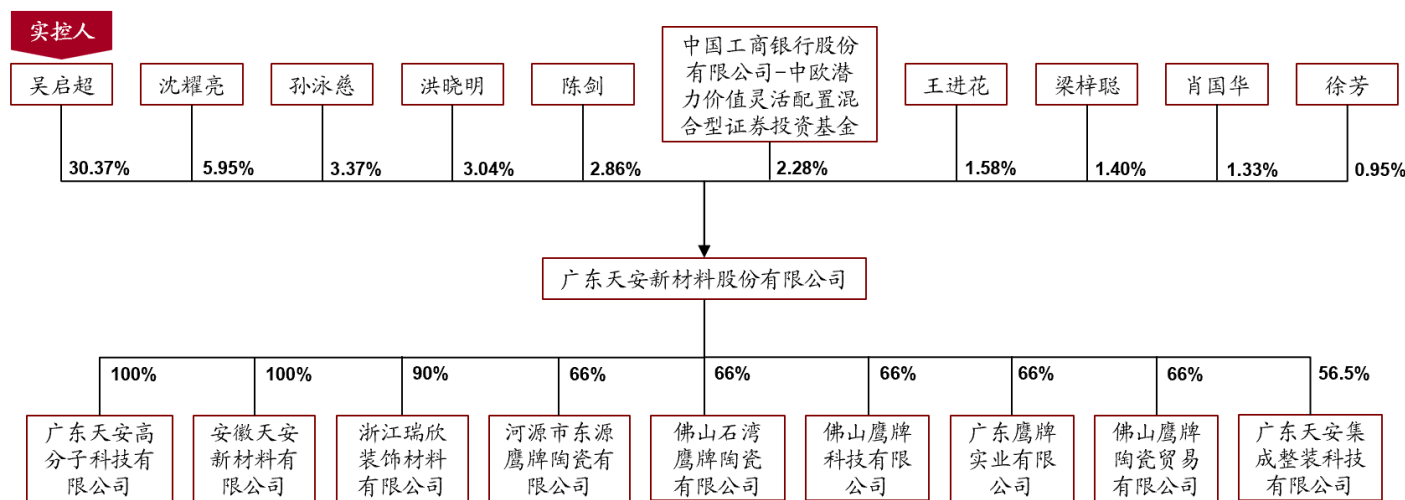
图 2：天安新材整合前台、中台和后台优势资源，横向打通泛家居产业链



资料来源：公司公告、招商证券

公司股权结构稳定。截至 2022Q3，公司的实际控制人吴启超持有公司 30.37%的股权，任公司董事长、总经理。公司第四大股东洪晓明（持股 3.04%）与吴启超配偶系姐妹。

图 3：公司股权结构图



资料来源：iFinD、招商证券；截至 2022Q3

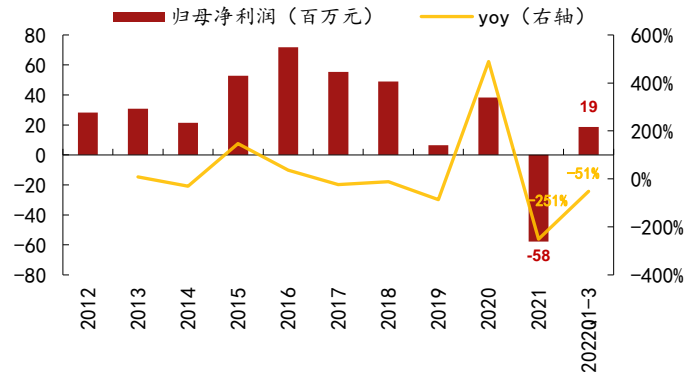
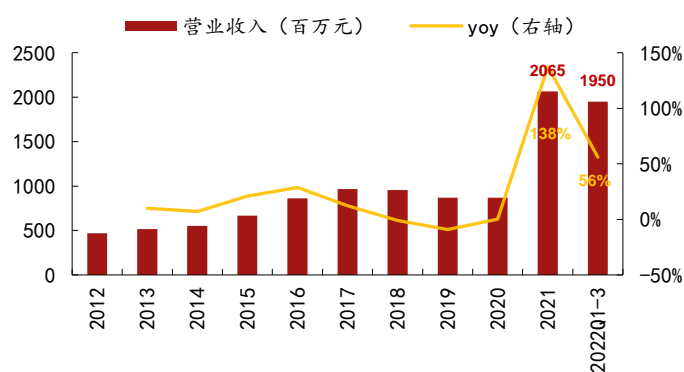
2、营收增长稳健，计提出清助力利润修复

品类扩张+传统业务销售回暖，营收稳健增长。公司 2021 年实现营收 20.65 亿元，同比+137.52%，营收绝对值为历史最高水平的 2 倍以上。营收大幅增长主因：（1）瑞欣建材的防火板材和鹰牌陶瓷的建筑陶瓷业务并表，分别贡献营收 2.14 亿元/6.53 亿元，占营收比重 10.36%/31.64%；（2）疫情缓解后传统业务销售回暖，人造革、薄膜、家居装饰饰面材料、汽车内饰饰面材料订单增加，测算剔除瑞欣防火板材和鹰牌建筑陶瓷收入后，2021 年营收同比+37.77%，彰显传统业务亦同步向好。

利润端短期受累于信用减值，看好计提风险出清后盈利能力回升。公司 2021 年归母净利润亏损 5771 万元，主因收购鹰牌陶瓷后计提恒大集团及成员企业信用减值损失 1.29 亿元，占其所持恒大集团及成员企业应收款项的 45.25%。2022 年 Q1-Q3 鹰牌陶瓷进一步提高中南集团、绿地集团等房地产客户的坏账准备计提比例，但净利润基本扭亏，为-92.13 万元，推动公司整体归母净利润扭亏为盈至 1862 万元。随着公司落实现款现货、历史坏账风险逐步出清，公司报表质量有望修复，后期随着鹰牌经销渠道布局的完善与业务协同效应的提升，公司盈利能力具较大增长潜力。

图 4：2021 年公司营业收入大幅上升

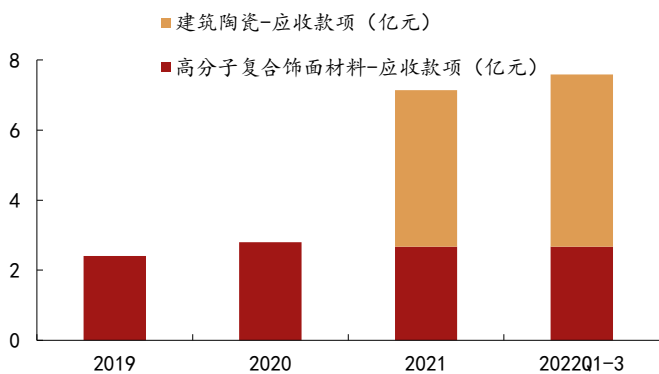
图 5：2022Q1-3 公司归母净利润扭亏为盈



资料来源：iFinD、招商证券；注：瑞欣建材自 2021 年 4 月起并表，鹰牌陶瓷自 2021 年 8 月起并表

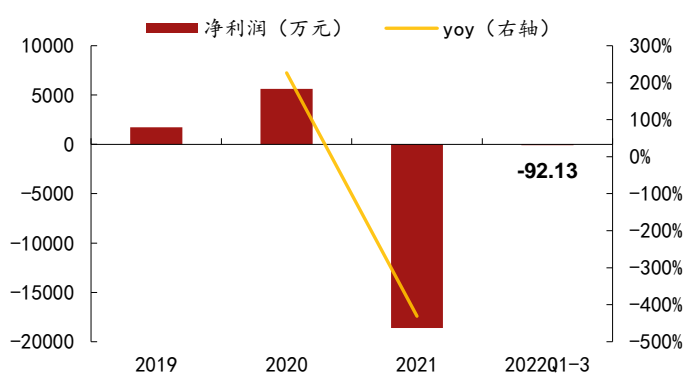
资料来源：iFinD、招商证券；注：瑞欣建材自 2021 年 4 月起并表，鹰牌陶瓷自 2021 年 8 月起并表

图 6: 公司应收款项主要来自建筑陶瓷业务



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 2022Q1-3 鹰牌陶瓷净利润基本扭亏



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 从公司前十大应收房地产客户账款计提情况看, 公司坏账风险逐步出清

序号	客户	2022年9月末应收账款余额 (万元)	占房地产客户应收账款比例	坏账准备 (万元)	计提方法	计提比例	2022年M1-10银行转账回款金额 (万元)	2021年末应收账款余额 (万元)	2021年末余额回款比例
1	恒大集团	10607.82	29.63%	8486.26	单项	80.00%	-	4290.49	-
2	龙光集团	9193.09	25.68%	1746.10	组合	18.99%	5676.05	12410.83	45.73%
3	中南集团	6052.58	16.91%	2421.03	单项	40.00%	12.2	3761.89	0.32%
4	绿地集团	3666.69	10.24%	916.58	单项	25.00%	1786.48	4165.93	42.88%
5	中梁集团	1525.04	4.26%	610.01	单项	40.00%	-	1520.62	0.00%
6	海伦堡地产	1301.76	3.64%	142.34	组合	10.93%	224.82	1830.35	12.28%
7	贵阳宏益地产	717.92	2.01%	717.92	单项	100.00%	-	717.92	0.00%
8	方直集团	661.54	1.85%	264.61	单项	40.00%	7.31	451.31	1.62%
9	中国铁建	308.17	0.86%	29.96	组合	9.72%	72.28	274.12	26.37%
10	嘉福地产	281.7	0.79%	14.09	组合	5.00%	223.76	-	-
	合计	34316.29	95.85%						

资料来源: 公司公告、招商证券

3、多品类齐开花, 新战略品类带来新成长动能

高分子复合饰面材料和建筑陶瓷为公司两大业务板块。其中, 高分子复合饰面材料包括公司传统业务汽车内饰饰面材料、家居装饰饰面材料、薄膜、人造革, 以及收购瑞欣后并表的防火板材; 建筑陶瓷板块为收购鹰牌陶瓷后并表。

表 2: 公司产品品类众多, 应用场景遍布各行业各领域

业务	产品	品牌	应用场景	主要客户
高分子复合饰面材料	汽车内饰饰面材料	天安: 常规产品 博琨: 高端产品	乘用车、客车等的座椅革、仪表板、门板、遮阳板、排挡罩、装饰板、顶棚、遮物帘等	汽车: 吉利、比亚迪、长城、长安、丰田、本田等
	家居装饰饰面材料		天花、吊顶、地面、墙体、柜体、门窗、厨卫、软装等全空间领域	定制家居企业: 索菲亚、欧派、好莱客等; 家具企业: tata 木门、江山欧派、美尔凯特等; 房地产/建筑企业: 万科、中装建设等
	薄膜		广告、标签、文具、建材、化妆品、药品等	-
	人造革	鞋革、沙发革、箱包革等	-	
	防火板材	瑞欣	医院、学校、机场、餐饮等公共建筑	定制家居企业: 欧派、金牌等; 其他: 百联集团、雅马哈、祈福集团等
建筑陶瓷	瓷质无釉砖、瓷质有釉砖两大类, 包括抛光砖、抛釉砖、仿古砖等	鹰牌、鹰牌 2086、华鹏	写字楼、政府机关、星级酒店、文教体卫建筑等公共建筑及住宅建筑	房地产企业: 龙光、中南等 (但现以经销渠道为主)

资料来源: 公司公告、天安新材官网、瑞欣装材官网、招商证券

两大业务板块收入占比接近，新战略品类贡献突出。

从收入结构看，2022Q1-Q3 高分子复合饰面材料和建筑陶瓷两大板块占比接近，分别为 52.54%/45.75%。高分子复合饰面材料中，收入占比排名为：汽车内饰饰面材料（15.66%）、薄膜（14.27%）、防火板材（10.01%）、家居装饰饰面材料（9.05%）、人造革（3.55%）。

从毛利结构看，2021 年建筑陶瓷业务贡献最多毛利，占比 37.53%；高分子复合饰面材料中，毛利占比排名为：汽车内饰饰面材料（19.53%）、家居装饰饰面材料（14.97%）、防火板材（14.31%）、薄膜（8.74%）、人造革（1.63%）。考虑 2021 年防火板材/建筑陶瓷分别仅并表 9 个月/5 个月经营数据，后续毛利贡献料将进一步提升。

从毛利率看，2021 年防火板材和建筑陶瓷两个新战略业务毛利率最高，分别为 30.40%/26.10%；其余业务中，汽车内饰饰面材料/家居装饰饰面材料毛利率高于公司整体毛利率（22%），分别为 25.33%/24.79%；薄膜和人造革毛利率相对较低，分别为 9.37%/6.40%。

综合来看，公司高分子复合饰面材料和建筑陶瓷收入占比接近，且从毛利和毛利率看，收购后并表的防火板材和建筑陶瓷两大战略业务已成为公司成长新的增长点。

图 8：2022Q1-3 公司两大业务板块收入占比接近

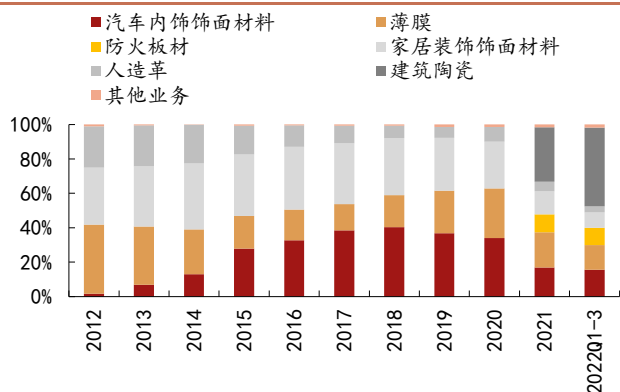
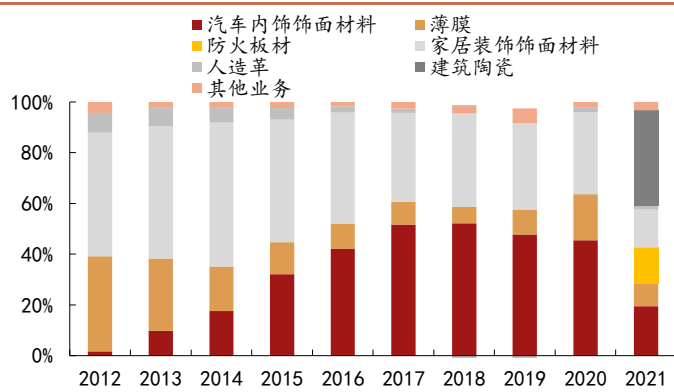


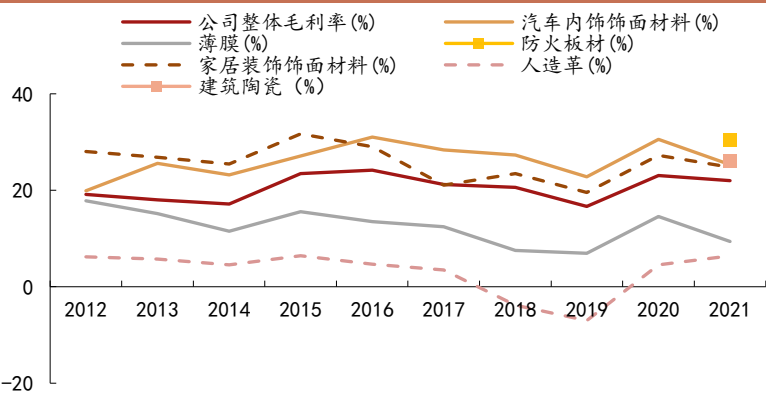
图 9：2021 年建筑陶瓷业务贡献毛利最多



资料来源：iFinD、招商证券；注：防火板材业务自 2021 年 4 月起并表，建筑陶瓷业务自 2021 年 8 月起并表

资料来源：iFinD、招商证券；注：防火板材业务自 2021 年 4 月起并表，建筑陶瓷业务自 2021 年 8 月起并表

图 10：防火板材和建筑陶瓷为公司 2021 年毛利率最高的业务



资料来源：iFinD、招商证券

图 11: 公司与诸多优质客户达成战略合作



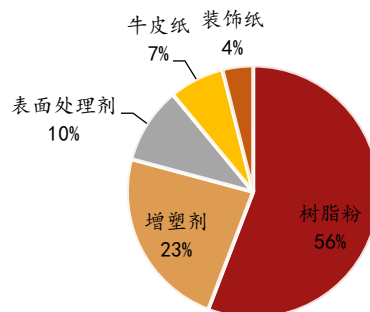
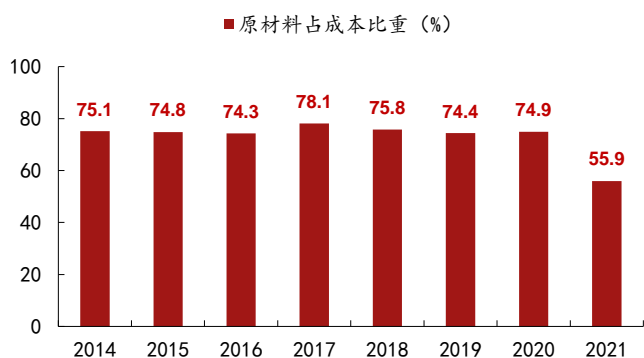
资料来源: 公司官网、招商证券

4、原材料成本高占比，PVC 价格影响毛利率

原材料为公司成本的主体部分，毛利率与 PVC 价格成反向变动。公司原材料占成本比重普遍保持在 70%以上，2021 年原材料占成本比重下降至 55.9%，主因并表鹰牌陶瓷后使 OEM 外购成本提升，2021 年占比为 22.12%，而此前没有该项成本。原材料中树脂粉占比最高，2021 年树脂粉成本占原材料成本的 56%，树脂粉中采购量最大的为 PVC，公司树脂粉采购均价与 PVC 市场均价变动基本一致。拟合 PVC 市场均价与公司毛利率的变动曲线，可发现 2020H1 前公司毛利率与 PVC 市场均价成反向变动，2020H1 后趋于同向变动，主要考虑 2020H1 后公司提高产品售价转嫁成本压力，且 2021 年并表了建筑陶瓷和防火板两大毛利率较高的业务，弱化了原材料成本的影响；具体到饰面材料业务，亦可发现汽车内饰饰面材料/家居装饰饰面材料业务毛利率均与 PVC 价格成反向变动。

图 12: 原材料为公司成本的主体部分

图 13: 2021 年树脂粉成本占原材料成本的 56%

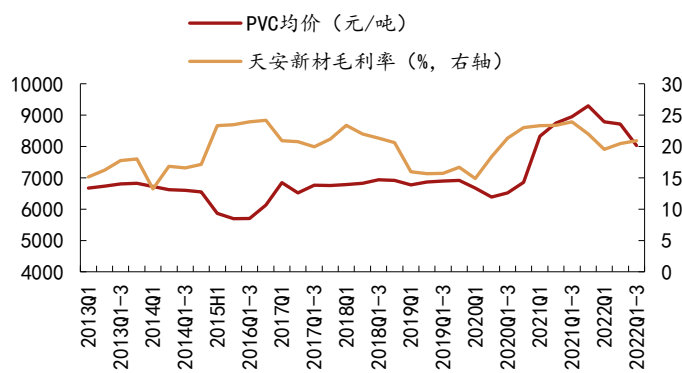
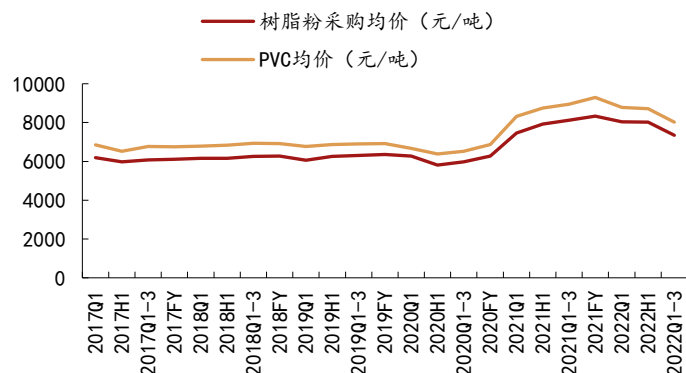


资料来源: iFinD、公司招股说明书、招商证券

资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

图 14: 公司树脂粉采购均价与 PVC 市场均价变化一致

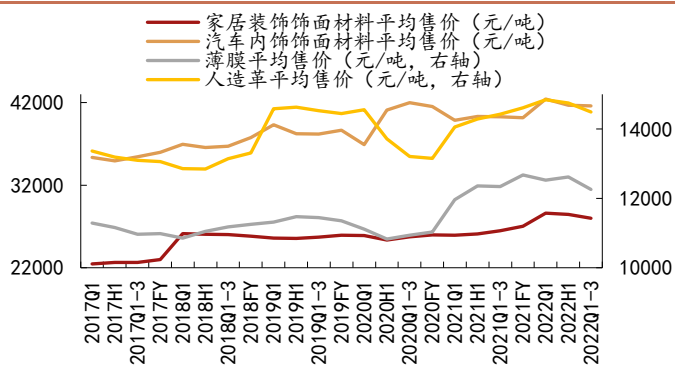
图 15: PVC 市场均价与公司毛利率反向变化



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

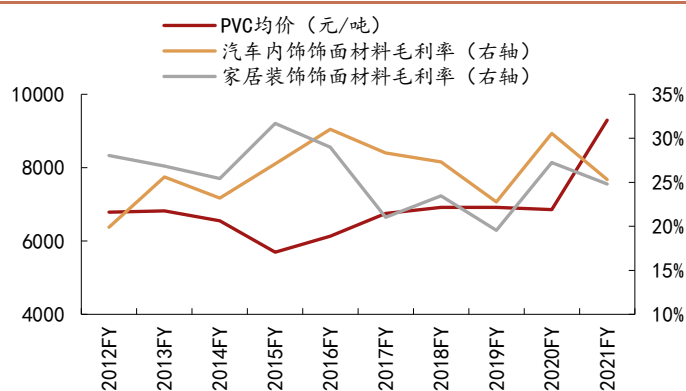
资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

图 16: 公司通过提高售价转嫁成本压力



资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: PVC 均价与饰面材料业务毛利率反向变动



资料来源: Wind、iFinD、招商证券

二、汽车内饰饰面材料: 品质领先, 后来居上, 市场空间可观

汽车内饰饰面材料生产企业一般为产业链二级供应商。汽车内饰是汽车基本单元之一, 包括座椅、仪表板、门板、顶棚、遮阳板、门板扶手等部件, 而内饰的饰面材料又直接与消费者接触, 其外观、触感和气味在很大程度上影响消费者的第一印象。目前内饰饰面材料主要包括真皮、纺织布、PVC/TPU 等高分子复合材料、TPO 材料等。

图 18: 汽车生产供应体系采取多级供应商直销, 汽车内饰饰面材料生产企业为二级供应商

三级供应商 (汽车用工程塑料)	二级供应商 (高分子复合饰面材料)	一级供应商 (汽车集成商)	整车厂
三井化工 (日资)	KYOWA GSK 共和兴 (日资)	丰田纺织 (日资)	丰田
三菱化学 (日资)	Okamoto 冈本 (日资)	Ftech 提曼思 (日资)	日产
ExxonMobil 埃克森美孚 (美资)	Achilles 阿基里斯 (日资)	KASAI 河西 (日资)	本田
大日精化 (美资)	BENECKE-KALUD BENECKE (德资)	TACHIS 泰极 (日资)	标致
TORAY 东丽 (日资)	CGT (加拿大)	Johnson Controls 江森 (美资)	通用
BASF 德国BASF (德资)	OMNOVA 欧诺法 (美资)	LEAR 李尔 (美资)	大众
KINGFA 金发科技	LG (韩资)	Visteon 伟世通 (美资)	福特
普利特	南亚 (台资)	IAC (美资)	长城
	HAARTZ (美资)	韩一 (韩资)	长安
	HORNSCH (德资)	faurecia 佛吉亚 (法资)	广汽
	GRIFFEN (法资)	GSK 全兴集团 (台资)	东风
	TMG (葡萄牙)	延锋集团	上汽
	天安新材 (天安中国)	宁波华翔	比亚迪
		东风伟世通	一汽
		YHJC 云鹤江森	吉利
			江淮
			奇瑞

资料来源: 天安新材招股说明书、招商证券

表 3: PVC、TPO 等高分子复合内饰材料更符合行业发展趋势

内饰面料	优点	缺点
真皮	触感、外观档次较高、透气性较好	价格昂贵、生产过程不环保
纺织布	透气性好、抗老化性好、成本低廉	耐久性和触感较差
高分子复合材料	耐候性、阻燃性强、环保低碳、气味小、低 VOC、可降低整车重量	-

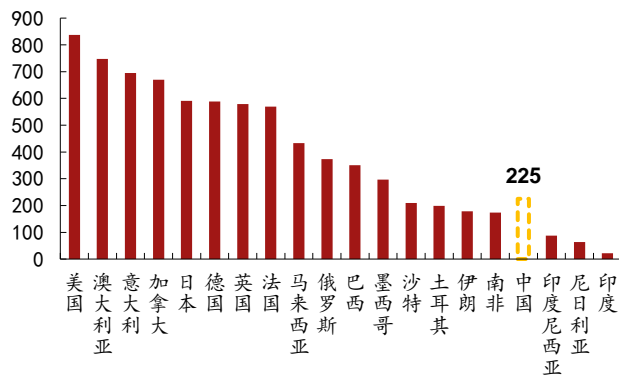
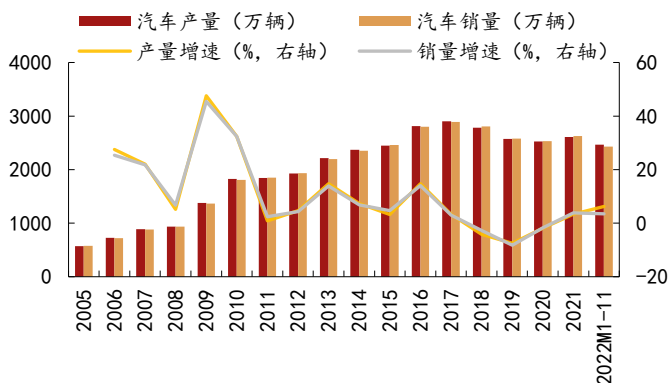
资料来源: 天安新材招股说明书、招商证券

1、需求端：国内汽车市场向好发展，内饰饰面材料百亿空间

当下中国汽车市场发展前景仍可观。(1) 产销稳中有增，高基数存量替换空间广阔。2022M1-11 全国汽车产量/销量为 2462.8 万辆/2430.2 万辆，同比+6.3%/+3.5%，汽车产量和销量增速趋稳，保持稳健增长。根据公安部数据，截至 2022 年 11 月，全国汽车保有量达到 3.18 亿辆，未来汽车的存量迭代需求空间广阔；(2) 千人汽车保有量仍相对较低，增量市场仍有开拓空间。根据世界银行 2019 年统计的全球 20 个主要国家千人汽车保有量排名，中国以 173 辆排名第 17，与排名第一的美国（837 辆）差距较大。根据公安部数据，截至 2022 年 11 月，中国人均汽车保有量为 225 辆，虽较 2019 年增长 52 辆，但相较其他国家 2019 年的水平仍处低位。(3) 新能源汽车为汽车市场注入新活力。双碳背景下，新能源汽车利好政策频出，市场保持高景气，2022M1-11 全国新能源汽车产量/销量为 625.3 万辆/606.7 万辆，约为 2021 年全年产销的 1.7 倍，未来新能源汽车有望支撑汽车市场继续前行。

图 19：2022M1-11 汽车产量/销量同比+8.4%/+4.8%

图 20：中国千人汽车保有量仍处于较低水平

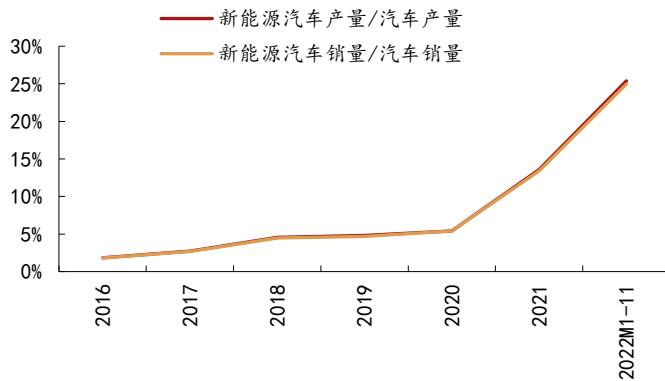
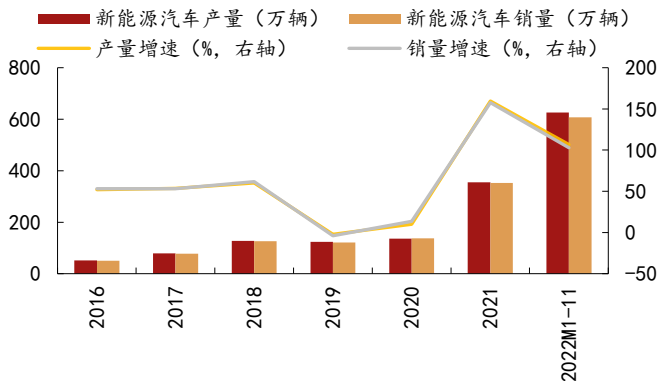


资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

资料来源：世界银行、公安部、招商证券；注：中国数据截至 2022M11，其余国家为 2019 年，排名按照 2019 年

图 21：2022M1-11 新能源汽车保持高景气

图 22：新能源汽车在汽车市场中地位加速提升



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

汽车内饰饰面材料市场空间与汽车市场景气度挂钩。汽车内饰饰面材料是汽车内部的装饰材料，因此其市场空间与汽车的产量直接相关。为预测汽车内饰饰面材料市场空间，做如下假设：

(1) 全国汽车产量：中汽协预测 2022 年/2023 年汽车销量为 2%/3%，其中乘用车销量增速为 9.4%/1.3%，假设产量增速同销量增速、2024-2025 年增速同 2023 年增速，并假设 2022-2025 年客车占商用车比重同 2021 年。

(2) 世界汽车产量：据 AutoForecast Solutions 预测，2022 年/2023 年全球汽车行业将累计减产 428 万辆/250 万辆（中枢值），全球汽车产量中约有 70% 为乘用车，据此测算 2022/2023 年乘用车减产产量；据 AFS，当前全球汽车行业减产主因芯片短缺，但 2024-2025 年芯片短缺现象或将好转，故假设 2024-2025 年增速为 -1%；假设客车占商用车比重与中国相同。

(3) 单车内饰面料用量: 依据惯例, 乘用车内饰面料用量大约为 4-5 平米 (含座椅), 取中枢值 4.5 平米; 商用车分为货车 (占比约为 9 成)、客车、货车非完整车辆、半挂牵引车, 假设客车内饰面料用量为乘用车 2 倍, 其余商用车内饰面料用量为乘用车 1/2。

(4) 内饰面料均价: 当前市场上存在真皮、纺织布、高分子复合材料等多种面料, 其中价格最高的真皮均价约为 200 元/平米, 假设内饰面料均价为 100 元/平米。

由此测算得 2022-2025 年国内/全球汽车内饰饰面材料每年市场空间为 119 亿元/299 亿元 (中枢值)。

表 4: 测算 2022-2025 年国内/全球汽车内饰饰面材料每年市场空间为 119 亿元/299 亿元 (中枢值)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全国汽车产量 (万辆)	2780.9	2572.1	2522.5	2608.2	2660.4	2740.2	2822.4	2907.1
yoy	-4.2%	-7.5%	-1.9%	3.4%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
全国乘用车产量 (万辆)	2352.9	2136.0	1999.4	2140.8	2342.0	2372.5	2403.3	2434.6
yoy	-5.1%	-9.2%	-6.4%	7.1%	9.4%	1.3%	1.3%	1.3%
全国商用车产量 (万辆)	428.0	436.0	523.1	467.4	318.3	367.7	419.1	472.5
yoy	1.7%	1.9%	20.0%	-10.6%	-31.9%	15.5%	14.0%	12.7%
其中: 客车产量 (万辆)	48.9	47.2	45.3	50.8	34.6	40.0	45.5	51.4
占商用车比重	11.4%	10.8%	8.7%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
世界汽车产量 (万辆)	9563.5	9178.7	7762.2	8014.6	7586.7	7336.7	7263.4	7190.7
yoy	-1.7%	-4.0%	-15.4%	3.3%	-5.3%	-3.3%	-1.0%	-1.0%
世界乘用车产量 (万辆)	7049.8	6714.9	5583.4	5705.4	5405.9	5230.9	5178.6	5126.8
yoy	-4.0%	-4.8%	-16.9%	2.2%	-5.2%	-3.2%	-1.0%	-1.0%
世界商用车产量 (万辆)	2513.7	2463.8	2178.7	2309.2	2180.8	2105.8	2084.8	2063.9
yoy	5.4%	-2.0%	-11.6%	6.0%	-5.6%	-3.4%	-1.0%	-1.0%
其中: 客车产量 (万辆)	287.2	266.7	188.7	251.0	237.0	228.9	226.6	224.3
占商用车比重	11.4%	10.8%	8.7%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
乘用车内饰面料用量 (平米)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
客车内饰面料用量 (平米)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
其他商用车内饰面料用量 (平米)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
内饰面料平均价格 (元/平米)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
国内市场空间 (亿元)	118.8	109.1	104.8	110.3	114.9	117.7	120.7	123.7
全球市场空间 (亿元)	393.2	375.6	313.0	325.6	308.3	298.2	295.2	292.3

资料来源: 中国汽车工业协会、国际汽车制造协会、AutoForecast Solutions、招商证券

2、供给端: 外资品牌长期占优, 民族企业有望国产替代

产品质量检验的长周期+品控要求构筑壁垒, 供应关系相对稳定。(1) 汽车内饰饰面材料生产企业在进入整车厂供应体系并大批量供货前, 需完成第三方质量体系认证、汽车制造商验厂、与指定一级供应商签订产品开发技术合同、产品质量认证等一系列流程, 其中从技术开发到大批量供货一般需 2-3 年, 建立长期稳定合作关系一般需 3-5 年。

(2) 为保证产品质量稳定及颜色和纹理的一致性, 通常一个车型的一个内饰部件只会有 1-2 个饰面材料供应商, 且随着新车开发周期缩短, 整车厂与配套供应商之间逐步形成同步开发趋势, 越来越倾向于形成长期稳定合作关系。也正由于前述原因, 跨国汽车巨头的配套供应商一般为其本国企业, 鲜少有内资企业入局。

表 5: 外资汽车品牌配套高分子复合材料供应商一般为其本国企业, 中资企业鲜少入局

汽车品牌	配套本国高分子复合材料供应商	在华基地
日系车 (如丰田、本田、日产)	日本共和、冈本、阿基里斯等	共和兴塑胶 (廊坊) 有限公司 昆山阿基里斯人造皮有限公司
德系车	贝内克-卡里科、宏舒赫等	贝内克-长顺汽车内饰材料 (张家港) 有限公司
加拿大汽车品牌	CGT、LG 化学等	-

资料来源: 天安新材招股说明书、招商证券

技术积累+性价比赶超，民族企业逐步切入市场。早年由于上述跨国企业的配套供应商具备先发优势，产品性能更佳，因此国内自主汽车品牌也从跨国企业在华基地采购内饰饰料。近年来少数内资企业逐步打破技术垄断，各大汽车生产商也因国产品牌的性价比优势开启国产替代之路。但总体而言，汽车高分子复合饰面材料领域仍以外资企业为主。

表 6: 汽车高分子复合饰面材料领域竞争者仍以外资/合资企业为主

企业	简介	主要客户
共和兴塑胶（廊坊）有限公司	系日本共和株式会社与台湾全兴国际集团合资组建，于 2004 年成立，主要产品有汽车内饰件用人造革（仪表板、门板、座椅、遮阳板等）	天津一汽丰田、广州丰田、广州本田、东风日产、上海通用、北京现代等
日本冈本株式会社	创立于 1934 年，是日本规模最大的橡胶乳胶、塑料制品生产商	本田、丰田、日产等
昆山阿基里斯人造皮有限公司	由昆山协孚人造皮有限公司和日本阿基里斯株式会社共同出资组建，主要生产压延革、薄膜、涂层、复合布等产品	-
贝内克-长顺汽车内饰材料（张家港）有限公司	成立于 2005 年，由德国康迪泰克与江苏长顺集团有限公司合资投建。主要从事高性能复合装饰性表皮材料的设计开发与生产，产品广泛应用于汽车座椅、门板、仪表板、扶手、嵌饰板等部位	宝马、奔驰、沃尔沃、奥迪、大众、通用、福特、荣威、神龙等
广东天安新材料股份有限公司	汽车内饰饰面材料于 2013 年正式量产并推出市场，应用于汽车门板、仪表板、遮阳板、排档罩、遮物帘、座椅等，产品按材质可分为 PVC 座椅革、TPO/PPF、PVC/PPF、压延直出 PVC 等	吉利、比亚迪、长城、长安、丰田、本田等

资料来源：天安新材招股说明书、招商证券

3、天安新材：终端车企认可度高，订单规模稳步提升

高品质+性价比优势逐步开拓汽车定点。公司汽车内饰饰面材料于 2012 年正式量产并推出市场后，尽管作为行业的后来者难以迅速打破供应体系壁垒，但公司多年深耕逐步提升产品品质与性价比，逐步赢得行业内诸多主机厂和一二级供应商认可，现有量产品牌包括：丰田、本田、英菲尼迪、东风标致、神龙、日产、上汽通用五菱、广汽、吉利、比亚迪、江淮、长安、长城、奇瑞等。

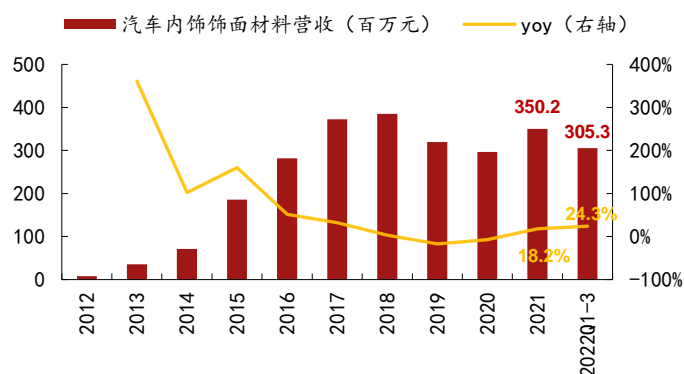
表 7: 公司 2020 年以来与多家知名车企签订汽车内饰材料合同

直接客户	终端车企
广西双英集团股份有限公司	上汽通用五菱
江苏林泉汽车装饰件有限公司	一汽
深圳市比亚迪供应链管理有限公司	比亚迪
麦格纳宏立汽车系统集团有限公司	奔驰-吉利
舒茨曼座椅(宁波)有限公司	吉利汽车
东风延锋汽车座舱系统有限公司	东风风神

资料来源：公司公告、招商证券

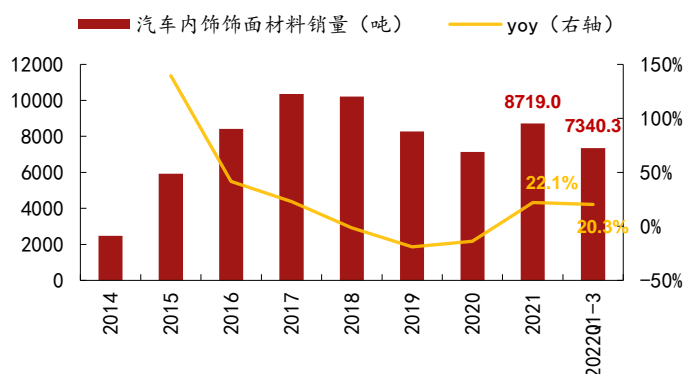
汽车内饰饰面材料收入规模稳健增长。公司 2021 年汽车内饰饰面材料收入达 3.5 亿元，同比+18.2%，2012-2021 年 CAGR 为 52.9%；2022Q1-3 收入达 3.1 亿元，同比+24.3%，继续保持较高增速。从销量看，公司 2021 年/2022Q1-3 销量分别为 8719 吨/7340 吨，同比+22.1%/20.3%，稳增态势不减。

