

公司研究

具备工匠精神的水刺无纺布头部企业

——诺邦股份（603238.SH）投资价值分析报告

要点

公司介绍：诺邦股份成立于 2002 年，专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售业务。公司生产的水刺非织造材料主要应用于美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等四大产品领域。2015~2024 年公司收入、归母净利润 CAGR 分别为 17.7%、2.8%。2024 年公司实现收入 22.4 亿元，同比增长 16.8%，归母净利润 9523 万元，同比增长 15.2%，2025Q1 收入和归母净利润分别同比增长 39.1%/48.6%。2024 年公司水刺非织造材料和水刺非织造材料制品收入占比分别为 31.7%/67.5%，分别同比-1.2%/+27.8%。

行业情况：水刺无纺布产品由于透气、柔软、质轻、抗菌等特性，大量应用于湿巾、家用擦拭材料等需求量较大的“一次性消费品”市场以及美容护肤品市场。2023 年其产量为 151.0 万吨，2018~2023 年年复合增速为 18.6%，同时在无纺布市场中渗透率呈逐步提升趋势，2023 年渗透率为 18.6%，较 2018 年提升 7.7PCT。下游应用方面，2024 年中国湿巾市场规模为 129.2 亿元，2024~2029 年规模 CAGR 为 5.0%，其中化妆湿巾/湿厕纸增速较快。另外，随着新型口含烟的兴起，水刺无纺布亦可应用在烟袋中。

业务亮点：1) 卷材业务：公司卷材产线完善先进，技术创新能力突出，目前公司是中国唯一一家可批量化生产可冲散材料并供应美国的公司。公司稳步提升差异化和可冲散材料产能占比，2024 年完成差异化产线技改项目，使用更高比例的木浆纤维，天然具备成本优势，并于年末启动新一轮老线技改项目，进一步扩大可冲散材料产能。**2) 制品业务：**制品业务以子公司国光为主，其是国内湿巾产品线最齐全的生产商之一。2024 年国光收入同比增长 26.6%，2025Q1 同比增长超 40%。国光不断深化与沃尔玛、金红叶集团、山姆等的合作，积极开拓一批新客户，如胖东来、无印良品等，订单持续稳健增长。**3) 自有品牌：**自有品牌小植家背靠公司技术实力快速放量，2024 年收入同比增长 80.6%。

盈利预测与投资建议：公司长期具备工匠精神，卷材业务技术实力领先，附加值高的差异化和可冲散产线产能稳步扩张；制品业务国光具备品牌优势，逐步切入高毛利率客户，实现高质量增长；小植家品牌积极扩张。公司卷材、制品、自有品牌三大业务协同发展，2024 年及 2025Q1 板块业绩表现均较为亮眼。我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 26.24/30.99/36.02 亿元，分别同比增长 17.31%/18.09%/16.25%；归母净利润分别为 1.12/1.36/1.63 亿元，分别同比增长 17.61%/21.35%/19.80%；EPS 分别为 0.63/0.77/0.92 元，PE 分别为 25/21/17 倍，综合相对估值和绝对估值的平均结果，我们给予公司目标价为 20.90 元（对应 25 年 PE 约为 33 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：中美贸易摩擦的风险、行业竞争加剧、原材料及能源成本波动、环保治理不达标等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,915	2,237	2,624	3,099	3,602
营业收入增长率	20.48%	16.80%	17.31%	18.09%	16.25%
归母净利润（百万元）	83	95	112	136	163
归母净利润增长率	119.07%	15.22%	17.61%	21.35%	19.80%
EPS（元）	0.47	0.54	0.63	0.77	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.08%	6.80%	7.68%	8.86%	10.03%
P/E	34	30	25	21	17
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-23

买入（首次）

当前价/目标价：16.01/20.90 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebsecn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007
021-52523868
liangdanhui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.78
总市值(亿元):	28.42
一年最低/最高(元):	8.70/20.61
近 3 月换手率:	336.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.31	26.21	38.49
绝对	13.82	24.01	45.09

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入：分品类来看，水刺非织造材料方面，2024 年受产线技改停产影响卷材业务收入有所下滑，2024Q4 该产线已技改完成、实现投产，用于生产差异化材料；2025 年亦将有一条新产线投产，用于生产可冲散材料，公司产能呈逐步扩张趋势，我们预计 2025~2027 年公司水刺非织造材料收入同比增速分别为 16.50%/18.00%/15.50%；**水刺非织造材料制品方面**，随着杭州国光切入山姆，其他零售商亦被吸引，如胖东来、永辉超市等，未来增长可期；自有品牌小植家凭借突出的产品力亦在快速发展，综合来看，我们预计 2025~2027 年公司水刺非织造材料制品收入同比增速分别为 17.85%/18.27%/16.71%。预计公司总收入同比增速分别为 17.31%/18.09%/16.25%。

毛利率：分品类来看，水刺非织造材料方面，公司附加值较高的差异化和可冲散材料占比逐步提升，常规材料占比将有所下降，在产品结构变化下，水刺非织造材料毛利率将逐步提升，预计 2025~2027 年分别为 21.87%/21.97%/22.07%；**水刺非织造材料制品方面**，2025Q1 国光高毛利率客户占比已实现提升，带动其利润同比增长约翻倍，未来国光将注重经营质量，提升高毛利率客户比重，我们预计水刺非织造材料制品 2025~2027 年毛利率为 11.58%/11.83%/12.07%。综合来看，预计公司整体毛利率为 14.98%/15.16%/15.32%。

我们的核心观点

公司为国内水刺无纺布头部企业，长期具备工匠精神。水刺无纺布强度高、韧性好，其在无纺布行业中的渗透率呈提升趋势，且下游应用场景丰富，如湿巾/口含烟等增速较快。公司卷材、制品、自有品牌三大业务协同发展，2024 年及 2025Q1 业绩表现均较为亮眼，其中，公司卷材产线完善先进，附加值高的差异化和可冲散产线产能稳步扩张；国光具备品牌优势，逐步切入高毛利率客户，实现高质量增长；小植家背靠公司技术，品牌积极扩张。

股价上涨的催化因素

口含烟相关制品逐步放量；卷材和国光切入优质客户，接单情况好于预期；产能扩张速度好于预期。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 26.24/30.99/36.02 亿元，分别同比增长 17.31%/18.09%/16.25%；归母净利润分别为 1.12/1.36/1.63 亿元，分别同比增长 17.61%/21.35%/19.80%；EPS 分别为 0.63/0.77/0.92 元，PE 分别为 25/21/17 倍，综合相对估值和绝对估值的平均结果，我们给予公司目标价为 20.90 元（对应 25 年 PE 约为 33 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 诺邦股份：国内水刺无纺布头部企业	6
1.1 专业从事水刺非织造材料及制品	6
1.2 卷材、制品、自有品牌三大业务协同发展	7
1.3 大股东为杭州老板实业集团	9
2、 水刺无纺布景气度高，应用场景丰富	11
2.1 水刺无纺布渗透率逐步提升，行业集中度不高	11
2.2 湿巾/口含烟等发展较快，水刺无纺布需求量大	13
3、 卷材产线完善先进，技术创新能力突出	16
4、 国光具备品牌优势，小植家积极发力	17
5、 盈利预测与估值	19
5.1 关键假设及盈利预测	19
5.2 相对估值	20
5.3 绝对估值	20
5.4 估值结论	22
6、 风险分析	23

图目录

图 1: 2015 年~2025Q1 公司营业收入及同比增速	6
图 2: 2015 年~2025Q1 公司归母净利润及同比增速	6
图 3: 公司发展历程图	7
图 4: 2015~2024 年公司分产品营业收入占比.....	8
图 5: 2015~2024 年公司分产品营业收入及同比增速.....	8
图 6: 2015 年~2025Q1 公司整体以及分产品毛利率走势	8
图 7: 2018 年~2025Q1 公司整体以及分产品净利率走势	8
图 8: 2015~2024 年公司分地区营业收入占比.....	9
图 9: 2015~2024 年公司分地区营业收入及同比增速.....	9
图 10: 2016~2024 年公司前五大客户销售额合计占比.....	9
图 11: 股权结构图（截至 2025 年 3 月 31 日）	10
图 12: 无纺布工艺流程	11
图 13: 2018~2023 年中国无纺布产量及同比增速	12
图 14: 2018~2023 年中国水刺无纺布产量及同比增速.....	12
图 15: 2023 年中国无纺布企业分布图.....	12
图 16: 2019~2023 年无纺布规模以上企业收入及利润同比增速	12
图 17: 2010 年~2029E 全球湿巾市场规模及同比增速	13
图 18: 2010 年~2029E 中国湿巾市场规模及同比增速	13
图 19: 新型口含烟（尼古丁袋）	14
图 20: 新型口含烟市场规模快速增长.....	14
图 21: 美国市场以 PMI 旗下 ZYN 品牌为主	15
图 22: Velo 在多个国家市占率超 80%.....	15
图 23: 口含类产品受欢迎程度提升	15
图 24: PMI 尼古丁袋销量快速增长（百万支）	16
图 25: 公司高端复合水刺材料研究院被认定为省级企业研究院	17
图 26: 公司技术专利	17
图 27: 2016~2024 年杭州国光（含纳奇科）收入及净利润	18
图 28: 2016~2024 年邦怡科技收入及净利润	18
图 29: 2019~2024 年小植家收入及净利润	19
图 30: 小植家天猫官方旗舰店主销商品	19

表目录

表 1：公司的产品分类	7
表 2：公司高管履历	10
表 3：四家无纺布上市公司产能及市占率	12
表 4：中国不同类别湿巾规模及复合增速	13
表 5：公司生产线（截至 2024 年末）	17
表 6：诺邦股份收入分业务预测.....	20
表 7：诺邦股份可比公司估值表.....	20
表 8：绝对估值核心假设表	21
表 9：现金流折现及估值表	21
表 10：敏感性分析表（元）	21
表 11：各类绝对估值法结果汇总表（元）	21
表 12：公司盈利预测与估值简表.....	22

1、诺邦股份：国内水刺无纺布头部企业

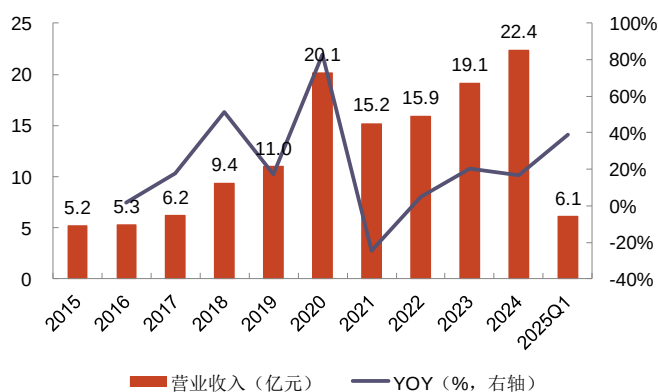
诺邦股份成立于 2002 年，专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售业务。公司生产的水刺非织造材料主要应用于美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等四大产品领域。

1.1 专业从事水刺非织造材料及制品

杭州诺邦无纺股份有限公司（以下简称“诺邦股份”或“公司”）是一家专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售业务的企业（非织造材料又称为无纺布）。其 2002 年由杭州老板实业集团投资创立，2017 年在上交所挂牌上市。公司拥有百余项国内、国际发明专利，涉及多领域多用途的系列化产品集群，具备持续研发的创新能力，差异化的专有设备技术和先进的生产工艺技术。

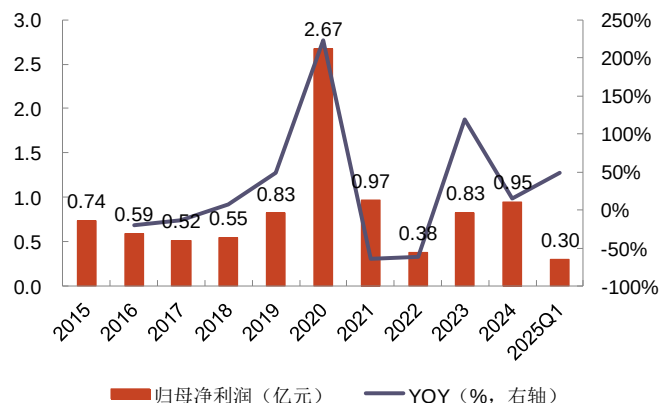
2015~2024 年公司收入、归母净利润复合增速分别为 17.7%、2.8%。其中，2020 年受新冠疫情影响，无纺布需求激增，公司收入和归母净利润均达到历史峰值，2021 和 2022 年逐步回落；2023 年湿法市场回暖（湿法为水刺非织造材料生产过程中的一种成网技术，其更环保、柔软、吸湿性强），公司收入/归母净利润分别同比增长 20.5%/119.1%；2024 年公司实现收入 22.4 亿元，同比增长 16.8%，归母净利润 9523 万元，同比增长 15.2%；2025Q1 收入和归母净利润分别同比增长 39.1%/48.6%。

图 1：2015 年~2025Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：2015 年~2025Q1 公司归母净利润及同比增速



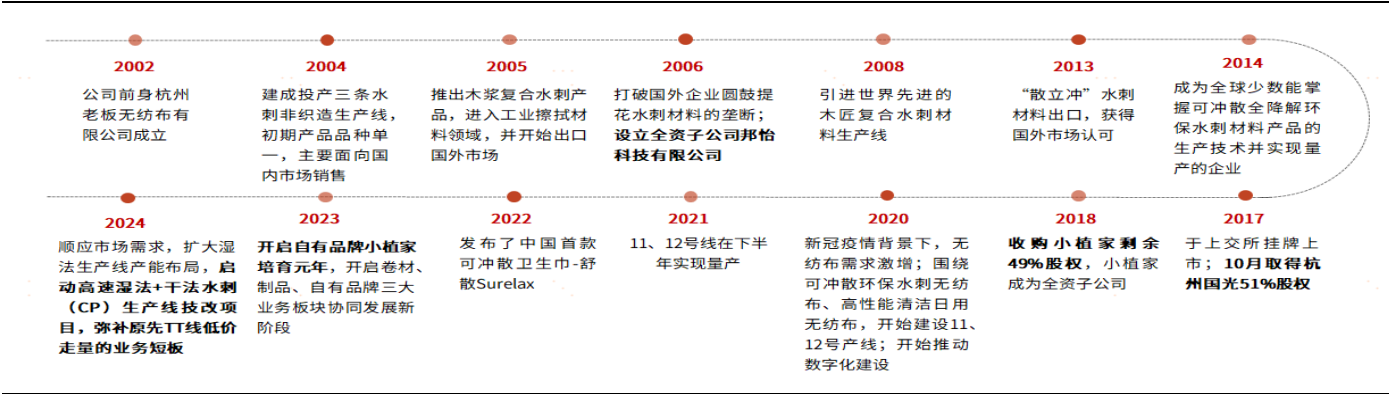
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司发展历程可以分为三个阶段：

- **卷材产线拓展阶段（2002~2008 年）**：公司在 2004~2008 年先后投产六条产线，从单一的 PVC 人造革基材和卫生材料拓展至包括木浆复合水刺材料、圆鼓提花水刺材料等的差异化格局，且由主要面向国内市场拓宽至面向国内外市场。另外，2006 年公司设立全资子公司邦怡科技，向产业链下游延伸，主要产品包括湿巾、干巾、功能性擦拭材料等多种类产品。
- **散立冲技术研发阶段（2009~2016 年）**：2009 年来，公司加大了对可冲散全降解环保水刺材料的研发投入，逐步突破技术瓶颈。2013 年“散立冲-Sanlyzox”可冲散全降解环保水刺材料正式出口国外市场，成为全球少数能掌握该产品的生产技术并实现量产的企业之一。
- **下游产业链拓展阶段（2017 年至今）**：2017 年公司收购杭州国光 51% 的股份，2018 年收购杭州神讯持有的小植家剩余 49% 的股份（此前于 2017 年公

司与杭州神讯合资成立子公司，打造小植家品牌，公司出资比例为 51%)，进一步拓展制品业务。2022 年再次突破技术瓶颈，引领行业发明了舒散-Surelax 可冲散卫生巾，成功全球首发上市。2023 年以来，公司开始对自有品牌小植家进行全面培植，通过小植家品牌与诺邦卷材及制品代加工的强强联合建立起小植家优秀产品力，公司打通上下游产业链，开启卷材、制品、自有品牌三大业务板块协同发展。

图 3：公司发展历程图



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

1.2 卷材、制品、自有品牌三大业务协同发展

公司产品分为水刺非织造材料和水刺非织造材料制品，后者包括 OEM 及自有品牌。公司生产的水刺非织造材料（卷材）主要应用于美容护理、工业用材、民用清洁和医用材料四大领域；水刺非织造材料制品（制品）包括多领域用途的干巾与湿巾。公司共有 11 条水刺生产线和 1 条研发试验线，覆盖干法梳理、湿法成型和干湿混合生产工艺，年产能近 8 万吨，覆盖从材料到 OEM 再到终端自有品牌的完整产业链。

表 1：公司的产品分类

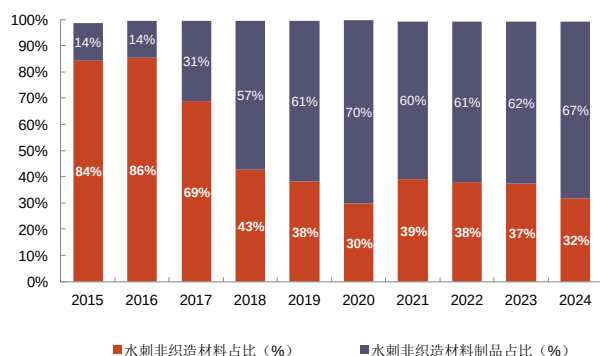
类别	主要产品分类	应用领域	产品示例
水刺非织造材料	美容护理类	面膜系列、干巾等的基材	
	民用清洁类	卫用抹布、除尘材料、普通湿巾材料及散立冲等湿巾材料	
	工业用材类	工业清洁、装饰材料、汽车用材、环保过滤材料、合成革基布等	
	医用材料类	医用防护材料、医用辅料等	
水刺非织造材料制品	干巾	美妆清洁、餐厨清洁、母婴清洁、厕卫清洁、家居清洁	
	湿巾	婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、卫生湿巾、功能性湿巾、消毒湿巾	

资料来源：公司公告、公司官网，光大证券研究所整理

近年来公司水刺非织造材料制品收入增速较快，占比呈提升趋势。2015~2024 年水刺非织造材料和水刺非织造材料制品收入年复合增速分别为 5.6%/39.8%，2024 年二者收入占比分别为 31.7%/67.5%。

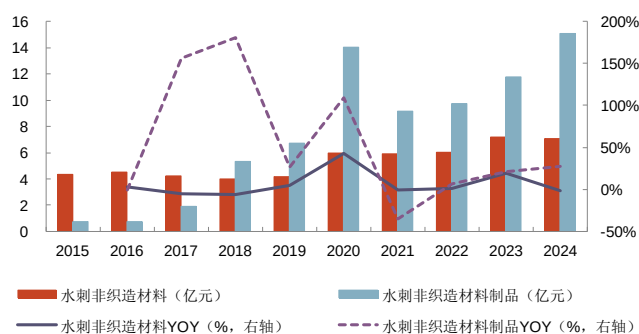
其中，2017 和 2018 年制品收入实现翻倍增长，分别同比增长 156.4%/180.7%，主要系自 2017 年 10 月起杭州国光纳入合并报表贡献收入。2023 年公司积极开拓湿法生产线可冲散材料大客户大订单，增加双 TT 线海外业务订单量，推动卷材收入同比增长 19.2%，制品业务收入同比增长 21.4%。2024 年卷材业务受产线技改停产影响，收入同比下滑 1.2%，制品业务收入同比增长 27.8%，其中自有品牌小植家收入同比增长 80.6%。2025Q1 卷材和制品收入分别同比增长约 30%、超 40%。

图 4：2015~2024 年公司分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 5：2015~2024 年公司分产品营业收入及同比增速

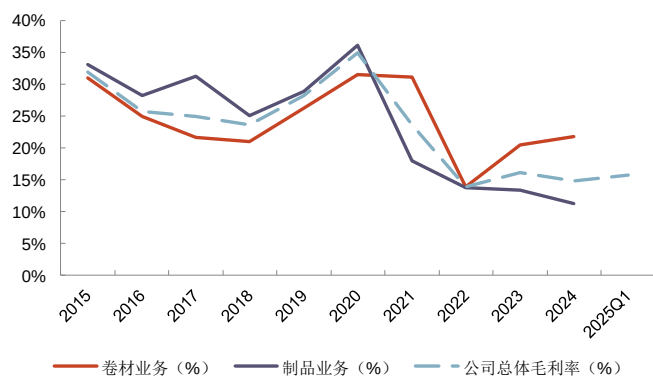


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

毛利率方面，2020 年受新冠疫情影响，公司卷材和制品毛利率均明显提升，随后有所下降。其中，伴随着差异化和可冲散材料占比提升，卷材业务毛利率 2023 年以来出现回升，2024 年达到 21.8%。制品业务方面，国光此前为提升市占率，价格有一定牺牲，故 2021~2024 年毛利率呈逐年下降趋势，2024 年制品业务毛利率为 11.3%。**公司总体毛利率 2024 年为 14.8%，2025 年开始国光进行转型，提升高毛利率客户占比，进而推动公司整体毛利率提升，2025Q1 公司毛利率达 15.7%。**

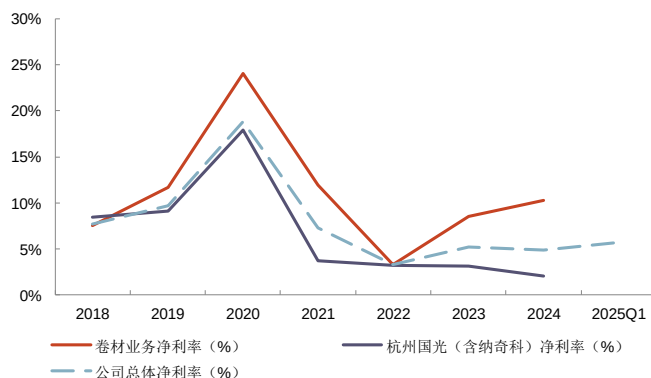
净利率方面，卷材净利率高于制品业务（以国光为主），2024 年卷材和国光净利率为 10.3%、2.1%。公司总体净利率 2024 年为 4.9%，2025Q1 提升至 5.7%。

图 6：2015 年~2025Q1 公司整体以及分产品毛利率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 7：2018 年~2025Q1 公司整体以及分产品净利率走势

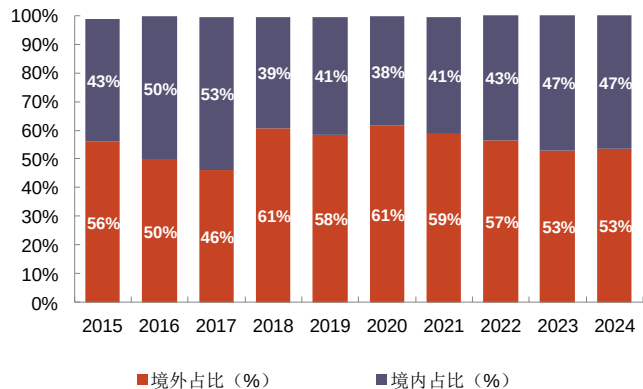


注：卷材业务净利率根据公司净利润减去子公司（国光、邦怡科技、小植家）净利润进行粗略计算

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

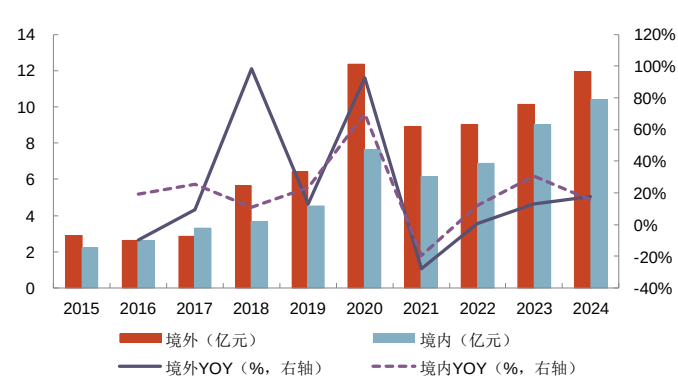
公司产品分为内外销，其中外销收入占比较高。2024 年公司境外和境内收入占比分别为 53.4%/46.6%（其中美国占公司总收入的比重约 15%），2015~2024 年境外和境内收入年复合增速分别为 17.1%/18.9%，2024 年境外和境内收入分别同比增长 17.8%/15.7%。

图 8：2015~2024 年公司分地区营业收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

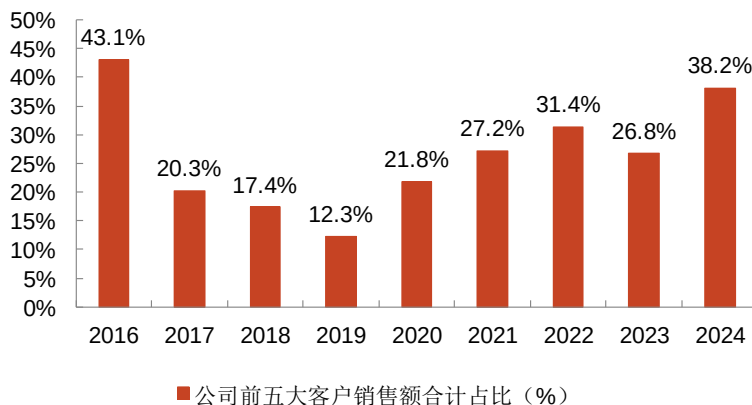
图 9：2015~2024 年公司分地区营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2019 年以来公司客户集中度整体呈提升趋势，2024 年前五大客户销售额合计占比为 38.2%，同比提升 11.4PCT。

图 10：2016~2024 年公司前五大客户销售额合计占比

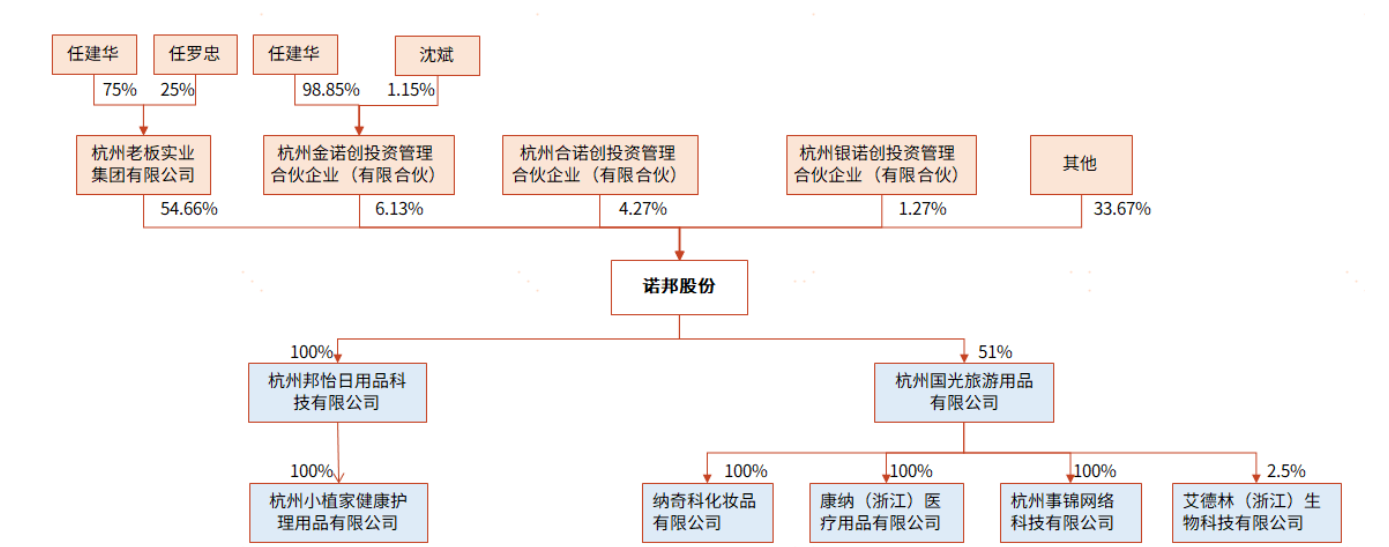


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.3 大股东为杭州老板实业集团

公司实际控制人为任建华，截至 2025 年 3 月 31 日，其通过杭州老板实业集团和杭州金诺创投合计持有公司股份比例为 47.05%，老板集团及诺邦股份中高层管理人员通过杭州合诺创、银诺创合计持股比例为 5.54%。另外，公司高管团队深耕行业多年，经验丰富，任建华任董事长，龚金瑞任总经理。

图 11：股权结构图（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

表 2：公司高管履历

姓名	职位	出生年份	专业背景及工作经验
任建华	董事长	1956 年	历任余杭红星五金厂供销科长、厂长，杭州老板实业集团有限公司董事长、总经理兼党支部书记，杭州老板家厨卫有限公司董事长兼总经理。现任杭州诺邦无纺股份有限公司、杭州老板实业集团有限公司、杭州老板电器股份有限公司、杭州国光旅游用品有限公司、杭州安泊家居有限公司董事长，杭州名气电器有限公司执行董事兼总经理，杭州老板富创投资管理有限公司执行董事兼总经理，杭州城市花园酒店有限公司副董事长、浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司、杭州东明山森林公园有限公司，杭州邦怡日用品科技有限公司执行董事，杭州金创投资有限公司执行董事兼总经理，杭州金诺创投资管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人；临平区第一届人大代表。
龚金瑞	董事、总经理	1971 年	历任杭州育豪水刺布有限公司总经理助理，宁波育豪水刺布有限公司总经理助理，锦江水刺布有限公司总经理助理，余杭思进无纺布有限公司总经理助理，杭州诺邦无纺股份有限公司副总经理、董事会秘书。现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事、总经理。
任建永	董事、副总经理	1969 年	曾在余杭县红星五金厂、杭州老板实业集团有限公司工作。现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事、副总经理，杭州老板实业集团有限公司董事，杭州邦怡日用品科技有限公司监事，杭州小植家健康护理用品有限公司执行董事兼总经理。
傅启才	董事、副总经理	1970 年	1998 年创立杭州国光旅游用品有限公司，任总经理至今。现任杭州国光旅游用品有限公司董事兼总经理，杭州诺邦无纺股份有限公司董事、副总经理，浙江省卫生用品商会副会长。
朱力伟	董事会秘书	1989 年	历任杭州老板电器股份有限公司董事长秘书、战略发展部部长助理、证券投资部部长，现任杭州福斯达深冷装备股份有限公司监事会主席，杭州蕙勒智能科技有限公司监事会主席，杭州朱炳仁铜艺股份有限公司监事，杭州国光旅游用品有限公司监事会主席，杭州诺邦无纺股份有限公司董事会秘书。
张长春	财务总监	1981 年	历任宏讯电子工业(杭州)有限公司成本经理，顿力集团有限公司成本经理，祐康食品（杭州）有限公司财务经理，明康汇生态农业集团有限公司财务经理，杭州诺邦无纺股份有限公司财务经理。现任杭州诺邦无纺股份有限公司财务负责人。

资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

2、水刺无纺布景气度高，应用场景丰富

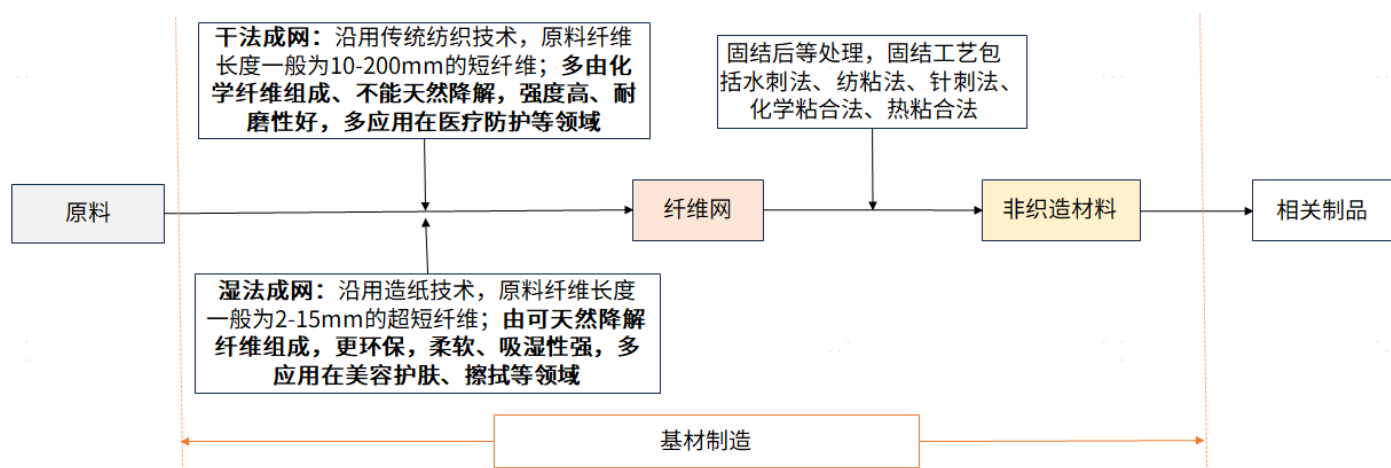
水刺无纺布产品由于透气、柔软、质轻、抗菌等特性，大量应用于湿巾、家用擦拭材料等需求量较大的“一次性消费品”市场以及美容护肤品市场，同时其在无纺布市场中渗透率呈逐步提升趋势，行业景气度高。

2.1 水刺无纺布渗透率逐步提升，行业集中度不高

水刺无纺布强度高、韧性好。无纺布是缠结的纤维或长丝通过各种机械的、热的和（或）化学的方法固结而成的片状或网状织物，其按照产品生产工艺不同主要分为水刺、纺粘、针刺、化学粘合、热粘合等方法。

其中，水刺法又称射流喷网固结法，即在干法梳理及湿法成网的基础上，通过细微的水柱形高压水针作用于纤维，使纤维与纤维之间相互充分缠结，在不添加任何化工粘合原料的前提下，依靠纤维相互缠结的抱合力，即可制得高强、坚韧的非织造材料产品，具有舒适性、安全性、卫生性、以及高强度、软手感、功能多等优点。

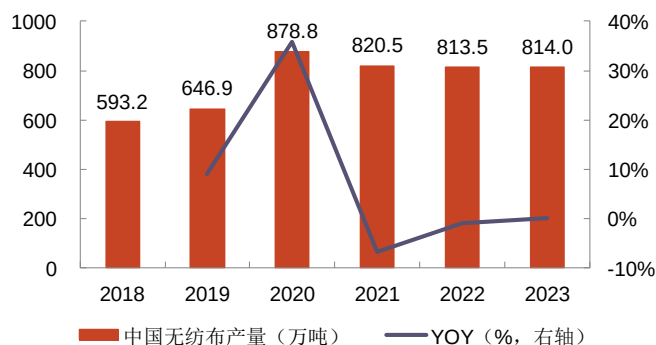
图 12：无纺布工艺流程



资料来源：诺邦股份招股说明书，光大证券研究所整理

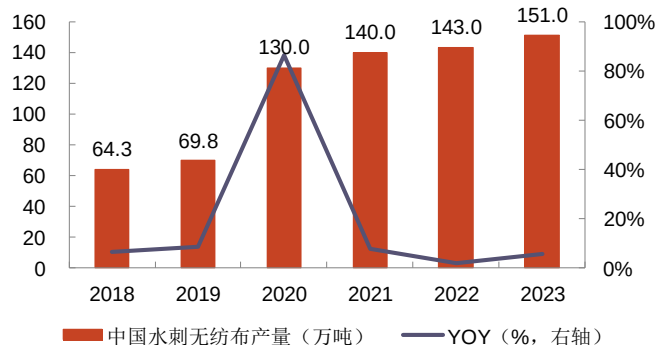
在无纺布行业中，水刺无纺布渗透率呈提升趋势。2023 年中国无纺布产量约为 814.0 万吨，2018~2023 年年复合增速为 6.5%。其中，水刺无纺布产量 2018~2023 年年复合增速为 18.6%，渗透率呈逐步提升趋势，2023 年产量为 151.0 万吨，渗透率为 18.6%，较 2018 年提升 7.7PCT。水刺无纺布产品由于透气、柔软、质轻、抗菌等特性，大量应用于湿巾、家用擦拭材料等需求量较大的“一次性消费品”市场以及美容护肤品市场，近年来需求量呈提升趋势。

图 13: 2018~2023 年中国无纺布产量及同比增速



资料来源: 中商情报网、中国产业用纺织品协会, 光大证券研究所整理

图 14: 2018~2023 年中国水刺无纺布产量及同比增速



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

行业呈区域聚集情况, 集中度不高。我国无纺布产业链呈现聚集化发展, 主要聚焦在我国东部沿海一带, 以长三角和珠三角地区为主。行业内多数企业规模较小, 技术研发实力薄弱, 主要依靠外来生产线设备生产大量低端同质化产品, 整体集中度不高。其中, 已上市的代表公司包括金春股份、诺邦股份、稳健医疗、欣龙控股, 我们测算来看, 2023 年上述四家代表公司市占率均在 1% 左右, 可以看出头部企业的市占率相对较低。

表 3: 四家无纺布上市公司产能及市占率

公司名称	2023 年产能	市占率
金春股份	9.7 万吨	1.2%
诺邦股份	近 8 万吨	1.0%
稳健医疗 (全棉水刺无纺布)	5.4 万吨	0.7%
欣龙控股	4.0 万吨	0.5%

资料来源: 各公司年报, 光大证券研究所整理

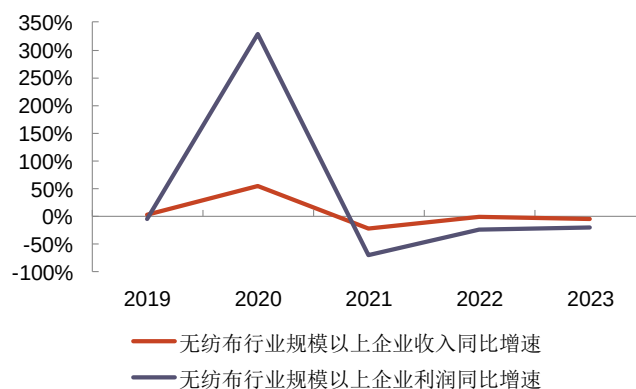
回顾近年来无纺布行业规模以上企业收入及利润表现,2020 年新冠疫情影响下, 行业收入和利润实现快速增长, 分别同比+54.0%/+328.1%; 2021 年受防疫物资相关需求回落以及高基数影响, 收入及利润同比分别-22.2%/-69.8%; 2022 及 2023 年, 行业收入分别同比-0.7%/-5.2%, 利润分别同比-24.9%/-19.1%, 利润端承压主要系市场竞争加剧, 产品价格下行, 以及原材料成本波动等因素影响。

图 15: 2023 年中国无纺布企业分布图



资料来源: 前瞻产业研究院

图 16: 2019~2023 年无纺布规模以上企业收入及利润同比增速



资料来源: 公司年报、中国产业用纺织品行业协会, 光大证券研究所整理

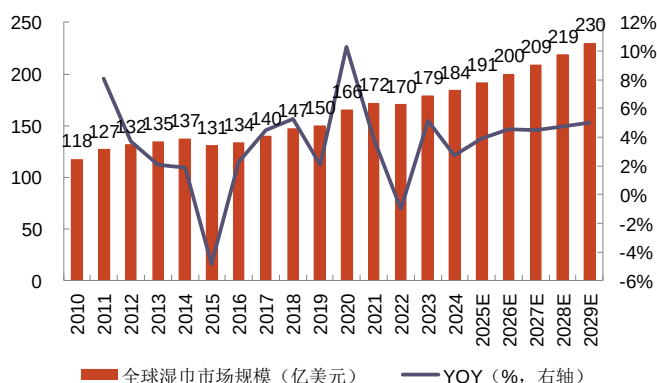
2.2 湿巾/口含烟等发展较快，水刺无纺布需求量大

水刺无纺布的应用领域较其他生产工艺更为广泛、环保，产品门类丰富，具备透气、柔软、轻质、抗菌、环保等性能，大量应用于湿巾、家用擦拭材料及美容护肤市场。另外，随着新型口含烟的兴起，水刺无纺布亦可应用在烟袋中。

中国湿巾市场 24~29 年规模 CAGR 为 5.0%，化妆湿巾/湿厕纸增速预计较快

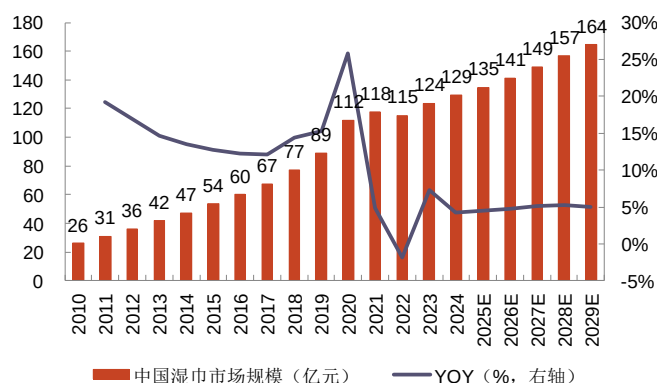
中国湿巾市场空间大，景气度较高。根据 Euromonitor，按零售额计，2024 年全球湿巾市场规模为 184.0 亿美元，2019~2024 年年复合增速为 4.2%，2024~2029 年年复合增速为 4.6%。其中，中国市场景气度较高，2024 年中国湿巾市场规模为 129.2 亿元，2019~2024 年年复合增速为 7.7%，预计 2029 年规模将达到 164.5 亿元，2024~2029 年年复合增速为 5.0%。中国湿巾市场仍有较大发展空间，2024 年规模仅约为美国的 27.6%、西欧的 47.5%。

图 17：2010 年~2029E 全球湿巾市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 统计及预测，光大证券研究所整理

图 18：2010 年~2029E 中国湿巾市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 统计及预测，光大证券研究所整理

分类别来看，2019~2024 年中国湿厕纸/浸渍湿巾/化妆湿巾市场规模年复合增速位列前三名，分别为 50.4%/11.1%/10.6%；预计 2024~2029 年化妆湿巾市场规模增速较快，年复合增速为 10.5%，湿厕纸为 8.7%。

表 4：中国不同类别湿巾规模及复合增速

湿巾分类	2024 年市场规模 (亿元)	2019-2024CAGR	2024-2029CAGR
通用湿巾	45.2	9.1%	7.0%
婴儿湿巾	39.9	-4.6%	-3.4%
湿厕纸	36.3	50.4%	8.7%
化妆湿巾	6.9	10.6%	10.5%
浸渍湿巾	0.8	11.1%	6.3%
干静电湿巾	0.1	4.5%	2.2%

资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

口含烟市场：新兴产品发展迅速

口含类尼古丁产品主要可以分为两大类：1) 传统口含烟，例如鼻烟、湿鼻烟、烟草片等等，其由烟草制成；2) 新型口含烟，如尼古丁袋，其是无烟气烟草中比较重要的一类产品，使用新型口含尼古丁袋减少了烟草燃烧时加热裂解产生的有害物质，同时能够在如室内、飞机上等禁止吸烟的场合使用。新型口含烟外部所包裹的口含袋即为无纺布制成。

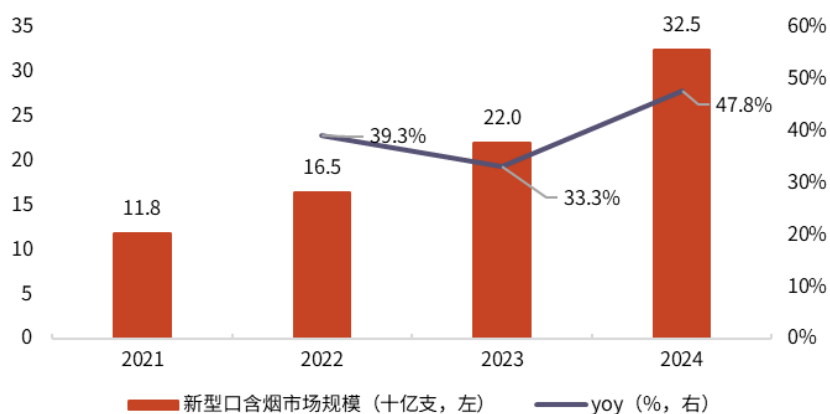
图 19：新型口含烟（尼古丁袋）



资料来源：电子烟微信公众号

新型口含烟整体市场规模快速增长。我们测算 2024 年全球新型口含烟市场规模（按销售量计）达到 325 亿支，同比增长 47.8%，相比 2021 年的 118 亿支增长 174.3%，2021 年至 2024 年的 CAGR 达到 40.0%，整体呈现高速增长的趋势。

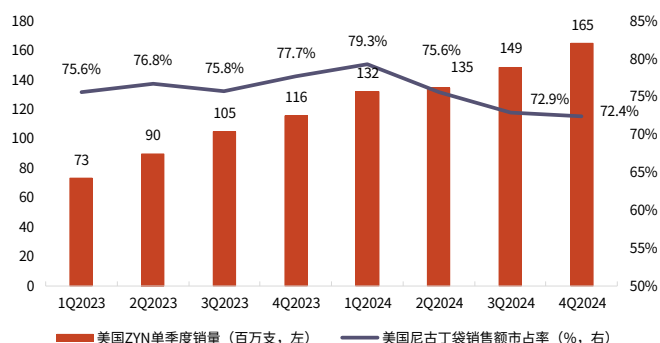
图 20：新型口含烟市场规模快速增长



资料来源：BAT 公司公告，光大证券研究所测算

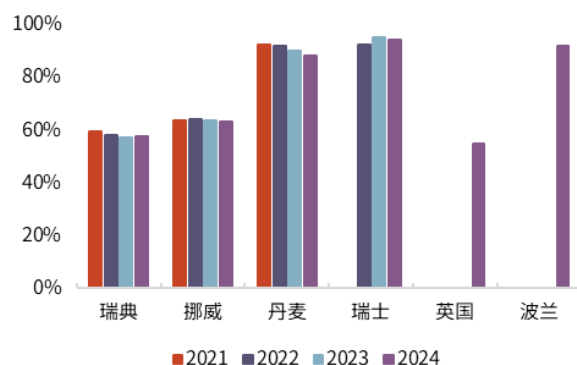
新型口含烟市场主要由烟草大厂占据。例如美国的新型口含烟市场主要由 PMI (Philip Morris International, 头部烟草公司) 旗下的 ZYN 品牌占领，4Q2024 公司 ZYN 品牌在美国销量 1.65 亿支，同比增长 42.2%，2024 年按销售额计的市占率（新型口含烟品类）达到 72.4%；除美国外的欧洲及美洲市场主要由 BAT 旗下的 Velo 品牌占据，2024 年 Velo 在 AME（除美国外美洲和欧洲）区域市占率（按销售量计）达到 64.7%，在波兰、瑞士、丹麦的市占率均超过 80%。

图 21：美国市场以 PMI 旗下 ZYN 品牌为主



资料来源：PMI（国际头部烟草公司）公司公告，光大证券研究所整理

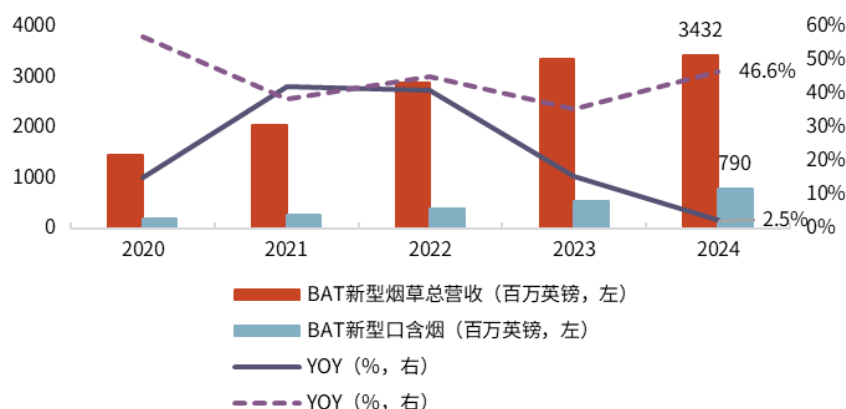
图 22：Velo 在多个国家市占率超 80%



资料来源：BAT（国际头部烟草公司）公司公告，光大证券研究所整理

由于对传统香烟和电子烟、加热烟草的监管收紧，叠加口含烟不存在气味问题，私密性更强，口含烟受欢迎程度持续提升。例如 2024 年 PMI 口含烟产品销量 10.2 亿支，同比增长 27.8%，增速高于其 HNB 烟弹的 11.6%；英美烟草 2024 年新型口含烟的收入同比增长 46.6%，亦高于整体新型烟草收入的增速 2.5%。

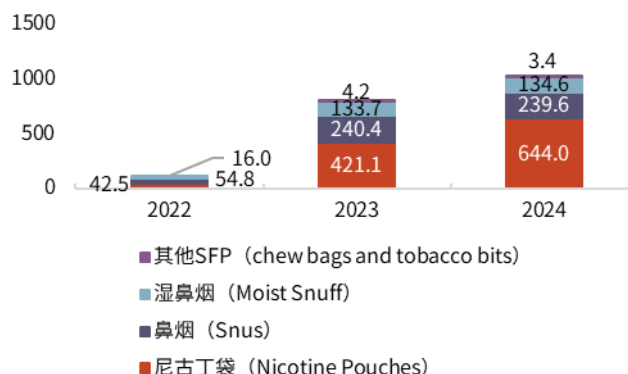
图 23：口含类产品受欢迎程度提升



资料来源：BAT 公司公告，光大证券研究所

从结构来看，新型口含烟占比显著提升。2024 年，PMI 旗下尼古丁袋的销量达到 6.4 亿支，同比提升 52.9%，显著高于整体口含产品增速 27.8%；尼古丁袋销量占整体口含产品的比例也从 2022 年的 37.5% 提升 25.5pct 至 63.0%。

图 24：PMI 尼古丁袋销量快速增长（百万支）



资料来源：PMI 公司公告，光大证券研究所整理

3、卷材产线完善先进，技术创新能力突出

公司现有十一条水刺生产线和一条研发试验线，覆盖干法梳理、湿法成型和干湿混合等生产工艺，年生产能力近 8 万吨。公司研发创新中心场地占地面积约 3000 平方米，是国内非织造行业首个企业级技术研发中心。其独立于公司生产之外，仅用于新产品、新设备的技术研发，满足了非织造材料的开发、后整理研究、工艺技术研究以及基础学科研究 4 个方面的研发需求。截至 2024 年，公司已累计获得授权专利 274 项，其中发明专利 72 项，专利数量尤其是发明专利数量居于行业领先地位。2018 年公司高端复合水刺材料研究院被认定为省级企业研究院。

长期以来公司精益求精，追求卓越，在高端市场，公司 2023 年再次实现散立冲产品的技术性跨越，成功达到并超过美国 IWSFG 可冲散标准（全球最高可冲散标准），目前诺邦股份是中国唯一一家可批量化生产可冲散材料并供应美国的公司。其在 100%可冲散和 100%可生物降解的基础上实现湿态强度、厚度、安全环保等各项性能指标位居世界前列，提升使用体验。同时 2024 年公司速散四代（美标）正式推出后快速推向市场，分散性显著优于同类美标竞品。**在中低端市场**，产品竞争激烈，公司调整湿法产品结构与产品售价，以高性价比赢得客户订单。

2024 年公司完成高速湿法+干法水刺（CP）生产线技改项目，其使用更高比例的木浆纤维，天然具备成本优势，该项目已顺利接单生产，弥补了原先 TT 线低价走量的业务短板，进一步打开了湿法线产能空间，为公司增加湿法订单接单创造条件。此外，2024 年末启动新一轮老线技改项目，要求特别融入公司独有的水刺工艺技术，推动生产线向高端化、智能化、绿色化、融合化方向迈进，预计新湿法生产线将成为国内产能最大的生产线，大幅提升公司供应能力、降低单位生产成本，加强公司高端产品竞争力，提升市场份额。

口含烟方面，公司正在进行产品打样，其毛利率较高，未来若实现量产，将带动公司盈利能力提升。

表 5：公司生产线（截至 2024 年末）

线别	主要产品
2	工业清洁布、医用防护材料、医用辅料等
3	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等
4	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等
5	湿巾材料、工业清洁布、医用护理材料材料、医用敷料等
6	湿巾材料、卫用抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料等
7	散立冲等湿法产品
8	湿法、干法及干湿混合生产线，推出 CBS 干湿复合水刺材料（18 年技改完成）
10	水刺复合非织造材料
11	水刺复合非织造材料
12	散立冲等湿法产品
13	散立冲等湿法产品

资料来源：公司年报、诺邦股份官方微信公众号，光大证券研究所整理

图 25：公司高端复合水刺材料研究院被认定为省级企业研究院

2018 年新认定省级企业研究院名单

序号	研究院名称	依托企业	市	县（市、区）
1	浙江省德思无卤阻燃技术研究院	杭州德思阻燃化工有限公司	杭州市	上城区
2	浙江省联合工程智能工厂设计研究院	中国联合工程股份有限公司	杭州市	下城区
3	浙江省世创电子智能配电网技术研究院	杭州世创电子技术股份有限公司	杭州市	拱墅区
4	浙江省元成资源与环境研究院	元成环境股份有限公司	杭州市	江干区
5	浙江省华云智能电网技术研究院	浙江华云信息科技有限公司	杭州市	西湖区
6	浙江省集智机电平衡智能测试及修正技术研究院	杭州集智机电股份有限公司	杭州市	西湖区
7	浙江省咪咕数媒全媒体研究院	咪咕数字传媒有限公司	杭州市	西湖区
8	浙江省时趣大型电商平台支撑技术研究院	杭州时趣信息技术有限公司	杭州市	西湖区
9	浙江省中控信息智慧交通创新研究院	浙江浙大中控信息技术有限公司	杭州市	滨江区
10	浙江省远望信息安全研究院	浙江远望信息技术有限公司	杭州市	滨江区
11	浙江省邦盛大数据实时智能分析技术研究院	浙江邦盛科技有限公司	杭州市	滨江区
12	浙江省中科微北斗导航技术研究院	杭州中科微电子有限公司	杭州市	滨江区
13	浙江省当虹智能视频研究院	杭州当虹科技股份有限公司	杭州市	滨江区
14	浙江省网新恒天智慧金融和人工智能研究院	浙江网新恒天软件有限公司	杭州市	滨江区
15	浙江省天地人物联网研究院	浙江天地人科技有限公司	杭州市	滨江区
16	浙江省鸿基智能车联网研究院	杭州鸿基车联网技术股份有限公司	杭州市	滨江区
17	浙江省德联绿色节能工业锅炉物联网研究院	杭州德联科技股份有限公司	杭州市	滨江区
18	浙江省光云软件服务研究院	杭州光云科技股份有限公司	杭州市	滨江区
19	浙江省博雷高性能阀门及控制系统研究院	博雷（中国）控制系统有限公司	杭州市	萧山区
20	浙江省永福集团高性能永磁材料研究院	杭州永福集团有限公司	杭州市	萧山区
21	浙江省红旗摩擦材料研究院	杭州萧山红旗摩擦材料有限公司	杭州市	萧山区
22	浙江省杭可大容量锂电化成分设备研究院	浙江杭可科技股份有限公司	杭州市	萧山区
23	浙江省中德智能传动设备研究院	杭州中德传动设备有限公司	杭州市	萧山区
24	浙江省杭申智能电气研究院	杭州之江开美股份有限公司	杭州市	萧山区
25	浙江省星华反光高性能功能反光材料研究院	杭州星华反光材料股份有限公司	杭州市	余杭区
26	浙江省诺邦股份高端复合水刺材料研究院	杭州诺邦无纺股份有限公司	杭州市	余杭区
27	浙江省杭奥低温容器与航天环境模拟设备研究院	杭州杭奥低温容器有限公司	杭州市	余杭区
28	杭州国能汽轮机工程技术研究院	杭州国能汽轮机工程有限公司	杭州市	余杭区
29	浙江省宝晶生物有机酸生物合成研究院	杭州宝晶生物股份有限公司	杭州市	余杭区
30	浙江省汉尔姆装配式建筑设计研究院	汉尔姆建筑科技有限公司	杭州市	余杭区
31	浙江省特正智能链传动系统研究院	杭州特正科技股份有限公司	杭州市	余杭区
32	浙江省四通新型高性能纤维材料研究院	浙江四通新材料科技股份有限公司	杭州市	余杭区

资料来源：诺邦股份官方微信公众号

图 26：公司技术专利



资料来源：诺邦股份官网

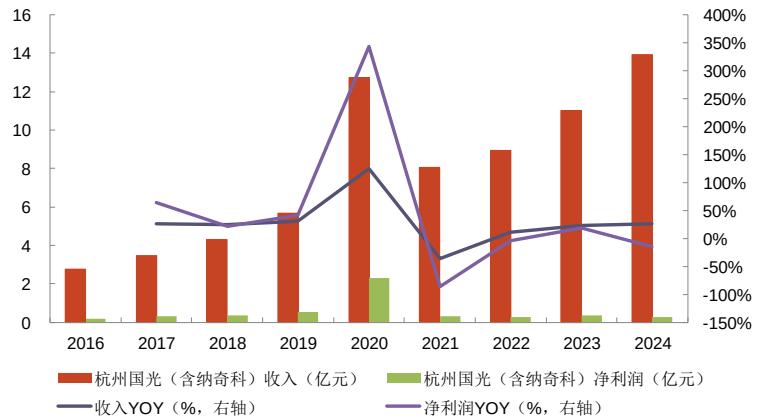
4、国光具备品牌优势，小植家积极发力

湿巾业务方面，公司控股子公司杭州国光，是国内湿巾产品线最齐全的生产商之一。其产品覆盖婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、卫生湿巾、功能性湿巾、消毒湿巾六大品类。2016~2024 年杭州国光收入/净利润年复合增速为 22.4%/5.9%，2024 年收入/净利润分别为 13.9 亿元/2880 万元，分别同比 +26.6%/-15.2%，**2025Q1 收入同比增长超 40%，净利润同比增长约翻倍。**

2024 年杭州国光继续稳固海外市场，大力开拓国内市场，在深化与沃尔玛、金红叶集团、山姆会员店、麦德龙、屈臣氏、金佰利等原有国际大客户合作的同时，努力开发出一批新客户，如胖东来、无印良品、恒安集团等，国内销售占比进一步提升。其湿巾生产规模位居行业前列，国光旗下子公司纳奇科生产面积达 22

万平方米，年产医用护理系列产品 5000 万包、湿巾系列 9700 万包、保湿护肤面膜 2500 万片。

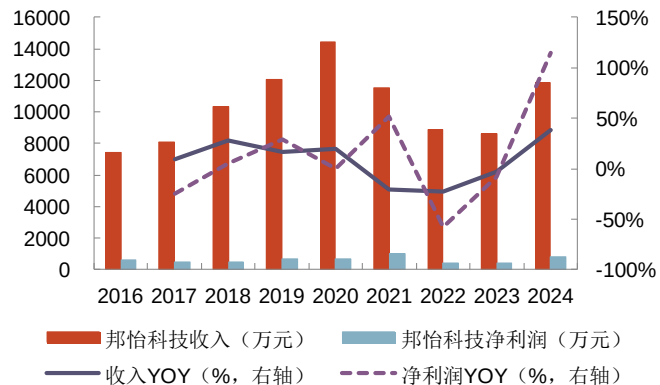
图 27：2016~2024 年杭州国光（含纳奇科）收入及净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

干巾业务方面，公司全资子公司邦怡科技主要从事非织造材料制品的研发和生产加工业务，主要产品包括干巾、功能性擦拭材料等多种类产品。2024 年其实现收入 1.2 亿元，同比增长 38.4%，实现净利润 834 万元，同比增长 115.2%。

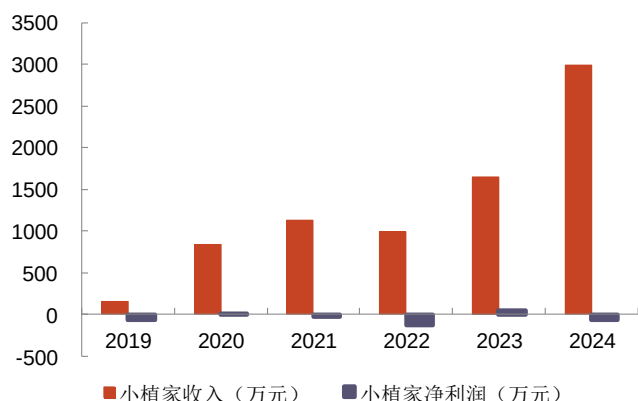
图 28：2016~2024 年邦怡科技收入及净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

自有品牌方面，公司 2023 年开始对小植家进行全面培植，开启自有品牌小植家的元年。2024 年其实现收入 2985 万元，同比增长 80.6%，净利润亏损 62 万元。品类方面，推出以诺邦散立冲专利技术为主要卖点的湿厕纸系列产品以及独有木芯纺材料的厨房清洁系列两大主推系列，并扩展美妆清洁、母婴护理等产品类型，丰富产品矩阵。渠道方面，以平台电商天猫、京东为主要销售渠道，开设旗舰店、分销店、品类专营店等方式增加销售量，重点推进电商抖音、快手、小红书等新媒体渠道建设。同时线下渠道深耕商超、母婴店。

图 29：2019~2024 年小植家收入及净利润



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 30：小植家天猫官方旗舰店主销商品



资料来源：天猫官方旗舰店，光大证券研究所整理

5、盈利预测与估值

5.1 关键假设及盈利预测

收入：分品类来看，水刺非织造材料方面，2024 年受产线技改停产影响卷材业务收入有所下滑，2024Q4 该产线已技改完成、实现投产，用于生产差异化材料；2025 年亦将有一条新产线投产，用于生产可冲散材料，公司产能呈逐步扩张趋势，我们预计 2025~2027 年公司水刺非织造材料收入同比增速分别为 16.50%/18.00%/15.50%；**水刺非织造材料制品方面**，随着杭州国光切入山姆，其他零售商亦被吸引，如胖东来、永辉超市等，未来增长可期；自有品牌小植家凭借突出的产品力亦在快速发展，综合来看，我们预计 2025~2027 年公司水刺非织造材料制品收入同比增速分别为 17.85%/18.27%/16.71%。预计公司总收入同比增速分别为 17.31%/18.09%/16.25%。

毛利率：分品类来看，水刺非织造材料方面，公司附加值较高的差异化和可冲散材料占比逐步提升，常规材料占比将有所下降，在产品结构变化下，水刺非织造材料毛利率将逐步提升，预计 2025~2027 年分别为 21.87%/21.97%/22.07%；**水刺非织造材料制品方面**，2025Q1 国光高毛利率客户占比已实现提升，带动其利润同比增长约翻倍，未来国光将注重经营质量，提升高毛利率客户比重，我们预计水刺非织造材料制品 2025~2027 年毛利率为 11.58%/11.83%/12.07%。综合来看，预计公司整体毛利率为 14.98%/15.16%/15.32%。

费用率：预计公司销售相对平稳，管理费用率呈稳中有降趋势，研发及财务费用率稳中有升，我们预计公司 2025~2027 年销售费用率分别为 2.76%/2.76%/2.76%，管理费用率分别为 2.95%/2.94%/2.93%；研发费用率分别为 3.49%/3.50%/3.51%，财务费用率分别为 -0.79%/-0.69%/-0.61%。

综上，我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 26.24/30.99/36.02 亿元，分别同比增长 17.31%/18.09%/16.25%；归母净利润分别为 1.12/1.36/1.63 亿元，分别同比增长 17.61%/21.35%/19.80%；EPS 分别为 0.63/0.77/0.92 元。

表 6：诺邦股份收入分业务预测

分品类	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
水刺非织造材料	收入 (亿元)	7.18	7.09	8.27	9.75	11.26
	YOY	19.15%	-1.18%	16.50%	18.00%	15.50%
	毛利率	20.41%	21.77%	21.87%	21.97%	22.07%
水刺非织造材料制品	收入 (亿元)	11.80	15.09	17.78	21.03	24.54
	YOY	21.44%	27.84%	17.85%	18.27%	16.71%
	毛利率	13.39%	11.31%	11.58%	11.83%	12.07%
收入 (亿元)		19.15	22.37	26.24	30.99	36.02
YOY		20.47%	16.81%	17.31%	18.09%	16.25%
归母净利润 (亿元)		0.83	0.95	1.12	1.36	1.63
YOY		119.07%	15.22%	17.61%	21.35%	19.80%
毛利率		16.16%	14.80%	14.98%	15.16%	15.32%
销售费用率		2.57%	2.76%	2.76%	2.76%	2.76%
管理费用率		3.71%	2.96%	2.95%	2.94%	2.93%
研发费用率		4.26%	3.48%	3.49%	3.50%	3.51%
财务费用率		-0.67%	-1.15%	-0.79%	-0.69%	-0.61%
归母净利率		4.32%	4.26%	4.27%	4.39%	4.52%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.2 相对估值

横向对比可比公司，我们选取 A 股代表上市公司，分别为全棉水刺无纺布龙头稳健医疗、卫生用品龙头百亚股份、生活用纸龙头中顺洁柔。在 Wind 一致预期下，2025~2027 年可比公司 PE 估值的平均水平分别为 33/27/23 倍，而诺邦股份 PE 估值分别为 25/21/17 倍，低于可比公司平均水平，具备一定的性价比。

考虑公司在水刺无纺布行业头部地位突出，可冲散材料具备稀缺性差异化优势，同时其卷材和制品业务稳步增长，经营质量逐步提升，口含烟亦正在打样阶段，有望贡献新增长引擎，我们给予公司 2025 年 33 倍 PE，目标价为 20.82 元。

表 7：诺邦股份可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE			24~27 年 3 年 归母净利润 CAGR
				23A	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
300888.SZ	稳健医疗	284.64	48.88	0.98	1.19	1.78	2.12	2.52	28	23	19	28%
003006.SZ	百亚股份	137.16	31.92	0.56	0.67	0.87	1.14	1.45	37	28	22	29%
002511.SZ	中顺洁柔	93.45	7.23	0.26	0.06	0.20	0.24	0.25	36	31	29	61%
同业平均		—	—	—	—	—	—	—	33	27	23	—
603238.SH	诺邦股份	28.42	16.01	0.47	0.54	0.63	0.77	0.92	25	21	17	20%

注：诺邦股份2025~2027年EPS为光大证券研究所预测，可比公司EPS为Wind一致预期，股价时间为2025-05-23

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5.3 绝对估值

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**公司发展已进入稳定增长阶段，假设长期增长率为 1.50%；
- 2、β值选取：**采用申万二级行业分类-纺织制造的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：**公司作为高新技术企业，符合条件的研发费用可以抵扣部分所得税，可以享有较低的所得税率，我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 10%。

表 8：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	1.68%
β ($\beta_{levered}$)	1.62
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	8.68%
税率	10.00%
Kd	5.90%
Ve	3349.14
Vd	86.41
目标资本结构	2.52%
WACC	8.61%

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	597.05	15.32%
第二阶段	1158.34	29.73%
第三阶段 (终值)	2140.90	54.95%
企业价值 AEV	3896.29	100.00%
加：非经营性净资产价值	437.07	11.22%
减：少数股东权益 (市值)	507.22	-13.02%
减：债务价值	86.41	-2.22%
总股本价值	3739.72	95.98%
股本 (百万股)	177.51	
每股价值 (元)	21.07	
2025 年 PE (隐含)	33.39	
2025 年 PE (动态)	25.38	

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.61%	23.08	24.17	25.43	26.93	28.71
8.11%	21.15	22.05	23.08	24.28	25.69
8.61%	19.48	20.22	21.07	22.04	23.18
9.11%	18.01	18.63	19.33	20.14	21.06
9.61%	16.71	17.24	17.83	18.49	19.26

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：各类绝对估值法结果汇总表 (元)

估值方法	估值结果	估值结果	敏感度分析区间
FCFF	21.07	16.71~28.71	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
APV	20.91	16.43~28.81	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所预测

公司 FCFF 和 APV 估值结果分别为 21.07 元和 20.91 元，平均值为 20.99 元，对应 2025 年 PE 约为 33 倍。

5.4 估值结论

公司为国内水刺无纺布头部企业，长期具备工匠精神。水刺无纺布强度高、韧性好，其在无纺布行业中的渗透率呈提升趋势，且下游应用场景丰富，如湿巾/口含烟等市场规模增速较快。公司卷材、制品、自有品牌三大业务协同发展，2024 年及 2025Q1 业绩表现均较为亮眼，其中，公司卷材产线完善先进，附加值高的差异化和可冲散产线产能稳步扩张；国光具备品牌优势，逐步切入高毛利率客户，实现高质量增长；小植家背靠公司技术，品牌积极扩张。

我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 26.24/30.99/36.02 亿元，分别同比增长 17.31%/18.09%/16.25%；归母净利润分别为 1.12/1.36/1.63 亿元，分别同比增长 17.61%/21.35%/19.80%；EPS 分别为 0.63/0.77/0.92 元，PE 分别为 25/21/17 倍，综合相对估值和绝对估值的平均结果，我们给予公司目标价为 20.90 元（对应 25 年 PE 约为 33 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,915	2,237	2,624	3,099	3,602
营业收入增长率	20.48%	16.80%	17.31%	18.09%	16.25%
归母净利润（百万元）	83	95	112	136	163
归母净利润增长率	119.07%	15.22%	17.61%	21.35%	19.80%
EPS（元）	0.47	0.54	0.63	0.77	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.08%	6.80%	7.68%	8.86%	10.03%
P/E	34	30	25	21	17
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-23

6、风险分析

贸易政策不利变化的风险

公司出口产品主要销往东南亚、欧洲、美洲等地区，公司外销收入占营业收入比例较高，如果未来主要出口国家和地区对公司相关产品的贸易政策和认证制度发生变化，或主要海外市场的国家和地区对中国实施贸易制裁或发生激烈的贸易战，如美国对华加征关税，则公司的业务和经营将可能受到不利影响。

市场竞争加剧的风险

随着非织造布市场回暖，越来越多的竞争者参与，这对公司降本增效、研发新品、抢占订单提出更高要求，可能降低公司高毛利可冲散卷材的经营效益。如果公司不能通过产品研发创新和降本增效来适应行业的竞争态势，公司的行业地位和市场份额将面临一定风险，从而对公司生产经营产生不利影响。

原材料价格波动风险

公司主要原材料占生产成本比重较大，其中粘胶纤维、涤纶纤维和浆粕等主要原材料的价格变动会对公司生产成本造成较大影响。若未来主要原材料价格大幅上涨或继续维持高位运行，将对公司盈利能力造成不利影响。

汇率变动风险

公司进出口贸易主要以美元或欧元结算，结算货币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治、经济环境的变化而波动，具有较大不确定性，使公司面临汇率变动风险。综上，出口销售和海外采购规模的增长将放大人民币汇率变动对公司业务的不确定影响，可能使公司汇兑损失增加。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,915	2,237	2,624	3,099	3,602
营业成本	1,605	1,906	2,231	2,629	3,050
折旧和摊销	114	118	131	132	133
税金及附加	13	19	22	26	30
销售费用	49	62	72	86	99
管理费用	71	66	77	91	106
研发费用	82	78	91	108	126
财务费用	-13	-26	-21	-21	-22
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	104	120	140	167	197
利润总额	111	119	140	167	197
所得税	11	9	14	17	20
净利润	99	109	126	150	177
少数股东损益	17	14	14	14	14
归属母公司净利润	83	95	112	136	163
EPS(元)	0.47	0.54	0.63	0.77	0.92

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	176	250	309	362	408
净利润	83	95	112	136	163
折旧摊销	114	118	131	132	133
净营运资金增加	40	85	54	147	169
其他	-61	-49	13	-53	-58
投资活动产生现金流	-45	-407	-49	-49	-49
净资本支出	-98	-146	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	54	-260	1	1	1
融资活动现金流	5	-42	-50	-63	-69
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	47	30	-17	-23	-18
无息负债变化	91	249	158	193	204
净现金流	143	-183	210	250	289

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.2%	14.8%	15.0%	15.2%	15.3%
EBITDA 率	12.4%	11.7%	11.5%	10.9%	10.5%
EBIT 率	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%
税前净利润率	5.8%	5.3%	5.3%	5.4%	5.5%
归母净利润率	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
ROA	4.0%	3.9%	4.2%	4.6%	5.0%
ROE (摊薄)	6.1%	6.8%	7.7%	8.9%	10.0%
经营性 ROIC	6.4%	7.2%	8.6%	10.0%	11.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	41%	43%	45%	46%
流动比率	1.34	1.27	1.37	1.44	1.51
速动比率	1.12	1.04	1.15	1.23	1.30
归母权益/有息债务	18.12	13.30	16.58	23.72	34.89
有形资产/有息债务	29.82	24.22	31.53	47.06	71.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,481	2,812	3,026	3,284	3,574
货币资金	597	656	866	1,115	1,405
交易性金融资产	10	12	12	12	12
应收账款	301	393	449	502	548
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	7	8	9	11
存货	179	245	268	299	330
其他流动资产	27	54	58	63	68
流动资产合计	1,116	1,366	1,660	2,000	2,374
其他权益工具	0	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,105	1,109	1,020	935	870
在建工程	14	22	42	58	51
无形资产	116	113	102	92	83
商誉	114	114	114	114	114
其他非流动资产	17	79	77	75	73
非流动资产合计	1,365	1,446	1,365	1,284	1,200
总负债	883	1,163	1,303	1,473	1,659
短期借款	75	95	78	54	36
应付账款	404	569	666	784	910
应付票据	276	299	350	413	479
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	81	113	123	134	147
流动负债合计	835	1,076	1,216	1,386	1,572
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	87	87	87	87
非流动负债合计	48	87	87	87	87
股东权益	1,598	1,650	1,723	1,811	1,915
股本	178	178	178	178	178
公积金	452	459	459	459	459
未分配利润	729	763	822	897	986
归属母公司权益	1,358	1,400	1,459	1,533	1,623
少数股东权益	240	249	264	278	292

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.57%	2.76%	2.76%	2.76%	2.76%
管理费用率	3.71%	2.96%	2.95%	2.94%	2.93%
财务费用率	-0.67%	-1.15%	-0.79%	-0.69%	-0.61%
研发费用率	4.26%	3.48%	3.49%	3.50%	3.51%
所得税率	10%	8%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.30	0.35	0.41	0.49
每股经营现金流	0.99	1.41	1.74	2.04	2.30
每股净资产	7.65	7.89	8.22	8.64	9.14
每股销售收入	10.79	12.60	14.78	17.46	20.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	34	30	25	21	17
PB	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	14.5	13.5	11.4	10.2	9.2
股息率	1.9%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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，本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且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP