

## 诺邦股份 (603238.SH) 2023Q2 利润端改善明显，龙头业绩稳中向好

2023年08月25日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

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	2023/8/24
当前股价(元)	11.88
一年最高最低(元)	18.41/9.96
总市值(亿元)	21.09
流通市值(亿元)	21.09
总股本(亿股)	1.78
流通股本(亿股)	1.78
近3个月换手率(%)	49.86

### ● 2023Q2 利润端改善明显，龙头业绩稳中向好，维持“买入”评级

公司 2023H1 实现营收 8.62 亿元(+19.88%)，实现归母/扣非归母净利润 0.31/0.26 亿元，同增 41.93%/158.73%；2023Q1/2023Q2 营收分别同增 18.66%/20.95%，归母净利润分别同增 35.58%/45.41%。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，我们维持 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 30.6/21.6/17.0 倍，维持“买入”评级。

### ● 收入拆分：卷材&制品业务稳步恢复增长，看好下半年持续改善

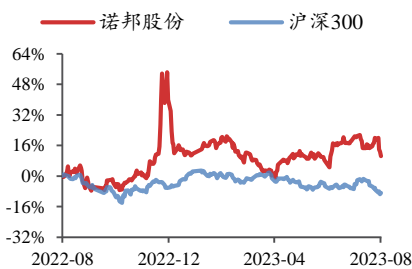
分产品看，卷材&制品业务稳步恢复增长。2023H1 卷材/制品分别实现营收 3.54/5.00 亿元，同比+25.23%/+16.15%；制品业务分公司来看，邦怡 2023H1 收入为 0.38 亿元(-19.51%)；国光（含纳奇科等）2023H1 实现收入 4.65 亿元(+19.98%)，其中湿巾主业实现营收 2.35 亿元(+19.40%)。分区域看，境内外主营销均恢复增长，境内销售占比逐步提升。2023H1 境内/境外销售分别实现营收 3.86/4.68 亿元，分别同增 34.4%/9.9%，境内收入占比为 45.16% (+4.92pct)。看好国光持续深耕湿巾代工业务，保持较快增长；小植家具备差异化和供应链优势，有望打造爆品打开市场。

### ● 盈利能力稳中有升，营运能力总体保持健康态势

**盈利能力：**2023H1 毛/净利率为 15.77%/3.54%，分别同比+2.22/+0.55pct，毛利率稳中有升，无纺布行业出清叠加降本增效，盈利能力有望持续回升。2023H1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比变动-0.05/-0.74/-0.24/+0.08pct。**营运能力：**截止 2023H1 末公司存货规模为 1.96 亿元，同比减少 24.4%，存货周转天数 48 天，同比减少 29 天。2023H1 经营活动现金流净额为 0.44 亿元，同比减少 51.1%，主要系支付银承保证金增加所致。

### ● 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

### 相关研究报告

《无纺布行业筑底出清，龙头业绩稳中向好——公司首次覆盖报告》  
-2023.8.21

### 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)	22.3	57.1	30.6	21.6	17.0
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023H1 公司经营稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显 .....	3
2、 盈利能力稳中有升，营运能力总体保持健康态势 .....	4
3、 盈利预测与投资建议 .....	5
4、 风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

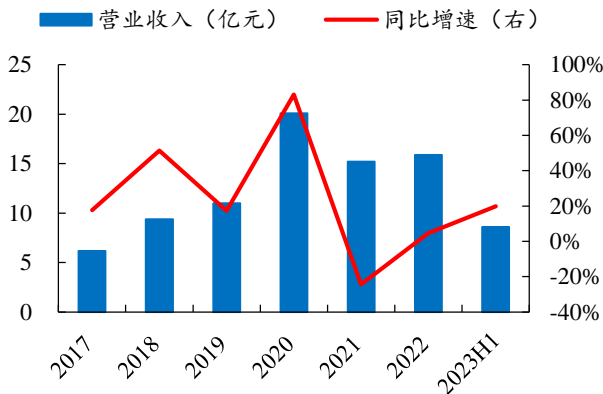
图 1： 2023H1 实现营收 8.62 亿元（+19.88%） .....	3
图 2： 2023H1 实现归母净利润为 0.31 亿元（+41.93%） .....	3
图 3： 2023Q1/2023Q2 营收同增 18.66%/20.95% .....	3
图 4： 2023Q1/2023Q2 归母净利润同增 35.58%/45.41% .....	3
图 5： 2023H1 卷材&制品业务稳步恢复增长 .....	4
图 6： 2023H 国光/邦怡分别同比变动+20.0%/-19.5% .....	4
图 7： 2023H1 归母净利率为 3.54%（+0.55pct） .....	5
图 8： 2023H1 期间费用率为 9.36%（-0.95pct） .....	5
图 9： 2023H1 末存货规模较 2022 年末增加 2.69% .....	5
图 10： 2023H1 应收账款周转天数同比增加 8 天 .....	5
表 1： 2023H1 卷材/制品分别同增 25.2%/16.1%（单位：亿元） .....	4
表 2： 2023H1 境内/境外销售分别同增 34.4%/9.9%（单位：亿元） .....	4

## 1、2023H1 公司经营稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显

2023H1 公司实现营收 8.62 亿元(+19.88%)，归母净利润 0.31 亿元(+41.93%)，扣非净利润 0.26 亿元(+158.73%)。

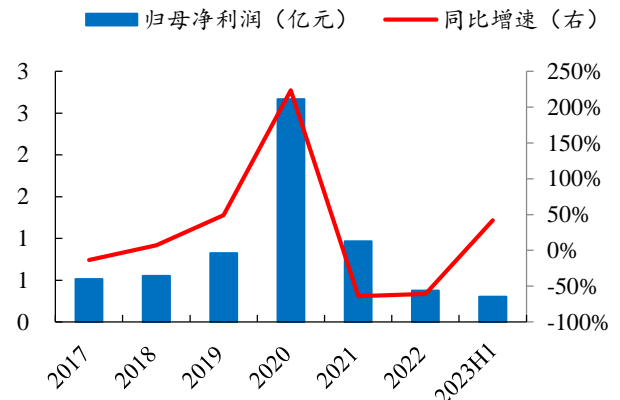
分季度看，2023Q1/2023Q2 营收分别为 3.98/4.64 亿元，同比+18.66%/+20.95%；2023Q1/2023Q2 归母净利润分别为 0.10/0.20 亿元，同比+35.58%/+45.41%。

图1：2023H1 实现营收 8.62 亿元 (+19.88%)



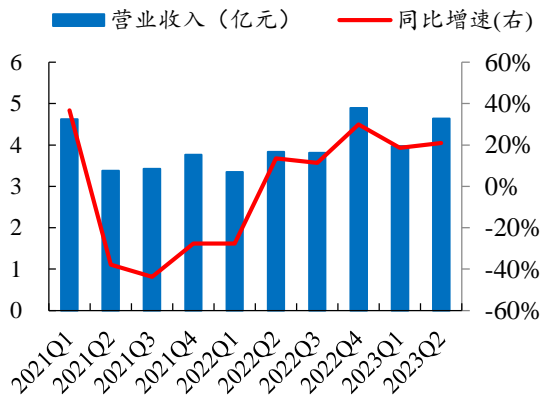
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润为 0.31 亿元 (+41.93%)



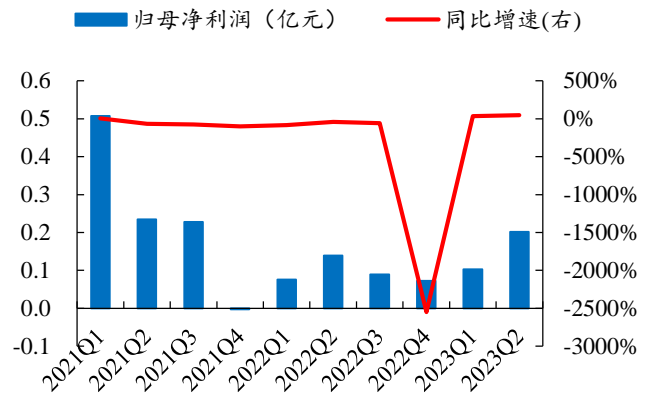
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1/2023Q2 营收同增 18.66%/20.95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1/2023Q2 归母净利润同增 35.58%/45.41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

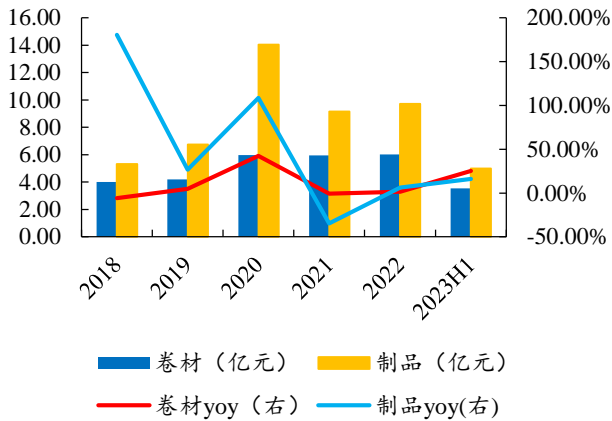
**(1) 分产品看：卷材&制品业务稳步恢复增长。水刺非织造材料：**2023H1 营收 3.54 亿元，同比+25.23%，收入占比为 41.42% (+1.81pct)；**水刺非织造材料制品：**2023H1 营收 5.00 亿元，同比+16.15%，收入占比为 58.58% (-1.81pct)；

**制品业务分公司来看，**邦怡 2023H1 收入为 0.38 亿元 (-19.51%)；国光（含纳奇科等）2023H1 实现收入 4.65 亿元 (+19.98%)，其中湿巾主业实现营收 2.35 亿元 (+19.40%)，国光继续深耕湿巾领域，巩固行业龙头地位，保持较快增长。

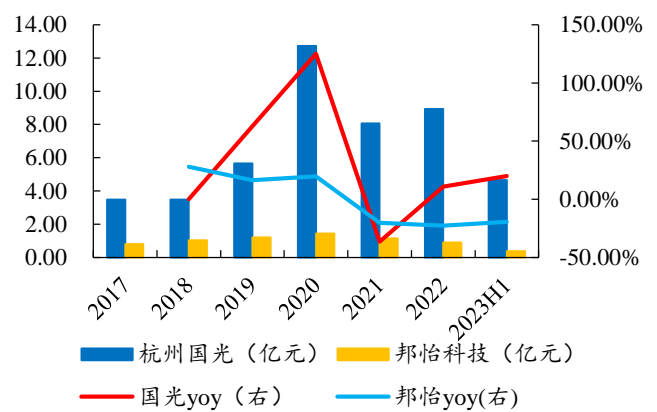
**表1: 2023H1 卷材/制品分别同增 25.2%/16.1% (单位: 亿元)**

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
卷材	2.99	37.54%	2.82	39.60%	3.54	41.42%	25.23%	+1.81pct	18.23%	+3.88pct
制品	4.98	62.46%	4.31	60.40%	5.00	58.58%	16.15%	-1.81pct	0.50%	-3.88pct
合计	7.97	100.00%	7.13	100.00%	8.54	100.00%	19.74%	-	7.16%	-

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图5: 2023H1 卷材&制品业务稳步恢复增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图6: 2023H 国光/邦怡分别同比变动+20.0%/-19.5%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 分区域看: 境内外主营销售均恢复增长, 境内销售占比逐步提升。2023H1 境内/境外销售分别实现营收 3.86/4.68 亿元, 分别同增 34.4%/9.9%, 境内收入占比为 45.16% (+4.92pct)。

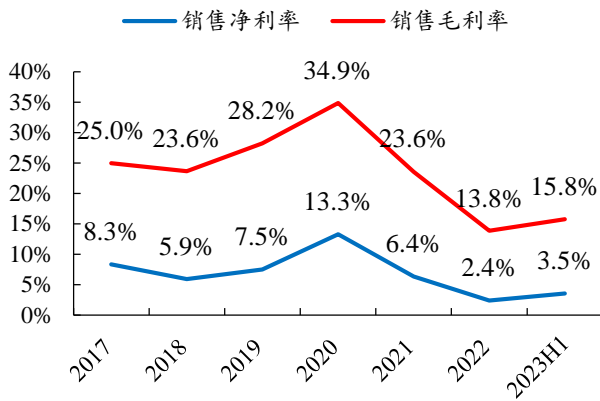
**表2: 2023H1 境内/境外销售分别同增 34.4%/9.9% (单位: 亿元)**

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
境内销售	2.89	36.30%	2.87	40.24%	3.86	45.16%	34.38%	+4.92pct	33.29%	+8.85pct
境外销售	5.07	63.70%	4.26	59.76%	4.68	54.84%	9.89%	-4.92pct	-7.74%	-8.85pct
合计	7.97	100.00%	7.13	100.00%	8.54	100.00%	19.74%	-	7.16%	-

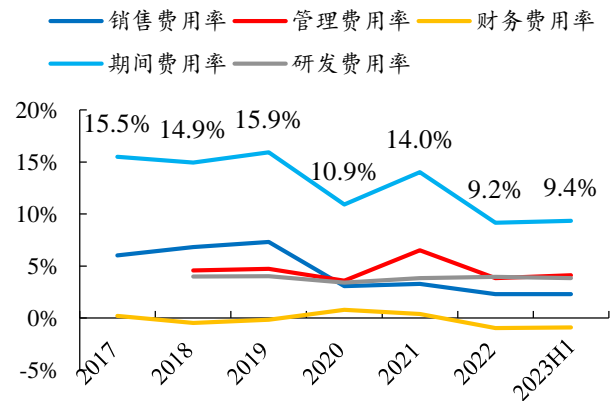
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力稳中有升, 营运能力总体保持健康态势

盈利能力稳中有升。(1) 毛利率: 2023H1 公司整体毛利率为 15.77%, 同比提升 2.22pct, 其中 2023Q2 毛利率为 15.29%, 同比提升 4.11pct。(2) 费用端: 2023H1 期间费用率为 9.36% (-0.95pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.31%/4.11%/3.83%/-0.89%, 分别同比变动-0.05/-0.74/-0.24/+0.08pct; 2023Q2 期间费用率为 7.41% (-1.90pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.27%/3.51%/3.82%/-2.46%, 同比变动+0.14/-1.09/-0.65/-0.30pct。(3) 净利率: 2023H1 公司归母净利率为 3.54%, 同比提升 0.55pct; 其中 2023Q2 归母净利率为 4.35%, 同比提升 0.73pct。

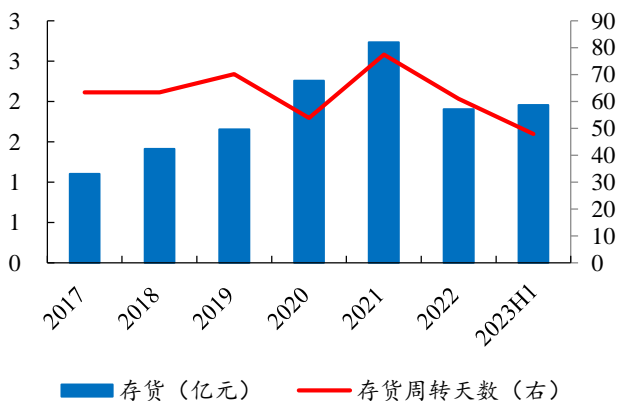
**图7：2023H1 归母净利率为 3.54% (+0.55pct)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

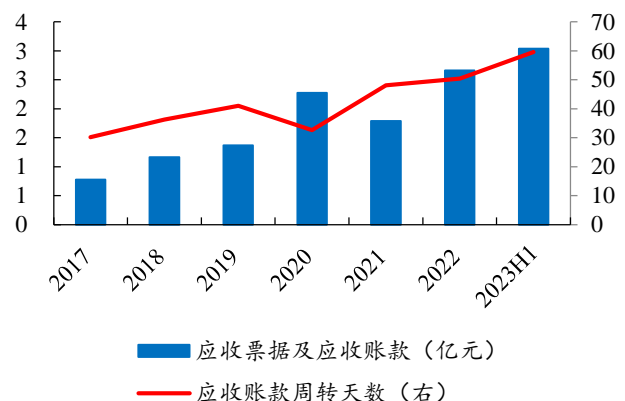
**图8：2023H1 期间费用率为 9.36% (-0.95pct)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**营运能力总体保持健康态势。(1) 存货：**截止 2023H1 末，公司存货规模为 1.96 亿元，同比减少 24.4%，较 2022 年末增加 2.69%，存货周转天数 48 天，同比减少 29 天。**(2) 应收账款：**截至 2023H1 末，应收账款为 3.04 亿元，同比增加 31.6%，应收账款周转天数为 60 天，同比增加 8 天。**(3) 经营性现金流：**2023H1 经营活动现金流净额为 0.44 亿元，同比减少 51.1%，主要系支付银承保证金增加所致。

**图9：2023H1 末存货规模较 2022 年末增加 2.69%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：2023H1 应收账款周转天数同比增加 8 天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

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，我们维持 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 30.6/21.6/17.0 倍，维持“买入”评级。

### 4、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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2201	2266	2443	2513	2702
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	1248	1293	1380	1466	1577
<b>负债和股东权益</b>	2201	2266	2443	2513	2702

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-60	107	-609	92	17

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	140	53	106	150	184
所得税	29	1	15	21	23
<b>净利润</b>	111	52	91	130	161
少数股东损益	14	14	21	30	35
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	22.3	57.1	30.6	21.6	17.0
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.7	13.7	12.8	9.4	8.3

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