

金春股份(300877)

纺织制造/纺织服装

发布时间: 2021-03-31

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

无纺布细分龙头，品类拓展&产能扩张驱动长期成长

报告摘要:

金春股份是国内领先的非织布制造商，公司在水刺布领域市占率处于行业领先地位，产品以内销为主，下游客户多为知名医疗及日用一次性卫生用品的品牌商。

行业：供给端竞争格局有望改善，下游需求旺盛前景广阔。(1) 受益于下游需求持续增长，我国非织造布行业规模逐年扩大，2019 年产量为 621.3 万吨，十年间复合增速达 9.94%，其中水刺布 2019 年产量达 69.80 万吨，十年间复合增速高达 13.02%、快于无纺布整体增速，热风布产量约 33.1 万吨；水刺/热风在非织造布总产量中占比较小，分别为 11.23%/5.33%。(2) 受工艺众多、行业进入门槛较低影响，无纺布行业整体格局分散，其中水刺布行业 CR4 占比接近 20%，集中度高于无纺布整体但格局仍较分散。未来随着国内头部企业生产规模、技术及产品质量的提高，产业整合加速，集中度有望持续提升。(3) 以口罩为代表的医疗卫生用品在疫情防控常态化趋势下，未来需求有望维持高位。同时，随着居民卫生消费观念的提升，未来下游湿巾、卫生巾、纸尿裤等需求将持续扩大，市场前景广阔。

公司：水刺布保持优势，热风布等新品发力，多方面优势驱动长期成长。

(1) 公司为国内水刺布细分领域行业龙头，2019 年市占率为 7.44%，具备规模优势。(2) 公司研发费用率多年维持在 3% 以上，高于行业平均水平，公司生产工艺不断精进，成功研发一系列先进技术，叠加国际化智能化设备支持，生产效率和人均产值持续提升。(3) 公司积极推进年产 2 万吨热风布项目建设，预计一期将于 2021 年一季度投产，缓解产能紧张状况；年产 1.5 万吨 ES 短纤维项目将于 2021 年内建成，有助于优化热风布成本；此外年产 2.2 万吨水刺布项目也将在 2021-2022 年间逐步投产，巩固公司水刺布市场优势。(4) 公司与下游行业内众多知名公司建立了长期合作关系，重视发展需求量大、信誉良好的优质客户，2019 年前十大大直销客户营收占比达 50.35%，口碑稳定有望与客户共同成长。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.27/ 2.75/ 3.13 亿元，对应 PE 分别为 24.0/ 19.8/ 17.4x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，产能投放不及预期。

股票数据

2021/03/30

6 个月目标价 (元)	52.90
收盘价 (元)	45.20
12 个月股价区间 (元)	41.39~104.00
总市值 (百万元)	5,424.00
总股本 (百万股)	120
A 股 (百万股)	120
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	-12%	
相对收益	10%	-11%	

相关报告

《纺织服装 2021 年度策略报告：战略延伸，静待复苏》

--20201102

《纺织服装 2020 年中报总结：终端恢复，表现分化》

--20200914

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	838	1,091	1,347	1,689	1,844
(+/-)%	-3.03%	30.20%	23.38%	25.42%	9.20%
归属母公司净利润	88	276	227	275	313
(+/-)%	21.80%	212.35%	-17.98%	21.26%	13.77%
每股收益 (元)	0.74	2.30	1.89	2.29	2.60
市盈率	0.00	22.98	23.95	19.75	17.36
市净率	0.00	3.92	3.08	2.81	2.55
净资产收益率 (%)	17.77%	17.04%	12.86%	14.23%	14.71%
股息收益率 (%)	0.00%	1.55%	1.81%	2.08%	2.32%
总股本 (百万股)	90	120	120	120	120

证券分析师：唐凯

执业证书编号：S0550516120001

021-20363260 tangkai@nesc.cn

目 录

1.	金春股份：国内领先的非织布制造商	5
1.1.	公司简介	5
1.2.	股权结构：股权结构稳定，推行持股计划绑定员工利益	5
1.3.	财务状况	6
2.	非织造布行业：去年因疫情涨价明显，预计今年价格中枢小幅回落	8
2.1.	非织造布简介：性能卓越、用途广泛的新型纺织品	8
2.2.	非织造布行业：逐步进入稳增长时代，市场集中度有所提升	9
2.3.	非织造布下游需求情况	14
2.3.1.	医疗卫生类纺织品	14
2.3.2.	用即弃卫生用品（不含湿巾）市场	15
2.3.3.	湿巾	17
3.	非织造布领军企业，研发+高端设备驱动长期成长	18
3.1.	金春股份：专注以致远，打造非织造布排头兵	18
3.1.1.	专注卫生用品上游生产	18
3.1.2.	产能&品类扩张，助力营收增长	20
3.2.	竞争力：研发技术+高端设备助力生产品质，建立良好口碑持续吸引客户	23
3.2.1.	研发：研发能力强精进水刺无纺布工艺，高端化拓宽品类提升竞争力	23
3.2.2.	生产：国际化设备+智能化运行行业领先，产能扩张规模优势进一步提升	25
3.2.3.	销售：直销为主经销为辅降低成本，大客户战略有助经营稳定	28
4.	盈利预测与估值	31
5.	风险提示	32

图表目录

图 1:	2015-2020 年公司收入结构（亿元）	5
图 2:	2020 年末公司股权结构图	6
图 3:	2015-2020 年公司营业收入	6
图 4:	2015-2020 年公司归母净利润	6
图 5:	2015-2020 年公司利润率	7
图 6:	2015-2020 年公司费用率	7
图 7:	2019 年中国非织造布各生产工艺产量占比	8
图 8:	2009-2019 年中国非织造布产量（万吨）	9
图 9:	非织造布行业固定资产投资额（亿元）	9
图 10:	2009-2019 年我国非织造布需求情况	10
图 11:	中国纺粘法非织造布年产量(万吨)	11
图 12:	中国纺粘法非织造布产能及产能利用率	11
图 13:	纺粘非织造业企业数量（按年产量大小划分）	11
图 14:	2010-2019 年我国水刺非织造布产量（万吨）	12

图 15: 2019 年国内水刺非织造布产量市占率	13
图 16: 部分龙头企业水刺非织造布产能利用率	13
图 17: 部分龙头企业水刺非织造布产销率	13
图 18: 2019 年不同类型口罩市场结构	14
图 19: 2015-2020E 国内医用口罩产量	14
图 20: 2015-2020E 国内医用口罩产值	14
图 21: 口罩对无纺布需求测算	15
图 22: 2016 年全球一次性卫生护理用品市场结构	15
图 23: 2019 年一次性卫生护理用品市场结构	15
图 24: 2014-2019 年国内纸尿裤消费量	16
图 25: 2013-2019 年国内纸尿裤市场规模	16
图 26: 2013-2019 年国内卫生巾产量	16
图 27: 2013-2019 年国内卫生巾消费量	16
图 28: 2013-2019 年我国成人纸尿裤产量	17
图 29: 2013-2019 年成人纸尿裤工厂销售额	17
图 30: 2016-2022E 国内湿巾市场规模	17
图 31: 公司前十大客户占比变化	20
图 32: 2015-2020 年公司水刺非织布营收 (万元)	20
图 33: 2015-2019 年公司水刺非织布销量 (吨)	20
图 34: 2015-2019 年公司水刺非织布单价 (元/吨)	21
图 35: 2015-2020 年公司水刺非织布毛利率	21
图 36: 2015-2019 年水刺非织布单位成本 (元/吨)	21
图 37: 上游原材料成本 (元/吨)	22
图 38: 热风&长丝超细纤维非织布营收 (万元)	22
图 39: 热风&长丝超细纤维非织布销量 (吨)	22
图 40: 热风&长丝超细纤维非织布毛利率	23
图 41: 热风非织布单价&单位成本 (元/吨)	23
图 42: 2015-2020 年公司研发费用率	25
图 43: 2014-2019 年公司各品类产能利用率	27
图 44: 2017-2019 年公司单位用水量 (吨/吨)	27
图 45: 2016-2020 年公司人均产值 (万元/人)	27
图 46: 2014-2019 年公司直销&经销收入占比	28
图 47: 截至 2020 年 8 月直销大客户获取订单方式	29
图 48: 截至 2020 年 8 月分销大客户获取订单方式	29
图 49: 2017-2019 年公司各下游领域营业收入 (亿元)	29
图 50: 2014-2019 年公司应收账款周转率	30
图 51: 可比公司历史 PE (TTM)	32
表 1: 非织造布分品类对比	9
表 2: 2018/2019 中国非织造布行业 10 强企业	10
表 3: 热风非织造布 VS 纺粘非织造布优缺点	14
表 4: 公司产品简介	18
表 5: 水刺非织造布下游产品	18
表 6: 热风非织造布下游产品	19
表 7: 2019 年公司前五大客户	19

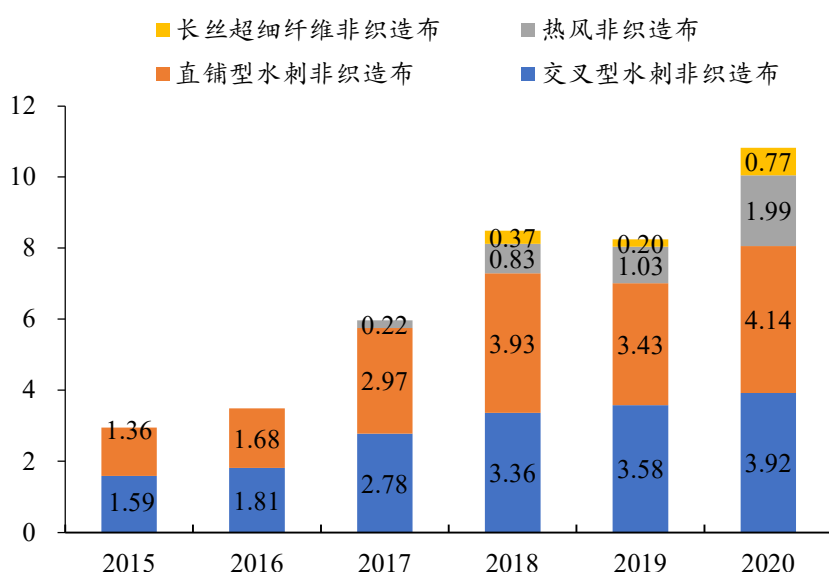
表 8: 公司水刺非织造布技术	23
表 9: 公司热风非织造布&长丝超细纤维技术.....	25
表 10: 公司生产线布局	26
表 11: 募集资金投入生产线项目	28
表 12: 可比公司估值表	31

1. 金春股份：国内领先的非织布制造商

1.1. 公司简介

以水刺无纺布为主的非纺织布生产商。2011年7月成立的安徽金春无纺布股份有限公司是国内领先的非织造布生产商，过往产品主要以水刺非纺织布为主（交叉型&直铺型），自2016年来，公司将发展重心放在技术改进和产品升级，品类进一步拓展至热风非纺织布以及长丝超细纤维非纺织布。目前，公司已囊括高达30余项专利，2019年公司市场占有率达7.44%（水刺非织造布），处于行业领先地位，于2019年被评为“2018/2019中国非织造布行业十强企业”。公司和维达纸业、苏州宝丽洁日化有限公司、恒安集团、豪悦护理等国内知名公司建立长期合作关系，海外市场部分还与日本LEC等非织造品厂商达成稳定合作协议。

图 1：2015-2020 年公司收入结构（亿元）



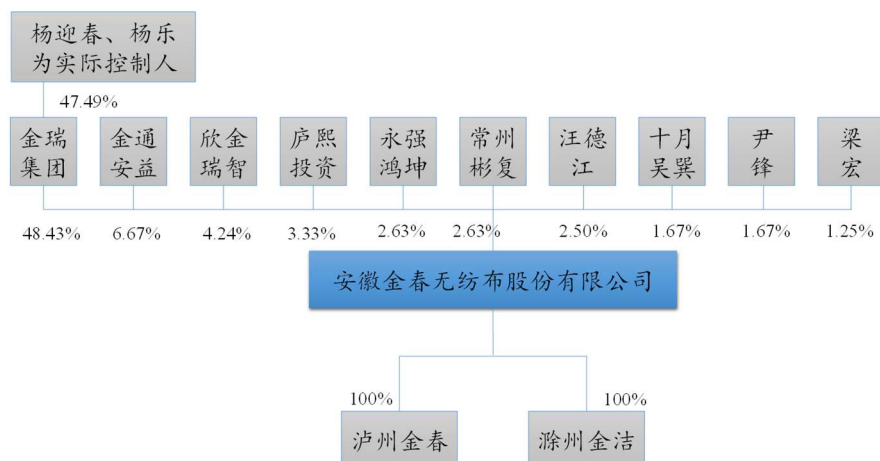
数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

1.2. 股权结构：股权结构稳定，推行持股计划绑定员工利益

控股股东持股比例较高，便于保证股权结构及经营管理稳定。金瑞集团持有 48.43% 的公司股权比例，为公司的主要控股股东。其中杨家父子为金瑞集团实际控制人，合计持有集团股权比例达到 47.49%。

公司推进员工持股平台建设，绑定员工利益。欣金瑞智为公司员工持股平台，截至 2020 年末持股比例为 4.24%，为公司第三大持股股东。公司将股份授予员工有利于将员工利益和公司绑定，激发员工积极性，强化企业竞争力。

图 2：2020 年末公司股权结构图

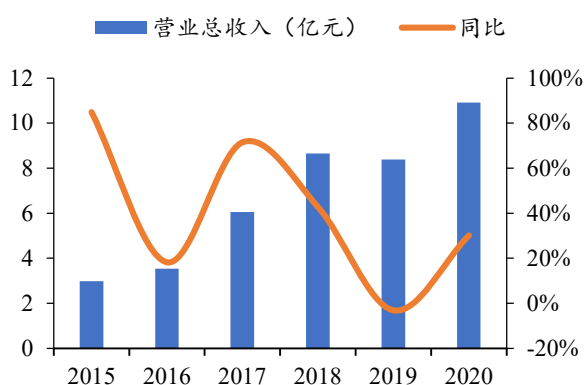


数据来源：东北证券，公司年报

1.3. 财务状况

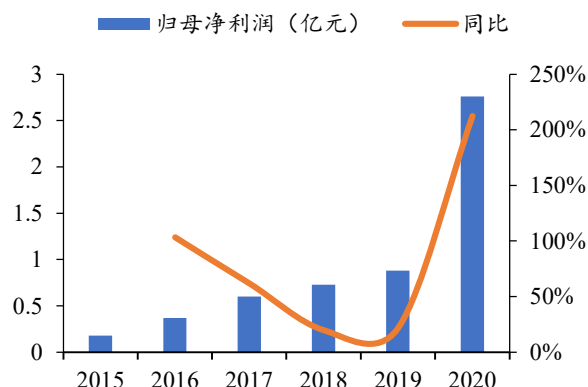
产能扩张推动业绩增长，近两年逐步推动品类扩张。2015-2019 年公司总营收由 2.98 亿元增长至 8.38 亿元，CAGR 为 29.50%；归母净利润由 0.18 亿元增长至 0.88 亿元，CAGR 为 48.70%。2017 和 2018 年受益于新产能扩张，公司业绩高速增长，营收同比增长 71.57%/42.91%。2019 年因原材料价格下降、产品单价下滑，公司营收同比降低 3.03%至 8.38 亿。2020 年受疫情影响产品价格上升、销量增长，公司营收达 10.91 亿元，同比增长 30.20%，归母净利润为 2.76 亿元，同比增长 212.35%。分业务看，2020 年直铺型水刺非织造布营收为 4.14 亿，同比增长 20.70%；交叉型水刺非织造布营收达 3.92 亿，同比增长 9.50%；2017-2020 年公司新产品热风非织造布从 0.22 亿元快速增长至 1.99 亿元，CAGR 达 108.87%，有力贡献收入增量。

图 3：2015-2020 年公司营业收入



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

图 4：2015-2020 年公司归母净利润



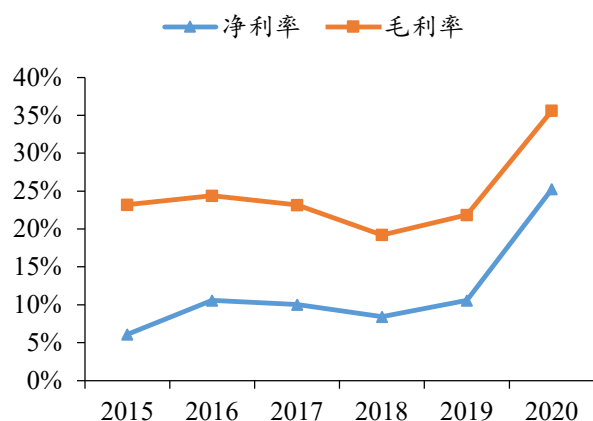
数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

从盈利能力看，毛利率呈现小幅波动。公司毛利率受到原材料价格影响呈现小幅波动。受产品销售价格、原材料采购价格和品种结构等因素影响，2016-2018 年公司毛利率小幅下滑至 19.23%。2019 年原材料价格下降，公司交叉型和直铺型水刺非织

造布毛利率同比上升 5.47pct/1.09pct，带动毛利率反弹至 21.86%。2020 年受疫情催化的下游产品需求量价齐升，公司毛利率大幅提升至 35.65%。

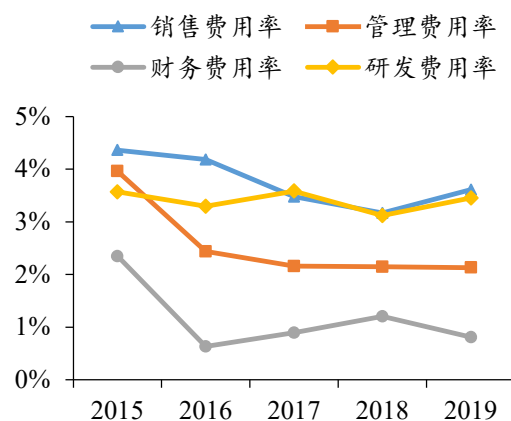
从费用端看，费用率相对稳定。2015-2019 年公司期间费用率波动较小，得益于公司良好的管控能力，2015-2017 年管理费用率下降 3.97pct 至 2.44%。2020 年公司销售费用率下降 2.91pct 至 0.64%，主要系新收入准则将原销售费用中的运输费作为合同履约成本计入营业成本所致，公司财务费用率下降 0.72pct 至 0.09%，主要系短期借款规模下降、平均利率水平较低，且利息收入增加所致。

图 5：2015-2020 年公司利润率



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

图 6：2015-2020 年公司费用率



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

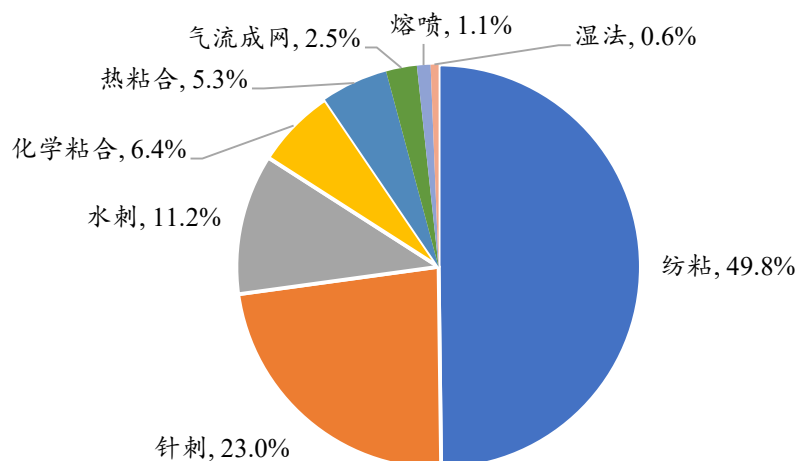
2. 非织造布行业：去年因疫情涨价明显，预计今年价格中枢小幅回落

2.1. 非织造布简介：性能卓越、用途广泛的新型纺织品

非织造布行业是针刺、水刺、热粘合或化学粘合等非织造技术在传统纺织行业的创新产业化应用形成的细分行业。非织造布是一种具有柔软、透气和平面结构的新型纤维制品，其原理是利用高聚物切片、短纤维或长丝进行定向或随机撑列，形成纤网结构，然后经过摩擦、抱合、热粘合等方法加固而成，其因不需要纺织却具备布的外形及部分特性而被称为“非织造布”。

非织造布生产工艺众多，其中纺粘法占比最高，水刺法发展迅速。非织造布生产工艺主要有纺粘、针刺、水刺、化学粘合、热粘合、气流成网、湿法、熔喷等。目前我国发展最成熟、应用最广泛的非织造布生产工艺是纺粘法，2019年纺粘非织造布的产量为309.43万吨，在非织造布总产量中占比达49.80%，主要应用于卫生材料等领域；其次分别是针刺工艺占比23.03%，水刺工艺占比11.23%，化学粘合工艺占比6.43%，热粘合工艺占比5.33%，气流成网工艺占比2.47%，熔喷工艺占比1.07%，湿法工艺占比0.64%。

图 7：2019 年中国非织造布各生产工艺产量占比



数据来源：东北证券，招股说明书，中国产业用纺织品行业协会

生产工艺差异催生非织造布细分市场。利用不同原材料、通过不同工艺制造出的非织造布性能有所差异，其下游应用也出现分化。比如热风非织造布，由于其具有蓬松度好、柔软透气有弹性等特性，故多用于制造卫生巾、纸尿裤等产品；水刺非织造布则由于其吸湿特性，往往用于湿巾、化妆棉等产品。

表 1：非织造布分品类对比

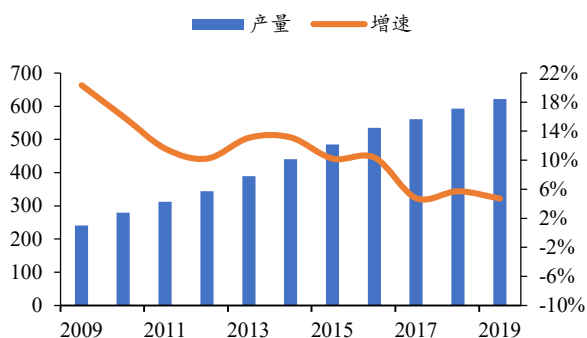
	纺粘非织造布	水刺非织造布	热风非织造布
生产工艺	纺粘	水刺	热粘合
生产流程	在熔融状态下从喷丝孔将聚合物挤出，通过气流对溶体进行冷却，使熔体拉伸为连续长丝后铺放到网帘上，最后粘合加固成布	对短纤维原料开松、梳理成网后进入水刺机，通过细微的水柱形高压水针垂直射向纤网，当水射流穿透纤网后，受到托网帘或转鼓的反弹作用，以不同的方位散射到纤网的反面，在水射流直接冲击和反弹水流的双重作用下，纤网中的纤维发生位移、穿插、缠结、抱合，形成柔性缠结点，纤网加固成布	短纤维原料经开松、梳理成网后进入干燥设备，通过高温热风穿透，使得纤维互相缠结、熔化、粘合、定型成布
原材料	聚丙烯、聚酯切片	涤纶短纤和粘胶短纤	ES 纤维
特性	强度高、耐高温	透气、柔软、吸湿	蓬松度高、弹性好、柔软、保暖、透气、透水
主要用途	防护服等医疗卫生材料、过滤材料、礼品袋等包装材料	口罩等医疗卫生材料、湿巾、化妆棉、墙布及革基布	卫生巾、纸尿裤的面层、导流层及底膜层材料

数据来源：东北证券，公开信息整理

2.2. 非织造布行业：逐步进入稳增长时代，市场集中度有所提升

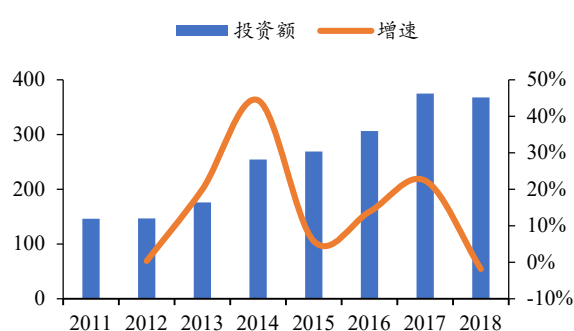
告别野蛮生长时代，我国非织造布产量增速呈现放缓态势。非织造布的工业化生产起源于 20 世纪 50 年代的美国，我国非织造布产业则从 20 世纪 70 年代中后期开始兴起，并于 20 世纪 90 年代后期进入了飞速发展阶段，多家企业从国外引进了新生产线进行扩产。迈入 21 世纪后，资金持续涌入非织造布行业，非织造布产能得到了进一步提升。目前，非织造布已经成为了我国纺织行业的重要组成部分，非织造布行业固定资产投资额从 2011 年的 146 亿元上升至 2018 年的 368 亿元，年均复合增长率为 14.11%；产量从 2009 年的 240.9 万吨上涨至 2019 年的 621.3 万吨，年均复合增长率为 9.94%。近年来，非织造布产量增速较过去有所放缓，但仍高于纺织行业的整体增速。未来，随着消费升级大趋势进一步拉动下游一次性卫生用品、个人清洁用品等产品需求，预计我国非织造布行业将进入稳增长时代。另根据中国产业用纺织品行业协会预测，2023 年我国非织造布产量将达到 775.30 万吨，按此推算，2019-2023 年年均复合增长率为 5.69%。

图 8：2009-2019 年中国非织造布产量（万吨）



数据来源：东北证券，招股说明书

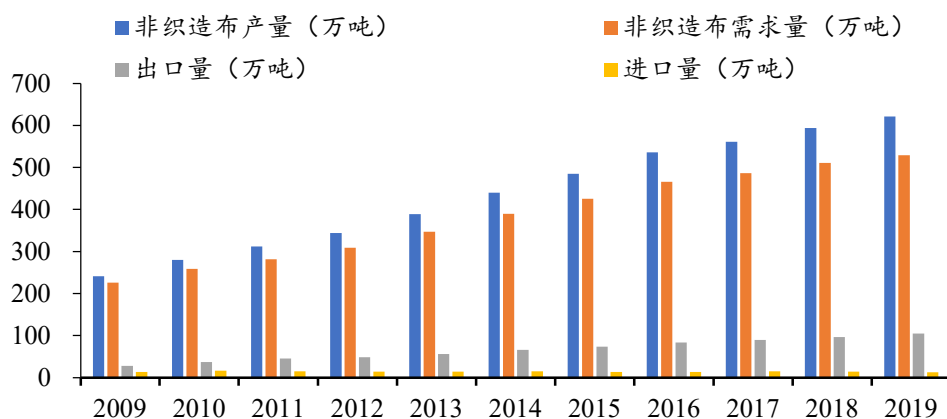
图 9：非织造布行业固定资产投资额（亿元）



数据来源：东北证券，招股说明书

国内非织造布市场需求增长与产量增长相匹配，出口占产量约 15%。国内非织造布总体需求量已从 2009 年的 226.09 万吨增长到了 2019 年的 528.86 万吨，年均复合增长率为 8.87%。同时，我国也是非织造布出口大国，2019 年全国非织造布出口量达到 105.1 万吨，进口量则为 12.66 万吨。

图 10：2009-2019 年我国非织造布需求情况



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

非织造布行业龙头渐显，市场集中度有望提升。过去非织造布行业整体准入门槛较低，资金投入壁垒较小，导致市场竞争格局较为分散。随着国内头部企业生产技术和产品质量的提高，他们逐渐成为下游制品龙头企业的供应商，产业整合加速，市场集中度得到一定提升。中国产业用纺织品行业协会于 2019 年发布了 2018/2019 中国非织造布行业 10 强企业名单，其中浙江金三发位居首位，上市公司华峰超纤、金春股份、诺邦股份分列第 2、7、9 位。

表 2：2018/2019 中国非织造布行业 10 强企业

公司名称	排名
浙江金三发集团有限公司	1
上海华峰超纤材料股份有限公司	2
大连瑞光非织造布集团有限公司	3
天鼎丰控股有限公司	4
晋江市兴泰无纺制品有限公司	5
山东泰鹏环保材料股份有限公司	6
安徽金春无纺布股份有限公司	7
广东俊富实业有限公司	8
杭州诺邦无纺股份有限公司	9
恒天嘉华非织造有限公司	10

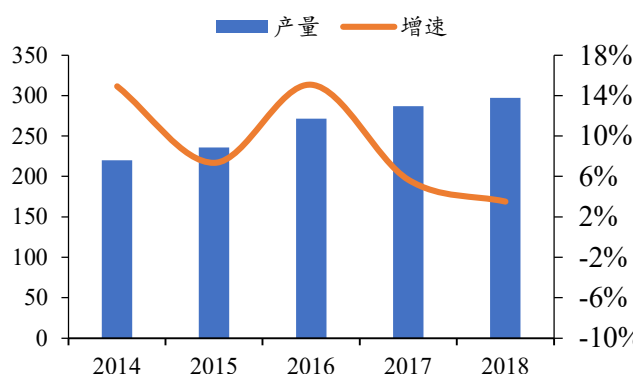
数据来源：东北证券，中国产业用纺织品行业协会

➤ 纺粘非织造布

纺粘非织造布产能增速有所放缓，产能利用率较低。纺粘非织造布作为非织造布行业发展最为成熟的生产工艺，下游应用极为广泛，涵盖医疗用品、卫生用品、旅游用品、农业用、建筑防水用等诸多领域。我国纺粘法非织造布的工业化生产始于 1987 年，广州第二合成纤维厂从 Reifenhäuser 公司引进年产 1000t 的生产线，经过接近 20

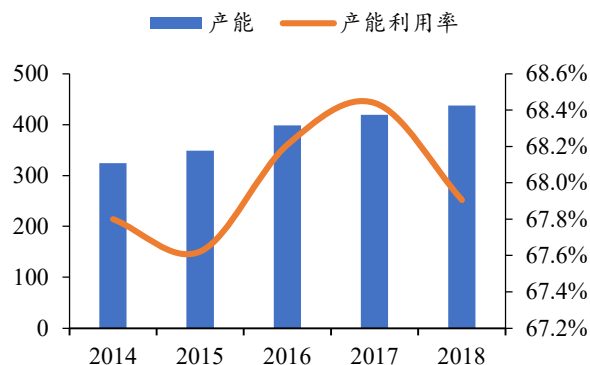
年的发展,我国纺粘非织造布产能在 2006 年达到了 81.3 万吨,年均复合增长率为 42.29%。近年纺粘非织造布产能增速已明显放缓,2018 年产能为 445.87 万吨,同比增长 6.28%,产量为 297.12 吨,同比增长 3.51%。2014-2018 年间,其产能利用率均维持在 67-69%区间,中低端产能过剩较为严重。

图 11: 中国纺粘法非织造布年产量(万吨)



数据来源: 东北证券, 中国纺粘非织造布信息网

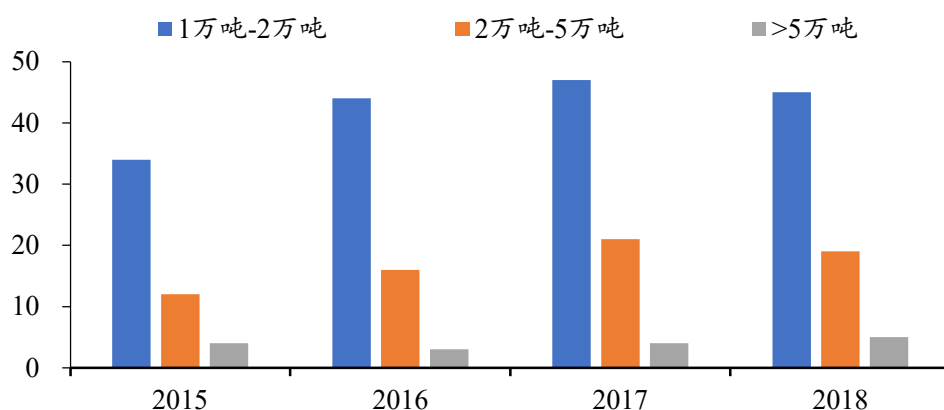
图 12: 中国纺粘法非织造布产能及产能利用率



数据来源: 东北证券, 中国纺粘非织造布信息网

部分企业关停并转,纺粘非织造布行业竞争格局呈现改善趋势。截至 2018 年年底,全行业共有纺粘法非织造布卷材企业近 500 家,其中实际产量超过 1 万吨的企业数量为 69 家,相较 2017 年减少 3 家。其中 2 万~5 万吨的企业 19 家,同比减少 2 家。超过 5 万吨的企业 5 家,同比增加 1 家。据 CINE 报道,2018 年全年有几十户企业因缺乏创新能力和产品竞争力而出现关停并转,未来落后企业的淘汰整合进程有望延续。

图 13: 纺粘非织造业企业数量(按年产量大小划分)



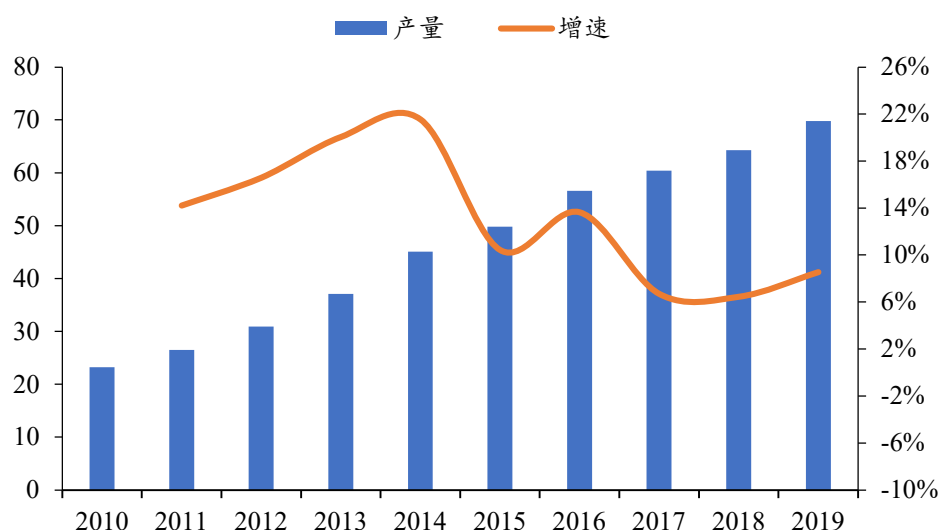
数据来源: 东北证券, 中国纺粘非织造布信息网

➤ 水刺非织造布

水刺非织造布用途广泛,产量维持高增速。随着水刺非织造布生产工艺的进化和技术革新,水刺非织造布已经具有手感柔软、悬垂性好、吸湿性好、透气性好、外观光滑、不起毛等特点,使得其产品应用渗透到了各行各业中。水刺非织造布主要应用有三大类:(1)卫生材料类,包括医疗卫生材料如一次性医用床单、医用敷料、消毒湿巾、酒精片等以及民用清洁材料如面膜、湿巾、擦拭布等;(2)工业用材料类,

包括各种建筑工程材料、净化滤布、工业擦拭布等；（3）装饰装潢类，包括沙发布、床罩、窗帘、地板革、服装用衬布、汽车内饰材料等。由于下游需求市场的不断拓宽，水刺非织造布产量一直维持高增速。我国水刺非织造布产量已从2010年的23.20万吨增长为2019年的69.80万吨，年均复合增长率达13.02%；2019年水刺非织造布占国内非织造布比例达11.23%，相较2010年提高约3个百分点。

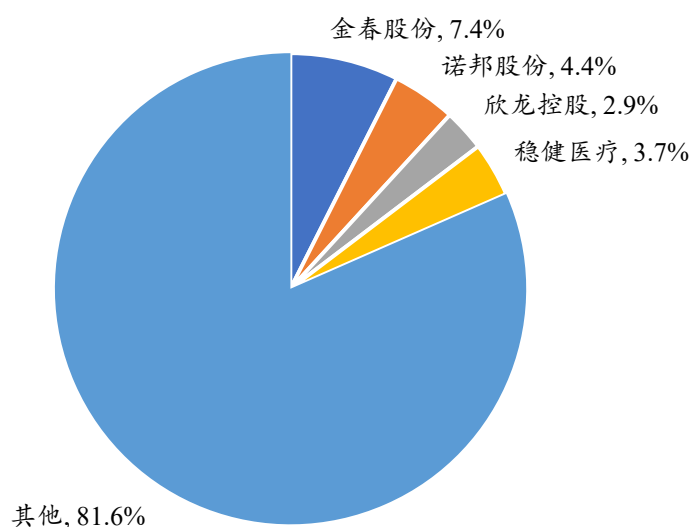
图 14：2010-2019 年我国水刺非织造布产量（万吨）



数据来源：东北证券，招股说明书，中国产业用纺织品行业协会

水刺非织造布市场竞争格局分散，龙头企业市占率有望稳步提升。由于水刺无纺布属于新兴行业，发展初期侧重于规模的扩张，产品同质化现象严重，行业呈现无序竞争状态。近年随着行业发展日益成熟，企业发展开始出现分化，少数企业率先引进先进生产设备，加大技术研发投入，推出中高端水刺非织造布产品，提升了其市场占有率。依据产量测算，2019年水刺无纺布市场中，金春股份市占率为7.44%，位居业内第一，诺邦股份/稳健医疗/欣龙控股市占率分别为4.4%/3.7%/2.9%。未来，随着我国人民生活品质的日益提高和下游应用场景的不断升级开拓，中低端水刺非织造布产品将逐渐边缘化，行业同质化竞争格局将进一步打破，技术落后、资金薄弱的中小企业势必将遭淘汰，龙头企业市占率有望稳步提升。

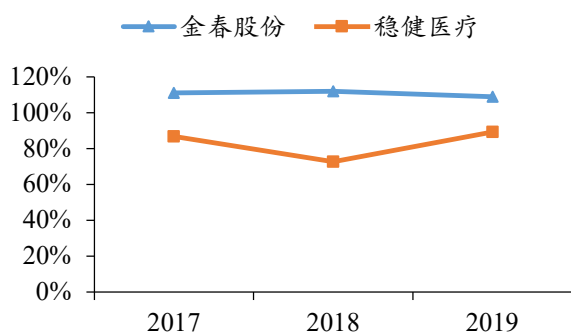
图 15：2019 年国内水刺非织造布产量市占率



数据来源：东北证券，公开资料整理

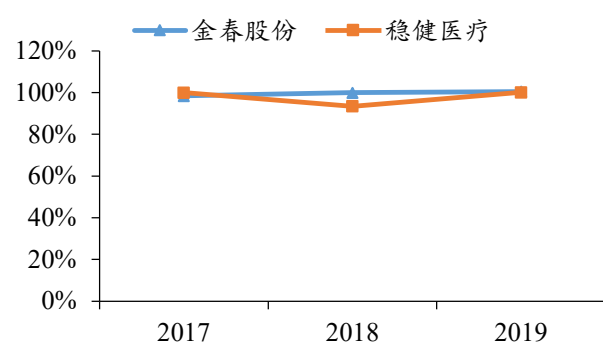
细分龙头水刺非织造布产能利用率及产销率均维持在较高位置。2017-2019 年，金春股份水刺非织造布产能利用率均在 100%以上，产销率围绕 100%波动；稳健医疗水刺非织造布产能利用率分布为 86.8%/ 72.6%/ 89.4%，产销率分别为 100%/ 93.5%/ 100.2%。下游高景气度支撑龙头企业产能利用率及产销率维持高位。

图 16：部分龙头企业水刺非织造布产能利用率



数据来源：东北证券，公司年报

图 17：部分龙头企业水刺非织造布产销率



数据来源：东北证券，公司年报

➤ 热风非织造布

热风非织造布性能优良，未来成长潜力巨大。热风非织造布外观均匀、触感柔软、蓬松且富有弹性并且满足不含任何粘合剂等化学物质的卫生条件，相较于纺粘非织造布，其柔软度、透气性更好，是卫生巾、护垫、纸尿裤等卫生用品面层、导流层和底膜层最为常用的材料。2019 年，热粘合非织造布产量约为 33.12 万吨，在非织造布总产量中占比仅为 5.33%。未来，随着下游卫生巾、纸尿裤等需求的进一步扩大和热风非织造布量产工艺的突破，热风非织造布市场有望进入爆发期。

表 3: 热风非织造布 VS 纺粘非织造布优缺点

	热风非织造布	纺粘非织造布
优点	蓬松度高、弹性好、手感柔软、 保暖性强、透气透水性好	力学性能优良，厚度极薄， 抗拉强力、断裂伸长、撕裂强度高
缺点	强度较低，易变形	柔软度、透气性相对较差

数据来源：东北证券

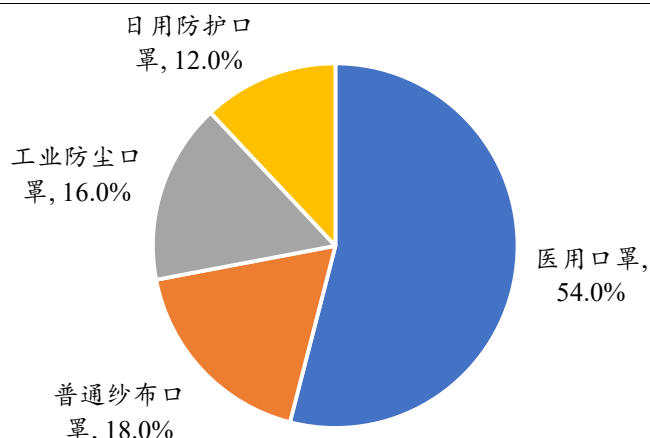
2.3. 非织造布下游需求情况

2.3.1. 医疗卫生类纺织品

➤ 医用口罩

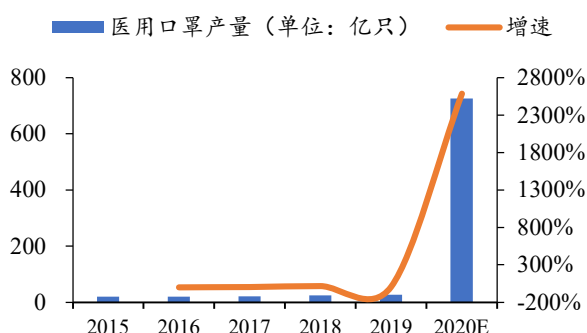
医用口罩占半壁江山，疫情催化需求爆发。口罩可分为日常防护、工业防尘、医用、普通纱布四大类，其中医用口罩的市场占比超过一半。疫情之前，我国一直是口罩生产和出口大国，2019 年口罩产量接近 50 亿只，产值超过 100 亿元；疫情短期内刺激口罩行业蓬勃发展，2020 年 3 月份口罩日产量可达 1.16 亿只，预计 2020 全年口罩产量可达 37585 亿只，同比增长 75000%。随着国内疫情得到控制，口罩以大量出口为主，截止 2020 年 7 月，口罩出口达 2785.86 亿元，同比增长 643%。

图 18: 2019 年不同类型口罩市场结构



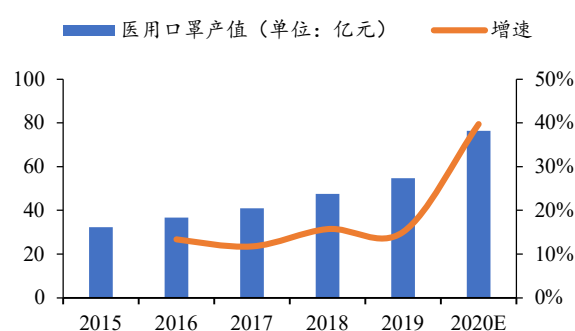
数据来源：东北证券，中国纺织品商业协会

图 19: 2015-2020E 国内医用口罩产量



数据来源：东北证券，中国纺织品商业协会

图 20: 2015-2020E 国内医用口罩产值

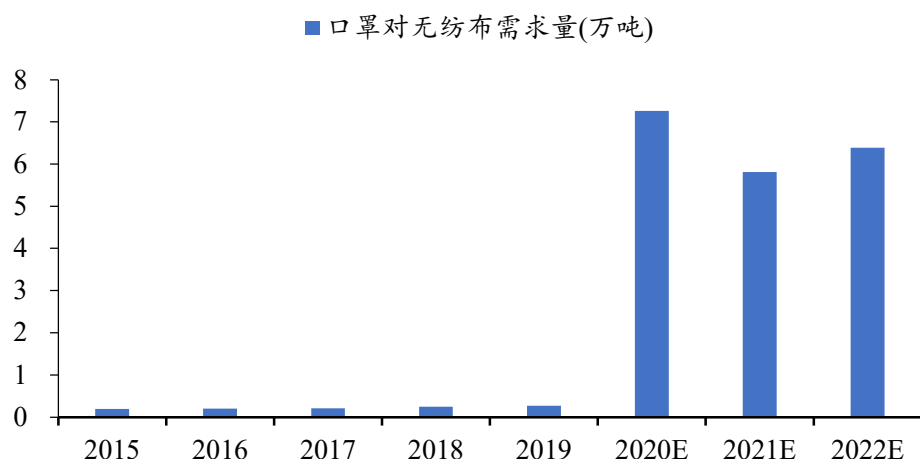


数据来源：东北证券，中国纺织品商业协会

预计明年口罩需求有望维持高位，仍将远高于 2019 年水平，口罩需求的边际影

响有望于下半年逐步减弱。国内口罩需求自非典逐年增加，2020 年新冠疫情使得口罩需求迎来爆发增长，并因短期的供需格局失衡导致无纺布价格大幅上涨。经测算，口罩需求主要影响熔喷无纺布供需格局，对无纺布行业整体影响相对较小。一只一次性口罩是由 1 克无纺布（两层无纺布构成）、0.5 克过滤纸、0.2 克橡胶皮筋和 0.3 克铝塑条组成。根据我国 2019 年医用口罩产量，可大致推算出制造医用口罩所需无纺布 0.27 万吨，预计 2020 年无纺布需求为 7.26 万吨，占总产量的 1.2%。随着产业开工率回升，后续口罩需求变动对无纺布价格的影响将持续减弱。

图 21：口罩对无纺布需求测算

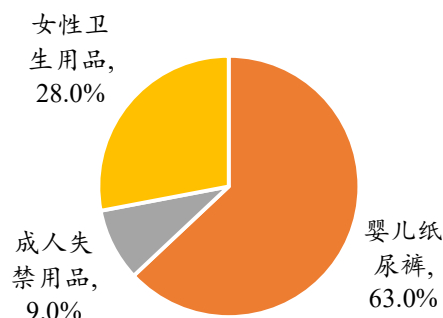


数据来源：东北证券，公开资料整理

2.3.2. 用即弃卫生用品（不含湿巾）市场

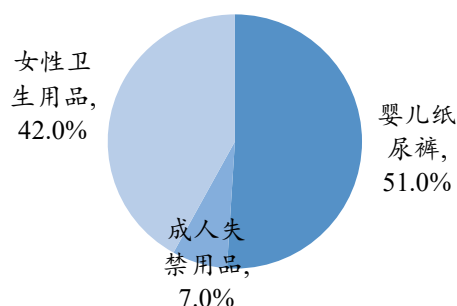
用即弃卫生用品（不含湿巾）的市场主要包括婴儿纸尿裤、女性卫生用品和成人失禁用品三类。随着经济发展&人口老龄化&二胎政策，婴儿纸尿裤和成人失禁用品占比有望会持续提升。

图 22：2016 年全球一次性卫生护理用品市场结构



数据来源：东北证券，中国产业用纺织品协会

图 23：2019 年一次性卫生护理用品市场结构



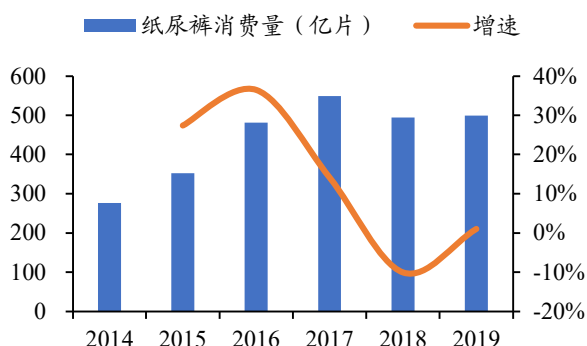
数据来源：东北证券，中国产业用纺织品协会

➤ 婴儿纸尿裤

需求正增长，市场前景广阔。随着科学育儿观念的普及&消费能力增强，越来越多父母使用纸尿裤，改变了老一辈手洗尿布的习惯，2019 年婴儿纸尿裤市场规模达 610 亿元，同比增长 5.17%。行业增速受新生儿红利减少而有所放缓，但考虑到目前渗

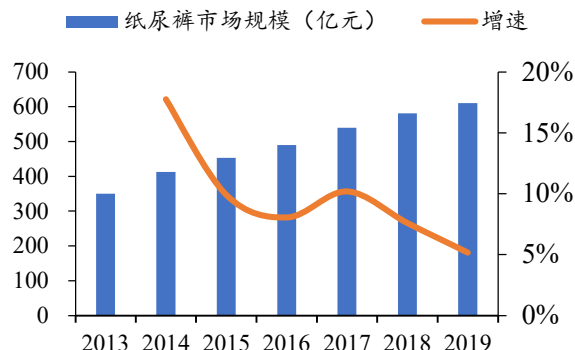
透率仅为 64%，相较于发达国家 90% 的渗透率，仍有显著的提升空间。我们预计纸尿裤行业仍可继续维持平稳增长。

图 24：2014-2019 年国内纸尿裤消费量



数据来源：东北证券，Wind

图 25：2013-2019 年国内纸尿裤市场规模

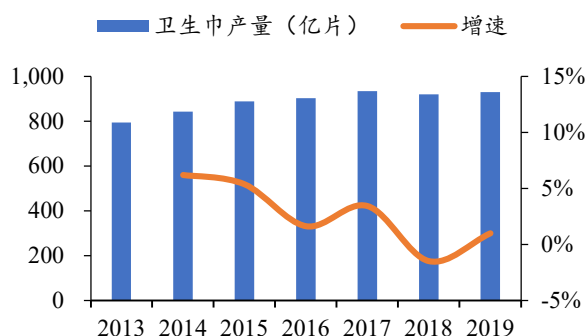


数据来源：东北证券，Euromonitor

➤ 女性卫生用品

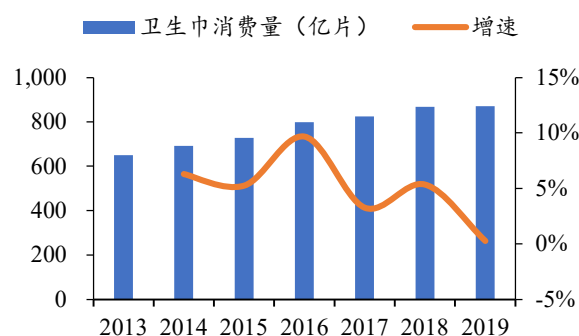
需求平稳增长。2015 年国内卫生巾的市场渗透率为 86.9%，2019 年卫生巾产量达 929.3 亿片，消费量达 870.5 亿片，总体呈现平稳增长态势。

图 26：2013-2019 年国内卫生巾产量



数据来源：东北证券，Wind

图 27：2013-2019 年国内卫生巾消费量

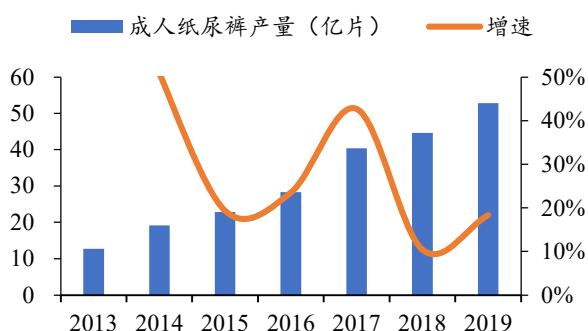


数据来源：东北证券，Wind

➤ 成人失禁用品

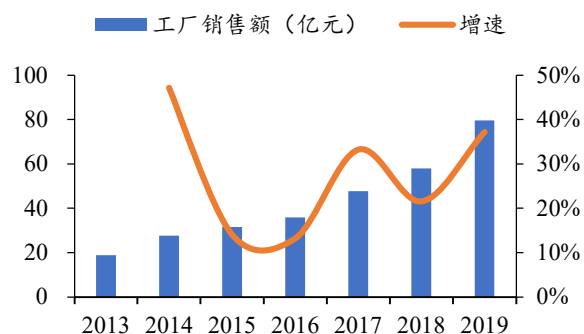
成人纸尿裤市场逐步扩大。由于消费升级&老龄化的影响，成人纸尿裤市场长期内将保持较高增长。消费观念升级驱动成人纸尿裤的市场渗透率提高，人口老龄化催生成人纸尿裤需求的市场缺口，加上人们卫生意识提高、纸尿裤的便利性等因素，2019 年成人纸尿裤产量达到 52.8 亿片，同比增加 18.4%，整体维持较高增速。

图 28: 2013-2019 年我国成人纸尿裤产量



数据来源: 东北证券, Wind

图 29: 2013-2019 年成人纸尿裤工厂销售额

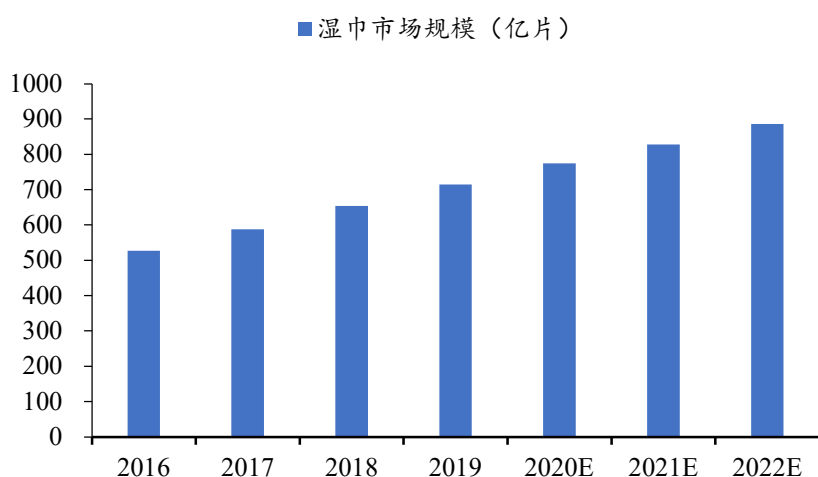


数据来源: 东北证券, Wind

2.3.3. 湿巾

湿巾市场潜力大, 成长性好。近年来, 随着消费者卫生意识&人均消费能力提升, 湿巾行业整体维持稳健增长, 2016 年湿巾产量 527 亿片, 2019 年达 715 亿片, 年化复合增长 9.3%。

图 30: 2016-2022E 国内湿巾市场规模



数据来源: 东北证券, 前瞻经济研究院

3. 非织造布领军企业，研发+高端设备驱动长期成长

3.1. 金春股份：专注以致远，打造非织造布排头兵

3.1.1. 专注卫生用品上游生产

以无纺布为拳头产品，满足下游一次性卫生用品需求。目前公司产品为水刺、热风 and 长丝超细纤维非织造布。其中水刺非织布为主要产品，主要用于下游湿巾产品生产，以内销为主，外销主要销往日韩，客户主要为行业著名公司；热风非织造布为新产品，技术含量相对更高，主要用于下游卫生巾、纸尿裤等产品生产，客户主要为上市公司；长丝超细纤维非织布则用于高端面膜、口罩过滤层生产，目前仍处于开拓市场阶段。

表 4：公司产品简介

	水刺非织造布	热风非织造布	长丝超细纤维非织造布	熔喷无纺布
生产工艺	水刺	热粘合	复合纺丝与纺粘技术结合、水刺剥离技术	熔喷
原材料	涤纶短纤和粘胶短纤	ES 纤维	涤纶切片和尼龙切片	PP
主要用途	湿巾、墙布及革基布	卫生巾、纸尿裤的面层、导流层及底膜层材料	高端面膜和擦拭布	手术衣、防护服、口罩、过滤材料、保温幕帘等
客户	湿巾领域著名公司	卫生巾和纸尿裤 ODM 公司	面膜行业中间加工商	大部分出口

数据来源：东北证券，招股说明书

表 5：水刺非织造布下游产品

下游客户	产品
杭州国光	
LEC, INC.	
倍加洁	

汉邦日化



数据来源：东北证券，网络资料整理

表 6：热风非织造布下游产品

下游客户	产品
杭州豪悦护理	
杭州千芝雅	

数据来源：东北证券，网络资料整理

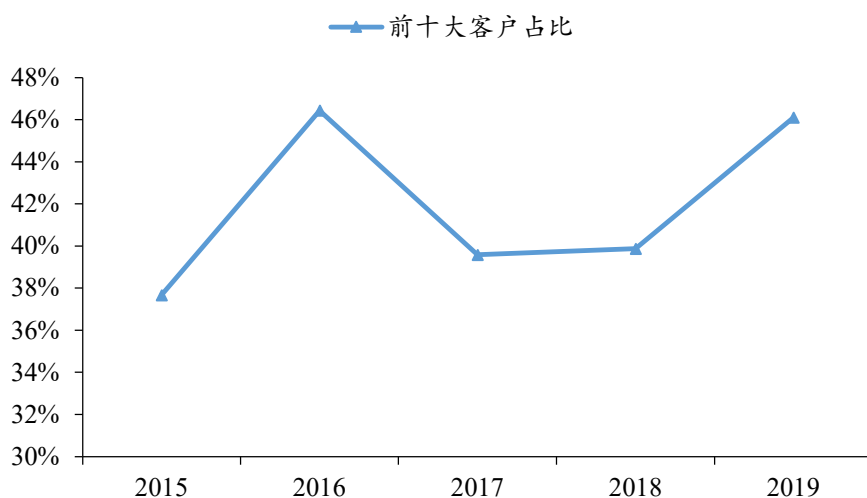
专注服务卫生领域下游客户，优质客户占比提高。公司主要向客户销售水刺非织布和热风非织布，前十大客户主营业务主要为湿巾、卫生巾或纸尿裤等一次性卫生用品（除 LEC, INC. 主营为家庭用品、礼品、企业促销品）。公司注重优质客户战略，努力提高前十大客户占比，从 2015 年的 37.67% 提升 8.43pct 至 2019 年的 46.10%。

表 7：2019 年公司前五大客户

序号	客户名称	销售产品	金额（万元）	占比
1	杭州国光旅游用品有限公司	交叉、直铺、等外品	3256.07	3.88%
	纳奇科化妆品有限公司	交叉、直铺	2071.41	2.47%
2	LEC, INC.	直铺	4997.57	5.96%
3	扬州倍加洁日化有限公司	交叉、直铺	4814.36	5.74%
4	安徽汉邦日化有限公司	交叉、直铺	3670.31	4.38%
	上海潼舜日化用品有限公司	交叉、直铺	943.25	1.13%
5	杭州豪悦护理用品股份有限公司	热风、直铺、等外品	3496.55	4.17%
	江苏豪悦实业有限公司	热风	51.74	0.06%
	杭州爱乐爱护理用品科技有限公司	热风	164.58	0.20%
合计			23465.84	27.99%

数据来源：东北证券，招股说明书

图 31：公司前十大客户占比变化



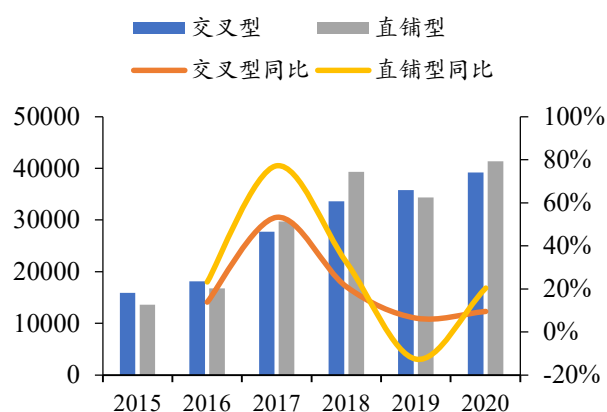
数据来源：东北证券，招股说明书

3.1.2. 产能&品类扩张，助力营收增长

➤ 水刺非织造布：下游需求平稳增长，业绩多年保持高增

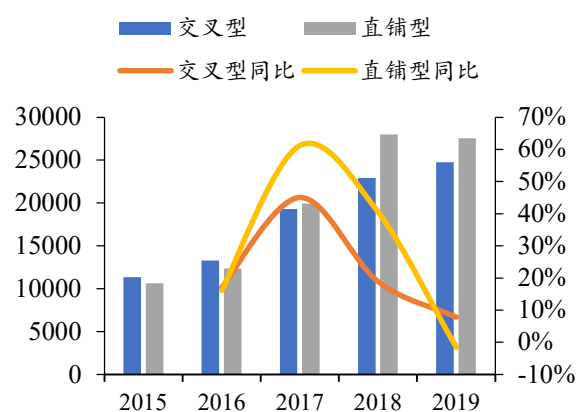
销量抬升推动营收高增，交叉型量价双增成亮点。2019 年交叉型/ 直铺型无纺布营收分别为 3.58/ 3.43 亿元，近 5 年 CAGR 达 22.50%/ 26.07%；从销量看，2019 年交叉型/ 直铺型销量分别为 24732/ 27759 吨，近 5 年 CAGR 达 21.5%/ 26.86%，公司产品渗透率提高（依产量测算，2019 年公司水刺非织布占有率达 7.44%）带动销量提升明显。其中直铺型销量增速超交叉型，但交叉型营收增速超销量增速，高技术含量推动其量价双升。

