



2021-12-07

公司研究报告

买入/首次

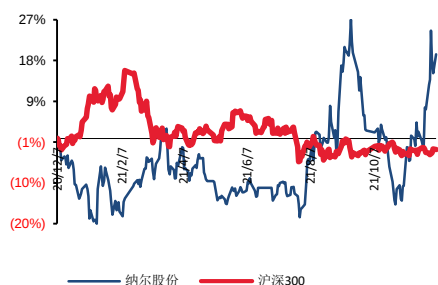
纳尔股份(002825)

昨收盘: 20.72

基础化工 塑料

积极卡位蓝海赛道 一体两翼打造新材料平台

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	171/113
总市值/流通(百万元)	3,548/2350
12 个月最高/最低(元)	21.00/12.91

相关研究报告:

证券分析师: 于庭泽

E-MAIL: yutz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080002

公司是国内数码喷印材料行业研发、生产、销售为一体的领军企业,国内市占率第一。主营业务为一体(数码喷印材料)两翼(数码喷墨墨水以及汽车保护膜)的研发、生产和销售,同时积极布局氢能源领域,打造新材料平台。

数码喷绘材料主业市占率有望持续提升。公司是国内数码喷绘材料龙头,市占率超 30%。公司数码喷绘材料主要包括车身贴和单透膜,广泛应用于标识标牌,流媒体广告以及建筑家装领域,随着募投项目落地,公司依托规模优势将不断抢占行业内的增量及存量市场,进一步巩固市场龙头地位,市占率有望持续提升。同时不断向上游原材料(PVC 膜、硅纸、胶黏剂)延伸,逐步实现自产,降低原材料价格波动影响。**数码墨水实现进口替代,产品持续放量。**数码印花较传统丝网印花具备适于小批量、个性化特点以及环保优势,目前国内渗透率不到 5%,随着电商发展带动国内数码印花墨水消费需求有望持续爆发。公司 18 年通过收购深圳墨库切入数码墨水市场,产品结构以用于纺织品的数码墨水为主,在关键产品及技术上实现突破,打破国外厂商垄断实现进口替代,产品持续放量;同时积极布局广告用 UV 墨水,与主业实现协同。

汽车保护膜卡位蓝海赛道,市场空间广阔。汽车保护膜(隐形车衣)具备保护原厂车漆、剐损自修复以及提升整车美观度等作用。当前全国近 3 亿汽车保有量,年新增贴膜需求汽车超 50 万辆,汽车保护膜蓝海市场初显,市场空间广阔。汽车保护膜与数码喷绘材料的生产工艺均属于软基材涂布技术,公司深耕该领域近 20 年,相关技术成熟,与进口品牌相比价格优势明显,随着产品不断推广以及募投产能扩产,汽车保护膜销量有望持续翻倍增长。

布局氢电材料,拥抱新能源产业链。氢能源车具备低温性能好、续航里程长、加氢速度快等优点,同时氢能作为零碳燃料在推动能源转型过程中也将发挥关键作用。公司近年持续跟踪氢电材料进展,并于今年正式进入该领域,与国内氢燃料电池资深专家胡里清博士合作成立合资公司开发膜电极等核心材料,一期规划 200 万片产能。

首次覆盖给予“买入”评级。公司今年受上游 PVC 价格上涨阶段性影响盈利,随着上游原材料价格逐步回归理性以及公司自身不断向上游延伸,同时积极卡位蓝海赛道,一体两翼战略布局下成长属性确定,发展氢电材料,拥抱新能源产业链打造新材料平台,公司未来业绩增长确定,拐点已至。我们预计公司 21-23 年实现归母净利润

0.98/2.03/2.75 亿，EPS0.57/1.18/1.60，对应 PE 36.1/17.5/12.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、产品需求不达预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1253.7	1611.0	2150.7	2806.7
(+/-%)	23.3%	28.5%	33.5%	30.5%
净利润(百万元)	95.8	98.2	202.8	274.8
(+/-%)	125.8%	2.5%	106.6%	35.5%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.57	1.18	1.60
市盈率(PE)	37.0	36.1	17.5	12.9

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	226.4	242.8	150.0	150.0	150.0	营业收入	1017.2	1253.7	1611.0	2150.7	2806.7
应收和预付款项	147.1	164.9	191.2	252.7	329.6	营业成本	834.1	953.0	1277.5	1619.5	2107.8
存货	130.7	174.0	222.9	282.6	367.8	营业税金及附加	2.4	3.4	4.3	5.8	7.5
其他流动资产	14.9	15.3	19.6	26.2	34.2	销售费用	36.7	50.8	56.4	75.3	98.2
流动资产合计	659.1	760.9	752.5	887.6	1066.6	管理费用	43.5	51.7	66.1	88.2	115.1
长期股权投资	19.5	14.0	14.0	14.0	14.0	财务费用	-1.4	7.2	3.0	10.7	11.5
投资性房地产	0.0	7.7	7.7	7.7	7.7	资产减值损失	-6.6	-9.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	237.0	285.9	489.1	668.8	780.4	投资收益	4.03	7.36	8.00	8.00	8.00
在建工程	23.0	12.1	12.1	12.1	12.1	公允价值变动	0.0	2.4	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	122.2	118.6	256.8	381.1	493.0	营业利润	48.6	128.1	131.2	251.7	334.1
长期待摊费用	17.8	16.4	13.1	10.5	8.4	其他非经营损益	-0.5	-1.9	0.5	0.5	0.5
其他非流动资产	0.8	2.2	2.2	2.2	2.2	利润总额	48.1	126.2	131.7	252.2	334.6
资产总计	1082.2	1221.3	1550.9	1987.4	2387.9	所得税	2.5	14.2	14.8	26.9	32.7
短期借款	0.0	0.0	176.4	272.5	206.3	净利润	45.6	112.0	116.9	225.4	302.0
应付和预收款项	122.7	169.9	227.8	288.7	375.8	少数股东损益	3.2	16.2	18.7	22.5	27.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归母股东净利润	42.4	95.8	98.2	202.8	274.8
其他负债	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	预测指标					
负债合计	305.0	363.0	649.8	862.3	962.3	毛利率	18.0%	24.0%	20.7%	24.7%	24.9%
股本	146.9	146.9	171.2	171.2	171.2	销售净利率	4.2%	7.6%	6.1%	9.4%	9.8%
资本公积	221.5	226.0	226.0	226.0	226.0	销售收入增长率	29.0%	23.3%	28.5%	33.5%	30.5%
留存收益	348.6	415.0	439.2	640.8	914.3	EBIT 增长率	-19.8%	186.6%	-0.9%	95.6%	31.7%
归母公司股东权益	717.0	788.0	812.1	1013.7	1287.2	净利润增长率	-31.6%	125.8%	2.5%	106.6%	35.5%
少数股东权益	60.3	70.3	88.9	111.3	138.4	ROE	5.9%	12.2%	11.7%	19.5%	20.9%
股东权益合计	777.3	858.3	901.1	1125.1	1425.6	ROA	3.9%	7.8%	6.3%	10.2%	11.5%
负债和股东权益	1082.2	1221.3	1550.9	1987.4	2387.9	ROIC	5.7%	13.9%	11.0%	16.7%	19.1%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.3	0.65	0.57	1.18	1.60
经营性现金流	80.6	124.7	199.9	308.0	421.2	PE (X)	71.7	31.8	36.1	17.5	12.9
投资性现金流	12.7	(115.8)	(392.0)	(392.0)	(342.0)	PB (X)	4.2	3.9	4.2	3.4	2.7
融资性现金流	(9.9)	(35.8)	99.3	84.0	(79.2)	PS (X)	3.0	2.4	2.2	1.6	1.3
现金增加额	83.5	(26.8)	(92.8)	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	46.6	18.9	17.2	9.0	6.8

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liywn@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。