图 23: 公司汽车内饰饰料营业收入保持较高增速



资料来源: iFinD、招商证券

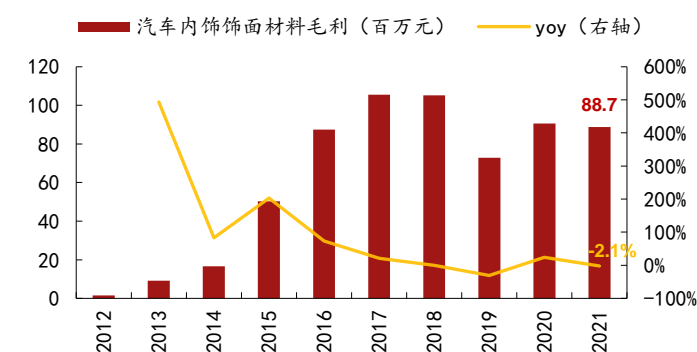
图 24: 公司 2021 年以来汽车内饰面料销量增速较高



资料来源: iFinD、招商证券

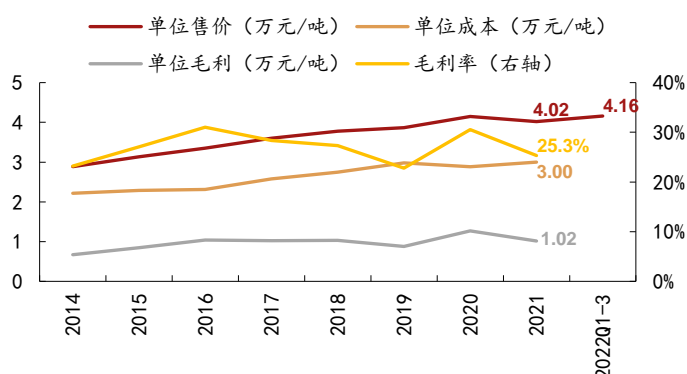
盈利能力有望回升。公司 2021 年汽车内饰饰面材料毛利为 8871.6 万元，同比-2.1%，其中吨售价/吨成本/吨毛利分别为 4.02 万元/3.00 万元/1.02 万元，分别-3.22%/+4.08%/-19.82%，毛利率下滑 5.2pct 至 25.3%。随着 2022 年下半年原材料价格下降，以及公司单位售价的回调，汽车内饰饰面材料盈利水平有望回升。

图 25: 公司 2021 年汽车内饰面料毛利有所下滑



资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

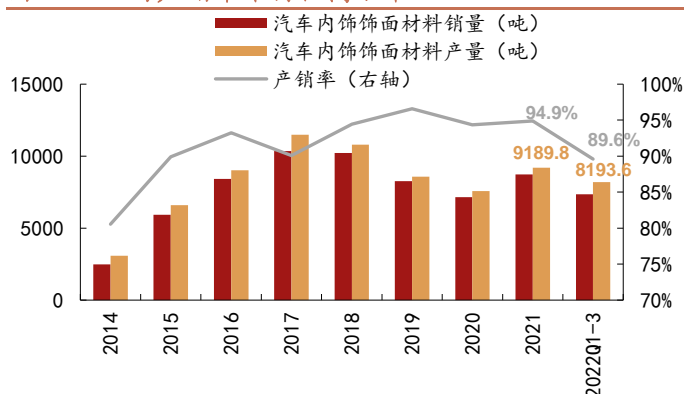
图 26: 公司 2022Q1-3 汽车内饰面料单位售价有所回升



资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

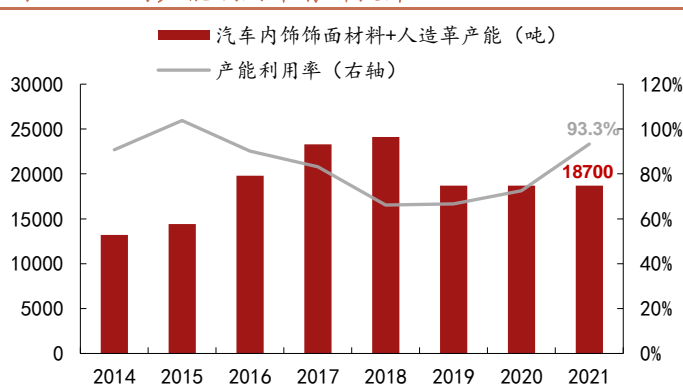
产销率维持较高水平，产能利用率有所提升。公司 2021 年/2022Q1-3 汽车内饰饰面材料产量分别为 9190 吨/8194 吨，产销率分别为 94.9%/89.6%。公司 2021 年汽车内饰饰面材料+人造革产能利用率为 93.3%，产能为 18700 吨（未单独披露汽车内饰饰面材料产能），2019 年起产能下降原因系公司 2018 年末处置了一条老旧四辊生产线。

图 27: 公司产销率维持较高水平



资料来源: iFinD、招商证券

图 28: 公司产能利用率有所提升



资料来源: iFinD、招商证券

三、家居装饰饰面材料：专注研发，具备专利优势

家居装饰饰面材料兼具实用性与装饰性，广泛应用于定制家具和室内装饰。常见的家居装饰饰面材料包括实木、三聚氰胺纸、聚酯漆面和高分子复合材料等，其中高分子复合材料性能优异、适用范围广，是家居装饰中应用最广泛的饰面材料之一。

表 8：高分子复合材料性能较好，广泛应用于定制家具和室内装饰

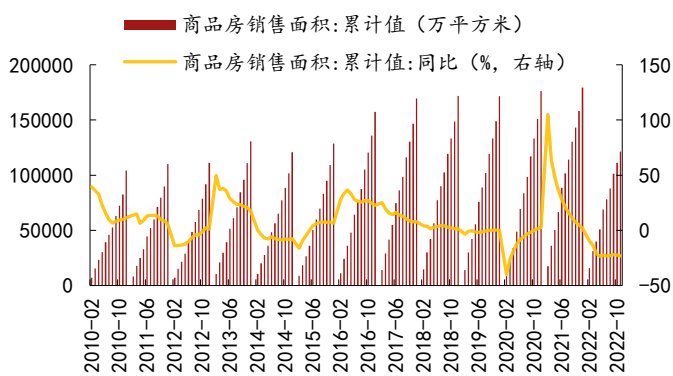
家居装饰饰面材料	应用场景	优点	缺点
实木	主要用于高档家具	使用天然木皮，美观、档次高	价格较高、较难保养、耐磨性/耐高温性/防水性较差、难以实现规模化生产
三聚氰胺纸	普遍用于板式家具	花式多、硬度大、耐水性强	只能用于平贴工艺、防潮性/防火性/耐用性较差
聚酯漆面（烤漆）	打磨到一定粗糙程度的基材（通常是高密度板材）	色泽鲜艳、防潮性/耐污性较好	耐刮性/环保性能差、VOC 含量高、制作工期长、无法满足规模化生产需要
高分子复合材料	广泛应用于定制家具和室内装饰	重量轻、隔热/保温/防潮/阻燃/抗腐蚀/耐刮性/耐候性好、表面光滑、极富装饰性、应用面广	-

资料来源：天安新材招股说明书、招商证券

1、需求端：或将受益于家居行业新业态，市场空间充足

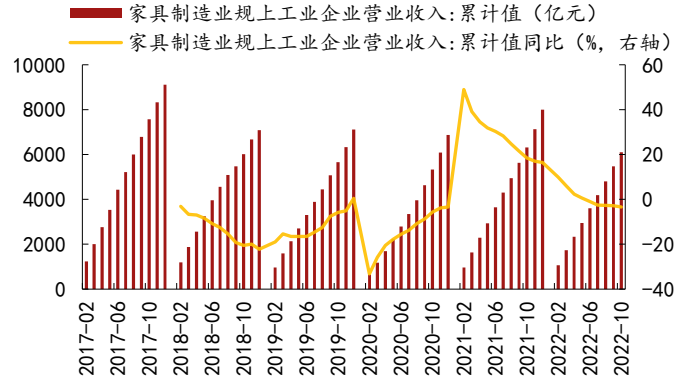
景气度与地产链高度相关，全屋定制新模式或将注入新活力。家居装饰饰面材料主要用于定制家具与室内装饰，需求受下游装修需求、家具制造需求影响。今年受累于地产链下行，下半年规模以上家具制造业企业营收有所下滑，但仍保持一定韧性。2022 年 8 月，工信部等四部门联合印发《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出深入推广家居产业新模式新业态，稳步提高全屋定制、场景化集成定制等个性化定制比例，新模式的推广或将为家居行业注入新活力。

图 29：2022 年商品房销售面积有所下行



资料来源：iFinD、招商证券

图 30：规模以上家具制造业企业营收相对稳健



资料来源：iFinD、招商证券

家居装饰饰面材料广泛应用于各类家具饰面，市场空间与家具行业规模强相关。为预测家居装饰饰面材料市场空间，做如下假设：（1）家具行业规模：采用规模以上家具制造业企业营收，并根据 2022M1-10 规模增速预测 2022 年全年规模增速，2023-2025 年预计缓慢回升，假设增速为 1%；（2）饰面材料占比：依据惯例，在板式家具中，板材（含饰面材料）成本占比约为 30%，进一步假设饰面材料在板材成本中占比 10%，故饰面材料在家具成本中占比约 3%。由此测算得 2022-2025 年家居装饰饰面材料每年市场空间为 230-240 亿元。

表 9: 测算家居装饰饰面材料 2022-2025 年市场空间为 230-240 亿元/年

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
家具行业规模 (亿元)	9112.6	7081.7	7117.2	6875.4	8004.6	7736.4	7813.8	7891.9	7970.9
yoy		-22.3%	0.5%	-3.4%	16.4%	-3.4%	1%	1%	1%
饰面材料占比	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
市场空间 (亿元)	273.4	212.5	213.5	206.3	240.1	232.1	234.4	236.8	239.1

资料来源: iFinD、招商证券

2、供给端：竞争格局较为分散，集中度有望提高

国内起步较晚，行业集中度有望提升。高分子复合材料在国外开发时间在上世纪 60 年代，我国在 80-90 年代开始陆续引进设备，但市场长期被技术领先的欧美企业占据。现阶段行业在长三角、珠三角地区形成众多中小企业，但拥有自主生产核心技术的企业仍较少。后期产业技术水平升级+板式定制家具制造业集中度提升有望推动行业格局优化。

表 10: 天安新材在家居装饰饰面材料行业的竞争对手大多为外资或合资企业

主要竞争对手	公司简介
南亚共和塑胶(南通)有限公司	成立于 2003 年，由日本凹版印刷工业株式会社、日本共和皮革株式会社及南亚塑胶工业(香港)有限公司合资经营。主要生产天花板、门板、壁材、橱、柜、桌、冰箱、洗衣机、音响器材等装饰材料。
广州雷诺丽特塑料有限公司	位于广州黄埔经济开发区，由德国雷诺丽特 (renolit) 集团投资设立。产品领域包括室内外装饰膜以及各种功能性薄膜。德国雷诺丽特集团成立于 1946 年，为世界领先的膜及膜加工设备制造集团。
好奇装饰材料(中国)有限公司	成立于 1997 年，位于江苏省苏州市，由世界著名企业美国好奇公司、台湾好奇公司和台湾长兴集团共同投资兴建。公司主要生产、经营各种高品质的表面装饰材料，广泛应用于家具、橱柜、门板、音响制品和其他建筑材料的表面装饰。
上海吉兴装饰材料有限公司	成立于 1997 年，生产各种半硬质与硬质 PVC、PP、PET、热转印膜、PMMA 等装饰薄膜，应用于模具门板、钢板门、家具、橱柜、音箱、家电产品、装潢、铝窗、电脑桌等领域。

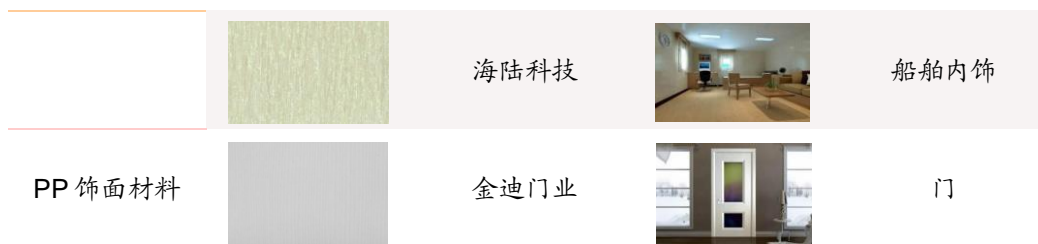
资料来源: 天安新材招股说明书、招商证券

3、天安新材：性能提升+应用领域拓宽，竞合中探索成长路径

专注提升产品性能，多年深耕拓宽应用领域。公司家居装饰饰面材料产品主要包括 PVC 饰面材料、PP 饰面材料、EBPP 装饰膜、PEF 类软质装饰产品等，产品通过包覆、真空吸塑等技术与基材成型，可应用于天花、吊顶、地面、墙体、柜体、门窗、厨卫、软装等全空间领域的表面装饰。公司现有战略合作客户包括：索菲亚、欧派、好莱客、尚品宅配、皮阿诺、志邦、tata 木门、江山欧派、3D 门业、美尔凯特、顶上吊顶、法师龙、万科等。

表 11: 天安新材家居装饰饰面材料产品广泛应用于全空间领域表面装饰

产品	示意图	合作客户	部分合作案例
PVC 饰面材料		索菲亚	 衣柜
		欧派	 橱柜
		好莱客	 家具

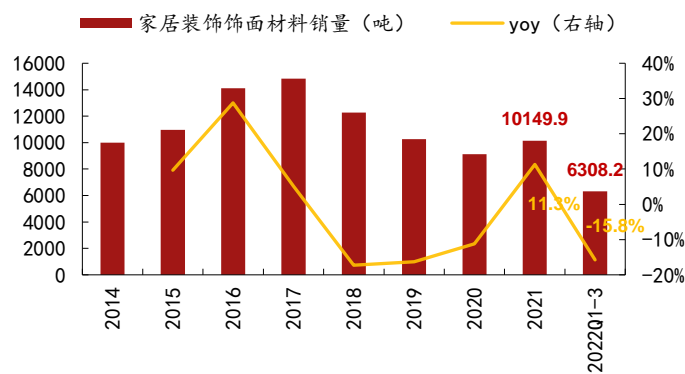
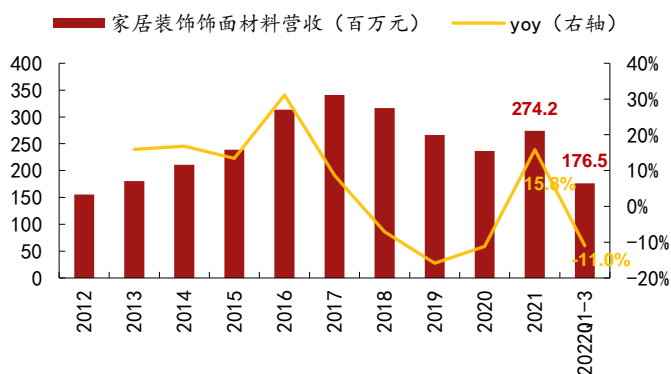


资料来源：天安新材招股说明书、招商证券

收入保持韧性，盈利能力较稳定。2021 年公司家居装饰饰面材料收入为 2.74 亿元，同比+15.8%；但 2022 年受地产链景气度筑底影响，2022Q1-3 收入为 1.77 亿元，同比-11.0%；从销量看，2021 年/2022Q1-3 家居装饰饰面材料销量分别为 10150 吨/6308 吨，同比+11.3%/-15.8%，与收入变化趋势一致。公司 2021 年家居装饰饰面材料毛利为 6798.6 万元，同比+5.4%，其中吨售价/吨成本/吨毛利分别为 2.70 万元/2.03 万元/0.67 万元，同比+4.04%/+7.55%/-5.35%，毛利率下滑 2.5pct 至 24.8%。后期随着产能释放增强规模效应，盈利能力有望进一步提升。

图 31：公司 2022Q1-3 家装饰面材料营收有所下滑

图 32：公司 2022Q1-3 家装饰面材料销量有所下滑

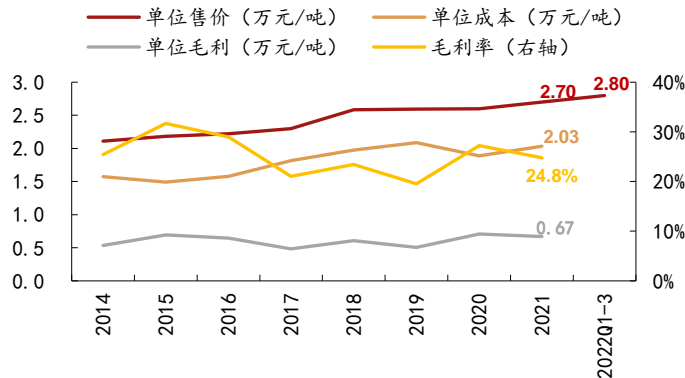
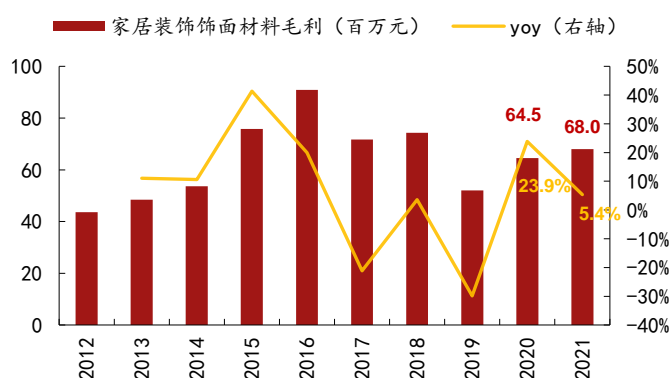


资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

图 33：公司 2021 年家居饰面材料毛利同比+5.4%

图 34：公司家装饰面材料单位毛利相对稳定

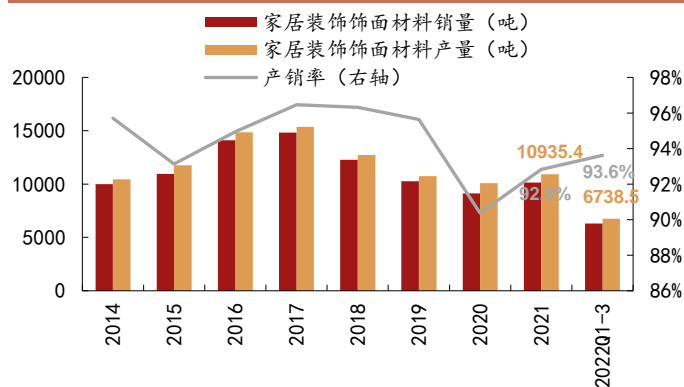


资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

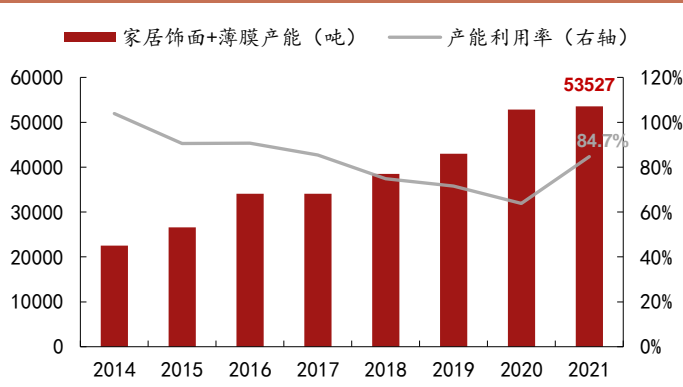
产销率维持较高水平，产能仍有释放空间。公司 2021 年/2022Q1-3 家居装饰饰面材料产量分别为 10935 吨/6739 吨，对应产销率分别为 92.8%/93.6%，公司产销率自 2014 年起始终维持在 90%以上。产能方面，公司 2021 年家居饰面材料+薄膜产能为 53527 吨，产能稳定扩张，2014-2021 年 CAGR 为 13.2%；公司 2021 年产能利用率为 84.7%，部分产能仍有待落地释放。

图 35: 公司产销率始终保持在 90%以上



资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

图 36: 公司家居饰面材料和薄膜产能持续扩张



资料来源: iFinD、公司公告、招商证券

(1) EBPP 膜具有专利壁垒, 产品性能优越

EBPP 膜制造技术先进, 具有专利壁垒。电子束 (EB) 固化是指在真空条件下利用低能电子射线辐照引发树脂涂层交联反应以固化涂层。EBPP 膜便是通过电子束 (EB) 固化技术制造的, 具备拉伸强度、硬度、耐刮性、耐污性等各方面性能优势。公司引进的 EB 机是国内少数已经实现 EB 固化技术工业化生产应用设备, 除提高产品性能外, 生产过程也具有低碳环保的特点。公司发明专利“电子束固化涂料、电子束固化涂层的制备方法以及应用”获得中国专利优秀奖, 也获得了国际 PCT 专利的日本和欧洲的发明专利授权, 科技创新成果“基于电子束辐照复合薄膜的研究和应用”达到“国际先进”水平, 国内外专利、同族专利的布局充分构筑 EBPP 膜技术壁垒。

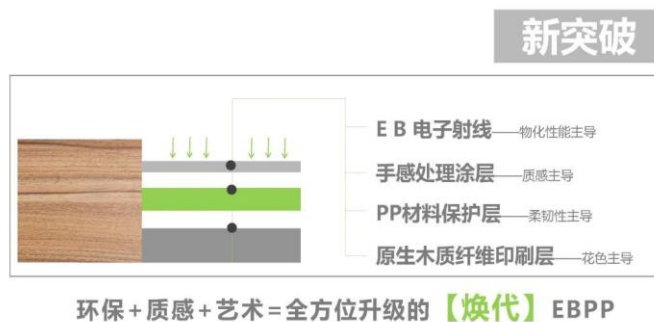
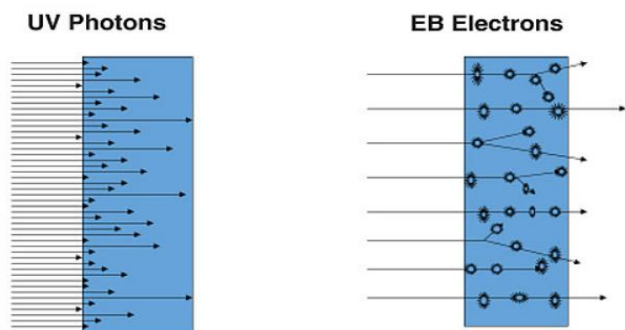
表 12: EB 固化技术相比其他固化技术在多方面性能上具有明显优势

固化技术	热固化	紫外光 (UV) 固化	电子束 (EB) 固化	备注
使用能耗	1	0.05	0.01	同等固化量参考
固化时间	数分钟至数天	3-5 秒	0.005 秒	同等固化量参考
热反应	有	有	无	有热反应的技术不适用热敏感基材, 无热反应对基材是隐形保护
环保性能	中低	高	超高	EB 固化为无溶剂工艺, 无与溶剂相关环保隐患, 且可消除 VOC
耐黄变性	中	低	超高	EB 固化不需要光引发剂等物质, 故耐黄变性能更好
耐用度	中	高	超高	EB 固化的涂层, 其涂料中化学物质形成一系列交联反应, 表面具有更强的耐化学性能、耐摩擦性能和耐候性。
热修复性	较低	较低	高	EB 固化后的划痕热修复能力强
美观度	中等	中高	超高	EB 固化技术无溶剂挥发, 固化膜均匀, 表面光洁, 色彩饱满
灵活性	较低	较低	高	EB 固化在反应过程中可控性强, 能微调出多种效果、品质的产品
固化效果	中	高	超高	EB 固化电子束不会随着涂层衰减, 固化效果均匀

资料来源: 公开资料整理、招商证券

图 37: EB 固化电子束不会随涂层衰减, 固化效果均匀

图 38: EBPP 膜兼具性能、环保、质感和艺术性



资料来源: uvebtech、招商证券

资料来源: 天安风采公众号、招商证券

EBPP 膜应用场景广泛，产品性能优越。EBPP 膜可应用于全屋家居，可与地板、墙板、门、吊顶等组合形成丰富的 SKU，且由于 EB 固化反应过程中可控性强，能微调出多种效果、品质的产品，也易于满足消费者个性化需求。品质方面，以饰面为 EBPP 膜的 EBPP 地板为例，具有环保安全、抗菌抗敏、高耐污性、防潮防湿和耐氨侵蚀等特点，其高品质能够为体质虚弱、易过敏人群提供宜居环境。

图 39: 以 EBPP 膜为饰面的地板具有优越性能



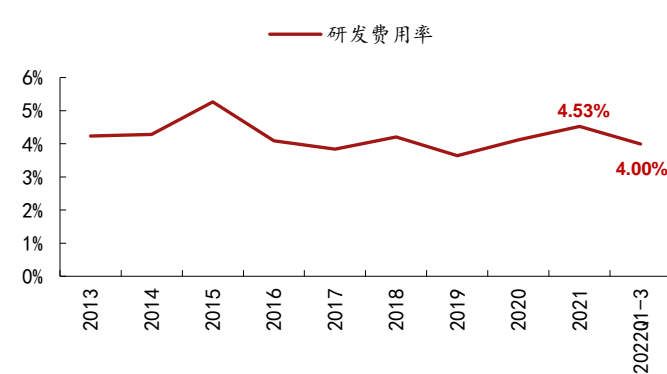
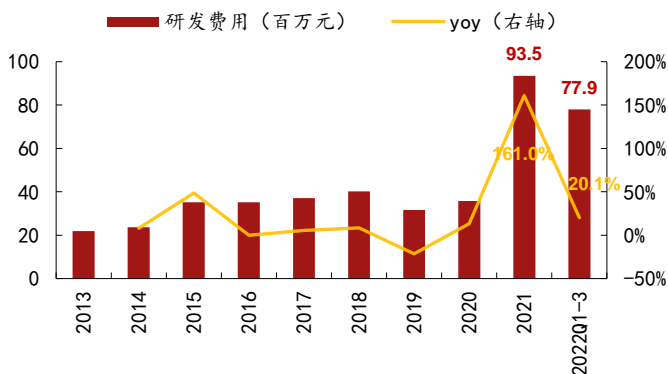
- 1、环保安全：超低甲醛释放量，EB 技术除 VOC
- 2、抗菌抗敏：包裹过敏原，抑制过敏物质活化
- 3、高耐污性：EB 膜表面致密，一抹即净
- 4、防潮防湿：耐水性强，吸水膨胀率为普通地板 1/7
- 5、耐氨侵蚀：防止儿童/宠物尿液对地板影响

资料来源：天安风采公众号、招商证券

高研发投入为先进技术后盾。公司 2021 年/2022Q1-3 研发费用分别为 9346.5 万元/7794.6 万元，同比 +161.0%/+20.1%，其中 2021 年研发费用高增主因并表了鹰牌陶瓷和瑞欣装材。公司 2021 年/2022Q1-3 研发费用率分别为 4.53%/4.00%，公司研发费用率基本维持在 4% 以上，彰显其对技术研发的重视程度较高。

图 40: 公司 2022Q1-3 研发费用同比+20.1%

图 41: 公司研发费用率基本维持在 4% 以上



资料来源：iFinD、公司公告、招商证券；注：2021 年研发费用骤增主因并表了鹰牌陶瓷和瑞欣装材

资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

(2) EBPP 产品提供“门墙柜一体化”优质解决方案

门墙柜一体化解决的是门、背景墙、墙板、橱柜、衣柜的整体设计需求，使整体空间色调、材质搭配协调统一，并充分利用墙地面空间，是当前整装家居的重要发展趋势。公司从背景墙和墙板入手，链接门和橱柜等供应商，通过同色定制交付赋能门墙柜一体化体系。

图 42: 应用 EBPP 材料的硅藻泥科技墙板性能优越

图 43: EBPP 产品可实现门墙柜一体化同色定制



资料来源：鹰牌改造家公众号、招商证券

资料来源：鹰牌改造家公众号、招商证券

从墙板入手切入“门墙柜一体化”，EBPP 产品保障功能性+美观性。传统“门墙柜一体化”解决方案的难点在于：若使用同一种材料以满足门、墙、柜的外观一致性，就难以满足各自应用场景的功能需求；而公司的 EBPP 产品在门墙柜一体化方面具有独特优势：在美观性方面，EBPP 膜可使墙板的饰面效果与同材质的门和柜保持高度统一，实现同色同纹理；在功能性方面，由于 EBPP 膜可与多种基材结合，因此在设计上无需顾虑基材对外观的影响，从而保障功能性。

四、瑞欣装材：环保+快装直击工装痛点，防火板材竞争力突出

1、收购瑞欣扩大业务版图，业绩承诺强激励促高质量经营

瑞欣是主打市政类项目高端耐火板品牌。浙江瑞欣装饰材料有限公司成立于 1996 年，是国内最早的耐火板生产企业，也是最大的高端耐火板品牌之一。瑞欣是国内防火板行业的领导者，其产品主要应用在医院、老旧社区局部旧改等市政类项目，而国内主要竞争对手富美家（美国）和爱克·威盛亚（日本）的防火板主要应用于家装和酒店等。

表 13：瑞欣入选多个 2022 年防火板十大品牌榜，为防火板材生产第一梯队企业

排名	品牌网-2022 年防火板十大品牌	买购网-2022 防火板十大品牌	乐评品牌网-2022 防火板十大品牌
1	西德板	富美家	富美家
2	威盛亚	威盛亚	威盛亚
3	盟禾	永威安防	西德板
4	雅美家	爱克	松耐特
5	松耐特	西德板	爱克
6	富美家	松耐特	盛港
7	盛港	雅美家	瑞欣
8	瑞欣	盟禾	HOPEWELL
9	爱克	威德达	新垄
10	新垄	瑞欣	永威

资料来源：品牌网、买购网、乐评品牌网、招商证券

完成瑞欣装材 90% 股权收购，将防火板材纳入业务版图。公司分别于 2021/4/15 和 2022/8/9 公示完成对瑞欣装材 60%/30% 股权的过户登记，现合计持股 90%；根据公司 2021/3/16 发布的收购公告，剩余 10% 股权将于 2024/5/31 前完成收购。公司收购瑞欣有三大利好：（1）拓展产品品类，实现产品协同。将瑞欣的防火板材纳入自身业务版图，既可拓宽产品品类，又可将自身饰面材料应用于瑞欣的产品，实现业务之间的协同共赢；（2）实现客户资源协同。瑞欣与公司产品下游客户存在交集，可在客户资源上实现协同；（3）提升盈利能力。公司以业绩承诺和业绩奖励激励瑞欣保持经营质量，交易对方承诺 2021-2023 年净利润分别为 2100 万元/2300 万元/2500 万元，若未达业绩承诺需向公司补偿，超过承诺业绩的 10% 则会有奖励，此举可降低公司盈利波动风险、激励瑞欣管理层提高业绩。

图 44：公司以业绩承诺补偿/奖励敦促瑞欣装材保持经营质量

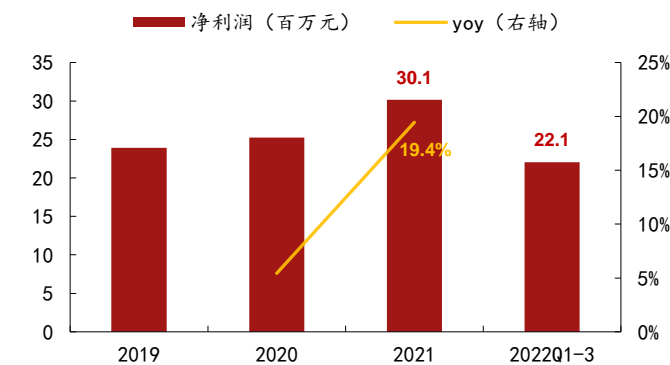
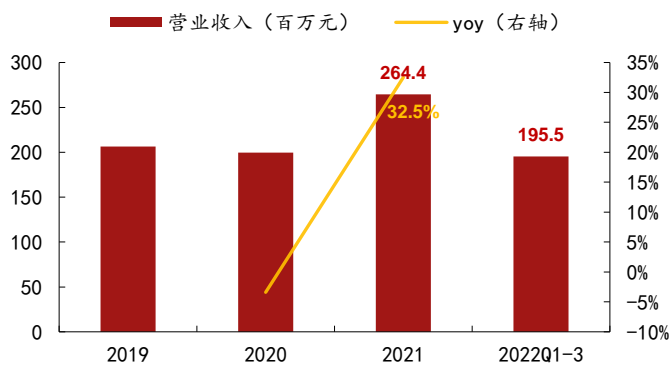
甲方： 天安新材 标的： 瑞欣装材	{ <ul style="list-style-type: none"> 第一次收购（60% 股权）：2021/4/15 公示完成过户登记 第二次收购（30% 股权）：2022/8/9 公示完成过户登记 第三次收购（10% 股权）：按协议应于 2024/5/31 前完成 	乙方： <ul style="list-style-type: none"> 曹春清（瑞欣董事长兼总经理） 郭瑛（瑞欣董事兼副总经理） 其余 9 名自然人（当前未在公司任职） 							
		业绩承诺	乙方向甲方补偿 = (1 - 累计实现净利润 / 累计承诺净利润) × 已收购股权的对价总和						
		<table border="1"> <tr> <th>年份</th> <th>承诺净利润</th> </tr> <tr> <td>2021 年</td> <td>2100 万元</td> </tr> <tr> <td>2022 年</td> <td>2300 万元</td> </tr> <tr> <td>2023 年</td> <td>2500 万元</td> </tr> </table>	年份	承诺净利润	2021 年	2100 万元	2022 年	2300 万元	2023 年
年份	承诺净利润								
2021 年	2100 万元								
2022 年	2300 万元								
2023 年	2500 万元								

资料来源：公司公告、招商证券

收入利润稳健增长，现金流水平优异。瑞欣装材 2021 年/2022Q1-3 营业收入分别为 2.64 亿元/1.96 亿元，2021 年同比+32.5%。利润方面，瑞欣装材 2021 年实现净利润 3013.29 万元，同比+19.4%，达承诺净利润的 143%，可解锁 2021 年业绩奖励条件；2022Q1-3 实现净利润 2205.36 万元，达 2022 年承诺净利润的 96%。现金流方面，公司始终维持优异的现金流水平，净现比基本维持在 90%以上，回款质量极高。

图 45: 瑞欣装材 2022Q1-3 营业收入为 1.96 亿元

图 46: 瑞欣装材 2022Q1-3 净利润为 2205.36 万元

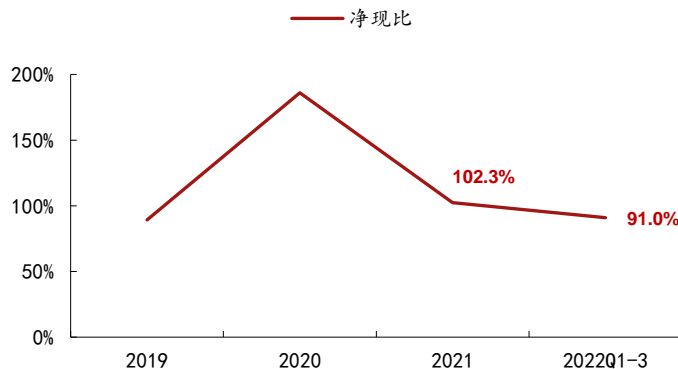
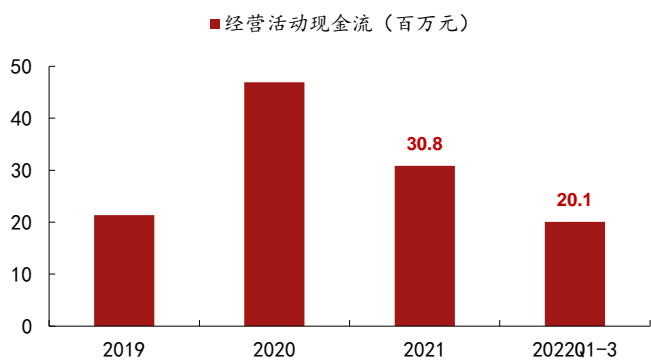


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 47: 瑞欣装材经营活动现金流维持较高水平

图 48: 瑞欣装材净现比基本维持在 90%以上






资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

2、丰富品类满足多场景应用需求，优越性能直击公装痛点

防火板材品类丰富，应用场景广阔。瑞欣装材防火板材产品包括防火板（HPL）、超柔美耐板、抗菌不燃板、除臭不燃板等，产品除防火性能外，还具备抗菌、除臭、防辐射等进阶性能，应用场景可覆盖室内外。

表 14: 瑞欣装材防火板材产品 SKU 丰富，能够满足不同场景应用需求

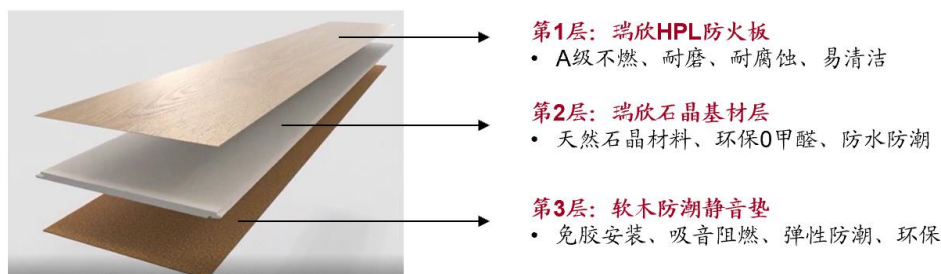
产品	特点	应用场景	应用案例
防火板（HPL）	强装饰性：有 500+种丰富色彩和创意图案、45+种不同质感的表面肌理；25+种不同性能级别	室内家具、橱柜、门面、隔断、墙面、包柱等	 上海嘉会国际医院（墙面）
超柔美耐板	可塑造异型、曲面、直角等形状；加工便捷，可满足个性化定制	适用于弯曲面板及包覆线条	 时代地产（门面、装饰线条）
抗菌不燃板	内附银离子抗菌剂，具有长效抗菌功效；易清洁；施工便利	人群密集场所：商场、办公楼、学校、医院、住宅、机场等	 上海程十发美术馆（墙面、天花）

产品	特点	应用场景	应用案例
除臭不燃板	表面产生的负离子可改善室内空气环境、 <u>净醛除臭</u>	对环保和防火等级要求较高区域：卫生间、吸烟室等	 (示意图)
磁力不燃板	在抗菌不燃板的基础上， <u>具吸磁效果和书写功能</u>	可作为书写板和投影布幕	 (示意图)
瑞欣免漆木皮	<u>直接粘贴、施工简单；无需上漆、无油漆味、更环保</u>	高端酒店、住宅等空间的墙面及家具表面装饰	 希尔顿欢朋酒店（客房桌面、柜面等）
英耐特	高强度、耐撞击；可拆卸、易维修清洁	商业及其它公共场所中的隔断、墙面及各种家具和台面材料	 上海东方纯一大厦（卫生间门面、隔断）
HPL 快装地板	锁扣式设计，可实现一人速装	-	 (示意图)
户外板	兼具耐候耐刮性	户外休闲家具、入户门、外立面、阳台及栏杆、阳台隔断墙、阳台地板等	 (示意图)

资料来源：瑞欣装材官网、瑞欣装材产品手册、招商证券

瑞欣产品优越性能直击公装痛点。公装领域痛点主要为装修有甲醛、异味大、噪音大，因此装修期间需要停业，装修完成后也需要停业去甲醛、散味。而瑞欣产品性能可针对性地解决上述问题：(1) 环保等级高。根据《民用建筑工程室内环境污染控制标准》（GB50325-2020），I类和II类民用建筑工程甲醛浓度限量分别为0.07mg/立方米和0.08mg/立方米，而瑞欣大多产品为E₀级甲醛释放限量等级，即甲醛释放量不高于0.05mg/立方米，低于前述标准；(2) 无异味。以瑞欣免漆木皮为例，可直接粘贴、无需上漆，因此不存在油漆异味；(3) 噪音小、安装快。瑞欣产品大多具有便于安装的特点，如HPL快装地板为锁扣式设计，可在施工现场迅速拼装完成，从而减少传统安装过程中产生的噪音。综上，瑞欣产品可使医院、养老院、幼儿园及其他商业场所实现边营业边装修，最大程度上减少停业带来的损失。

图 49：瑞欣 HPL 快装地板具有免胶安装、环保、吸音等特点



资料来源：瑞欣装材官网、招商证券

五、鹰牌陶瓷：品牌渠道赋能瑞欣、天安，开拓泛家居领域

完成鹰牌陶瓷收购，开启携手共进新篇章。公司于2021/9/2公示完成鹰牌陶瓷66%股权的过户登记，鹰牌的建筑陶瓷业务于2021年8月起并表。鹰牌陶瓷在建筑陶瓷行业深耕四十余年，拥有鹰牌、鹰牌2086、华鹏三大知名陶瓷

品牌。近年来随着市场竞争日益激烈、行业洗牌整合压力加剧，鹰牌国企体制下的管理体系越来越难以适应发展，因此地方政府积极推动鹰牌混改。公司收购鹰牌后，通过调整激励机制、人才任命、责权划分、业务模式、战略定位等措施，多方面推动公司改革，大大提升了鹰牌陶瓷的活力。未来公司将从渠道、品牌、产品、生产等多方面与鹰牌深度合作、相互赋能，推动泛家居领域产业布局。

图 50: 公司收购鹰牌集团旗下四家鹰牌陶瓷主体各 66% 股权

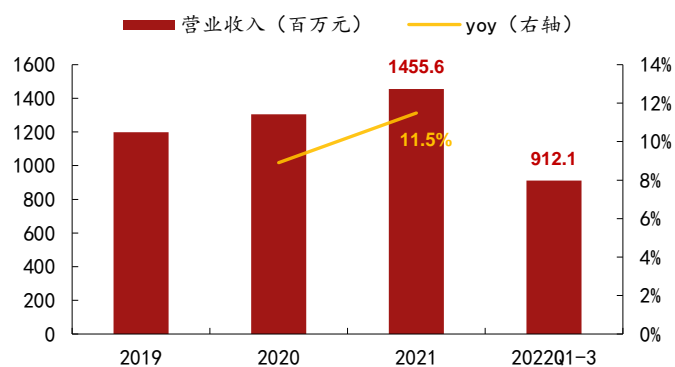


资料来源：公司公告、公开资料整理、招商证券

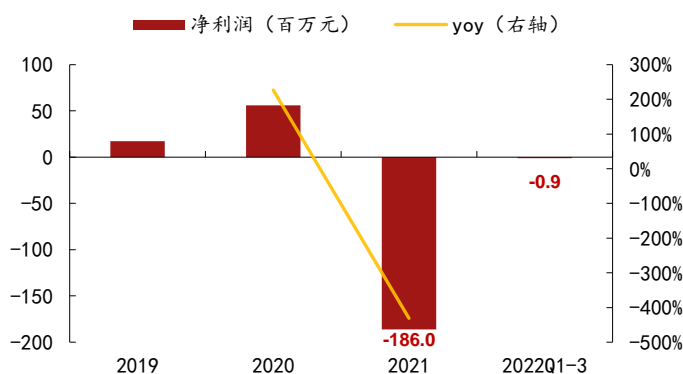
收入增长稳健，利润边际改善。鹰牌陶瓷 2021 年/2022Q1-3 营业收入分别为 14.56 亿元/9.12 亿元，2021 年营收同比+11.5%，维持增长态势。利润端受恒大等客户信用减值影响，2021 年净利润亏损 1.86 亿元。2022Q1-Q3 进一步提高中南集团、绿地集团等房地产客户的坏账准备计提比例，但净利润基本扭亏，为 -92.13 万元。随着坏账风险逐步出清，鹰牌陶瓷盈利能力有望恢复。

图 51: 鹰牌陶瓷营业收入增长稳健

图 52: 鹰牌陶瓷 2022Q1-3 净利润基本扭亏



资料来源：公司公告、招商证券



资料来源：公司公告、招商证券

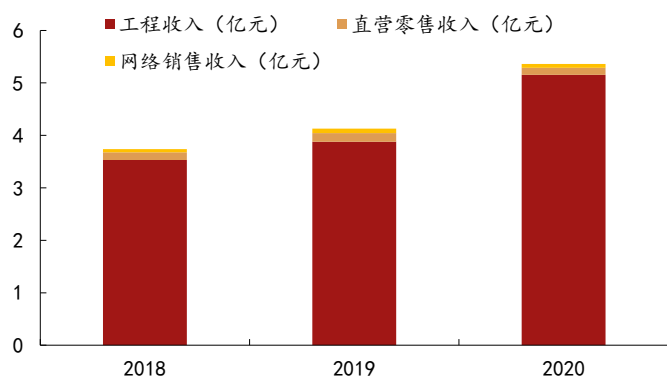
1、鹰牌赋能渠道&品牌，轻资产模式轻装上阵

(1) 渠道：经销网络成熟，打开终端消费市场

直销+经销双轮驱动，经销为主要销售渠道。鹰牌陶瓷采用直销与经销相结合的销售模式，直销渠道收入来自工程客户、直营零售和网络销售，其中工程收入为直销渠道收入主体，2018-2020 年占比保持在 94% 以上，主要工程客户包括龙光集团、中南建设集团、中梁地产集团等；经销渠道通过经销商进行销售。不同渠道结算模式存在差异，直销工程客户按照合同约定的信用期付款；直营零售客户一般采取先款后货；网络销售采取货到客户确认收款或网络

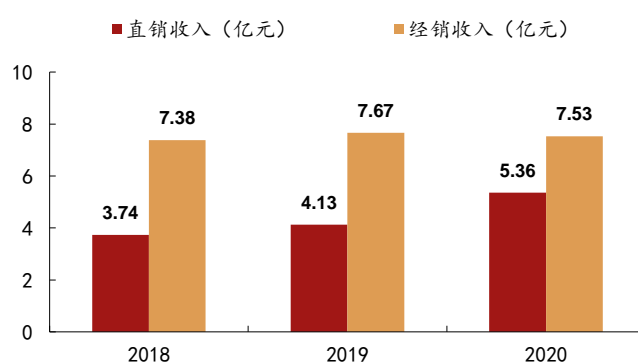
平台代收并与公司月结；经销商通常实行款到发货，特定情形下会视情况授予选定经销商信用期。2018-2020年，由于精装修带动地产集采规模增长，公司直销经销比由约 1:2 上升至约 1:1.5，2020 年公司直销/经销收入分别为 5.36 亿元/7.53 亿元，占总收入 41.59%/58.41%，经销仍为公司主要销售渠道。2022 年以来，公司为应对地产链风险敞口，逐步收紧房地产客户信用政策、严控应收款项规模，并积极拓展经销商渠道，经销收入占比料将进一步提升。

图 53: 鹰牌陶瓷直销渠道中以工程收入占主



资料来源：公司公告、招商证券

图 54: 鹰牌陶瓷销售渠道以经销为主



资料来源：公司公告、招商证券

表 15: 鹰牌陶瓷 2020 年前五大客户中工程客户占比有所提升

前五大客户 销售收入占比	2019年		2020年	
	客户名称	占比	客户名称	占比
1	龙光集团	6.88%	龙光集团	9.79%
2	佛山石湾华鹏陶瓷有限公司及其关联方	4.02%	中南建设集团	2.56%
3	广州市鹰牌陶瓷有限公司	2.26%	宁波齐采联建材有限公司	2.54%
4	北京宏飞天诚贸易有限公司	1.61%	中建四局第一建筑工程有限公司	1.54%
5	恒大材料	1.38%	中梁地产集团	1.48%
	合计	16.16%	合计	17.90%

资料来源：公司公告、招商证券

经销商数量有序增长，销售网络密度与质量并进。截至 2022H1，鹰牌陶瓷有 1248 家经销商、1213 家门店，门店面积达 30 万平方米，经销商和门店数量分别较 2019 年增加 398 家和 483 家，经销网络密度大幅提升。此外，天安新材收购鹰牌陶瓷后，通过重新规划、定位与整合，推出鹰牌墙地专家、鹰牌改造家、鹰牌生活馆三大店态，引流终端消费市场。其中，鹰牌墙地专家主要来自原有的经销商展厅升级改造+新的经销商加盟，截至 2022/11/08 已完成约 130 家展厅的升级改造。在 2022 年 11 月鹰牌墙地专家秋冬季招商中，鹰牌陶瓷提出了装店超额政策、最高 1500 元/平米装修补贴、装店支持、终端培训、广告支持、营销帮扶等福利政策，多方面为经销商赋能，经销网络质量有望同步提升。

表 16: 持续发力经销商培育，经销渠道拓展卓有成效

	2019年	2020年	2021年	2022H1
经销商数量 (家)	850	1038	1227	1248
门店数量 (家)	730	1101	1259	1213
门店面积 (万平方米)	21.76	27.9	30+	30

资料来源：公司公告、招商证券；注：门店包括直营门店和经销商门店，但直营门店截至 2021 年 H1 仅 3 家

图 55: 华南和华东地区为鹰牌陶瓷两大经销商大本营

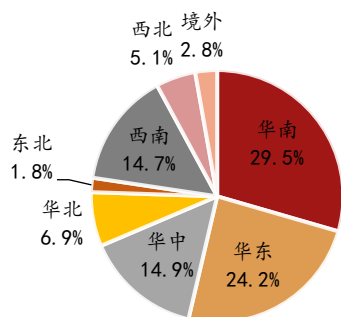
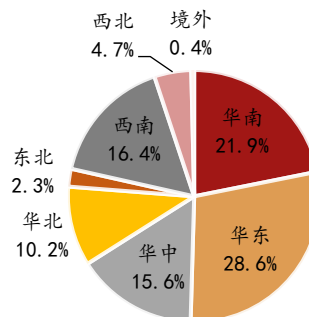


图 56: 鹰牌陶瓷在华东地区展厅数量最多



资料来源: 公司公告、招商证券; 注: 截至 2021 年 6 月

资料来源: 公司公告、招商证券; 注: 截至 2021 年 6 月

表 17: 全新战略布局下, 鹰牌陶瓷以三大店态引流终端消费市场

	鹰牌墙地专家	鹰牌改造家	鹰牌生活馆
业务	背景墙、护墙板、地板、建筑陶瓷等产品的展示与销售	精装房升级优化与旧房改造, 采用装配式整装实现 48 小时环保焕新交付	整合墙地系统、门墙柜同色定制系统、软装系统、智能系统, 提供装配式健康环保的家居功能空间系统解决方案
优势	产品品类齐全、性能优越、性价比高	解决翻新时间长、噪音大、污染重等问题	WELL 健康建筑标准、硬装+软装全套解决方案
现状	截至 2022/11/08, 已完成约 130 家展厅的升级改造	有 2 家直营店, 主要满足周边老旧小区得快装需求	22 年 5 月开放
服务	由经销商提供	公司提供设计师和装修服务	公司提供设计师和装修服务
定位	-	以中低端市场为主	定位中高端市场
展示			

资料来源: 公司公告、公开资料整理、招商证券

(2) 品牌: 多年积淀享誉不断, 品牌力持续提升

四十八年品牌积淀, 高知名度享誉不断。意大利博洛尼亚展为世界上最大、最专业的陶瓷展会, 鹰牌陶瓷自 1998 年首次参展、打破博洛尼亚展无中国企业参展的局面以来, 连续 23 年代表中国出征, 充分彰显鹰牌恒久的品牌影响力。在中国建筑装饰协会和中国陶瓷网主办的中国建筑卫生陶瓷十大品牌榜上, 鹰牌也多次取得陶瓷十大品牌、瓷砖十大品牌、设计师推荐品牌、消费者喜爱十大品牌等荣誉。此外, 鹰牌陶瓷 2019-2020 年两次斩获中国陶瓷杰出品牌贡献奖, 荣膺 2022 年十大陶瓷品牌、2022 年陶瓷领军品牌等荣誉, 品牌知名度与美誉度不断积淀提升。

表 18: 鹰牌陶瓷在中国建筑卫生陶瓷十大品牌榜上多次获奖

中国建筑卫生陶瓷十大品牌榜	获奖年份
陶瓷十大品牌	2011/2012/2013/2020
瓷砖十大品牌	2021
设计师推荐品牌 TOP10	2020/2021/2022
消费者喜爱十大品牌	2021
抛光砖十大品牌	2011/2012
微晶石十大品牌	2012/2013
现代砖十大品牌	2020/2021/2022 (鹰牌 2086)
单品冠军品牌 TOP10	2021 (华鹏)

资料来源: 中国陶瓷网、招商证券

图 57: 鹰牌 2021 年携“流光幻影”亮相博洛尼亚展



资料来源: 陶城报、招商证券

图 58: 鹰牌陶瓷荣誉不断, 持续提升品牌影响力



资料来源: 公开资料整理、招商证券

(3) 产品: 覆盖有釉砖和无釉砖, 有釉砖为主导产品

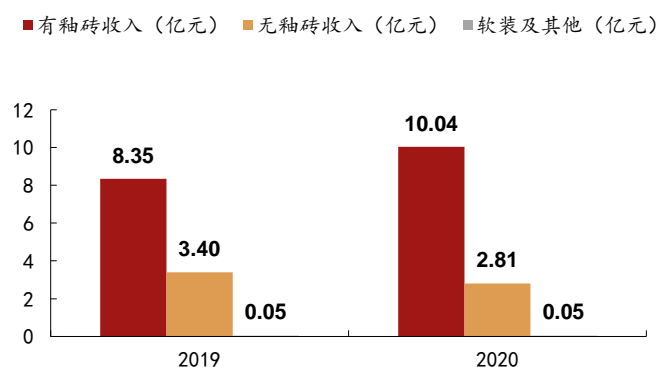
鹰牌陶瓷产品覆盖有釉砖和无釉砖, 有釉砖为主导产品。有釉砖表面上釉, 色彩图案较为丰富, 装饰属性较强; 无釉砖表面不上釉, 耐磨性更强。鹰牌 2086 主推的现代砖也属于有釉砖。从收入结构看, 鹰牌陶瓷 2020 年有釉砖/无釉砖收入分别为 10.04 亿元/2.81 亿元, 占总收入 77.83%/21.82%, 较 2019 年+7.05pct/-6.99pct。从销量结构看, 鹰牌陶瓷 2020 年有釉砖/无釉砖销量分别为 2584.24 万方/776.21 万方, 有釉砖销量约为无釉砖的 3 倍。

表 19: 鹰牌陶瓷产品主要分为有釉砖和无釉砖两大类

分类	特点	应用场景	品类	示例
有釉砖	表面上釉, 色彩图案丰富; 莫氏硬度在 4.5-5 度之间	由于装饰属性更强, 广泛用于卫生间、厨房等	抛釉砖、仿古砖、微晶石等	
无釉砖	表面不上釉; 莫氏硬度约为 5.5 度, 耐磨性更强	由于耐磨性更强, 广泛用于大厅、过道、室外走道等地面	抛光砖、通体砖等	

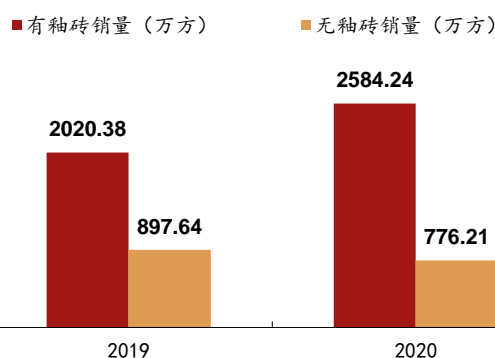
资料来源: 公开资料整理、公司公告、招商证券

图 59: 公司营业收入主要来自有釉砖



资料来源: 公司公告、招商证券

图 60: 公司有釉砖销量约为无釉砖的 3 倍



资料来源: 公司公告、招商证券

(4) 产能: 行业低景气度下, 轻资产模式优势突显

OEM 模式为主、自产为辅, 轻资产模式轻装上阵。鹰牌陶瓷是行业内少见的以 OEM 模式为主、自身产能较少的企业。2020 年有釉砖自产产量/OEM 采购量分别为 208.11 万方/2427.88 万方, OEM 占比为 92.11%; 无釉砖自产产量/OEM 采购量为 508.30 万方/222.75 万方, OEM 占比为 30.47%。公司少数自有产能主要集中在无釉砖, 叠加无

釉砖销量远小于有釉砖，因此无釉砖的 OEM 占比相对较低。

表 20: 鹰牌陶瓷有釉砖 OEM 采购量远大于自产产量

单位: 万方	有釉砖		无釉砖	
	2019	2020	2019	2020
销量	2020.38	2584.24	897.64	776.21
自产产能	67.06	274.65	592.55	578.07
自产产量	58.66	208.11	545.47	508.30
产能利用率	87.46%	75.77%	92.05%	87.93%
OEM 采购量	1942.49	2427.88	217.35	222.75
OEM 占比	97.07%	92.11%	28.49%	30.47%
产销率	100.96%	98.04%	117.67%	106.18%

资料来源: 公司公告、招商证券; 注: OEM 占比=OEM 采购量/(OEM 采购量+自产产量); 产销率=销量/(自产产量+OEM 采购量)

OEM 模式在行业低景气度下优势凸显。OEM 模式的优势为减少固定资产投资成本、资产折旧和人工成本，但常被诟病的是产品品控问题。今年受下游需求筑底+能源价格高位影响，大量陶瓷产线长期停窑，据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2022 年整个上半年未曾复产过的生产线超 500 条。在停窑期间，生产线仍需计提折旧、支付工人基本工资等（成本约 300 万/条），因此 OEM 模式可以缓解公司成本压力。另一方面，鹰牌陶瓷会向 OEM 厂商提供标准板，确定产品效果、纹理等工艺参数要求，明确产品的具体质量标准，因此可以在最大程度上提高产品品控，保障产品质量。

2、品类多元化，一站式采购拓展市场

鹰牌为 C 端入口，与天安、瑞欣相互赋能。天安产品下游客户以汽车产业链配套厂商、定制家居龙头企业等为主，销售渠道均为 ToB，2018 年天安设立子公司天安集成，意图通过供应链资源整合为消费者提供整装解决方案，迈出了 ToC 端探索的第一步。瑞欣装材下游客户同样以 B 端为主。鹰牌陶瓷成熟的经销渠道与天安、瑞欣相互赋能：对天安和瑞欣而言，其优质产品如护墙板、柜体、地板等植入鹰牌陶瓷终端门店，销售渠道得以拓宽；对鹰牌而言，亦可拓宽门店产品品类，逐步实现从建筑陶瓷品牌向泛家居领域消费品牌的转型。三者相互赋能有望推动场景化整装需求，进而带动客单值和坪效。

表 21: 鹰牌+天安+瑞欣，多元化品类打造一站式采购

类别	产品
地	EBPP 地板、HPL 石晶地板、HPL 防火地板、SPC 石塑地板、瓷砖
墙	硅藻泥科技墙板、背景墙（科技板+长城板）、瓷砖
门	金属平板铝合金门、金属插板铝合金门、金属极窄铝合金门、金属无边框隐形门（均可用 EBPP 饰面）
柜	定制柜（E0 绿色环保板材）

资料来源: 京东、招商证券

六、投资建议

天安新材为国内优质的饰面材料供应商，在汽车内饰饰面材料和家居装饰饰面材料领域获得客户高认可度；2021 年公司收购瑞欣装材、鹰牌陶瓷，实现产品线多元化拓展和 C 端渠道完善，通过鹰牌的品牌和渠道赋能其他优质产品，从而进军泛家居产业链，并有望打开工装、家装（整装）市场，获得成长动能。公司拟以 6.13 元/股的发行价向实控人定向增发不低于 800 万股（含）且不超过 1300 万股（含）公司股份，计划募资不低于 4904 万元（含）且不超过 7969 万元（含），扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于补充流动资金，有利于公司继续开拓前沿技术、保持良性发展。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.17 元、0.41 元、0.50 元，对应 PE 分别为 42.9x、17.3x、14.3x，首次覆盖，给予“增持”评级。

基本假设:

- 1) 考虑到 2022 年初至今 PVC 市场均价同比 2021 年下滑约 20%，预计薄膜、人造革业务毛利率同比改善；
- 2) 今年汽车景气度较高，公司汽饰材料订单向好，收入维持稳健增长，规模效应增强，PVC 成本下降，但考虑面对下游溢价能力有限，预计毛利率略增；
- 3) 家居装饰饰面材料业务整体受地产链下行影响较大，订单或将有所下滑，规模效应减弱，预计毛利率略降，看好 2023 年房地产链条修复；
- 4) 瓷砖业务方面，今年瓷砖产业同样受到地产下滑+LNG 成本上行冲击，同时鹰牌仍处在渠道建设阶段，成本与费用投入相对较大，预计收入增速下滑，但考虑鹰牌 21M8 开始并表，22 年并表收入料将大增；考虑鹰牌采用轻资产模式，行业低景气度下 OEM 报价下降，OEM 成本降低，判断整体毛利率持稳；
- 5) 瑞欣防火板产品和品牌力俱佳，海外订单较充足且对下游议价能力较强，预计 2022 年收入维持增长、毛利率略增，明年公司有望切入医疗工装领域，带来订单释放；
- 6) 当前房地产政策端利好频出，预计明年在低基数效应和品牌/渠道/客户协同效应下，公司家居饰面材料、建筑陶瓷等地产链相关业务收入增速有望改善；
- 7) 由于房地产经营环境向好，暂未考虑可能进一步计提减值损失的影响。

表 22: 天安新材收入结构拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计收入 (百万元)	869	2065	2680	3223	3734
薄膜	250	424	402	443	478
汽车内饰饰面材料	296	350	420	546	683
家居装饰饰面材料	237	274	241	290	333
建筑陶瓷	-	653	1237	1485	1707
防火板材	-	214	246	295	339
人造革	75	115	92	120	144
其他业务	11	34	41	45	50
收入增长率	1.5%	137.5%	29.8%	20.3%	15.9%
薄膜	16.2%	69.6%	-5.0%	10.0%	8.0%
汽车内饰饰面材料	-7.3%	18.2%	20.0%	30.0%	25.0%
家居装饰饰面材料	-11.1%	15.8%	-12.0%	20.0%	15.0%
建筑陶瓷	-	-	89.4%	20.0%	15.0%
防火板材	-	-	15.0%	20.0%	15.0%
人造革	34.3%	53.9%	-20.0%	30.0%	20.0%
其他业务	-	198.9%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	23.0%	22.0%	23.5%	24.0%	24.1%
薄膜	14.5%	9.4%	9.9%	9.9%	9.9%
汽车内饰饰面材料	30.6%	25.3%	26.3%	26.3%	26.3%
家居装饰饰面材料	27.3%	24.8%	22.8%	23.3%	23.3%
建筑陶瓷	-	26.1%	26.1%	26.6%	26.6%
防火板材	-	30.4%	31.4%	31.9%	31.9%
人造革	4.5%	6.4%	7.4%	7.4%	7.4%
其他业务	46.4%	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%

资料来源: iFinD、招商证券

表 23: 天安新材盈利预测简表

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	869	2065	2680	3223	3734
同比增长	0%	138%	30%	20%	16%
营业利润(百万元)	39	-115	40	103	125
同比增长	-5058%	-399%	-135%	159%	21%
归母净利润(百万元)	38	-58	34	85	103
同比增长	489%	-251%	-160%	148%	21%
每股收益(元)	0.18	-0.28	0.17	0.41	0.5
P/E(倍)	38.5	-25.6	42.9	17.3	14.3
P/B(倍)	1.8	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: iFinD、招商证券

七、风险提示

- 1) 原材料价格上涨:** 2021 年树脂粉成本占公司原材料成本的 56%，而树脂粉价格与 PVC 价格高度相关，若 PVC 等原材料价格上涨，会对公司毛利产生不利影响。
- 2) 地产投资增速大幅下滑:** 随着公司并购瓷砖资产和加码下游家居领域业务，若地产投资大幅下滑，会影响公司新业务拓展。
- 3) 汽车销量大幅下滑:** 公司主业膜类产品主要用于汽车内饰饰面材料，若国内汽车销量大幅下滑，会影响公司该业务订单。
- 4) 渠道开拓进度不及预期:** 公司天安和瑞欣的产品力优异，并购鹰牌后发力 C 端渠道开拓，若渠道开拓进度不及预期，将阻碍公司产品在 C 端市场的渗透。
- 5) 鹰牌和瑞欣与公司协同效果不及预期:** 公司 2021 年并购鹰牌和瑞欣，若协同效果不及预期，会对公司业务进展产生不利影响。
- 6) 资产减值计提风险:** 考虑应收账款账龄与房地产客户回款情况，或有进一步计提资产减值损失的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	844	1687	1957	2349	2705
现金	276	344	261	313	348
交易性投资	30	0	0	0	0
应收票据	20	108	140	169	196
应收款项	262	602	756	909	1054
其它应收款	5	55	72	87	100
存货	161	461	577	690	798
其他	89	117	151	181	210
非流动资产	631	1366	1476	1574	1661
长期股权投资	24	25	25	25	25
固定资产	500	674	834	977	1105
无形资产商誉	40	452	406	366	329
其他	66	216	210	205	202
资产总计	1474	3053	3433	3922	4366
流动负债	602	1783	2128	2538	2899
短期借款	434	716	951	1188	1383
应付账款	123	432	550	658	761
预收账款	3	259	330	395	457
其他	43	375	296	298	299
长期负债	49	441	441	441	441
长期借款	0	321	321	321	321
其他	49	120	120	120	120
负债合计	651	2223	2569	2979	3340
股本	205	209	208	208	208
资本公积金	364	281	281	281	281
留存收益	253	174	208	283	361
少数股东权益	2	166	167	172	177
归属于母公司所有者	822	664	697	772	849
负债及权益合计	1474	3053	3433	3922	4366

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	66	293	56	129	185
净利润	37	(97)	36	90	108
折旧摊销	48	77	125	137	148
财务费用	17	42	69	81	94
投资收益	(6)	(7)	(15)	(16)	(13)
营运资金变动	(29)	304	(170)	(173)	(162)
其它	(2)	(26)	11	11	10
投资活动现金流	(31)	(585)	(223)	(222)	(225)
资本支出	(32)	(63)	(238)	(238)	(238)
其他投资	1	(522)	15	16	13
筹资活动现金流	154	305	84	145	75
借款变动	155	398	155	237	195
普通股增加	0	4	(2)	0	0
资本公积增加	0	(83)	0	0	0
股利分配	(21)	(21)	0	(10)	(26)
其他	19	6	(69)	(81)	(94)
现金净增加额	189	12	(83)	52	35

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	869	2065	2680	3223	3734
营业成本	669	1610	2050	2451	2835
营业税金及附加	8	13	17	20	23
营业费用	56	135	181	217	250
管理费用	61	152	193	232	265
研发费用	36	93	108	130	150
财务费用	18	39	69	81	94
资产减值损失	(7)	(145)	(39)	(6)	(6)
公允价值变动收	3	(11)	(2)	(3)	(5)
其他收益	15	11	12	13	12
投资收益	6	7	5	6	6
营业利润	39	(115)	40	103	125
营业外收入	1	2	3	2	2
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	39	(115)	42	104	126
所得税	2	(18)	5	14	18
少数股东损益	(1)	(39)	2	4	5
归属于母公司净利	38	(58)	34	85	103

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	0%	138%	30%	20%	16%
营业利润	-5058%	-399%	-135%	159%	21%
归母净利润	489%	-251%	-160%	148%	21%
获利能力					
毛利率	23.0%	22.0%	23.5%	24.0%	24.1%
净利率	4.4%	-2.8%	1.3%	2.6%	2.8%
ROE	4.7%	-7.8%	5.1%	11.6%	12.7%
ROIC	4.5%	-4.0%	4.6%	6.9%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	72.8%	74.8%	75.9%	76.5%
净负债比率	30.5%	36.6%	37.0%	38.5%	39.0%
流动比率	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.1	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.3	5.2	3.9	3.9	3.8
应收账款周转率	3.4	4.2	3.3	3.3	3.2
应付账款周转率	5.8	5.8	4.2	4.1	4.0
每股资料(元)					
EPS	0.18	-0.28	0.17	0.41	0.50
每股经营净现	0.32	1.41	0.27	0.62	0.89
每股净资产	3.95	3.20	3.35	3.71	4.09
每股股利	0.10	0.00	0.05	0.12	0.15
估值比率					
PE	38.5	-25.6	42.9	17.3	14.3
PB	1.8	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	39.4	-337.7	16.9	12.3	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

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

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

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

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