图 32：2015-2020 年公司水刺非织布营收（万元）



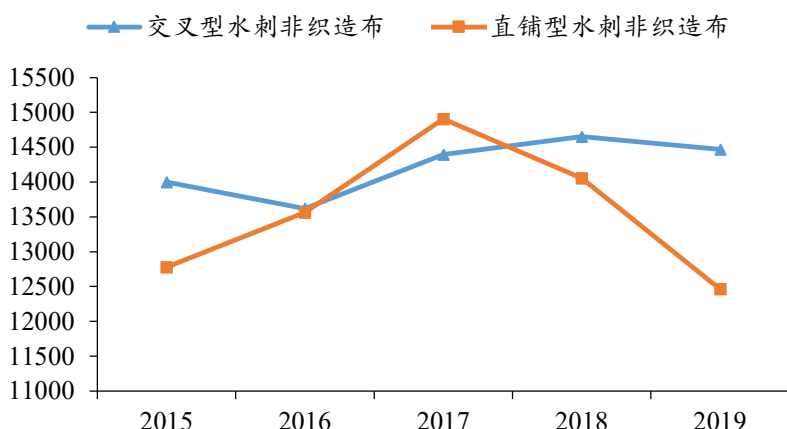
数据来源：东北证券，公司公告

图 33：2015-2019 年公司水刺非织布销量（吨）



数据来源：东北证券，招股说明书

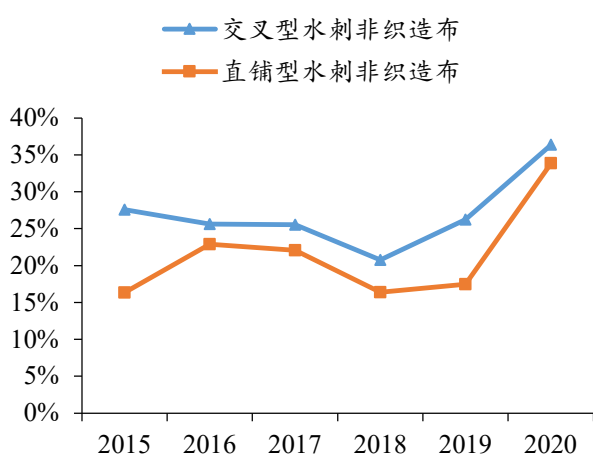
图 34: 2015-2019 年公司水刺非织布单价 (元/吨)



数据来源: 东北证券, 招股说明书

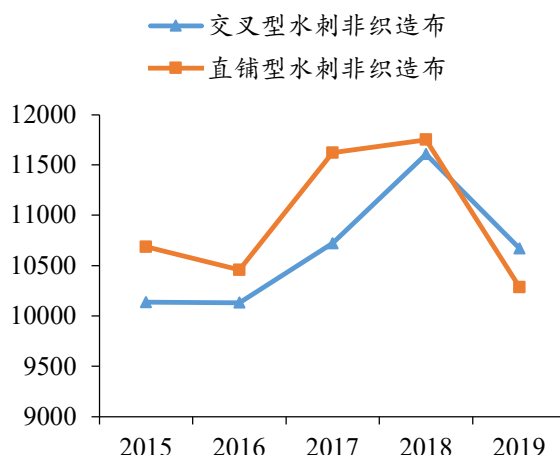
受疫情影响毛利率大幅提升, 预计将逐步回归平稳。2018 年受制于原材料提价, 单位成本增加较快, 水刺非织布毛利率出现下滑。此后原材料价格持续下降 (涤纶短纤和粘胶短纤平均采购价格较上年分别下降 14.32% 和 15.66%), 2019 年交叉型/直铺型毛利率分别提升 5.47pct/ 1.09pct 至 26.25%/ 17.47%。交叉型生产效率较低但需求量更大, 客户价格敏感性较低, 因此单价下降幅度小于原材料价格下降幅度; 直铺型行业竞争程度较高, 因此相较交叉型毛利率较低, 毛利率提升较慢。2020 年因疫情需求高增销售单价大幅提升, 尽管原材料价格在下半年有明显上涨, 但交叉型/直铺型毛利率仍大幅提升至 36.39%/ 33.86%。预计随着行业回归稳态, 原材料价格和毛利率有望逐步回归平稳。

图 35: 2015-2020 年公司水刺非织布毛利率



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 36: 2015-2019 年水刺非织布单位成本 (元/吨)



数据来源: 东北证券, 招股说明书

图 37: 上游原材料成本 (元/吨)

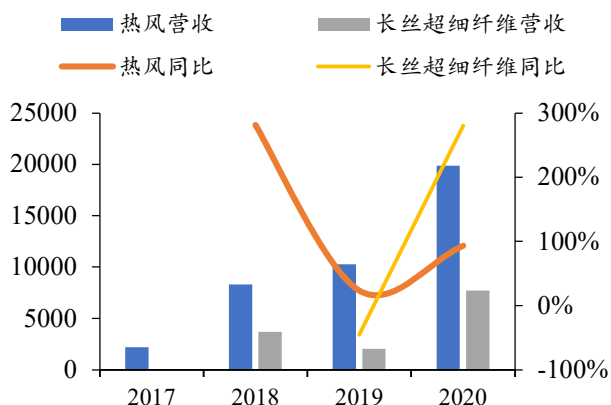


数据来源: 东北证券, Wind

➤ 热风&长丝超细纤维非织造布: 快速布局, 努力开拓新增长点

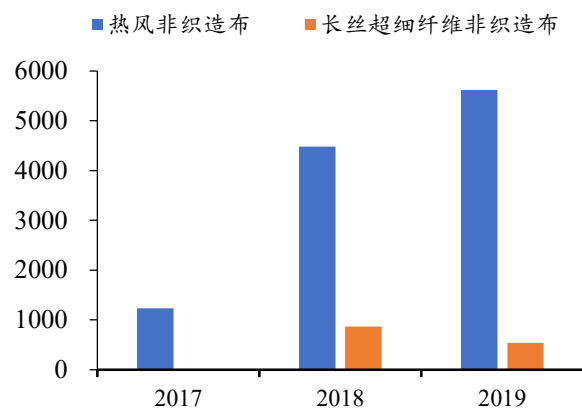
热风营收高增, 上市后加速布局。2017 年至 2019 年, 热风非织布营收从 0.22 亿元提升至 1.03 亿元, 近 3 年 CAGR 达 117%, 市场扩张速度较快; 2019 年长丝超细纤维营收为 2024 万元, 同比下滑 45.26%, 市场有待进一步开拓。由于受制于产能, 公司热风非织造布销售受到一定限制, 目前公司正在积极推进年产 2 万吨新型卫生用品热风无纺布项目建设, 预计产能扩张将进一步推动营收高增。

图 38: 热风&长丝超细纤维非织布营收 (万元)



数据来源: 东北证券, 公司年报

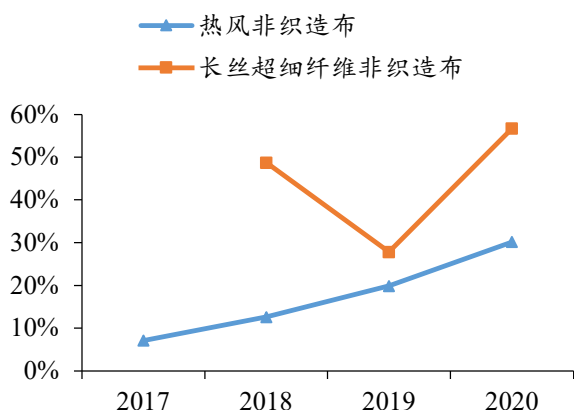
图 39: 热风&长丝超细纤维非织布销量 (吨)



数据来源: 东北证券, 招股说明书

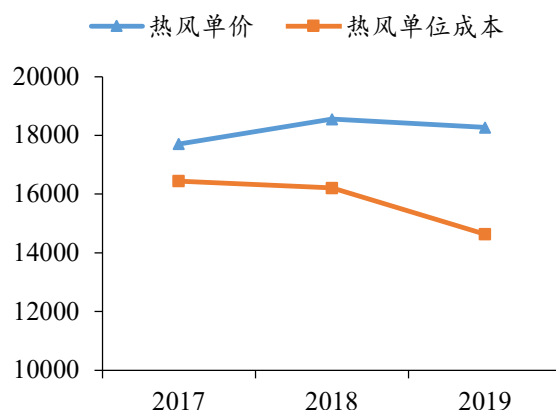
规模效应降成本, 市场开拓稳提价。2017 年至 2019 年, 公司热风非织造布毛利率从 7.14% 提升 12.73pct 至 19.87%, 毛利上升明显; 单位成本下降明显, 从 2017 年 16446 元/吨降至 2019 年 14639 元/吨, 主要为产量提升 (近 3 年产量提升 3859 吨), 规模效应带来成本下降。得益于公司优异的产品质量, 下游需求提升推动单价提升, 从 2017 年 17710 元/吨升至 18270 元/吨, 长丝超细纤维目前产值较低, 毛利率受原材料价格波动影响较大, 但因技术含量较高, 仍高于热风非织布。

图 40：热风&长丝超细纤维非织布毛利率



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

图 41：热风非织布单价&单位成本（元/吨）



数据来源：东北证券，招股说明书

3.2. 竞争力：研发技术+高端设备助力生产品质，建立良好口碑持续吸引客户

3.2.1. 研发：研发能力强精进水刺无纺布工艺，高端化拓宽品类提升竞争力

率先探索水刺非织造布，优化工艺满足客户个性化需求。从非织造布产业结构看，近年水刺非织造布的增长速度最快，2011-2019 年 CAGR 为 12.87%。但由于技术研发力量薄弱，大多数中小企业主要依靠外来生产线设备生产大量低端同质化产品打价格战，不具备长期竞争的能力。面对水刺非织造布下游应用领域的快速拓展，公司于 2011 年开始钻研用于合成革的水刺非织造布，研发出低收缩率高温型合成革专用基布和 45g/m² 低克重薄型合成革专用基布，其工艺技术至今仍处于市场领先地位。随着生活品质提升带来湿巾等卫生材料市场的需求持续增长，公司更加着重于水刺无纺布生产工艺的挖掘，水刺非织造布在线提花生产技术、抽湿技术等进一步提升了成品效果和生产效率，使公司能够按照客户原料配比、生产工艺乃至克重规格制定个性化产品，水刺非织造布的收入不断提升，产销率一直维持在 100% 左右，位于行业前列。

表 8：公司水刺非织造布技术

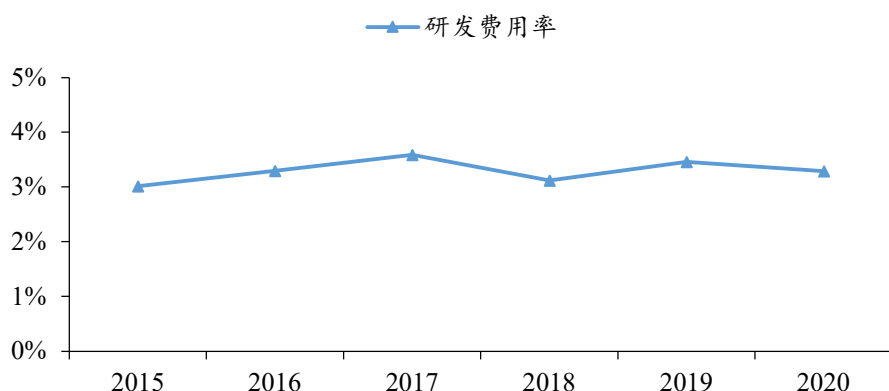
技术名称	技术特点	技术优势	对应产品
水刺非织造布在线提花生产技术	通过专用软件设计特殊结构的水刺提花网套，并采用特殊的原材料配方和工艺路线，在线生产过程中纤维网在高压水流的作用下，在水刺的预固结区实现了压紧、预湿、缠结一步到位，在水刺的提花区使用了双侧进水三排孔水针装置，低压大流量提花工艺。	有效的改善了现有在线薄型提花布布面容易出现破洞，花纹扁平无凸出感的缺点。	清洁擦巾、餐巾、湿巾等用水刺非织造布
水刺非织造布在线上浆整理技术	将产品在浸轧工艺下完成上浆，并通过对上浆槽结构和压辊压力控制系统的更改，使得浆液的浓度维持恒定值，压辊在幅宽面的压力保持均衡。	解决了水刺在线上浆整理产生的幅宽面布面硬度的不一致性的问题，提高了产品悬垂度性能的稳定性，简化了生产流程，降低了生产成本。	窗帘用水刺非织造布

低收缩率高温型合成革专用基布生产技术	通过采用定制低干热收缩聚酯纤维、配套专用生产设备、调整生产工艺参数等方法，生产出的合成革基布 MD/CD 值可以达到 1:1，200℃干热收缩率可以控制在 1%以下	解决了普通合成革基布在高档 PVC 合成革生产中出现褶皱，产品质量不稳定的问题。	弹性地板革用 PVC 革基布
45g/m ² 低克重薄型合成革专用基布生产技术	通过梳理工序的合理调整对纤维进行良好的分梳，通过铺网层数和牵伸倍数的调整以控制纤维网的强度和均匀度，通过对水刺工序喷水孔直径和形状的选择，结合水刺缠结的道数，使布面平整。	解决了水刺非织造布合成革基布在 45g/m ² 的克重规格下布面破洞大、厚度均匀性差、断裂强力差、撕破强力纵向横向差异大的技术难题。	PU 革基布
凸点水刺非织造布抽湿技术	凸点水刺非织造布经过水刺机后到聚酯网平帘上，抽吸辊位于聚酯网下面，抽吸口紧贴平帘，当凸点非织造布经过抽吸口时，大幅降低水分含量，并且不改变布面的其它物理特征。	有效的提升了凸点水刺非织造布除水效果，解决了凸点水刺非织造布生产中产量小、能耗大的问题，且不影响产品内在质量及外观品质。	凸点水刺非织造布
网孔水刺非织造布打孔技术	实际生产中使用平台式在线打孔方式，在打孔平台上同时配置三个连续水刺打孔工位和二个脱水工位，并且根据实际需要的打孔目数，合理配置水针。	保证了良好的网孔效果和生产效率。	网孔水刺非织造布
小颗粒在线检测技术	针对性的设计出特殊结构检测装置，该检测装置使用伺服电机驱动，配合高灵敏度压力传感装置，用于检测产品厚度的微小变化	梳理出的纤维网中会偶尔出现少量白色颗粒	水刺非织造布

数据来源：东北证券，招股说明书

持续新品类工艺革新，研发投入保持行业领先。2017 年和 2018 年公司分别引入热风 and 长丝超细纤维非织造布生产线，并聘请行业内技术专家和生产人员组建了完整的热风和长丝超细纤维非织造布生产研发团队，进一步丰富公司产品种类。其中，热风非织造布研发主要集中在产品后加工处理技术领域，长丝超细纤维非织造布研发主要集中在纺丝技术领域。根据《产业用纺织品行业“十三五”发展指导意见》，百家骨干企业研发投入占销售收入比重 2015-2020 年将由 1.9%提高到 2.5%，而公司 2015 年以来研发费用率始终远高于行业平均水平。在研发投入和专业团队的驱动下，新拓展品类质量稳步提升，公司顺利成为下游豪悦护理、恒安集团等龙头企业的合格供应商，热风非织造布达产后 2019 年产能利用率达 116.14%。2020 年疫情爆发后，公司及时拓展了热风非织造布和长丝超细纤维非织造布在口罩热风棉层和过滤层的应用，增强了公司在疫情下的抗风险能力。

图 42：2015-2020 年公司研发费用率



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

表 9：公司热风非织造布&长丝超细纤维技术

技术名称	技术特点	技术优势	对应产品
双梳理异性热风非织造布生产技术	通过 4 种不同的原料配比和纤维组合，经双梳理工艺开发出上下性能不同的纤维层，并进一步相互叠加，开发了不分层，上下面吸水、渗透性能各异的新品种	解决了常规热风非织造布采用上下表面一致的双层纤网叠加工艺，布匹两面吸收性能和渗透性能相同的问题。	高端纸尿裤
网孔水刺非织造布打孔技术	采用锥孔型工艺，通过在双层纤网叠加一起组成的热风非织造布表面制成规律性的、贯穿非织造布两面的孔型的工艺，增大热风布表面使用面积，加大液体下渗渠道，具备良好的导流性能；同时上大下小的锥形孔，极大降低液体返渗，保持使用面干爽。	解决了常规纤网结构固结制造的热风非织造布吸收性能无法满足高端卫生巾、护垫、纸尿裤的问题。	网孔水刺非织造布
长丝超细纤维网下吸风优化技术	通过调整成网帘透气率、增加辅助吸风区和调节装置、增加高精度孔板式气流分布板和蜂窝式气流分布板，并采用网下双侧吸风结构，增加稳风区高度等方式对网下吸风装置进行优化改进	使得产品均匀度大幅提高，克重偏差可达到 4%以内，纵横向强力可在 1.5: 1 到 3: 1 之间稳定调整，保证了产品质量的稳定。	水刺非织造布

数据来源：东北证券，招股说明书

3.2.2. 生产：国际化设备+智能化运行行业领先，产能扩张规模优势进一步提升**设备配置业内领先，高速高产**。公司目前拥有 11 条非织造布生产线，其中 5 条交叉型水刺生产线、3 条直铺型水刺生产线、2 条热风生产线和 1 条长丝超细纤维生产线。4 号水刺生产线从德国 AUTEFA 公司吸收引进 Injection 射流梳理机及其相关生产技术并进行微调改造，使得该生产线生产速度可达到 240 米/分钟，是国内其他设备的 2 倍以上；6 号生产线为公司联合恒天重工等单位联合研制，生产速度达 150 米/分钟、幅宽为 3.5 米，被中国纺织工业联合认定为达到国际先进水平。同时，公司实现了从开松到收卷环节的生产环节全自动化运行，通过 PLC 控制、网络通讯集成和数字化技术的应用，实现整个生产过程的在线监控及系统运维。稳定的产量和质量使得公司水刺非织造布市场占有率达 7.44%，热风 and 长丝超细纤维非织造布

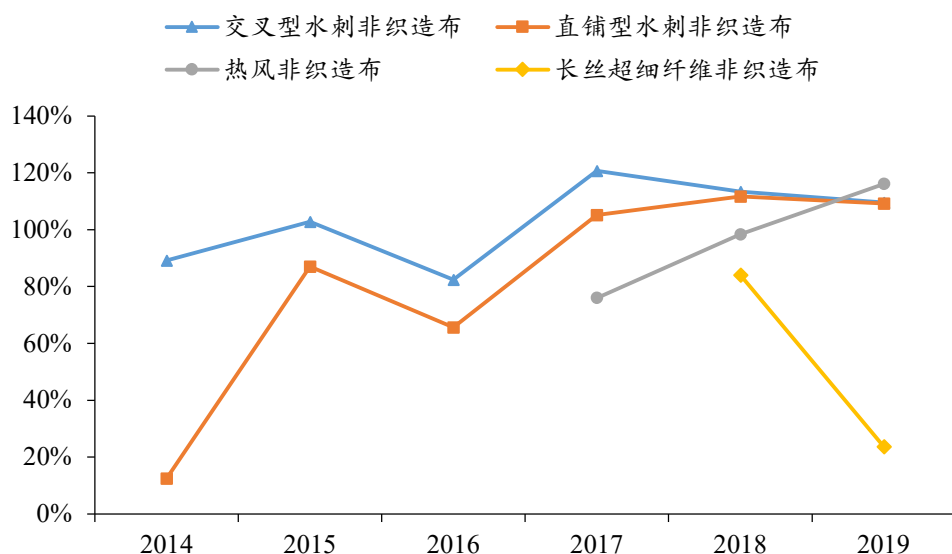
市场份额也在不断提升。

表 10：公司生产线布局

生产线	主要产品	应用范围	设计产能 (吨)
1	全交叉水刺非织造布	合成革基布	3,500
2	半交叉水刺非织造布	卫生材料类产品	3,500
3	交叉型水刺非织造布	卫生材料类产品	4,000
4	直铺型水刺非织造布		12,000
5	交叉型水刺非织造布		5,000
6	直铺型水刺非织造布		7,000
7	直铺型水刺非织造布		
8	交叉型水刺非织造布		
9	热风非织造布	民用清洁类	
10			
11	长丝超细纤维非织造布	民用清洁类、装饰装潢类、工业用材类	
募资后新增产线	热风非织造布	卫生材料类产品	20,000
	ES 复合短纤维项目	非织造布原材料	15,000
	医疗卫生用复合水刺无纺布项目	卫生材料类产品	22,000

数据来源：东北证券，招股说明书，公司公告

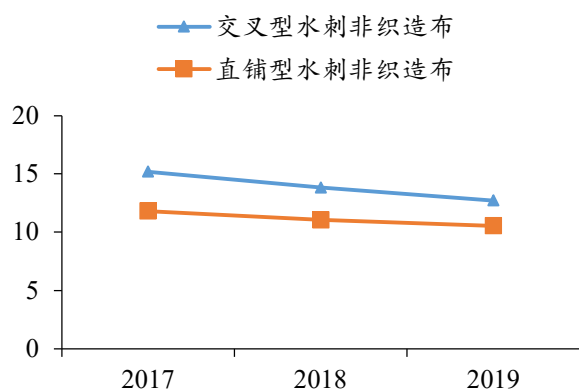
图 43：2014-2019 年公司各品类产能利用率



数据来源：东北证券，招股说明书

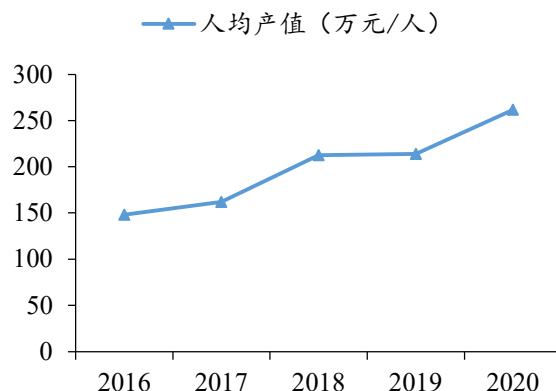
生产效率不断提升，规模效应显著。在先进设备和智能化运行的基础上，公司年产能总共达 54,000 吨，其中水刺 47,500 吨，热风 4,500 吨，长丝超细纤维 2,000 吨。同时，随着生产端管理能力和产能利用率的不断提升，单位能源消耗量不断下降，人均产值反而逐步提升，由 2016 年 148.14 万元/人增加至 2019 年 213.86 万元/人，规模效应明显。

图 44：2017-2019 年公司单位用水量（吨/吨）



数据来源：东北证券，招股说明书

图 45：2016-2020 年公司人均产值（万元/人）



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

募集资金到位，热风非织造布产能进一步提升，推动公司业绩增长。公司募集资金所投项目逐步投产后，将新建 8 条热风非纺织布生产线，增加 2 万吨的设计产能。随着卫生巾、纸尿裤、成人失禁用品市场的不断扩容，热风非织造布在即弃卫生用品的面层、导流层和底膜层材料等领域制造需求提升的是必然趋势。公司已有的两条热风生产线随着产能利用率的提升，毛利和毛利率呈同步提升的趋势。预计 2 万吨新建产能达产后，规模效应将进一步提升，推动热风非纺织布的毛利率和营收持续增长。同时，公司利用超额募集资金建设 1.5 万吨 ES 复合短纤维项目供给公司内

部生产热风无纺布产品使用，投产后能够填补公司原材料生产领域的空白，降低原材料价格波动对经营的影响。

表 11：募集资金投入生产线项目

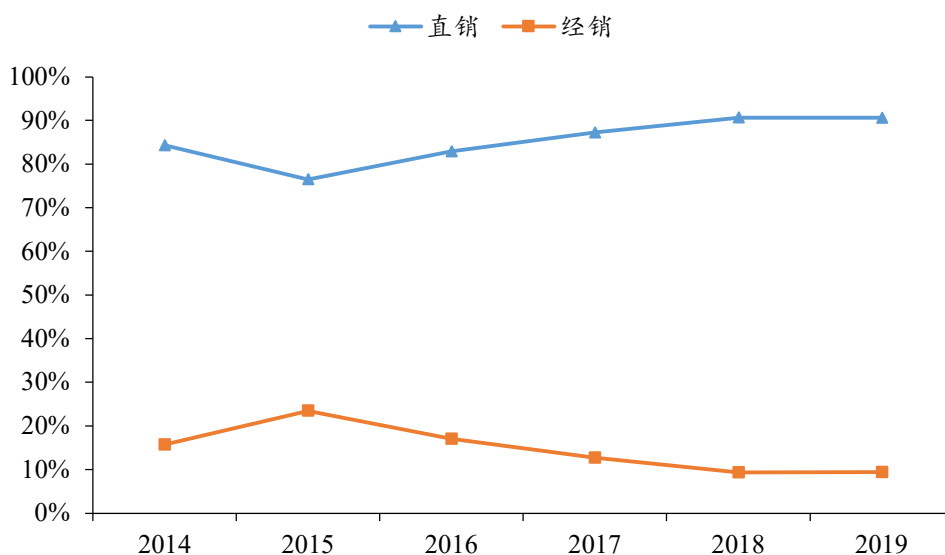
项目名称	新型卫生用品热风无纺布项目	ES 复合短纤维项目	医疗卫生用复合水刺无纺布项目
项目投资总额（万元）	32,000.00	10,692	15,877
设计产能（吨）	20,000.00	15,000	22,000
项目达产后年收入（万元）	45,682.50	17,550	30,140
年净利润（万元）	3,889.82	1,472	2,097
静态投资回收期（年）	7.18	6.99	6.5

数据来源：东北证券，招股说明书，公司公告

3.2.3. 销售：直销为主经销为辅降低成本，大客户战略有助经营稳定

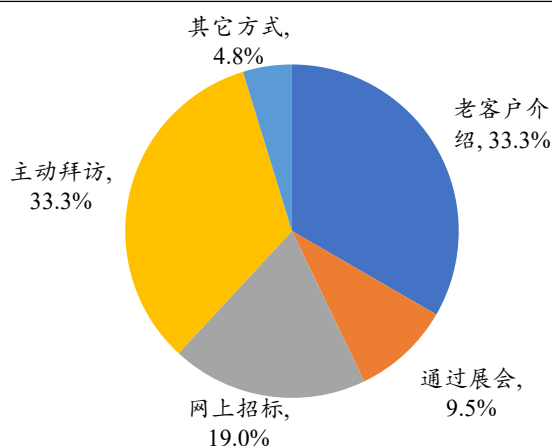
直销为主以销定产，口碑稳定拓展新客户。公司经营的水刺、热风 and 长丝超细纤维非织造布下游客户产品一般分布在消费性领域，该类客户的供应商一般认定谨慎，合作关系不会轻易更换。因此公司主要选择直销模式，在确认客户订单和个性化需求以后有针对性的进行产品研发生产，样品确认后再以销定产，利于全程的质量监控。部分地区的直销成本较高地区则选择与实力较强的经销商合作。规格齐全、保质保量的口碑使得公司在直销老客户的长期合作过程中不断拓展新客户，其中直销模式和经销模式下分别有 33.3%和 84.2%的订单获取来源于老客户介绍，公司区域布局得以日渐完善。

图 46：2014-2019 年公司直销&经销收入占比



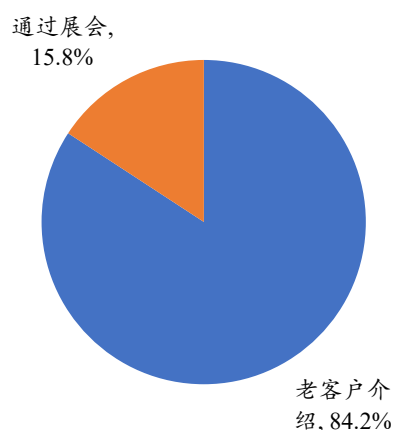
数据来源：东北证券，招股说明书

图 47: 截至 2020 年 8 月直销大客户获取订单方式



数据来源: 东北证券, 招股说明书

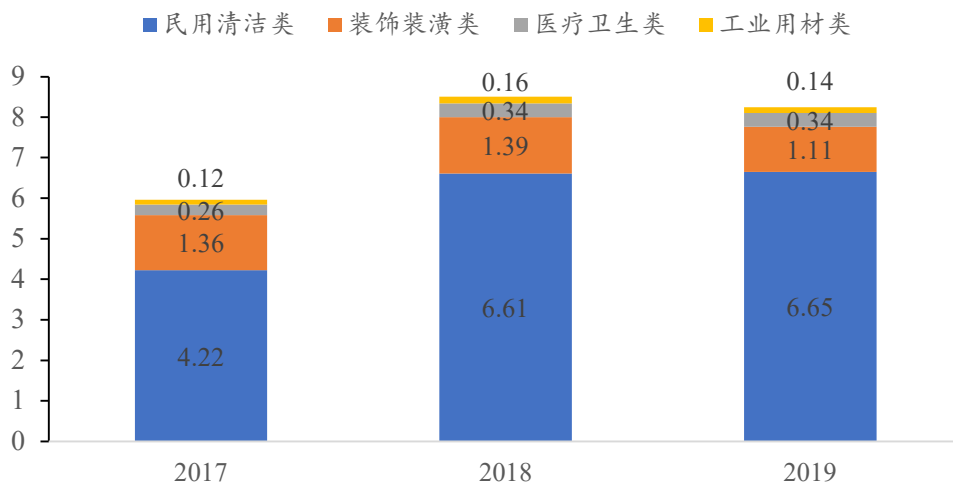
图 48: 截至 2020 年 8 月分销大客户获取订单方式



数据来源: 东北证券, 招股说明书

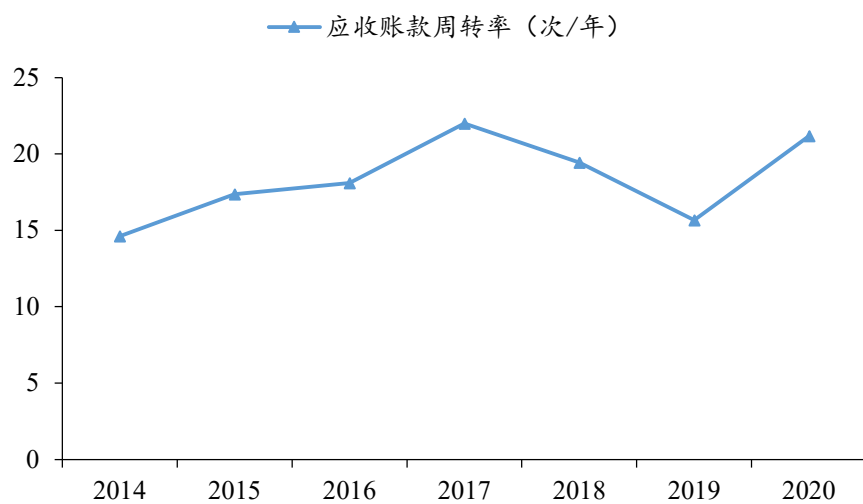
洞察下游需求调整客户结构, 大客户集中度提高价格敏感度价格低。公司始终抓牢重点下游市场领域, 2011 年公司开始水刺非织造布研发生产时, 主要面向市场需求旺盛的合成革基布客户, 合作过程中, 公司发现下游合成革客户存在规模较小、账期较长的特点, 因此 2014 年开始公司进行客户筛选, 收缩合成革类产品的供应, 重点转向发展湿巾等卫生材料市场, 民用清洁类产品收入占比从 2017 年的 70.78% 提升至 2019 年的 80.73%。同时, 公司坚持走“大客户”路线, 着重发展需求量较大、信誉良好的优质客户, 前十直销大客户集中度从 2017 年的 45.98% 提升至 2019 年的 50.35%。因此, 公司的应收账款期后回款及现金流情况一直保持良好的。

图 49: 2017-2019 年公司各下游领域营业收入 (亿元)



数据来源: 东北证券, 招股说明书

图 50：2014-2019 年公司应收账款周转率



数据来源：东北证券，招股说明书，公司年报

4. 盈利预测与估值

我们按照以下假设对公司未来业绩进行预测：

- (1) 公司受疫情催化产品销售均价在 2021 年小幅回落，逐步回归行业稳态水平。
- (2) 公司新建产能按照计划如期释放：截至 2020 年末公司水刺无纺布年产能约 47500 吨，预计到 2021 上半年将投产 14000 吨，到 2021 年底再投产 8000 吨，总产能将达 69500 吨；2020 年末热风非织造布年产能约 1 万吨，预计到 2021 年初将投产 6000 吨，到 2021 年底再投产 4000 吨，总产能将达 20000 吨。
- (3) 综合考虑市场情况、公司业务发展阶段以及产能利用率等因素，预计 2021-2023 年公司直铺型/交叉型水刺无纺布业务毛利率分别为 20%/28%、19%/26%、19%/26%，热风非织造布业务毛利率分别为 22%、21%、22%，长丝超纤非织造布业务毛利率分别为 30%、31%、32%。

基于以上假设，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.27/2.75/3.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.89/2.29/2.60 元，当前股价对应 PE 分别为 24.8/20.5/18.0x。诺邦股份与公司均为国内非织造布的主要生产企业，稳健医疗为国内销售医用敷料以及包括卫生巾、湿巾等无纺布制品在内的日用消费品的头部品牌商。从可比公司估值角度看，考虑到金春股份为水刺无纺布领域的细分龙头，并且近年热风无纺布业务快速放量，随着未来水刺布、热风布以及 ES 复合短纤维项目的逐步投产，在下游需求保持旺盛背景下，公司业绩有望保持良好增长态势，因此公司估值水平较诺邦股份应有所抬升；考虑稳健医疗为公司所在行业下游品牌制造商，在产业链议价能力较强，因此公司估值相比稳健医疗应有所降低。另外，参考可比公司历史估值情况，目前公司估值水平处于历史较低分位。综合考虑公司的下游需求、行业地位以及未来业绩增长情况，我们参考可比公司在行业处于相对稳态的 2022 年估值，预计公司 2022 年估值将达到 23 倍，目标价 52.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

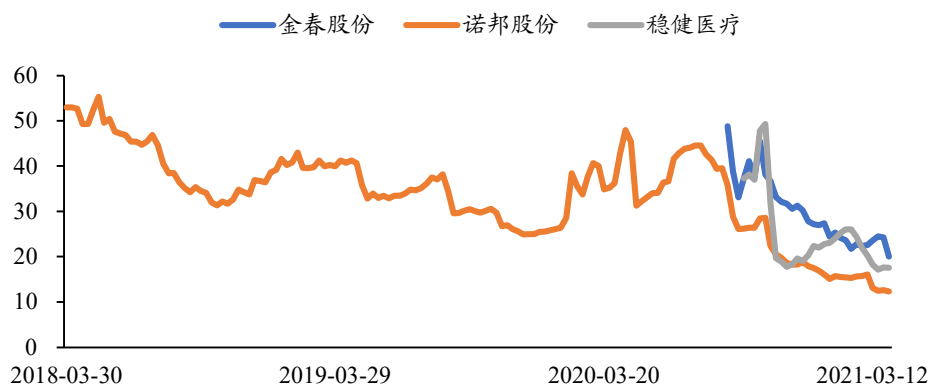
表 12：可比公司估值表

公司	股价	归母净利润（亿元）			PE		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
金春股份	45.20	2.76	2.27	2.75	23.0	24.0	19.8
诺邦股份	26.75	2.65	2.79	3.27	14.8	11.6	10.0
稳健医疗	134.60	38.15(E)	20.54	24.40	15.3(E)	28.4	23.9

数据来源：东北证券，Wind

备注：金春股份盈利预测来自东北证券，诺邦股份、稳健医疗盈利预测来自 Wind 一致预期。

图 51: 可比公司历史 PE (TTM)



数据来源: 东北证券, Wind

5. 风险提示

- (1) 下游需求不及预期;
- (2) 原材料价格波动;
- (3) 产能投放不及预期;
- (4) 业绩预测和估值判断不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	181	141	266	432
交易性金融资产	798	798	798	798
应收款项	52	64	80	87
存货	68	98	125	135
其他流动资产	96	121	142	150
流动资产合计	1,194	1,221	1,410	1,601
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	40	40	40
固定资产	328	373	390	400
无形资产	37	39	39	40
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	593	672	679	693
资产总计	1,788	1,893	2,089	2,294
短期借款	64	0	0	0
应付款项	33	48	61	66
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	134	98	125	135
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	32	32	32	32
负债合计	165	130	156	167
归属于母公司股东权益合计	1,621	1,761	1,930	2,125
少数股东权益	2	2	2	2
负债和股东权益总计	1,788	1,893	2,089	2,294

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,091	1,347	1,689	1,844
营业成本	702	1,020	1,292	1,398
营业税金及附加	9	11	14	15
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	7	9	11	12
管理费用	27	33	41	45
财务费用	1	-21	-28	-32
公允价值变动净收益	2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	322	264	320	364
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	321	263	319	363
所得税	45	37	44	50
净利润	276	227	275	313
归属于母公司净利润	276	227	275	313
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	276	227	275	313
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	43	20	22	23
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	1	1	0	0
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	-138	-38	-37	-15
其他	0	0	-1	-1
经营活动净现金流量	180	208	259	320
投资活动净现金流量	-993	-85	-21	-28
融资活动净现金流量	855	-163	-113	-126
企业自由现金流	331	210	276	281

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益（元）	2.30	1.89	2.29	2.60
每股净资产（元）	13.50	14.68	16.09	17.71
每股经营性现金流量（元）	1.50	1.74	2.16	2.66
成长性指标				
营业收入增长率	30.2%	23.4%	25.4%	9.2%
净利润增长率	212.4%	-18.0%	21.3%	13.8%
盈利能力指标				
毛利率	35.7%	24.2%	23.5%	24.2%
净利润率	25.3%	16.8%	16.3%	16.9%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	17.24	17.24	17.24	17.24
存货周转率（次）	35.22	35.22	35.22	35.22
偿债能力指标				
资产负债率	9.3%	6.9%	7.5%	7.3%
流动比率	8.93	12.40	11.32	11.86
速动比率	8.02	10.60	9.52	10.07
费用率指标				
销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用率	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.1%	-1.6%	-1.7%	-1.8%
分红指标				
分红比例	25.4%	43.3%	41.1%	40.3%
股息收益率	1.5%	1.8%	2.1%	2.3%
估值指标				
P/E（倍）	22.98	23.95	19.75	17.36
P/B（倍）	3.92	3.08	2.81	2.55
P/S（倍）	4.97	4.03	3.21	2.94
净资产收益率	17.0%	12.9%	14.2%	14.7%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有 5 年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn