

2017年08月21日

延江股份 (300658.SZ)

深度分析

国内领先的创新型面料供应商

投资要点

- ◆ **一次性卫生用品面层材料龙头，核心产品打孔无纺布、PE 打孔膜：**公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，目前主要产品有打孔无纺布和 PE 打孔膜，可用在卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品的面层材料。公司研发的 3D 打孔无纺布作为面层材料可以加快液体下渗速度，还可以有效阻止液体回流，兼具干爽、透气、柔软的效果；PE 打孔膜可减少直接接触面积，提高材料的舒适感。2016 年公司打孔无纺布、PE 打孔膜分别实现销售额 4.02 亿、1.33 亿，合计占比 89.25%。
- ◆ **待开发市场+消费升级，国内一次性卫生用品市场潜在空间较大：**1)、受益于二胎政策的全面放开，2016 年新生儿出生量增加明显，达到 1879 万(+7.92%)，预计 17、18 年新生儿数量仍将稳步增长；根据招股说明书披露，国内纸尿裤的渗透率(国内 55%左右，欧美、日本 90%以上)、日均使用量(国内 3 片/日、日本 4.9 片/日、欧美 5.6 片/日)还有提升空间；2)、妇女卫生用品市场规模仍有提升空间：产品的高端化、适龄阶段向两端延伸、使用频次的提高、农村等经济欠发达地区渗透率有望继续提升；3)、成人失禁用品：老龄化趋势加快推动成人失禁用品市场稳步增长；4)、消费升级带动一次性卫生用品朝高端化、舒适化发展：随着女性对高端、优质卫生用品的需求增加，以及年轻 80、90 后父母更加注重纸尿裤的产品质量和舒适度，打孔无纺布凭借优异的透气、干爽性能深受市场欢迎，而目前打孔无纺布的市占率仅占面层材料的 5%-10%，未来增长空间比较乐观。
- ◆ **核心技术壁垒深厚，优质国际大客户彰显公司核心竞争力：**打孔无纺布生产工艺中打孔和收卷是核心技术环节，公司不仅已熟练掌握 3D 锥形孔型，还可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计；自主研发的收卷设备已满足主要客户对卷材生产连续性和稳定性的要求。客户方面，主要是国际一次性卫生用品龙头公司，2014-2016 年前五大客户销售额占比均在 80%以上。另外国际卫生用品龙头公司对面层材料供应商的选择都有严格的标准和准入门槛，像 P 公司对面层材料供应商的认证周期长达两三年，所以具有技术优势和核心竞争力的龙头面层材料供应商在新客户的拓展中具备更多优势。
- ◆ **募资 4.3 亿用于年产 22000 吨打孔无纺布项目，扩产能、降成本、促研发：**1)、扩产能、满足市场增长需求。本次募集资金主要用于年产 22000 吨打孔无纺布扩产项目，项目完全投产后，公司打孔无纺布的产能将由 2016 年的 16000 吨提升至 38000 吨；2)、目前 3D 无纺布的成本仍远高于普通无纺布，公司将进一步研究热风无纺布从生产到 3D 打孔的一步成型技术，优化产品性能，并降低生产成本；3)、募投项目还将建设全新的研发中心，引进纯棉水刺无纺布和 ADL 实验生产线等先进研发设备，提高公司产品研发能力和核心竞争力。
- ◆ **投资建议：**预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.94 元、1.19 元和 1.51 元。净资产收益率分别为 26.9%、27.4%和 27.4%，给予“买入—A”评级，6 个月目标价为 38.08 元，相当于 2018 年 32 倍的动态市盈率。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

38.08 元

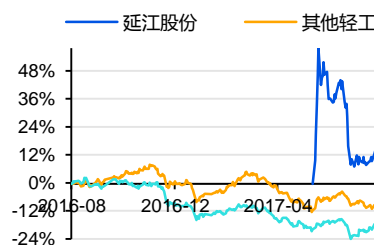
股价(2017-08-18)

32.55 元

交易数据

总市值(百万元)	3,255.00
流通市值(百万元)	813.75
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12 个月价格区间	23.29/45.02 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.76	-1.15	17.36
绝对收益	6.13		

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

◆ **风险提示**：募投项目进度不及预期；下游客户压价可能导致毛利率下滑；大客户占比过高风险；汇率波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业收入(百万元)	464.7	599.3	693.6	1,000.4	1,395.1
同比增长(%)	25.7%	29.0%	15.7%	44.2%	39.5%
营业利润(百万元)	74.0	101.3	106.9	135.2	171.3
同比增长(%)	55.8%	37.0%	5.5%	26.6%	26.6%
净利润(百万元)	64.0	89.4	93.8	119.4	150.9
同比增长(%)	51.2%	39.8%	4.9%	27.4%	26.3%
每股收益(元)	0.64	0.89	0.94	1.19	1.51
PE	52.1	37.3	35.6	27.9	22.1
PB	19.0	13.4	9.6	7.6	6.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、延江股份：一次性卫生用品面层材料龙头	5
1.1 股权股本：实际控制人谢氏家族合计持股 70.02%.....	5
1.2 主要产品：定位中高端，新产品不断发力.....	6
1.2.1 打孔无纺布.....	6
1.2.2 PE 打孔膜.....	7
1.2.3 无纺布腰贴.....	7
1.2.4 复合膜.....	8
1.3 业绩情况：近五年归母净利润 CAGR 达 53.52%.....	8
二、待开发市场+消费升级，一次性卫生用品市场潜在空间较大	10
2.1 新增用户群体带动一次性卫生用品行业稳步发展.....	11
2.1.1 婴幼儿纸尿裤：二胎政策放开，驱动行业稳步增长.....	11
2.1.2 女性卫生用品：三四线、农村地区发展潜力大.....	13
2.1.3 成人失禁用品：老龄化趋势加快推动成人失禁用品快速发展.....	14
2.2 消费升级，带动高端品牌一次性卫生用品需求增加.....	15
2.3 政策加码，龙头率先受益.....	17
三、“技术优势+差异化定位+优质客户群体”构成核心竞争力	17
3.1 关键技术壁垒深厚，研发优势确保竞争力.....	17
3.2 产品差异化定位，市场竞争者少，毛利率领先.....	19
3.3 国际大客户彰显公司产品核心竞争力.....	20
四、募投项目	21
4.1 项目简介：用于年产 22000 吨打孔无纺布扩产项目.....	21
4.2 项目目标：扩产能、降成本、促研发，提升核心竞争力.....	22
五、盈利预测	22
六、风险提示	24

图表目录

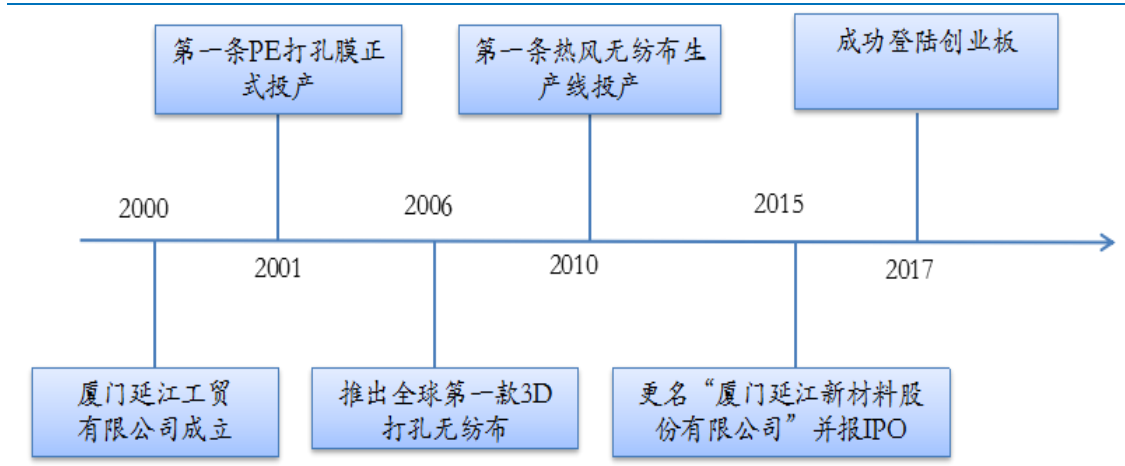
图 1：公司发展重大历程.....	5
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：延江股份是对热风/纺粘无纺布进行后续加工得到打孔无纺布.....	6
图 4：2012~2016 年公司营业收入(万元)及增速.....	8
图 5：2012~2016 年公司归母净利润(万元)及增速.....	8
图 6：近三年公司各主要产品销售收入情况(万元).....	9
图 7：近三年公司各主要产品毛利率变化情况.....	9
图 8：2012~2016 年毛利率、净利率情况.....	10
图 9：2012~2016 年期间费用率情况.....	10
图 10：公司主营业务成本构成(万元).....	10
图 11 原材料采购价格(万元)及变化.....	10
图 12：我国一次性卫生用品行业发展的四个阶段.....	11
图 13：我国一次性卫生用品市场规模(亿元)及增速.....	11
图 14：2016 年中国一次性卫生用品市场构成.....	11
图 15：2016 年国内新生儿人口同比增加 7.92%.....	12
图 16：中国婴儿纸尿裤(含尿片)销量及 YOY.....	12

图 17：中国婴儿纸尿裤(含尿片)市场规模及 YOY	12
图 18：中国婴儿纸尿裤渗透率还有很大提升空间	13
图 19：中国婴儿纸尿裤日均使用量远低于日本、欧美等发达国家	13
图 20：2012~2016 年国内卫生巾(含护垫)消费量(亿片)及增速	14
图 21：2012~2016 年国内卫生巾(含护垫)市场规模(亿元)及增速	14
图 22：我国卫生巾市场渗透率整体稳步增长	14
图 23：国内卫生巾市场未来增长空间	14
图 24：2012~2016 年中国成人失禁用品消费量(亿片)及 YOY	15
图 25：2012~2016 年中国成人失禁用品市场规模(亿元)及 YOY	15
图 26：面层材料主要性能指标	16
图 27：国内卫生巾面层材料发展历程	16
图 28：打孔无纺布生产核心工艺——打孔和收卷为公司自主研发	18
图 29：延江股份近三年研发投入远超北京大源	18
图 30：同类型公司毛利率情况	20
图 31：卫生用品龙头 P 公司选择供应商认证周期长	21
图 32：下游大客户采购额快速增长	21
表 1：延江股份下设三家子公司情况	6
表 2：打孔无纺布产品介绍	7
表 3：PE 打孔膜产品介绍	7
表 4：无纺布腰带产品展示	8
表 5：复合膜产品展示	8
表 6：预计 2017~2019 年纸尿裤市场规模将保持两位数增长	13
表 7：2016 年市场新推出的高端纸尿裤	15
表 8：纺织行业相关政策	17
表 9：核心高管从业经历	19
表 10：行业内竞争情况	19
表 11：行业内毛利率情况	20
表 12：募投项目投资总额(万元)及募集资金使用计划	21
表 13：项目引入生产线	21
表 14：项目投入情况	22
表 15：公司按产品结构收入分拆	23
表 16：公司未来三年业绩预测	23

一、延江股份：一次性卫生用品面层材料龙头

公司前身厦门延江工贸有限公司成立于 2000 年，后历经股改，于 2015 年 6 月变更为股份有限公司，注册资本 7500 万元。公司于 2017 年 6 月登陆创业板，主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，目前产品有 3D 打孔无纺布、热风无纺布、PE 打孔膜等，产品主要用作卫生巾、纸尿裤以及护垫等一次性卫生用品的面层材料。根据中国造纸协会的统计，按销售量计，2014 年公司的 3D 打孔无纺布、PE 打孔膜在国内厂商中排名第一。

图 1：公司发展重大历程

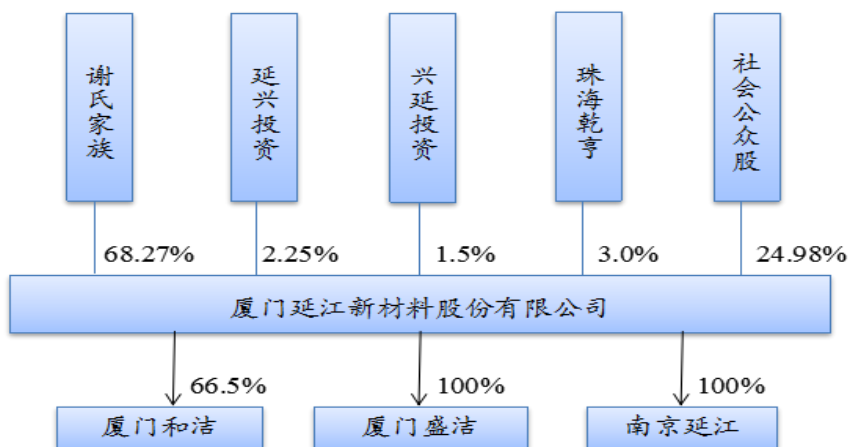


资料来源：公司官网；华金证券研究所

1.1 股权股本：实际控制人谢氏家族合计持股 70.02%

公司是谢氏家族企业，股权集中度高。此次 IPO 共发行股份 2500 万股，发行后总股本 10000 万股，创始人谢继华、谢继权等谢氏家族六人直接持有 68.27% 股权，并通过延兴投资和兴延投资两个员工持股平台间接持有 1.75% 股权，谢氏家族合计持股 70.02%，为公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind；公司公告；华金证券研究所

公司目前下设三家子公司：1、**厦门和洁无纺布制品有限公司**，主要从事无纺布腰贴的研发、生产及销售；2、**厦门盛洁无纺布制品有限公司**，主要从事热风无纺布的生产；3、**南京延江无纺布制品有限公司**，负责打孔无纺布的生产及销售。

表 1：延江股份下设三家子公司情况

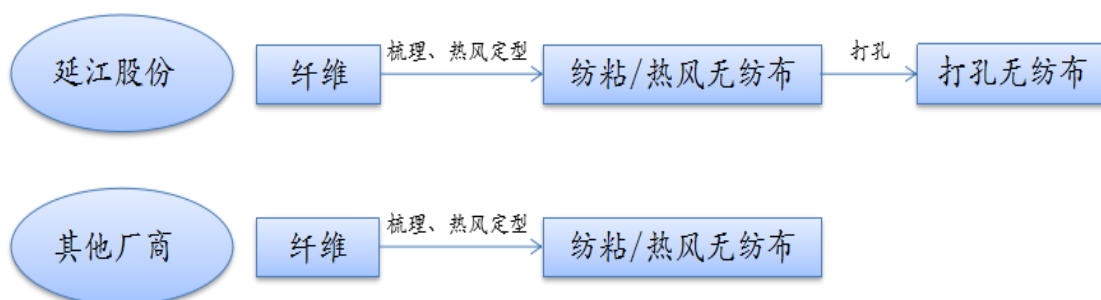
子公司	主营业务及与公司主营业务关系	2016 年营收 (万元)	2016 年净利润 (万元)
厦门盛洁	热风无纺布的生产，热风无纺布是公司打孔无纺布的主要原材料	105.7	-43.84
厦门和洁	无纺布腰贴的研发、生产及销售；无纺布腰贴是公司新开发产品	3253.8	114.56
南京延江	打孔无纺布的生产及销售，产品主要是就近供应金佰利南京公司、尤妮佳以及恒安中原等客户	723	74.65

资料来源：招股说明书；华金证券研究所

1.2 主要产品：定位中高端，新产品不断发力

相比于传统的水刺无纺布和热风无纺布，公司生产的打孔无纺布是在原有材料(热风无纺布、纺粘无纺布)基础上加工而成，主要应用于高端面层材料和部分底层面料，产品价格较热风无纺布更高。除此以外，公司还生产 PE 打孔膜、无纺布腰贴等纸尿裤的其他组成部件，并且积极拓展技术研发复合膜等新型材料。

图 3：延江股份是对热风/纺粘无纺布进行后续加工得到打孔无纺布





资料来源：招股说明书；华金证券研究所整理

1.2.1 打孔无纺布

作为国内领先的打孔无纺布生产企业，2006 年公司成功研发出 3D 锥形机械打孔技术，并推出全球第一款 3D 打孔无纺布。打孔无纺布用作面层材料时，不仅可以加快液体下渗速度，还可以有效阻止液体回流，既解决了传统 PE 打孔膜触感较差的缺点，也解决了原有无纺布干爽性差的缺点，从而兼具干爽、透气、柔软的效果和良好的观感，可有效地提升终端产品的档次。公司对外销售的 3D 打孔无纺布主要是 3D 打孔热风无纺布，产品应用于 H 公司、J 公司等知名企业的卫生巾、纸尿裤高端产品的面层和底层材料。公司还根据市场需要正逐步推广 3D 打孔纺粘无纺布，纺粘无纺布主要由长纤无纺布加工而成，通常用作卫生巾、纸尿裤的底层材料、包裹材料以及中低端产品的面层材料。

表 2：打孔无纺布产品介绍

产品名称	产品图片	主要性能	用途
3D 打孔热风无纺布		<ol style="list-style-type: none"> 1.既降低直接接触的面积，又因独特的漏斗孔型，在吸收层和面层间形成空气层； 2.加快液体下渗速度，孔型较大使粘稠的液体更易穿过，更加卫生； 3.吸收速度稳定性加强，通过机械引导的方式使多次吸收持续稳定； 4.配合相关孔形设计，外观更时尚与美观。 	用作一次性卫生用品的面层、导流层和底层。
3D 打孔纺粘无纺布		<ol style="list-style-type: none"> 1.3D 开孔设计，降低直接接触面积，加快了液体的下渗速度，增加了舒适性； 2.大小孔设计：大孔快速吸收，小孔减少皮肤接触，增加透气性，提高舒适感。 	用作一次性卫生用品的面层和底层。

资料来源：公司公告、华金证券研究所

1.2.2 PE 打孔膜

PE 打孔膜有真空打孔和机械打孔两种工艺技术。3D 真空成型打孔膜由真空打孔技术生产出来的，独特的开孔设计减少直接接触面积，增加材料舒适感；另外公司将 3D 机械打孔技术应用到 PE 打孔膜的生产当中，将 3D 真空成型打孔膜（具有小孔）经机械打孔技术加工形成表面兼具大孔（目数为 5-15 目）和小孔（目数为 20-100 目）的 3D 机械成型打孔膜，大孔可快速吸收并加快液体下渗速度，小孔减少直接接触面积，大幅提升和改善了产品性能。

表 3：PE 打孔膜产品介绍


产品名称	产品图片	主要性能	用途
3D 真空成型打孔膜		<ol style="list-style-type: none"> 1.表面具有漏斗形开孔，开孔密度大，利于体液穿透，孔型根据客户需求改变； 2.通过调整配方，增加柔软和渗透性能。 3.通过表面微观处理，减少直接接触面积，使人在使用时感觉更加干爽，舒适。 	用作妇女卫生用品的面层和导流层，及医疗和食品包装中
3D 机械成型打孔膜		<ol style="list-style-type: none"> 1.采用真空和机械两次成型工艺，触感柔软舒适。 2.大小孔设计：大孔快速吸收，小孔减少皮肤接触，增加透气性，提高舒适感。 	用作妇女卫生用品的面层

资料来源：公司公告、华金证券研究所

1.2.3 无纺布腰贴

无纺布腰贴系用于纸尿裤的前腰处，起到固定作用，由于此种闭合系统性能的快速提升，其固有的柔软、环保等优势逐步呈现出来。快速应用于尿裤产品的升级换代，并将在未来几年里，极大程度应用于尿裤产品上。

表 4：无纺布腰带产品展示


产品名称	产品图片	主要性能	用途
无纺布腰贴		1、具有无纺布的优点，触感柔软 2、透气、舒适，使用时减少噪音	用作纸尿裤的闭合系统

资料来源：招股说明书；华金证券研究所

1.2.4 复合膜

复合膜产品是公司 2016 年新开发的产品，该产品将无纺布与打孔膜有机结合起来，兼具打孔膜的干爽性和无纺布的绵柔触感。2016 年公司复合膜产品实现销售 1,464.82 万元，主要销售给 P 公司，未来复合膜市场空间有望进一步扩张。

表 5：复合膜产品展示

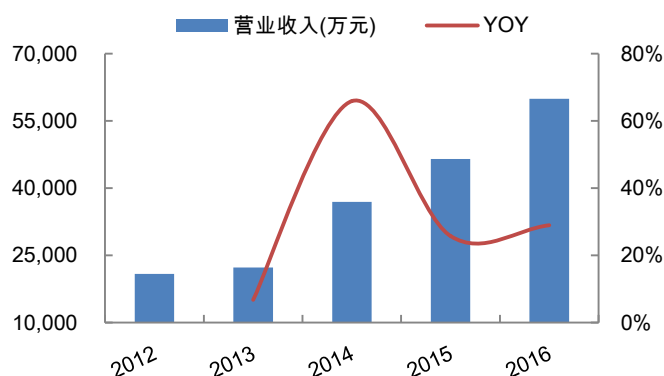
产品名称	产品图片	主要性能	用途
复合膜		1、结合无纺布和打孔膜的优点，既触感柔软，减少塑感，又干爽舒适。 2、可用于配套腰贴，增加柔软触感	主要用于卫生巾、护垫的面层、外层和 hook 等

