

金春股份 (300877)

证券研究报告

2020年11月26日

非织造优质新秀，产能优势凸显，拓展热风超纤扩大竞争优势

非织造行业后起新秀，厚积薄发，十年磨砺成就细分优质成长股

金春股份（本文中简称“公司”）前身为2011年7月21日出资设立的滁州金春无纺布有限公司，公司主业立足于非织造布研发生产及销售，主营产品包含水刺、热风及长丝超细纤维非织造布，广泛应用于工业清洁擦拭用材、个人卫生护理、医疗卫生等领域。

截至2019年末，公司共拥有11条非织造布生产线，其中包含5条交叉型水刺非织造布生产线，3条直铺型水刺非织造布生产线，2条热风非织造布生产线和1条长丝超细纤维非织造布生产线，非织造布年产能达54000吨，公司依据产量测算，2019年末公司水刺非织造布市场占有率达到7.44%，在非织造布行业内处于领先地位。

聚焦水刺非织造布积累产能技术优势，拓展新品类推动产品创新差异化

公司聚焦水刺无纺布生产，2019年已拥有8条水刺生产线，年产能达到47500吨，具体产能略优于同行可比标的诺邦股份，优于欣龙控股。

热风无纺布及超纤无纺布产品单价毛利率较传统水刺无纺布优势明显，公司引进热风及长丝超细纤维等产品生产线，能有效丰富产品种类、提升产品附加值，进而带动提升公司自身在非织造布行业综合竞争力。

公司历经多年技术引进、探索及积累，目前已经形成自身生产工艺优势，公司4号水刺生产线采用全进口设备，是国内一流、国际先进的直铺型水刺非织造布生产设备，该生产线在保持产品质量稳定的基础上生产速度可达到240米/分钟，是国内其他设备的2倍以上。

对接国内日化护理、生活用纸头部优质客户，内销业务为主外贸风险较低

公司目前已与恒安集团、维达纸业、金红叶纸业集团有限公司、扬州倍加洁日化、杭州豪悦护理多家国内生活用纸头部企业、日化护理优质标的建立长期稳定合作关系；目前国内生活用纸、护理用品市场集中度较低，绑定优质客户，公司有望充分享受未来行业集中度提升带来的订单需求增长红利。此外，公司整体业务以内销为主，国外客户日韩为主2019年占比仅为12%，相较出口导向型同行受到外贸政策汇率风险更低。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司2020~2022年营业总收入分别为11.24、13.55、17.08亿元，同比增长分别为34.11%、20.55%、25.98%；归母净利润分别为2.65、2.06、2.52亿元，同比增长199.17%、-22.12%、22.23%，对应EPS分别为2.20、1.72、2.10元，对应P/E分别为26.61、34.17、27.95X。基于非织造行业同行可比标的对比估值分析，我们给予公司2020年35倍P/E，目标价为77元，对应市值92.4亿元。

风险提示：原材料价格波动上升风险；产能释放不及预期；非织造布市场需求缩减等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	864.54	838.32	1,124.30	1,355.34	1,707.52
增长率(%)	42.91	(3.03)	34.11	20.55	25.98
EBITDA(百万元)	148.69	169.24	314.02	257.87	312.80
净利润(百万元)	72.59	88.41	264.51	205.99	251.78
增长率(%)	20.05	21.80	199.17	(22.12)	22.23
EPS(元/股)	0.60	0.74	2.20	1.72	2.10
市盈率(P/E)	96.96	79.60	26.61	34.17	27.95
市净率(P/B)	17.20	14.14	8.88	7.05	5.63
市销率(P/S)	8.14	8.40	6.26	5.19	4.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.34	25.01	20.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	纺织服装/纺织制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	58.65元
目标价格	77元

基本数据

A股总股本(百万股)	120.00
流通A股股本(百万股)	28.45
A股总市值(百万元)	7,038.00
流通A股市值(百万元)	1,668.82
每股净资产(元)	12.91
资产负债率(%)	9.29
一年内最高/最低(元)	104.00/47.07

作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 非织造后起新秀，10 年磨砺成就细分优质成长股	4
1.1. 公司成长简史	4
1.2. 水刺无纺布行业新秀，产品线持续丰富拓展升级	4
1.3. 金瑞集团控股公司，整体股权结构稳定	5
2. 消费升级推动大健康行业稳步发展，无纺布机遇与挑战并存	6
2.1. 国内非织造行业蓬勃发展，非织造产品相较传统纺织品优势凸出	6
2.2. 政策扶持春风化雨，产业升级扩能稳步推进	7
2.3. 各细分市场多元化需求方兴未艾，非织造布未来市场空间广阔	8
3. 产能优势凸显，拓展热风超纤扩大竞争优势	11
3.1. 聚焦水刺非织造布积累产能技术优势	11
3.2. 拓展热风、长丝超纤业务推动产品创新差异化	12
3.3. 对接日化护理生活用纸头部客户，业务内销为主外贸风险较低	12
4. 整体业绩稳定增长，运营能力稳中有升	14
4.1. 整体业绩健康稳步增长，17~19 年归母净利润 CAGR 达到 20.93%	14
4.2. 盈利能力稳定，热风及长丝超纤等高毛利率产品有望扩大优势	14
4.3. 费控效率较高，2019 年现金流明显提升	14
4.4. 存货规模维持稳定，营收账款周转效率逐步提升	15
5. 募投资项目	16
6. 盈利预测及估值	16
7. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展时间线	4
图 2：公司主营业务发展阶段	4
图 3：公司主要非织造布产品及特性	5
图 4：公司股权结构	5
图 5：中国非织造行业市场规模（亿元人民币）及年同比增速 YOY（%）	6
图 6：各类非织造布生产加工工艺列举	6
图 7：2019 年中国各类工艺生产非织造布产量占比	7
图 8：中国国内非织造布产量（万吨）及同比变化（%）	7
图 9：国内水刺无纺布产能（万吨）及产能变化（%）	7
图 10：中国 65 岁及以上人口（万人）及占比、同比增长率（%）	8
图 11：世界各地一次性医用非织造品普及率（%）数据对比	8
图 12：中国婴儿纸尿裤市场规模（亿元）及同比增长率（%）	9
图 13：中国女性卫生用品市场规模（亿元）及同比增长率（%）	9
图 14：我国湿巾市场规模（亿元人民币）及年增长率（%）	10

图 15: 我国历年湿巾行业产量 (亿片) 及年增长率 (%)	10
图 16: 中国化妆品类商品零售值 (亿元人民币) 及同比增速 (%)	10
图 17: 中国面膜市场规模 (亿元人民币) 及同比增速 (%)	10
图 18: 中国男性美容护肤市场规模 (亿元人民币) 及同比增速 (%)	11
图 19: 全球面膜市场格局占比 (%)	11
图 20: 公司非织造布生产线扩充时间线	11
图 21: 公司各类型无纺布毛利率情况	12
图 22: 公司各类型无纺布产品平均单价 (元/吨)	12
图 23: 非织造行业上市公司海外业务占比 (%)	13
图 24: 公司 2019 年内销业务主要客户销售金额 (万元) 及占比 (%)	13
图 25: 中国日用纸巾品牌 2018、2019 年市占率格局分析	13
图 26: 中美日 2017~2019 年日用纸巾品牌 CR5 (%) 数据对比	13
图 27: 公司整体营收及归母净利润表现、分别同比增速 YOY (%)	14
图 28: 公司 2017~2019 年各类非织造布产品营收占比情况	14
图 29: 非织造布行业可比标的毛利率 (%)	14
图 30: 公司各类产品毛利率情况	14
图 31: 公司历史费用率数据对比	15
图 32: 公司历年经营性现金流 (亿元人民币) 情况	15
图 33: 公司存货规模 (亿元) 及同比变化 YOY	15
图 34: 公司应收账款规模 (亿元) 及同比变化 YOY	15
图 35: 公司主营业务及各分产品业务营收预测 (亿元人民币) 及年同比增速 (%)	17
表 1: 募投项目信息	16
表 2: 金春股份相对估值	17

1. 非织造后起新秀，10 年磨砺成就细分优质成长股

1.1. 公司成长简史

金春股份（本文中简称“公司”）前身为 2011 年 7 月 21 日出资设立的滁州金春无纺布有限公司，生产基地坐落于安徽省滁州市琅琊经济开发区内，系国内非织造行业后起成长杰出代表，同时也是安徽金瑞投资集团旗下核心企业之一。2015 年 9 月，公司前身金春有限完成股份制改革，变更成为金春股份有限公司。

图 1：公司发展时间线

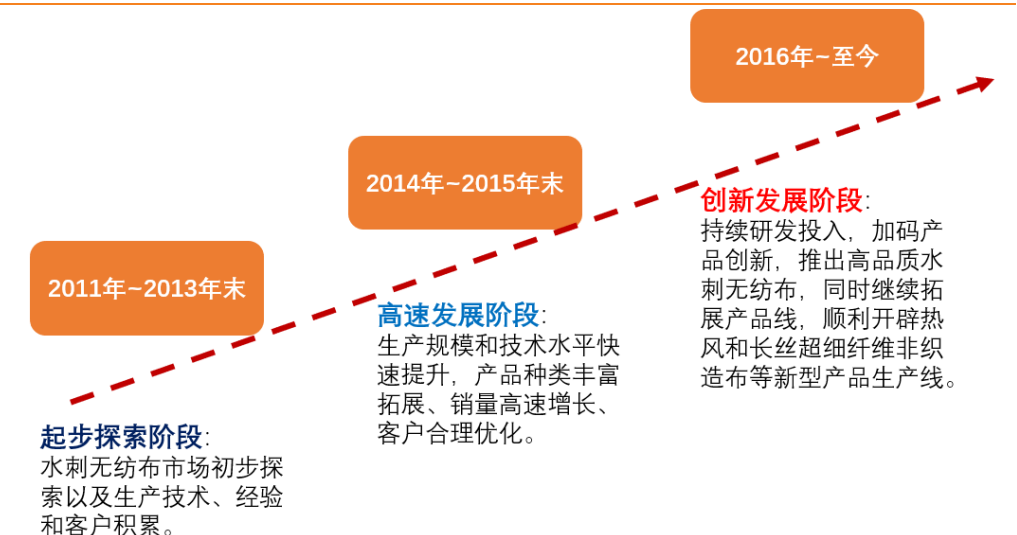


资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

1.2. 水刺无纺布行业新秀，产品线持续丰富拓展升级

公司主业立足于非织造布研发生产及销售，主营产品包含水刺、热风及长丝超细纤维非织造布，广泛应用于工业清洁擦拭用材、个人卫生护理、医疗卫生等领域。截至 2019 年末，公司共拥有 11 条非织造布生产线，其中包含 5 条交叉型水刺非织造布生产线，3 条直铺型水刺非织造布生产线，2 条热风非织造布生产线和 1 条长丝超细纤维非织造布生产线，非织造布年产能达 54000 吨，依据公司产能测算，2019 年末公司水刺非织造布市场占有率达到 7.44%，在非织造布行业内处于领先地位。

图 2：公司主营业务发展阶段



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 2019 年主营业务水刺无纺布、热风非织造布、长丝超细纤维非织造布业务营收占比分别为 83.66%、12.24%、2.42%，水刺无纺布仍然是公司主营业务中的基石产品，同时公司以水刺无纺布为基点积极拓宽热风及长丝超纤无纺布产能，进一步丰富自身非织造布品种，提升公司的市场竞争力和抗风险能力。随着此次 IPO 募投“年产 2 万吨新型卫生用品热风非织造布项目”顺利推进，公司未来产品结构有望持续改善，结合消费升级和大健康产业升级等市场发展趋势，稳步推进在卫生材料市场的新一轮重点布局。

图 3：公司主要非织造布产品及特性



资料来源：公司官网，天风证券研究所

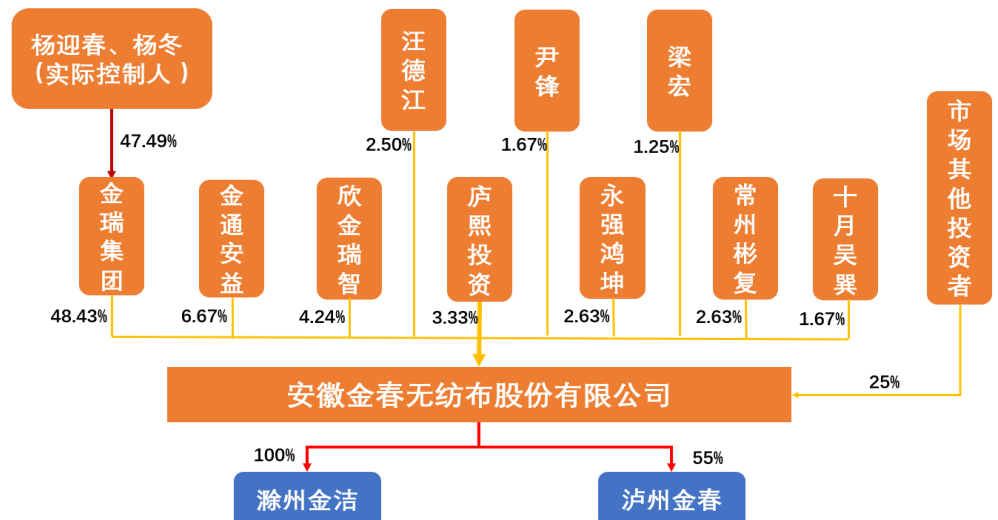
公司的水刺非织造布根据应用领域及客户需求的不同，采用不同配比的原材料，经过直铺或交叉工艺成网，再经过水刺固结，形成结构、功能各异特性化中间产品，最终由下游制造企业根据终端客户的需求进行深加工以制成各类制品。公司水刺非织造布按照生产工艺划分，可分为直铺型水刺非织造布和交叉型水刺非织造布，交叉型主要用于湿巾、面膜等卫生材料以及基布、衬布、覆膜、包装材料、过滤材料等，直铺型主要用于湿巾、面膜、擦拭布、衬布等。公司的热风非织造布主要用于卫生巾、护垫、尿裤和尿片等个人用即弃卫生用品的面层材料、导流层材料和底膜层材料、口罩热风棉层材料等。公司长丝超细纤维非织造布目前主要用于面膜、家纺、高档擦拭布材料、汽车内饰材料、口罩过滤层材料等。

1.3. 金瑞集团控股公司，整体股权结构稳定

金瑞集团持有公司 48.43% 股权，为公司控股股东。杨迎春先生和杨乐先生（父子关系）通过持有金瑞集团 47.49% 股权，成为公司实际控制人。其中，大股东金通安益持有公司 6.67% 的股权，欣金瑞智持股 4.24%，庐熙投资等其他机构投资者持股 10.25%，汪德江等主要个人投资者持有公司股权分别达到 2.50%，1.67%，1.25%。

公司拥有 1 家全资子公司滁州金洁和 1 家控股子公司泸州金春。全资子公司滁州金洁注册资本为 200 万元，主要从事水刺非织造布的生产，是公司主营业务的有机组成部分。控股子公司泸州金春注册资本为 200 万元，金春股份出资 55% 实现控股，主要从事非织造布销售，是公司主营业务的有机组成部分。

图 4：公司股权结构



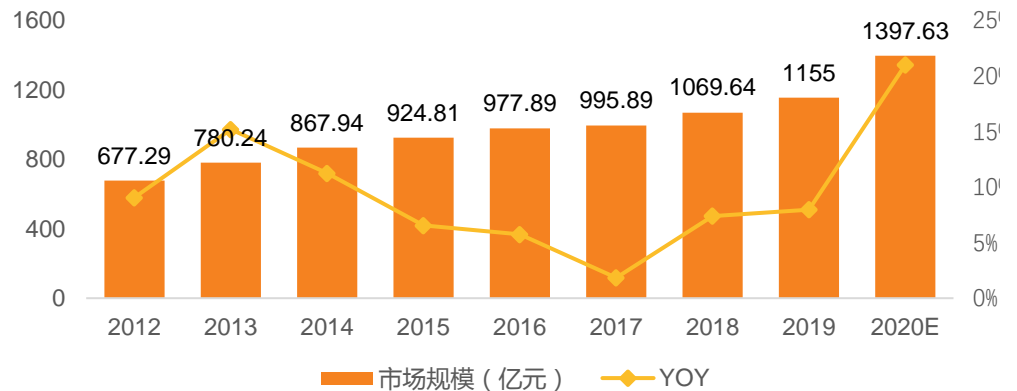
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 消费升级推动大健康行业稳步发展，无纺布机遇与挑战并存

2.1. 国内非织造行业蓬勃发展，非织造产品相较传统纺织品优势凸出

我国目前已经成为全球最大非织造布生产国及消费国，根据前瞻经济学人市场报告整理数据，2019年中国非织造布市场规模已经上升至1155.03亿元，2015~2019年复合增长率达到5.71%。2020年受到新冠疫情消毒防护需求增加、客群卫生意识及卫生习惯改变等因素催化影响，国内非织造布市场规模有望实现同比20%以上增速，上升至约1400亿元。

图 5：中国非织造行业市场规模（亿元人民币）及年同比增速 YOY（%）



资料来源：前瞻经济学人网，中国产业信息网，天风证券研究所

从产品特性来看，非织造布相较传统纺织品具有三大突出优势：

- 1) 非织造布原料纤维来源广泛，适应性强，绝大部分的天然及非天然化学纤维都可被用于非织造布生产。
- 2) 非织造布生产工艺多元多样，通过后续不同类型的整理工艺，可以根据实际需求生产出具备各种功能性特点的纺织品，包括过滤、增强、隔离等，适用范围广泛、生产工艺可拓展性较好。

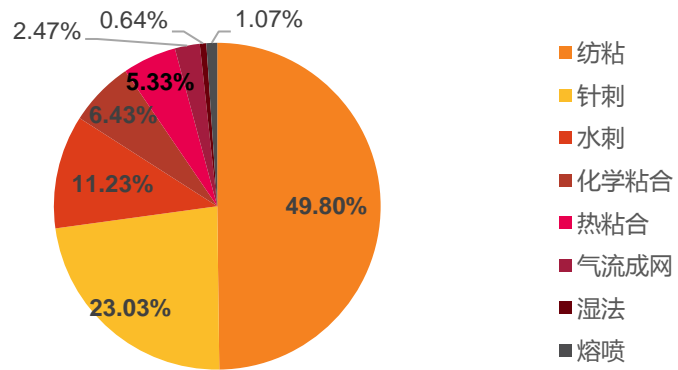
图 6：各类非织造布生产加工工艺列举

工艺方法	优势	劣势	应用
水刺法	柔性缠结，高吸湿不起毛	能耗较大，水质要求高	化妆棉、医用帘、手术服等
热合法	表面光滑，柔软度高	-	纸尿裤、卫生巾等
气流成网法	蓬松度高，柔软高吸湿	-	医卫材料、高吸水一次性用品等
湿法	纤维利用度高且均匀	用水量较大，初期投入高	过滤纸、医用背衬、胶带及包裹材料墙纸等
纺粘法	优良拉伸性	工艺变化较多，纤度变化范围广	土工布、涂层底布、医卫材料以及包装材料
熔喷法	纤维均匀度高，柔软度高	纤网强度较差	口罩、电池隔膜等
针刺法	柔性缠结，良好弹性	-	医卫材料、高吸水用品

资料来源：hsgoldenlily.com，招股说明书，天风证券研究所

- 3) 非织造布生产流程相对较短，用工数量较传统纺织更少，综合成本费用较低，针对一次性消费领域具有独特优势。

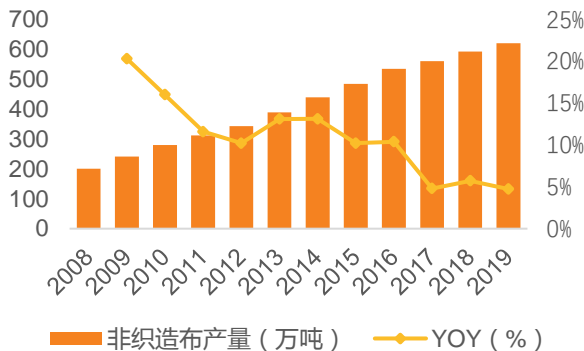
图 7：2019 年中国各类工艺生产非织造布产量占比



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，招股说明书，天风证券研究所

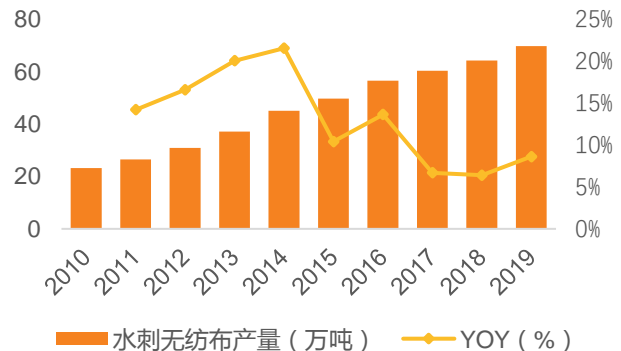
从非织造布整体产量端来看，国内非织造布产量整体趋于平稳增长，2019 年总产量已稳步升至 621.31 万吨，较 2008 年增长 210.34%，年均复合增长率达 10.84%。非织造布结合自身低成本、多性能、高附加值等竞争优势，在建筑、汽车、服装、卫生材料及航空航天领域均得到广泛使用，随着国内一次性医疗产品使用率及国民健康生活消费品需求稳步提升，非织造行业前景广阔。

图 8：中国国内非织造布产量（万吨）及同比变化（%）



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，招股说明书，天风证券研究所

图 9：国内水刺无纺布产能（万吨）及产能变化（%）



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，招股说明书，天风证券研究所

从水刺无纺布产能来看，目前水刺无纺布在非织造布产量中占比仍然较低。水刺无纺布相对其他工艺无纺布市场起步时间较晚，1994 年全国首次引入水刺生产工艺，至 1998 年建成 13 条生产线，市场对于水刺生产工艺认知度较低，产品推广难度较大，整体尚处于摸索阶段。2002 年~2004 年，国内水刺无纺布产能已经步入粗放增长期，生产产能自 2002 年的 3.3 万吨迅速增加至 2004 年的 13.2 万吨，年均产能增速超过 100%。2004 年以来，水刺无纺布行业步入黄金发展期，由无序式粗放扩产转为技术精益升级，少数优秀企业积极吸收国外先进生产工艺，并在此基础发挥自身设计研发优势，不断完善产品生产工艺。截至 2019 年末全国水刺非织造布实际产量为 69.80 万吨，较 2010 年增长 200.86%，产量占比提升至 11.23%，较 2010 年增长约 3%。

2.2. 政策扶持春风化雨，产业升级扩能稳步推进

近年来政府主管非织造行业有关部门出台多项有利政策，为非织造布行业蓬勃发展创造了良好环境。2009 年 4 月，国务院办公厅发布《纺织工业调整和振兴规划》，明确提出要促进产业用纺织品的发展应用，**加快推进产业用纺织品新产品的开发和产业化**；2016 年 9 月，中国纺织工业联合会推出《纺织工业“十三五”科技进步纲要》，其中将“双组份纺粘超纤革基布、PLA 非织造材料加工技术和设备、高速湿法成网非织造布加工技术”等 12

项非织造技术列入“十三五”纺织工业科技攻关及产业化项目，提出对各领域非织造布制产品产量及市场推广协会的指导目标及建议；2016年12月工信部及国家发改委联合出台《产业用纺织品行业“十三五”发展指导意见》，提出了“规模以上企业工业增加值年均增长9%，全行业纤维加工总量年均增长8%，劳动生产率年均增长8%以上”的规划目标，对产业以上纺织企业发展规模、生产效率及产能布局提出了明确要求。

上述政策在市场和技術方面将持续对公司产生较大影响，有利于行业整合、规范，促进行业整体健康快速发展，同时进一步扩大了下游应用领域的市场空间，为行业内优质企业提供了新一轮发展的契机；在技术方面，高速梳理技术、高速稳定均匀普王技术等非织造布高速高产技术被列为产业关键共性技术，成为非织造布行业技术发展导向。

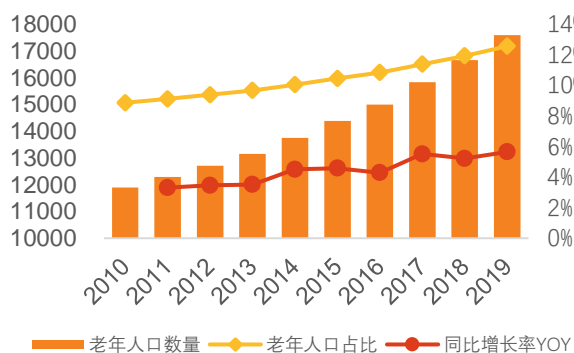
在政策加码持续催化的背景下，公司积极响应相关政策号召，2017年以来积极丰富产品生产綫，相继引进热风非织造布生产綫及长丝超细纤维生产设备，利用热粘工艺带来的产品柔软度高、光滑贴肤等方面优势，把握消费升级和大健康产业升级的时代机遇，重点开拓卫生材料市场，扩大公司在民用卫生领域非织造材料供应能力。

2.3. 各细分市场多元化需求方兴未艾，非织造布未来市场空间广阔

1) 人口老龄化奠定长期医疗需求，现有医用非织造品普及率低市场空间广阔

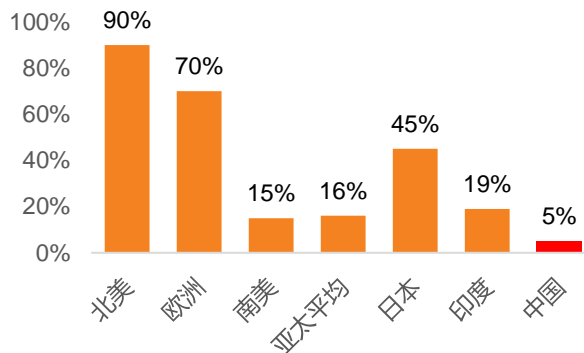
我国目前已经步入老龄化社会，截至2019年我国65岁以上老年人口已经达到1.76亿人，占比超过5%，老龄群体相较其他年龄阶段群体需要更多医疗保障，庞大的人口基数及老龄化趋势使得我国整体医疗需求不断增加；目前我国医疗产品中一次性医用非织造品市场渗透率极低，仅为5%左右，相较北美欧洲发达国家市场、以及其他地区新兴发展中国家市场差距明显，医用防护用品重复使用容易产生交叉感染、重复感染等问题，国内一次性医用非织造品渗透率亟待提升，医用非织造品市场空间广阔。

图 10：中国 65 岁及以上人口（万人）及占比、同比增长率（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 11：世界各地一次性医用非织造品普及率（%）数据对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从功能性角度来看，医用非织造布相较传统纯棉机织医用纺织品，对细菌、尘埃过滤性高，手术感染率低，消毒灭菌方便，且易于与其它材料复合；同时作为即弃型一次性用品，可以有效防止细菌感染及医源性交叉感染。

同时一次性医疗防护用品属于医疗器械行业的一部分，近年来国家药品监督管理局等医疗主管部门相继出台相关政策文件积极推动医疗器械创新发展，规范一次性医疗防护用品使用，例如2019年10月份颁布的《关于做好第一批实施医疗器械唯一标识工作有关事项的通告》中，对第一批医疗器械唯一标识实施品种范围、进度安排、工作要求等进行了明确规定。

考虑到人口老龄化趋势延续、一次性医用非织造防护用品低普及率、非织造布自身优势及相关政策推动刺激多点因素，我们归纳认为未来国内市场非织造医用需求会保持稳步增长，

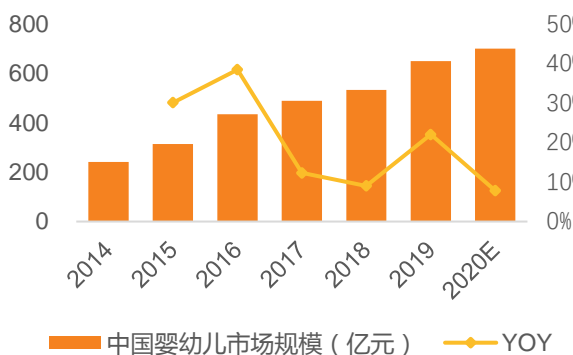
非织造布市场需求空间广阔。

2) 人均收入稳步提升，日常卫生护理需求升级催化市场持续扩容

非织造工艺多元化赋予非织造布产品良好弹性、高过滤性等不同功能性，已经成为一次性卫生用品主要生产原料，覆盖婴儿纸尿裤、女性卫生用品及成人失禁用品等三大主要市场。从一次性卫生用品市场整体规模来看，2014 年全球一次性卫生用品市场规模约为 600 亿美元，其中婴儿纸尿裤占比约 50%，女性卫生用品占比 36%，成人失禁用品占比 14%。同时，**中国国内一次性卫生用品市场需求快速增长，带动国内相关市场规模快速扩大**：2014 年国内一次性卫生用品市场规模约为 658.9 亿元，占全球市场份额 16.6%；2018 年国内一次性卫生用品市场规模升至 1188.7 亿元，较 2014 年增幅达到 80.41%，其中女性卫生用品市场规模增至 563.0 亿元，较 2014 年增长 61.55%，占比提升至 47.40% (+11.40pct)，婴儿纸尿裤市场规模增至 555.4 亿元（较 2014 年增长 108.01%），占比降至 46.70% (-3.30pct)。

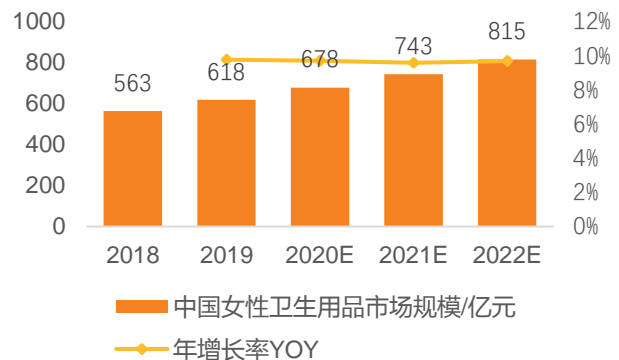
女性卫生用品市场及婴儿纸尿裤市场均实现快速增长，其中婴儿纸尿裤市场渗透率增长空间更为显著，2018 年中国婴儿纸尿裤市场渗透率为 63.9%，与发达国家 90%以上市场渗透率差距明显，中国市场渗透率目前仍处于较低水平，随着中国市场经济不断发展，消费者健康意识不断提升，未来中国市场仍有较大发展空间，据中商产业研究院相关数据，2020 年我国婴儿纸尿裤市场规模有望达到 586.1 亿元。

图 12：中国婴儿纸尿裤市场规模（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：中国产业信息网，中商产业研究院，天风证券研究所

图 13：中国女性卫生用品市场规模（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

女性卫生用品相对婴儿纸尿裤市场普及率更高，市场发展阶段更加成熟，据中商产业研究院相关数据，中国女性卫生用品市场未来有望保持 10%左右的平均增速，预计 2020 年市场规模将达到 678 亿元。

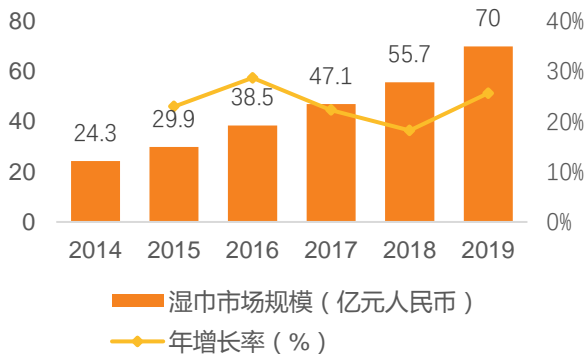
3) 湿巾市场需求呈现多元化扩容态势，低普及率奠定广阔市场空间

目前国内市场湿巾总体普及率水平相对较低，截至 2018 年，我国湿巾市场零售规模为 7.33 亿美元，西欧、美国及日本市场零售规模分别达到 33.97 亿、47.48 亿、11.94 亿美元，市场现有规模差距明显；零售规模绝对值方面，我国湿巾市场规模仅为美国的 15%；人均湿巾消费额方面，我国人均湿巾消费金额仅为 0.5 美元，同期全球总体水平为 1.8 美元，西欧、美国及日本市场人均消费额分别达到 6.8/14.5/9.4 美元，我国人均湿巾消费额仅为美国的 3%；湿巾市场渗透率方面，我国湿巾/生活用纸零售额比值为 1.73%，同期西欧、美国及日本市场分别为 11.04%、14.07%、13.05%，我国湿巾渗透率显著低于其他发达国家市场，市场成长空间较为广阔。

从湿巾市场内部需求结构来看，可以分为个人护理清洁用湿巾以及工业用湿巾，个人护理湿巾近年来功能性呈现多元化发展态势，湿厕纸，护理湿巾，婴儿湿巾等新品类相继出现并持续完善，传统酒精消毒湿巾，清洁湿巾等品类随着 2020 年新冠疫情的爆发重新迎来需求增长，卸妆用和女性卫生专用湿巾将继续普及，厕用湿巾等功能性湿巾市场正在迅速

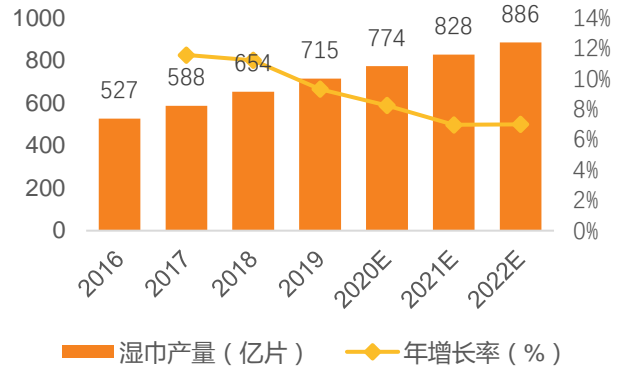
扩大。整体来看，国内湿巾市场在疫情催化、消费升级、客群卫生护理需求日益增长的市场背景下，有望延续 2013~2018 年 20%以上的年复合增长率。

图 14：我国湿巾市场规模（亿元人民币）及年增长率（%）



资料来源：中研网，天风证券研究所

图 15：我国历年湿巾行业产量（亿片）及年增长率（%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

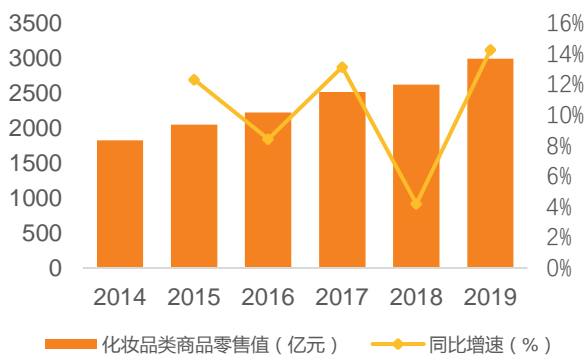
另一方面，工业用湿巾市场快速崛起，工业用湿巾相较个人清洁湿巾用途相对单一，主要应用于精密仪器清洁，对卷材、添加剂的材质要求严格，应用技术相对高端。据美国非织造布工业协会发布的《2016~2020 年全球非织造材料市场预测》数据，2015 年全球工业用湿巾消费量为 290 万吨，占湿巾消费总量的 43.1%，2016~2020 年期间，工业用湿巾消费量占全球湿巾消费总量有望超过 50%，将持续带动亚洲等地区水刺非织造产品需求量的提升。

4) 作为美妆重要原材料，无纺布携手化妆品市场稳步扩容共同成长

面膜产品为肌肤提供必要基础护理和功能性保养，据彭博数据统计，2018 年全球面膜市场规模达到 72 亿美元，同比增长 14.3%，2012~2018 年复合增速为 12.4%，显著高于同期化妆品行业整体增长水平。

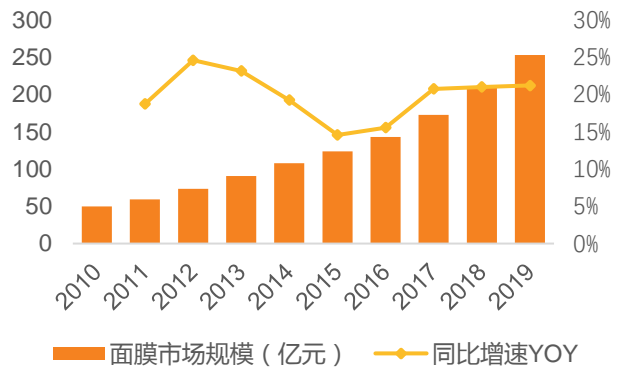
中国目前已经成为全球最大的面膜消费市场，据智研咨询相关数据，2019 年国内面膜市场规模已经升至 252 亿元，同比增长 21.2%，高于同期国内化妆品类产品零售增速(14.25%)。

图 16：中国化妆品类商品零售值（亿元人民币）及同比增速（%）



资料来源：中国产业信息网-智研咨询，天风证券研究所

图 17：中国面膜市场规模（亿元人民币）及同比增速（%）

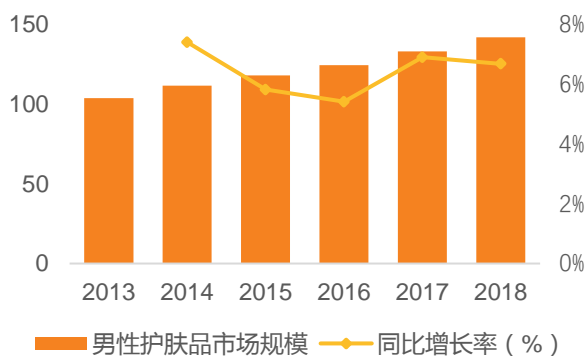


资料来源：中国产业信息网-智研咨询，天风证券研究所

另一方面，面膜市场渗透率稳步提升，2019 年我国面膜产品渗透率已经达到 51%，处于成长发展期，相较日本韩国等国家 60%~70%渗透率仍然有较大提升空间。男性面膜使用需求稳步提升目前已经成为推动整体面膜市场扩充的重要动力之一：根据前瞻产业研究院市场

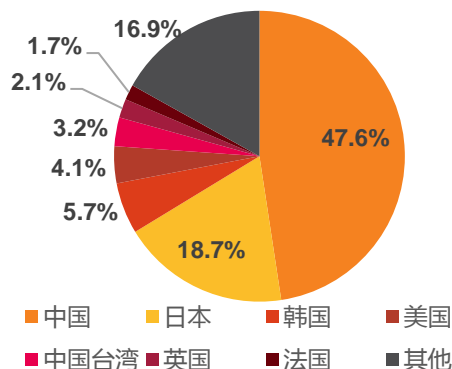
调研报告数据，自 2007 年至 2018 年，我国男性美容护肤市场规模由 31 亿元迅速提升至 142 亿元，期间 CAGR 达到 14.84%。从客群需求基本面来看，男性自身皮质分泌较女性更为旺盛，毛孔更易发生污物堵塞感染，同时男性人群中吸烟群体及饮酒群体比例客观相对更高，对自身内分泌影响更大，皮肤更易粗糙老化，目前护肤美容已经成为部分男性群体刚性需求之一。

图 18: 中国男性美容护肤市场规模 (亿元人民币) 及同比增速 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 19: 全球面膜市场格局占比 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

整体来看，国内消费者已经逐渐养成面膜使用习惯，同时男性消费者群体快速扩充成为国内面膜市场的新生力量，我国消费者面膜使用频率以及整体市场渗透率将不断提升，未来面膜市场规模空间广阔。

3. 产能优势凸显，拓展热风超纤扩大竞争优势

3.1. 聚焦水刺非织造布积累产能技术优势

公司在水刺非织造布行业内利用自身后发优势，目前已经拥有 8 条水刺非织造布生产线，年产能达到 47500 吨，公司 2019 年水刺非织造布产品产量在行业产量中占比已经达到 7.44%，而 2019 年同行业诺邦股份、欣龙控股水刺非织造布产能分别达到 47300 吨、约 26000 吨，公司在水刺非织造布具体产能方面略优于同行标的诺邦股份，显著优于欣龙控股。

图 20: 公司非织造布生产线扩充时间线



资料来源: 招股说明书, 公司官网, 天风证券研究所

水刺无纺布生产设备及技术方面，公司历经多年技术引进、探索及积累，目前已经形成自身生产工艺优势，公司 4 号水刺生产线采用全进口设备，是国内一流、国际先进的直铺型水刺非织造布生产设备。该生产线应用从德国 AUTEFA 公司引进 Injection 射流梳理机及其相关生产技术，年设计产能达 12,000 吨。公司根据实际生产过程中的经验总结，对该

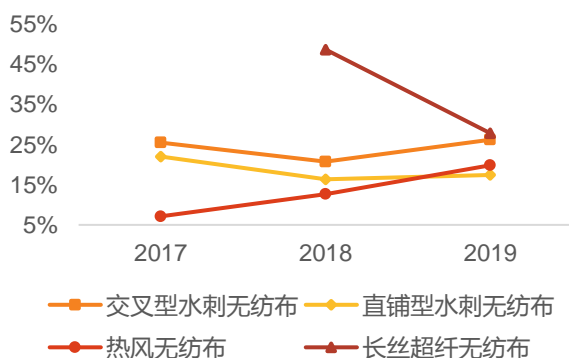
生产线的工艺进行微调改造，不断开发设备潜能，使得该生产线在保持产品质量稳定的基础上生产速度可达到 240 米/分钟，是国内其他设备的 2 倍以上。

在技术研发方面，公司同时从非织造布的上游、中游领域进行开拓创新。在上游原材料领域，公司与天津工业大学就长丝超细纤维的结构与性能相关技术展开合作研究，从源头为产品注入新鲜能量。在中游生产技术领域，公司根据实际生产经验以及对于非织造设备的深入理解，形成了一套从设备自主选型到生产工艺应用的完整非织造布高速高生产生产技术。

3.2. 拓展热风、长丝超纤业务推动产品创新差异化

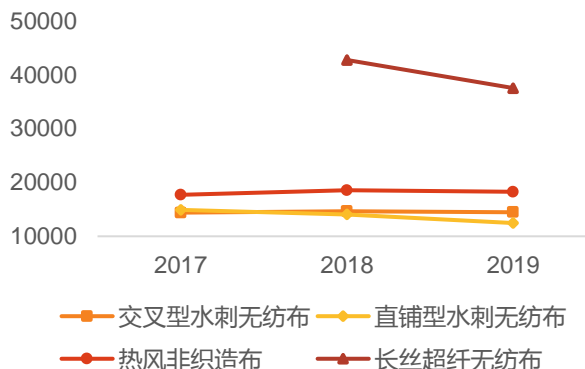
除了传统水刺无纺布产能方面的优势，公司还积极重视拓展推进热风、长丝超纤非织造布等生产工艺，推动自身产品创新差异化，目前已经建成 4 条热风非织造布生产线、1 条新型长丝超纤非织造布生产线，2019 年年底产能分别达到 4500 吨、2000 吨。同时公司聘请行业内技术专家和生产人员，组建了完整的热风和长丝超细纤维非织造布生产研发团队。公司热风非织造布 2019 年度产能利用率已经稳步提升至 116.14%，超过主要产品水刺非织造布（109%左右），长丝超纤非织造布对接下游高性能纤维面膜客户，目前尚处于市场渠道开拓阶段，未来有望实现 80%以上的产能利用率。

图 21：公司各类型无纺布毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：公司各类型无纺布产品平均单价（元/吨）



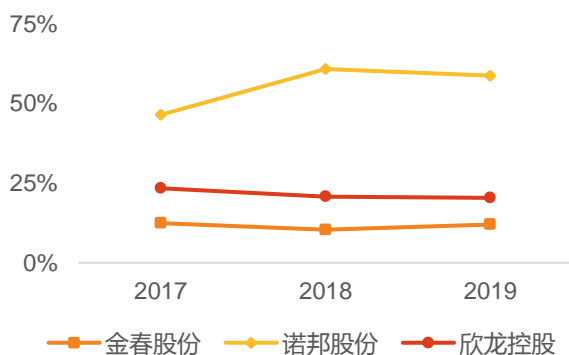
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

长丝超细纤维非织造布具有强力高，产品透软，吸水性好等优异性能，主要用于高档面膜、高档擦拭布、高档面膜基布等领域。目前国内采用双组份中空桔瓣技术的企业较少，产品技术含量较高，2018 年销售的产品大部分用于高端面膜布材料，性能优于传统非织造布。从产品单价角度来看，热风非织造布 2019 年度平均出厂单价为 18269.98 元/吨，长丝超细纤维非织造布 2019 年出厂单价为 37549.71 元/吨，与公司传统水刺非织造布 14500 元/吨左右的单价优势明显，拓展热风长丝超纤生产线在丰富公司产品类型的同时，以小批量生产线探索高附加值产品生产，提升公司自身在非织造布行业综合竞争力。

3.3. 对接日化护理生活用纸头部客户，业务内销为主外贸风险较低

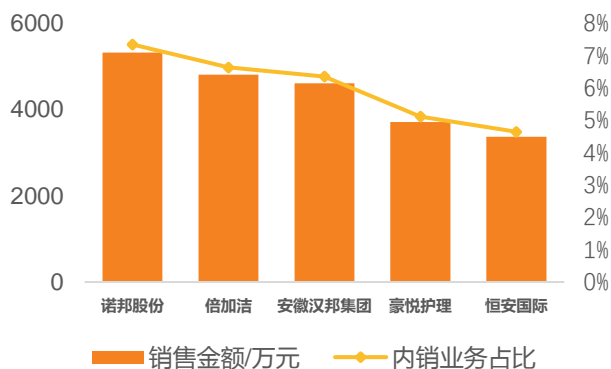
公司目前整体产品出口比例较小，2019 年整体出口比例占整体营收为 12.05%，海外客户多分布在韩国日本地区；同行业可比标的诺邦股份 2019 年出口业务占比达到 58.72%，客户遍及欧洲北美等主要国际市场。公司主体业务重心在国内市场，受贸易出口政策变化和汇率风险因素影响较小。

图 23：非织造行业上市公司海外业务占比（%）



资料来源：各公司年报，招股说明书，天风证券研究所

图 24：公司 2019 年内销业务主要客户销售金额（万元）及占比（%）

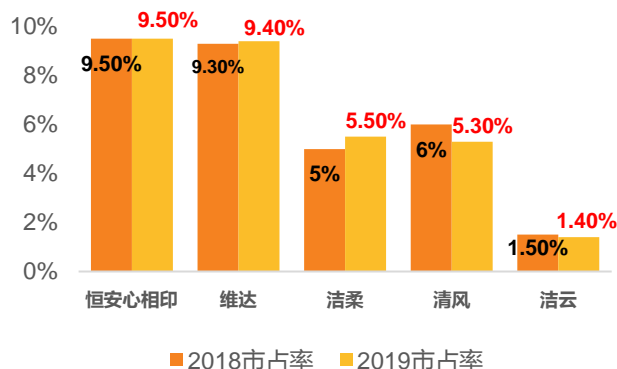


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

另一方面，随着 RCEP 协议签署落地，关税降免时间线明确，市场间开放程度不断提升，未来公司出口日韩东亚地区贸易壁垒逐步降低，公司海外客户群体有望持续拓展，海外出口业务规模将继续扩充。

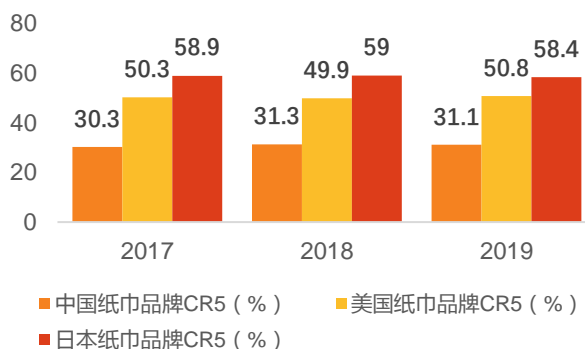
公司内销客户构成方面，截至 2019 年末，公司拥有 400 多家客户，已经与恒安集团、维达纸业、金红叶纸业集团有限公司、扬州倍加洁日化、杭州豪悦护理等多家国内生活用纸头部企业、日化护理优质企业建立长期稳定合作关系。

图 25：中国日用纸巾品牌 2018、2019 年市占率格局分析



资料来源：欧睿国际、前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 26：中美日 2017~2019 年日用纸巾品牌 CR5（%）数据对比



资料来源：欧睿国际、前瞻产业研究院，天风证券研究所

目前我国国内生活用纸品牌行业集中度 CR5 与美国日本等发达国家差距明显，根据欧睿国际数据，2019 年我国日用纸巾品牌 CR5(%) 仅为 31.1%，较美国、日本市场分别相差 19.7pct、27.3pct，行业整体品牌集中度提升空间较大，头部生活用纸品牌有望稳步提升；公司通过与头部生活用纸、护理用品生产品牌商建立长期稳固的合作关系，有望在未来享受到生活用纸市场行业集中度提升的红利。

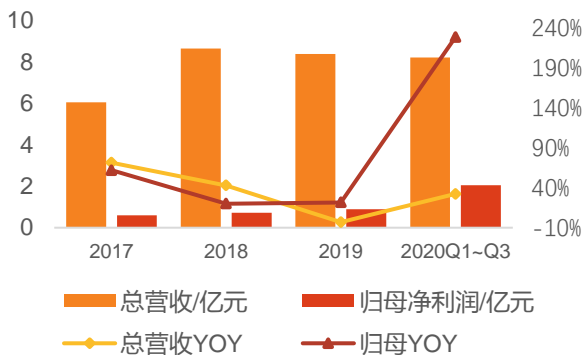
4. 整体业绩稳定增长，运营能力稳中有升

4.1. 整体业绩健康稳步增长，17~19 年归母净利润 CAGR 达到 20.93%

公司整体财务数据展现出良好的成长性，2019 年营收端达到 8.38 亿元，归母净利润达到 0.88 亿元 (+21.79%)，2017~2019 年公司整体业绩短 CAGR 为 20.93%，热风非织造布业务占比逐步提升，业务盈利能力逐步增强。

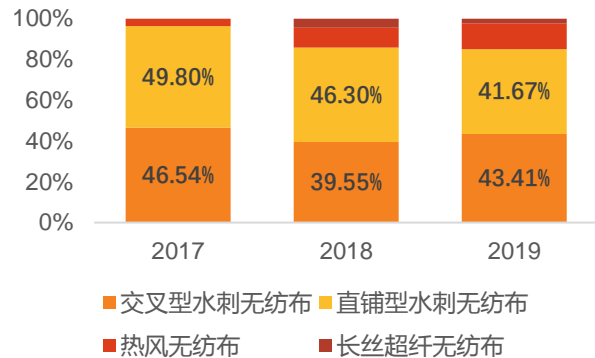
2020Q1~Q3 公司营收端升至 8.21 亿元(+32.25%)，Q3 单季度实现营收 2.63 亿元(+27.38%)；同期盈利端实现高速增长，2020Q1~Q3 归母净利润达到 2.05 亿元 (+229.13%)，Q3 单季度归母净利润达到 6656.76 万元 (+156.88%)。

图 27：公司整体营收及归母净利润表现、分别同比增速 YOY (%)



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 28：公司 2017~2019 年各类非织造布产品营收占比情况

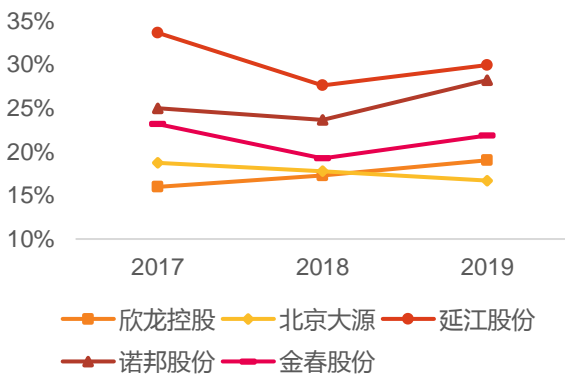


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 盈利能力稳定，热风及长丝超纤等高毛利率产品有望扩大优势

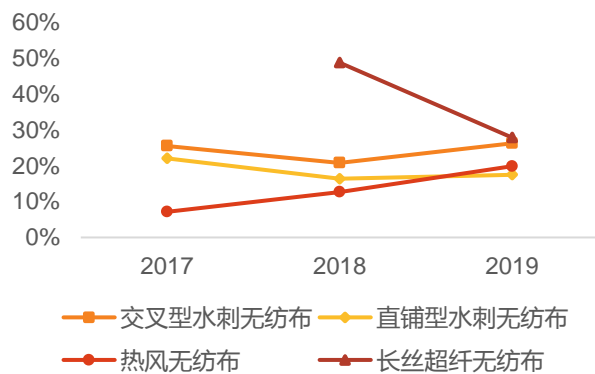
公司整体毛利率较为稳定，2019 年整体业务毛利率维持在 21.86%，盈利能力行业中稳定在中上游水平。从各类产品毛利率水平来看，公司 2017 年以来新晋拓展的热风非织造布生产线毛利率逐步上升，生产效率及产品定价逐步回升成熟；长丝超纤无纺布相较公司主要产品水刺无纺布毛利率优势明显，未来渠道端客户建设稳固成熟后，将进一步提升公司整体盈利能力。

图 29：非织造布行业可比标的毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：公司各类产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

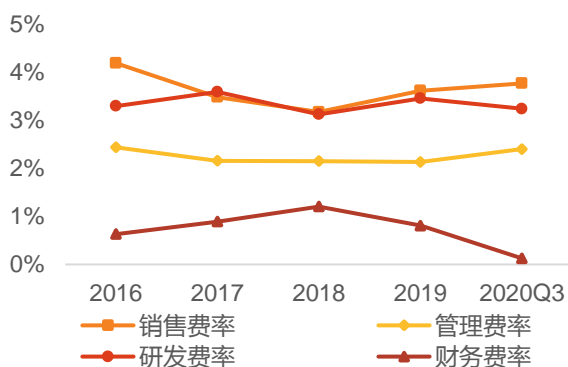
4.3. 费控效率较高，2019 年现金流明显提升

公司整体费率水平保持稳定，2019 年销售/管理/研发/财务费率分别为 3.61%、2.13%、3.46%、

0.81%，同比 +0.44pct/-0.02pct/0.34pct/-0.39pct，整体费控能力稳定高效。

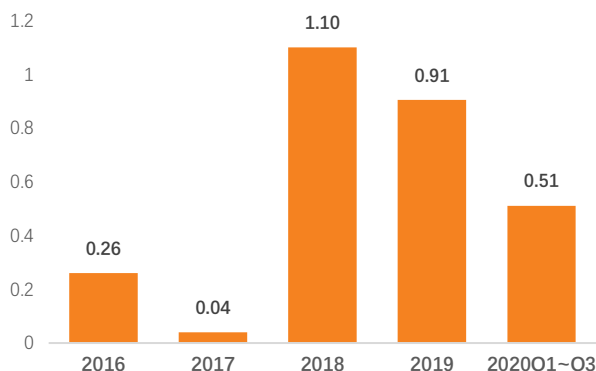
现金流方面，公司 2019 年整体实现现金流 0.91 亿元 (+182.42%)，同比提升明显，主要系公司期内销售产品收到现金较 2019 年同期大幅增加所致；整体来看，公司现金流较 2017 年及以前明显提升。

图 31：公司历史费用率数据对比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 32：公司历年经营性现金流（亿元人民币）情况



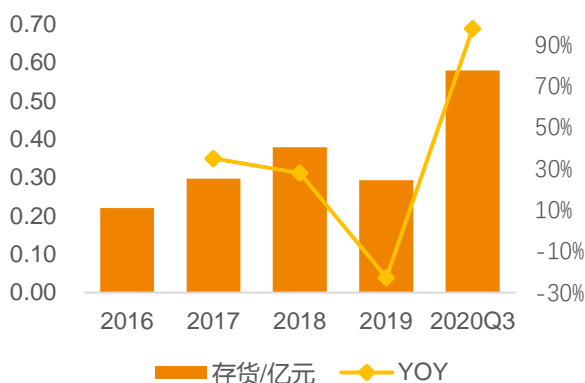
资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

4.4. 存货规模维持稳定，营收账款周转效率逐步提升

公司 2020Q3 末整体存货规模达到 0.58 亿元，较 2019 年年初存货有较大幅度增长，主要系 2020 年内公司生产规模扩大，公司增加了对原材料的采购，锁定原材料价格，导致期末原材料价格有所扩大，鉴于国际原油价格目前呈现波动上升态势，扩大原材料采购锁定优势原材料价格有助于公司应对原材料端成本压力。

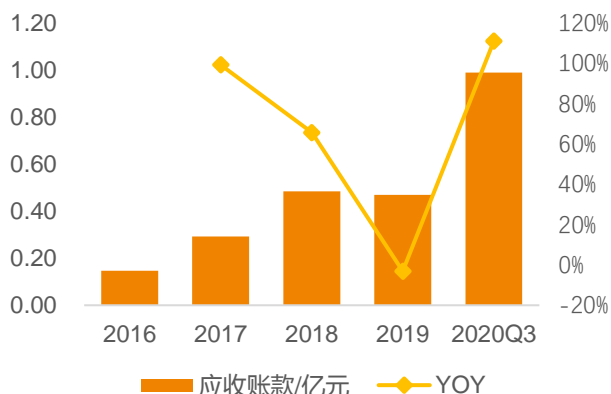
公司 2020Q3 末应收账款规模达到 0.99 亿元 (较 2019 年末+111.17%)，规模大幅提升主要系公司 2020 年内调整大部分客户账期所致。公司 2020Q3 应收账款周转天数达到 24.02 天。

图 33：公司存货规模（亿元）及同比变化 YOY



资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

图 34：公司应收账款规模（亿元）及同比变化 YOY



资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

5. 募投项目

公司已于 2020 年 8 月 24 日登陆深圳创业板，此次 IPO 发行总股数达到 3000 万股，募集资金将主要用于年产 2 万吨新型卫生用品热风非织造布项目、研发中心建设项目、偿还银行贷款项目以及补充公司资金所用，项目拟使用资金总额达到 4.20 亿元，占公司首次公开发行股份募资总额（9.16 亿元）的 45.89%。

表 1：募投项目信息

项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金（万元）
年产 2 万吨新型卫生用品热风非织造布项目	32000.00	32000.00
研发中心建设项目	3041.90	3041.90
偿还银行贷款项目	5000.00	5000.00
补充流动资金项目	2000.00	2000.00
合计	42041.90	42041.90

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

6. 盈利预测及估值

根据公司三季度披露数据以及历史各产品产能利用率、产销比、毛利率等数据，我们对公司未来水刺无纺布、热风非织造布以及长丝超纤无纺布业务给出以下假设：

1) **水刺无纺布业务**：公司目前拥有 8 条生产线总年产能为 47500 吨，交叉型水刺无纺布年产能为 22500 吨，直铺型水刺无纺布年产能为 25000 吨，同时考虑到公司正计划使用 IPO 超募资金推进“22000 吨医疗卫生复合用水刺无纺布”扩产项目，根据市场客观情况我们认为 2022 年该扩产项目有望建成投产，我们假设公司 2021~2022 年水刺无纺布产能分别为 54000、69500 吨。

考虑到公司于 2017~2018 年公司水刺无纺布产能利用均维持在 105%~115%超设计水平生产，考虑到水刺无纺布在医用防护用品制造端的广泛用途以及相关工艺技术更趋成熟，我们假设水刺无纺布 2020~2022 年产能利用率均维持在 120%、125%、130%；产品产销比依据历史数据结合市场医用防护用品需求增加态势，我们假设两类水刺无纺布 2020~2022 年产品产销比分别维持在 97%、100%、100%；同时产品毛利率方面，结合历史数据同时考虑到疫情对医护产品原材料需求催化作用，我们假设 2020~2022 年直铺型及交叉型水刺无纺布毛利率分别为 25.5%/39%、20%/28%、19.5%/28.5%。

2) **热风非织造布业务**：公司目前拥有两条成熟热风非织造布生产线，2019 年年产能维持在 4500 吨，2020 年上半年两条新型热风非织造布生产线投产，我们假设 2020H1 热风新增产能 5500 吨；同时公司 IPO 募投项目“年产 2 万吨新型卫生用品热风非织造布”预计会在 2022 年底投产，届时公司整体热风非织造布年产能将达到 20000 吨。结合历史产能利用率、产销比及产品毛利率水平，同时考虑到消费升级背景下大健康消费品市场需求快速扩充这一长期市场趋势，我们假设公司热风非织造布 2020~2022 年产能利用率分别为 120%、115%、115%，假设 2020~2022 年业务对应产销比为 95%、100%、100%、2020~2022 年热风非织造布毛利率分别为 25%、25%、25%。

3) **长丝超纤无纺布业务**：公司目前拥有一条长丝超纤无纺布生产线，2019 年年产能维持在 2000 吨，由于 2019 年公司超细纤维新产品仍处于技术开发和市场开拓阶段，下游超细面膜客户需求有所减少，产能利用率维持在 23.68%较低水平。我们考虑到长丝超纤无纺布在国内生产商数目较少，高档面膜市场、高档擦拭布等市场渠道尚有待于进一步开发扩充，我们依据历史数据，假设长丝超纤无纺布 2020~2022 年业务产能利用率分别为 70%、80%、85%，同时根据公司长丝超纤非织造布业务以销定产策略，假设 2020~2022 年该业务产销比维持在 100%，毛利率水平维持在 28%、30%、35%。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2020~2022 年营业总收入分别为 11.24、13.55、17.08 亿元，同比增长分别为 34.11%、20.55%、25.98%；归母净利润分别为 2.65、2.06、2.52 亿元，同比增长 199.17%、-22.12%、22.23%，对应 EPS 分别为 2.20、1.72、2.10 元，对应 P/E 分别为 26.61、34.17、27.95X。

图 35：公司主营业务及各分产品业务营收预测（亿元人民币）及年同比增速（%）

亿元，%	2018	2019	2020E	2021E	2022E
交叉型水刺无纺布	3.36	3.58	4.25	4.15	4.13
YOY	21.03%	6.58%	18.72%	-2.35%	-0.48%
业务占比	39.57%	43.45%	37.81%	30.63%	24.18%
直铺型水刺无纺布	3.93	3.43	4.29	5.30	7.91
YOY	32.41%	-12.72%	25.07%	23.54%	49.25%
业务占比	46.30%	41.63%	38.17%	39.11%	46.31%
热风无纺布	0.83	1.03	2.15	3.45	4.32
YOY	281.24%	24.10%	108.74%	60.47%	25.22%
业务占比	9.78%	12.50%	19.13%	25.46%	25.29%
长丝超细纤维无纺布	0.37	0.2	0.56	0.66	0.71
YOY	—	-45.92%	180.00%	17.86%	7.58%
业务占比	4.36%	2.43%	4.98%	4.87%	4.16%
主营业务营收	8.49	8.24	11.24	13.55	17.08
YOY	42.41%	-2.93%	36.41%	20.55%	25.98%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们采用相对估值法对公司市值估算，选取非织造布同行业可比标的诺邦股份和延江股份，以及轻工造纸龙头标的中顺洁柔，SW 其他纺织制造标的开润股份、台华新材共 5 个相关标的进行相对估值对比，考虑到公司属于创业板注册制首批上市公司相较同行业标的股权流动性优势，以及热风非织造布业务扩产提效、高附加值高毛利率长丝超纤非织造布业务销售渠道未来扩大成熟等因素给公司未来业绩驱动增厚作用，给予公司一定估值溢价，给予公司 2020 年 35 倍 P/E，对应目标价为 77 元，对应目标市值为 92.4 亿元。

表 2：金春股份相对估值

	2020E	2021E
延江股份	24.26	34.27
诺邦股份	20.17	19.03
中顺洁柔	29.23	24.25
台华新材	48.19	21.34
开润股份	54.56	24.61
行业平均	35.28	24.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

1) **原材料价格波动上升风险**：公司主营产品水刺无纺布主要原材料包括涤纶短纤，粘胶短纤等化纤原材料，2020H2 以来国际油价整体呈现稳步回升态势，未来主要化纤原材料价格存在波动上升的风险。

2) **产能释放不及预期**: 公司此次募资投资项目中“年产 2 万吨热风非织造布项目”存在工程周期超出预期, 员工培训及产能释放不及预期的风险, 且新建生产线投产以后客观存在效率爬坡期。

3) **非织造布市场需求缩减**: 公司主要产品水刺非织造布可以广泛用于各类医用防护物资生产, 新冠疫情风险在未来疫苗广泛投入使用之后可能逐步消除, 存在市场需求未来短期部分缩减的可能性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	217.20	138.61	491.83	702.92	761.37
应收票据及应收账款	61.63	46.91	83.26	3.44	105.79
预付账款	3.39	6.36	10.50	8.53	15.36
存货	37.90	29.27	51.43	52.24	81.87
其他	1.60	32.86	15.67	14.66	25.27
流动资产合计	321.72	254.01	652.69	781.78	989.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	353.59	332.18	339.16	365.37	390.14
在建工程	0.01	4.89	38.93	71.36	72.82
无形资产	39.42	38.42	37.43	36.44	35.45
其他	5.38	22.78	26.46	18.21	22.48
非流动资产合计	398.40	398.26	441.97	491.38	520.88
资产总计	720.12	652.27	1,094.66	1,273.16	1,510.54
短期借款	188.50	50.06	100.00	80.00	60.00
应付票据及应付账款	77.42	45.84	71.44	95.15	122.24
其他	18.95	23.17	24.71	21.67	29.27
流动负债合计	284.87	119.07	196.15	196.83	211.50
长期借款	0.00	7.01	80.00	50.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.95	27.20	24.24	25.46	25.63
非流动负债合计	24.95	34.21	104.24	75.46	45.63
负债合计	309.82	153.28	300.39	272.29	257.14
少数股东权益	1.04	1.32	2.09	2.71	3.47
股本	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	139.30	139.30	139.30	139.30	139.30
留存收益	319.26	407.67	672.18	878.16	1,129.94
其他	(139.30)	(139.30)	(139.30)	(139.30)	(139.30)
股东权益合计	410.30	498.99	794.27	1,000.87	1,253.41
负债和股东权益总计	720.12	652.27	1,094.66	1,273.16	1,510.54

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	72.80	88.69	264.51	205.99	251.78
折旧摊销	34.13	39.56	19.97	22.34	24.77
财务费用	10.26	6.60	6.11	7.51	4.25
投资损失	(0.35)	(0.23)	(20.50)	(10.00)	(20.50)
营运资金变动	36.32	(83.37)	(24.95)	112.15	(118.86)
其它	(43.12)	39.28	0.81	0.63	0.78
经营活动现金流	110.05	90.52	245.94	338.62	142.22
资本支出	107.04	19.79	62.95	78.78	49.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(126.39)	(59.56)	(102.45)	(148.78)	(79.33)
投资活动现金流	(19.35)	(39.77)	(39.50)	(70.00)	(29.50)
债权融资	188.50	57.07	180.00	130.00	80.00
股权融资	(10.40)	(6.78)	23.89	(7.51)	(4.25)
其他	(123.10)	(187.86)	(57.12)	(180.01)	(130.02)
筹资活动现金流	55.00	(137.57)	146.78	(57.52)	(54.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	145.70	(86.81)	353.21	211.10	58.45

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	864.54	838.32	1,124.30	1,355.34	1,707.52
营业成本	698.30	655.09	779.93	1,027.28	1,302.52
营业税金及附加	4.74	6.36	4.27	6.78	8.54
营业费用	27.42	30.30	35.00	38.56	52.08
管理费用	18.58	17.87	19.33	24.67	33.38
研发费用	26.98	28.97	32.22	42.02	53.54
财务费用	10.40	6.78	6.11	7.51	4.25
资产减值损失	1.30	(0.74)	(20.00)	(9.48)	(10.07)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.35	0.23	20.50	10.00	20.50
其他	(8.26)	(5.98)	(41.00)	(20.00)	(41.00)
营业利润	84.73	99.43	287.95	228.01	283.78
营业外收入	0.89	1.36	10.18	4.14	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01
利润总额	85.62	100.80	298.11	232.15	283.77
所得税	12.82	12.10	32.79	25.54	31.21
净利润	72.80	88.69	265.32	206.61	252.55
少数股东损益	0.21	0.28	0.81	0.63	0.78
归属于母公司净利润	72.59	88.41	264.51	205.99	251.78
每股收益(元)	0.60	0.74	2.20	1.72	2.10

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	42.91%	-3.03%	34.11%	20.55%	25.98%
营业利润	9.95%	17.36%	189.59%	-20.82%	24.46%
归属于母公司净利润	20.05%	21.80%	199.17%	-22.12%	22.23%
获利能力					
毛利率	19.23%	21.86%	30.63%	24.20%	23.72%
净利率	8.40%	10.55%	23.53%	15.20%	14.75%
ROE	17.74%	17.77%	33.39%	20.64%	20.14%
ROIC	24.63%	24.84%	66.31%	45.97%	62.56%
偿债能力					
资产负债率	43.02%	23.50%	27.44%	21.39%	17.02%
净负债率	-6.99%	-16.34%	-39.26%	-57.24%	-54.36%
流动比率	1.13	2.13	3.33	3.97	4.68
速动比率	1.00	1.89	3.07	3.71	4.29
营运能力					
应收账款周转率	17.65	15.45	17.27	31.27	31.27
存货周转率	25.60	24.96	27.86	26.15	25.47
总资产周转率	1.39	1.22	1.29	1.14	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.74	2.20	1.72	2.10
每股经营现金流	0.92	0.75	2.05	2.82	1.19
每股净资产	3.41	4.15	6.60	8.32	10.42
估值比率					
市盈率	96.96	79.60	26.61	34.17	27.95
市净率	17.20	14.14	8.88	7.05	5.63
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.34	25.01	20.26
EV/EBIT	0.00	0.00	22.79	27.38	22.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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