

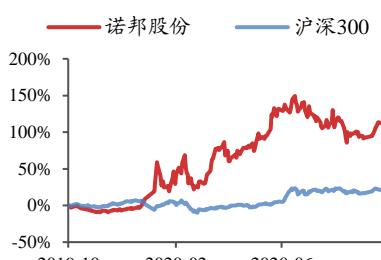
# 诺邦股份 (603238.SH) 三季度业绩超市场预期，疫情下维持高增长

2020年10月27日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

日期	2020/10/26
当前股价(元)	36.41
一年最高最低(元)	48.50/16.52
总市值(亿元)	45.01
流通市值(亿元)	43.69
总股本(亿股)	1.24
流通股本(亿股)	1.20
近3个月换手率(%)	70.73

**股价走势图****相关研究报告**

- 《公司信息更新报告-疫情带动行业高景气，上半年业绩超市场预期》  
-2020.8.28
- 《公司信息更新报告-发布限制性股票激励方案，彰显长期发展信心》  
-2020.8.7
- 《公司首次覆盖报告-疫情期间湿巾需求增加，量价齐升带动业绩增长》  
-2020.6.23

**吕明（分析师）**

luming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

**● 疫情下行业高景气，2020Q3公司营收、利润维持高增长**

诺邦股份2020年前三季度实现营业收入14.90亿元(+87.21%)，实现归母净利润2.15亿元(+218.77%)，其中2020Q3单季度实现营收6.08亿元(+112.59%)，实现归母净利润0.93亿元(+220.69%)。收入利润增长超预期主要系疫情使市场对公司所产抗疫物资及相关原料辅料需求大幅增长。上调盈利预测，我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为2.73/3.05/3.78亿元(原值为2.52/3.11/3.71亿元)，对应EPS为2.21/2.47/3.06元(原值为2.10/2.59/3.09元)，当前股价对应PE为16.5/14.8/11.9倍(原值为20.1/16.3/13.7倍)，维持“买入”评级。

**● 2020Q3毛利率、净利率均显著增长，盈利能力有所提升**

2020前三季度公司整体毛利率为39.60%(+12.21pct)，净利率14.43%(+5.89pct)；其中2020Q3单季度毛利率为40.95%(+11.58pct)，净利率为15.30%(+5.16pct)，盈利能力整体有所上升。公司毛利率的显著增长主要系相对高毛利率的消毒湿巾产品占比提高，拉升了整体毛利率。营运能力方面，相较2019年，公司存货周转天数下滑36.8天至80.8天，应收账款周转天数下滑13.95天至31.8天，营运水平显著提升，主要受益于疫情刺激下需求快速增长，公司议价能力提升。

**● 需求端：疫情带动卫生习惯转变，自有品牌有望持续提升**

由于疫情带动了卫生观念的转变，消费者会更加注重日常的消毒和卫生，我们预计消毒湿巾等民用清洁类产品的需求未来有望持续扩大。销售结构方面，水刺非织造材料制品增速较快，占比预计继续提升。且疫情期间公司自有品牌知名度提升，销量增幅显著，随着公司加强自有品牌运营，其收入贡献有望持续增加。

**● 产能端：预计公司2020-2022年每年新增产能30%左右**

疫情以来公司积极调整产能，提高生产效率。纳奇科二期项目主体工程2020上半年完工，已进入装修阶段，有望2020年内启用；诺邦新生产线项目一期土建施工启动，有望于2021年投产，预计公司2020-2022年每年新增产能30%左右。

**● 风险提示：原材料价格波动影响；国际关系紧张，出口销售不及预期。****财务摘要和估值指标**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	936	1,098	2,012	2,417	3,017
YOY(%)	51.4	17.3	83.2	20.2	24.8
归母净利润(百万元)	55	83	273	305	378
YOY(%)	7.1	49.4	230.5	11.8	23.9
毛利率(%)	23.6	28.2	39.6	37.7	35.5
净利率(%)	5.9	7.5	13.6	12.6	12.5
ROE(%)	7.7	10.3	26.1	22.8	22.3
EPS(摊薄/元)	0.45	0.67	2.21	2.47	3.06
P/E(倍)	81.5	54.5	16.5	14.8	11.9
P/B(倍)	5.5	5.1	4.0	3.2	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	665	602	1083	1368	2139	<b>营业收入</b>	936	1098	2012	2417	3017
现金	334	205	374	626	869	营业成本	715	788	1215	1505	1947
应收票据及应收账款	116	137	269	194	497	营业税金及附加	6	7	14	17	20
其他应收款	13	11	19	23	32	营业费用	64	80	183	223	262
预付账款	7	7	30	13	46	管理费用	43	52	84	95	95
存货	142	166	322	425	587	研发费用	37	44	115	138	151
其他流动资产	54	76	68	88	109	财务费用	-4	-2	-0	-6	-11
<b>非流动资产</b>	821	1007	1144	1256	1404	资产减值损失	10	-9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	7	0	0	0
固定资产	403	584	701	804	919	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	111	123	135	149	164	投资净收益	6	2	3	4	4
其他非流动资产	307	300	308	303	321	资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1485	1609	2227	2624	3543	<b>营业利润</b>	74	123	404	449	555
<b>流动负债</b>	526	563	850	868	1314	营业外收入	5	1	3	2	2
短期借款	49	36	36	36	36	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	293	389	662	641	1045	<b>利润总额</b>	79	124	406	451	557
其他流动负债	184	137	151	191	233	所得税	7	18	53	57	69
<b>非流动负债</b>	24	18	23	26	31	<b>净利润</b>	72	106	353	394	488
长期借款	5	0	5	8	13	少数股东损益	17	24	80	89	111
其他非流动负债	19	18	18	18	18	<b>归属净利润</b>	55	83	273	305	378
<b>负债合计</b>	550	581	872	894	1345	EBITDA	117	171	452	503	616
少数股东权益	113	137	217	306	416	EPS(元)	0.45	0.67	2.21	2.47	3.06
股本	120	120	124	124	124	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	328	328	328	328	328	<b>成长能力</b>					
留存收益	375	443	701	978	1313	营业收入(%)	51.4	17.3	83.2	20.2	24.8
<b>归属母公司股东权益</b>	822	891	1137	1424	1782	营业利润(%)	26.3	66.3	227.5	11.3	23.6
负债和股东权益	1485	1609	2227	2624	3543	归属于母公司净利润(%)	7.1	49.4	230.5	11.8	23.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.6	28.2	39.6	37.7	35.5
						净利率(%)	5.9	7.5	13.6	12.6	12.5
						ROE(%)	7.7	10.3	26.1	22.8	22.3
<b>现金流量表(百万元)</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	113	218	350	434	471	ROIC(%)	6.4	10.8	29.1	25.8	25.5
净利润	72	106	353	394	488	资产负债率(%)	37.0	36.1	39.2	34.1	38.0
折旧摊销	46	52	53	66	79	净负债比率(%)	-15.5	-15.2	-23.6	-32.8	-36.6
财务费用	-4	-2	-0	-6	-11	流动比率	1.3	1.1	1.3	1.6	1.6
投资损失	-6	-2	-3	-4	-4	速动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
营运资金变动	-2	50	-53	-16	-82	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	8	13	-0	-0	-0	总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
<b>投资活动现金流</b>	-11	-185	-161	-174	-225	应收账款周转率	9.7	8.7	9.9	10.4	8.7
资本支出	204	258	137	111	148	应付账款周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
长期投资	0	-2	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	194	71	-23	-62	-77	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.67	2.21	2.47	3.06
<b>筹资活动现金流</b>	-32	-102	-20	-8	-3	每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.76	2.83	3.51	3.81
短期借款	-1	-13	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.65	7.21	9.17	11.49	14.38
长期借款	-129	-5	5	3	5	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	4	0	0	P/E	81.5	54.5	16.5	14.8	11.9
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.5	5.1	4.0	3.2	2.5
其他筹资现金流	98	-84	-29	-12	-8	EV/EBITDA	38.3	26.1	9.7	8.4	6.7
<b>现金净增加额</b>	73	-67	169	252	244						

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 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，属于机密材料，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，开源证券不对其实内容负责。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形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16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