资料来源：公招股说明书；华金证券研究所

1.3 业绩情况：近五年归母净利润 CAGR 达 53.52%

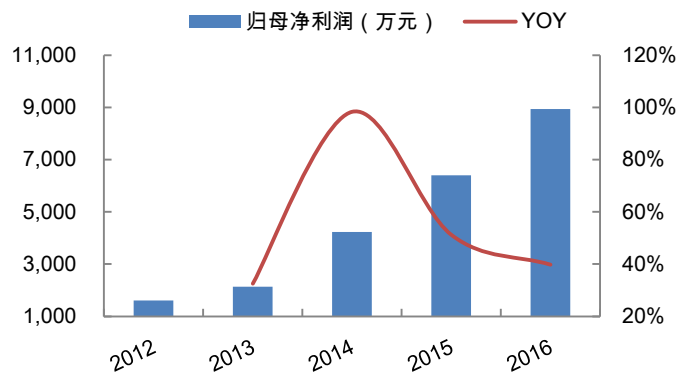
营收、归母净利增速亮眼，2012~2016 年 CAGR 分别为 30.18%、53.52%。2016 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 59925.96 万元、8942.01 万元，2012~2016 年复合增速分别为 30.18%、53.52%。其中 2014 年以后公司营收、归母净利润呈现大幅增长，主要得益于 2014 年以来，公司用于纸尿裤的打孔无纺布开始规模化销售，销量持续快速增长。同时公司新开发的产品无纺布腰贴、复合膜也获得较多订单，驱动业绩增长明显。

图 4：2012~2016 年公司营业收入(万元)及增速



资料来源：wind；华金证券研究所

图 5：2012~2016 年公司归母净利润(万元)及增速

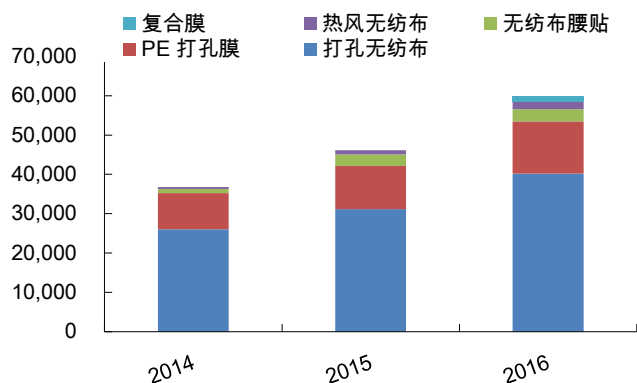


资料来源：wind；华金证券研究所

打孔无纺布、PE 打孔膜贡献收入近 90%。打孔无纺布、PE 打孔膜为公司主要产品，2016 年分别实现销售额 26010.01 万元、9237.48 万元，合计销售额占比 89.25%，且 2015 年、2014 年二者合计贡献收入分别为 91.28%、95.75%。2016 年公司新开发复合膜产品，该产品兼具打孔膜的干爽性和无纺布的绵柔触感，2016 年复合膜实现销售额 1464.82 万元，占比 2.44%。

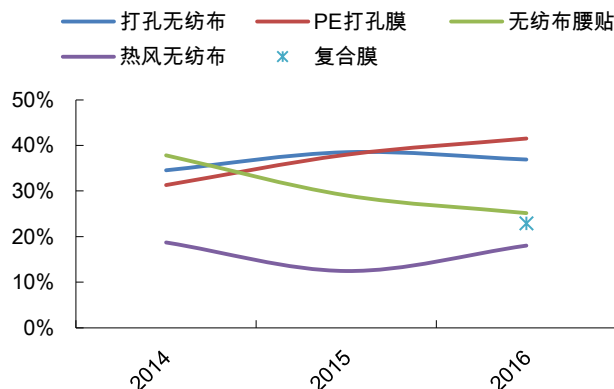
打孔无纺布、PE 打孔膜毛利率维持相对高位，35%以上。从各项产品来看，**PE 打孔膜**的毛利率近三年维持增长态势，2014~2016 年分别为 31.31%、37.96%、41.52%，2015 年毛利率提升 6.65PCT，主要是延江专为 P 公司高端产品开发的 C270 打孔膜售价较高，同时原材料塑料米的采购价格下降 5.49%，二者共同导致 2015 年 PE 打孔膜毛利率提高明显；2016 年 PE 打孔膜毛利率再次提升 3.31PCT，系 C270 打孔膜的销售占比大幅提升，由 2015 年占打孔膜销售比例的 24.65%增加至 39.54%，拉高了毛利率。**打孔无纺布**近三年的毛利率分别为 34.55%、38.52%、36.91%，2015 年提高 3.97PCT，系单位销售成本的降幅高于单位销售价格的降幅；2016 年毛利率相对 2015 年下滑 1.61PCT，主要原因是原材料价格下降导致公司产品售价有所下调。**无纺布腰贴**毛利率持续下滑，主要是该产品价格相对较低，2016 年原材料价格下降，公司进一步实施产品降价；**热风无纺布**毛利率探底回升，主要是对金伯利的销售比重大幅降低，其他客户(毛利率较高)销售比重上升导致。**复合膜**是 2016 年新开发产品，由于规模相对较小，单位成本较高，毛利率仅有 22.91%。

图 6：近三年公司各主要产品销售收入情况(万元)



资料来源：wind；华金证券研究所

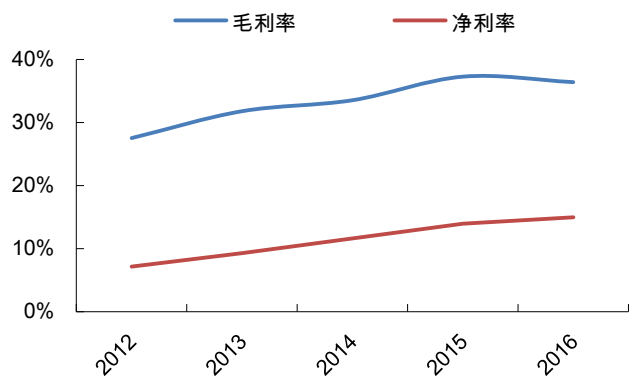
图 7：近三年公司各主要产品毛利率变化情况



资料来源：wind；华金证券研究所

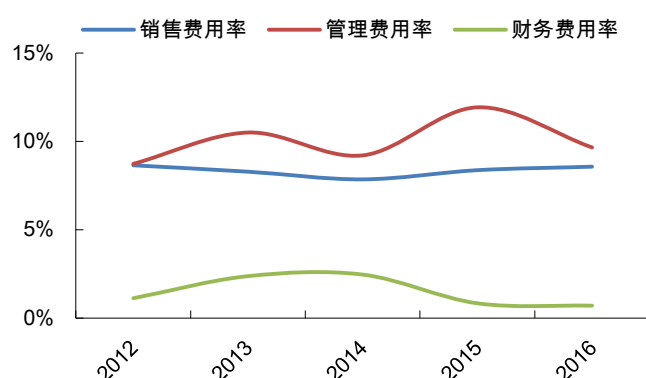
毛利率、净利率整体稳步上升。近五年公司的毛利率整体稳步增长，主要是销售占比较大的打孔无纺布、PE 打孔膜毛利率增长态势较好。从期间费用率来看，财务费用率逐步降低，2016 年为 0.7%；管理费用率、销售费用率分别维持在 10%、8%左右波动。整体来看，期间费用率相对比较稳定，维持 20%左右。

图 8：2012~2016 年毛利率、净利率情况



资料来源：wind；华金证券研究所

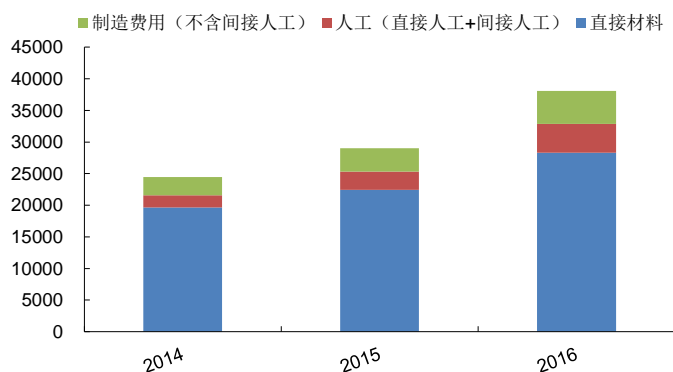
图 9：2012~2016 年期间费用率情况



资料来源：wind；华金证券研究所

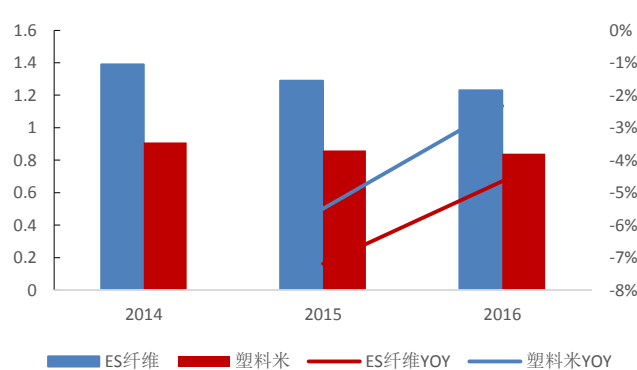
公司的主营业务成本主要由原材料构成 2014~2016 年主营业务成本分别为 24443.93 万元、29011.47 万元、38106.66 万元，其中原材料占比分别为 80.32%、77.37%、74.35%。原材料主要是塑料米和 ES 纤维，自 2014 年 11 月以来，由于国际原油价格出现大幅下滑，公司原材料采购价也呈现逐年下降态势，但 2016 年原材料采购价格跌幅收窄。

图 10：公司主营业务成本构成(万元)



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

图 11 原材料采购价格(万元)及变化



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

二、待开发市场+消费升级，一次性卫生用品市场潜在空间较大

一次性卫生用品是指使用一次后即丢弃的、与人体直接接触的、并为达到人体生理卫生或卫生保健（抗菌或抑菌）目的而使用的卫生用品，包括卫生巾（含护垫）、纸尿裤(含纸尿片)、成人失禁用品和湿巾等。

我国的一次性卫生用品行业发展可以分为四个阶段：1、起步阶段：上世纪 80 年代，以卫生巾先行，一次性卫生用品行业处于起步阶段，但由于国内厂商技术水平落后，产品单一且性能较差，加之消费者对产品了解不够，整体行业普及度较低；2、加速发展阶段：上世纪 90 年代，外资进入国内市场，带来技术与资本的优势；同时婴儿纸尿裤市场也开始起步，且消费者对一次性用品已经形成一定的产品认识和使用习惯，行业开始加速发展；3、稳步发展阶段：2000 年前后，随着居民人均水平的提升以及一次性卫生用品具备方便、卫生、健康等优点，消费者的普及

程度进一步提升；另外成人失禁用品也开始出现，行业稳步发展；4、产品为王阶段：2010年以来，消费者对产品质量、品牌、功能要求进一步提高，产品为王的时代来临。

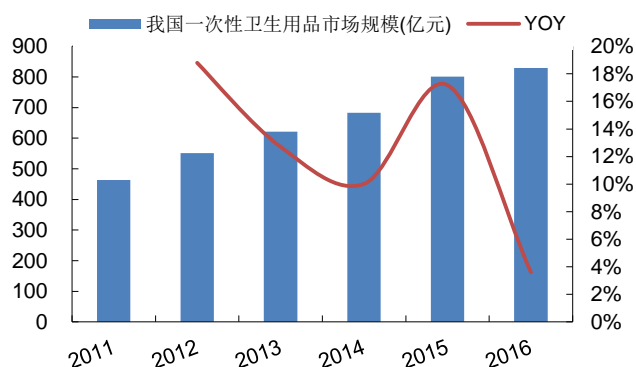
图 12：我国一次性卫生用品行业发展的四个阶段



资料来源：中国产业信息网；华金证券研究所整理

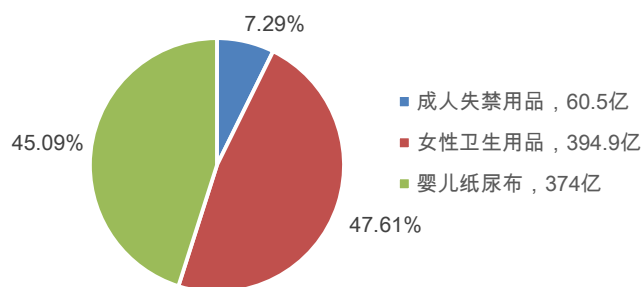
根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，2016年我国一次性卫生用品市场规模达到829.4亿元，同比增长3.6%；2012~2016年间，我国一次性卫生用品市场规模复合增速达到12.33%。在2016年一次性卫生用品市场总销售额中，卫生巾(含护垫)销售额394.9亿元(占比47.6%)，婴儿纸尿裤(含尿片)销售额374亿元(占比45%)，成人失禁用品销售额60.5亿元(占比7.3%)。其中卫生巾和婴儿纸尿裤的销售额占比超过90%。

图 13：我国一次性卫生用品市场规模(亿元)及增速



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会；华金证券研究所

图 14：2016年中国一次性卫生用品市场构成



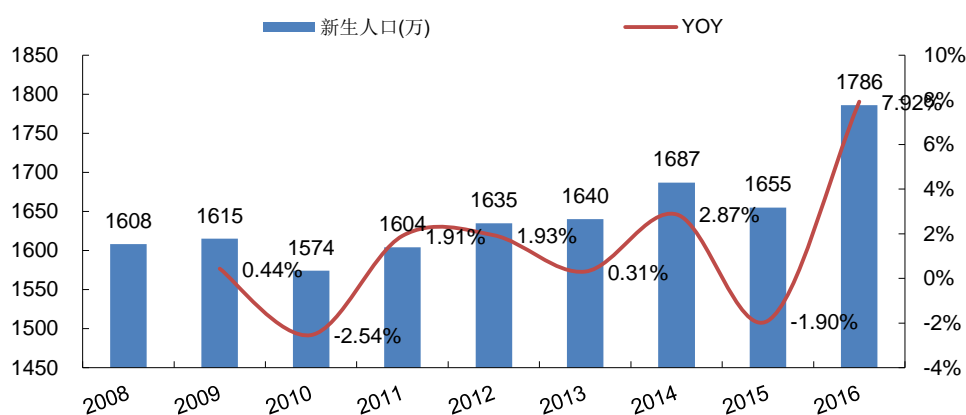
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会；华金证券研究所

2.1 新增用户群体带动一次性卫生用品行业稳步发展

2.1.1 婴幼儿纸尿裤：二胎政策放开，驱动行业稳步增长

庞大的婴幼儿数量推动了婴儿纸尿裤市场需求稳步增长。2016 年是我国正式实施全面二胎政策的元年，新生儿数量达到 1786 万，同比增加 7.92%，是自 2008 年以来数量最高、增速最快的一年，其中二孩及以上占出生人口比重超 45%。2017 年 2 月国家卫计委印发《“十三五”全国计划生育事业发展规划》，指出到 2020 年全国总人口在 14.2 亿人左右，年均自然增长率在 6‰左右；而 2015 年末全国总人口数为 13.75 亿人，即“十三五”期间国内总人口数量预期净增长空间为 4500 万，平均每年净增长在 900 万。2016 年国内死亡人口 977 万人(2012~2016 年国内死亡人口数在 970 万~980 万/年，相对平稳)，即 2016 年人口净增加 809 万人。假设“十三五”期间每年死亡人口约 975 万人，则 2017~2020 年间平均每年新生儿数量达到 1879 万人次，才能实现到 2020 年底全国人口 14.2 亿。预计纸尿裤行业有望充分受益于二胎政策全面放开带来的红利。

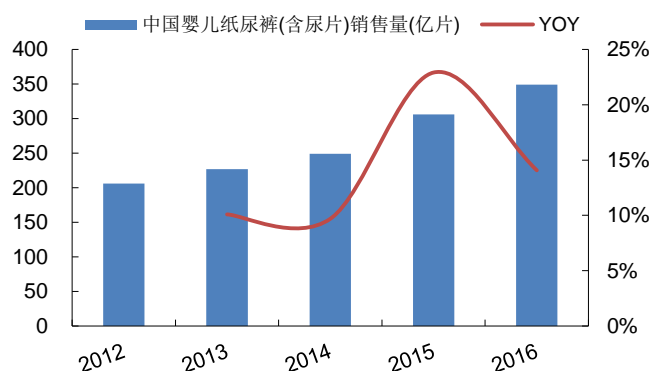
图 15：2016 年国内新生人口同比增加 7.92%



资料来源：国家统计局；华金证券研究所

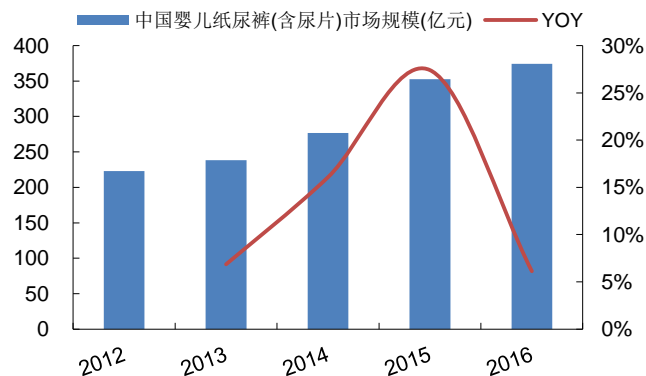
根据中国造纸协会生活用纸专业委员会数据，2012 年~2016 年，我国婴儿纸尿裤(含尿片)消费量从 206.2 亿片增加到 349.1 亿片，CAGR 达到 14.1%，市场规模从 223 亿元扩大至 374 亿元，CAGR 达到 13.8%。2016 年纸尿裤的销量和市场规模均有所下滑，且市场规模增速跌至个位数，主要是纸尿裤行业竞争充分，各大品牌为了占据市场份额，打价格战影响了整体的行业收入增速。

图 16：中国婴儿纸尿裤(含尿片)销量及 YOY



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会；华金证券研究所

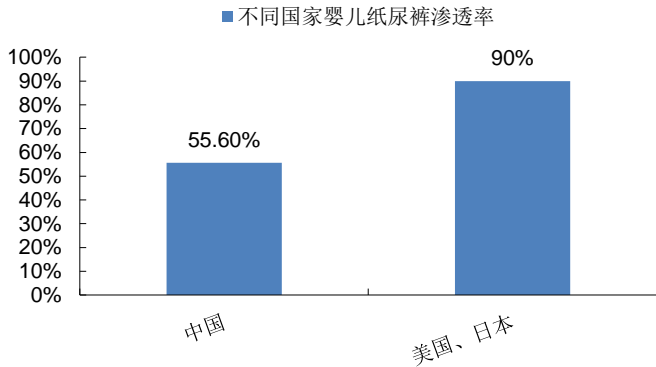
图 17：中国婴儿纸尿裤(含尿片)市场规模及 YOY



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会；华金证券研究所

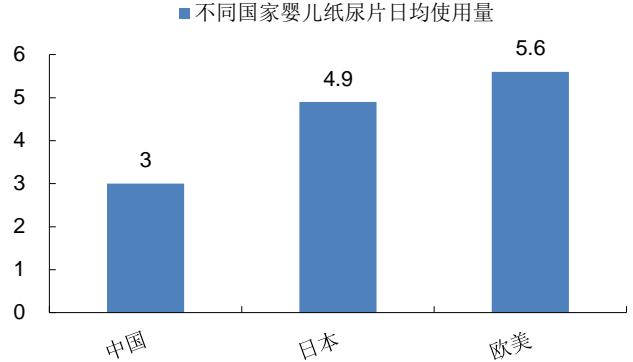
对比欧美、日本等经济发达国家，我国婴儿纸尿裤的渗透率、人均使用量都还比较低。尽管近年来我国婴儿纸尿裤的市场渗透率不断提高，由 2013 年的 47% 提升至 2016 年的 55.60%，增加 8pct，但还远低于美国、日本 90% 以上的渗透率；日均使用量方面，国内大约只有 3 片/日，日本平均使用量为 4.9 片/日，欧美发达国家为 5.6 片/日(2012 年左右数据)。随着人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变，婴儿纸尿裤人均消费量将逐步提高，市场规模也不断增长。

图 18：中国婴儿纸尿裤渗透率还有很大提升空间



资料来源：中国造纸协会网站；华金证券研究所

图 19：中国婴儿纸尿裤日均使用量远低于日本、欧美等发达国家



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

注：2012 年左右数据

2016 年我国 0-2 岁婴儿人数近 4000 万人，根据纸尿裤的消费量以及渗透率，计算出日均消费量为 4.3 片，假设未来三年渗透率不断提高，2017~2018 年分别为 60%、65%、70%，纸尿裤的均价随着消费升级也不断提高，2017~2018 年分别为 1.1 元、1.15 元、1.2 元，估算出未来三年国内纸尿裤的市场规模分别为 426.1 亿元、496.03 亿元、585.1 亿元，均保持两位数的增速。

表 6：预计 2017~2019 年纸尿裤市场规模将保持两位数增长

时间	0-2 岁婴儿人口/万	渗透率%	纸尿裤日均使用量	婴儿纸尿裤消费量/亿片	纸尿裤均价/元	市场规模/亿元
2016	4000	55.60%	4.3	349.1	1.07	374
2017E	4020	60%	4.4	387.37	1.1	426.1
2018E	4040.1	65%	4.5	431.33	1.15	496.03
2019E	4060.3	70%	4.7	487.58	1.2	585.1

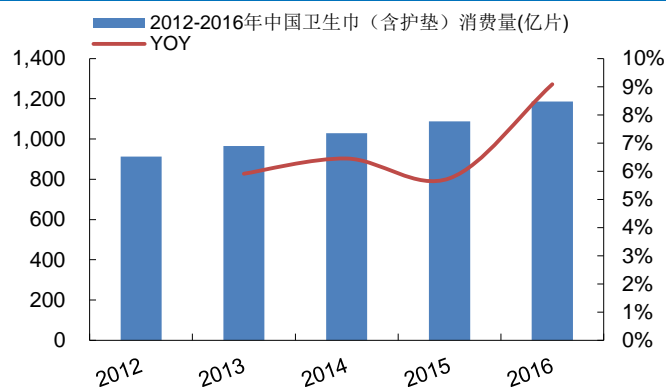
资料来源：招股说明书；华金证券研究所测算

2.1.2 女性卫生用品：三四线、农村地区发展潜力大

卫生巾行业经过 30 多年的发展，国内女性消费者的卫生巾使用习惯已形成，而且渗透率不断提高，已经接近欧美、日本等发达国家水平。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的数据，2016 年我国卫生巾市场的渗透率达到 96.5%。

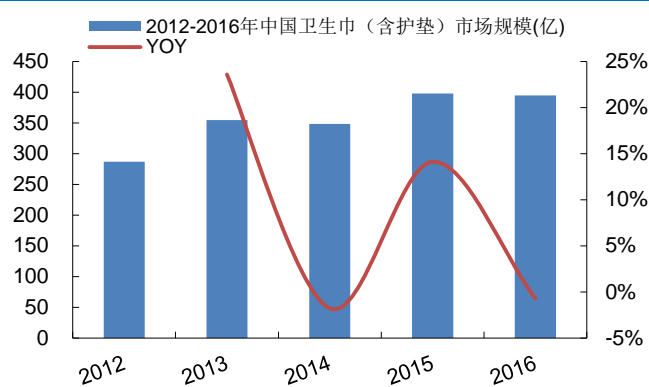
我国 2016 年卫生巾使用适龄女性人口数量为 3.77 亿，卫生巾市场拥有庞大的群体。随着女性消费者对卫生巾在功能、舒适、安全、健康等方面的需求不断提高，消费升级推动卫生巾市场规模稳步增长；同时卫生巾生产设备、技术水平的进步也推动了产品的设计、功能持续细分和演化。2012 年至 2016 年，卫生巾消费量从 916 亿片增加到 1186 亿片，CAGR 达到 6.67%；市场规模从 287 亿元扩大至 395 亿元，CAGR 达到 8.30%。

图 20：2012~2016 年国内卫生巾(含护垫)消费量(亿片)及增速



资料来源：wind；中国生活用纸年鉴；华金证券研究所

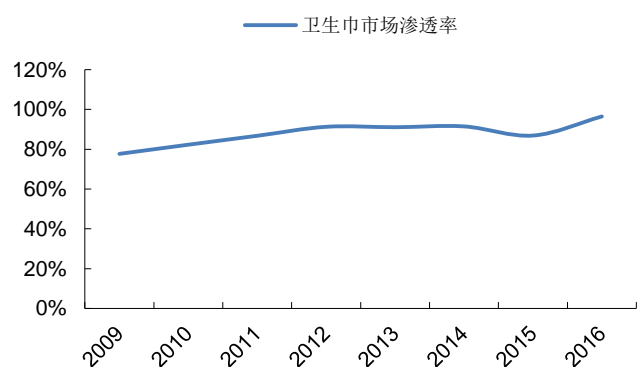
图 21：2012~2016 年国内卫生巾(含护垫)市场规模(亿元)及增速



资料来源：wind；中国生活用纸年鉴；华金证券研究所

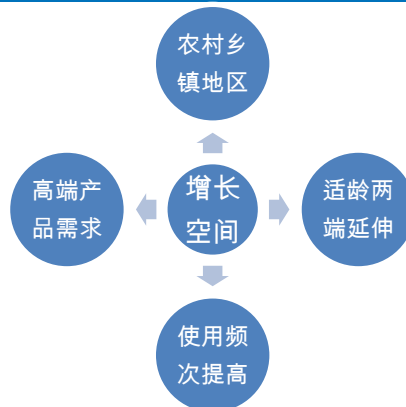
尽管目前我国女性卫生巾市场渗透率已常年维持在 90%以上，但由于不同地区经济水平的差异性，导致一二线城市的渗透率接近 100%，而农村乡镇地区的卫生巾渗透率还尚未饱和。未来国内卫生巾的市场增长空间主要有：**1、农村乡镇地区**：随着农村乡镇地区居民人均可支配收入的提高，卫生巾的市场渗透率将不断提升，带动新增市场需求；**2、使用频次提高**：随着女性生理卫生意识不断提高以及人均消费水平的提升，女性生理期更换卫生巾的次数更加频繁，消费者的人均使用量将随之增长；**3、高端产品需求**：由于消费升级的诉求，使得消费者对优质品牌、高质量、舒适性好的产品需求不断提升，存量结构的调整使得高端产品的市场空间更大；**4、适龄两端延伸**：生活质量的改善和营养水平的提高导致女性生理期年龄段有向两端扩展的趋势，过去的主要经期女性年龄为 15-49 岁，现在向下扩展到 12 岁以下，向上扩展到 50 岁以上。年龄范围的扩展，使得总消费群体规模扩大。

图 22：我国卫生巾市场渗透率整体稳步增长



资料来源：wind；中国生活用纸年鉴；华金证券研究所

图 23：国内卫生巾市场未来增长空间



资料来源：华金证券研究所整理

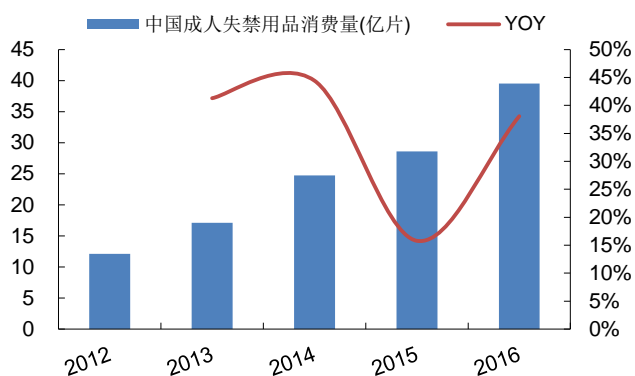
2.1.3 成人失禁用品：老龄化趋势加快推动成人失禁用品快速发展

老龄化趋势加快为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。2016 年中国统计公报显示，我国 65 岁及以上人口数量已经从 2005 年的 1 亿人增加到 2016 年的 1.5 亿人，占总人口的比从 2005 年的 7.7% 增加到 2016 年的 10.8%。成人失禁用品具有穿戴方便、贴身

舒适的特点，能够减轻居家养老的负担，提高老龄人的生活质量。所以老龄化趋势的加快将催生我国成人失禁用品市场的巨大潜在空间。

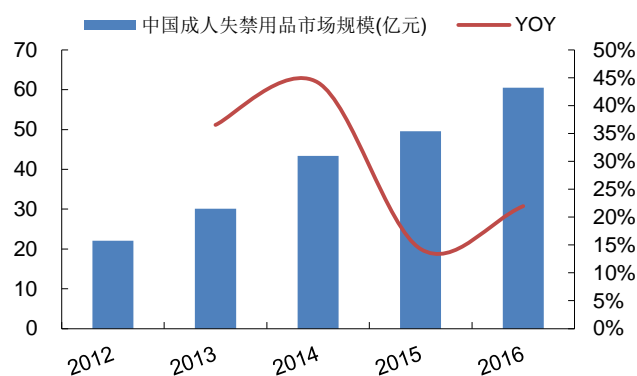
我国成人失禁用品还处在起步阶段，市场规模逐年增加。不断增加的老龄人口和生活观念的转变推动了成人纸尿裤市场规模的快速增长，市场渗透率逐年增高。2016 年成人失禁用品的消费量为 39.5 亿片，比上年增长 35.3%，市场规模 60.5 亿元，比上年增长 19.3%

图 24：2012~2016 年中国成人失禁用品消费量(亿片)及 YOY



资料来源：wind；中国生活用纸年鉴；华金证券研究所

图 25：2012~2016 年中国成人失禁用品市场规模(亿元)及 YOY



资料来源：wind；中国生活用纸年鉴；华金证券研究所

随着我国居民生活水平的提高以及家庭对于成人失禁用品消费观念的转变，越来越多的家庭和专业护理机构开始选择成人失禁用品为老年人进行失禁护理。由于人口老龄化加剧，加之居民生活水平提高以及老年人对失禁用品接受度提高，成人失禁用品市场具有很大的发展潜力。中商产业研究院发布的《2017-2022 年中国成人失禁用品行业市场预测分析报告》显示，预计到 2017 年国内成人失禁用品的市场规模将超过 70 亿元，同比增长 15.7%。

2.2 消费升级，带动高端品牌一次性卫生用品需求增加

随着人均可支配收入和居民消费水平的提高，消费者对一次性卫生用品的品牌、质量、舒适度的要求也随之提高。以纸尿裤为例，为了迎合市场消费升级的需求，2016 年国际知名卫生用品龙头公司都推出了一系列新品，主要趋势是高端化、表层有机棉、小众化等，更加注重产品的舒适度。例如尤妮佳推出 Natural Moony 皇家系列、日本大王推出天使系列小短裤、妮飘推出 Genki! Premium Soft、帮宝适推出紫帮系列，这四款产品均定位超高端，都对面层材料不断改善、升级，其中尤妮佳 Natural Moony 皇家系列在表层添加了 3% 的自然棉，有效改善面层材料的柔软舒适度，满足当下消费者对于天然、健康生活的诉求，产品售价较普通款的高出 60% 左右。

表 7：2016 年市场新推出的高端纸尿裤

品牌	产品系列	图片	主要特点	产品单片售价(元/片)
尤妮佳	Natural Moony 皇家系列		表层添加 3% 自然棉、植物萃取，温和弱酸性表层	2.94

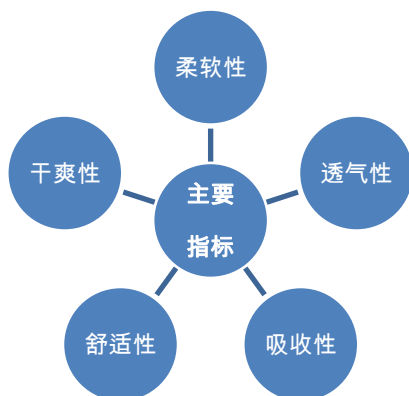
品牌	产品系列	图片	主要特点	产品单片售价(元/片)
大王	天使系列		表层富含 维生素 E 、瞬吸不反渗	4.16
妮飘	Genki! Premium Soft		独立开发的不织布 、迅速导流，全方位有效防止渗漏	3.11
帮宝适	紫帮		质地柔软、快速吸收、 网状表层设计 、持久 360°舒爽空气流通	2.25

资料来源：京东商城；华金证券研究所

注：为了可比性，产品单片售价均采用 L 号

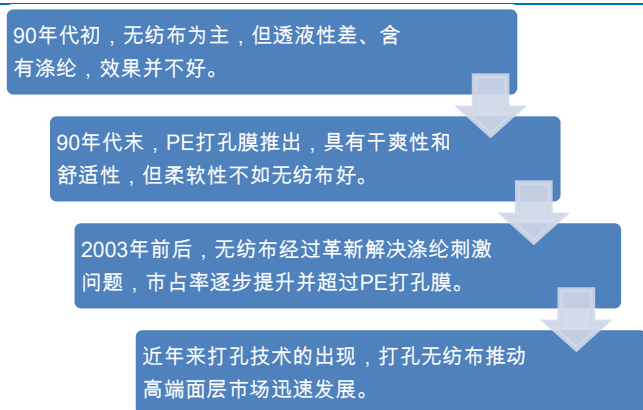
纸尿裤、女性卫生巾的产品升级最重要的还是落实到产品的面层材料，因为面层直接与皮肤接触，消费者体验的良好与否直接与面层材料的柔软性、透气性、舒适性等性能有关。国内卫生巾面层材料的发展经历了几个阶段：上世纪 90 年代初，无纺布是一般卫生巾的唯一面料，但由于透液性差、且含有涤纶，效果并不是很好；上世纪 90 年代末，PE 打孔膜推出市场，具有良好的干爽性和舒适性，市场份额最高峰占到 70%，但 PE 打孔膜的柔软性不如无纺布好；2003 年前后无纺布经过革新，解决了涤纶刺激问题，市占率逐步提升并超过 PE 打孔膜；近年来打孔技术的出现，打孔无纺布推动高端面层市场迅速发展。目前纸尿裤面层材料以无纺布为主，近年来 J 公司、H 公司等知名卫生用品龙头公司纷纷使用延江股份生产的打孔无纺布作为高端纸尿裤的面层材料，产品备受市场青睐。

图 26：面层材料主要性能指标



资料来源：招股说明书；华金证券研究所整理

图 27：国内卫生巾面层材料发展历程



资料来源：招股说明书；华金证券研究所整理

延江股份自主研发的 3D 锥形打孔技术可以有效提高面层材料的渗透性。按照 EDANA 153.0-02(欧洲非织造材料行业协会)的多次穿透测试方法，采用 3D 锥形打孔工艺生产的打孔无纺布在每次液体渗透速度上明显要快于未打孔热风无纺布（每次至少要快 0.5 秒），并且随着液体穿透次数的增多，这种差距越明显。该项技术出现前，卫生巾、纸尿裤的面层材料主要是 PE 打孔膜或不打孔无纺布。伴随行业消费升级带来的红利，延江股份作为高端面层材料研发制造商有望充分受益。

2.3 政策加码，龙头率先受益

公司产品用作一次性卫生用品的面层材料，与一次性卫生用品行业的发展高度相关。近年来，国家相继出台了多项政策以支持促进纺织品和一次性卫生用品的发展。一系列鼓励政策的出台，为产业用纺织行业的发展奠定了良好的政策基础，有利于促进行业规范、健康发展，推进行业规模良性稳健增长。2017年1月工信部发布《产业用纺织品“十二五”发展规划》，指出将重点支持开发面层材料和导流层材料，提高面层材料的柔软性和功能性。延江股份作为高端面料行业龙头，企业有望率先受益。

表 8：纺织行业相关政策

时间	部门	政策名称	内容
2017.01	工业和信息化部 国家发展和改革委员会	《产业用纺织品“十三五”发展指导意见》	坚持产需融合，拓展应用范围，提升服务能力。促进产业用纺织品行业由数量型向质量效益型增长转变
2016.9	工业和信息化部	《印发纺织工业发展规划（2016 - 2020 年）》	“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定。
2012.01	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	《产业用纺织品“十二五”发展规划》	在新型卫生用品方面，提升婴儿尿布、妇女卫生用品、等技术性能指标。重点开发面层材料和导流层材料，提高面层材料的柔软性和功能性。
2009.04	国务院办公厅	《纺织工业调整和振兴规划》	加快推进针刺、水刺、纺粘等先进工艺和高性能纤维在环保过滤用纺织材料生产上的应用，新材料比重由 20%提高到 50%

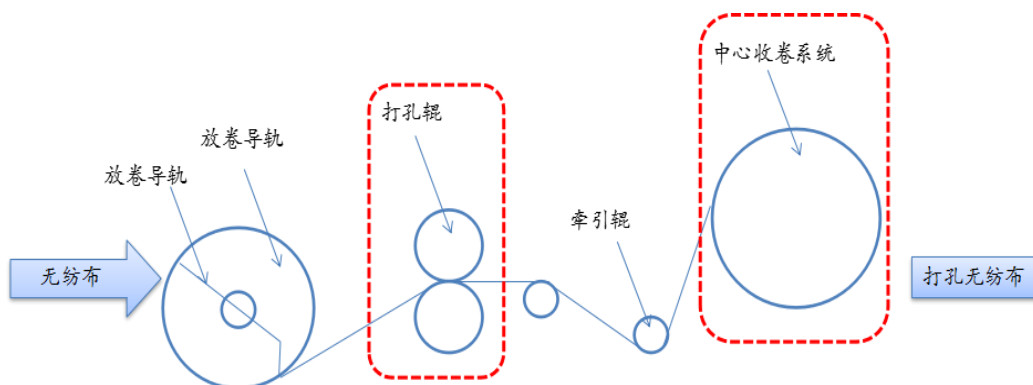
资料来源：新闻整理、公司公告、华金证券研究所

三、“技术优势+差异化定位+优质客户群体”构成核心竞争力

3.1 关键技术壁垒深厚，研发优势确保竞争力

打孔无纺布是将无纺布（包括热风无纺布、纺粘无纺布）通过放卷装置放卷后，经过打孔辊进行打孔，然后收卷得到打孔无纺布。

图 28：打孔无纺布生产核心工艺——打孔和收卷为公司自主研发

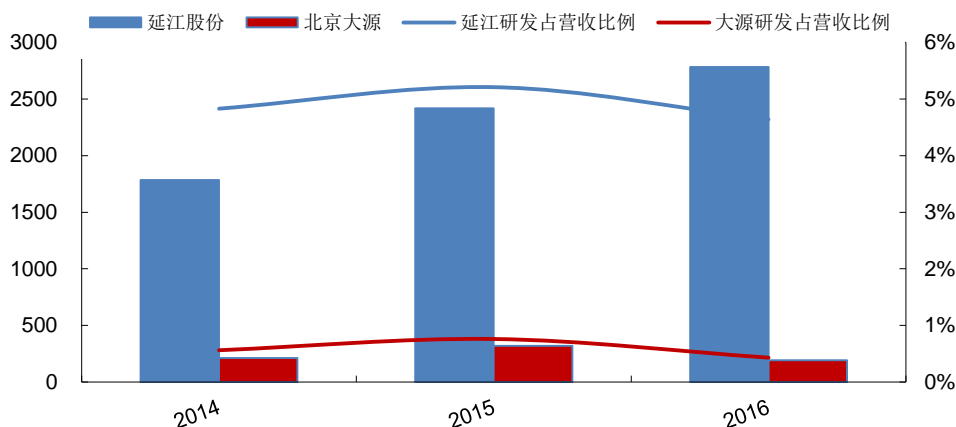


资料来源：招股说明书；华金证券研究所

打孔和收卷是打孔无纺布生产工艺的关键技术环节。 1、打孔设备的模具的设计开发。锥形孔是目前公认的最有效的孔型设计，上大下小呈漏斗型，可最大程度地降低与人体的直接接触面积(最高可降低 20%的直接接触面积)，能加快液体的渗漏的同时还能有效阻止反渗。另外打孔后能增加材料表面的张力，增强液体在表面的附着力，减少液体在材料表面的流动，有助提升卫生巾/纸尿裤表面的干爽舒适性。2、收卷设备的研发。由于材料表面张力存在以及运输取用过程中可能会有撞击力，会一定程度降低面层材料质量的稳定性，导致下游企业无法连续正常生产。所以一次性卫生用品厂商对上游面层材料厂商的收卷设备研发能力要求较高，在表面张力作用下保持卷内外孔型、厚度一致技术壁垒较高。

公司经过多年的设备改良和生产工艺优化，已在打孔和收卷两项工艺上实现技术性的突破：对于打孔模具的设计开发，公司不仅已熟练掌握 3D 锥形孔型，而且还可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计，满足定制化需求；对于收卷设备的研发制造，公司已能满足主要客户对卷材的生产连续性和稳定性的要求。

图 29：延江股份近三年研发投入远超北京大源



资料来源：公司公告；华金证券研究所

技术研发能力突出，核心技术均已申请专利，拥有 6 项发明专利，16 项实用新型专利。研发团队由创始人直接带队，从事技术工作的研发人员有 74 人、核心技术人员 6 名，占员工总数的 8.65%、0.7%。

表 9：核心高管从业经历

高管姓名	出生时间	职务	从业经历
谢继华	1965/12	董事长兼 总经理	厦门大学化学系高分子化学专业学士、东华大学化学纤维系化学纤维专业硕士，具有 20 年的行业从业经验。曾任厦门华纶化纤有限公司工艺工程师、晋江舒雅妇幼用品有限公司副总经理、北京倍舒特妇幼用品有限公司副总经理
谢继权	1968/08	副董事长、 副总经理	福建林学院制浆造纸专业，具有 18 年的行业从业经验。曾任永安造纸厂公司职员、永安青水造纸厂厂长。
方和平	1974/07	公司董事、常 务副总经理	大连理工大学机械系机械工程专业学士，具有 15 年的行业从业经验。曾任广州宝洁有限公司护舒宝制造车间经理、护舒宝/帮宝适亚洲材料组经理、护舒宝天津厂厂长、护舒宝大中国区供应经理，星巴克中国有限公司供应链总监。

资料来源：招股说明书；华金证券研究所

3.2 产品差异化定位，市场竞争者少，毛利率领先

主要生产打孔无纺布定位高端，差异化竞争优势突出。公司通过自创的 3D 锥形打孔技术，对传统面料进行后加工处理，应用于下游客户的高端产品领域。国内厂商以生产低端热风无纺布和水刺无纺布为主，只有北京大源(新三板公司，股票代码 871126.OC)开始少量生产打孔无纺布，根据北京大源公开转让说明书披露，其打孔无纺布的产能为 4700 吨，且多是 2016 年左右投产，而延江股份打孔无纺布产能 16000 吨(2016 年底)，此次 IPO 募投项目投产后，公司打孔无纺布产能将达到 38000 吨，具有明显的规模化优势。

表 10：行业内竞争情况

厂商名称	主要产品	产量/营业额
美国普杰集团	非织造材料研发、生产及销售	年营业额为 11.5 亿美元
美国卓德嘉	PE 打孔薄膜、透气薄膜、弹性薄膜，	2016 年收入 8.31 亿美元
德国 RKW 集团	优质聚乙烯和聚丙烯薄膜	2011 年销售额 11 亿美元
湖北金龙	纺粘无纺布	年产量达 10,000 吨
北京大源	有热风、热轧及后加工无纺布	总产能为 1.8 万吨/年，打孔 4700 吨
广州艺爱丝	ES 纤维和热风无纺布	1 万吨 ES 纤维、8000 吨热风无纺布
上海丰格	热风无纺布、超细无纺布	热风无纺布产量 2000 吨；超细无纺布产量 1000 吨

资料来源：公司公告、华金证券研究所

2016 年公司综合毛利率 36.39%，主要产品打孔无纺布毛利率 36.91%，远高于行业平均水平。毛利率较高主要有以下原因：**1、产品构成不同。**公司主要产品为打孔热风无纺布，用于高端卫生巾、纸尿裤的面层，毛利率更高；**2、竞争程度不同。**同行业公司产品主要是水刺无纺布，行业内中小规模企业较多，竞争较为激烈，毛利率相对较低；**3、客户群体不同。**公司客户都是知名龙头企业，对价格的敏感性更低，愿意为高质量的产品支付溢价。

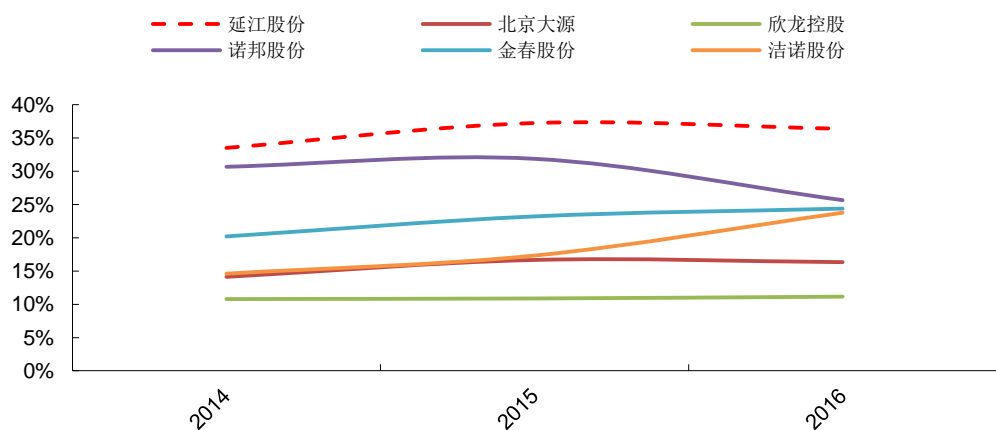
表 11：行业内毛利率情况

公司	产品	2016	2015	2014
欣龙控股	水刺无纺布材料	14.64%	15.17%	15.04%
	非织无纺布深加工产品	22.94%	20.34%	15.03%
	综合毛利率	11.15%	10.88%	10.79%
诺邦股份	水刺无纺布材料	24.87%	30.95%	28.33%
	水刺无纺布制品	28.25%	33.04%	38.14%
	综合毛利率	25.66%	31.88%	30.68%
北京大源	热风无纺布	14.46%	15.32%	14.65%
	水刺无纺布	12.09%	12.99%	15.54%
	热轧无纺布	11.30%	11.25%	10.07%
	热风后加工无纺布	30.83%	34.76%	-8.34%
	综合毛利率	16.34%	16.67%	14.13%
金春股份	水刺无纺布	24.39%	22.94%	16.39%
	综合毛利率	24.39%	22.94%	17.22%
洁诺股份	无纺布制清洁擦拭用品	23.77%	17.33%	14.61%
	综合毛利率	23.77%	17.33%	14.61%
延江股份	打孔无纺布	36.91%	38.52%	34.55%
	PE 打孔膜	41.52%	37.96%	31.31%
	热风无纺布	18.02%	12.45%	18.71%
	无纺布腰贴	25.15%	29.04%	37.83%
	综合毛利率	36.39%	37.26%	33.52%

资料来源：wind；华金证券研究所

金春股份 2015 年、2016 年年报仅披露了综合毛利率，此处以其综合毛利率替代

图 30：同类型公司毛利率情况



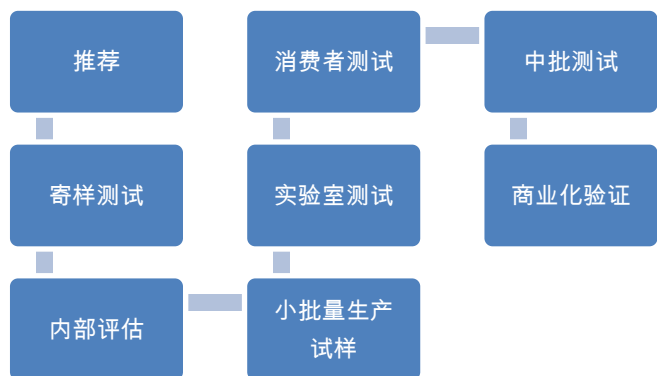
资料来源：wind、华金证券研究所

3.3 国际大客户彰显公司产品核心竞争力

拥有稳定优质客户，业务集中度高。国际一次性卫生用品龙头对供应商都有着严格的甄选标准，供应商准入门槛较高。公司的主要客户为 J 公司、P 公司等国际一次性卫生用品巨头，这些客户合作时间都长达 10 年以上，稳定性较强，近三年公司前五大客户销售占比始终维持在 80%

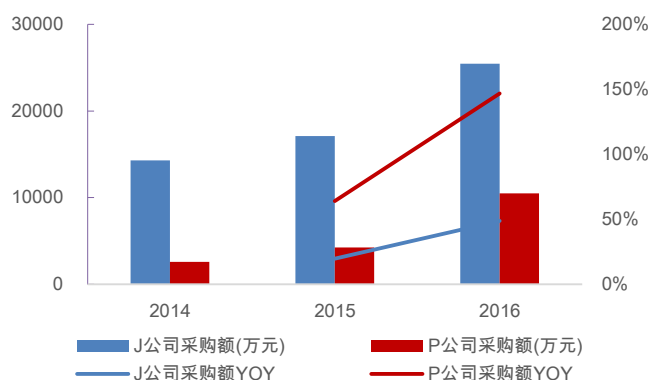
以上。2016年，J公司、P公司在延江的面层材料采购额增速分别为48.72%、146.76%，增速亮眼，也进一步验证了高端面层材料在下游市场的需求空间比较大。

图 31：卫生用品龙头 P 公司选择供应商认证周期长



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

图 32：下游大客户采购额快速增长



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

卫生用品面料供应商认证周期长，过程复杂，进入难度大。以国际卫生用品巨头 P 公司为例，对新供应商需要推荐—寄样测试—内部评估—小批量生产试样—实验室测试—消费者测试—中批测试—商业化验证一系列完整的流程，整个认证周期一般要两三年。为了保证产品质量的稳定性，大型企业一般不会轻易更换供应商。下游企业不断追求产品差异化，对供应商的技术研发、专业技术、同步开发能力提出了更高的要求。新进入企业很难根据客户需求在材料改良、工艺创新、设备改造等做出相应调整，提供符合要求的面层材料，进入难度大，具有技术优势和核心竞争力的龙头面层材料供应商在新客户的拓展中具备更多优势。

四、募投项目

4.1 项目简介：用于年产 22000 吨打孔无纺布扩产项目

募集资金将用于年产 22,000 吨打孔无纺布扩产项目，将建设打孔无纺布生产车间、仓库、研发中心、员工宿舍等，并拟购置多条无纺布生产线和实验线，以满足产能扩张和研发需求。项目计划分 4 年投入 4.3 亿元，建成后将形成年产 22000 吨打孔无纺布的生产规模。

表 12：募投项目投资总额(万元)及募集资金使用计划

项目名称	投资总额	募集资金投入	募集资金运用计划			
			第一年	第二年	第三年	第四年
年产 22,000 吨打孔无纺布项目	43403.1	43403.1	18142.7	13248.4	8578.5	3433.5

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 13：项目引入生产线

引入生产线	数量/条
热风无纺布生产线	11
纺粘无纺布生产线	1

引入生产线	数量/条
打孔无纺布生产线	12
热风无纺布实验线	1
纯棉水刺无纺布实验线	1
其他配套设备	---

资料来源：公司公告、华金证券研究所

4.2 项目目标：扩产能、降成本、促研发，提升核心竞争力

1、弥补现有产能不足，满足市场增长需求。公司生产的 3D 打孔无纺布凭借良好性能已得到市场广泛认可，市场需求增速明显，销售收入呈快速上升趋势。两家国际知名的一次性卫生用品龙头已成为公司最大的打孔无纺布采购客户，并逐步将其他地区、其他系列纸尿裤面层材料换成公司的打孔无纺布。在这两家龙头公司的示范带动效应以及市场的高度认可下，其他品牌厂商开始对打孔无纺布进行商业化测试。未来公司的打孔无纺布有望保持快速增长，两年后产能将面临严重不足的问题。因此本项目的建设将有助打破产能瓶颈，以更好地满足持续增长的市场需求。

2、有助于改进生产工艺，进一步优化产品性能，降低生产成本。目前公司的 3D 打孔无纺布的生产成本仍然远高于普通的无纺布。未来几年公司仍将继续加大研发投入，引进先进生产设备，过生产工艺流程的改进和革新不断降低产品的生产成本，优化产品性能，提升产品的市场竞争力。

3、有助于提高公司新产品研发能力，巩固和提升公司核心竞争力。由于 3D 锥形打孔技术上的优势，公司获得了丰厚的市场回报。本项目将建设全新的研发中心，引进纯棉水刺无纺布和 ADL 实验生产线等先进的研发设备，其目的就是要进一步提高公司核心业务的技术创新能力，强化高技术含量、高附加值的新产品的研发能力，以研发带动公司未来的快速增长。

表 14：项目投入情况

项目	投资金额（万元）	占比
生产建筑工程及安装	19174	44.18%
研发中心工程及安装	1200	2.76%
生产设备购置及安装	13590	31.31%
研发设备购置及安装	3010	6.93%
土地购置	600	1.38%
基本预备费	1848.7	4.26%
铺底流动资金	3980.4	9.17%
合计	43403	

资料来源：公司公告、华金证券研究所

五、盈利预测

公司募投项目预计 2018 年下半年建成投产，产能释放带动业绩明显增长。核心假设：1、打孔无纺布：2018 年底产能达到 38000 吨，2017 年~2019 年产能利用率分别为 80%、55%、80%；2、PE 打孔膜：2017 年~2019 年产能利用率分别为 70%、70%、75%；3、无纺布腰贴：随大客户增长产能利用率不断上升，2017 年~2019 年产能利用率分别为 60%、70%、75%；4、

热风无纺布：跟打孔无纺布一致，2018 年底新增 11 条产线，其中外销占 5%；5、复合膜：新开发产品，2017 年~2019 年产能利用率不断上升。

表 15：公司按产品结构收入分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
打孔无纺布						
项目收入 (万元)	26010.01	31139.2	40197.2	41336.39	68844.46	103141.52
增长率 (YOY)		19.70%	29.10%	2.80%	66.50%	49.80%
毛利 (万元)	8986.85	11995.75	14835.22	13971.7	22580.98	33521
毛利率	34.55%	38.52%	36.91%	33.80%	32.80%	32.50%
PE 打孔膜						
项目收入 (万元)	9237.48	11008.59	13261.89	18928.48	20064.19	23002.16
增长率 (YOY)		19.20%	20.50%	42.70%	6.00%	14.60%
毛利 (万元)	2892.21	4178.69	5505.75	7858.27	8329.77	9549.48
毛利率	31.31%	37.96%	41.52%	41.52%	41.52%	41.52%
无纺布腰贴						
项目收入 (万元)	1029.59	2940.11	3080.35	5317.91	6204.23	6780.33
增长率 (YOY)		185.60%	4.80%	72.60%	16.70%	9.30%
毛利 (万元)	389.47	853.92	774.78	1337.58	1560.51	1705.41
毛利率	37.83%	29.04%	25.15%	25.15%	25.15%	25.15%
热风无纺布						
项目收入 (万元)	535.57	1087.26	1895.23	1471.3	2271.57	3545.72
增长率 (YOY)		103.00%	74.30%	-22.40%	54.40%	56.10%
毛利 (万元)	100.19	135.34	341.43	220.69	340.74	531.86
毛利率	18.71%	12.45%	18.02%	15.00%	15.00%	15.00%
复合膜						
项目收入 (万元)			1464.82	2273.32	2625.69	3007.61
增长率 (YOY)				55.20%	15.50%	14.50%
毛利 (万元)			335.65	682	787.71	902.28
毛利率			22.90%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind；华金证券研究所

预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.94 亿、10.00 亿和 13.95 亿元，归母净利润分别为 9378.35 万、11943.50 万和 15087.42 万元，对应的 EPS 分别为 0.94、1.19 和 1.51 元。给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 38.08 元，相当于 2018 年 32 倍的市盈率。

表 16：公司未来三年业绩预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	36955	46469.38	59925.96	69357.4	100040.14	139507.34
YOY		25.75%	28.96%	15.74%	44.24%	39.45%
毛利 (万元)	12387.32	17314.49	21807.06	24067.02	33613.49	46176.93
毛利率	33.52%	37.26%	36.39%	34.70%	33.60%	33.10%
归母净利润(万元)	4,230.15	6,397.33	8,942.01	9378.35	11943.5	15087.42
YOY		51.23%	39.78%	4.88%	27.35%	26.32%
EPS(元)	0.42	0.64	0.89	0.94	1.19	1.51

资料来源：wind；华金证券研究所

六、风险提示

募投项目进度不及预期；下游客户压价可能导致毛利率下滑；大客户占比过高风险；汇率波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	464.7	599.3	693.6	1,000.4	1,395.1	年增长率					
减:营业成本	291.6	381.2	452.9	664.4	933.0	营业收入增长率	25.7%	29.0%	15.7%	44.2%	39.5%
营业税费	2.2	3.4	3.2	5.0	7.1	营业利润增长率	55.8%	37.0%	5.5%	26.6%	26.6%
销售费用	38.9	51.4	57.3	84.1	117.4	净利润增长率	51.2%	39.8%	4.9%	27.4%	26.3%
管理费用	55.4	57.9	71.2	106.2	142.0	EBITDA 增长率	37.6%	36.0%	11.2%	31.1%	27.0%
财务费用	3.9	4.2	2.0	1.9	1.8	EBIT 增长率	37.6%	35.6%	3.2%	26.0%	26.1%
资产减值损失	-1.2	0.5	0.5	4.0	23.0	NOPLAT 增长率	34.1%	35.9%	3.4%	26.0%	26.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.9%	10.3%	64.2%	22.0%	15.7%
投资和汇兑收益	0.1	0.7	0.4	0.5	0.4	净资产增长率	44.9%	41.2%	40.4%	25.3%	26.1%
营业利润	74.0	101.3	106.9	135.2	171.3	盈利能力					
加:营业外净收支	2.8	4.5	4.7	6.7	7.7	毛利率	37.3%	36.4%	34.7%	33.6%	33.1%
利润总额	76.7	105.9	111.5	141.9	179.0	营业利润率	15.9%	16.9%	15.4%	13.5%	12.3%
减:所得税	11.8	16.1	16.7	21.3	26.8	净利润率	13.8%	14.9%	13.5%	11.9%	10.8%
净利润	64.0	89.4	93.8	119.4	150.9	EBITDA/营业收入	19.5%	20.5%	19.7%	17.9%	16.3%
						EBIT/营业收入	16.8%	17.6%	15.7%	13.7%	12.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	55.8%	53.5%	57.9%	58.9%	58.3%
货币资金	39.9	101.7	208.1	300.1	418.5	负债权益比	126.0%	115.2%	137.3%	143.1%	139.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	1.42	1.37	1.46	1.64
应收帐款	138.2	175.0	187.2	201.9	263.2	速动比率	0.94	1.15	1.13	1.16	1.32
应收票据	-	1.1	0.3	1.1	1.3	利息保障倍数	20.01	25.01	53.59	70.58	97.90
预付帐款	4.8	2.9	14.2	8.3	20.2	营运能力					
存货	47.4	68.6	86.5	133.4	170.7	固定资产周转天数	85	80	92	88	78
其他流动资产	4.9	9.1	5.1	6.4	6.8	流动营业资本周转天数	75	80	80	60	52
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	162	178	223	207	198
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	92	94	94	70	60
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	39	35	40	40	39
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	278	282	357	343	310
固定资产	123.4	144.1	209.7	280.8	325.7	投资资本周转天数	164	157	188	180	153
在建工程	17.7	4.8	93.1	112.8	99.3	费用率					
无形资产	11.2	11.4	10.9	10.3	9.7	销售费用率	8.4%	8.6%	8.3%	8.4%	8.4%
其他非流动资产	13.7	20.6	19.9	17.4	18.1	管理费用率	11.9%	9.7%	10.3%	10.6%	10.2%
资产总额	401.2	539.3	835.0	1,072.4	1,333.6	财务费用率	0.8%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%
短期债务	109.2	119.7	215.5	247.7	285.0	三费/营业收入	21.1%	18.9%	18.8%	19.2%	18.7%
应付帐款	40.0	63.7	96.9	121.1	175.7	投资回报率					
应付票据	14.0	14.0	13.5	31.1	28.6	ROE	36.4%	36.0%	26.9%	27.4%	27.4%
其他流动负债	37.2	55.1	40.4	45.0	48.7	ROA	16.2%	16.7%	11.4%	11.2%	11.4%
长期借款	2.7	2.0	94.7	160.9	212.4	ROIC	37.8%	36.0%	33.7%	25.8%	26.7%
其他非流动负债	20.5	34.2	22.0	25.6	27.3	分红指标					
负债总额	223.7	288.7	483.1	631.4	777.6	DPS(元)	0.20	0.25	0.19	0.31	0.37
少数股东权益	1.9	2.3	3.3	4.5	5.7	分红比率	31.3%	28.0%	19.7%	26.3%	24.7%
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0	股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%
留存收益	100.6	173.3	248.6	336.6	450.2						
股东权益	177.5	250.6	351.9	441.1	556.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64.9	89.8	93.8	119.4	150.9	EPS(元)	0.64	0.89	0.94	1.19	1.51
加:折旧和摊销	13.1	18.1	28.0	42.3	54.9	BVPS(元)	1.76	2.48	3.49	4.37	5.50
资产减值准备	-1.2	0.5	-	-	-	PE(X)	52.1	37.3	35.6	27.9	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.0	13.4	9.6	7.6	6.1
财务费用	7.0	7.9	2.0	1.9	1.8	P/FCF	173.9	39.2	34.0	27.8	21.5
投资损失	-	-	-0.4	-0.5	-0.4	P/S	7.2	5.6	4.8	3.3	2.4
少数股东损益	0.9	0.4	1.0	1.2	1.3	EV/EBITDA	28.5	20.5	25.1	19.2	15.0
营运资金的变动	19.6	-23.4	-22.4	-6.5	-56.2	CAGR(%)	22.9%	19.2%	30.3%	22.9%	19.2%
经营活动产生现金流量	75.9	83.9	102.0	157.9	152.2	PEG	2.3	1.9	1.2	1.2	1.2
投资活动产生现金流量	-27.4	-29.5	-181.0	-132.0	-85.3	ROIC/WACC	3.9	3.8	3.5	2.7	2.8
融资活动产生现金流量	-32.3	3.8	185.4	66.2	51.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn