

诺邦股份 (603238.SH) 无纺布行业筑底出清，龙头业绩稳中向好

2023年08月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/18
当前股价(元)	12.82
一年最高最低(元)	18.41/9.96
总市值(亿元)	22.76
流通市值(亿元)	22.76
总股本(亿股)	1.78
流通股本(亿股)	1.78
近3个月换手率(%)	47.41

● 水刺无纺布龙头，卷材向好&制品持续发力，首次覆盖，给予“买入”评级
诺邦股份作为中国水刺无纺布龙头，多年来深耕水刺无纺布材料和制品，积累较多优质客户。目前上游卷材行业处于筑底出清阶段，下游制品方兴未艾。公司凭借差异化产品及稳定的优质大客户，业绩稳中向好，我们预计2023-2025年归母净利润分别为0.70/1.00/1.27亿元，对应EPS为0.40/0.56/0.71元，当前股价对应PE为32.4/22.8/18.0倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业趋势：无纺布行业筑底出清，下游制品方兴未艾

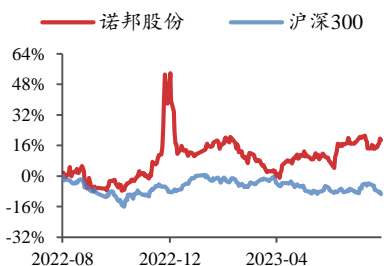
(1) 无纺布行业筑底出清，龙头有望持续抢占份额。疫情期间行业积极扩张导致企业盈利能力承压，疫后由于下游需求回落，行业处于筑底出清阶段，较多中小企业没有客户积累且抗风险能力较差，未来随着中小企业出清后供需恢复平衡，叠加成本压力缓解，无纺布市场规模和企业盈利能力将持续回升，龙头企业有望凭借稳定大客户和规模优势持续抢占份额。**(2) 湿巾海内外市场规模持续增长。**2022年全球/中国湿巾市场规模分别达到170亿美元/126亿元，2017-2022年CAGR分别为4.5%/13.4%，未来有望持续增长。其中湿厕纸增速快于其他品类，行业渗透率有望持续提升。2022年湿厕纸市场规模为15.62亿元，2017-2022年CAGR为42.71%，2022年中国湿厕纸渗透率仅4%，未来随着湿厕纸品质提升以及消费者教育推广，湿厕纸有望进一步替代传统干巾，渗透率持续提升。

● 未来看点：卷材盈利能力向好，制品持续发力贡献业绩

(1) 卷材：产品结构优化抵消价跌影响，长期盈利能力有望持续回升。短期来看，差异化产品和散立冲占比的提升，将有效抵消均价下降影响。长期来看，行业出清下产品价格有望回升，同时，原材料价格下降叠加公司降本增效也将有效缓解成本端压力。**(2) 制品：国光湿巾出口有望持续增长，诺邦发力自有品牌。**湿巾出口增长叠加下游大客户稳定，国光业绩持续向好。小植家具备差异化和供应链优势，有望持续打造爆品打开市场。

● 风险提示：行业出清不及预期、自有品牌拓展不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,519	1,589	1,847	2,078	2,321
YOY(%)	-24.4	4.6	16.2	12.5	11.7
归母净利润(百万元)	97	38	70	100	127
YOY(%)	-63.8	-61.0	86.4	42.1	26.6
毛利率(%)	23.6	13.8	17.2	19.3	19.7
净利率(%)	6.4	2.4	3.8	4.8	5.5
ROE(%)	7.5	3.4	5.7	7.6	8.7
EPS(摊薄/元)	0.54	0.21	0.40	0.56	0.71
P/E(倍)	23.6	60.3	32.4	22.8	18.0
P/B(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、诺邦股份：国内水刺无纺布龙头，卷材制品产业链一体化.....	4
1.1、发展历程：逐步拓展卷材产线和下游制品，完善产业链布局.....	4
1.2、股权结构：股权结构集中，高管团队经验丰富.....	5
1.3、财务分析：卷材和制品业务共同发力，控费下盈利能力改善.....	6
2、行业趋势：无纺布行业筑底出清，下游制品方兴未艾.....	8
2.1、无纺布：行业筑底出清，龙头有望持续抢占份额.....	8
2.2、湿巾：海内外市场规模持续增长，湿厕纸增速快于其他品类.....	10
2.3、湿厕纸：湿巾龙头纷纷布局，行业渗透率有望持续提升.....	11
3、未来看点：卷材盈利能力向好，制品持续发力贡献业绩.....	13
3.1、卷材：产品结构优化抵消价跌影响，长期盈利能力有望持续回升.....	13
3.1.1、短期来看：产品结构优化，有效抵消均价下降影响.....	13
3.1.2、长期来看：行业出清叠加降本增效，盈利能力有望持续回升.....	13
3.2、制品：国光湿巾出口有望持续增长，诺邦发力自有品牌.....	14
3.2.1、国光：湿巾出口增长叠加下游大客户稳定，业绩持续向好.....	14
3.2.2、小植家：具备差异化和供应链优势，有望持续打造爆品打开市场.....	16
4、盈利预测与投资建议.....	17
5、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1：公司深耕水刺非织造材料，下拓至制品延伸产业链.....	4
图 2：逐步拓展卷材产线和下游制品，完善产业链布局.....	5
图 3：股权结构集中，创始人间接控股 46.67%（截止 2023Q1）.....	5
图 4：2017-2022 年公司收入保持稳健增长.....	6
图 5：2023Q1 归母净利润呈现改善态势.....	6
图 6：收购国光后，制品业务保持较快增速.....	7
图 7：国光继续深耕湿巾领域，2022 年收入同增 10.7%.....	7
图 8：疫情期间盈利能力持续承压，2023Q1 同比改善.....	7
图 9：控费效果显著抵消部分成本上涨影响.....	7
图 10：2023Q1 存货周转天数同比下降 34 天.....	8
图 11：2023Q1 经营活动现金流净额同比增长 62.8%.....	8
图 12：疫情期间，无纺布产销量均同比增长 30%+.....	8
图 13：剔除疫情影响，水刺无纺布规模保持平稳增长.....	8
图 14：7 月华东水刺无纺布平均价格同比下降 4.16%.....	9
图 15：企业 7 月开工率为 30.8%，同比下降 13.4pct.....	9
图 16：疫情期间成立 2619 家无纺布制造企业.....	9
图 17：龙头企业的盈利能力具备韧性.....	9
图 18：全球湿巾市场规模保持稳定增长.....	10
图 19：中国湿巾市场规模复合增速快于全球市场.....	10
图 20：中国湿巾集中度快速提升.....	10
图 21：中国湿巾市场主要玩家大多为老牌纸巾龙头.....	10

图 22: 2022 年我国湿巾人均消费额与英国、美国差距较大 (美元)	11
图 23: 我国湿巾市场以婴儿湿巾、通用湿巾为主, 湿厕纸规模增速较快	11
图 24: 湿厕纸市场规模 2017-2027 年 CAGR 为 29.26%	12
图 25: 对标海外, 中国湿厕纸渗透率较低	12
图 26: 湿巾龙头纷纷布局, 产品开发应对核心痛点	12
图 27: 粘胶短纤/涤纶短纤价格分别同降 17.5%/9.0%	14
图 28: 溶解浆 (浆粕) 价格指数同降 25.2%	14
图 29: 2022 年杭州国光、纳奇科营收较疫情前有所增长	15
图 30: 湿巾出口额 2020-2022 年 CAGR 为 39.6%	15
图 31: 客户为沃尔玛、麦德龙等大型商超以及金佰利、博姿等知名快消零售商	15
图 32: 小植家基于散立冲材料进行产品创新, 价格与同行竞品相近	16
图 33: 邦怡天猫销售额受大单品销售波动影响	17
图 34: 2023Q2 小植家天猫销售额同增 171.7%	17
表 1: 董监高核心人员均具备集团内任职经历, 管理经验丰富	6
表 2: 公司卷材业务布局多条产线	13
表 3: 国光加快智能制造升级, 湿巾产能扩充支撑业务增长	15
表 4: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 0.70/1.00/1.27 亿元	17
表 5: 相对于可比公司, 诺邦股份上下游布局完善	18

1、诺邦股份：国内水刺无纺布龙头，卷材制品产业链一体化

公司深耕水刺非织造材料，下拓至制品延伸产业链。诺邦股份主要从事差异化、个性化的水刺非织造材料及其制品的研发、生产和销售，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。公司产品分为材料和制品两大类；材料方面，有美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等品类；制品方面，公司成立小植家及并购子公司杭州国光持续延伸至终端消费品，拓展湿巾、干巾业务，依托上游生产优势，持续开发新产品，自主研发可冲散全降解环保水刺材料（散立冲），杭州国光不断做深做强湿巾产业，巩固行业龙头地位。

图1：公司深耕水刺非织造材料，下拓至制品延伸产业链

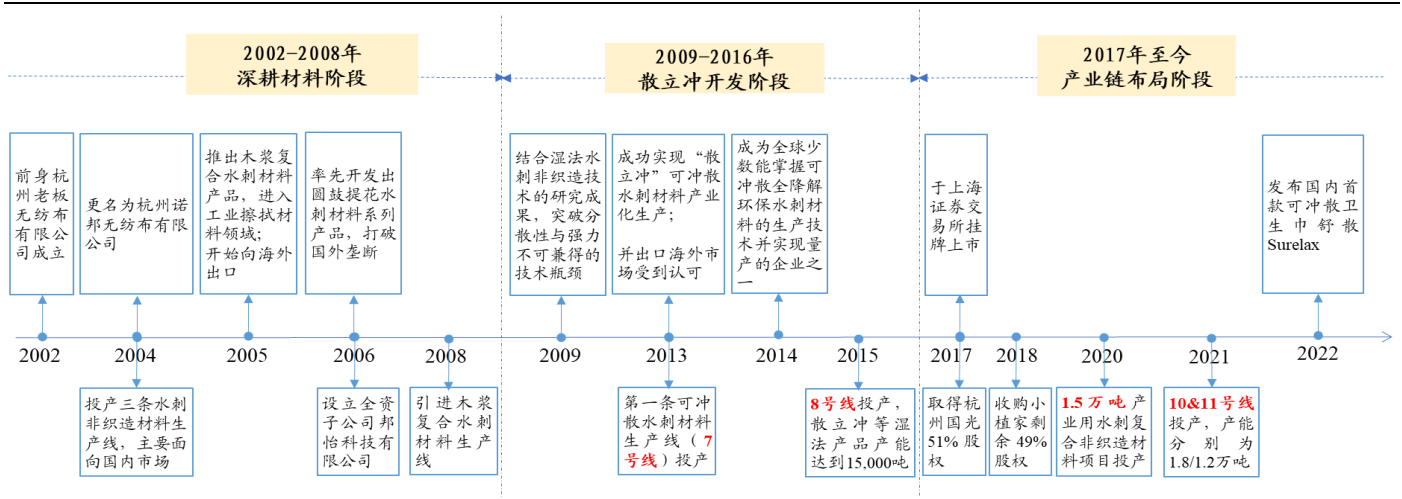


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.1、发展历程：逐步拓展卷材产线和下游制品，完善产业链布局

公司逐步拓展卷材产线和下游制品，完善产业链布局。公司发展历程主要分为三个阶段。第一个阶段：深耕材料阶段（2002-2008年）：公司于2002年成立，2004年起先后投产六条产线，扩大生产规模并拓宽产品类别，逐步拓展海内外销售；第二个阶段：散立冲开发阶段（2009-2016年）：2009年起，公司开始研发散立冲，2013年成功实现“散立冲”可冲散水刺材料产业化生产，并先后投产两条产线实现量产；第三个阶段：产业链布局阶段（2017年至今）：公司于2017年上市，先后收购杭州国光51%的股份、发力小植家，拓展下游制品业务，并继续布局湿巾和散立冲产线；2022年发布国内首款可冲散卫生巾“舒散Surelax”，发力自有品牌。

图2：逐步拓展卷材产线和下游制品，完善产业链布局

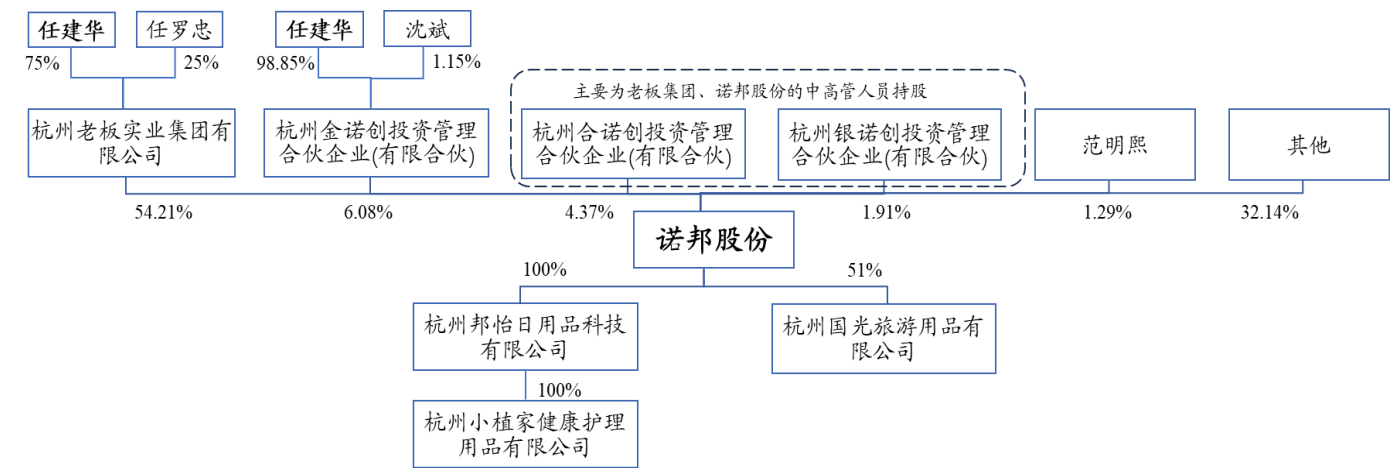


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构集中，高管团队经验丰富

股权结构集中，创始人间接控股 46.67%。截止 2023Q1 末，第一大股东为老板实业集团，持股 54.21%，前五大股东合计控股 67.86%，股权较为集中。创始人任建华先生通过老板实业集团和杭州金诺创投合计间接持股 46.67%，为公司实控人。此外，公司成立邦怡、收购小植家发力下游自有品牌并控股杭州国光发力湿巾业务，延伸产业链。

图3：股权结构集中，创始人间接控股 46.67%（截止 2023Q1）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

董监高核心人员均具备集团内任职经历，管理经验丰富。公司于 2022 年 11 月完成第六届董事会、监事会换届选举以及高管任命。目前任建华任董事长，龚金瑞任董事及总经理，公司核心管理人员均具备集团内任职经历，具有丰富的管理经验。

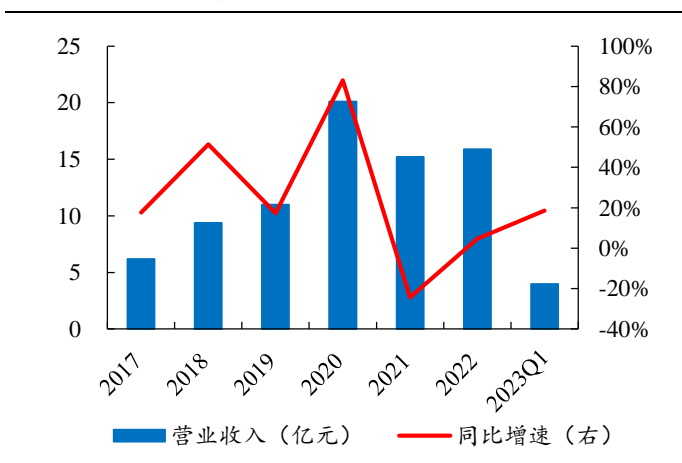
表1: 董监高核心人员均具备集团内任职经历, 管理经验丰富

姓名	职务	简介
任建华	董事长	历任余杭红星五金厂供销科长、厂长, 杭州老板实业集团有限公司董事长、总经理兼党支部书记, 杭州老板家电厨卫有限公司董事长兼总经理。现任杭州诺邦无纺股份有限公司、杭州老板实业集团有限公司、杭州老板电器股份有限公司、杭州国光旅游用品有限公司、杭州安泊家居有限公司董事长等职务。
龚金瑞	董事、总经理	历任杭州育豪水刺布有限公司总经理助理, 宁波育豪水刺布有限公司总经理助理, 锦江水刺布有限公司总经理助理, 余杭思进无纺布有限公司总经理助理, 杭州诺邦无纺股份有限公司副总经理、董事会秘书。现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事、总经理。
任建永	董事、副总经理	曾任职于杭州老板实业集团有限公司。现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事、副总经理, 杭州老板实业集团有限公司董事, 杭州邦怡日用品科技有限公司监事、杭州小植家健康护理用品有限公司执行董事兼总经理。
傅启才	董事、副总经理	1998年创立杭州国光旅游用品有限公司, 任总经理至今。现任杭州国光旅游用品有限公司董事兼总经理, 杭州诺邦无纺股份有限公司董事、副总经理, 浙江省卫生用品商会副会长。
陆年芬	监事会主席	历任余杭博陆镇文化中心出纳, 杭州卫康电器有限公司会计, 杭州老板实业集团有限公司稽核科科员, 杭州诺邦无纺股份有限公司财务负责人。现任杭州诺邦无纺股份有限公司监事会主席, 杭州小植家健康护理用品有限公司监事。
朱力伟	董事会秘书	历任杭州老板电器股份有限公司董事长秘书、战略发展部部长助理、证券投资部部长, 现任杭州国光旅游用品有限公司监事会主席, 杭州诺邦无纺股份有限公司董事会秘书等职务。
张长春	财务总监	历任宏讯电子工业(杭州)有限公司成本管理师, 顿力集团有限公司成本经理, 明康汇生态农业集团有限公司财务经理, 杭州诺邦无纺股份有限公司财务经理。现任杭州诺邦无纺股份有限公司财务负责人。

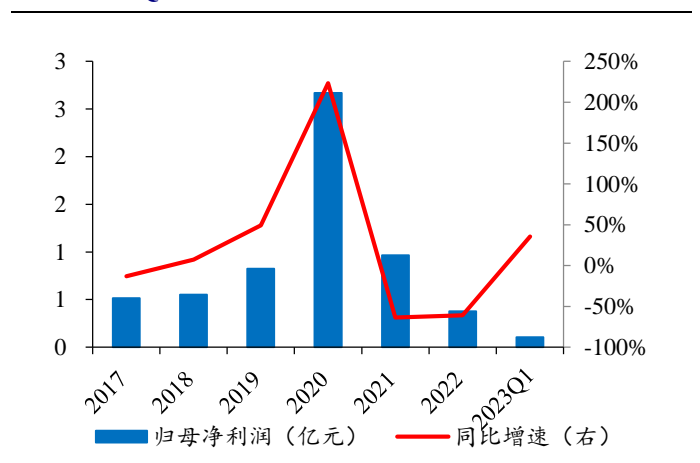
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析: 卷材和制品业务共同发力, 控费下盈利能力改善

公司收入保持稳健增长, 利润端呈现改善态势。公司2022年实现营业收入15.9亿元, 2017-2022年CAGR为20.8%, 2023Q1实现营业收入4.0亿元, 同比增长18.7%, 总体保持稳健增长。公司2022年实现归母净利润0.38亿, 2017-2022年CAGR为-6.1%, 利润端承压, 主要系2020年以来行业产能大幅扩张下低价竞争激烈, 叠加能源和原材料成本不断上涨所致。2023Q1归母净利润0.10亿元, 同比增长35.6%, 业绩呈现改善态势。

图4: 2017-2022年公司收入保持稳健增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

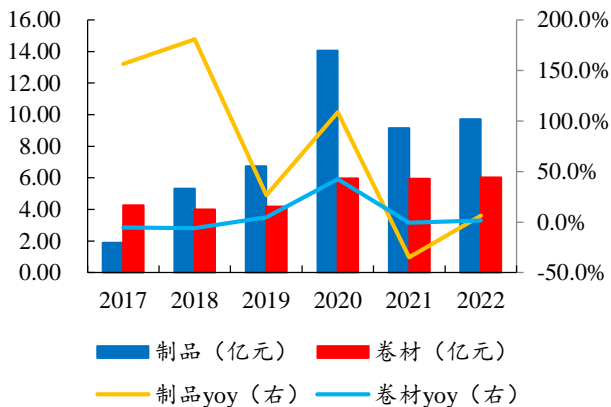
图5: 2023Q1归母净利润呈现改善态势


数据来源: Wind、开源证券研究所

分产品看，2022 年水刺非织造材料制品、水刺非织造材料卷材分别实现营收 9.72/6.03 亿元，2017-2022 年 CAGR 分别为 38.7%/7.2%；收购国光后，制品业务保持较快增速，占比由 2017 年的 30.6% 不断提升至 2022 年的 61.1%。制品业务分公司来看，邦怡 2022 年收入为 0.89 亿元（-22.6%），其中自由品牌小植家实现营收 986.7 万元（-12.2%）；国光（含纳奇科等）2022 年实现收入 8.94 亿元（+10.7%），其中湿巾主业实现营收 4.83 亿元（+38.4%），国光继续深耕湿巾领域，巩固行业龙头地位，保持较快增长。

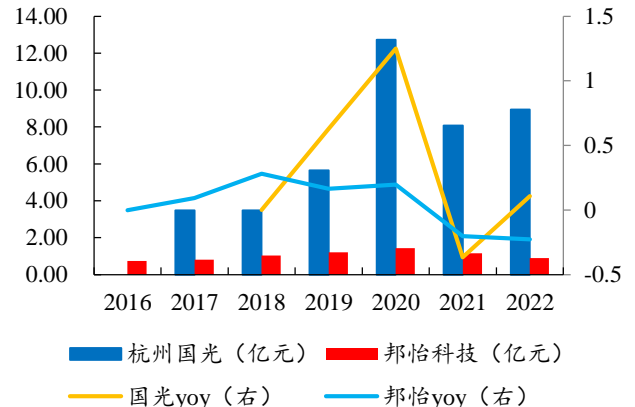
分地区看，2022 年国外、国内分别实现营收 8.99/6.90 亿元，分别同比增长 0.7%/12.1%，国内外均有稳定的优质大客户保证销售。

图6：收购国光后，制品业务保持较快增速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

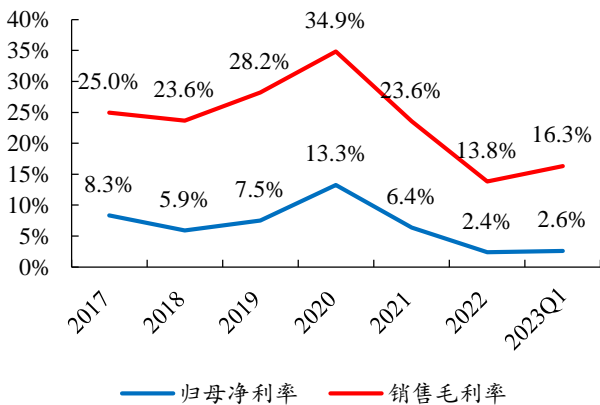
图7：国光继续深耕湿巾领域，2022 年收入同增 10.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

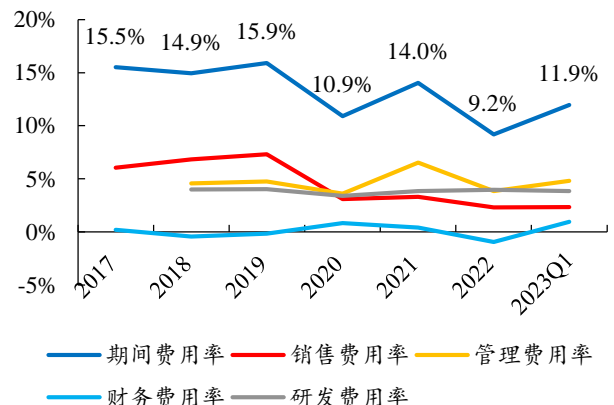
疫情期间盈利能力持续承压，控费效果显著抵消部分成本上涨影响，2023Q1 盈利能力同比改善。2022 年公司毛/净利率分别为 13.8%（-9.7pct）/ 2.4%（-4.0pct），原材料成本上升叠加竞争加剧导致疫情期间盈利能力持续承压，其中制品/卷材的毛利率为 13.78%/13.82%，分别同比下降 4.2/17.3pct，卷材毛利率承压严重。2022 年公司期间费用率为 9.2%（-4.9pct），销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -1.0/-2.7/+0.1/-1.3pct，控费效果显著抵消部分成本上涨影响。2023Q1 公司毛/净利率分别为 16.3%（+0.1pct）/ 2.6%（+0.3pct），2023Q1 盈利能力有所改善。

图8：疫情期间盈利能力持续承压，2023Q1 同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

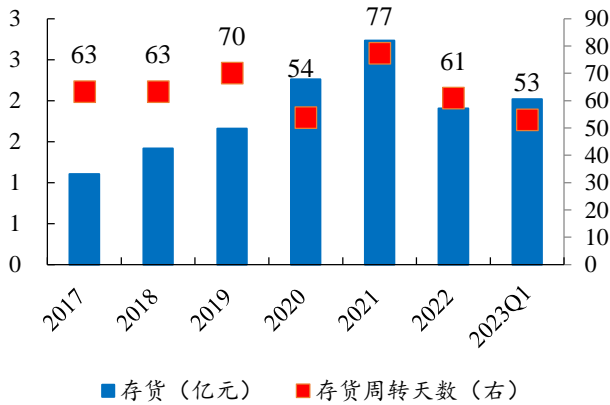
图9：控费效果显著抵消部分成本上涨影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

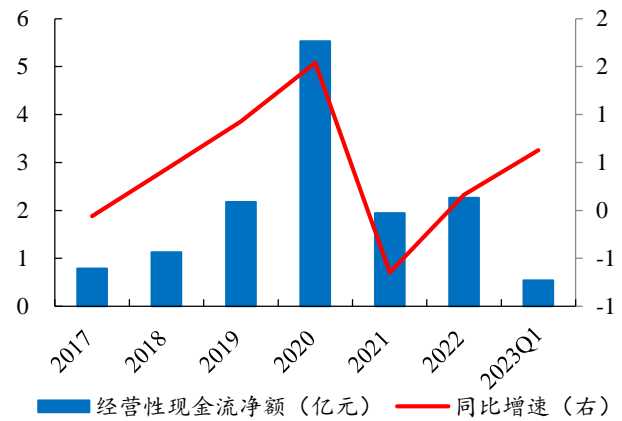
公司营运能力良好,保持健康态势。截止2023Q1,存货规模为2.0亿元(-25.49%),存货周转天数53天(-34天);2023Q1经营活动现金流净额0.5亿元(+62.8%)。现金回流情况良好。

图10: 2023Q1 存货周转天数同比下降 34 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2023Q1 经营活动现金流净额同比增长 62.8%



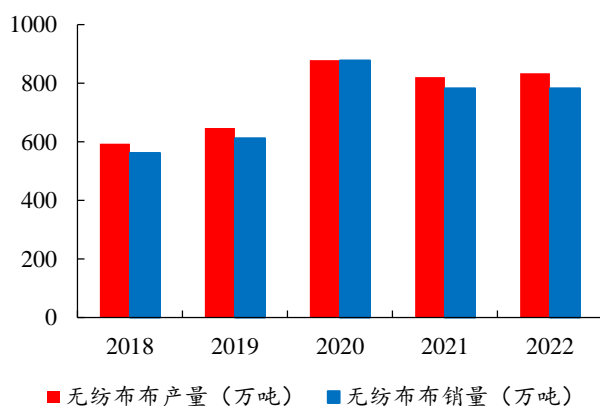
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业趋势: 无纺布行业筑底出清, 下游制品方兴未艾

2.1、无纺布: 行业筑底出清, 龙头有望持续抢占份额

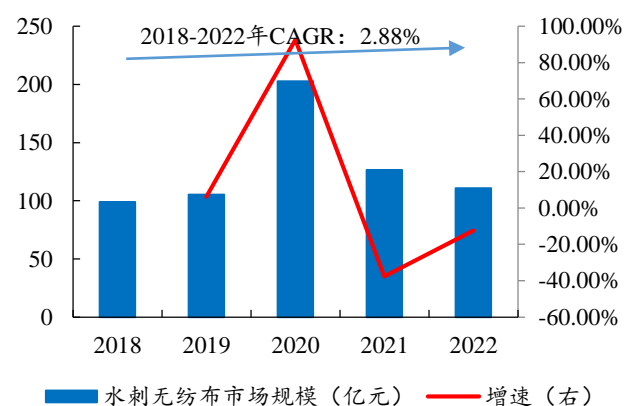
剔除疫情影响, 水刺无纺布规模保持平稳增长。无纺布行业下游应用领域主要为汽车行业、家装行业、用即弃卫生用品、医疗卫生类纺织品。疫情期间, 相关卫生用品、医疗卫生类纺织品需求旺盛, 带动我国无纺布需求量大幅增长, 2020年无纺布销量同比增长43.47%至877.6万吨, 行业随之积极扩产, 2020年无纺布产量同比增长35.85%至878.8万吨; 2021年开始无纺布需求回落, 而产量仍处于较高水平。相较于纺粘、针刺无纺布2022年回落至低于2018年的水平, 2022年水刺无纺布市场规模为110.95亿元, 2018-2022年CAGR为2.88%, 总体保持平稳增长。

图12: 疫情期间, 无纺布产销量均同比增长 30%+



数据来源: 《中国非织造布行业发展深度调研与未来投资研究报告(2023-2030年)》、开源证券研究所

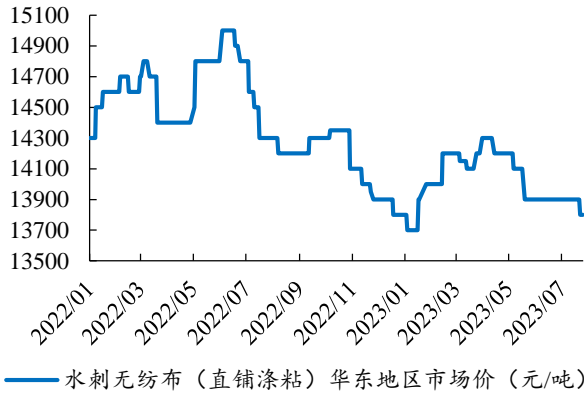
图13: 剔除疫情影响, 水刺无纺布规模保持平稳增长



数据来源: 《中国非织造布行业发展深度调研与未来投资研究报告(2023-2030年)》、开源证券研究所

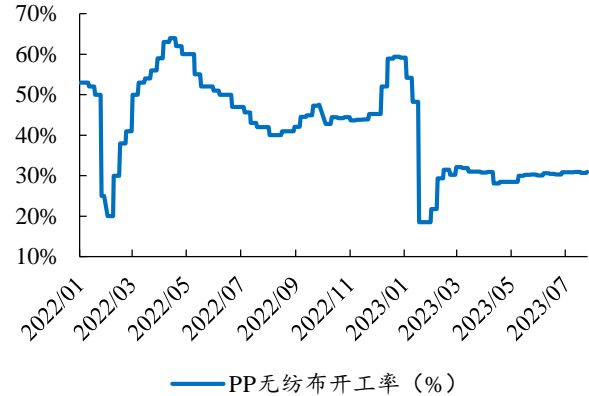
疫后无纺布需求回落，价格和开工率均出现下滑。2022年下半年以来，无纺布价格开始逐步下降，2023年7月华东水刺无纺布平均价格为1.39万元/吨，同比下降4.16%。2023年以来，无纺布企业开工率维持在30%左右，较疫情期间50%左右的水平有明显回落，2023年7月平均开工率为30.8%，同比下降13.4pct，较2022年4月下降31.1pct。

图14：7月华东水刺无纺布平均价格同比下降4.16%



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

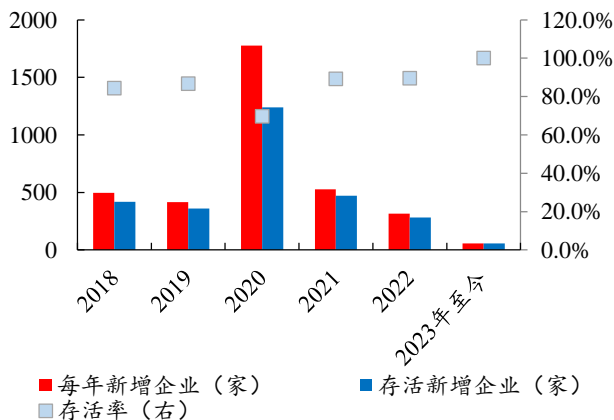
图15：企业7月开工率为30.8%，同比下降13.4pct



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

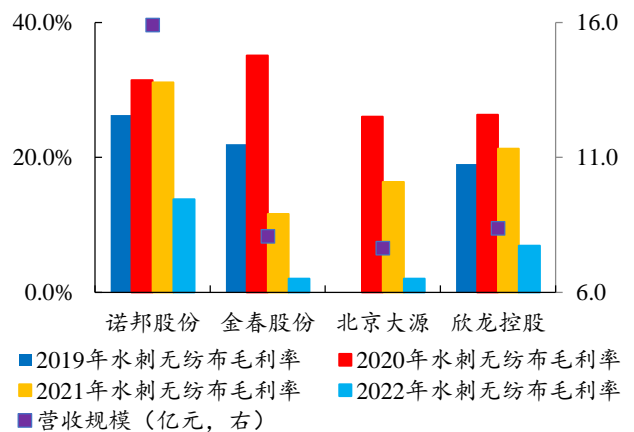
行业处于筑底出清阶段，未来龙头企业有望凭借稳定大客户和规模优势持续抢占份额。一方面，很多无纺布制造中小企业都是疫情期间成立，2018-2019年平均每年新增400-500家企业，而2020-2022年期间新增2619家企业，远高于历史水平，截止2023年8月，这些新增企业的存活率为76%，占目前存量企业数的27.8%，其中现存小微型企业占比超97%，这些中小企业成立时间较短，没有大客户基础，在行业需求回落时，抗风险能力较差，未来有望持续出清。另一方面，在面临价格下降时，龙头凭借其稳定的大客户基础以及规模优势，盈利能力具备韧性。2022年诺邦无纺布毛利率为13.82%，同比下降17.3pct，对比营收规模8亿左右的金春股份、北京大源、欣龙控股，2022年水刺无纺布业务的毛利率分别为2.06%/2.04%/6.94%，同比下降9.6/14.3/14.4pct，诺邦股份这样的龙头企业盈利能力具备韧性。未来随着中小企业出清后供需恢复平衡，叠加成本压力缓解，无纺布市场规模和企业盈利能力将持续回升，龙头企业有望凭借稳定大客户和规模优势持续抢占份额。

图16：疫情期间成立2619家无纺布制造企业



数据来源：企查查、开源证券研究所

图17：龙头企业的盈利能力具备韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、湿巾：海内外市场规模持续增长，湿厕纸增速快于其他品类

消费能力提升叠加卫生意识增强，海内外湿巾市场规模持续增长。全球湿巾市场规模保持稳定增长，2022年全球湿巾市场规模达到170亿美元，2017-2022年CAGR为4.5%，预计2022-2027年CAGR为5.2%。随着人们生活质量提高以及卫生习惯的养成，加之疫情刺激了社会卫生防护意识的加强，我国湿巾行业发展向好，市场规模快速增长，2022年中国湿巾市场规模达到126亿元，2017-2022年CAGR为13.4%，2022-2027年CAGR为10.4%，增速快于全球市场。

图18：全球湿巾市场规模保持稳定增长

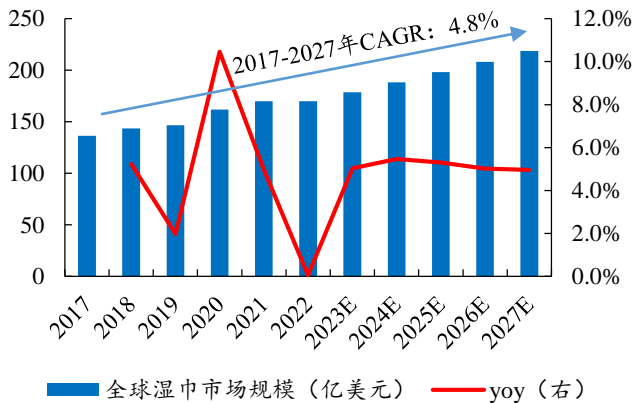
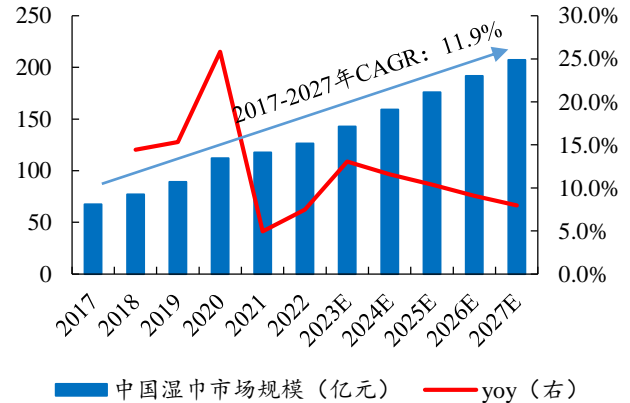


图19：中国湿巾市场规模复合增速快于全球市场



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

中国湿巾行业集中度快速提升，仍具备提升空间。2022年我国湿巾行业CR5为35.8%，较2017年提升5.1pct，前三玩家分别为心相印、维达、舒洁，市占率为19.0%/7.2%/4.2%，均为老牌纸巾龙头，具备较好的用户基础和品牌知名度，行业集中度快速提升；对标海外，美国、英国、日本的CR5分别为44.5%/39.8%/44.4%，中国湿巾行业集中度仍然具备提升空间。

图20：中国湿巾集中度快速提升

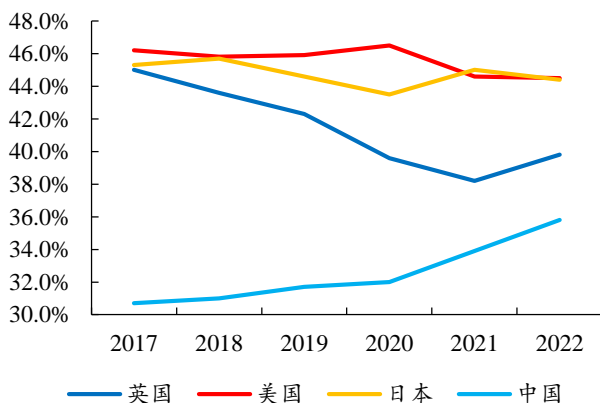
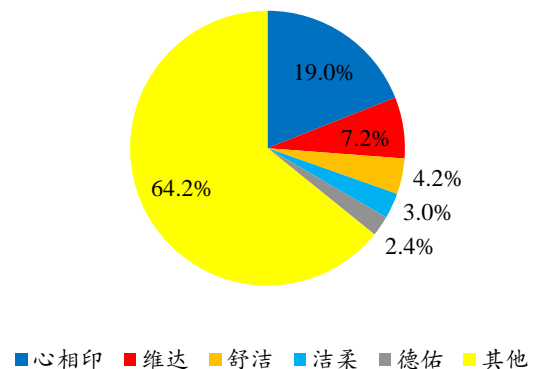


图21：中国湿巾市场主要玩家大多为老牌纸巾龙头



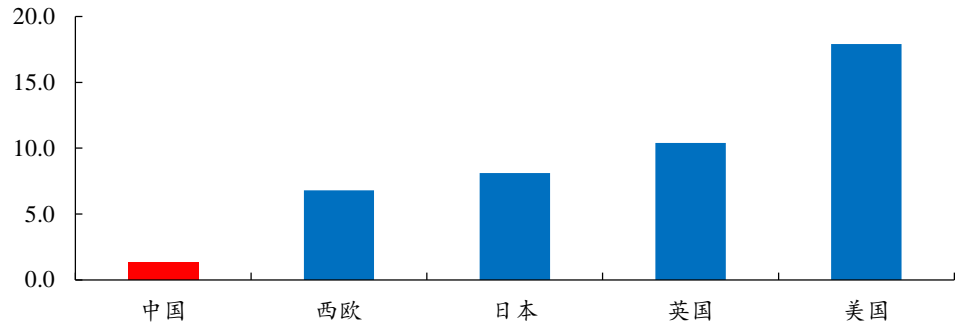
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

对标海外，我国湿巾市场渗透率仍有较大提升空间。由于我国湿巾行业起步较晚，欧美等发达国家的湿巾渗透率远高于我国，从人均消费额看，2022年西欧的湿巾人均消费额为6.8美元，美国/英国/日本人均消费额分别达到17.9/10.4/8.1美元；

而我国湿巾人均消费额只有 1.3 美元，远低于欧美地区的湿巾消费水平，仍有较大提升空间。

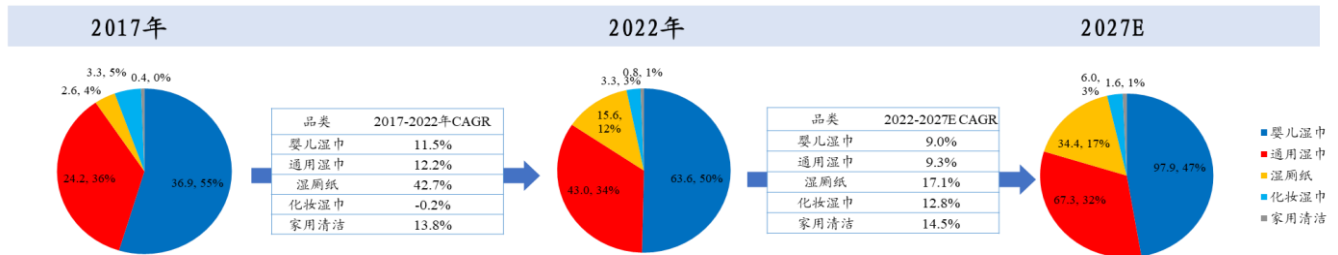
图22：2022 年我国湿巾人均消费额与英国、美国差距较大（美元）



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

我国湿巾市场以婴儿湿巾、通用湿巾为主，湿厕纸规模增速较快。2022 年婴儿湿巾、通用湿巾的市场规模分别占整体湿巾市场的 50.7%/34.3%，而湿厕纸规模增速快于其他品类，2022 年湿厕纸市场规模为 15.6 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 42.7%，预计 2022-2027 年 CAGR 为 17.1%，市场份额占比持续提升至 16.7%。

图23：我国湿巾市场以婴儿湿巾、通用湿巾为主，湿厕纸规模增速较快

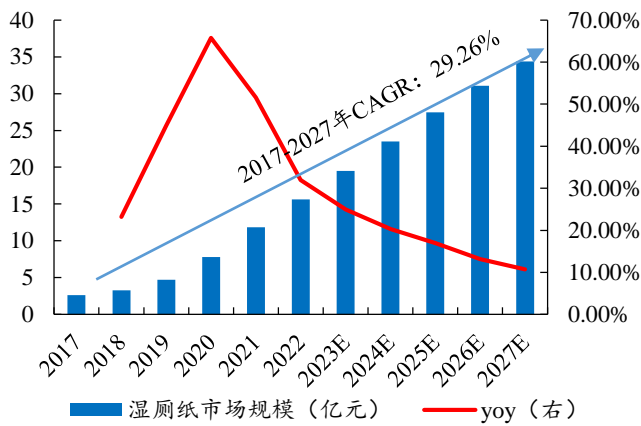


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

2.3、湿厕纸：湿巾龙头纷纷布局，行业渗透率有望持续提升

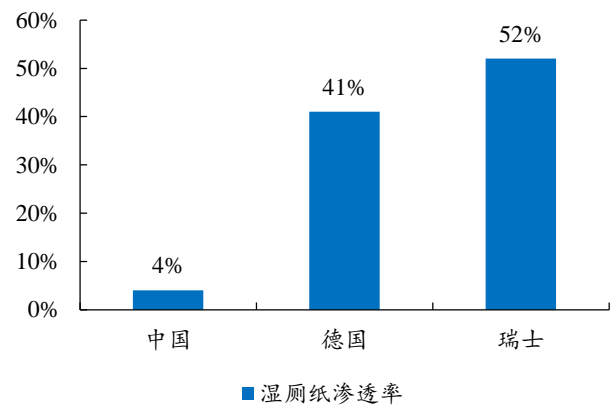
行业处于起步阶段，渗透率有望持续提升。随着我国消费者卫生、健康意识的提升，湿厕纸市场规模持续增长，2022 年湿厕纸市场规模为 15.62 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 42.71%。目前，湿厕纸在我国还处于起步阶段，渗透率较低，2022 年中国湿厕纸渗透率仅 4%，而德国、瑞士的湿厕纸渗透率分别为 41%/52%，对标海外具备提升空间。基于清洁功效更好、舒适度较高、除菌能力强等优点，湿厕纸将持续替代传统干巾，根据《2023 湿厕纸行业趋势白皮书》统计，71%的群体认为湿厕纸的使用体验更好，随着湿厕纸品质提升以及消费者教育推广，湿厕纸有望进一步替代传统干巾，渗透率持续提升，行业规模持续增长，预计 2027 年市场规模有望达到 34.37 亿元。

图24: 湿厕纸市场规模 2017-2027 年 CAGR 为 29.26%



数据来源: 欧睿国际、开源证券研究所

图25: 对标海外, 中国湿厕纸渗透率较低



数据来源: 中国湿厕纸行业发展趋势分析与未来前景研究报告 (2023-2030 年)、开源证券研究所

湿巾龙头纷纷布局, 产品开发应对核心痛点。舒洁、心相印、维达、德宝、德佑等龙头湿巾品牌纷纷布局湿厕纸, 根据《2023 湿厕纸行业趋势白皮书》统计, 现阶段的客户痛点主要是不易冲散、易连抽、封口不严水分易蒸发、纸张太薄易破易渗漏、水分太多用后有潮湿感等。各品牌针对这些痛点进行产品研发, 易抽取、保湿等可以通过设计和包材进行改善提升, 多数品牌可以做到; 而解决不易冲散、纸张易破易渗漏等核心痛点需要筛选木浆、木纤维等原材料配合冲散技术, 多数品牌的产品可以做到可冲散, 只有部分做到可分散降解, 未来产品能够解决消费者痛点的品牌将进一步抢占市场份额。

图26: 湿巾龙头纷纷布局, 产品开发应对核心痛点

品牌	产品	价格 (元 /100抽)	材料	用户重点需求满足程度 (仅为官方产品页宣传)				
				是否可冲散	是否易抽取	是否易破	用前是否保湿	用后是否快干
德佑		13.73	进口原生木浆	可冲马桶	不连抽	创新型3D夹层工艺 厚实不透	翻盖+铝膜层	7秒速干
舒洁		14.15	优选原生木浆 100%可生物分解	Rapidly-dispersible快速分散技术★ 单次不超过2张	-	-	翻盖	7秒速干
维达		11.44	100%植物纤维素	可冲马桶 单次不超过2张	抽取线	-	翻盖	-
心相印		13.98	进口原生木浆	一冲即散	抽取线	较上代湿厕纸加厚 18%	翻盖	3秒速干
洁柔		13.48	原生木浆+植物纤维素	可降解基布★ 单次不超过2张	不连抽	-	翻盖	-
得宝		23.58	100%植物纤维素	可冲散不易堵	-	65g/m²高克重	升级密封盖	-
小植家		11.63	加拿大进口木浆 可冲散全降解环保 保水刺材料	可冲散自分解★	不黏连设计	-	翻盖+铝膜层	2.1倍含水量秒干爽

资料来源: 各天猫官方旗舰店、开源证券研究所

3、未来看点：卷材盈利能力向好，制品持续发力贡献业绩

3.1、卷材：产品结构优化抵消价跌影响，长期盈利能力有望持续回升

3.1.1、短期来看：产品结构优化，有效抵消均价下降影响

差异化产品和散立冲占比提升，将有效抵消均价下降影响。公司卷材业务布局多条产线，现有 11 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 2016 年底的 3 万多吨扩张至近 8 万吨，生产规模处于国内水刺非织造材料行业领先水平。公司具备独立试验线以开放差异化新品满足客户需求，差异化产能占比接近 20%，且目前拥有三条湿法生产线，已经成为全国最大的湿法可冲散生产基地，产能占比超过 40%；同时，积极布局双 TT 线产能，高速运转下大幅均摊生产运营成本，发挥规模化优势。随着公司持续研发差异化新品、散立冲的下游需求增加，高毛利率的差异化产品和散立冲的占比提升，将有效抵消产品均价下降的影响，带动公司平均价格和毛利率提升。

表2：公司卷材业务布局多条产线

类型	产线	产品	占比	年产能（吨）
差异化产线 (干法生产线)	1 号线	卫用抹布、合成革基布、美容护理材料等	1%	1000
	2 号线	工业清洁布、医用防护材料、医用辅料等	2%	1500
	3 号线	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等	4%	3000
	4 号线	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等	7%	5000
	5 号线	湿巾材料、工业清洁布、医用护理材料、医用敷料等	8%	6000
	6 号线	湿巾材料、卫用抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料等	7%	5000
合计		6 条	17%	12300
散立冲产线 (湿法生产线)	7 号线	散立冲等湿法产品	7%	5000
	8 号线	散立冲等湿法产品	21%	15000
	12 号线	散立冲等湿法产品	14%	10000
合计		3 条	41%	30000
常规产线 (双 TT 线)	10 号线	水刺复合非织造材料	21%	15000
	11 号线	水刺复合非织造材料	21%	15000
合计		2 条	41%	30000
试验线		1 条	-	-
合计		12 条	-	72300

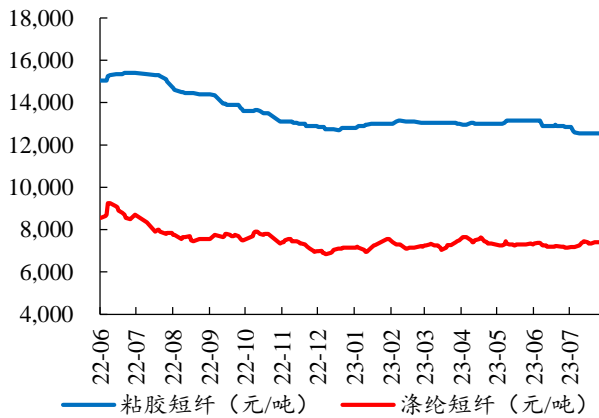
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、长期来看：行业出清叠加降本增效，盈利能力有望持续回升

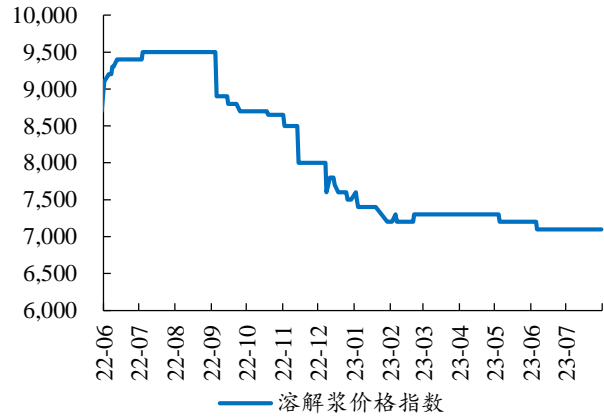
行业出清下产品价格有望回升。疫后无纺布需求回落，随着无纺布价格下降叠加开工率下降，中小企业开始退出，诺邦等头部企业凭借其产品的差异化以及稳定的大客户，市场份额有望进一步提升，供给收缩下产品价格有望回升。

原材料价格下降叠加公司降本增效，有效缓解成本端压力。(1) 无纺布主要原材料价格呈下降趋势。公司主要原材料为涤纶短纤和粘胶短纤，合计占直接材料比重为 78.6%，近一年粘胶短纤、涤纶短纤价格呈现下降趋势，2023 年 7 月平均价格分别为 12578、7334 元/吨，分别同比下降 17.5%、9.0%。作为湿法工艺的主要原材料，浆粕的采购占比逐年提升，2023 年 7 月浆粕价格指数为 7100，同比下降 25.2%。

主要原材料价格的下降，将有效缓解成本端的压力。**(2) 公司降本增效。**一方面，**积极开拓供应商渠道**，以往稳定从仪征化纤、兴达化纤采购原料，现在开拓更多优质供应商，控制采购成本。**另一方面，精细化运营**，通过数字化订单成本跟踪、内部生产线提速等节能降耗举措，进一步控制生产和运营成本。

图27：粘胶短纤/涤纶短纤价格分别同降 17.5%/9.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：溶解浆（浆粕）价格指数同降 25.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

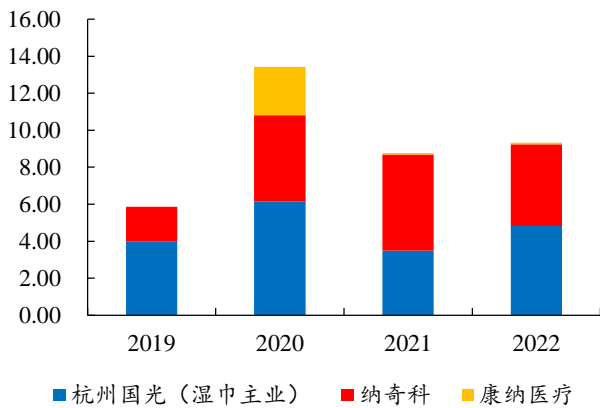
3.2、制品：国光湿巾出口有望持续增长，诺邦发力自有品牌

3.2.1、国光：湿巾出口增长叠加下游大客户稳定，业绩持续向好

杭州国光、纳奇科营收较疫情前有所增长。杭州国光是国内湿巾行业的领先企业，公司主业为卫生湿巾、消毒湿巾的生产销售，下属子公司纳奇科主要产品为化妆湿巾、婴童湿巾、湿厕纸等化妆品和卫生用品，康纳医疗主要产品为一次性手套、扩张器、压舌板等第二类医疗器械。由于疫情刺激了全球社会卫生防护意识的加强，卫生湿巾、消毒湿巾的需求大幅增加，2022年国光实现营收8.94亿元，同比增长10.7%，其中杭州国光、纳奇科实现营业收入 4.83/4.40 亿元，2019-2022 年 CAGR 分别为 6.8%/32.4%。

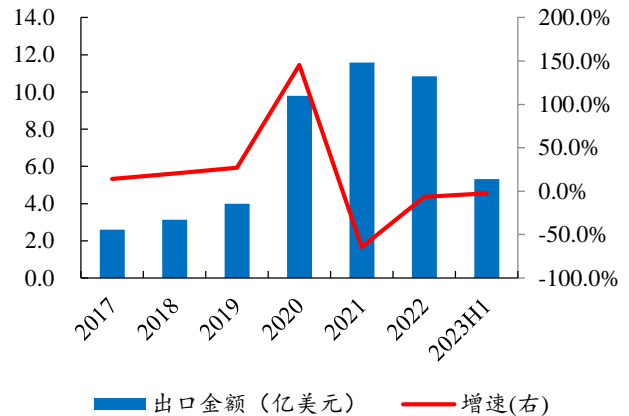
全球湿巾需求持续增长叠加绑定优质大客户，国光业绩有望持续向好。杭州国光外销占比较高，2020年以来湿巾出口额持续增长，2020-2022年CAGR为39.6%，2023H1出口金额达到5.31亿美元，同比下降2.4%，虽然较疫情期间有所回落，但由于卫生习惯的改变，2023H1出口额超过2019年全年的出口额。杭州国光下游客户比较稳定，主要为沃尔玛、麦德龙等大型商超以及金佰利、博姿等知名快消零售商。全球湿巾需求增长叠加绑定优质大客户，国光业绩有望持续向好。

图29：2022年杭州国光、纳奇科营收较疫情前有所增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：湿巾出口额 2020-2022 年 CAGR 为 39.6%



数据来源：中华人民共和国海关总署、开源证券研究所

图31：客户为沃尔玛、麦德龙等大型商超以及金佰利、博姿等知名快消零售商

客户名称	国家	成立时间	简介
金佰利	美国	1872年	全球健康卫生护理领域的引领者，个人健康护理用品、家庭生活用纸和商用消费产品为三大核心业务，产品销往超过175个国家和地区。
沃尔格林	美国	1901年	全球最大的食品和药品零售企业之一，在美国、欧洲和拉丁美洲拥有13000多家连锁药店。
博姿	英国	1849年	英国保健和美妆零售商龙头，销售医药、美妆、母婴、家居产品为主，在英国拥有超过2200多家零售连锁店。
阿蓓纳	丹麦	1953年	医疗保健和工业领域的制造商和批发商，为全球90多个国家供应38000多种产品。
麦德龙	德国	1964年	国际食品批发商，共有628家门店遍布21个国家以及通过配送公司服务9个国家。
沃尔玛	美国	1962年	国际全渠道连锁零售商，以大卖场和会员店为主，经营超过10500家门店和多个电子商务网站，遍布20个国家。
罗森	日本	1939年	国际便利连锁企业，以开设全年无休息、24小时营业的便利店为主，在日本、印度尼西亚、美国、泰国、菲律宾和中国拥有20,693家便利店。
卡西诺	法国	1898年	法国龙头便利店和线上零售商，全球拥有10800家门店。
Coop	瑞士	1864年	瑞士龙头零售商，目前在瑞士全国有2424家门店，主要从事超市、专卖店和网店。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

国光加快智能制造升级，湿巾产能扩充支撑业绩增长。公司纳奇科德清智慧工厂项目总投资超过10亿元，医用护理系列产品新增年产能5000万片、湿巾系列年产能由1500万包增加至9700万包，工厂智能制造升级后，自动化程度已突破95%，运营效率大大提升，为业绩持续增长提供了强有力的保障。

表3：国光加快智能制造升级，湿巾产能扩充支撑业务增长

项目	投产时间	效果
一期 搬迁扩建	2019年	购置高速湿巾流水线、全自动面膜包装机等设备，进行搬迁扩建；
二期 综合厂房	2020年	产能扩大25%，扩建达产后湿巾产能增加至9700万包(+547%)，医用护理系列新增产能5000万片，面膜和免洗洗手液减少产能；
三期 智能立体仓库	2021年	自动化程度已突破95%，整体运营成本降低33.3%、产品不良率降低87.5%、产品研发周期缩短33.3%、人均生产效率提升37.57%、万元产值能源消耗降低15%

资料来源：公司公告、湖州市科学技术局、德清市人民政府、开源证券研究所

3.2.2、小植家：具备差异化和供应链优势，有望持续打造爆品打开市场

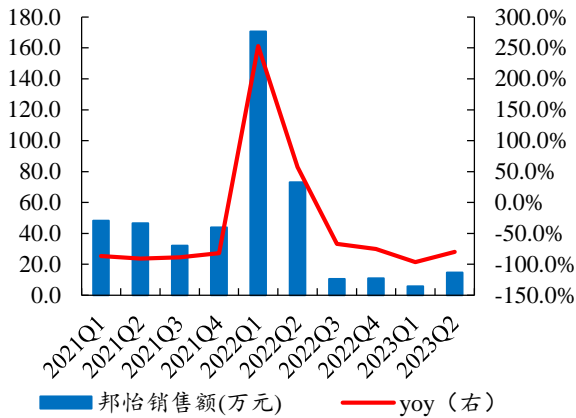
小植家产品具备差异化和性价比优势。小植家基于散立冲材进行产品创新，卫生巾、马桶刷、湿厕巾等产品具备差异化，主打可冲散可溶解，而价格与同行竞品相近，未来通过产品差异化宣传和直播带货等方式，小植家有望提升品牌知名度抢占市场；同时，公司发挥供应链优势，布局一次性抹布、洗脸巾等干巾业务，凭借性价比优势进一步打开市场。

图32：小植家基于散立冲材料进行产品创新，价格与同行竞品相近

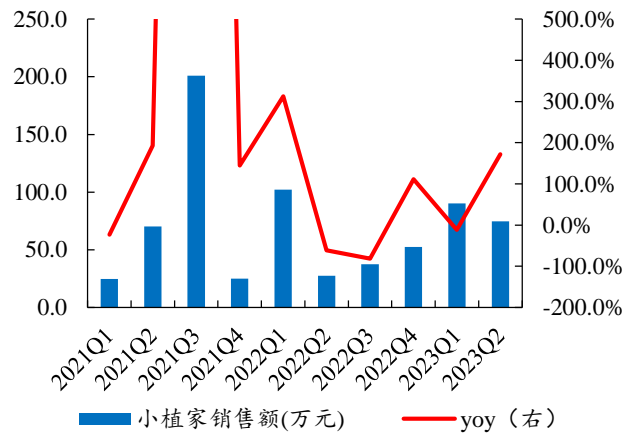
产品	价格/特点	其他竞品	价格/特点
舒散Surelax-可冲散卫生巾 	2.99元/片 散立冲材料（100%可冲散性和100%生物降解性）	护舒宝液体卫生巾 	2.00元/片 FlexFoam高分子液体材料
一次性马桶刷 	2.49元/个 可溶解替换头	妙洁一次性马桶刷 	4.43、1.92元/个 可抛/可冲替换头
湿厕巾 	11.6元/100抽 > 可冲散可溶解无纺布、加拿大进口木浆 > EDI纯水 > 无酒精、香精、CIT/MIT防腐剂、重金属、甲醛、壬二酸、色素、荧光增白剂	德佑/维达 	德佑：13.7元/100抽 > 创新型3D夹层工艺、弱酸PH值，通过阴道粘膜检测 > 可冲散无纺布、进口原生木浆 > EDI纯水、芦荟精华、洋甘菊精华、茶树精油 > 无酒精、香精、CIT/MIT防腐剂、化学香精、可迁移性荧光剂 维达：11.4元/100抽 > 可冲散无纺布，单次冲水不超过2张、100%植物纤维素 > 纯水、山茶花提取物 > 无酒精、香精、杀菌剂、荧光剂、色素
懒人抹布 	23.93元/100抽 24*30cm	心相印 	39.37元/100抽 25*25cm
洗脸巾 	27.73元/100抽 20*22cm	全棉时代 	23.27元/100抽 20*22cm

资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店、开源证券研究所

公司有望凭借差异化产品和供应链优势，持续打造爆品，提升自有品牌知名度。2022年邦怡/小植家分别实现营收8901.9/986.7万元，同比减少22.6%/12.2%。根据久谦中台统计，作为主要的销售渠道，邦怡和小植家的天猫销售表现受爆品表现影响较大，如2022H1邦怡天猫平台实现销售额243.8万元，同比增长157.1%，其中洗脸巾贡献销售额213.2万元，同比增长近6倍，占比达87.5%；小植家也表现出同样的态势，2021Q3小植家天猫平台实现销售额200.9万元，同比增长4565.4%，主要由新产品一次性抹布贡献主要增量，销售额占比达79.2%。未来公司有望凭借差异化产品和供应链一体化优势，持续打造爆品，提升自有品牌知名度。

图33: 邦怡天猫销售额受大单品销售波动影响


数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

图34: 2023Q2 小植家天猫销售额同增 171.7%


数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

收入端: (1) 卷材业务: 行业出清下无纺布价格有望回升, 叠加散立冲和差异化产品占比提升抵消均价下降影响, 2023-2025 年收入预计分别增长 13.5%/12.3%/11.0%; (2) 制品业务: 持续深耕湿巾代工业务并发力自有品牌小植家, 2023-2025 年收入预计分别增长 17.5%/12.3%/11.8%。

成本端: (1) 卷材业务: 主要原材料价格呈现下降趋势且公司降本增效, 有效缓解成本压力; 此外, 散立冲和差异化产品毛利率较高, 有望带动毛利率提升; (2) 制品业务: 上游常规无纺布价格下跌带动国光毛利率提升, 未来小植家持续发力, 高毛利业务持续贡献增量, 也将进一步带动毛利率提升。预计 2023-2025 年公司综合毛利率稳中有增, 2025 年提升至 19.7%。

费用端: 2023-2025 年期间费用分别为 10.10%/10.05%/10.00%。公司降本增效, 通过数字化订单成本跟踪、内部生产线提速等节能降耗举措, 进一步控制生产和运营成本。

表4: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 0.70/1.00/1.27 亿元

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15.19	15.89	18.47	20.78	23.21
YOY	-24.4%	4.6%	16.2%	12.5%	11.7%
卷材收入	5.94	6.03	6.84	7.68	8.52
YOY	-0.6%	1.4%	13.5%	12.3%	11.0%
毛利率(%)	31.1%	13.8%	15.2%	18.5%	18.6%
制品收入	9.15	9.72	11.42	12.82	14.34
YOY	-11.4%	22.8%	17.5%	12.3%	11.8%
毛利率(%)	18.0%	13.8%	18.3%	19.8%	20.3%
杭州国光	8.07	8.94	10.55	11.93	13.34
YOY	-36.6%	10.7%	18.0%	13.1%	11.8%
邦怡科技(含小植家)	1.08	0.78	0.88	0.89	1.00
YOY	-20.2%	-22.6%	11.9%	1.9%	12.1%
毛利	3.58	2.20	3.17	4.01	4.56

YOY	-48.9%	-38.5%	44.0%	26.5%	13.8%
综合毛利率 (%)	23.6%	13.8%	17.2%	19.3%	19.7%
YOY	-11.3%	-9.7%	3.3%	2.1%	0.4%
销售费用率	3.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	6.5%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%
研发费用率	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
归母净利润	0.97	0.38	0.70	1.00	1.27
YOY	-63.8%	-61.0%	86.4%	42.1%	26.6%
净利率	6.4%	2.4%	3.8%	4.8%	5.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据以上假设,我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 18.47/20.78/23.21 亿元,同比增长 16.2%/12.5%/11.7%, 归母净利润分别为 0.70/1.00/1.27 亿元,同比增长 86.4%/42.1%/26.6%,对应 EPS 为 0.40/0.56/0.71 元,当前股价对应 PE 为 32.4/22.8/18.0 倍。

诺邦股份作为中国水刺无纺布龙头,多年来深耕水刺无纺布材料和制品,积累较多优质客户。我们认为目前上游卷材行业处于筑底出清阶段,下游制品方兴未艾。未来随着无纺布中小企业出清后供需恢复平衡,叠加成本压力缓解,公司有望凭借差异化产品及稳定的优质大客户,持续抢占市场份额;同时,下游深耕湿巾代工业务并发力自有品牌小植家,公司未来业绩稳中向好。我们选取拥有干巾和湿巾业务,且具备自有品牌的中顺洁柔,以及兼具代工和自有品牌的开润股份、百亚股份作为可比公司,相对于可比公司中顺洁柔、开润股份、百亚股份,诺邦股份估值较高,但是诺邦股份上下游布局完善,上游卷材业务具备差异化产品和核心散立冲材料,下游制品业务代工和自有品牌共同发力,具备一定优势。首次覆盖,给予“买入”评级。

表5: 相对于可比公司, 诺邦股份上下游布局完善, 具备一定优势

公司名 称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润
	2023/08/18	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E-2025ECAGR
中顺洁柔	10.65	0.27	0.47	0.58	0.75	51.62	22.67	18.32	14.26	26.1%
开润股份	15.19	0.20	0.63	0.87	1.13	81.55	24.28	17.51	13.49	34.2%
百亚股份	14.20	0.44	0.59	0.73	0.90	31.73	24.21	19.42	15.81	23.7%
平均						54.97	23.72	18.42	14.52	
诺邦股份	12.82	0.21	0.40	0.56	0.71	57.65	32.36	22.78	17.99	34.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所(注:百亚股份盈利预测来源于 Wind 一致预期,中顺洁柔、开润股份盈利预测均来源于开源证券研究所)

5、风险提示

行业出清不及预期、自有品牌拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	768	851	1002	1043	1232
现金	226	299	311	370	402
应收票据及应收账款	179	266	251	331	320
其他应收款	10	4	12	6	14
预付账款	15	11	19	15	23
存货	274	191	328	240	392
其他流动资产	64	80	80	80	80
非流动资产	1433	1415	1441	1470	1470
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	970	1121	1166	1203	1206
无形资产	124	120	116	112	107
其他非流动资产	339	174	160	155	156
资产总计	2201	2266	2443	2513	2702
流动负债	689	694	763	717	760
短期借款	70	28	614	581	597
应付票据及应付账款	484	552	0	0	0
其他流动负债	136	114	149	136	164
非流动负债	44	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	44	51	51	51	51
负债合计	734	745	813	768	811
少数股东权益	219	228	249	279	314
股本	179	179	178	178	178
资本公积	389	386	387	387	387
留存收益	721	748	813	908	1022
归属母公司股东权益	1248	1293	1380	1466	1577
负债和股东权益	2201	2266	2443	2513	2702

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	194	226	-461	266	165
净利润	111	52	91	130	161
折旧摊销	90	105	91	101	107
财务费用	6	-15	16	33	28
投资损失	-3	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-67	53	-653	10	-124
其他经营现金流	57	33	-4	-5	-5
投资活动现金流	-122	-71	-114	-127	-104
资本支出	261	88	117	130	107
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	139	17	3	3	3
筹资活动现金流	-124	-62	-34	-47	-44
短期借款	-50	-42	586	-33	15
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	55	-0	-1	0	0
资本公积增加	-22	-3	1	0	0
其他筹资现金流	-108	-16	-620	-15	-60
现金净增加额	-60	107	-609	92	17

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1519	1589	1847	2078	2321
营业成本	1161	1369	1530	1677	1865
营业税金及附加	11	9	12	14	14
营业费用	50	37	42	48	52
管理费用	99	61	71	79	88
研发费用	58	63	73	82	92
财务费用	6	-15	16	33	28
资产减值损失	-11	-25	16	18	20
其他收益	13	13	10	11	12
公允价值变动收益	1	1	1	2	1
投资净收益	3	2	2	2	2
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	138	49	102	146	181
营业外收入	4	6	5	6	5
营业外支出	2	2	1	2	2
利润总额	140	53	106	150	184
所得税	29	1	15	21	23
净利润	111	52	91	130	161
少数股东损益	14	14	21	30	35
归属母公司净利润	97	38	70	100	127
EBITDA	229	152	209	279	318
EPS(元)	0.54	0.21	0.40	0.56	0.71

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-24.4	4.6	16.2	12.5	11.7
营业利润(%)	-70.2	-64.7	109.6	43.4	23.3
归属于母公司净利润(%)	-63.8	-61.0	86.4	42.1	26.6
获利能力					
毛利率(%)	23.6	13.8	17.2	19.3	19.7
净利率(%)	6.4	2.4	3.8	4.8	5.5
ROE(%)	7.5	3.4	5.7	7.6	8.7
ROIC(%)	8.1	3.4	5.1	7.5	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	32.9	33.3	30.5	30.0
净负债比率(%)	-7.8	-14.7	22.0	15.1	13.1
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.9	0.8	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.1	7.1
应付账款周转率	3.7	4.7	10.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.21	0.40	0.56	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.27	-2.59	1.50	0.93
每股净资产(最新摊薄)	7.03	7.29	7.58	8.06	8.69
估值比率					
P/E	23.6	60.3	32.4	22.8	18.0
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.2	14.5	13.4	9.8	8.7

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn