

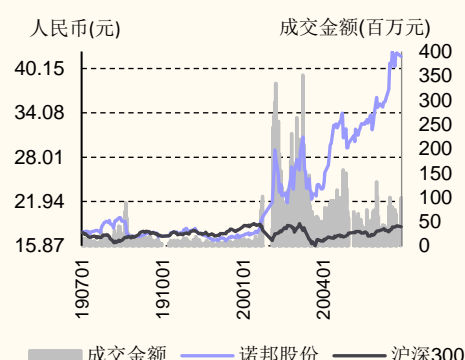
## 诺邦股份 (603238.SH) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格(人民币): 41.81 元  
 目标价格(人民币): 52.60-52.60 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	1.20
总市值(亿元)	50.17
年内股价最高最低(元)	42.48/33.73
沪深 300 指数	4110
上证指数	2962



## 短期疫情催化，中长期自有品牌发力

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	936	1,098	1,550	2,022	2,506
营业收入增长率	51.44%	17.25%	41.19%	30.40%	23.96%
归母净利润(百万元)	55	83	180	208	244
归母净利润增长率	7.14%	49.36%	118.37%	15.65%	17.18%
摊薄每股收益(元)	0.460	0.688	1.502	1.737	2.035
每股经营性现金流净额	0.94	1.78	2.05	3.18	3.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.72%	9.26%	18.03%	18.52%	19.20%
P/E	41.00	25.26	27.84	24.07	20.54
P/B	2.75	2.34	5.02	4.46	3.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **诺邦是国内水刺无纺布&湿巾外销双龙头。**公司以水刺无纺材料为基本盘，现已发展为覆盖产业链中、下游的水刺非织造产品制造龙头，目前产能超过4万吨。
- **湿巾业务：受疫情驱动爆发增长，中长期成长可期。**短期看，国内外疫情驱动湿巾行业爆发增长，与此同时，公司于2019年底投放新增产能，预计增幅为30%，行业爆发+产能释放，刺激湿巾业务放量增长。基于03年非典经验，湿巾行业在“后疫情时代”，因居民卫生意识增强，将延续良好的成长性，而本轮“新冠疫情”无论影响程度、影响范围，均显著强于“非典”，因此我们认为国内湿巾行业在此次疫情的驱动下，爆发的力度、持久性以及“后疫情时代”的成长延续性，均强于“03年非典时期”。
- **干巾业务：抓住电商机遇，自有品牌邦怡&小植家蓄势待发。**中长期看，诺邦从OEM代工和材料供应商进化、升级成品牌商，是公司的战略方向。2019年以来，诺邦围绕干巾品类，大力发展线上自有品牌邦怡和小植家，目前自有品牌营收取得快速增长，随着C端营收占比的不断提升，公司的盈利水平和盈利稳定性均将得到显著改善，与之对应，公司的合理估值水平亦将得到提升。
- **材料业务：行业高景气+产能扩张，价量齐升。**粘胶纤维和涤纶纤维占无纺布材料成本比例超70%。基于供需分析，我们预计粘胶纤维未来2年将处于低位震荡，虽然涤纶纤维自2020年4月底以来价格有所反弹，但水刺无纺布凭借自身偏紧的供求关系，能够完全转嫁甚至超额转嫁成本上涨的压力，从而维持高盈利性。公司IPO募投项目非织造材料产线于19年下半年投放，预计2020年新增1000吨/月，同比增幅大致50%，释放材料业务的增长动能。

## 投资建议

- 我们预计公司2020-2022年的EPS分别为1.50、1.74和2.04元，当前股价对应2020-2022年PE分别为28、24和21倍。给予公司2020年合理估值35倍，对应目标价为52.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 行业扩产失控导致毛利率下滑的风险；上游原材料价格大幅波动的风险；湿巾&干巾业务增长不达预期的风险；销售费用率超预期的风险；汇率风险。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
 jianghao@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

**1) 湿巾业务:** 国光湿巾德清 I 期工程于 2019 年底投产, 产能有望扩张 30%, 且 1Q2020 起公司自有品牌“国光 75 度消毒湿巾”借助疫情快速放量贡献营收增量, 我们假设 2020 年公司湿巾业务营收增速为 47%。2020 年底公司德清 II 期工程竣工投产, 进一步提升 2021 年湿巾业务产能, 我们假设 2021、2022 年公司湿巾业务营收增速为 34%、26%。我们判断高毛利消毒湿巾业务占比的提升将有效提升 2020 年湿巾业务的毛利率, 预计 2020 年湿巾毛利率为 37.6%, 同比+9.7pct。随着疫情的改善, 消毒湿巾业务占比下降, 我们假设 2021、2022 年湿巾业务毛利率降至 35.0%、33.8%。

**2) 干巾业务:** 公司自有零售品牌邦怡、小植家进入高速成长期, 且 2019 年下半年邦怡新工厂投产, 我们假设干巾 2020-2022 年营收增速为 30%、27%、25%, 毛利率假设均为 41.4%。

**3) 水刺非织造材料:** 基于湿巾和干巾行业良好的成长性, 我们假设 2020-2022 年水刺非织造材料营收增速分别为 36.2%、26.3%、21.0%。其中, 民用清洁类 2020-2022 年营收增速为 50%、30%、24%。4 月以来原材料涤纶纤维价格上涨, 鉴于公司采用成本加成法以及材料端的高景气度, 我们认为公司材料业务仍将维持不俗的盈利性, 我们预计 2020 年非织造材料毛利率为 33.6%, 同比+7.3pct, 考虑材料行业产能扩张, 预计 2021-2022 年毛利率分别为 31.5%、30.6%。

**4) 内外销收入预测:** 鉴于国外疫情延续带来湿巾、非织造材料的需求扩张以及行业高景气, 结合公司与下游客户建立长期深度合作关系, 我们预计 2020-2022 年海外营收增速分别为 38.2%、27.2%、21.7%; 公司国内业务受益于消毒湿巾、干巾自有品牌的发展, 我们预计 2020-2022 年国内营收增速分别为 46.0%、35.0%、27.0%。

**5) 2020-2022 年销售费用率预测:** 考虑 2020 年无纺布材料涨价导致营收大幅提升, 我们预计 2020 年销售费用率保持 7.3%, 由于 2021、2022 年收入继续保持高增长以及公司加大自有品牌营销投入, 预计 2021-2022 年销售费用率为 7.4%、7.5%。

**6) 2020-2022 年管理费用率预测:** 预计 2020-2022 年管理费用率均为 4.4%。

**7) 2020-2022 年研发费用率预测:** 3.8%、3.6%、3.5%, 研发费用绝对值依然增加, 分别为 0.59、0.73、0.88 亿元。

### ■ 我们区别于市场的观点

1、我们认为疫情对于湿巾市场消费增速的实际催化力度和可持续性**强于**市场预期, 无论从短期高频数据的验证, 还是基于 2003 年非典疫情对湿巾行业的复盘, 新冠疫情会更深层次的改变大众卫生习惯, 2020 年有望成为湿巾二次腾飞的元年, 公司作为湿巾 OEM 代工龙头, 短、中期均将充分受益。

2、干巾品类(洗脸巾、擦布)中长期受益消费升级, 公司从效率较高的电商渠道切入, 结合自身多年来 OEM 代工积累的交付经验以及成熟的供应体系, 有望实现自主品牌的快速发展。

### ■ 股价上涨的催化因素

- 1、海外疫情加剧及国内疫情反弹下无纺布价格持续拉升;
- 2、湿巾业务保持高增长;
- 3、公司自有品牌邦怡和小植家在电商渠道销售额快速增长。

### ■ 估值和目标价格

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性, 给予公司合理估值。我们选取热风无纺布材料供应商延江股份、拥有干巾湿巾业务的中顺洁柔、奥美医疗作为可比公司, 2020 年可比公司平均估值水平为 33.3 倍, 我们认为诺邦不仅

是材料供应商，其来自于下游消费环节（湿巾&干巾）的营收和利润占比已经超过整体 50%，我们给予诺邦股份 2020 年合理估值水平 35 倍，对应目标价 52.6 元，买入评级。

#### ■ 投资风险

**行业扩产失控导致毛利率下滑的风险：**如果本轮疫情刺激行业盈利大幅上升之后，行业大量扩产，将导致后续供需失衡，产品价格出现大幅下跌，导致毛利率下滑。

**上游原材料价格大幅波动的风险：**公司原料成本占比超过 75%，若未来原料价格大幅上涨，则将可能导致公司的业绩增长不达预期。

**湿巾&干巾业务增长不达预期的风险：**若公司的湿巾或干巾业务发展的进度不达预期，则将导致公司未来的盈利预测下调。

**销售费用率超预期的风险：**若公司在发展自主品牌方面投入的营销费用超预期，则将导致公司的盈利预测不达预期。

**汇率风险：**2019 年公司的出口业务占比超过 58%，如果人民币兑美元出现大幅升值，则将导致公司遭受较大的汇兑损失。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、公司是国内水刺无纺布龙头 .....	6
1.1、非织造材料为基本盘，干巾&湿巾双翼齐飞 .....	7
1.2、业务以出口为主，国内占比有望随自有品牌发展而提升 .....	8
1.3、与老板电器属同一实际控制人 .....	8
2、湿巾业务：受疫情驱动爆发增长，中长期成长可期 .....	9
2.1、短期：爆发！量价齐升！ .....	9
2.2、中长期：以史为鉴，2020 将成为国内湿巾产业二次腾飞的起点 .....	10
2.3、外销：海外疫情驱动国内湿巾出口放量 .....	11
2.4、国光：内&外皆好，产能扩张正当时 .....	11
3、干巾业务：抓住电商机遇，做大自有品牌业务 .....	13
4、材料业务：行业高景气+产能扩张，业绩有望保持高增长 .....	14
4.1、新增产能投放正当时 .....	14
4.2、原料价格难大幅上涨，材料业务盈利能力有望保持高位 .....	15
5、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	16
5.1、盈利预测 .....	16
5.2、投资建议 .....	17
6、风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1：2012-2019 公司营收复合增速为 16.1% .....	6
图表 2：2012-2019 公司归母净利润复合增速为 13.3% .....	6
图表 3：公司发展历程 .....	6
图表 4：公司主要产品类型 .....	7
图表 5：2016-2019 公司分品类营收（亿元） .....	7
图表 6：2014-2019 公司分品类营收占比 .....	7
图表 7：2013-2019 公司分品类毛利率 .....	7
图表 8：公司海外内地营收及增速情况 .....	8
图表 9：公司当前营收以海外为主 .....	8
图表 10：诺邦股份股权结构较为集中 .....	9
图表 11：阿里数据显示湿巾产品爆发增长 .....	9
图表 12：近十年中国湿巾终端消费市场保持双位数 .....	10
图表 13：2003 年疫情后，恒安湿巾收入增速保持双位数 .....	10
图表 14：欧洲和北美仍是湿巾消费主要地区 .....	10
图表 15：中国与欧美等国湿巾消费规模仍存差距 .....	10
图表 16：4 月湿巾等出口量同比+101.26%（万吨） .....	11
图表 17：4 月湿巾等出口额同比+126.58%（亿元） .....	11

图表 18: 国光湿巾出口居全国首位.....	11
图表 19: 2016-2019 年国光营收及增速 .....	11
图表 20: 国光湿巾 OEM 代工业务下游主要客户 .....	12
图表 21: 国光自有品牌产品为国光 75 度酒精湿巾.....	12
图表 22: 国光消毒湿巾单价高于市场上消毒湿巾品类的平均价格 .....	12
图表 23: 纳奇科搬迁后德清工厂设计产能.....	13
图表 24: 2016-2019 年邦怡科技营收稳健增长 .....	13
图表 25: 2016-2019 年邦怡科技净利润及增速 .....	13
图表 26: 邦怡天猫旗舰店产品展示 .....	14
图表 27: 小植家天猫旗舰店产品展示 .....	14
图表 28: 公司共计拥有九条生产线及一条研发线.....	15
图表 29: 水刺无纺布的原料构成及占比 .....	15
图表 30: 材料业务毛利率与原材料成本价格呈反向变化.....	15
图表 31: 粘胶纤维低成本价格预计延续低位 .....	16
图表 32: 2020 年 4 月以来, 涤纶纤维价格进入反弹区间 .....	16
图表 33: 公司分产品营收及毛利率预测 .....	17
图表 34: 可比公司估值水平.....	17

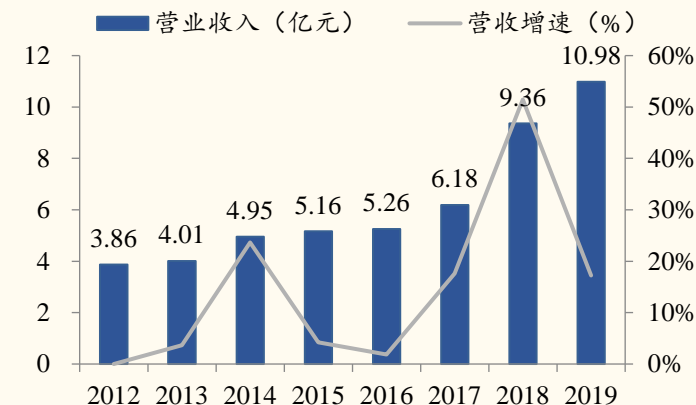


## 1、公司是国内水刺无纺布龙头

诺邦股份成立于 2002 年，凭借先进的非织造技术工艺，以水刺无纺材料为基本盘，逐渐向干巾、湿巾等消费品领域的 OEM 贴牌和自有品牌业务延伸，现已发展为覆盖产业链中、下游的水刺非织造产品制造龙头，产能超 4 万吨。

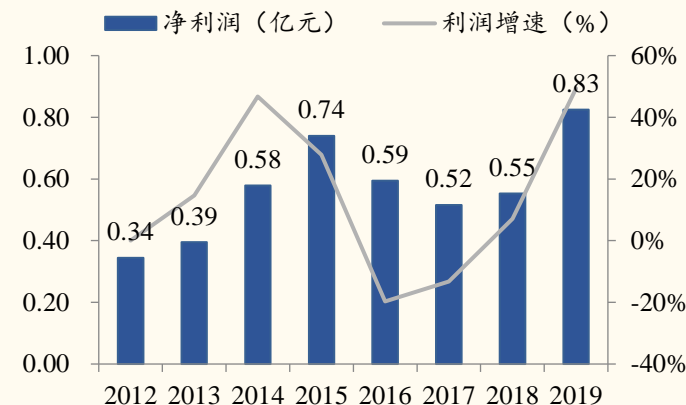
2012 年至 2019 年，诺邦股份营业收入由 3.86 亿元提升至 10.98 亿元，CAGR7 达到 16.1%，归母净利润由 0.34 亿元提升至 0.83 亿元，CAGR7 达到 13.3%。

图表 1：2012-2019 公司营收复合增速为 16.1%



来源：公司公告，国金证券研究所

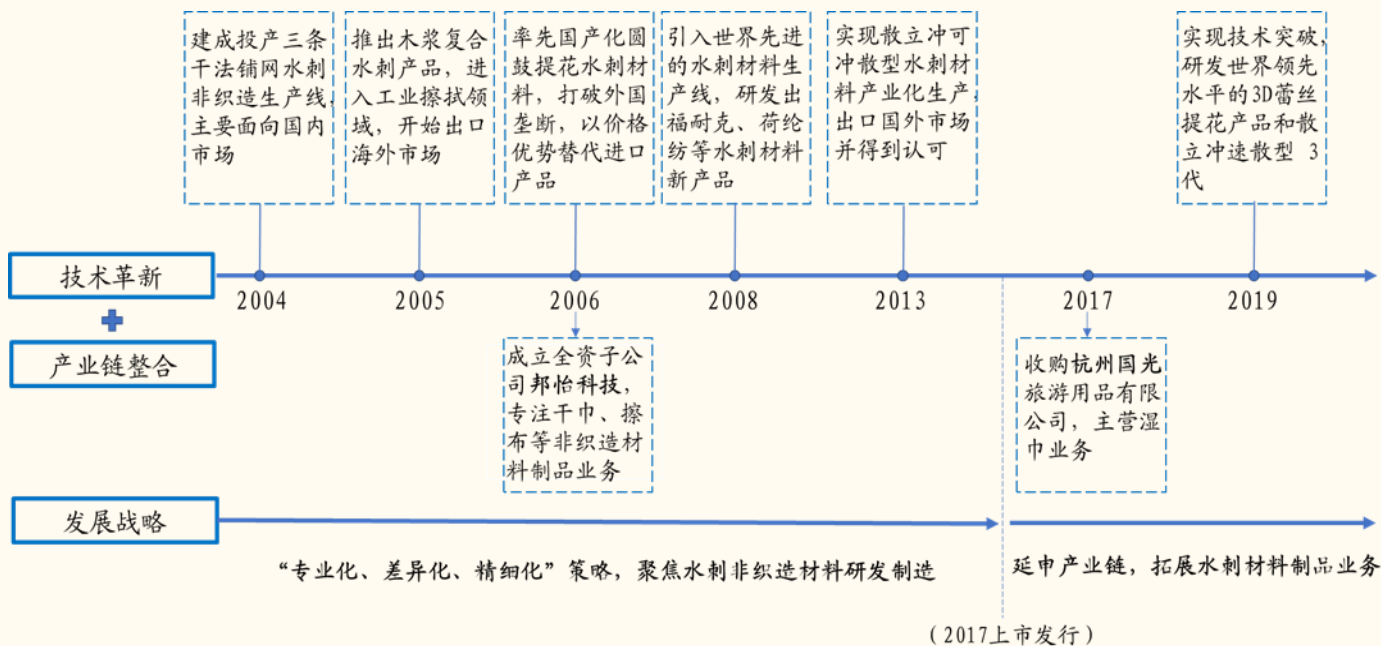
图表 2：2012-2019 公司归母净利润复合增速为 13.3%



来源：公司公告，国金证券研究所

**技术创新&下游延展：**①材料研发创新驱动：公司凭借领先同行的技术研发能力，先后开发成功“散立冲”、“隐丝宝”等高端水刺非纺织材料，提升行业壁垒。目前非织造材料产品涉及美容护理、民用清洁、工业用材、医用材料四大类。②获取下游产业链价值：2017 年 11 月收购下游湿巾 OEM 企业杭州国光，并于 2006 年成立邦怡科技，自主发展洗脸巾、卸妆棉等干巾制品的 OEM 和自有品牌业务。从材料供应商逐渐向下游产业延伸。

图表 3：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 公司主要产品类型

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、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	干巾	化妆棉、洗脸巾、抹布等
	湿巾	消毒湿巾、婴儿湿巾等

来源: 公司公告, 国金证券研究所

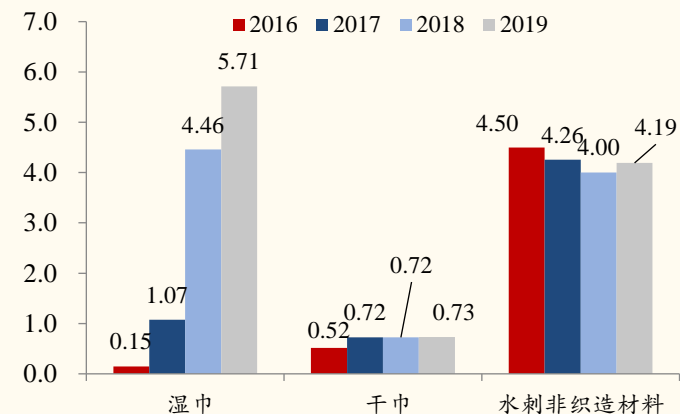
### 1.1、非织造材料为基本盘，干巾&湿巾双翼齐飞

2016-2019 年公司的湿巾业务分别实现收入 0.15/1.07/4.46/5.71 亿元，复合增速为 238.3%，湿巾营收占比不断提升，近 4 年占比分别为 3%/17%/48%/52%。

2016-2019 年干巾业务分别实现收入 0.52/0.72/0.72/0.73 亿元，预计未来自有品牌的发展将带动干巾业务增长提速。

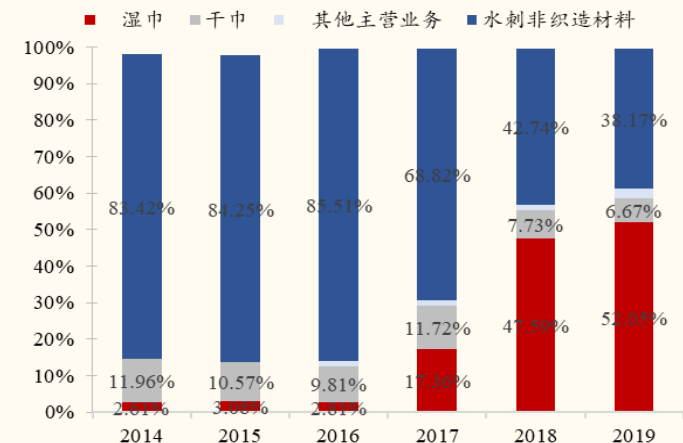
2016-2019 年材料业务实现营业收入 4.50/4.26/4.00/4.19 亿元，公司向下游延伸的过程中，材料实现自给，因此对外销售的收入规模基本保持稳定。

图表 5: 2016-2019 公司分品类营收 (亿元)



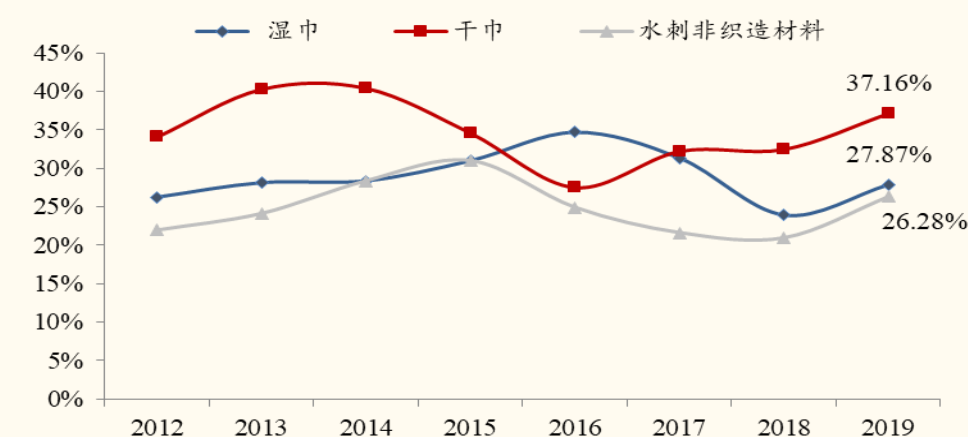
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2014-2019 公司分品类营收占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 2013-2019 公司分品类毛利率

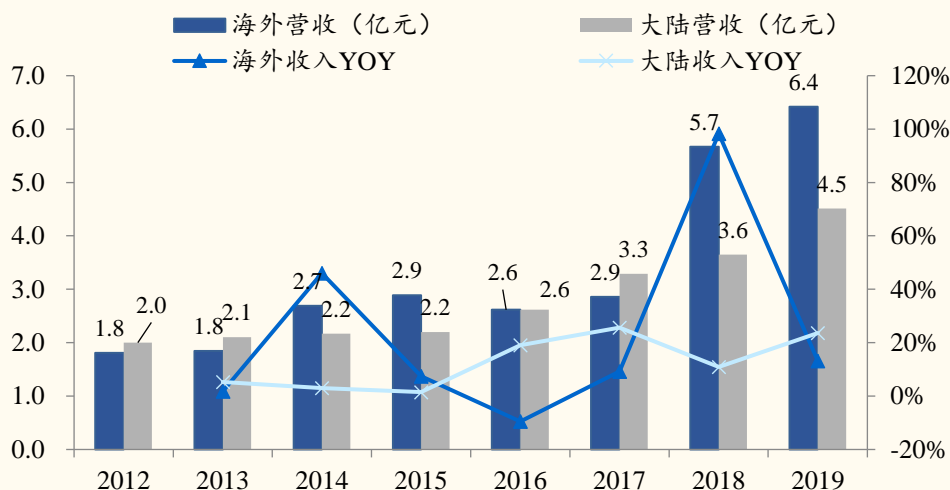


来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 1.2、业务以出口为主，国内占比有望随自有品牌发展而提升

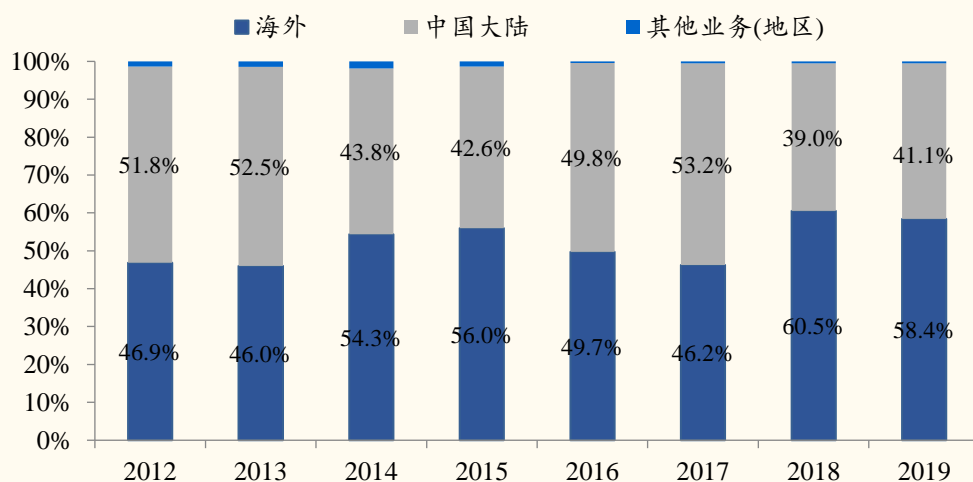
公司下游客户主要为快消品企业和大型海内外零售贸易商，其中海外 OEM 客户主要为麦德龙、沃尔玛等大型零售商，国内客户主要包括维达、金佰利等快消品企业。2019 年，海外营收达 6.4 亿元，占比 58.4%。我们预计随着自有品牌业务的发展，国内营收占比有望逐渐提升。

图表 8：公司海外内地营收及增速情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司当前营收以海外为主



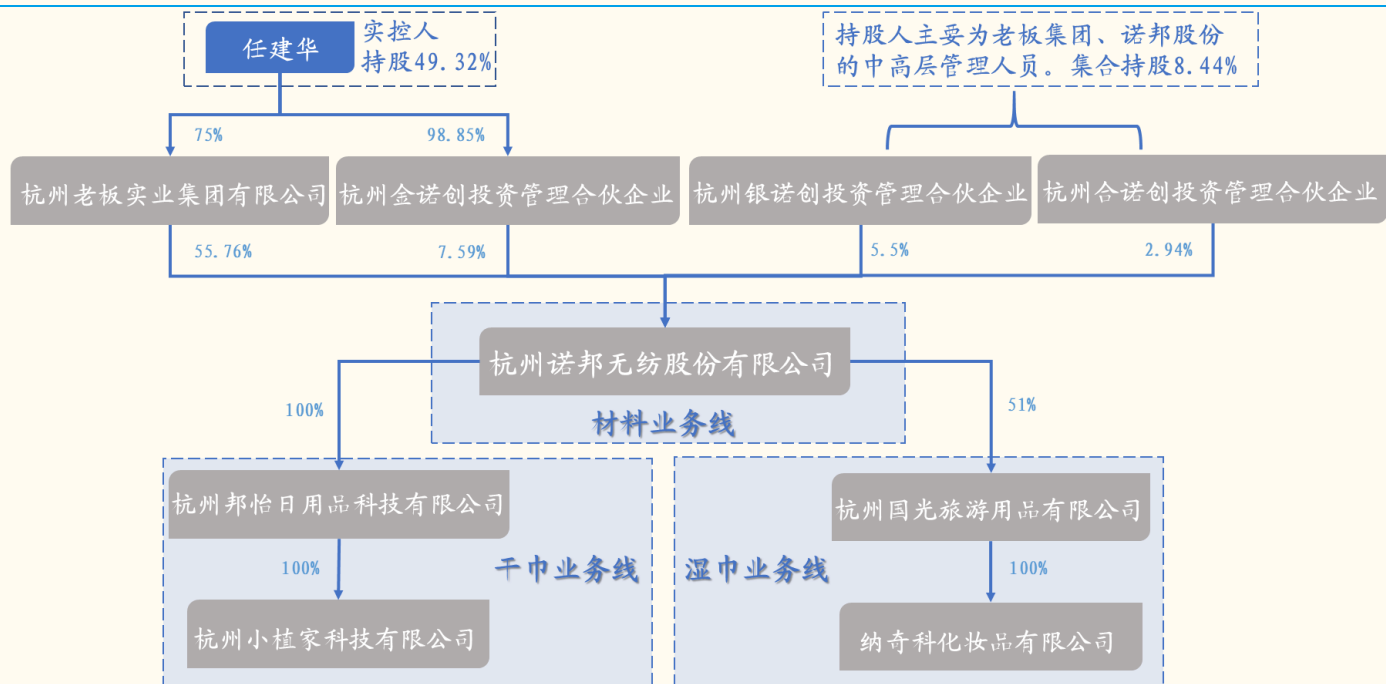
来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.3、与老板电器属同一实际控制人

公司实控股东为老板集团，创始人任建华通过老板集团和杭州金诺创投合计持有公司股份比例 49.32%，老板集团及诺邦股份中高层管理人员通过杭州银诺创、合诺创投集合持股 8.44%。



图表 10: 诺邦股份股权结构较为集中



来源: WIND, 国金证券研究所

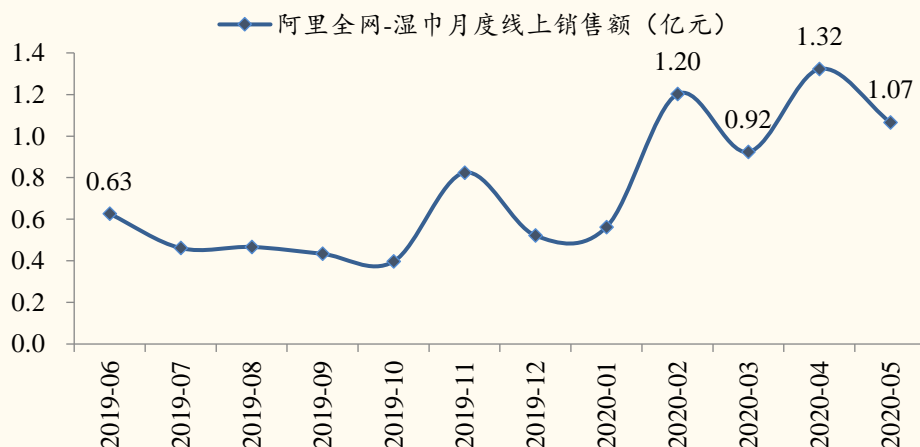
## 2、湿巾业务: 受疫情驱动爆发增长, 中长期成长可期

短期看, 国内外疫情驱动湿巾行业爆发增长, 与此同时, 公司于 2019 年底投放新增产能, 预计增幅为 30%, 行业爆发+产能释放, 刺激湿巾业务放量增长。基于 03 年非典经验, 湿巾行业在“后疫情时代”, 因居民卫生意识增强, 将延续良好的成长性, 而本轮“新冠疫情”无论影响程度、影响范围, 均显著强于“非典”, 因此我们认为国内湿巾行业在此次疫情的驱动下, 爆发的力度、持久性以及“后疫情时代”的成长延续性, 均强于“03 年非典时期”。

### 2.1、短期: 爆发! 量价齐升!

截止今年 5 月, 根据阿里全网口径数据, 国内疫情刺激湿巾行业爆发增长, 2020 年 2 月阿里湿巾线上销售额达到 1.2 亿元, 环比提升 113.63%, 4 月再度刷新月度高点, 虽然 5 月销售环比回落, 但同比仍处高位, 近 6 个月累计线上销售额环比提升 68.3%。

图表 11: 阿里数据显示湿巾产品爆发增长



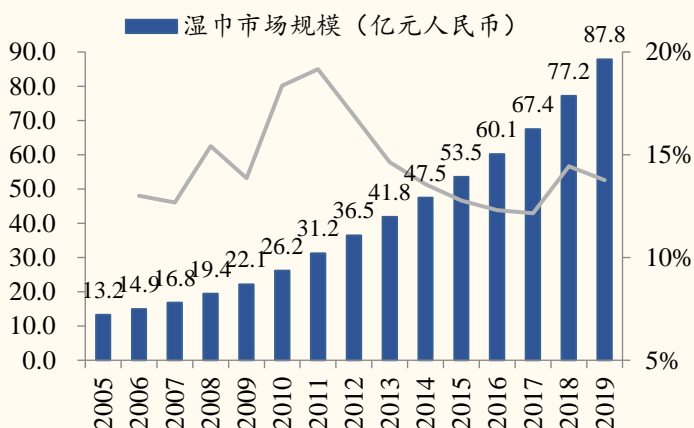
来源: 淘数据, 国金证券研究所

## 2.2、中长期：以史为鉴，2020 将成为国内湿巾产业二次腾飞的起点

国内湿巾行业在 2003 年之前一直难有表现，行业规模小，消费者认可度低，03 年非典期间迎来爆发，湿巾行业“一战成名”，更为重要的是，国人在非典之后，卫生意识显著增强，令湿巾行业并没有因疫情结束而“再度沉沦”，而是开启了一轮长达八年的加速增长期，并在 2012-2019 年继续保持 10%以上增速，成长为一个接近 100 亿元的高盈利行业。

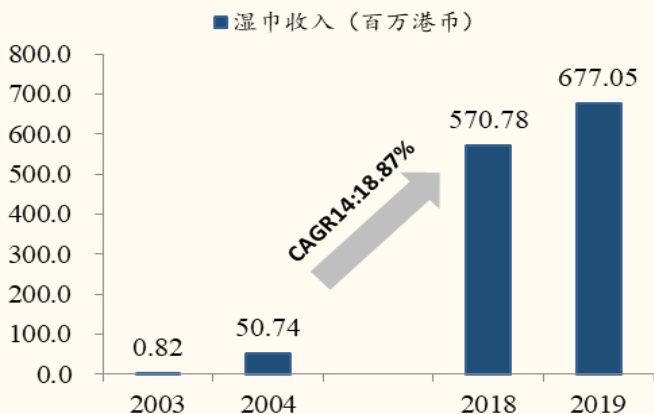
以生活用纸巨头恒安集团为例，恒安湿巾业务 2003 年收入仅 820 万港币，营收比例为 0.2%；2004 年，恒安加大湿巾产能投放，当年湿巾业务收入提升至 5084 万港币，且 2004 年至今恒安湿巾业务收入复合增速接近 19%，2019 年湿巾收入规模达到 6.77 亿港元。

图表 12：近十年中国湿巾终端消费市场保持双位数



来源：Euromonitor，国金证券研究所

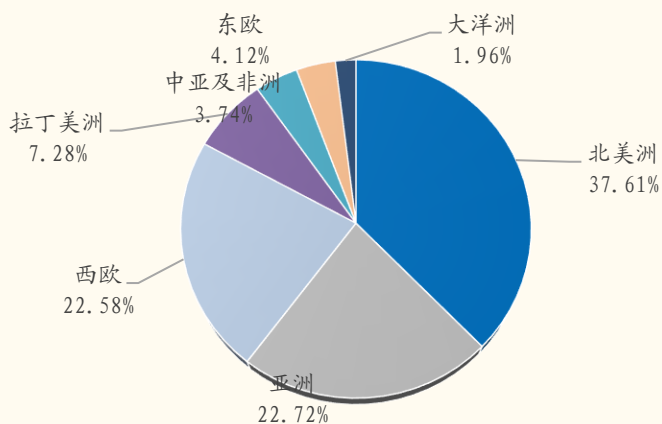
图表 13：2003 年疫情后，恒安湿巾收入增速保持双位数



来源：公司公告，国金证券研究所

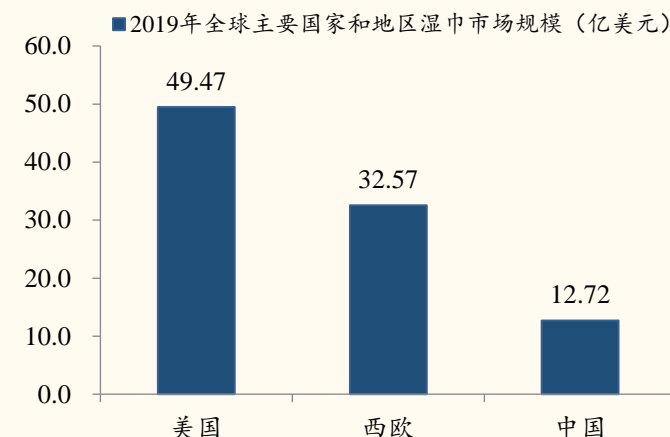
就目前而言，国内湿巾业务虽取得长足发展，但与欧美发达国家相比，仅为美国市场规模的 25.7%和欧洲的 39%。如果按人均消费金额比，则差距更为显著，这表明国内湿巾行业仍有巨大的发展空间，今年“新冠疫情”就是对中国湿巾行业的二次催化。鉴于此次疫情在严重程度、影响范围以及持续时间三个维度上，均显著强于 03 年非典，因此我们判断本轮疫情的催化效应更加猛烈，后疫情时期，行业的成长前景更为明朗。

图表 14：欧洲和北美仍是湿巾消费主要地区



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 15：中国与欧美等国湿巾消费规模仍存差距

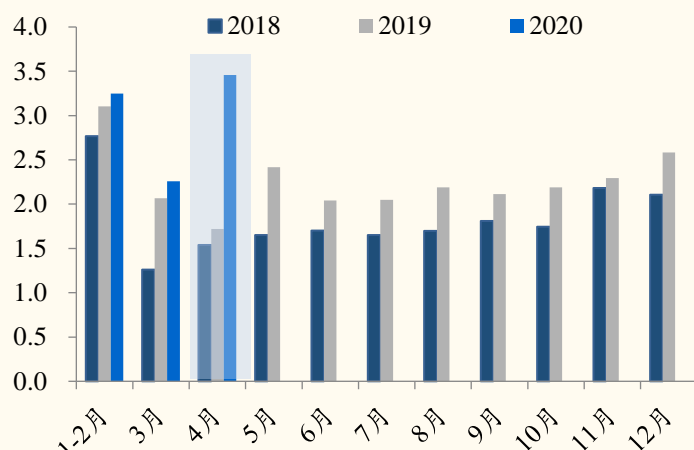


来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 2.3、外销：海外疫情驱动国内湿巾出口放量

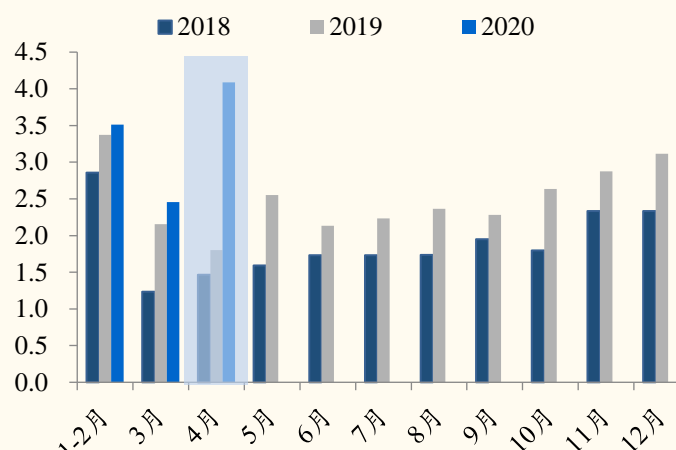
本轮疫情的催化效应不仅作用于国内湿巾行业，对湿巾出口，亦起到刺激作用。4月以来，受海外疫情加剧，国内湿巾出口爆发增长。据海关数据，2020年4月湿巾等其他有机表面活性制品出口量为3.46亿元，同比+101.3%，出口金额达到4.1亿元，同比+126.6%。由于目前海外新增确诊病例仍处上升趋势，我们预计下半年国内湿巾的出口前景依然乐观。

图表 16：4 月湿巾等出口量同比+101.26%（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表 17：4 月湿巾等出口额同比+126.58%（亿元）



来源：海关总署，国金证券研究所

## 2.4、国光：内&外皆好，产能扩张正当时

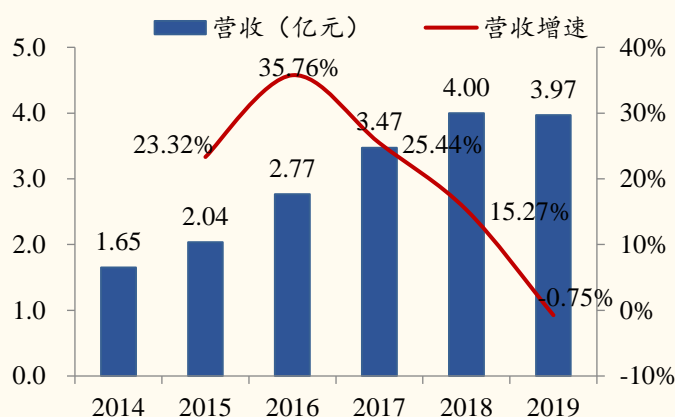
公司的控股子公司——杭州国光是国内湿巾行业的领先企业，其产品涵盖婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、功能性湿巾、消毒系列湿巾等六大领域，国内市场以杭州国光品牌，主要发展消毒湿巾品类，海外出口主要为沃尔玛、麦德龙等大型零售企业，以及金佰利、博姿等快消品贴牌。

图表 18：国光湿巾出口居全国首位

排名	2017 年度湿巾出口排名
1	杭州国光旅游用品有限公司
2	扬州倍加洁日化有限公司
3	铜陵洁雅生物科技股份有限公司
4	佛山市顺德区崇大湿纸巾有限公司
5	河北义厚成日用品有限公司
6	哈尔滨锦华实业有限公司
7	上海联众医疗产品有限公司
8	无锡市凯源家庭用品有限公司
9	绍兴佰迅卫生用品有限公司
10	苏州宝丽洁日化有限公司

来源：中国造纸协会，国金证券研究所

图表 19：2016-2019 年国光营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: 国光湿巾 OEM 代工业务下游主要客户



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 21: 国光自有品牌产品为国光 75 度酒精湿巾



来源: 天猫, 国金证券研究所

今年 1Q, 诺邦股份利润大幅增长, 主要受益于自主品牌的消毒湿巾放量增长所致。杭州国光自有品牌“国光 75 度消毒湿巾”拥有“消字号认证”, “消字号”产品主要用于杀灭或清除传播媒介上的病原微生物, 是卫生部为提高公共卫生质量而批准的一类产品, 因此杭州国光的“75 度消毒湿巾”与市面普通消毒湿巾相比, 相当于拥有国家卫生部门的资质背书, 因此在市场上, 更容易获得消费者和医疗卫生系统的认可。通过对比市场上 30 款主流消毒湿巾产品单片定价, 国光湿巾的单片定价为 0.84 元, 高于市场消毒湿巾的平均价格水平。

图表 22: 国光消毒湿巾单价高于市场上消毒湿巾品类的平均价格

品牌	消毒成分	滋润成分	材质	液体	尺寸	抽数	单价	认证
润本	酒精、西曲澳铵/苯扎氯铵	氨基酸、甘油	水刺无纺布	ED 纯水	188mm*140mm	20抽	0.3	消字号
国光	酒精	/	水刺无纺布	RO 纯水	150mm*200mm	50抽	0.84	消字号
碧C	酒精	芦荟、甘油	水刺无纺布	RO 纯水	140mm*190mm	40抽	0.9	/
清风	酒精	/	非织造布	ED 纯水	100mm*200mm	40抽	0.9	/
好吉利	酒精	/	无纺布	纯水	160mm*120mm	80抽	0.37	/
德佑	酒精	滋养活因子	水刺无纺布	ED 纯水	185mm*140mm	40抽	0.34	消字号
蓝漂	酒精	/	水刺无纺布	纯水	120mm*170mm	40抽	0.74	/
完美爱	酒精	/	无纺布	纯水	180mm*120mm	80抽	0.37	/
棉德生活	酒精	/	无纺布	纯水	170mm*180mm	10抽	0.83	/
棉露	酒精	/	无纺布、纯水	纯水	150mm*200mm	80抽	0.41	/
润荷	酒精	/	无纺布	ED 纯水	180mm*140mm	10抽	0.3/片	/
幼儿宝	酒精	/	无纺布、RO 纯水	RO 纯水	160mm*120mm	40抽	0.41	/
仁和	酒精、苯扎氯铵	芦荟提取物、甘油	无纺布	ED 纯水	150mm*200mm	60抽	0.65	/
巴布豆	酒精	滋养因子	刺无纺布、ED 纯	ED 纯水	150mm*180mm	20抽	0.35	/
简柔	酒精	/	无纺布	RO 纯水	150mm*200mm	10抽	0.39	/
兰妍诗	酒精	/	无纺布	RO 纯水	150mm*200mm	10抽	0.37	/
UAU	酒精+银离子	/	无纺布	无纺布	150mm*200mm	60抽		/
水滋润	酒精	/	无纺布	纯水	160mm*120mm	80抽	0.44	/
维妮嘉	酒精	/	无纺布	ED 纯水	175mm*145mm	80抽		/
英氏	酒精	维生素E	无纺布	ED 纯水	150mm*200mm	50抽	1.58	/

来源: 小红书, 国金证券研究所



2019 年底，杭州国光湿巾 I 期新建产能投放，预计 2020 年产能扩张 30%。位于德清的二期工厂预计在 2020 年底投产，两期产能释放完毕将令杭州国光的湿巾产能增加 5 倍以上，不仅能充分享受国内市场高增长的红利，亦能迅速做大出口规模，我们认为 2020-2022 年杭州国光的业绩均能实现高增长。

图表 23：纳奇科搬迁后德清工厂设计产能

产品名称	年设计生产能力		
	搬迁扩建前	搬迁扩建后	变化量
湿巾	1500 万包	9700 万包	+8200 万包
面膜	3000 万片	2500 万片	-500 万包
免洗洗手液	2000 万套	0	-2000 万套
医用护理系列	0	5000 万片	+5000 万片

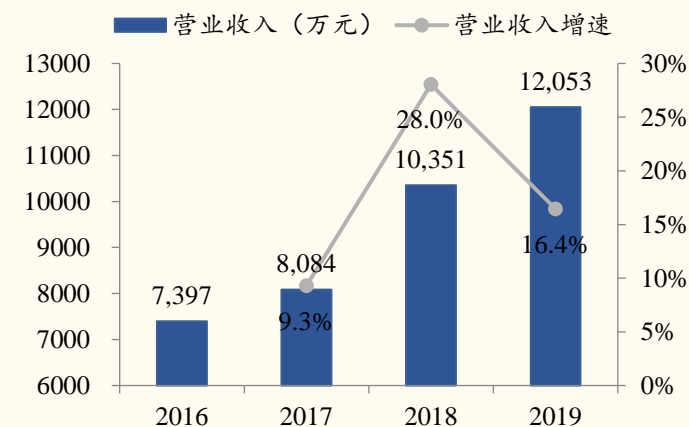
来源：纳奇科德清建设项目环境影响报告，国金证券研究所

### 3、干巾业务：抓住电商机遇，做大自有品牌业务

中长期看，诺邦从 OEM 代工和材料供应商进化、升级成品牌商，是公司的战略方向。2019 年以来，诺邦围绕干巾品类，大力发展线上自有品牌邦怡和小植家，目前自有品牌营收取得快速增长，随着 C 端营收占比的不断提升，公司的盈利水平和盈利稳定性均将得到显著改善，与之对应，公司的合理估值水平亦将得到提升。

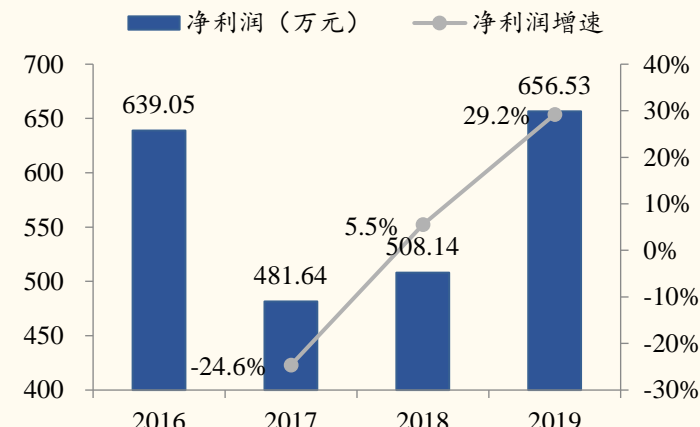
公司干巾业务的发展依托于全资子公司邦怡科技，邦怡业务涵盖干巾 OEM 代加工和自有终端品牌邦怡、小植家。2016-2019 年，邦怡科技营收分别为 0.74/0.81/1.04/1.21 亿元，复合增速为 17.7%。

图表 24：2016-2019 年邦怡科技营收稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：2016-2019 年邦怡科技净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

邦怡主要定位人群为女性大众，品类围绕洗脸巾和一次性抹布，主打性价比策略。小植家聚焦母婴人群，精准推出婴儿专用湿巾和棉柔巾，通过外形包装与材料质地进行差异化传播。

2019 年起公司先后在天猫、京东布局官方自营旗舰店，2020 年电商团队积极运作产品引流及品牌布局，当前处于高速成长期，预计 2020 年营收增速翻倍，未来成长空间较大。





图表 26: 邦怡天猫旗舰店产品展示

分类	品牌名称	特性	单品价格 (元)	包装规格	产品图片
洗脸洁面	邦怡干湿两用巾	性价比产品, 量贩为主; 表面无花纹, 干湿两用洁面巾	9.9	110片/包	
	邦怡加厚棉柔洁面巾	AB面压纹+平纹, 加厚; 带防水防尘盒	19.9	90片/盒	
	邦怡加厚珍珠棉柔巾卷	AB面珍珠纹+平纹, 加厚克重 75g/m2, 吸水性强	15.9	60片/卷	
卫生消毒	邦怡75度酒精杀菌消毒湿巾	75%酒精湿巾, 独立小包装	38.9	10片/包, 共50片	
居家清洁	邦怡厨房环保免洗抹布	网孔布面, 吸油不沾油, 强韧	细柔款, 9元/50片 耐洗款, 25元/60片 加大加厚款, 9元/25片		
	邦怡毛巾浴巾旅行套装	AB面珍珠纹+平纹, 吸水加强; 自封袋口	9.9	1浴巾+2毛巾	

来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 27: 小植家天猫旗舰店产品展示

细分人群	分类	品牌名称	特性	单品价格 (元)	包装规格	产品图片
婴幼儿	湿巾	小植家全棉手口湿巾	100%全棉, 手口配方; 不含酒精、荧光剂	19.9	80片/包	
	棉柔巾	小植家婴儿棉柔巾	干湿两用, 平纹布面, 单片吸水量15ml	13.9	110片/包	

来源: 天猫, 国金证券研究所

#### 4、材料业务: 行业高景气+产能扩张, 业绩有望保持高增长

粘胶纤维和涤纶纤维占无纺材料成本比例超 70%。基于供需分析, 我们预计粘胶纤维未来 2 年将处于低位震荡, 虽然涤纶纤维自 2020 年 4 月底以来价格有所反弹, 但水刺无纺布凭借自身偏紧的供求关系, 能够完全转嫁甚至超额转嫁成本上涨的压力, 从而维持高盈利性。公司材料业务的新增产能于 19 年下半年投产, 预计 2020 年新增 1000 吨/月, 同比增幅大致 50%, 释放材料业务的增长动能。

##### 4.1、新增产能投放正当时

募投项目 J 线 19 年下半年投产, 2020 年新增产能 1000 吨/月, 用于生产湿巾材料与卫生材料。鉴于目前湿巾行业处于爆发阶段, 并且本轮疫情尚未出现全面扭转的迹象, 我们认为下游的高景气度将有助于公司新增产能迅速打满, 并且获取不俗的盈利能力。

图表 28: 公司共计拥有九条生产线及一条研发线

线别	主要产品	年设计产量 (吨/年)
A	卫用抹布、合成革基布、美容护理材料等 (2017 年技改完成)	1000
B	工业清洁布、医用防护材料、湿巾、医用辅料等	1500
C	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等	3000
D	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等	5000
E	湿巾材料、工业清洁布、医用护理材料材料、医用敷料等	6000
F	湿巾材料、卫用抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料等	5000
G	散立冲等湿法产品	5000
H	湿法、干法及干湿混合生产线 (18 年技改完成)	12000
J	湿巾卷材系列、干巾擦拭系列、墙纸基材系列	12000
R&D	国内首个企业研发中心, 从纤维开发研究到最终多功能制品设计开发全方位	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

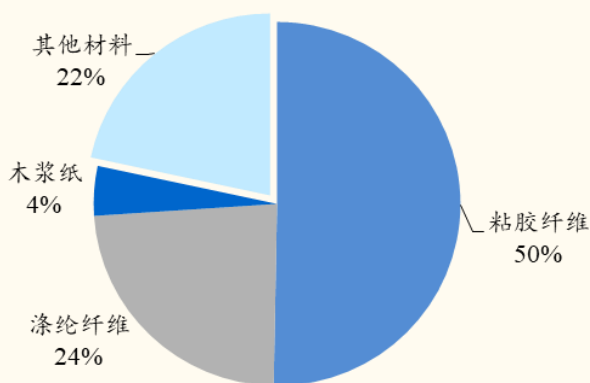
#### 4.2、原料价格难大幅上涨, 材料业务盈利能力有望保持高位

水刺无纺布的原材料主要为粘胶纤维和涤纶纤维, 二者原料成本占比合计超过 70%。粘胶纤维的下游主要为纺织服装, 受疫情影响 2020 年 1-5 月国内纺服累计出口同比下滑 22.8%, 内销景气依然较差, 我们预计粘胶纤维的价格走势难有起色。

涤纶纤维方面, 虽然自 4 月, 价格累计反弹 16.4%, 但涤纶纤维作为石油衍生物, 在全球宏观经济受疫情压制的背景下, 油价预计难大幅上涨, 涤纶纤维缺乏成本驱动的上涨动力, 我们预计后续价格将处于底部震荡状态。

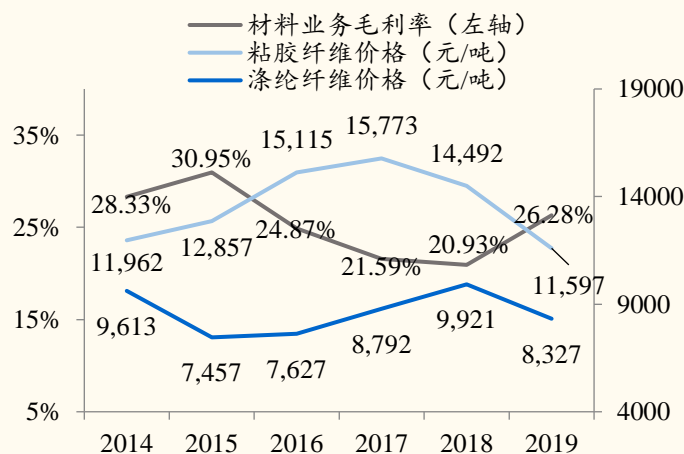
原料价格难以大幅上涨, 下游仍处高景气状态, 我们认为水刺无纺布材料的盈利能力将延续一季度的高位。

图表 29: 水刺无纺布的原料构成及占比



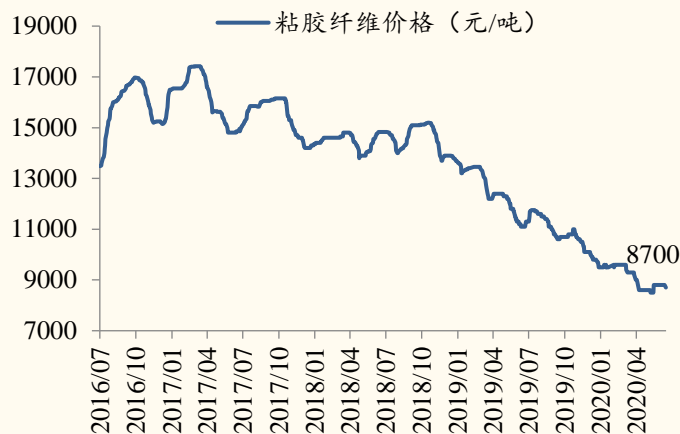
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 30: 材料业务毛利率与原材料成本价格呈反向变化



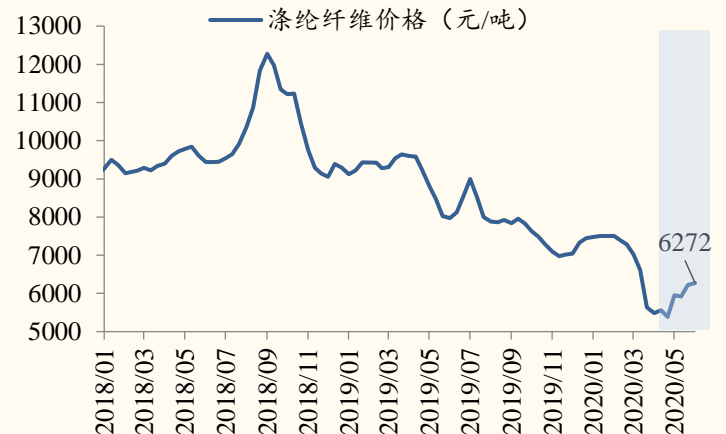
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表 31: 粘胶纤维低成本价格预计延续低位



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表 32: 2020 年 4 月以来, 涤纶纤维价格进入反弹区间



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

### 5.1、盈利预测

#### ■ 关键假设

1) 湿巾业务: 国光湿巾德清 I 期工程于 2019 年底投产, 产能有望扩张 30%, 且 1Q2020 起公司自有品牌“国光 75 度消毒湿巾”借助疫情快速放量贡献营收增量, 我们假设 2020 年公司湿巾业务营收增速为 47%。2020 年底公司德清 II 期工程竣工投产, 进一步提升 2021 年湿巾业务产能, 我们假设 2021、2022 年公司湿巾业务营收增速为 34%、26%。我们判断高毛利消毒湿巾业务占比的提升将有效提升 2020 年湿巾业务的毛利率, 我们预计 2020 年湿巾毛利率为 37.6%, 同比+9.7pct。随着疫情的改善, 消毒湿巾业务占比下降, 我们假设 2021、2022 年湿巾业务毛利率降至 35.0%、33.8%。

2) 干巾业务: 公司自有零售品牌邦怡、小植家进入高速成长期, 且 2019 年下半年邦怡新工厂投产, 我们假设干巾 2020-2022 年营收增速为 30%、27%、25%, 毛利率假设均为 41.4%。

3) 水刺非织造材料: 基于湿巾和干巾行业良好的成长性, 我们假设 2020-2022 年水刺非织造材料营收增速分别为 36.2%、26.3%、21.0%。其中, 民用清洁类 2020-2022 年营收增速为 50%、30%、24%。4 月以来原材料涤纶纤维价格上涨, 鉴于公司采用成本加成法以及材料端的高景气度, 我们认为公司材料业务仍将维持不俗的盈利性, 我们预计 2020 年非织造材料毛利率为 33.6%, 同比+7.3pct, 考虑材料行业产能扩张, 预计 2021-2022 年毛利率分别为 31.5%、30.6%。

**图表 33：公司分产品营收及毛利率预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	936.4	1,098.0	1,550.3	2,021.5	2,505.8
水刺非织造材料	400.2	419.1	570.8	721.0	872.7
水刺非织造材料制品	531.6	673.4	974.0	1,295.0	1,627.6
其他	4.61	5.49	5.49	5.49	5.49
同比增速	51.4%	17.3%	41.2%	30.4%	24.0%
水刺非织造材料	-6.0%	4.7%	36.2%	26.3%	21.0%
水刺非织造材料制品	180.7%	26.7%	44.6%	33.0%	25.7%
其他	35.9%	19.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.6%	28.2%	36.5%	34.3%	33.3%
水刺非织造材料	20.9%	26.3%	33.6%	31.5%	30.6%
水刺非织造材料制品	25.1%	28.9%	37.9%	35.6%	34.5%
其他	94.7%	89.8%	89.8%	89.8%	89.8%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4) 内外销收入预测：鉴于国外疫情延续带来湿巾、非织造材料的需求扩张以及行业高景气，结合公司与下游客户建立长期深度合作关系，我们预计 2020-2022 年海外营收增速分别为 38.2%、27.2%、21.7%；公司国内业务受益于消毒湿巾、干巾自有品牌的发展，我们预计 2020-2022 年国内营收增速分别为 46.0%、35.0%、27.0%。

5) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑 2020 年无纺布材料涨价导致营收大幅提升，我们预计 2020 年销售费用率保持 7.3%，由于 2021、2022 年收入继续保持高增长以及公司加大自有品牌营销投入，预计 2021-2022 年销售费用率为 7.4%、7.5%。

6) 2020-2022 年管理费用率预测：预计 2020-2022 年管理费用率均为 4.4%。

7) 2020-2022 年研发费用率预测：3.8%、3.6%、3.5%，研发费用绝对值依然增加，分别为 0.59、0.73、0.88 亿元。

综上，我们预测 2020-2022 年公司营收分别为 15.50、20.22、25.06 亿元，归母净利润分别为 1.90、2.27、2.68 亿元，EPS 分别为 1.58、1.89、2.23 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 27、22 和 19 倍。

## 5.2、投资建议

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。我们选取热风无纺布材料供应商延江股份、拥有干巾和湿巾业务的中顺洁柔、奥美医疗作为可比公司，2020 年可比公司平均估值水平为 33.3 倍，我们认为诺邦不仅是材料供应商，其来自于下游消费环节（湿巾&干巾）的营收和利润占比已经超过整体 50%，我们给予诺邦股份 2020 年合理估值水平 35 倍，对应目标价 52.6 元，买入评级。

**图表 34：可比公司估值水平**

代码	公司简称	PE			2019-2021 净利润增速 CAGR
		20E	21E	22E	
300658.SZ	延江股份	40.96	-	-	-
002511.SZ	中顺洁柔	35.55	29.63	24.52	23.77%
002950.SZ	奥美医疗	23.24	20.31	18.04	26.45%
平均值		33.25	24.97	21.28	28.62%
603238.SH	诺邦股份	27.84	24.07	20.54	58.66%

来源：WIND，国金证券研究所；延江股份 2020 年 PE 值为动态 PE

## 6、风险提示

- **行业扩产失控导致毛利率下滑的风险：**如果本轮疫情刺激行业盈利大幅上升之后，行业大量扩产，将导致后续供需失衡，产品价格出现大幅下跌，导致毛利率下滑。
- **上游原材料价格大幅波动的风险：**公司原料成本占比超过 75%，若未来原料价格大幅上涨，则将可能导致公司的业绩增长不达预期。
- **湿巾&干巾业务增长不达预期的风险：**若公司的湿巾或干巾业务发展的进度不达预期，则将导致公司未来的盈利预测下调。
- **销售费用率超预期的风险：**若公司在发展自主品牌方面投入的营销费用超预期，则将导致公司的盈利预测不达预期。
- **汇率风险：**2019 年公司的出口业务占比超过 58%，如果人民币兑美元出现大幅升值，则将导致公司遭受较大的汇兑损失。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>618</b>	<b>936</b>	<b>1,098</b>	<b>1,550</b>	<b>2,022</b>	<b>2,506</b>
增长率		51.4%	17.3%	41.2%	30.4%	24.0%
主营业务成本	-464	-715	-788	-985	-1,329	-1,672
%销售收入	75.0%	76.4%	71.8%	63.5%	65.7%	66.7%
毛利	154	221	310	565	693	834
%销售收入	25.0%	23.6%	28.2%	36.5%	34.3%	33.3%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-10	-13	-16
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-37	-64	-80	-113	-150	-188
%销售收入	6.0%	6.8%	7.3%	7.3%	7.4%	7.5%
管理费用	-57	-43	-52	-68	-89	-110
%销售收入	9.3%	4.6%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	0	-37	-44	-59	-73	-88
%销售收入	0.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	55	71	126	315	368	431
%销售收入	8.9%	7.6%	11.5%	20.3%	18.2%	17.2%
财务费用	-1	4	2	2	1	2
%销售收入	0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-5	-10	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	1	1
投资收益	5	6	2	2	2	2
%税前利润	8.0%	7.2%	1.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	59	74	123	320	372	437
营业利润率	9.5%	7.9%	11.2%	20.6%	18.4%	17.4%
营业外收支	8	5	1	2	2	2
税前利润	67	79	124	322	374	439
利润率	10.8%	8.5%	11.3%	20.8%	18.5%	17.5%
所得税	-9	-7	-18	-46	-53	-62
所得税率	13.8%	9.4%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	57	72	106	276	321	377
少数股东损益	6	17	24	96	113	132
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>83</b>	<b>180</b>	<b>208</b>	<b>244</b>
净利率	8.3%	5.9%	7.5%	11.6%	10.3%	9.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	57	72	106	276	321	377
少数股东损益	6	17	24	96	113	132
非现金支出	37	56	61	22	23	25
非经营收益	-4	-13	-4	-24	-2	-3
营运资金变动	-12	-2	50	-28	40	57
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>113</b>	<b>214</b>	<b>246</b>	<b>382</b>	<b>455</b>
资本开支	-52	-204	-258	-152	-113	-93
投资	-105	0	-2	1	1	1
其他	-340	194	74	2	2	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-497</b>	<b>-11</b>	<b>-185</b>	<b>-149</b>	<b>-110</b>	<b>-90</b>
股权募资	367	0	0	0	1	0
债权募资	130	-11	-139	48	-27	-28
其他	-26	-18	40	-74	-86	-99
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>471</b>	<b>-29</b>	<b>-99</b>	<b>-26</b>	<b>-112</b>	<b>-127</b>
<b>现金净流量</b>	<b>52</b>	<b>73</b>	<b>-70</b>	<b>72</b>	<b>160</b>	<b>238</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	283	334	205	277	438	676
应收账款	85	129	149	160	226	280
存货	110	142	166	192	255	316
其他流动资产	214	60	82	78	79	80
流动资产	692	665	602	707	997	1,352
%总资产	50.7%	44.8%	37.4%	38.0%	44.4%	50.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	406	572	747	838	923	986
%总资产	29.8%	38.5%	46.4%	45.0%	41.1%	37.0%
无形资产	227	242	252	258	265	271
非流动资产	673	821	1,007	1,155	1,246	1,316
%总资产	49.3%	55.2%	62.6%	62.0%	55.6%	49.3%
<b>资产总计</b>	<b>1,365</b>	<b>1,485</b>	<b>1,609</b>	<b>1,862</b>	<b>2,243</b>	<b>2,667</b>
短期借款	52	170	36	82	55	27
应付款项	264	332	491	491	651	812
其他流动负债	27	24	35	42	52	64
流动负债	342	526	563	615	758	904
长期贷款	134	5	0	0	0	0
其他长期负债	12	19	18	14	14	14
负债	488	550	581	629	772	918
<b>普通股股东权益</b>	<b>779</b>	<b>822</b>	<b>891</b>	<b>999</b>	<b>1,125</b>	<b>1,272</b>
其中：股本	120	120	120	120	120	120
未分配利润	295	334	397	505	631	777
少数股东权益	97	113	137	233	346	478
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,365</b>	<b>1,485</b>	<b>1,609</b>	<b>1,862</b>	<b>2,243</b>	<b>2,667</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.430	0.460	0.688	1.502	1.737	2.035
每股净资产	6.490	6.854	7.424	8.328	9.378	10.599
每股经营现金净流	0.657	0.941	1.783	2.053	3.184	3.790
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.601	0.695	0.814
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.62%	6.72%	9.26%	18.03%	18.52%	19.20%
总资产收益率	3.78%	3.72%	5.13%	9.68%	9.29%	9.16%
投入资本收益率	4.42%	5.78%	10.11%	20.56%	20.72%	20.83%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.60%	51.44%	17.25%	41.19%	30.40%	23.96%
EBIT 增长率	-13.27%	29.98%	76.82%	150.01%	16.99%	17.10%
净利润增长率	-13.20%	7.14%	49.36%	118.37%	15.65%	17.18%
总资产增长率	174.06%	8.85%	8.31%	15.73%	20.48%	18.92%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	30.6	36.8	41.6	35.0	38.0	38.0
存货周转天数	64.3	64.3	71.1	71.0	70.0	69.0
应付账款周转天数	61.7	71.4	83.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	219.0	157.0	194.1	149.6	121.0	100.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-10.98%	-16.98%	-19.71%	-18.53%	-28.27%	-38.96%
EBIT 利息保障倍数	42.8	-16.8	-70.1	-153.6	-443.3	-178.5
资产负债率	35.79%	37.01%	36.10%	33.81%	34.42%	34.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH