

诺邦股份 (603238.SH) 买入 (维持评级)

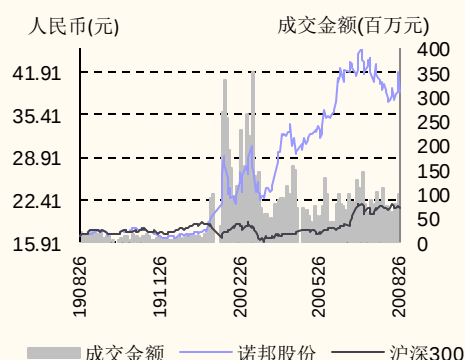
公司点评

市场价格 (人民币): 38.85 元

2Q 业绩超预期, 维持买入评级

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)	46.62
年内股价最高最低(元)	42.99/37.46
沪深 300 指数	4706
上证指数	3330



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	82.5262	199.9299	238.2001	266.6380
归母净利润增长率	7.14%	49.36%	142.26%	19.14%	11.94%
摊薄每股收益(元)	0.460	0.688	1.666	1.985	2.222
每股经营性现金流净额	0.94	1.78	2.18	3.41	3.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.72%	9.26%	19.77%	20.62%	20.28%
P/E	41.00	25.26	23.32	19.57	17.48
P/B	2.75	2.34	4.61	4.04	3.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 1H2020 营收 8.8 亿元, 同比+72.8%, 其中 2Q 营收 5.4 亿元, 同比+107.5%; 1H2020 归母净利润 1.2 亿元, 同比+209.7%, 其中 2Q 归母净利润 0.73 亿元, 同比+199.8%, 业绩超预期。

经营分析

- **新产能释放+疫情催化需求支撑 2Q 量价齐升。**1Q/2Q 营收同比+36.2%/107.5%, 一方面受益 2019 年底投放新增产能同比+30%, 非织造材料满单生产带来量的提升, 另一方面受益上游涤纶材料价格抬升带来的价格向上弹性, 材料业务实现量价齐升。制品业务方面, 2019 年底湿巾 I 期新产能投放, 受益疫情催化, 湿巾 OEM 业务持续满单生产, 1H2020 国光湿巾营收 3.2 亿元, 同比+58.8%; 邦怡干巾业务营收 0.75 亿元, 同比+47.3%。
- **受益自有品牌消毒湿巾和自有干巾业务占比提升, 毛利率表现靓丽。**1Q/2Q 毛利率 39%/38.5%, 同比 14.2pcts/10.7pcts, 主要原因是受益疫情催化, 高毛利的自有品牌国光消毒湿巾销售占比的提升。期间费用率合计同减 0.4pct 至 14.1%, 其中销售费用率同增 0.4pct 至 7.0%, 主要原因是运杂费和商场服务费的提升; 管理费用率同减 0.7pct 至 3.6%。
- **材料+湿巾产能持续扩张, 自有品牌持续爬坡, 发布股权激励充分调动积极性。**短期看, 湿巾 II 期产能有望于 2020 年底投产, 持续受益疫情带来的全球湿巾行业持续渗透的红利。中期看, 公司材料产能持续扩张, 预计 2021 年下半年新增产能释放, 公司凭借与下游海外大客户长期保持良好合作, 订单量有望稳健增长。长期看, 自有品牌邦怡和小植家凭借效率较高的电商渠道快速发展, 目前处于品牌爬坡期, 公司从 OEM 代工和材料供应商进化、升级成品牌商的战略发展值得关注。

盈利预测和投资建议

- 考虑到公司上半年突出的业绩表现及未来清晰的规划, 我们对公司 2020-2022 年的 EPS 上调 11%、14%、9%, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.67、1.99 和 2.2 元, 当前股价对应 PE 分别为 23.3、19.6、17.5 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 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。

相关报告

1. 《短期疫情催化, 中长期自有品牌发力-诺邦股份-深度报告》, 2020.6.30

姜浩

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

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
主营业务收入	618	936	1,098	1,550	2,022	2,506
增长率		51.4%	17.3%	41.2%	30.4%	24.0%
主营业务成本	-464	-715	-788	-962	-1,295	-1,647
%销售收入	75.0%	76.4%	71.8%	62.1%	64.0%	65.7%
毛利	154	221	310	588	727	859
%销售收入	25.0%	23.6%	28.2%	37.9%	36.0%	34.3%
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	338	402	456
%销售收入	8.9%	7.6%	11.5%	21.8%	19.9%	18.2%
财务费用	-1	4	2	2	2	4
%销售收入	0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-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%	0.4%
营业利润	59	74	123	343	407	463
营业利润率	9.5%	7.9%	11.2%	22.1%	20.1%	18.5%
营业外收支	8	5	1	2	2	2
税前利润	67	79	124	345	409	465
利润率	10.8%	8.5%	11.3%	22.3%	20.2%	18.6%
所得税	-9	-7	-18	-49	-58	-66
所得税率	13.8%	9.4%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	57	72	106	296	351	399
少数股东损益	6	17	24	96	113	132
归属于母公司的净利润	52	55	83	200	238	267
净利率	8.3%	5.9%	7.5%	12.9%	11.8%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	57	72	106	296	351	399
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	-3	-4
营运资金变动	-12	-2	50	-32	38	58
经营活动现金净流	79	113	214	261	409	478
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
投资活动现金净流	-497	-11	-185	-149	-110	-90
股权募资	367	0	0	0	1	0
债权募资	130	-11	-139	37	-46	-24
其他	-26	-18	40	-82	-97	-107
筹资活动现金净流	471	-29	-99	-45	-142	-132
现金净流量	52	73	-70	67	157	257

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	283	334	205	273	430	687
应收账款	85	129	149	160	226	280
存货	110	142	166	187	248	311
其他流动资产	214	60	82	78	79	80
流动资产	692	665	602	698	983	1,358
%总资产	50.7%	44.8%	37.4%	37.7%	44.1%	50.8%
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%	45.2%	41.4%	36.9%
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%	62.3%	55.9%	49.2%
资产总计	1,365	1,485	1,609	1,853	2,229	2,674
短期借款	52	170	36	70	24	0
应付款项	264	332	491	482	637	802
其他流动负债	27	24	35	42	53	65
流动负债	342	526	563	595	714	866
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	609	728	880
普通股股东权益	779	822	891	1,011	1,155	1,315
其中：股本	120	120	120	120	120	120
未分配利润	295	334	397	517	660	820
少数股东权益	97	113	137	233	346	478
负债股东权益合计	1,365	1,485	1,609	1,853	2,229	2,674

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.430	0.460	0.688	1.666	1.985	2.222
每股净资产	6.490	6.854	7.424	8.426	9.626	10.959
每股经营现金净流	0.657	0.941	1.783	2.178	3.407	3.981
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.666	0.794	0.889
回报率						
净资产收益率	6.62%	6.72%	9.26%	19.77%	20.62%	20.28%
总资产收益率	3.78%	3.72%	5.13%	10.79%	10.69%	9.97%
投入资本收益率	4.42%	5.78%	10.11%	22.04%	22.64%	21.84%
增长率						
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%	168.08%	19.15%	13.42%
净利润增长率	-13.20%	7.14%	49.36%	142.26%	19.14%	11.94%
总资产增长率	174.06%	8.85%	8.31%	15.18%	20.29%	19.95%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.98%	-16.98%	-19.71%	-18.95%	-29.25%	-40.15%
EBIT利息保障倍数	42.8	-16.8	-70.1	-149.2	-248.4	-126.9
资产负债率	35.79%	37.01%	36.10%	32.86%	32.67%	32.93%

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	0
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	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-30	买入	41.81	52.60~52.60

来源：国金证券研究所

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