

诺邦股份 (603238.SH) 疫情期期间湿巾需求增加, 量价齐升带动业绩增长

2020年06月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

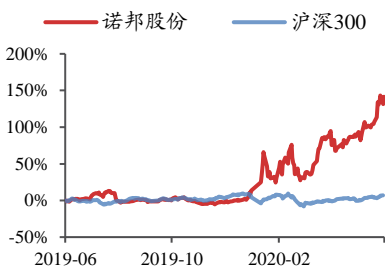
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/6/23
当前股价(元)	42.21
一年最高最低(元)	42.69/16.52
总市值(亿元)	50.65
流通市值(亿元)	50.65
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	1.20
近3个月换手率(%)	109.66

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 集非织造材料与制品于一体, 首次覆盖给予“买入”评级

诺邦股份主要从事水刺非织造材料及水刺非织造材料制品的开发生产, 现已成为全球水刺非织造材料行业中技术领先的国际型企业之一。我们预计, 2020-2022年, 公司归母净利润分别为 2.10/2.54/3.27 亿元, 对应 EPS 分别为 1.75/2.12/2.73 元, 当前股价对应 PE 为 24/20/16 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 产业链上下游全面布局, 2019 年业绩靓丽

诺邦股份通过成立新公司及并购子公司持续向非织造材料制品方向拓展产业链。公司控股子公司邦怡科技与杭州国光分别致力于干巾、湿巾业务的拓展, 共同依托诺邦股份的原材料优势, 实现干巾和湿巾业务领域互补, 提升行业影响力和盈利能力。2019 年公司收入 10.98 亿元 (+17.31%), 归母净利润 0.83 亿元 (+49.36%), 业绩保持快速增长。其中水刺非织造材料与制品营收增速分别为 4.75%、26.50%; 邦怡科技与杭州国光 (含纳奇科) 收入分别为 1.2 亿元、5.7 亿元。

● 疫情拉动湿巾需求上升, 2020Q1 业绩增长迅速

受益疫情期间消毒湿巾需求大幅增加, 公司 2020Q1 实现营收 3.38 亿元 (+36.24%), 归母净利润 0.49 亿元 (+225.71%), 业绩显著提升; 消毒湿巾毛利率相较 2019 年同期约提升 24.0pct, 大幅增加至 50% 以上, 带动公司毛利率增加至 39.01% (+14.16pct), 净利率增加 14.6pct 至 22.84%, 盈利能力显著提升。

● 量价齐升拉动业绩增长, 自有品牌占比呈现快速提升趋势

量: 1) 产能端: 2019 年募投项目建设完毕, 纳奇科德清工厂一期顺利投产, 预计公司 2020-2022 年每年新增产能 30% 左右; 2) 销售端: 疫情带动卫生观念转变, 行业规模预计将持续扩大。2020Q1 由于春节和疫情停工因素, 公司产量和销量受到负面影响, 预计二季度销量增速将有所提升。价: 1) 产品价格提升: 我们预计 5-6 月公司水刺非织造材料提价约 20% 左右; 2) 产品结构改善: 2020Q1 自有品牌销量增幅显著, 预计将持续增加; 水刺非织造材料制品增速较快, 占比预计提升。

● 风险提示: 原材料价格波动影响; 自有品牌销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	936	1,098	1,512	1,896	2,371
YOY(%)	51.4	17.3	37.7	25.3	25.1
归母净利润(百万元)	55	83	210	254	327
YOY(%)	7.1	49.4	155.0	20.8	28.8
毛利率(%)	23.6	28.2	35.3	34.1	34.5
净利率(%)	5.9	7.5	13.9	13.4	13.8
ROE(%)	7.7	10.3	21.4	20.8	21.3
EPS(摊薄/元)	0.46	0.69	1.75	2.12	2.73
P/E(倍)	91.7	61.4	24.1	19.9	15.5
P/B(倍)	6.2	5.7	4.7	3.9	3.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 集非织造材料与制品于一体，2019 年公司业绩靓丽.....	3
1.1、 诺邦股份：集非织造材料与制品于一体的品牌企业.....	3
1.2、 2019 年业绩靓丽，水刺非织造材料制品收入增速较快.....	5
2、 2020Q1 业绩增长迅速，疫情拉动消毒湿巾需求上升.....	6
3、 量价齐升拉动业绩增长，自有品牌占比呈现快速提升趋势.....	7
3.1、 量：2020-2022 预计每年新增产能 30%左右，自有品牌销售增长可期.....	7
3.1.1、 产能端：募投项目成功投产，预计每年新增 30%产能.....	7
3.1.2、 销售端：行业发展稳健，预计 2020Q2 销量增速提升.....	8
3.2、 价：价格长期稳中有升，产品结构升级.....	8
4、 盈利预测与投资建议.....	9
5、 风险提示.....	10
附：财务预测摘要.....	11

图表目录

图 1： 诺邦股份旗下子公司及持股比例.....	3
图 2： 邦怡主打干巾产品.....	4
图 3： 小植家主打中高端母婴产品.....	4
图 4： 公司业绩增长迅速.....	6
图 5： 公司盈利能力显著提升.....	7
图 6： 纳奇科德清工厂一期项目竣工投产.....	8
图 7： 国光拥有 75%酒精湿巾、酒精棉片等多款消毒用品.....	9
表 1： 诺邦股份主要产品及用途.....	3
表 2： 水刺非织造材料制品收入增速较快.....	5
表 3： 2019 年公司整体盈利能力提升（%）.....	6
表 4： 2019 年公司募投项目建设完毕.....	7
表 5： 与可比公司相比诺邦股份具备估值优势.....	10

1、集非织造材料与制品于一体，2019 年公司业绩靓丽

1.1、诺邦股份：集非织造材料与制品于一体的品牌企业

诺邦股份致力于水刺非织造材料技术开发和生产，产品主要分为水刺非织造材料和水刺非织造材料制品两大类。目前公司已发展成为提供专业差异化产品的产业链化企业，生产的水刺非织造材料主要应用于民用清洁、工业用材、美容护理及医用材料 4 大领域，生产的水刺非织造材料制品主要包括工业擦拭材料，及干巾、湿巾、化妆棉等个人卫生护理产品。

表1: 诺邦股份主要产品及用途

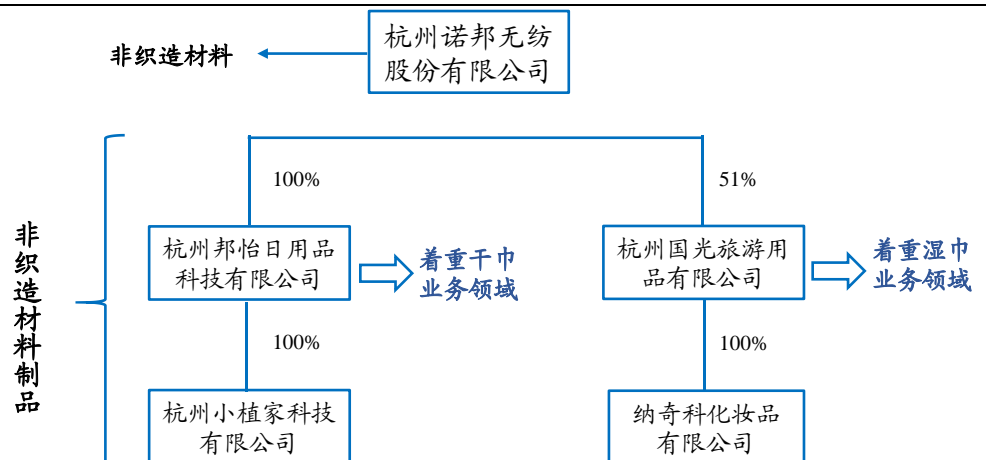
产品	种类	主要产品及用途
水刺非织造材料	美容护理类	面膜系列、干巾等的基材
	民用清洁类	卫用抹布、除尘材料、普通湿巾材料及散立冲等湿巾材料
	工业用材类	工业清洁、装饰材料、汽车用材、环保过滤材料、合成革基布等
	医用材料类	医用防护材料、医用辅料等
水刺非织造材料制品		工业用擦拭材料；个人卫生护理产品，包括：湿巾、干巾、化妆棉等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司现已成为全球水刺非织造材料行业中技术领先的国际型企业之一。诺邦股份于 2002 年由杭州老板实业集团投资设立，2017 年在上海证券交易所挂牌上市。公司以国内市场为基础，努力开拓海外市场，以直销形式搭建了遍布全球的销售网络。成立迄今，公司为国内、国际 500 余家企业客户提供了卓越的产品和技术解决方案，以领先的技术和差异化高端品质在业界树立了良好的口碑，连续 8 年入选中国非织造布行业十强企业。

为完善企业布局，诺邦股份通过成立新公司及并购子公司，持续向非织造材料制品方向拓展产业链。诺邦股份主要为旗下子公司提供水刺非织造材料；邦怡科技主要致力于干巾业务的拓展；杭州国光则致力于湿巾业务的拓展，共同依托诺邦股份的原材料优势，实现公司干巾和湿巾业务领域的互补，提升行业影响力和盈利能力。

图1: 诺邦股份旗下子公司及持股比例



资料来源：公司公告、开源证券研究所

- **杭州邦怡科技有限公司:** 于 2006 年由诺邦股份投资创立, 产品以干巾为主, 包括洗脸巾、厨房擦拭用品等。邦怡以诺邦股份作为原材料供应商, 利用诺邦在水刺非织造材料行业内的尖端科技, 以其严格的品质和现代化管理为保证, 专注水刺非织造材料制品深加工和皮肤清洁、护理方面的研究, 其稳定的供货能力和产品质量业界领先。公司持续为日本、美国、韩国、澳大利亚等大型国际企业提供有效的产品解决方案和 OEM、ODM 生产配套服务。2019 年, 邦怡建设的国内最大干巾生产车间落成投产, 公司现有专业化生产基地 8000 平米, 先进生产线 30 余条, 是国内品类较全、专业领先的干巾生产基地。
- **杭州小植家科技有限公司:** 专注于中高端母婴护理用品的研发和生产, 产品包括棉柔巾、一次性浴巾、大豆柔巾等。“小植家 seasons”品牌成立于 2014 年, 2017 年, 邦怡科技的全资子公司杭州小植家科技有限公司成立。小植家坚持“植物提取, 真心呵护”的品牌主旨。

图2: 邦怡主打干巾产品



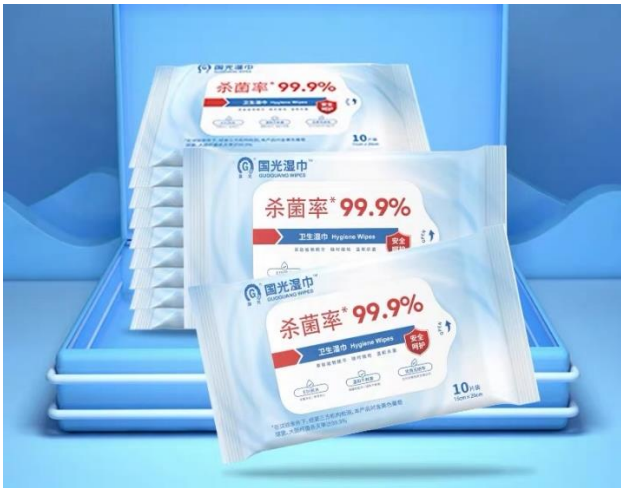
资料来源: 公司官网

图3: 小植家主打中高端母婴产品



资料来源: 公司官网

- **杭州国光旅游用品有限公司:** 杭州国光成立于 1998 年, 现已成长为一家人致力于各种多功能、高性能、环保型湿巾的开发及应用技术研发生产的高新技术企业, 出口规模持续多年位居行业前列。2017 年诺邦以现金 22,000 万元收购杭州国光 51% 股权。国光产品主要包括婴儿护肤湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、医用湿巾、宠物湿巾、汽车湿巾等, 旗下品牌包括“国光”、“全棉爸爸”、“索夫蕾”、“贝尔婴”, 其中 2020 年公司所销售湿巾以国光品牌为主。
- **纳奇科化妆品有限公司:** 2017 年杭州国光成立全资子公司纳奇科化妆品有限公司, 是一家集研发、生产、销售于一体的专业化妆品生产制造企业。公司产品出口欧美、日本等 40 多个国家和地区, 长期为国内外众多知名品牌提供优质专业的服务。2019 年年底, 纳奇科一期项目全面投产, 大幅提升企业产能。

图 9: 国光以酒精消毒湿巾等湿巾产品为主


资料来源: 公司官网

图 10: 邦怡以洁面巾等干巾产品为主


资料来源: 公司官网

1.2、2019 年业绩靓丽，水刺非织造材料制品收入增速较快

2019 全年诺邦股份实现营业收入 10.98 亿元 (+17.31%)，归母净利润 0.83 亿元 (+49.36%)，业绩保持快速增长。分产品来看：

1) 水刺非织造材料：实现营收 4.19 亿元 (+4.75%)，收入占比下降 4.57pct 至 38.16%。其中民用清洁类、美容护理类、工业用材类、医用材料类产品分别实现营收 2.46/0.63/0.77/0.33 亿元，分别同比增长 27.46%、-29.21%、-9.41%、0.17%。

2) 水刺非织造材料制品：实现营收 6.73 亿元 (+26.50%)，收入占比提升 4.46pct 至 61.29%。其中擦布、湿巾、其他产品分别实现营收 0.73/5.71/0.29 亿元，分别同比增长 1.39%、28.03%、107.14%。

表2: 水刺非织造材料制品收入增速较快

	2019		2018		同比增长
	营收(亿元)	占比	营收(亿元)	占比	
水刺非织造材料制品	6.73	61.29%	5.32	56.84%	26.50%
擦布	0.73	6.65%	0.72	7.69%	1.39%
湿巾	5.71	52.00%	4.46	47.65%	28.03%
其他主营业务	0.29	2.64%	0.14	1.50%	107.14%
水刺非织造材料	4.19	38.16%	4.00	42.74%	4.75%
民用清洁类	2.46	22.40%	1.93	20.62%	27.46%
美容护理类	0.63	5.74%	0.89	9.51%	-29.21%
工业用材类	0.77	7.01%	0.85	9.08%	-9.41%
医用材料类	0.33	3.01%	0.33	3.53%	0.17%
营业总收入	10.98	100.00%	9.36	100.00%	17.31%

数据来源: Wind、开源证券研究所

分公司来看，我们估计，1) 邦怡 2019 年收入约 1.2 亿元，其中自有品牌约 1000 万元左右；2) 杭州国光(含纳奇科)收入约 5.7 亿，同比增加 62.82%，其中自有品牌占比较低。

盈利能力方面，2019 年公司整体毛利率为 28.20% (+4.56pct)，净利率为 9.68%

(+2.01pct)，盈利能力整体有所上升。分产品来看：1) 水刺非织造材料：毛利率为 26.28%，同比提升 5.35pct，其中除美容护理类毛利率有所下降外，其余各项业务毛利率均大幅提升。2) 水刺非织造材料制品：毛利率为 28.89%，同比提升 3.82pct。其中湿巾业务毛利率提升 3.95pct 至 27.87%，擦布业务毛利率提升 4.68pct 至 37.16%。

表3: 2019 年公司整体盈利能力提升 (%)

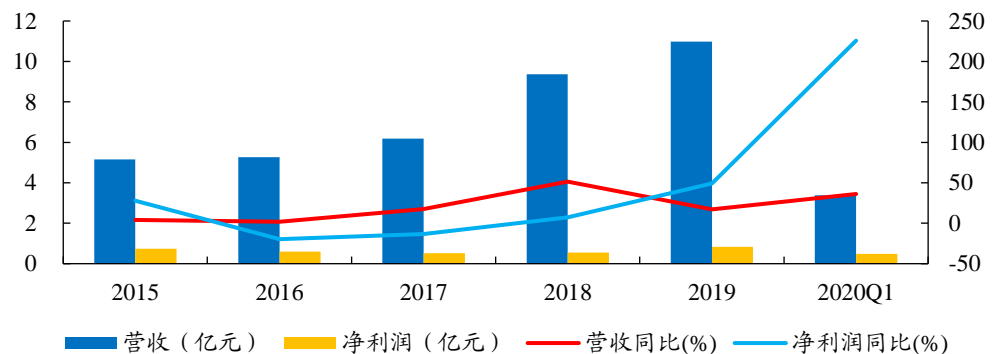
	2019	2018	同比增长
水刺非织造材料制品	28.89	25.07	3.82
湿巾	27.87	23.92	3.95
擦布	37.16	32.48	4.68
其他主营业务	28.13	23.51	4.62
水刺非织造材料	26.28	20.93	5.35
民用清洁类	26.41	17.93	8.48
工业用材类	26.94	21.03	5.91
美容护理类	22.69	25.02	(2.33)
医用材料类	30.65	27.16	3.49
整体毛利率	28.20	23.64	4.56

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2020Q1 业绩增长迅速，疫情拉动消毒湿巾需求上升

受益疫情期间消毒湿巾需求大幅增加，公司 2020 年一季度业绩靓丽。诺邦股份 2020Q1 实现营收 3.38 亿元，同比增加 36.24%；归母净利润为 0.49 亿元，同比增加 225.71%。

图4: 公司业绩增长迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

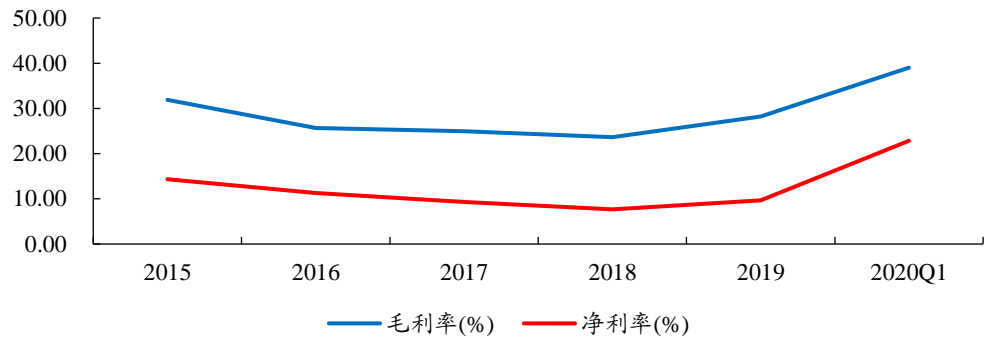
分公司来看：

1) **诺邦本部**：我们估计 2020Q1 公司本部业务实现营业收入 1.69 亿元，同比增长 17.03%，其中邦怡自有品牌干巾业务收入约 1000 万左右。实现净利润 1,949 万元，同比增长 110.89%。

2) **杭州国光（包含其子公司纳奇科）**：实现营业收入 2.02 亿元，增长 71.37%，其中自有品牌消费湿巾收入达 1 亿左右。净利润 5,833 万元，增长 396.66%，共计并表净利润 2,900 万元，大幅增厚公司整体业绩。

盈利能力方面，2020Q1 湿巾业务带动毛利率、净利率显著提升。消毒湿巾毛利率相较 2019 年同期约提升 24.0pct，大幅增加至 50%以上，带动公司整体毛利率上升至 39.01% (+14.16pct)。公司净利率大幅增加 14.60pct 至 22.84%，盈利能力显著提升。

图5：公司盈利能力显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、量价齐升拉动业绩增长，自有品牌占比呈现快速提升趋势

3.1、量：2020-2022 预计每年新增产能 30%左右，自有品牌销售增长可期

3.1.1、产能端：募投项目成功投产，预计每年新增 30%产能

公司现有九条水刺生产线和一条研发试验线，覆盖干法梳理、湿法成形和干湿混合等生产工艺，产能由 2018 年底的 3 万多吨提升至 4 万多吨。公司拥有国内首条企业自建水刺非织造材料实验线，生产规模在国内水刺非织造材料行业处于领先水平。我们预计，公司 2020-2022 年产能将保持每年 30%左右增速，为公司业绩增长带来增量。

公司年产 15000 吨产业用水刺复合非织造材料等募投项目建设完毕，公司产能有望进一步提升。截至 2019 年 12 月，公司首次公开发发行募投的多功能复合生产线技改项目、高端清洁水刺材料生产线技改项目、年产 15,000 吨产业用水刺复合非织造材料项目均已建设完毕，共计投入资金 1.86 亿元。

表4：2019 年公司募投项目建设完毕

项目原有名称	变更后项目名称	实际投入金额（万元）	项目达到预定可使用状态日期
年产 5,000 吨水刺复合环保非织造材料技改项目	多功能复合生产线技改项目	1,265.08	2018 年 12 月
	高端清洁水刺材料生产线技改项目	1,617.15	2019 年 12 月
年产 15,000 吨产业用水刺复合非织造材料项目	年产 15,000 吨产业用水刺复合非织造材料项目	15,713.47	2019 年 9 月
	合计	18,595.70	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2019年纳奇科德清工厂一期建设项目顺利投产，使公司产能进一步提升。子公司纳奇科生产的主要产品为医用护理系列产品、湿巾、保湿面膜，年产能：医用护理系列产品5000万片/年、湿巾系列9700万包/年、保湿护肤面膜2500万片/年。为进一步开拓市场，公司于2017年9月启动纳奇科德清工厂一期建设项目，进行搬迁扩建，同时购置高速湿巾流水线、全自动面膜包装机等设备扩大产能，关停免洗洗手液生产业务（纳奇科原有产品为湿巾、面膜、免洗洗手液；产能为湿巾1,500万包/年、面膜3000万片/年、免洗洗手液2000万套/年）。

项目于2019年12月完成竣工核验，投产后纳奇科的生产产品变更为医用护理系列产品、湿巾、保湿面膜，预计德清工厂一期项目的竣工投产将会为诺邦股份卫生用品、医疗器械业务带来新的产销量的进一步提升。

图6：纳奇科德清工厂一期项目竣工投产



资料来源：浙江发展改革委员会

3.1.2、销售端：行业发展稳健，预计2020Q2销量增速提升

从行业发展来看，由于非织造材料本身具备多种优点，应用场景较为广泛，非织造布行业近年来在我国发展迅猛，中国已成为全球最大的非织造布生产国与消费国。长期来看，预计行业将继续稳健发展，规模持续扩大，带动行业龙头企业销量提升。

从消费习惯来看，由于疫情带动了卫生观念的转变，消费者会更加注重日常的消毒和卫生，长期来看消毒湿巾等民用清洁类产品销量将持续提升。并且2020年一季度由于春节和疫情停工的因素，公司产量和销量都受到一定负面影响，我们预计二季度销量增速将有所提升。

3.2、价：价格长期稳中有升，产品结构升级

产品价格方面，我们预计5-6月公司水刺非织造材料提价约20%左右。公司定价策略是成本加成模式，不受周期影响，主要生产差异化高端产品，净利率长期维持在10%-15%左右。2020年4月中旬开始，疫情影响下水刺非织造材料需求增加，水刺非织造材料及其原料价格都出现上涨，公司产品价格显著提升。

短期来看消毒湿巾市场需求、价格有所回调，长期预计维持稳中有升。2020Q2随着更多厂商加入，湿巾行业竞争加剧，且疫情逐渐趋于稳定，湿巾产品毛利率有所

下降，因此公司进行了相应的调整，逐渐调低消毒湿巾的产量占比。但长期来看，疫情带动了卫生观念的转变，消费者会更加注重日常的消毒和卫生，且公司计划未来加强品牌运营，逐渐提升国光品牌知名度、影响力。长期来看，我们预计消毒湿巾价格、销量及毛利率将保持稳中有升。

图7：国光拥有 75%酒精湿巾、酒精棉片等多款消毒用品



资料来源：国光官网

产品结构方面，我们预计公司将进行产品结构升级，提升毛利率较高的产品比重，加强品牌运营：

1) 提升自有品牌占比：据我们估计，2020Q1 公司干巾自有品牌销售收入约为 1,000 万元以上，已超过 2019 年全年销售额；我们估算 2019 年湿巾自有品牌业务规模较小，2020 年销售额增加至 1 亿元左右，整体自有品牌销量增幅显著，且预计将持续增加。

盈利能力方面，自有品牌产品毛利率相较代工业务更高，据我们估计，干巾和湿巾自有品牌毛利率约为 50%，随着疫情稳定将有所下降，但通过提升自有品牌产品占比，预计公司整体毛利率将保持提升趋势。

2) 提升水刺非织造材料制品占比：下游制品毛利率高于上游非织造材料，2020Q1 公司水刺非织造材料（剔除湿巾）毛利率为 28%，公司整体毛利率为 39%；2019 年公司水刺非织造材料毛利率为 26.28%，水刺非织造材料制品毛利率为 28.895%。通过提升非织造材料制品业务占比，公司毛利率有望进一步提升。

4、盈利预测与投资建议

诺邦股份主要从事水刺非织造材料及水刺非织造材料制品的开发生产，现已成为全球水刺非织造材料行业中技术领先的国际型企业之一，产业链上下游完善，行业影响力持续提升。考虑到诺邦股份主业为干巾、湿巾业务，我们选择中顺洁柔为可比公司；同时考虑到公司兼具代工业务和自有品牌，我们选取开润股份为可比公司。

与以上可比公司相比，诺邦股份目前具备估值优势。

表5: 与可比公司相比诺邦股份具备估值优势

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
开润股份	27.72	10.5	34.9	26.8	24.1	17.9	14.1
中顺洁柔	21.17	27.2	18.0	19.4	36.1	30.6	25.6
均值		18.8	26.5	23.1	30.1	24.2	19.9
诺邦股份	42.21	155.0	20.8	28.8	24.1	19.9	15.5

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘日期为 2020/6/23 日)

从销量来看, 1) 供给端: 2019 年募投项目建设完毕, 纳奇科德清工厂一期顺利投产, 预计公司 2020-2022 年每年新增产能 30% 左右; 2) 需求端: 疫情带动卫生观念转变, 行业规模预计将持续扩大。2020Q1 由于春节和疫情停工因素, 公司产量和销量受到负面影响, 预计二季度销量增速将有所提升。

从销售价格来看, 1) 产品价格提升: 我们预计 5-6 月公司水刺非织造材料提价约 20% 左右; 2) 产品结构改善: 2020Q1 自有品牌销量增幅显著, 预计将持续增加; 水刺非织造材料制品增速较快, 占比预计持续提升。

量价齐升有望带动公司业绩规模提升, 相对高毛利率自有品牌产品、水刺非织造材料制品占比上升, 有望带动公司整体盈利能力提升。我们预计, 2020-2022 年, 公司归母净利润分别为 2.10/2.54/3.27 亿元, 对应 EPS 分别为 1.75/2.12/2.73 元, 当前股价对应 PE 为 24/20/16 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5、风险提示

原材料价格波动影响; 自有品牌销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	665	602	679	1058	1314
现金	334	205	220	320	418
应收票据及应收账款	116	137	131	223	320
其他应收款	13	11	12	22	22
预付账款	7	7	21	13	33
存货	142	166	227	393	413
其他流动资产	54	76	68	88	109
非流动资产	821	1007	1219	1403	1631
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	403	584	790	962	1163
无形资产	111	123	135	149	164
其他非流动资产	307	300	295	292	305
资产总计	1485	1609	1898	2461	2945
流动负债	526	563	602	850	923
短期借款	49	36	36	36	36
应付票据及应付账款	293	389	457	625	719
其他流动负债	184	137	110	189	168
非流动负债	24	18	25	31	38
长期借款	5	0	7	13	20
其他非流动负债	19	18	18	18	18
负债合计	550	581	628	881	962
少数股东权益	113	137	199	273	368
股本	120	120	120	120	120
资本公积	328	328	328	328	328
留存收益	375	443	642	873	1163
归属母公司股东权益	822	891	1071	1307	1615
负债和股东权益	1485	1609	1898	2461	2945

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	113	218	276	365	427
净利润	72	106	272	328	423
折旧摊销	46	52	57	75	96
财务费用	-4	-2	0	-0	-1
投资损失	-6	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	-2	50	-50	-34	-87
其他经营现金流	8	13	-0	-0	-0
投资活动现金流	-11	-185	-239	-256	-321
资本支出	204	258	213	184	228
长期投资	0	-2	0	0	0
其他投资现金流	194	71	-27	-72	-93
筹资活动现金流	-32	-102	-21	-10	-8
短期借款	-1	-13	0	0	0
长期借款	-129	-5	7	6	7
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	98	-84	-29	-16	-16
现金净增加额	73	-67	15	100	98

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	936	1098	1512	1896	2371
营业成本	715	788	978	1250	1553
营业税金及附加	6	7	11	13	16
营业费用	64	80	100	123	154
管理费用	43	52	68	83	102
研发费用	37	44	48	57	71
财务费用	-4	-2	0	-0	-1
资产减值损失	10	-9	0	0	0
其他收益	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	2	3	4	4
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	74	123	311	374	480
营业外收入	5	1	3	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	79	124	313	376	483
所得税	7	18	41	48	60
净利润	72	106	272	328	423
少数股东损益	17	24	62	74	96
归母净利润	55	83	210	254	327
EBITDA	117	171	365	444	569
EPS(元)	0.46	0.69	1.75	2.12	2.73

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	51.4	17.3	37.7	25.3	25.1
营业利润(%)	26.3	66.3	152.1	20.4	28.5
归属于母公司净利润(%)	7.1	49.4	155.0	20.8	28.8
获利能力					
毛利率(%)	23.6	28.2	35.3	34.1	34.5
净利率(%)	5.9	7.5	13.9	13.4	13.8
ROE(%)	7.7	10.3	21.4	20.8	21.3
ROIC(%)	6.4	10.8	23.7	23.5	24.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.0	36.1	33.1	35.8	32.6
净负债比率(%)	-15.5	-15.2	-12.8	-16.1	-17.2
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	9.7	8.7	11.3	10.7	8.7
应付账款周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	1.75	2.12	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.81	2.30	3.04	3.56
每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.42	8.93	10.90	13.46
估值比率					
P/E	91.7	61.4	24.1	19.9	15.5
P/B	6.2	5.7	4.7	3.9	3.1
EV/EBITDA	43.2	29.4	14.0	11.4	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835