

一次性卫生用品面层材料龙头，未来业绩可期

公司动态

◆一次性卫生用品行业将保持快速增长

全球卫生巾市场的规模大约是 250 亿美元左右；我国卫生用品 2015 年市场规模约为 374 亿元，据中国生活用纸专业委员会预测，未来几年我国卫生巾的年复合增长率仍将保持 7% 左右。

全球婴儿纸尿裤市场规模 325 亿美元，渗透率仅有 25%；我国纸尿裤市场 2015 年规模约为 314 亿元，增速 17.5%，渗透率约为 50%，远低于发达国家接近 100% 的渗透率。未来二孩政策，80、90 后父母越来越多地形成使用纸尿裤的习惯，即消费升级，将促进纸尿裤行业的持续增长。

◆公司定位高端的纸尿裤、卫生巾领域，技术壁垒高，先发优势明显

公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，致力于为客户提供创新型的面层材料。公司主要产品为打孔无纺布和 PE 打孔膜，主要是用作卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品的面层材料。由于工艺壁垒较高，竞争者较少，公司先发优势凸显。目前公司的打孔无纺布已开始用作纸尿裤的底层材料。公司主要客户是金佰利、恒安、宝洁等卫生用品龙头企业。

◆募投项目将有效解决产能瓶颈，提高研发能力，提高核心竞争力

IPO 募投项目将新增打孔无纺布产能 22,000 吨，目前公司拥有公司打孔无纺布产能 16,000 吨和 PE 打孔膜产能 10,600 吨。且募投项目将建设全新的研发中心，在优化工艺、降低生产成本的同时，引进纯棉水刺无纺布和 ADL 实验生产线等先进的研发设备，其目的就是要进一步提高公司核心业务的技术创新能力，强化高技术含量、高附加值的新产品的研发能力，以研发带动公司未来的快速增长。

◆估值与评级

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.05、1.55 和 2.00 元，对应 PE 分别为 38、26 和 20 倍，公司业绩增速较快且具备稳定的下游客户，新产能投放将有效消除产能瓶颈问题，同时产品持续优化，业绩前景可观，目标价 46.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示

原材料价格波动的风险；市场拓展不达预期的风险；产能释放不达预期的风险；次新股估值较高，存在回调的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	465	599	756	1137	1462
营业收入增长率	25.75%	28.96%	26.20%	50.40%	28.50%
净利润（百万元）	64	89	105	155	200
净利润增长率	51.23%	39.78%	17.94%	46.69%	29.16%
EPS（元）	0.64	0.89	1.05	1.55	2.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.42%	36.01%	29.81%	30.42%	28.21%
P/E	63	45	38	26	20

增持（首次）

当前价/目标价：40.06/46.00 元

目标期限：12 个月

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）

021-22169177

liuxb@ebsecn.com

联系人

司马湫（执业证书编号：S0930117060004）

021-22169171

simagiu@ebsecn.com

王琦

021-22169076

wangqi16@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.00

总市值(亿元)：40.06

一年最低/最高(元)：23.29/45.02

近 3 月换手率：84.60%

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	33.76	0.00	0.00
绝对	38.93	0.00	0.00

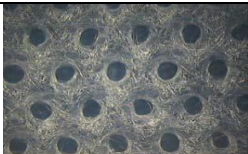
1、公司概况——一次性卫生用品面层材料龙头

1.1、公司概况

公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，致力于为客户提供创新型的面层材料。公司主要产品为打孔无纺布和 PE 打孔膜，主要是用作卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品的面层材料。目前公司的打孔无纺布已开始用作纸尿裤的底层材料。公司主要客户是金佰利、恒安、宝洁等卫生用品龙头企业。

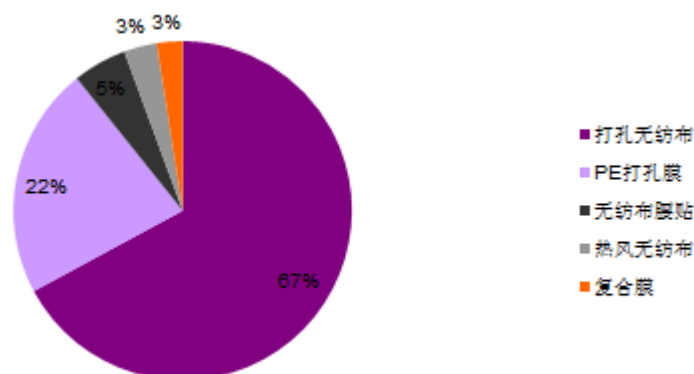
2016 年，公司成功研发出一种新的面层材料复合膜，并在当年实现规模销售。复合膜融合了 PE 打孔膜和无纺布的优点，集打孔膜的干爽性和无纺布的绵柔触感于一体，具有良好的产品性能。

表 1：公司主要产品介绍

产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
3D 打孔热风无纺布		1、既降低直接接触的面积，又因独特的漏斗孔型，在吸收层和面层间形成空气层 2、加快液体的下渗速度，孔型较大使粘稠的液体（血液等）更易穿过，更加卫生 3、吸收速度稳定性加强，通过机械引导的方式使多次吸收持续稳定 4、配合相关孔形设计，外观更时尚与美观	用作一次性卫生用品的面层、导流层和底层
3D 打孔纺粘无纺布		1、3D 开孔设计，降低了直接接触面积，加快了体液的下渗速度，增加了舒适性 2、可以用于纸尿裤外层，增加触感柔软舒适性和透气性	用作一次性卫生用品的面层和底层
3D 真空成型打孔膜		1、表面具有漏斗形开孔，开孔密度大，利于体液穿透，孔型可根据客户需求改变 2、通过调整配方，增加柔软和渗透性能 3、通过表面微观处理，减少了直接接触面积，使人在使用包装中时感觉更加干爽，舒适	用作妇女卫生用品的面层和导流层，及医疗和食用
3D 机械成型打孔膜		1、采用真空和机械两次成型工艺，触感柔软舒适 2、大小孔设计：大孔快速吸收，小孔减少皮肤接触，增加透气性，提高舒适感	用作妇女卫生用品的面层
无纺布腰贴		1、具有无纺布的优点，触感柔软 2、透气、舒适，使用时减少噪音	用作纸尿裤的闭合系统
复合膜		1、结合无纺布和打孔膜的优点，既触感柔软，减少塑感，又干爽舒适 2、可用于 hook（配套腰贴使用），增加柔软触感	主要用于卫生巾、护垫的面层、外层和hook等

资料来源：公司公告

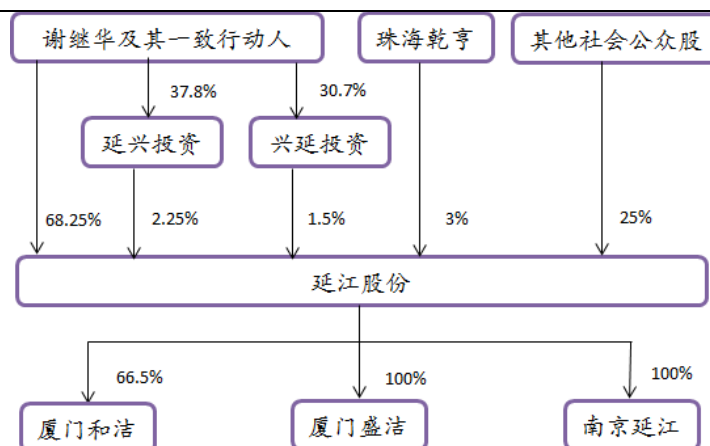
图 1：2016 年公司业务收入占比



资料来源：公司公告

公司控股股东、实际控制人谢氏家族，其直接持有公司 68.25%的股权，并通过延兴投资和兴延投资间接持有公司 1.31 的股权。公司旗下拥有厦门盛洁和南京延江两家全资子公司，同时控股厦门和洁。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告

1.2、公司财务分析

公司产品畅销，收入增长迅速：

1) 2016 年公司实现营业收入 5.99 亿元，同比增长 28.96%；实现归属母公司净利润 8942.01 万元，同比增长 39.78%，主要原因是公司产品销量快速增长。

2) 2017 年一季度，公司营业收入保持快速增长，实现营业收入 1.77 亿元，同比增长 37.11%；实现归属母公司净利润 2218 万元，同比增长 3.28%，净利润增长幅度远小于营业收入增长幅度，主要原因是 2016 年下半年以来原材料价格持续上涨，而公司产品的售价调整相对滞后，导致 2017 年一季度综合毛利率从 2016 年一季度的 39.58%下降到 32.09%。

图 3：公司营业收入情况



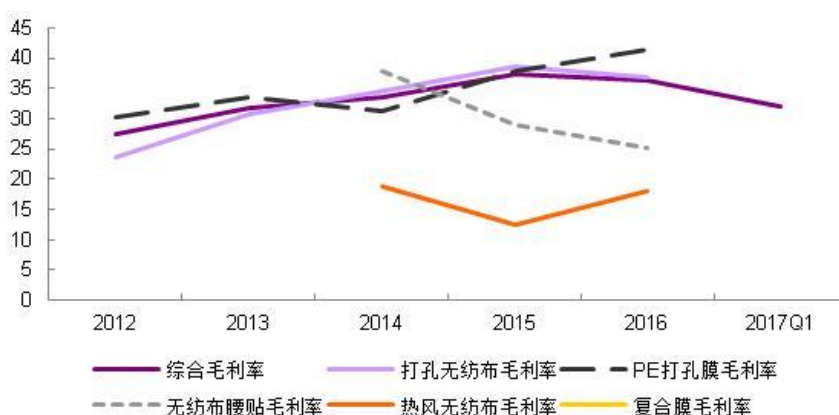
资料来源：公司公告

图 4：公司归属于母公司净利润情况



资料来源：公司公告

图 5：公司毛利率水平 (%)

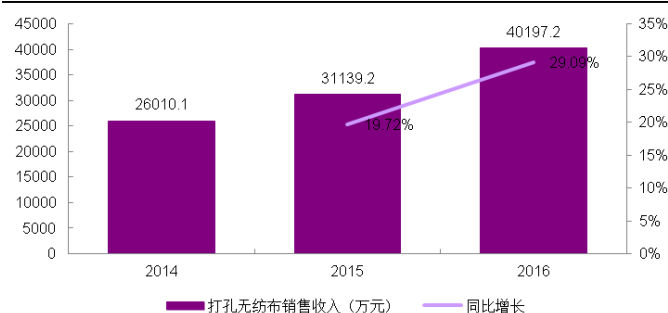


资料来源：公司公告

分产品来看，公司打孔无纺布和 PE 打孔膜业务收入均有较快增长：

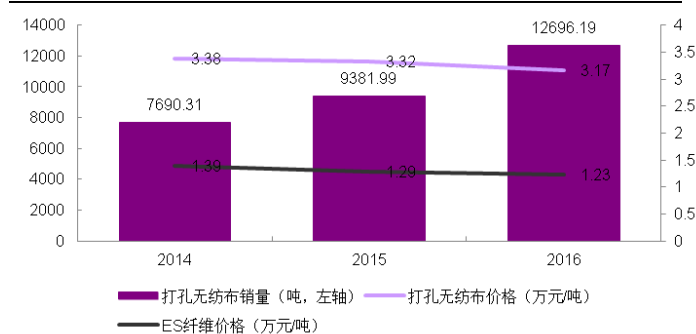
1) 打孔无纺布是二步法生产，先由主要原材料 ES 纤维经过热风定型等工序生产热风无纺布，再由热风无纺布经过打孔工艺生产打孔无纺布。ES 纤维属于石油化工行业的下游产品，2014 年 11 月以来，国际原油价格出现大幅度下滑，相应地，公司 2015-2016 年 ES 纤维的采购价格也出现较大幅度的下跌。但由于销售量快速增加，公司打孔无纺布的销售收入仍保持快速增长。

图 6：公司打孔无纺布销售情况



资料来源：公司公告

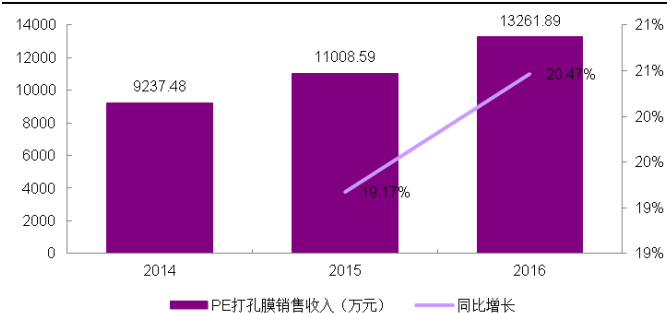
图 7：公司打孔无纺布及原材料情况



资料来源：公司公告

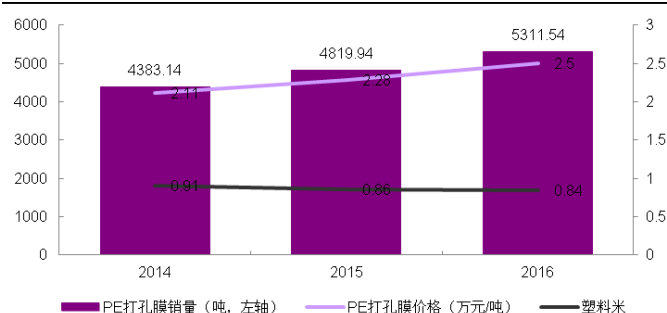
2) 2014-2016 年, 公司 PE 打孔膜销售单价与同期主要原材料塑料米的采购单价的变动方向不一致, 主要原因是: 2015 年 8 月, 公司与宝洁新签一 PE 打孔膜销售合同, 公司专为宝洁高端产品开发的 C270 产品开始供货, 该产品采用真空打孔及机械反向打孔的方式, 大幅提高了产品的性能和品质, 销售单价较高, 使得 2015-2016 年公司 PE 打孔膜平均销售单价有所提高。

图 8: 公司 PE 打孔膜销售情况



资料来源: 公司公告

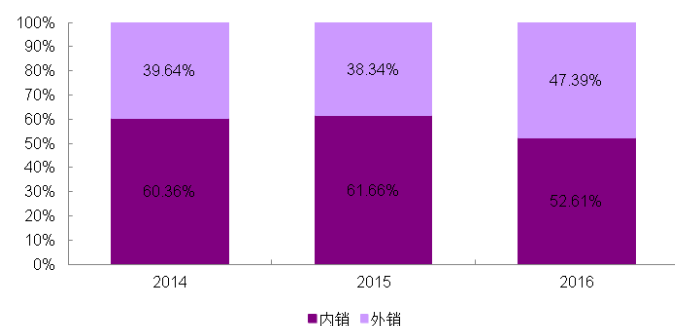
图 9: 公司 PE 打孔膜及原材料情况



资料来源: 公司公告

分地区来看, 海外市场需求增长迅速, 外销比例逐步提高。2014-2015 年公司以内销为主, 来自境内的主营业务收入分别为 2.22 亿元、2.85 亿元, 占当期主营业务收入的比例分别为 60.36%、61.66%。2016 年外销收入占比为 47.39%, 同比增长 9.05%, 主要是因为: (1) 2016 年对韩国 YK 和印度宝洁的销量大幅增长; (2) 内销方面, 由于恒安 2015 年高端纸尿裤的销量未达预期效果, 2016 年 4 月停止采购纸尿裤超值干爽面层 DZ203 打孔无纺布, 导致对恒安的销售额下降, 内销比重下降。

图 10: 公司国外内销售情况



资料来源: 公司公告

图 11: 国际原油价格走势



资料来源: wind

2、一次性卫生用品行业将保持快速增长

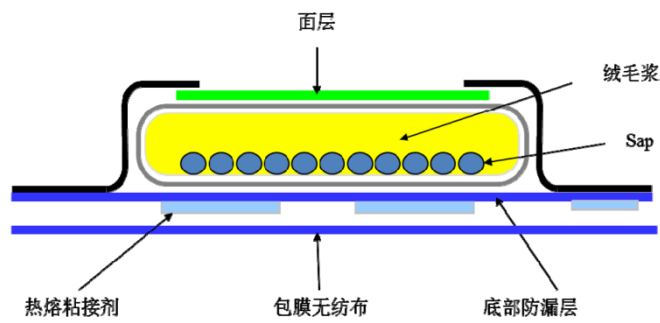
2.1、PE 打孔膜、打孔无纺布应用领域

一次性卫生用品面底层材料主要有打孔无纺布、无纺布、PE 打孔膜和 PE 膜四大类。

妇女卫生用品, 即妇女经期卫生用品, 按照不同产品的功能和形态, 可进一步分为女性卫生巾、卫生护垫、卫生棉条和卫生杯四大类 (后两类产品目前在国内的认知度和接受度还较低, 主要在欧美女性中使用)。在构造上, 卫生巾可分为面层、吸收芯体、底层和包膜层。

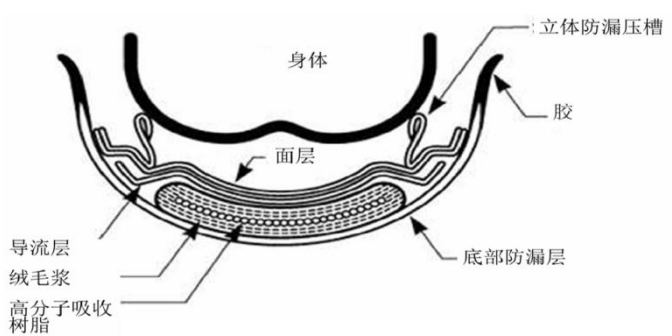
一次性纸尿裤，也称为一次性抛弃式免洗尿布，根据用户群体的不同又可以分为婴儿纸尿裤和成人失禁用品两大类；按照具体产品的外观特征可以分为纸尿裤、纸尿裤片和纸尿裤垫（护理垫），目前国内一次性纸尿裤市场主要以婴儿纸尿裤为主。纸尿裤的构造通常包括面层、导流层、吸收芯层和底层这四个部分。

图 12：妇女卫生用品结构



资料来源：公司公告

图 13：一次性纸尿裤结构



资料来源：公司公告

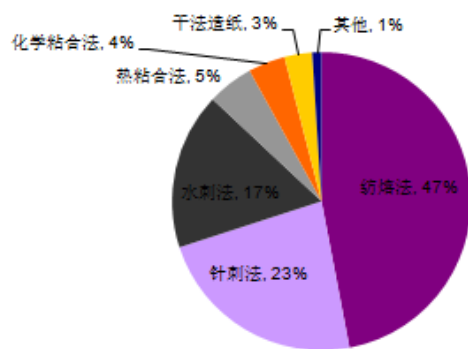
表 2：纸尿裤结构介绍

结构	功能
面层	与使用者的皮肤直接接触，主要功能是使液体能快速渗透并有效阻止回渗，保持卫生巾表层干爽。卫生巾按面层材料可以分为三大类：①棉柔类卫生巾：是指卫生巾面层采用各类无纺布材料（以纺粘及热风无纺布为主）制成的卫生巾；②干爽网面卫生巾：是指卫生巾面层使用各种打孔膜为原料制成的卫生巾；③纯棉类卫生巾：是指卫生巾面层采用纯棉材料制成的卫生巾。
导流层	将面层接收的液体向吸收层传送，这一层要求能够提供足够大的空间储存并尽快传送足够量的液体，其主要材料是打孔无纺布或导流层无纺布。
吸收芯体	用来吸收并存储液体，主要由高分子吸水树脂（SAP）、绒毛浆、吸水纸和木浆等构成。
底层	用来防止液体渗漏，主要是以特殊聚乙烯（PE）塑料薄膜为基材加工而成，能防水透气，目前也有部分高端产品以 PE 膜加上无纺布构成的复合材料做底层。

资料来源：公司公告

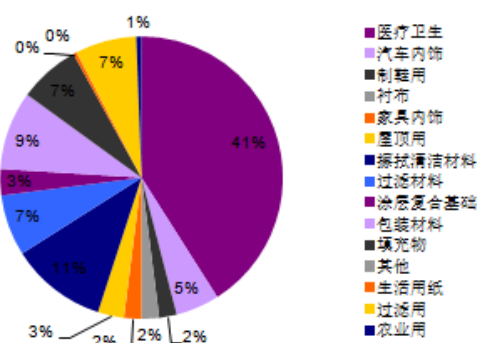
无纺布行业的下游主要为医疗卫生行业，根据亚洲非织造材料协会 ANFA 公布的数据，占比高达 41%；擦拭清洁材料占比 11%；包装材料占比 9%，其次还用于汽车内饰、过滤材料、农业、生活用纸、家具、屋顶、衣服衬布、制鞋等方面。随着国内非织造行业的发展，人均非织造布占有量逐步提高，但仍然低于欧美等发达国家的占有量。伴随着国内生活水平的提高，人均占有量将保持良好的增长势头。

图 14：2015 年我国各类无纺布占比



资料来源：2016 年中国非织造布供应报告（亚洲非织造材料协会 ANFA）

图 15：2015 年我国无纺布下游应用



资料来源：2016 年中国非织造布供应报告（亚洲非织造材料协会 ANFA）

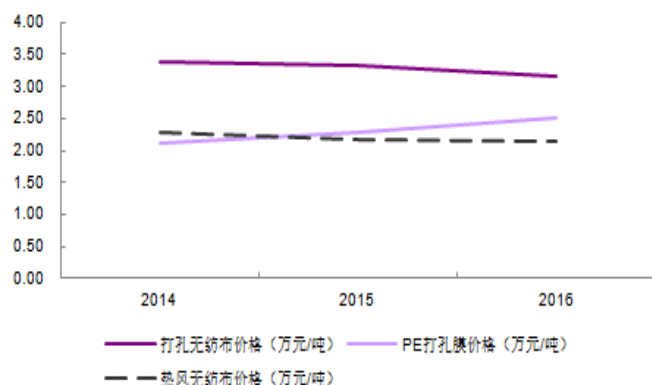
卫生巾、纸尿裤的持续增长带动了上游面底层材料 PE 打孔膜、打孔无纺布的持续增长，主要原因是：

1) 高端产品消费的增加。随着人均可支配收入的增加和育儿观念的改变，中国中产阶层及 80 后、90 后父母更舍得为孩子花钱，对产品档次的要求越来越高，对优质高端产品和差异化产品的需求也在增加，高档、超高档纸尿裤的需求不断扩大。高端纸尿裤成为市场“黑马”，年增长率达 30%-40%，份额从 2010 年的不足 10% 扩大到 2013 年的 15%。

面层和底层材料合计占卫生巾和纸尿裤的最终售价的 5%-10%，占比很小，且下游行业内排名前列的龙头企业，包括金佰利、宝洁、恒安等，该等客户更注重产品的质量，对价格的敏感性低，愿意为高质量的产品支付溢价。据估算，2015 年公司产品的国内市场容量约为 34.37-68.74 亿元，全球市场容量保守估计在 180 亿元以上。

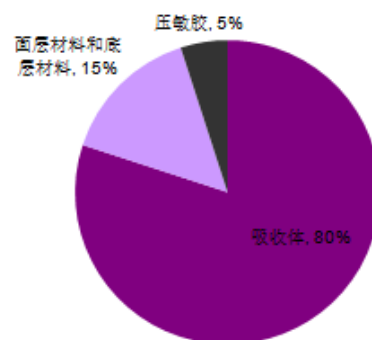
2) 市场占有率的提升。目前，一次性卫生用品面层材料市场上用量最大的仍是不打孔的无纺布，打孔无纺布的市场占有率仅占面层材料的 5%-10% 之间。打孔无纺布凭借其良好的性能和观感已经获得消费者的广泛认可，随着打孔无纺布生产效率的提升，生产成本的降低，以及金佰利等国际巨头的示范带动，未来将有更多的厂商推出以打孔无纺布为面层材料的产品，打孔无纺布的市场占有率将得到进一步提升。

图 16：面底层材料价格情况



资料来源：中国产业用纺织品行业协会

图 17：卫生巾成本构成

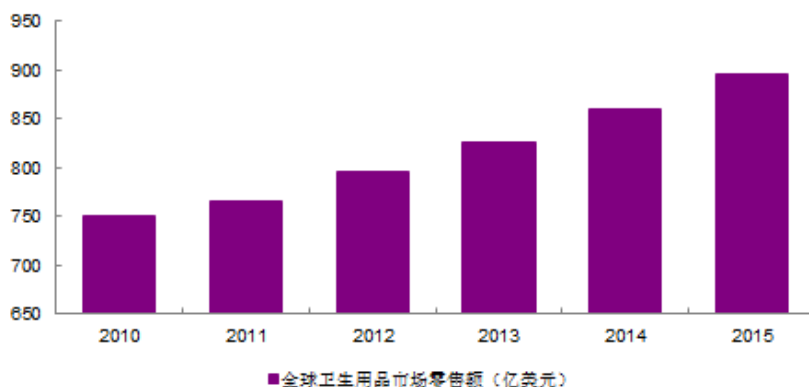


资料来源：《卫生巾材质可降解性的探讨》，光大证券研究所整理

2.2、全球卫生巾和婴儿纸尿裤需求分析：主要增长潜力在新兴国家

全球卫生巾和婴儿纸尿裤市场规模增长稳定。2015 年全球卫生用品市场规模达到约 900 亿美元，增长率达到 4.2%，其中卫生巾市场规模约 230 亿美元，婴儿纸尿裤市场规模约为 320 亿美元，两者增幅均为 4% 左右。

图 18：全球卫生用品市场规模增长稳定

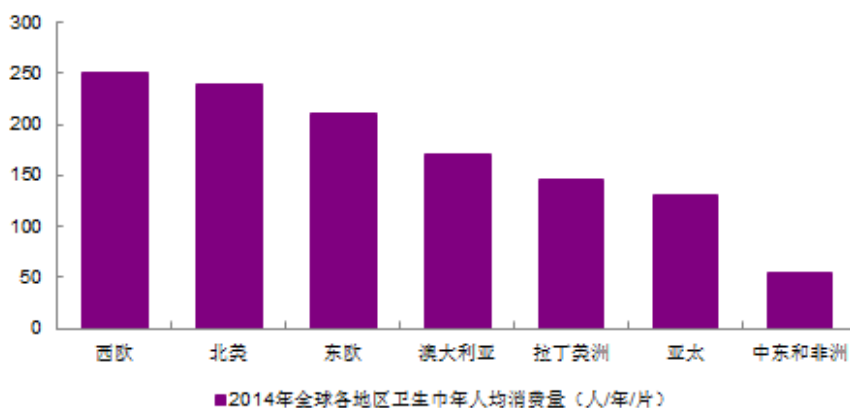


资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

一次性卫生用品在发达国家渗透率极高，新兴国家仍有极大提升空间。从全球市场的角度看，2014 年卫生巾市场渗透率约为 50%，婴儿纸尿裤的市场渗透率约为 25%。卫生巾和纸尿裤已在美国、西欧、日本等发达国家和地区的女性和婴幼儿人群中广泛使用，尤其是在发达的欧美国家，卫生巾的市场渗透率接近 100%，婴儿纸尿裤市场渗透率常年维持在 90% 以上。但发展中国家的市场渗透率则低得多。从人均使用量来看，2014 年美国 and 东欧国家人均使用 250 片卫生巾，而亚太国家人均仅 130 片，中东和拉丁美洲国家更低，人均仅 55 片左右。

新兴市场较低的渗透率近年快速增长。从市场需求来看，逐渐增加的人口、逐步提高的消费能力和较高的个人卫生意识推动了需求骤增，不管是妇女卫生用品还是婴儿纸尿裤，全球需求都在增长。具体来看，美国、西欧等市场成熟度较高，增长率较慢，而新兴市场较低的渗透率使得其以更快的速度增长，亚太和拉丁美洲则处于领先地位。

图 19：发展中国家卫生巾渗透率低



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

婴儿纸尿裤的主要潜力市场同样为发展中国家。发达地区的 0-3 岁婴儿人均使用婴儿纸尿裤的片数较多，但发达国家婴儿纸尿裤产品渗透率高、生育率低，所以其需求增长缓慢。发展中国家产品渗透率不断提高，但产品质量提升、品牌选择逐渐增多，且随着消费者的可支配收入增加、女性社会地位及受教育水平提高，婴儿纸尿裤的需求也在快速增长。

图 20：发展中国家婴儿纸尿裤渗透率低，但增长快

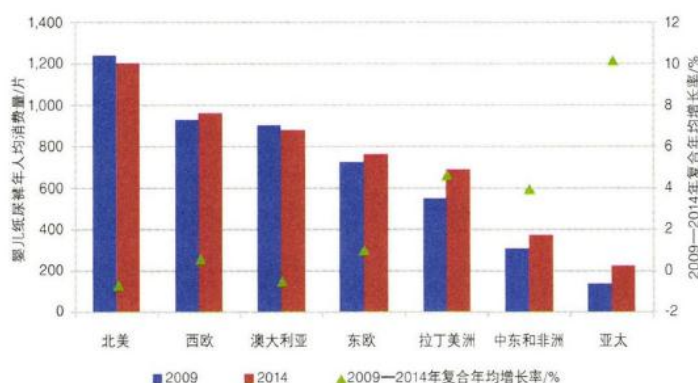


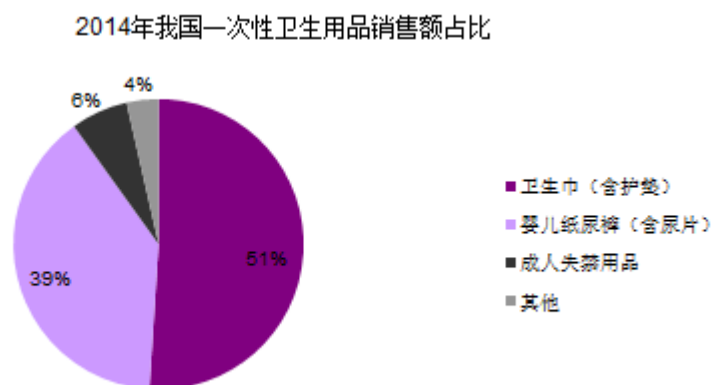
图 5 2009 年和 2014 年全球各地区婴儿纸尿裤消费量及增长率

资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

2.3、中国卫生巾和婴儿纸尿裤需求分析：仍有较大发展空间

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，2014 年我国一次性卫生用品市场规模达到 683.2 亿元，比 2013 年增长 10.0%。其中卫生巾（含护垫）的市场销售额在一次性卫生用品行业中占比最大，占 51.01%；婴儿纸尿裤次之，占比 39%。

图 21：卫生巾和纸尿裤为我国一次性卫生用品主要消费品种



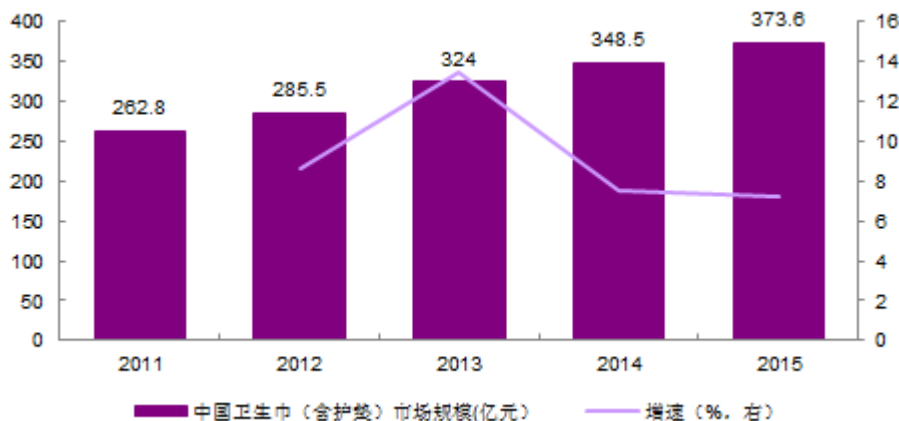
资料来源：中国产业信息网

1、妇女卫生用品渗透率高，但仍有增长潜力

随着社会经济的高速增长，人均收入的不断提高，妇女卫生用品行业快速崛起，产品和技术目前都已取得了长足的进步。1990-2015 年的 26 年间，我国女性卫生巾消费量从 28 亿片增加到 817.2 亿片，2015 年是 1990 年的 29 倍，市场渗透率则由 5% 提高到 86.9%，广大女性同胞对于妇女卫生用品的

消费习惯已逐步建立形成。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2015 年我国国内妇女卫生用品市场规模约为 373.6 亿元(按零售加价率 40% 计算)，较 2014 年增长 7.2%。

图 22：我国卫生巾市场规模增长稳定



资料来源：中国产业信息网

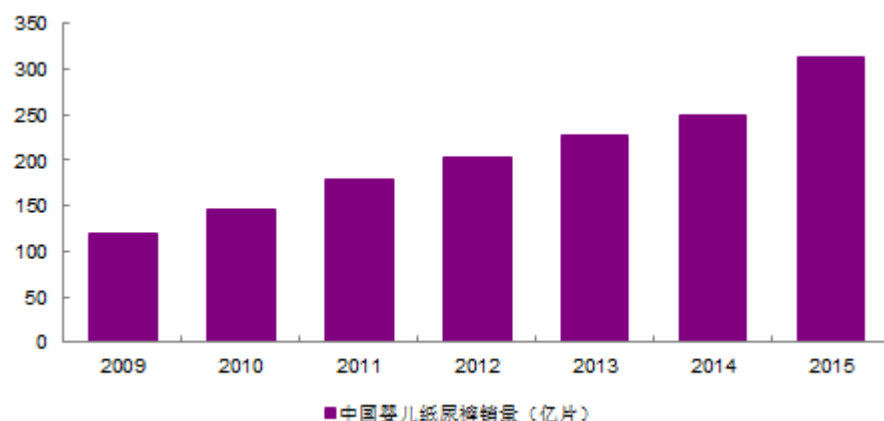
在妇女卫生用品领域，尽管目前我国女性卫生巾市场渗透率已常年维持在 90% 以上，但是仍然不可忽略其中的地区性差异。在一二线城市及东部沿海发达地区，女性卫生巾产品的渗透率已接近 100%，然而，在农村乡镇地区，女性卫生巾的市场渗透率还远未饱和。未来，卫生巾仍将保持增长，主要原因有：

- 1) 随着农村乡镇地区居民人均可支配收入的提高，农村乡镇地区卫生巾市场渗透率将迅速提升；
- 2) 由于女性生理卫生意识的进一步提高以及人均收入水平的不断提升，女性生理期更换卫生巾的次数更加频繁，消费者的人均使用量将随之增长；
- 3) 由于消费者的消费升级，对产品档次的要求越来越高，对优质高端产品和差异化产品的需求也在增加；
- 4) 生活质量的改善和营养水平的提高导致女性生理期年龄段有向两端扩展的趋势，过去的主要经期女性年龄为 15-49 岁，现在向下扩展到 12 岁以下，向上扩展到 50 岁以上。年龄范围的扩展，使得总消费群体规模扩大。

2、婴儿纸尿裤渗透率不高，发展前景广阔

与发达国家相比，国内的婴儿纸尿裤目前普及程度仍然不高。2015 年婴儿纸尿裤的消费量达到 280.5 亿片，比 2014 年增长 12.7%，其中婴儿纸尿裤增长 14.7%，婴儿纸尿片增长 4.4%，市场渗透率由 2014 年的 41.0% 上升到 46.0%，提高了 5 个百分点，但其市场渗透率仍然有较大的提升空间和潜力。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2015 年我国婴儿纸尿裤市场规模为 313.8 亿元（按零售加价率 40% 计算），同比增长了 17.5%。

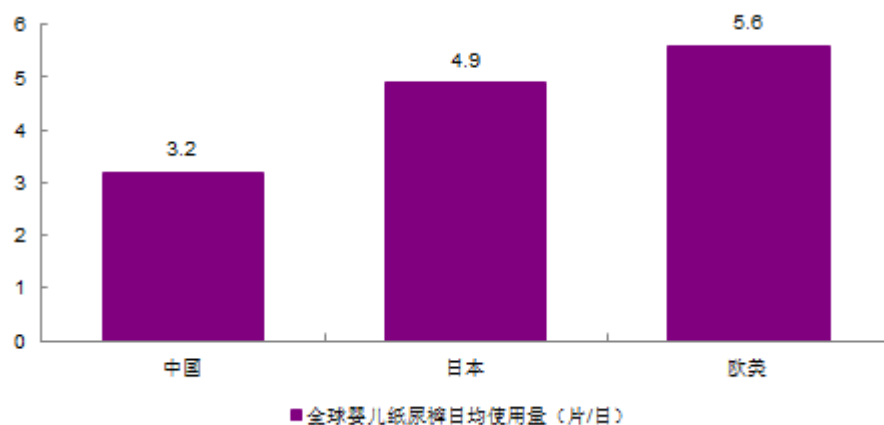
图 23：我国婴儿纸尿裤销量迅速增加



资料来源：中国产业信息网

在人均消费量上，出于节俭的传统，大多数家庭仅在夜间和外出时才使用，这直接导致了我国婴儿纸尿裤的人均使用量较低，大约只有 3 片/日，而日本平均使用量为 4.9 片/日，欧美发达国家平均使用量则为 5.6 片/日。随着我国人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变，婴儿纸尿裤人均消费量将逐步提高，从而带动市场规模的进一步增长。

图 24：我国婴儿纸尿裤日均使用量低



资料来源：中国产业信息网

在婴儿纸尿裤的消费行为上，城市和农村地区表现出了明显的差异性。来自中国婴童网的数据显示，在北京、上海以及广州等大城市，婴儿纸尿裤的渗透率已经达到 80% 左右；二三线城市居民受传统观念影响，仍有相当部分家庭将纸尿裤与传统棉质尿布混用，或者仅在夜晚、外出时使用，渗透率在 50% 左右；农村等偏远地区受传统观念以及经济收入水平所限，仍有相当一部分家庭未选择使用一次性婴儿纸尿裤，市场渗透率更低。与发达国家 90% 以上的市场渗透率相比，我国婴儿纸尿裤仍具有巨大的市场空间。

在消费群体规模上，随着“普遍二胎”政策的实施以及“80 后”、“90 后”陆续结婚生子，中国正迎来新一波的生育高峰期，这将进一步提高我国的人口出生率，带动我国新生婴儿的增长，放大我国婴儿纸尿裤的总消费群体规模。从数据上看，2015 年和 2016 年新生儿人数分别为 1,650 万人和 1,750 万人，2017 年预计达到 2,000 万人，国内婴儿纸尿裤市场需求将随着大幅

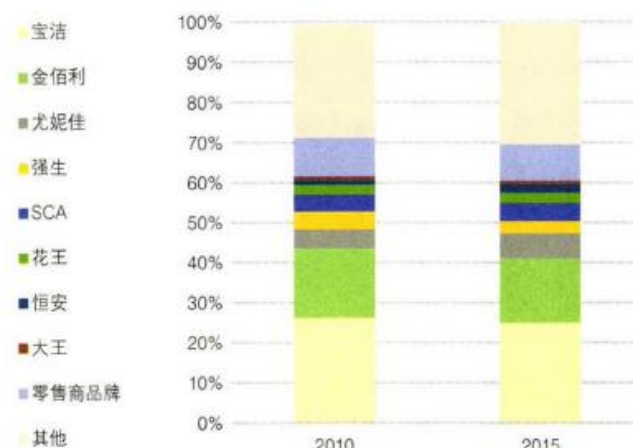
增加。同时，对婴童安全意识的不断提高，80后、90后的父母更舍得为孩子花钱，高档、超高档纸尿裤的需求不断扩大。

2.4、下游市场品牌集中度高

不论国际还是国内，卫生用品市场集中度均很高：

全球方面：2015年全球前十大卫生用品零售商占据了近90%的市场份额，与2010年变化不大。其中宝洁占据了近30%的市场份额，为世界最大的卫生用品零售商；强生次之，市场占有率约为26%左右；金佰利位列第三。

图 25：2010-2015 年全球各主要品牌卫生用品零售市场份额

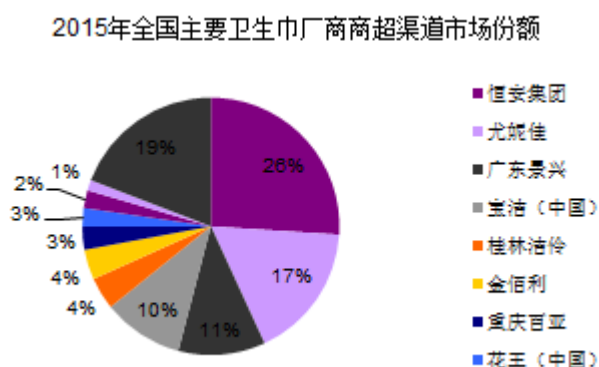


资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

国内方面：1) 国内卫生巾生产企业约 600 多家，部分优质本土企业已有实力与国外品牌竞争。2015 年市场占有率前 10 名的卫生巾厂商合计占有卫生巾市场 80%以上的市场份额。

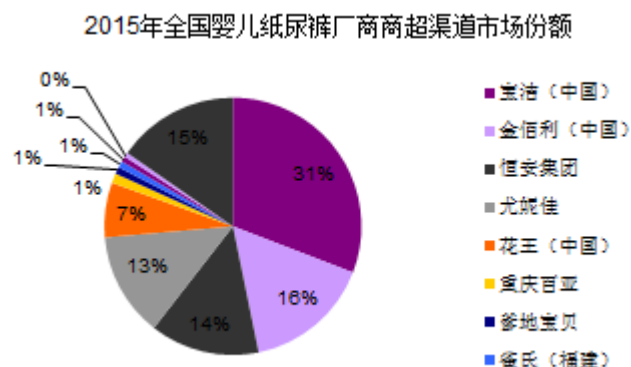
2) 中国纸尿裤行业约有 1200 个品牌，但纸尿裤市场依旧保持了市场品牌高度集中的特点。2016 年，国内婴儿纸尿裤的市场规模将近 1000 亿元，但排名前 10 位纸尿裤生产企业的销售量占据了市场总销售量 75%以上。

图 26：2015 年全国主要卫生巾厂商商超渠道市场份额



资料来源：重庆百亚招股说明书

图 27：2015 年全国婴儿纸尿裤厂商商超渠道市场份额



资料来源：重庆百亚招股说明书

3、打孔无纺布龙头，业绩有望持续增长

3.1、公司定位高端的纸尿布、卫生巾领域，竞争者很少

面底层材料行业的集中度较高。从整体的竞争格局看，下游的卫生巾、纸尿布行业集中度较高，前二十位的厂商占据了绝大部分的市场份额。相应地，面层材料行业的集中度也较高。以德国 RKW，美国卓德嘉（Tredegar）和普杰集团（PGI）、日本 JNC 和以色列 AVGOL 为代表的大型企业在生产规模、技术开发、市场品牌等方面都具有较强的市场竞争力，与下游客户建立了长期稳定的合作关系，并通过在各个市场建立合资企业或生产基地等方式降低生产成本，市场占有率较高，属于行业的第一梯队。

以北京大源非织造有限公司和上海丰格无纺布有限公司为代表的业内领先企业在传统面层材料上具有较强的规模优势和技术优势，已进入国际和国内卫生用品龙头企业的全球采购体系，在生产规模、产品质量、技术开发、生产工艺改进等方面均具有较强的市场竞争力。

延江股份通过自创的 3D 锥形打孔技术，对传统面料进行后加工处理，提高了材料的舒适性和干爽性，有效地提升了终端产品的档次，已经进入了国际和国内卫生用品龙头企业的供应商体系，应用于下游客户的高端产品领域，并逐步下渗到中高端产品领域，建立了差异化的竞争优势。

国内规模较小的面层材料生产企业主要供给区域性品牌、低端品牌卫生用品为主，竞争力较弱。

表 3：面层材料主要生产企业情况

公司名称	公司业务介绍
美国普杰集团 (Polymer Group Inc.)	公司作为全球领先的非织造布生产商,集团拥有业界最全面的技术并在全球9个国家经营18个生产机构,现有员工3,000多人,年营业额约为11.5亿美元。普杰集团目前在中国佛山和苏州建立了两个生产基地。
美国卓德嘉薄膜有限公司 (Tredegar Corporation)	公司是全球最大的PE打孔膜供应商,在世界各主要地区均设立了工厂,产品包括PE打孔薄膜、透气薄膜、弹性薄膜、无纺布产品及其它特种薄膜。目前,美国卓德嘉在中国上海和广州均设立了子公司。2016年,PE薄膜销售量1.39亿磅,销售额3.31亿美元,其中个人护理、表面保护和光亮用品分别占72%、25%和3%,软包装薄膜8970.6万磅,销售额1.08亿美元,2016年公司营收8.28亿美元,净利润0.25亿美元,综合毛利率15.8%。
德国 RKW 集团	公司是欧洲最大的塑料薄膜挤出商,是全球领先的优质聚乙烯和聚丙烯薄膜、无纺布和网状制品国际制造商之一。目前,集团拥有21个工厂,共2,800多名员工。2011财年,该公司销售额约为11亿美元。
湖北金龙非织造布有限公司	公司是以色列AVGOL和湖北金龙王投资有限公司合资组建的公司。公司总投资2亿多元人民币,专业生产经营纺粘无纺布。2003年公司从德国Reifenhauser公司引进全新的无纺布生产线,年产量达10,000吨。
北京大源非织造有限公司	公司主要生产和销售热粘合法非织造布。公司目前已成为中国最大的热粘合法非织造布生产商之一。公司主要产品有热风、热轧及后加工产品,总产能为1.8万吨/年,产品服务于个人卫生护理用品领域,客户群遍布亚洲、欧洲、美洲、非洲等多个国家。
广州艺爱丝纤维有限公司	公司是日本JNC纤维株式会社投资设立的外商独资企业,主要生产高品质的ES纤维和热风无纺布,年生产规模1万吨ES纤维、8,000吨热风无纺布。产品除国内销售外,大部分销往东南亚等地。
上海丰格无纺布有限公司	公司目前拥有两条生产线,第一条生产线为双梳理配置平网热风无纺布生产设备,年产量约2,000吨;第二条生产线配有超细纤维的特殊针布,可生产超细无纺布面料,年产量约1,000吨。
延江股份	公司打孔无纺布产能 16,000 吨、PE 打孔膜产能 10,600 吨、无纺布腰贴产能 5,000 吨、热风无纺布产能 16,720 吨,复合膜产能 2,160 吨。

资料来源：公司公告

公司的综合毛利率水平高于同行业公司的毛利率水平。主要原因是：

1) 业务构成上不同。同行业公司的产品主要是水刺无纺布,一般用于面膜、湿巾、清洁材料、医用纱布、服装衬布、净化滤布等。而延江的产品主要是打孔的热风无纺布,主要用于高端的纸尿裤、卫生巾面层,由于与使用者的皮肤直接接触,直接关系到消费者的使用体验,因此相对于水刺无纺布,打孔无纺布对质量的要求更加苛刻,因此毛利率更高。

北京大源是公司竞争对手,其热风后加工无纺布包括打孔热风无纺布,主要用于卫生巾、纸尿裤的面层材料,该产品与公司打孔无纺布的产品相似。其于 2014 年下半年开始建成投产,刚开始产量较小,折旧摊销较高,导致单位成本较高,毛利率为负;2015 年完全达产后,毛利率达到 34.76%,与公司的毛利率差异不大。

2) 竞争程度不同。同行业公司的产品主要是水刺无纺布,行业内中小规模企业较多,竞争较为激烈,毛利率相对较低。而公司的主要产品是打孔无纺布,比目前主流使用的不打孔的面层材料各项性能指标更好,主要用于高端的纸尿裤、卫生巾领域,市场上掌握该技术的厂家很少,有实力的竞争者很少,因此毛利率较高。

3) 客户不同。同行业公司下游客户的行业地位相对较低，除北京大源的主要客户包括金佰利、恒安等行业龙头企业外，其他几家同行业公司的下游客户其行业地位相对较弱。而公司的主要客户大部分是行业内排名前列的龙头企业，包括金佰利、宝洁、恒安等，该等客户更注重产品的质量，对价格的敏感性更低，愿意为高质量的产品支付溢价。

表 4：同行业可比公司的主营业务毛利率水平

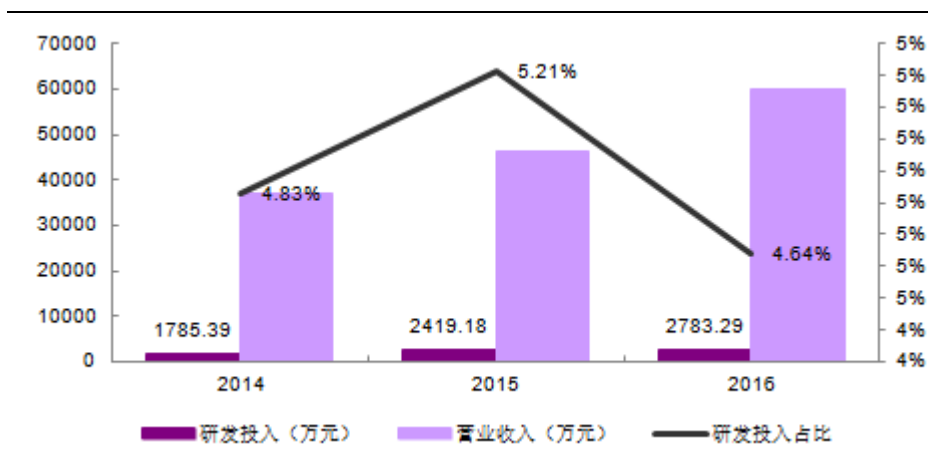
公司	产品	2014 年毛利率	2015 年毛利率
欣龙控股	水刺无纺布材料	15.05%	15.17%
	非织无纺布深加工产品	15.03%	20.34%
	综合毛利率	10.79%	10.88%
诺邦股份	水刺无纺布材料	28.33%	30.95%
	水刺无纺布制品	38.14%	33.04%
	综合毛利率	29.80%	31.30%
北京大源	热风无纺布	14.65%	15.32%
	水刺无纺布	15.54%	12.99%
	热轧无纺布	10.07%	11.25%
	热风后加工无纺布	-8.34%	34.76%
	综合毛利率	13.63%	16.67%
金春股份	水刺无纺布	16.39%	22.94%
	综合毛利率	17.22%	22.94%
洁诺股份	无纺布制清洁擦拭用品	14.61%	17.33%
	综合毛利率	14.61%	17.33%
延江股份	打孔无纺布	34.55%	38.52%
	PE 打孔膜	31.31%	37.96%
	热风无纺布	18.71%	12.45%
	无纺布腰贴	37.83%	29.04%
	综合毛利率	33.60%	37.17%

资料来源：公司公告

3.2、技术研发优势明显，工艺壁垒很高

公司自成立以来，一直专注于卫生用品面层材料的创新型研发，目前拥有一批具备专业知识背景、忠诚度高、稳定性好、具有十几年甚至二十年以上专业从业经验的管理团队和技术团队。目前，公司共拥有 6 项发明专利，16 项实用新型专利。在材料改良、结构优化、工艺创新、设备改造等多个领域，公司均拥有多项市场领先技术。基于深厚的技术积累及领先的技术研发能力，公司不仅可以根据客户的产品性能要求开发适用的面层材料，而且可以与客户同步甚至是提前研发适应市场需求的面层材料，从而能够与客户一起引导消费潮流。

图 28：公司研发投入情况



资料来源：公司公告

公司的 3D 锥形打孔技术对面层材料的渗透性能具有良好的提升作用。采用 3D 锥形打孔工艺生产的打孔无纺布在每次液体渗透速度上明显要快于未打孔热风无纺布（每次至少要快 0.5 秒），并且随着液体穿透次数的增多，这种差距越明显。该项技术出现前，卫生巾、纸尿裤的面层材料主要是 PE 打孔膜或不打孔无纺布。目前公司 3D 打孔无纺布已成功应用于中高端卫生巾及一线婴儿纸尿裤的面层材料，推动了公司业务快速增长。

打孔和收卷是公司打孔工艺的核心技术环节，关键零部件保密性很高。经过多年的设备改良和生产工艺优化，公司已在这两个核心点上完全实现了技术上的突破：

- 1) 打孔模具的设计开发，公司不仅已熟练掌握 3D 锥形孔型，而且已可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计；
- 2) 最终收卷设备的开发制造，公司已能满足主要客户对卷材的生产连续性和稳定性的要求。

这两项关键工艺设备，公司均是独立开发设计，为保护技术秘密，公司分别向各不同零配件加工厂商定制核心部件，然后自行组装，涉及特别关键的零部件还需与加工厂商签订商业保密协议。目前，公司已实现了 PE 打孔膜制模、打孔一次成型，实现了热风无纺布的生产、梳理、打孔、表面处理、在线检测、分切、收卷全流程的自动化，大幅提高了生产效率和产品质量的稳定性。

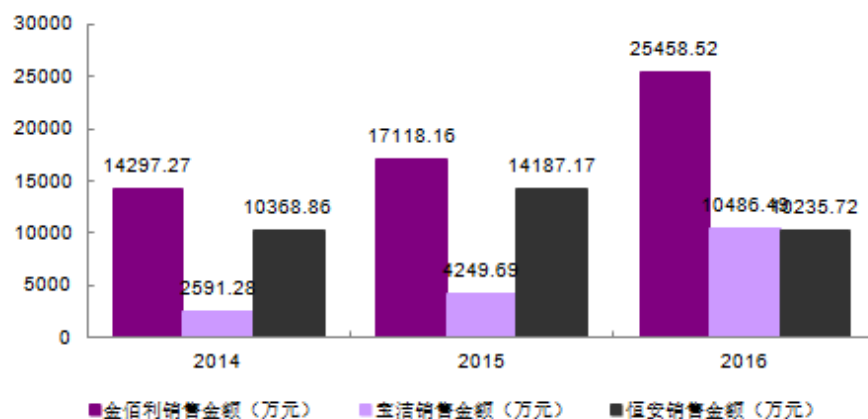
3.3、认证周期长，公司先发优势明显

认证周期长，公司先发优势明显。面层材料质量的优劣直接影响纸尿裤和卫生巾的市场认可度，因此一次性卫生用品面层材料行业的市场准入条件较高（中高端市场尤甚），下游客户，尤其是知名客户选择合格供应商所需的认证和审核的周期较长（一般需要 2-3 年），而且为了保证产品质量的稳定性，一般不会轻易更换供应商。

公司的客户涵盖了国内外各大主要卫生用品龙头企业，包括：金佰利、宝洁、恒安、爱生雅（SCA，欧洲最大纸尿裤品牌）、尤妮佳、景兴 ABC、倍舒特、桂林洁伶和重庆百亚等。公司与金佰利韩国、金佰利中国、恒安等主要客户的合作时间都长达 10 年以上，目前公司也已成为宝洁的核心供应商。

2014-2016 年，公司的前五大客户销售收入分别为 3.02 亿元、3.86 亿元、5.02 亿元，分别占营业收入的 81.67%、83.12%、83.78%，尤其是金佰利（包括金佰利韩国、中国、越南、台湾、印尼等国家和地区的公司）、恒安（包括天津、湖北、四川、河南等地区的公司）、宝洁（包括中国、印度、韩国、菲律宾等国家的企业），上述三家客户 2014-2016 年的销售合计占比分别为 73.76%、76.52%、77.06%。公司客户集中度较高的原因是下游卫生巾、纸尿裤的行业集中度较高。

图 29：公司前三大客户销售情况



资料来源：公司公告

3.4、募投项目将有效解决产能瓶颈，提高研发能力，提高核心竞争力

募投项目将弥补现有产能的不足，满足市场增长需求。长期以来，市场上的卫生巾及纸尿裤的无纺布面层材料主要是不打孔的，湿闷感较强。近年来，公司的 3D 打孔无纺布凭借其良好的性能和柔软触感已得到消费者的广泛接受和认可，市场需求增速明显，公司市场份额逐步提升。金佰利和恒安已成为公司最大的打孔无纺布采购客户，并正逐步将其他地区、其他系列纸尿裤的面层材料替换成公司的打孔无纺布。在金佰利、恒安的示范带动效应以及市场的高度认可下，宝洁、尤妮佳、花王等越来越多的厂商开始对打孔无纺布进行商业化测试，未来公司的打孔无纺布有望保持快速增长趋势。

改进生产工艺，降低生产成本。目前公司的 3D 打孔无纺布的生产成本仍远高于普通的无纺布。公司将继续加大研发投入，引进先进生产设备，通过生产工艺流程的改进和革新不断降低产品的生产成本，优化产品性能，提升产品的市场竞争力。公司将集中力量研究热风无纺布从生产到 3D 打孔的一步成型技术，该项工艺的改进将大幅降低其生产成本。

持续提高研发能力，储备下一代新品，提升公司核心竞争力。募投项目将建设全新的研发中心，引进纯棉水刺无纺布和 ADL 实验生产线等先进的研发设备，其目的就是要进一步提高公司核心业务的技术创新能力，强化高技术含量、高附加值的新产品的研发能力，以研发带动公司未来的快速增长。

表 5：募投项目情况（万元）

募投项目	投资额（万元）	资金运用计划			
		第一年	第二年	第三年	第四年
年产 22,000 吨打孔无纺布项目	43,403.13	18,142.70	13,248.43	8,578.50	3,433.50

资料来源：公司公告

4、盈利预测及投资建议

预计公司 2017-2019 年营业收入将分别达到 7.56、11.37 和 14.62 亿元，同比增长分别为 26.2%、50.4%和 28.5%，实现归属于母公司净利润分别为 1.05、1.55 和 2.00 亿元，EPS 分别为 1.05、1.55 和 2.00 元。

相对估值：我们统计了同行业公司的估值，行业动态 PE 估值均值为 69.2 倍，目前公司动态估值远低于行业均值水平，考虑到延江业绩增速较快且具备稳定的下游客户，新产能投放将有效消除产能瓶颈问题，同时产品持续优化，业绩前景可观，因此我们给予公司目标价 46.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2017.7.3 收盘价（元）	EPS ^{TTM}	PE ^{TTM}
000955.SZ	欣龙控股	31.23	5.80	0.08	74.3
603238.SH	诺邦股份	35.38	29.48	0.46	64.1
行业平均					69.2
300658.SZ	延江股份	40.06	40.06	0.90	44.4

资料来源：wind，光大证券研究所

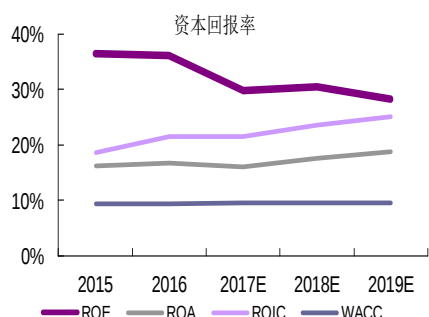
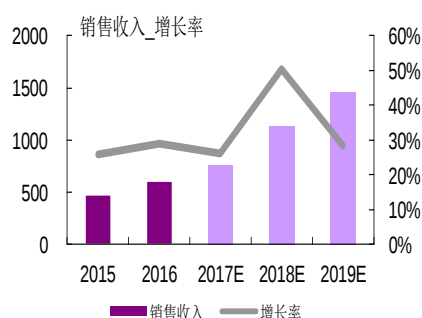
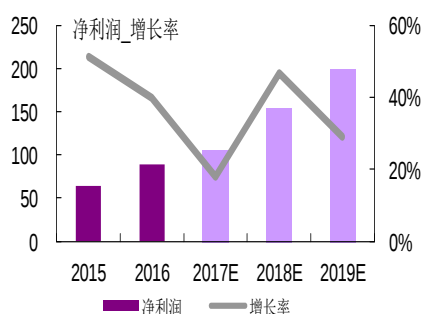
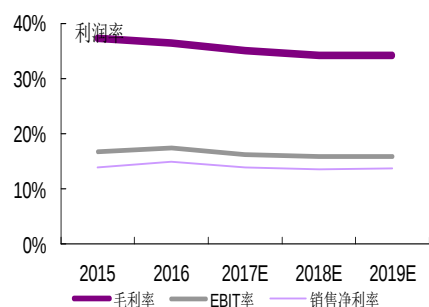
5、风险提示

原材料价格波动的风险；

市场拓展不达预期的风险；

产能释放不达预期的风险；

次新股估值较高，存在回调的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	465	599	756	1137	1462
营业成本	292	381	492	748	962
折旧和摊销	13	18	17	17	17
营业税费	2	3	5	6	7
销售费用	39	51	64	94	121
管理费用	55	58	73	107	137
财务费用	4	4	5	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	74	101	119	176	229
利润总额	77	106	124	182	235
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	63.97	89.42	105.47	154.71	199.83

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	401	539	657	881	1068
流动资产	235	358	477	715	916
货币资金	40	102	151	227	292
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	135	171	213	315	405
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	3	4	5	8	10
存货	47	69	88	131	163
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	123	144	132	120	107
无形资产	11	11	10	10	9
总负债	224	289	301	370	358
无息负债	99	142	171	223	273
有息负债	125	146	130	147	85
股东权益	178	251	356	511	711
股本	75	75	100	100	100
公积金	45	58	43	59	68
未分配利润	55	116	211	350	541
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	76	84	81	67	134
净利润	64	89	105	155	200
折旧摊销	13	18	17	17	17
净营运资金增加	61	58	72	185	151
其他	-62	-82	-113	-290	-234
投资活动产生现金流	-27	-30	-10	-2	-2
净资本支出	-28	-30	-3	-3	-3
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	1	-7	1	1
融资活动现金流	-32	4	-22	11	-67
股本变化	15	0	25	0	0
债务净变化	30	21	-16	17	-62
无息负债变化	0	44	29	52	50
净现金流	16	58	50	76	65

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.75%	28.96%	26.20%	50.40%	28.50%
净利润增长率	51.23%	39.78%	17.94%	46.69%	29.16%
EBITDA 增长率	37.59%	35.35%	13.48%	41.65%	26.37%
EBIT 增长率	37.42%	34.89%	17.20%	47.17%	28.74%
估值指标					
PE	63	45	38	26	20
PB	23	16	11	8	6
EV/EBITDA	35	26	30	21	16
EV/EBIT	41	30	34	23	18
EV/NOPLAT	48	36	40	27	21
EV/Sales	7	5	5	4	3
EV/IC	9	8	9	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	37.26%	36.39%	35.00%	34.20%	34.20%
EBITDA 率	19.55%	20.52%	18.45%	17.38%	17.09%
EBIT 率	16.73%	17.50%	16.26%	15.91%	15.94%
税前净利润率	16.51%	17.67%	16.41%	15.96%	16.05%
税后净利润率 (归属母公司)	13.77%	14.92%	13.95%	13.60%	13.67%
ROA	16.18%	16.65%	16.06%	17.57%	18.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	36.42%	36.01%	29.81%	30.42%	28.21%
经营性 ROIC	18.50%	21.43%	21.51%	23.45%	24.97%
偿债能力					
流动比率	1.17	1.42	1.80	2.14	2.85
速动比率	0.94	1.15	1.47	1.75	2.34
归属母公司权益/有息债务	1.40	1.70	2.72	3.46	8.38
有形资产/有息债务	3.07	3.56	4.89	5.86	12.41
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.64	0.89	1.05	1.55	2.00
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.76	0.84	0.81	0.67	1.34
每股自由现金流(FCFF)	-0.11	0.19	0.46	-0.16	0.62
每股净资产	1.76	2.48	3.54	5.08	7.08
每股销售收入	4.65	5.99	7.56	11.37	14.62

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com