

美容护理

2025 年 06 月 04 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据： 2025 年 06 月 03 日

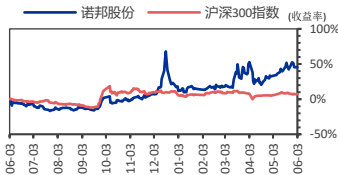
收盘价（元）	16.05
一年内最高/最低（元）	20.61/8.70
市净率	2.0
股息率%（分红/股价）	1.87
流通 A 股市值（百万元）	2,849
上证指数/深证成指	3,361.98/10,057.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	8.06
资产负债率%	41.11
总股本/流通 A 股（百万）	178/178
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com
张文静 A0230524120005
zhangwj@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818×
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

诺邦股份 (603238)

——一个护家清行业机遇期，高端水刺无纺布打开成长空间

投资要点：

- **深耕水刺无纺布领域超二十年，打造全产业链平台型企业。**1) **卷材（高端差异化）：**坚持创新突破，摆脱低质竞争，13 年国内首创“散立冲-Sanlyzox”全降解环保水刺材料，成为全球少数符合 IWSFG 可冲散标准并实现量产企业之一。此外，“无屑”木芯纺材料等差异化产品扩军，共同构建深厚技术壁垒的基石。2) **制品（大型智能化）：**17 年上市同年 2.2 亿元现金收购杭州国光 51% 股权，是全球知名的湿巾专家工厂，配备 5000 平米科研空间和智能制造数字化车间，24 年营收创出历史新高。3) **品牌（专业特色）：**23 年小植家明确品牌定位，开启真正意义上起步元年，24 年在尚未投入推广之下营收同比+81%，未来强强联合前端供应链技术优势与后端老板集团庞大渠道生态，大有可为。
- **盈利双击式回升的潜在弹性大，现金流等营运指标已先行向好。**23 年起步入盈利修复，24 年营收 22.4 亿元（同比+17%），归母净利润 0.95 亿元（同比+15%），25Q1 分别同比+39%/+49%，显现强劲的向上拐点，主要得益于山姆超市（中国）、胖东来等国内 KA 商超客户迅猛放量，至 24 年公司前五大客户销售额 8.5 亿元（同比+67%），CR5 跃升至 38.2%（同比+11.4pct），同期境内营收贡献占比升至 47%。**我们判断，压制利润率的核心因素正在好转：1) 卷材产能利用率回升趋近满产，下一步扩产旨在加大差异化占比。2) 制品业务正趁品质商超发展自有品牌的大势，迅猛起量之后订单结构将向高附加值优化。**
- **无纺布供需再平衡，当下是供应链延伸下游、孕育新品牌机遇期。**我国无纺布产量 20 年见顶后连续回落，供需差距逐渐收窄，至 24 年行业规上企业主要经济指标均见拐点，25 年主要原材料价格回落，有助于龙头盈利加速回升。无纺类个护家清 C 端品牌格局未定，其要求功能性与安全性兼重，多样化需求诉求强开发迭代能力，因此掌握高规格自有产能的制造商孕育专业品牌具备天然优势。在上市公司中，稳健医疗、百亚股份、豪悦护理均为“高端制造+专业品牌”一体发展的成功案例，为诺邦旗下小植家未来发展提供样板。
- **新型烟草再迎爆款新品种，口含烟无纺布有望贡献额外利润弹性。**口含烟作为新型无烟产品，当前处于政策友好期，25 年 1 月美国 FDA 批准 ZYN 二十款尼古丁袋产品的烟草产品上市前申请（PMTA），形成重要的小众产品破圈催化，参照历史上相似背景下的电子烟，全球口含烟市场已步入高增长的黄金阶段。国际烟草集团已全力加码布局，24 年菲莫/英美/奥驰亚旗下口含烟出货量同比大增+51/+55%/+40%，25 年预期增速或更高。口含烟市场非线性增长，伴生高端烟袋无纺布需求激增，以诺邦为代表的国产制造商有望切入高盈利、高壁垒的新型烟草供应链，在无须占用较多产能情况下，就有望贡献可观的利润弹性。
- **投资分析意见：全球高端差异化水刺非织造材料引领者，打通卷材、制品、品牌全产业链，受益于我国个护家清市场需求多样化扩容、品质化升级的机遇期，叠加口含烟新下游高爆发的黄金窗口，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计 25-27 年归母净利润 1.3/1.6/1.9 亿元，CAGR 高达+26%，对应 PE 为 22/18/15 倍。参照个护家清板块可比公司平均 PEG，给予公司 25 年 PEG 为 1.17 倍，对应目标 PE 为 30 倍，目标市值 39 亿元，较 6/3 市值有 37% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能出清不畅；原材料成本上涨；全球关税博弈升级；口含烟市场监管加严。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,237	608	2,687	3,107	3,596
同比增长率（%）	16.8	39.1	20.1	15.6	15.7
归母净利润（百万元）	95	30	130	157	189
同比增长率（%）	15.2	48.6	36.9	20.2	20.3
每股收益（元/股）	0.54	0.17	0.73	0.88	1.06
毛利率（%）	14.8	15.7	15.6	16.6	17.9
ROE（%）	6.8	2.1	8.8	10.1	11.4
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

诺邦股份是全球高端差异化水刺非织造材料引领者，打通卷材（高端差异化）、制品（大型智能化）、品牌（小植家专业品牌）一体化，受益于我国个护家清市场需求多样化扩容、品质化升级的机遇期，叠加口含烟新下游高爆发的黄金窗口，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 25-27 年归母净利润 1.3/1.6/1.9 亿元，CAGR 高达+26%，对应 PE 为 22/18/15 倍。参照个护家清板块可比公司平均 PEG，给予公司 25 年 PEG 为 1.17 倍，对应目标 PE 为 30 倍，目标市值 39 亿元，较 6/3 市值有 37% 上涨空间。

关键假设点

主营业务：1) 卷材业务：预计 25-27 年销量同比+15%/+15%/+11%，平均单价每年同比+2%，毛利率 22%/22.2%/22.5%。**2) 制品业务：**代工子业务预计 25-27 年营收同比+20%/+12%/+12%，毛利率 11.5%/12%/12.5%；品牌子业务预计 25-27 年营收均同比+100%，毛利率均为 45%。

期间费用率：预计 25-27 年销售费用率 2.6%/2.7%/3.5%，管理费用率 2.6%/2.8%/3.0%，研发费用率 3.5%/3.5%/3.5%。

有别于大众的认识

市场认为无纺布行业内卷式竞争严重，从而忽略了近年来供需逐渐回归再平衡状态，头部盈利拐点已显。20 年疫情刺激下游个护家清需求陡增，导致我国无纺布产能激增，随后行业竞争陷入价格战，21-23 年我国非织造布规上企业营收及利润总额连续下滑，利润率从 20 年高点 14% 收缩至 23 年 3.2%，近年来中小产能被迫加速出清，国内总产量连续回落，供需差距收窄，24 年行业及头部企业利润率回升，拐点出现。

市场认为制造代工企业发展前景局限，从而忽略了当下是高端供应链延伸下游孕育个护家清新品牌的机遇期。无纺类个护家清产品要求功能性与安全性兼重，产品类别多样，而供应链制造商掌握自有产能，相当于拥有开发迭代的核心能力，以及品质、成本的源头管控，有优势延伸打造高性价比的专业品牌，上市公司中已涌现“制造+品牌”一体的优秀案例。23 年是小植家发力元年，品类与渠道扩张刚刚起步，有望步入加速发展阶段，参照全棉时代仅无纺布消费品 24 年销售额就达 26 亿元，发展天花板高。

市场认为，口含烟市场虽高爆发、但无纺布用量小，从而忽略了其不占产能就能贡献可观的利润弹性。尼古丁袋单支用材非常少，最终对公司产能占用有限，不会受制于公司当前接近满产的产能瓶颈，但口含烟无纺布报价在 8~12 万元/吨，数倍于原有产品均价不到 2 万元/吨，具备相当可观的盈利水平，潜在提供额外的利润弹性。

股价表现的催化剂

胖东来等大客户订单；制品利润率弹性；自有品牌发展速度；切入口含烟供应链。

核心假设风险

产能出清不畅；原材料成本上涨；全球关税博弈升级；口含烟市场监管加严。

目录

1. 诺邦股份：高端差异化水刺非织造材料引领者	6
1.1 卷材：国内首创散立冲，全球少数实现量产企业	7
1.2 制品：上市同年收购杭州国光，并入全球湿巾专家	8
1.3 品牌：小植家启动发力，全球首发可冲散卫生巾	8
2. 营运质量先行向好，盈利能力开启双击式回升	9
2.1 客户拓展赶上扩产步调，营收高成长、净利率修复	9
2.2 净营业周期大幅优化趋势，现金流强劲、分红提升	12
2.3 背靠老板集团庞大生态，股权结构集中、利益绑定	13
3. 无纺布供需改善，当下是打造个护新品牌窗口期	13
3.1 无纺布：巨大的市场，头部集中起点，成本端改善	13
3.2 C 端品牌：未定的格局，供应链孕育品牌有独特优势	18
4. 下游爆款应用场景出世，口含烟无纺布高附加值	19
4.1 产品扩圈+政策友好+巨头加码，口含烟市场加速扩容	20
4.2 高端无纺布为关键材料，贡献额外盈利弹性的市场机会	23
5. 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值分析	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：诺邦股份企业架构.....	6
图 2：主要产品系列矩阵.....	6
图 3：诺邦散立冲速散 IV 符合 IWSFG 高标准	7
图 4：诺邦散立冲速散 IV 性能指标遥遥领先	7
图 5：诺邦木芯纺生产制造工艺	7
图 6：诺邦木芯纺符合低碳环保理念	7
图 7：2024 年杭州国光营收创新高	8
图 8：2024 年纳奇科营收创新高	8
图 9：2024 年小植家营收 2985 万元（同比+81%）	9
图 10：小植家全球首发可冲散卫生巾产品	9
图 11：2024/25Q1 营收同比+17%/+39%	9
图 12：2024/25Q1 归母净利润同比+15%/+49%	9
图 13：全球 50 多个国家和地区的 500 余家客户	10
图 14：2024 年前五大客户销售占比跃升至 38%	10
图 15：2024 年内外销贡献占比 47%/53%	10
图 16：公司毛利率是拖累净利率的主因	11
图 17：公司期间费用率持续改善趋势	11
图 18：公司营收结构（分业务）	11
图 19：公司毛利率结构（分业务）	11
图 20：公司卷材有效产能达 6 万多吨	12
图 21：公司近年来卷材产能利用率回升	12
图 22：公司净现比连续多年大于 2	12
图 23：公司现金分红比例显著提升	12
图 24：诺邦股份股权结构（截至 25Q1 末）	13
图 25：2012-2022 年我国无纺布需求量 CAGR+8.8%	14
图 26：2021-2023 年抖音电商纸品/湿巾市场规模 CAGR 高达+28.5%	14
图 27：2023 年抖音电商纸品/湿巾行业品类分布	14
图 28：2024 年中国湿巾零售市场规模	15
图： 年中国湿巾零售市场份额 CR	

图 30：中国线上湿厕纸销售额增速迅猛	15
图 31：中国线上湿厕纸渗透率快速提升，但仍较低	15
图 32：2012-2023 年中国无纺布产量规模	16
图 33：诺邦股份营业成本结构	17
图 34：2025 年至今主要原材料价格有所回落	17
图 35：2024 年全棉时代无纺消费品营收超 26 亿元	18
图 36：豪悦护理旗下自有品牌矩阵	18
图 37：口含烟产品示意图	20
图 38：口含烟产品不燃烧，减害性强	20
图 39：2016 年尼古丁袋产品问世，带动无烟气产品销售加速（瑞典市场数据）	21
图 40：2024 年菲莫国际 ZYN 出货量同比+51%	22
图 41：近 5 年菲莫国际 ZYN 营收 CAGR +57%	22
图 42：全球传统口含烟销售基本维稳	23
图 43：全球尼古丁袋产品快速增长	23
图 44：主要市场电子雾化烟用户渗透率曲线	23
表 1：公司净营业周期呈缩短趋势	12
表 2：非织造布（无纺布）与织造布比较	13
表 3：2024 年我国无纺布主要商品类别的进出口统计	14
表 4：2020-2024 年我国非织造布行业主要经济指标（规模以上企业）	16
表 5：无纺布行业主要上市公司经营比较	16
表 6：2024 年淘宝天猫平台湿巾用品、湿厕纸市占率前十	19
表 7：相较于传统口含烟，尼古丁袋产品安全性更好	20
表 8：口含烟产品在美国得到监管当局（FDA）认可	21
表 9：国际烟草公司加快尼古丁袋企业收并购	22
表 10：2024 年全球尼古丁袋总市场规模测算	23
表 11：诺邦股份盈利预测	25
表 12：可比公司估值表	26

1. 诺邦股份：高端差异化水刺非织造材料引领者

公司是高端差异化水刺非织造材料引领者，2002 年成立于杭州，依托其二十多年在材料端的技术沉淀，已发展成为水刺无纺布平台型企业，打造卷材、制品、品牌全产业链。至此，公司通过诺邦无纺、杭州国光、邦怡科技（全资子公司小植家），构建从高端差异化卷材、大型智能化制品产线，进一步向特色自有品牌发展全产业链竞争壁垒。

图 1：诺邦股份企业架构



资料来源：公司官网、公告，申万宏源研究

自主研发创新实力强劲，拥有国内外百余项发明专利，成功开发多领域、多用途的系列化产品集群。1) 纵向看覆盖卷材与制品：卷材以散立冲-Sanlyzox 为拳头品种，同时开发众多定制材料，制品涵盖干巾、湿巾两大类。2) 横向看覆盖四大系列：包括美容护理、民用清洁、工业用材、医用材料，基于系列构建 30 多个品种、1200 多个规格的产品矩阵。

图 2：主要产品系列矩阵

类别	产品分类 (应用领域)	示例
卷材	美容护理类 (面膜系列、干巾等基材)	气泡纹 擦拭材料
	民用清洁类 (卫生抹布、除尘材料、普通湿巾材料及散立冲等湿巾材料)	魔立网 静电除尘材料
	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)	单向导流 纸尿裤材料
	医用材料类 (医用防护材料、医用辅料等)	
制品	干巾类 (美妆清洁、餐厨清洁、母婴清洁、厨卫清洁、家居清洁、婴儿湿巾)	加量加厚 洗脸更舒适 舒薇 可冲散卫生巾
	湿巾类 (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)	纯水0刺激 擦得干净更安全 新升级加厚湿巾

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 制品：上市同年收购杭州国光，并入全球湿巾专家

上市同年收购全球湿巾专家杭州国光，延伸无纺布全产业链。2017 年公司成功 A 股上市，同年以 2.2 亿元现金收购杭州国光 51% 股权，并入深厚的湿巾产品研发和生产能力。杭州国光创立于 1998 年，更早于诺邦股份，是全球知名的以多功能、高性能、环保型湿巾的开发以及应用技术研发生产的国家高新技术企业，致力于成为全球湿巾专家，现可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，湿巾生产规模亚洲第一、全球第四。2024 年杭州国光以及主要全资子公司纳奇科营收分别达 7.8 亿元、6.4 亿元，均创出历史新高。

创新研发与智能制造，构成杭州国光的核心竞争力。1) 国光湿巾技术研究院，拥有 5000 平米的科研空间。汇聚生物检测中心、皮肤测试中心、植物精华提取中心等专业实验室，配备了国际专业的科研设备和 70 余名研发团队，已获得 140 余项知识产权及专利证书。2) 智能制造数字化车间，确保高标准、严要求。生产线采用高精度传感器、智能控制系统等先进技术，实现了生产过程的实时监控和精准控制。同时，还建立了完善的数字化管理系统，通过大数据分析、云计算等技术手段，对生产过程中各项数据进行实时监控和分析，确保产品质量和生产效率。

图 7：2024 年杭州国光营收创新高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2024 年纳奇科营收创新高

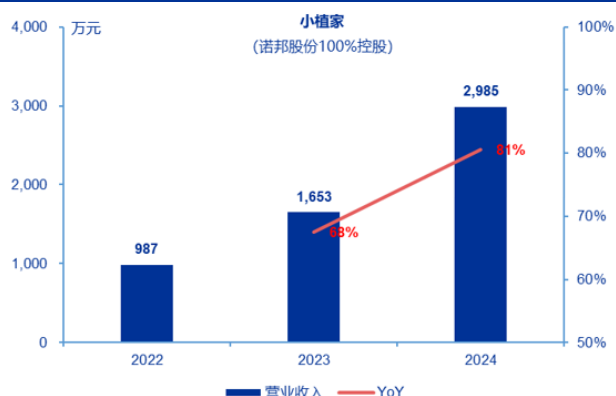


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 品牌：小植家启动发力，全球首发可冲散卫生巾

公司旗下有小植家和国光两个自有品牌，其中 2023 年是小植家明确品牌定位之后，真正意义上的起步元年，在品类与渠道均大有可为。1) 产品端：与公司前端卷材与制品供应链强强联合建立起优秀的产品力，推出以诺邦散立冲专利技术为主要卖点的舒散-Surelax 可冲散卫生巾（由公司发明的全球首发产品）、湿厕纸，以及独有木芯纺材料的厨房清洁等三大主推系列，并扩展美妆清洁、母婴护理等品类，丰富产品矩阵。2) 渠道端：当前仍以线上天猫、京东平台电商为主，重点推进抖音、快手、小红书等新媒体渠道，同时线下深耕商超、母婴店，为未来线上线下联动做准备。2024 年小植家营收 2985 万元(同比+81%)，在尚未大力投入推广之下延续自然高增长，当前基本处于盈亏平衡状态。

图 9：2024 年小植家营收 2985 万元（同比+81%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：小植家全球首发可冲散卫生巾产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2. 营运质量先行向好，盈利能力开启双击式回升

2.1 客户拓展赶上扩产步调，营收高成长、净利率修复

疫情期间短暂高光之后快速退坡，2023 年起步入盈利修复。公司于 2017 年末并表杭州国光，经营规模显著扩大，并在 2020 疫情突发年度，迎来家居清洁零售市场的爆发，当年营收 20.1 亿元、归母净利润 2.67 亿元，达到历史峰值。随后行业供给无序激增，导致盈利能力在严峻价格战之下快速退坡，直至 2023 年显现修复迹象。2024 年营收 22.4 亿元（同比+17%），归母净利润 0.95 亿元（同比+15%），延续上行趋势。25Q1 营收 6.1 亿元（同比+39%），归母净利润 0.3 亿元（同比+49%），呈现出强劲的向上拐点。

图 11：2024/25Q1 营收同比+17%/+39%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2024/25Q1 归母净利润同比+15%/+49%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

拥有庞大的全球客户网络，近年来大客户与境内业务贡献主要增长驱动。在销售端，一方面巩固深化现有大客户合作，另一方面积极开拓新客户，目前已与全球沃尔玛、金红叶集团、山姆会员店、屈臣氏、永辉超市、华润万家、高露洁、金佰利等大型知名企业建立了良好合作关系，而近年来随着中国终端市场扩大，以胖东来为代表的中国客户订单显著提升。因此，呈现出结构性特征：1) 由大客户驱动高增长的特征显著。2024 年公司前五大客户销售额跃升至 . 亿元（同比+ $\%$ ），CR 贡献占比也跃升至 . $\%$ （同比

+11.4pct)。2) 国内市场日益壮大，内外销趋于平衡。分拆境内/境外营收近 6 年 CAGR 分别+19%/+13%，境内营收占比从 39%升至 47%，趋近境外贡献。

图 13：全球 50 多个国家和地区的 500 余家客户



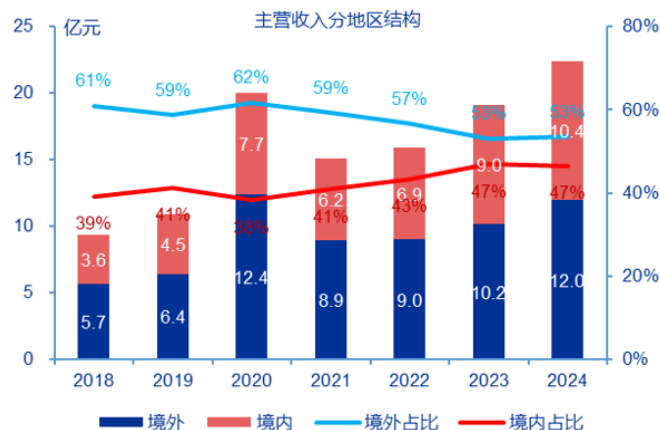
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 14：2024 年前五大客户销售占比跃升至 38%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

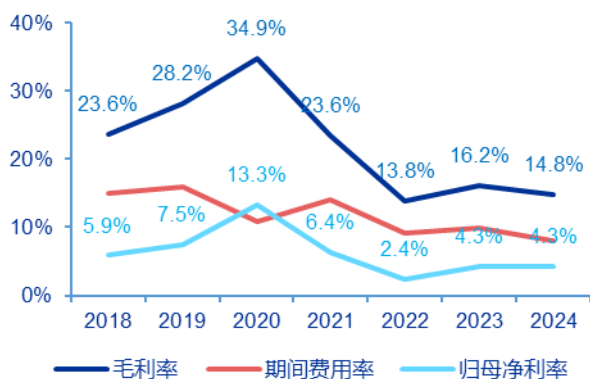
图 15：2024 年内外销贡献占比 47%/53%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

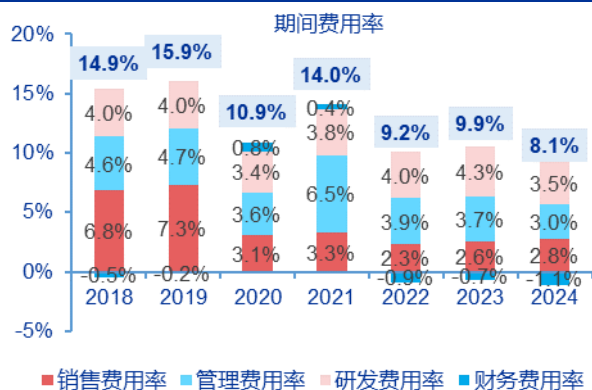
营收回升已超前高，但毛利率尚未充分修复，是压制净利率的主要因素。在激烈的市场竞争中，公司毛利率/归母净利润率从 2020 年峰值 34.9%/13.3%，一路回撤至 2022 年 13.8%/2.4%，直至 2023 年才回升 2.3pct/1.9pct 至 16.2%/4.3%，尚未充分修复。由于盈利较弱的制品销售大增，2024 年公司毛利率同比下滑 1.4pct 至 14.8%，同时期间费用率也同比改善 1.8pct 至 8.1%，表现已相当优秀，最终归母净利润率 4.3%，同比基本持平，说明公司中期看盈利能力的潜在弹性，核心取决于制品业务的毛利率走向。

图 16：公司毛利率是拖累净利率的主因



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：公司期间费用率持续改善趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

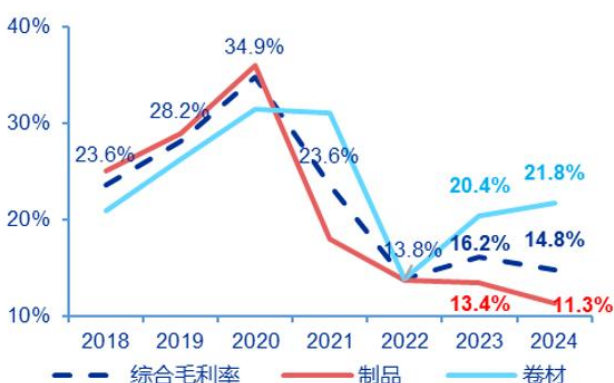
分业务看，卷材毛利率已反弹，制品毛利率仍在低位。2018-2024 年卷材/制品营收 6 年 CAGR 分别+10%/+19%，呈齐头增长态势，至 2024 年营收占比 32%/67%。近两年，卷材业务毛利率率先反弹至 20% 以上，然而制品业务毛利率处于 10% 出头的较低水平，这造成营收大增背景下拖累利润释放。我们判断，公司卷材毛利率仍有提升空间，制品毛利率改善条件也日臻成熟。

图 18：公司营收结构（分业务）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

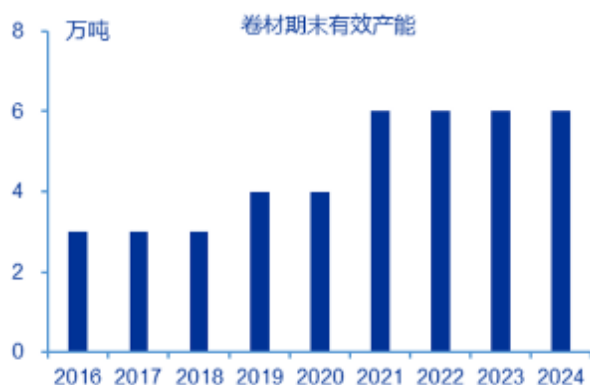
图 19：公司毛利率结构（分业务）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

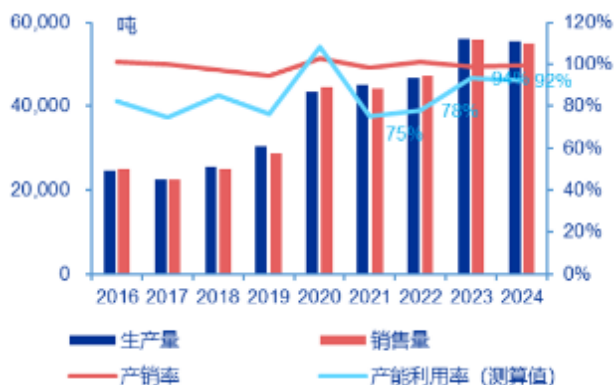
判断理由：一方面，卷材产能利用率回升趋近满产，下一步扩产旨在加大差异化产品占比。2021 年下半年公司两条新生产线量产，卷材设备产线对应理论产能一举增至近 8 万吨/年，但我们考虑效率问题后预计有效产能约 6 万多吨/年，较投产前约有 50% 增幅。由于公司采取“以销定产”策略，保持每年产销基本一致，2021 年大幅扩产领先销路扩大，导致产能利用率有所回撤，但经过三年消化，我们测算 2023-2024 年产能利用率已显著回升至 90% 以上，在 2025 年趋近满产预期下，不仅单产成本将被进一步摊低，而且未来高毛利的差异化产品结构有望进一步增加。另一方面，制品业务正趁品质商超发展自有品牌的大势，起量之后订单结构将向高附加值优化。公司近年来成功切入山姆超市、胖东来等大型商超客户，并取得其全系统或特定产品的独供地位，深度绑定之后快速起量，在策略上首先占据绝对权重的合作份额，从而巩固议价能力，然后逐步增加高附加值订单，进而改善新客户订单的综合盈利能力。

图 20：公司卷材有效产能达 6 万多吨



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：公司卷材理论产能近 8 万吨，但考虑效率问题后的有效产能 6 万多吨

图 21：公司近年来卷材产能利用率回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：公司 2021 年期间有较大扩产，测算当年产能利用率=当年实际产量/期末产能取整估算值，因此测算结果与实际情况或有偏差，仅供 2021 年之后同口径比较

2.2 净营业周期大幅优化趋势，现金流强劲、分红提升

营运能力持续优化，反映在现金流尤为强劲、现金分红连上台阶。虽然公司近年来利润端承压，但得益于存货及账款管理效率提升，净营业周期不断缩短，促成经营现金流表现强劲。公司自 2018 年以来连续 7 年净现比大于 2，截至 2024 年末账上货币资金及交易性金融资产合计约 6.6 亿元，账上资金实力积淀雄厚，奠定近 3 年现金分红比例开始提升。考虑到公司未来净利润总额有望扩大，我们预计优异的现金流及分红表现有条件持续。

表 1：公司净营业周期呈缩短趋势

单位：天	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
存货周转天数	63.4	63.4	70.2	53.9	77.4	61.0	41.4	40.0
应收账款周转天数	30.2	36.3	41.0	32.6	48.1	50.5	53.4	55.8
应付账款周转天数	60.9	70.4	82.7	76.0	96.5	76.5	79.2	91.9
净营业周期	32.7	29.3	28.5	10.5	29.0	34.9	15.6	4.0

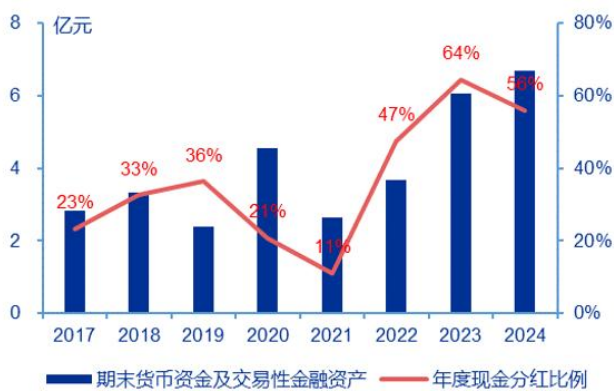
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：公司净现比连续多年大于 2



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：公司现金分红比例显著提升

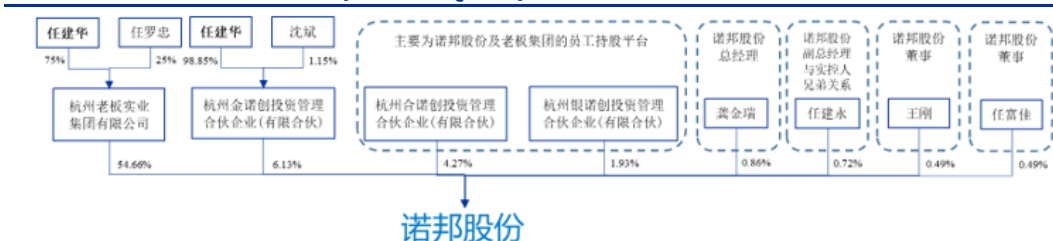


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 背靠老板集团庞大生态，股权结构集中、利益绑定

股权结构集中，且中高管利益深度绑定企业发展。截至 25Q1 末，董事长任建华分别通过老板集团及杭州金诺创投分别持有上市公司 54.66%、6.13%，合计 60.79%。在主要股东序列中，杭州合诺创投与杭州银诺创投这个主要为诺邦股份及老板集团的员工持股平台，此外公司总经理龚金瑞、副总经理任建永也有少量直接持股，上市公司及控股股东主要中高管合计持股比例达到 7.78%，个人利益深度绑定企业发展，形成良好的正反馈效应。

图 24：诺邦股份股权结构（截至 25Q1 末）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

诺邦背靠老板集团庞大生态，可协同借力发展。同属于老板集团，老板电器是我国高端厨电行业龙头，同样是自生产制造向自有品牌一体化发展的企业基因，2024 年实现营收 112 亿元、归母净利润 15.8 亿元。**未来双方可协同借力发展的维度：**1) 老板电器在全国拥有数千家终端销售网络，且厨电清洁本身就是厨房干湿巾重要使用场景，小植家可依托老板电器庞大的销售系统，展开联合营销，快速放大品牌声势。2) 老板电器深耕智能制造及供应链精细管理，可为诺邦股份构建中长期竞争力提供赋能与指导。

3. 无纺布供需改善，当下是打造个护新品牌窗口期

3.1 无纺布：巨大的市场，头部集中起点，成本端改善

无纺布也称作非织造布，它并不是通过传统复杂的纺织工艺制成，而是通过物理、化学或热力方法，直接将纤维进行定向或随机排列而成的纤网结构，因此生产效率高、成本低。此外，由于纤维排列松散且孔隙多，无纺布质地轻盈柔软，触感舒适，适合直触皮肤，透气性优异，且可通过工艺调整吸水性，而局限性在于强度和耐久性一般，但这不妨碍其应用于环保和一次性用品领域。**在多种的工艺路线中，水刺无纺布在柔软亲肤、吸液效率、安全环保等方面性能突出，因此广泛应用于干湿巾、面膜、尿布、卫生巾等产品领域。**

表 2：非织造布（无纺布）与织造布比较

特性	非织造布（无纺布）	织造布
成本	低（大批量生产）	较高（工序复杂）
强度	适中（适合一次性使用）	高（耐重复使用）
透气性	优	取决于材质和密度
功能性	易改性（防水、抗菌等）	依赖后处理
环保性	部分可降解	天然纤维更环保，化纤织物回收难度大
典型用途	口罩、干湿巾、面膜、尿布、卫生巾、	服装、家纺、工业纺织品等

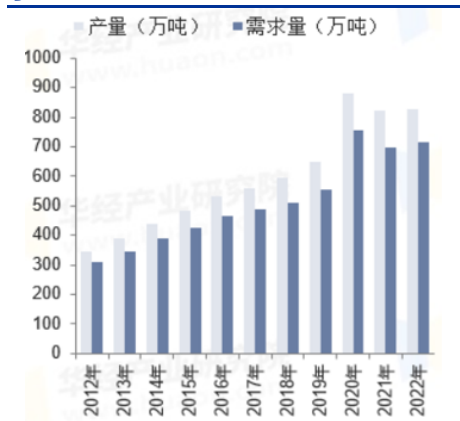
手术衣、过滤材料等

资料来源：申万宏源研究

需求侧：疫情后卫生清洁意识显著强化，我国每年无纺布市场规模在大几百万吨级别。

1) 内需：根据华经产业研究院数据，2012-2022 年我国无纺布需求量从 309 万吨增长至 718 万吨，期间年复合增速约 8.8%，在近年来个人护理及卫生用品需求多样化背景下，我们预计无纺布市场需求当量相当庞大。2) 出口：根据中国海关总署统计，2024 年 9 个主要编码的无纺布商品出口量就高达 105 万吨，出口金额 204 亿元，相较之下进口量较少。

图 25：2012-2022 年我国无纺布需求
量 CAGR+8.8%



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，华经产业研究院，申万宏源研究

表 3：2024 年我国无纺布主要商品类别的进出口统计

商品编码	商品名称	出口量 (万吨)	出口金额 (亿元)	进口量 (万吨)	进口金额 (亿元)
56031210	浸涂的化纤长丝无纺布，25g < 平米重 ≤ 70g	5.6	12.0	0.5	1.8
56031290	其他化纤长丝制无纺布 25g < 平米重 ≤ 70g	13.4	22.3	2.3	10.1
56031410	浸涂、覆盖化纤长丝无纺布，平米重 > 150g	7.2	15.5	0.3	3.6
56031490	其他化纤长丝制无纺布，平米重 > 150g	3.7	8.5	0.3	1.4
56039190	其他材料制未浸涂无纺布，平米重 ≤ 25g	7.3	11.3	0.1	0.4
56039290	未浸涂其他材料无纺布，25g < 平米重 ≤ 70g	40.3	64.9	1.1	7.2
56039310	浸涂的其他材料制无纺布，70g < 平米重 ≤ 150g	3.8	12.2	0.7	4.5
56039390	未浸涂其他材料制无纺布，70g < 平米重 ≤ 150g	9.5	17.7	0.6	3.1
56039410	浸涂覆压其他材料制无纺布，平米重 > 150g	13.8	39.6	0.6	8.9
合计		104.6	204.0	6.5	40.9

资料来源：中国海关总署，申万宏源研究

无纺布下游需求多元化，催生多个高增长、大市场细分品类。以抖音电商为例，根据抖音电商发布的《2024 湿厕纸行业分析报告》，2021-2023 年抖音电商纸品/湿巾市场规模 CAGR 高达+28.5%。从细分行业数据来看，抽纸市场规模最大，市场份额高且增速快，而湿厕纸、湿巾等无纺布制品增速也相当迅猛，尤其湿厕纸市场规模同比+170%，增速居首。

图 26：2021-2023 年抖音电商纸品/湿巾市场规模
CAGR 高达+28.5%



资料来源：抖音电商，蝉妈妈，申万宏源研究

图 27：2023 年抖音电商纸品/湿巾行业品类分布

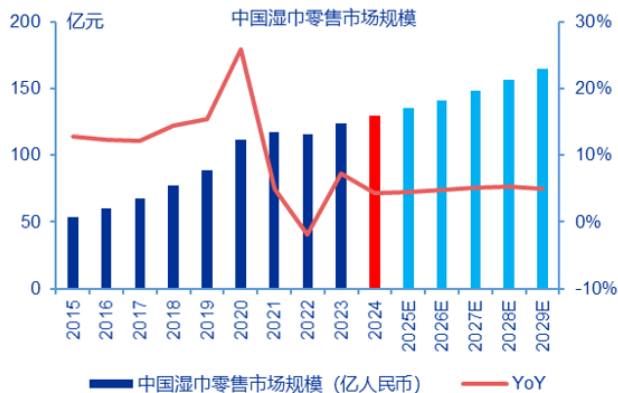


资料来源：抖音电商，蝉妈妈，申万宏源研究

湿巾是一个全球千亿、中国百亿级别的市场，且中国市场成长性快于全球。湿巾以水刺无纺布等为基材，浸渍纯化水、溶液及功能性添加剂，契合功能性需求，疫情后卫生意识提升及功能性需求升级是主要增长驱动。根据欧睿数据，2024 年中国湿巾零售市场规模 129 亿元，近 9 年 CAGR 超 10%，快于同期全球市场 CAGR 为 3.9%。在中国湿巾市场，

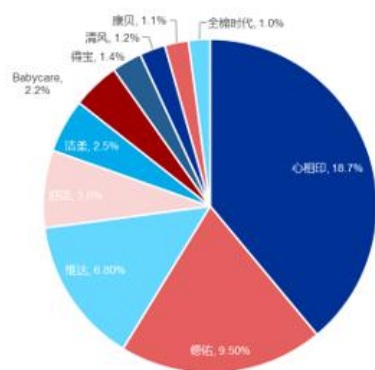
前十大品牌零售份额合计 48%，较为集中，中国本土品牌占半壁江山，包括心相印、德佑、洁柔、Babycare、全棉时代等。

图 28：2024 年中国湿巾零售市场规模



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

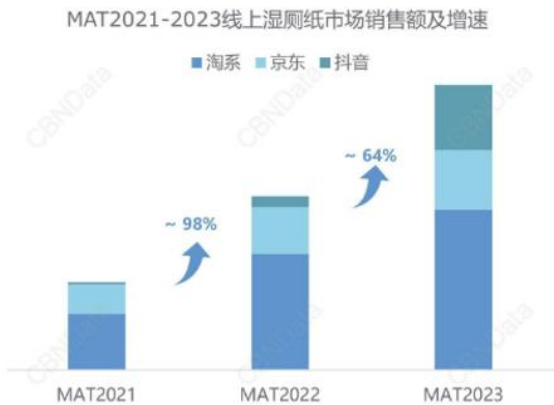
图 29：2024 年中国湿巾零售市场份额 CR10



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究；注：以上品牌口径

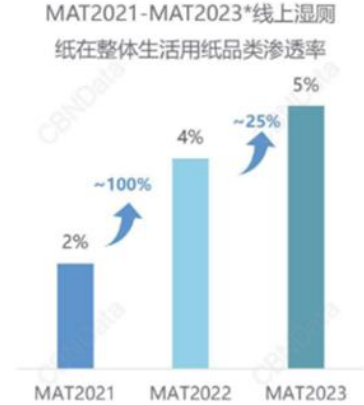
我国湿厕纸渗透率远低于海外，是湿巾市场的高潜力品种。湿厕纸使用体验优于传统干纸巾，正快速崛起成为消费者品质生活的必备产品之一。根据 CBNDATA 第一财经商业数据 x 德佑发布的《2023 湿厕纸行业趋势白皮书》，2021-2023 年我国线上湿厕纸市场销售额持续高增长，其中淘系仍然是线上湿厕纸消费的主要销售渠道，抖音在近年来翻倍增长。在此期间，我国线上湿厕纸在整体生活用纸品类渗透率已由 2% 快速提升至 5%，但仍远低于欧洲等海外市场。根据欧睿数据，中国干卷纸零售市场规模超千亿级，可见湿厕纸的渗透率空间相当广阔。

图 30：中国线上湿厕纸销售额增速迅猛



资料来源：CBNDATA 第一财经商业数据 x 德佑《2023 湿厕纸行业趋势白皮书》，申万宏源研究

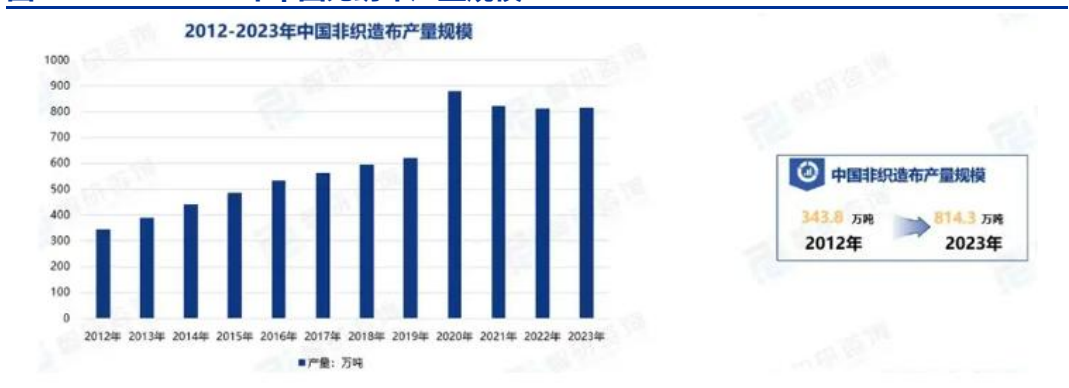
图 31：中国线上湿厕纸渗透率快速提升，但仍较低



资料来源：CBNDATA 第一财经商业数据 x 德佑《2023 湿厕纸行业趋势白皮书》，申万宏源研究

供给侧：我国无纺布产量在 2020 年见顶后连续回落，与需求量差距逐渐收窄。2020 年疫情导致口罩及清洁用品需求陡增，也驱动当年我国无纺布产能高速扩张，2021-2022 年产量见顶后连续 2 年下降。根据智研咨询统计，至 2023 年我国无纺布产量约 814 万吨，较 2022 年基本持平，不断向供需平衡状态回归。

图 32：2012-2023 年中国无纺布产量规模



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

无纺布中小产能加速出清，2024 年行业拐点已显。2021-2023 年，我国非织造布规上企业营收及利润总额连续下滑，尤其利润率已从 2020 年高点 14%收缩至 2023 年 3.2%，反映即使是该行业规上企业，其盈利空间也十分微薄。最新统计显示拐点已至，2024 年营收/利润总额同比+3.2%/+11.9%，毛利率/利润率同比+0.6pct/+0.4pct。

表 4：2020-2024 年我国非织造布行业主要经济指标（规模以上企业）

经济指标	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入 YoY	54.0%	-22.2%	-0.7%	-5.2%	3.2%
利润总额 YoY	328.1%	-69.8%	-24.9%	-19.1%	11.9%
毛利率	23.8%	16.4%	14.3%	13.4%	14.0%
利润率	14.0%	5.5%	3.8%	3.2%	3.6%

资料来源：《中国产业用纺织品行业发展报告》，国家统计局，申万宏源研究

从涉及无纺布业务的主要上市企业来看，经营状态呈较大分化，头部集中化或将加速。我们分析：1) 行业内虽然还有大于诺邦股份水刺无纺布产能规模的公司，但普遍隶属于大型化工集团，在集团内部属于较小的业务板块。2) 延江股份、金春股份无纺布业务营收规模约 9-10 亿级别，但最终 2024/25Q1 归母净利率仅有 1-3%，低于诺邦股份。3) 其余多数无纺布上市企业营收规模约 4-8 亿级别，与诺邦股份差距悬殊。4) 洁雅股份是较为典型的无纺布制品生产企业，2024 年营收 5.5 亿元，也远小于诺邦股份制品营收。**总体比较，诺邦股份在经营规模及成长性、财报质量、盈利改善趋势等多维度的综合表现更优，有望在未来的行业整合阶段进一步凸显优势。**

表 5：无纺布行业主要上市公司经营比较

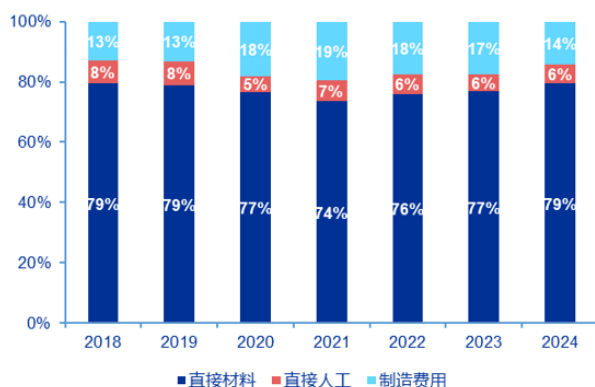
公司名称	主营产品/业务	2024 年 产销量规模	2024 年			2025Q1			备注（无纺布相关）
			营收 (亿元)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利率	营收 (亿元)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利率	
诺邦股份	水刺非织造材料及制品	水刺非织造材料 产量 55338 吨， 销量 54895 吨	22.4	0.95	4.3%	6.1	0.30	5.0%	2024 年分业务：水刺非织造材料/制品营收 7.1/15.1 亿元，毛利率 21.8%/11.3%
延江股份	PE 打孔膜及复合膜、打孔/热风无纺布、无纺布腰贴等	一次性卫生用品 产量 55185 吨， 销量 53546 吨	14.8	0.27	1.8%	4.4	0.11	2.5%	2024 年分业务：打孔无纺布/热风无纺布营收 5.3/4.6 亿元，毛利率 29.8%/10.3%

金春股份	非织造布、ES 纤维、非织造布材料制品	非织造布产量 74862 吨, 销量 73511 吨	10.3	0.31	3.0%	2.5	0.03	1.4%	2024 年分业务: 非织造布营收 9.0 亿元, 毛利率 11.4%
洁雅股份	无纺布制品, 包括湿巾/面膜/洗护类产品	其他日用化学产品制造业产量 1059239 万片 (万升), 销量 1039361 万片 (万升)	5.5	0.19	3.6%	1.2	0.10	8.1%	2024 年分业务: 湿巾/面膜/洗护类产品营收 4.95/0.4/0.03 亿元, 毛利率 19.3%/15.3%/1.7%
欣龙控股	水刺产品、无纺深加工产品、熔纺无纺布等, 此外还有贸易、医药医疗等业务	无纺行业产量 16993 吨, 销量 17083 吨	5.2	-0.17	-	1.0	-0.01	-	2024 年分业务: 水刺产品/无纺深加工产品/熔纺无纺布营收 2.0/0.44/0.63 亿元, 毛利率 11.1%/10.0%/0.3%
北京大源	热风/水刺/热轧/热风后加工无纺布	-	7.8	0.10	1.3%				2024 年分业务: 热风/水刺/热风后加工无纺布营收 4.5/0.25/0.01/2.5 亿元, 毛利率 10.4%/-12.0%/-4.5%/10.7%
泰鹏环保	纺粘/针刺非织造布、高温过滤材料、其他非织造材料等	-	4.1	0.57	13.8%				2024 年分业务: 纺粘非织造布/针刺非织造布/高温过滤材料/其他非织造材料营收 3.5/0.13/0.17/0.18 亿元, 毛利率 28.9%/22.3%/17.8%/3.0%

资料来源: Wind, 各公司公告, 申万宏源研究; 注: 归母净利润为负数, 代表亏损额

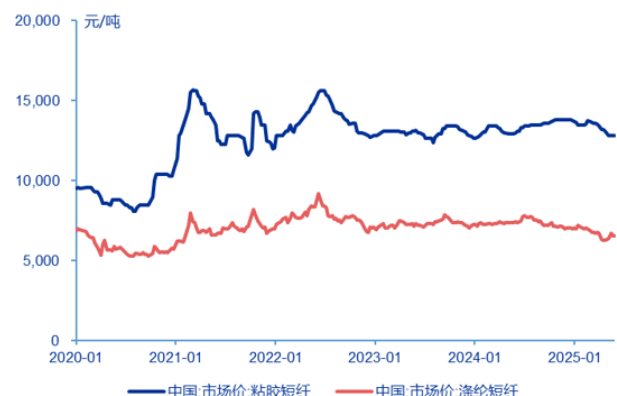
原材料价格成本改善, 有助于龙头盈利筑底回升。根据诺邦股份财报, 公司直接材料占营业成本比重高达 75-80%, 因此粘胶纤维、涤纶纤维和浆粕等主要原材料价格波动对公司盈利能力会产生较大的直接影响。2020-2022 年粘胶短纤、涤纶短纤价格呈上涨态势, 直至 2022 下半年回落, 2023-2024 年保持总体平稳。2025 年至今, 粘胶短纤、涤纶短纤均下跌 7%, 有利于降低产品生产成本, 为销售起量创造有利的价格空间, 从而提高公司盈利水平。

图 33: 诺邦股份营业成本结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 34: 2025 年至今主要原材料价格有所回落



资料来源: Wind, 锦桥纺织网, 申万宏源研究

3.2 C 端品牌：未定的格局，供应链孕育品牌有独特优势

C 端推出干湿巾产品的清洁护理品牌众多，不乏已快速壮大的品牌。干湿巾作为传统纸巾的升级品种，仍属于渗透率低位提升、市场快速扩容的成长阶段，多方均在加入抢占市场蛋糕。总结主要有四类参与方：1) **四大纸业集团**：维达、恒安、金红叶、中顺洁柔均在从传统纸巾，延伸加码无纺布类产品。2) **无纺类专业品牌**：与小植家相似，德佑、漫花、超点、答菲、植护等新锐品牌，成立时间晚于传统纸巾品牌，多数主推无纺类干湿巾产品，率先以推爆款方式发力线上电商渠道。3) **商超自有品牌**：山姆超市、胖东来等依托自身庞大的线下门店渠道，推出以自有品牌作品质背书的干湿巾产品。4) **其他母婴品牌**：Babycare、贝因美等也在推出湿巾类产品。

我们认为，无纺类个护家清产品要求功能性与安全性兼重，多样化需求对应多样化产品类别，而供应链制造商掌握高规格自有产能，相当于拥有开发迭代的核心能力，以及品质、成本的源头管控，有优势延伸打造高性价比的专业个护品牌。在上市公司中，已有消费者接受度较高的成功案例：1) **稳健医疗**：以全棉水刺无纺布材料功能化技术、高端伤口护理技术与前沿生物材料为核心驱动力，深度聚焦核心材料配方升级与产品技术迭代，已发展出医用耗材和消费品两大应用业务板块。其中，“全棉时代”品牌 2024 年实现营收 49.9 亿元(同比+17%)，毛利率 55.9%，其中无纺消费品贡献营收 26.1 亿元(同比+21%)。2) **豪悦护理**：从“中国代工制造”向“中国品牌质造”转变，强化品牌战略升级，签约歌手张杰代言“答菲”品牌，通过明星效应快速破圈年轻客群。24 年底以 3.6 亿元收购丝宝护理 100%股权，旗下有“洁婷”、“全因爱”、“美月见”等知名个护品牌，23 年/24H1 丝宝护理实现营收 5.4/3.2 亿元，归母净利润 1377/1145 万元。

图 35：2024 年全棉时代无纺消费品营收超 26 亿元



资料来源：稳健医疗公告，申万宏源研究

图 36：豪悦护理旗下自有品牌矩阵



资料来源：豪悦护理公告，申万宏源研究

根据魔镜数据统计，淘宝及天猫平台销售数据：1) **25 年纸品湿巾电商大盘步入爆发期，且湿巾增速更高于大盘**。2024 全年/2025 年 1~4 月，纸品湿巾类目销售额 225.8/78.8 亿元，分别同比+3%/+37%，其中湿巾子类目销售额 30.5/12.3 亿元，分别同比持平/+47%。2) **德佑占据湿巾销售额榜首，其中湿厕纸市占率遥遥领先**。2024 全年/2025 年 1~4 月，德佑湿巾用品销售额 5.7/2.7 亿元，市场份额 18.8%/21.7%，远高于第二名维达。在湿厕纸大品类中，德佑市占率更是高达 30~40%，成为无纺类专业品牌在湿巾市场赶超传统纸业品牌的实例，而答菲、植护、全棉时代等品牌也占据一席之地。

表 6：2024 年淘宝天猫平台湿巾用品、湿厕纸市占率前十

湿巾用品			湿厕纸		
排名	销售额（万元）	市占率	排名	销售额（万元）	市占率
德佑	57,407	18.8%	德佑	44,631	33.9%
维达	30,749	10.1%	维达	18,844	14.3%
心相印	20,378	6.7%	舒洁	15,338	11.7%
舒洁	15,530	5.1%	心相印	9,644	7.3%
得宝	11,290	3.7%	得宝	5,102	3.9%
答菲	7,668	2.5%	答菲	3,978	3.0%
清风	6,937	2.3%	植护	2,583	2.0%
洁柔	5,043	1.7%	马应龙	2,456	1.9%
植护	4,808	1.6%	全棉时代	2,296	1.7%
可心柔	4,293	1.4%	优全生活	2,244	1.7%
合计	164,104	54%	合计	107,115	81%

资料来源：魔镜数据，申万宏源研究；注：湿厕纸是湿巾用品的子类目之一

综上，我们认为小植家继承老板集团打造零售品牌的经验，且依托诺邦自身优秀的开发制造能力，在无纺类个护品牌竞争格局未定、线上线下渠道变革背景下，具备快速发展壮大的杰出条件！参照全棉时代、德佑当前销售规模，小植家有很高的成长天花板。

4. 下游爆款应用场景出世，口含烟无纺布高附加值

口含烟是无烟气产品的重要细分品类，为新型烟草三大技术路径之一。新型烟草分为电子雾化、加热不燃烧（HNB）、无烟气产品三大技术路径。无烟气产品指未经过燃烧而通过口腔或鼻腔吸食的烟草制品，包括口用型和鼻用型两大类，其中口用型按照使用方式进一步细分为溶烟、嚼烟、膏烟、牙粉和口含烟。目前看，口含烟是无烟气产品的主流品种，根据含水量进一步分为干含烟（含水量 < 10%）和湿含烟（含水量 40%-60%），如美式湿含烟（Moist snuff）、瑞典含烟（Snus）。

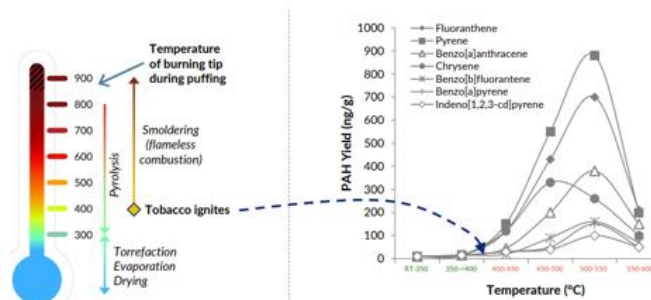
与其他新型烟草相比，口含烟组成、生产和使用均相对简单，具备成瘾性强、减害性好、使用便捷等鲜明优点。口含烟将烟草或烟草提取物混合一定比例的香味物质、矫味剂、水、保润剂和酸碱调节剂混合为粉末状，或者制粒封装；粉末状产品直接手捏成团放于口腔，袋状产品使用时将烟袋放置于嘴唇与牙龈之间。口含烟优点鲜明：1) 成瘾性强：口含烟主要成分是烟草提取物或合成烟碱，同时添加纽甜、阿斯巴甜、安赛蜜等甜味剂，以及烟草、薄荷、咖啡、蓝莓等香味剂，直接吸食尼古丁，且口味丰富，成瘾性同样极强。2) 减害性好：传统卷烟燃烧时，中心温度达到 500℃以上，产生烟雾含有大量有害化学物质、有毒气体和焦油，基本为烟草不完全燃烧的产物，其中很多被列为肺癌、心血管疾病和肺气肿等与吸烟有关的疾病的潜在原因。但是，口含烟不需要燃烧，不会产生焦油和烟雾，减害性极大提升。根据菲莫国际统计数据，2020 年瑞典（口含烟消费大国）男性吸烟致癌率为欧洲最低，仅为 6%，远低于第一名保加利亚 49%。3) 使用便捷：由于口含烟吸食方式更为私密，几乎不受环境限制。

图 37: 口含烟产品示意图



资料来源: 格物网, 申万宏源研究

图 38: 口含烟产品不燃烧, 减害性强



资料来源: 菲莫国际公告, 申万宏源研究

4.1 产品扩圈+政策友好+巨头加码, 口含烟市场加速扩容

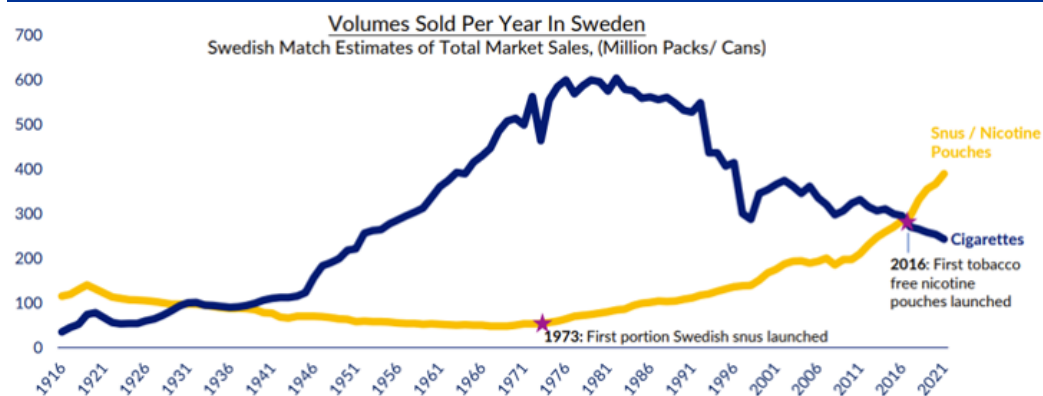
尼古丁袋极大改进传统口含烟产品的安全性, 带动口含烟产品破圈。由于无烟气产品的高成瘾性、强刺激性, 且早期口含烟为松散烟粉, 手捏成团放于口腔使用, 容易污染口腔, 此前仅在烟瘾较强的专业消费者之间使用, 主要市场在北美和瑞典, 并非新型烟草的主流。2016 年来尼古丁袋产品推出, 使用无纺布等透湿性材料将调制过的烟粉包成小袋, 使用时将烟袋放置于嘴唇与牙龈之间, 使用方便且不易污染口腔。此外, 尼古丁袋产品一般采用合成尼古丁, 在降低成本的同时, 也能减少烟草提取物中的各类有害杂质, 对产品的感官体验有较大提升, 快速带动口含烟产品破圈。根据菲莫国际数据, 2016 年尼古丁袋产品一经面世, 带动瑞典口含烟产品销售量提速, 当前口含烟正逐步从瑞典和北美等小众市场扩散到东南亚、中东等新兴市场。

表 7: 相较于传统口含烟, 尼古丁袋产品安全性更好

产品迭代	传统卷烟	口含烟	尼古丁袋
产品示意图			
尼古丁来源	烟草	烟草提取物, 含有害物质, 成本高	合成烟碱, 成本低
产品构成	烟支, 燃烧吸食	粉末状, 直接接触口腔	无纺布包裹的颗粒, 有效控制尼古丁缓释
化学物质含量	6000+种	低	更低
HPHC (有害及潜在物质) 含量	~100 种	~50 种	~40 种
颗粒物含量	600mg/m ³	无	无

资料来源: 菲莫国际公告, 申万宏源研究

图 39：2016 年尼古丁袋产品问世，带动无烟气产品销售加速（瑞典市场数据）



资料来源：菲莫国际公告，申万宏源研究

口含烟当前仍处于“政策友好期”。历史经验看，新型烟草行业渗透率爬升周期与政策监管周期密切相关，一般在政策友好阶段，新品类渗透率快速提升。具体看：

美国：监管当局承认其减害性，先后允许传统口含烟和尼古丁袋产品上市销售。早在 2015 年，美国 FDA 允许瑞典火柴旗下口含烟品牌 General 在美销售，2019 年允许 General 将普通鼻烟产品作为改良风险烟草产品进行销售，有效期 5 年。2024 年 11 月 7 日，FDA 宣布续签瑞典火柴八款通用鼻烟产品的风险修正授权，允许其继续销售至 2032 年，这也是 FDA 首次续签修改风险批准令。2025 年 1 月 16 日，FDA 批准菲莫国际旗下 ZYN 品牌 20 款尼古丁袋产品的 PMTA（Premarket Tobacco Application，烟草产品上市前申请），涵盖 10 种口味，每款提供 2 款尼古丁浓度，这也是 FDA 首次允许尼古丁袋产品在美销售，代表着美国监管当局对口含烟产品减害性的认可。

欧洲：各国尚未完全将其纳入监管，仍处于监管灰色地带。欧盟对烟草产品的统一监管框架是《烟草产品指令》（TPD: Tobacco Products Directive），规定了对于烟草产品和新型烟草产品的监管规则，涉及到产品成分、包装、营销等方面，当前尼古丁袋尚未被 TPD 监管，在欧盟大部分国家监管仍处于灰色地带。英国允许口含烟销售，将其视作消费品，而非烟草制品和药品，瑞士、冰岛也允许口含烟销售。

表 8：口含烟产品在美国得到监管当局（FDA）认可

监管时间	获批品牌	获批产品数量	具体获批产品
2015 年通过 PMTA;			General Loose General Dry Mint Portion Original Mini General Portion Original Large
2019 年允许将普通鼻烟产品作为改良风险烟草产品进行销售，有效期为 5 年;	瑞典火柴 General (已被菲莫国际收购)	8	General Classic Blend Portion White Large-12ct General Mint Portion White Large General Nordic Mint Portion White Large-12ct General Portion White Large General Wintergreen Portion White Large
2024 年 11 月进一步续签至 2032 年			
2025 年 1 月 16 日通过 PMTA	菲莫国际 ZYN	20	10 种口味，每个口味 2 种尼古丁强度（3 毫克和 6 毫克），包括 Chill、Cinnamon、Citrus、Coffee、Cool Mint、Menthol、Peppermint、Smooth、Spearmint 和 Wintergreen

资料来源：两个至上，申万宏源研究

近年来，国际烟草巨头纷纷通过收并购加码布局尼古丁袋产品，2024 年各家口含烟板块增速普遍超过新型烟草整体。尼古丁袋是国际烟草巨头在新型烟草领域布局的重要品类。2019 年 6 月，奥驰亚率先宣布收购瑞士烟草公司 Burger Sohne 持有的口腔尼古丁袋产品 On! 80%的股份，2021 年又收购其剩余 20%股权。根据奥驰亚年报，2024 年“on!”出货量同比+40.2%。2020 年 11 月，英美烟草公司也宣布其子公司 Reynolds American Inc. (RAI) 收购美国尼古丁袋装公司 Dryft Sciences（旗下尼古丁品牌 Velo）。根据英美烟草年报，2024 年英美烟草现代口含烟出货量 83 亿支（同比+55%），贡献营收 7.9 亿英镑（同比+46.6%），同期新型烟草整体营收同比仅增长+2.5%。

表 9：国际烟草公司加快尼古丁袋企业收并购

公司	时间	收并购
菲莫国际	2021 年 5 月	PMI 收购丹麦鼻烟制造商 AG Snus，该公司是 Shiro 尼古丁袋的制造商
	2021 年 7 月	PMI 宣布收购 Fertin Pharma，该公司是专门生产尼古丁替代疗法（NRT）类产品的公司
	2022 年 11 月	PMI 完成对瑞典火柴公司（Swedish Match）的收购，该公司专营鼻烟和尼古丁袋
英美烟草	2020 年 9 月	英美烟草在匈牙利建造新工厂，专门生产现代口含烟产品
	2020 年 11 月	英美烟草公司宣布其子公司 Reynolds American Inc. (RAI) 收购美国尼古丁袋装公司 Dryft Sciences，该公司旗下有尼古丁品牌 Velo
日本烟草	2017 年	通过其全资子公司 Nordic Snus 在挪威、瑞典等国家销售口含烟，其尼古丁袋品牌 Nordic Spirit
帝国烟草	2023 年 6 月	以 6500 万英镑成功收购了加拿大 TJP 实验室的尼古丁袋业务，旨在进军美国口含烟市场
奥驰亚	2019 年 6 月	奥驰亚宣布收购瑞士烟草公司 Burger Sohne 持有的口腔尼古丁袋产品 On! 80%的股份
	2021 年 2 月	奥驰亚收购了 on! 剩余 20%的股份

资料来源：两个至上，申万宏源研究

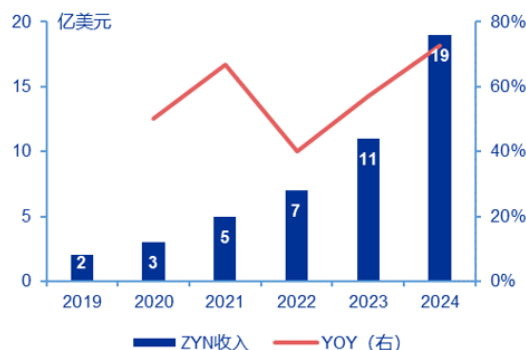
菲莫国际后来居上，自并购瑞典火柴以来，尼古丁袋业务迅猛增长。菲莫国际 2021 年 5 月收购丹麦鼻烟制造商 AG Snus（旗下尼古丁袋品牌 Shiro），2021 年 7 月收购生产尼古丁替代疗法（NRT）类产品的公司 Fertin Pharma，2022 年 11 月收购瑞典火柴，尼古丁袋品牌 ZYN 收入快速增长。2019-2024 年 ZYN 收入 CAGR 高达+57%，其中 2024 年 ZYN 收入 19 亿美元（同比+73%），出货量 5.81 亿罐（同比+51%）。

图 40：2024 年菲莫国际 ZYN 出货量同比+51%



资料来源：菲莫国际公告，申万宏源研究

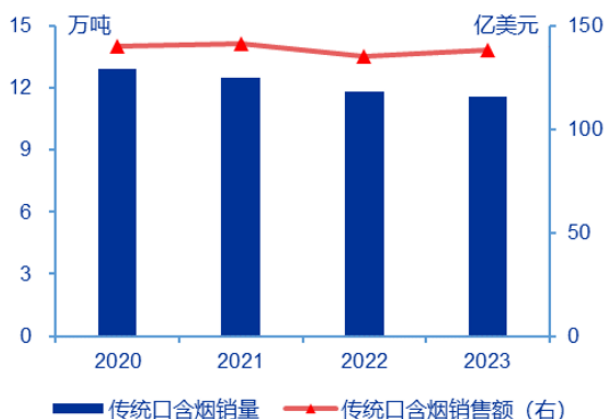
图 41：近 5 年菲莫国际 ZYN 营收 CAGR +57%



资料来源：菲莫国际公告，申万宏源研究

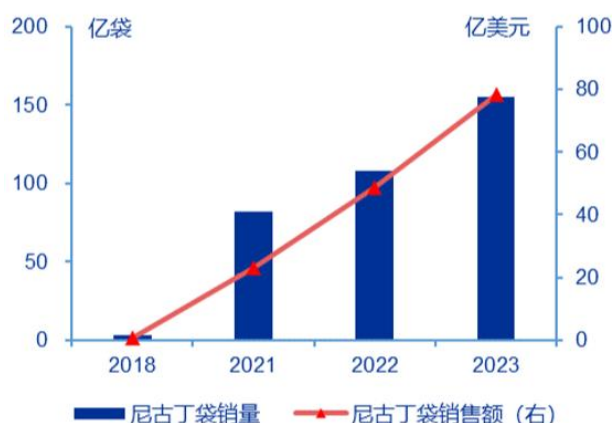
受益于产品扩圈+政策友好+巨头加码，全球尼古丁袋市场快速扩容。根据世界烟草发展报告，2023 年全球尼古丁袋产品销售额占全市场比重仅 1.2%，尼古丁袋销量 155.1 亿袋（同比+43.5%），销售额 78.6 亿美元（同比+61.1%），2018-2023 年尼古丁袋产品销量/销售额 CAGR 分别高达+%/+%。同期，传统口含烟产品销售基本维稳。

图 42：全球传统口含烟销售基本维稳



资料来源：世界烟草发展报告，申万宏源研究

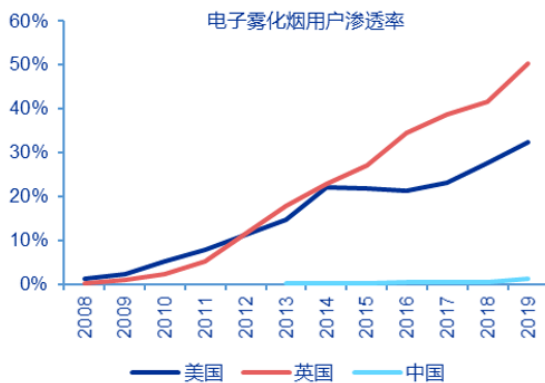
图 43：全球尼古丁袋产品快速增长



资料来源：世界烟草发展报告，申万宏源研究

类比电子雾化烟发展历程，我们预计全球口含烟市场已步入高增长的黄金阶段。根据雾芯科技招股书，2019年前全球电子雾化烟监管政策相对宽松，以美国、欧洲为主要市场的电子雾化烟用户渗透率快速提升，尤其前期在低渗透率之下更是每年数倍增长，而当前口含烟市场正处于相似阶段。根据菲莫国际财报，2024年其尼古丁袋销量5.8亿罐，假设按照其在美国市占率65.9%、美国市场约占全球75.8%计算，我们推算全球尼古丁袋销售量约11.6亿罐，按照20支/罐标准计算，则对应232亿支总市场规模。但是，由于口含烟在更多市场未被有效监管，很难完全纳入统计，因此上述测算或远远低估了实际市场规模。

图 44：主要市场电子雾化烟用户渗透率曲线



资料来源：雾芯科技招股书，申万宏源研究

表 10：2024 年全球尼古丁袋总市场规模测算

测算过程	数值	备注
2024年菲莫国际尼古丁袋销量 (亿罐)	5.8	根据菲莫国际2024年度财报
+ 菲莫国际在美国尼古丁袋市占率	65.9%	参照世界烟草发展报告统计24Q4数据假设
+ 美国市场在全球尼古丁袋市占率	75.8%	参照世界烟草发展报告统计2023年数据假设
= 2024年全球尼古丁袋总销量 (亿罐)	11.6	测算值
× 单罐标准支数	20	单罐标准
= 2024年全球尼古丁袋总销量 (亿支)	232	测算值

资料来源：申万宏源研究；注：以上为申万宏源研究测算，仅供参考

4.2 高端无纺布为关键材料，贡献额外盈利弹性的市场机会

无纺布材料是口含烟向尼古丁袋革新的关键材料，核心技术壁垒在于需要对尼古丁烟碱实现缓释功能，即让尼古丁烟碱缓慢析出，使用户能够逐步体验烟碱的效果。无纺布材料作为口腔内直接接触物品，除了满足一般食品级无纺布的安全性要求之外，还应该同时耐受口含烟粉末本身所含化学物质冲击、满足口腔接触的舒适性、避免纤维碎屑掉落、粉末隔离安全、牢固性等，这对无纺布的孔径、粗细、柔软度等均提出较高要求。传统标准较高的医用级无纺布主要侧重防水透气功能，而口含烟无纺布需要精准控制无纺布纤维直

径，来保证尼古丁的释放周期延长，较传统粉末状嚼烟尼古丁传输效率提升，从而将尼古丁袋的用户群体从烟瘾较大的专业烟民扩圈至一般烟民群体。

尼古丁袋市场非线性增长，伴生高端烟袋无纺布需求激增，以诺邦为代表的国产制造商有望切入高盈利、高壁垒的新型烟草供应链。此前国际烟草巨头的口含烟缓释袋材主要由海外供应商生产，而国内厂商正在开发起步阶段，诺邦股份作为国内高端差异化水刺非织造材料引领者，研发实力首屈一指，有助于在纳米级孔径调控技术等关键缓释材料环节取得突破。公司重视口含烟市场机会，原先就有下游客户合作，在此基础上加速迭代改良口含烟无纺布产品，并积极接触更多下游客户，有望在年内扩大出货。

口含烟无纺布对产能占用较小，但高吨价、高净利，有望贡献额外的利润弹性。一般尼古丁袋产品包装呈枕头状，常规尺寸约为长 140mm×宽 80mm，单支用材非常少，因此我们预计最终对公司产能占用量有限，不会受制于当前接近满产的产能瓶颈。然而，1688 网站显示口含烟无纺布报价在 80~120 元/千克（8~12 万元/吨），数倍于原有产品均价，说明具备相当可观的盈利水平。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

盈利预测：

预计公司 25-27 年营收同比+20.1%/+15.6%/+15.7%至 26.9/31.1/36.0 亿元，归母净利润同比+36.9%/+20.2%/+20.3%至 1.3/1.6/1.9 亿元。

费用预测：

考虑到小植品牌业务未来发展须加大投入，预计 25-27 年销售费用率 2.6%/2.7%/3.5%，管理费用率 2.6%/2.8%/3.0%，研发费用率 3.5%/3.5%/3.5%。

具体预测逻辑如下：

分水刺非织造材料（卷材）、水刺非织造材料制品（制品）拆分主营业务收入，对各块子业务进行合理预测，最终加总作公司总体盈利预测。其中：**1) 卷材业务：**按照量价拆分假设，相乘计算营收，预计 25-27 年销量保持双位数增长，且高附加值产品结构占比提升，驱动每年平均单价、毛利率均略有提升。**2) 制品业务：**分为代工和品牌两块子业务。代工子业务考虑到胖东来等大客户仍在起量阶段，预计 25-27 年营收增速 +20%/+12%/+12%，毛利率 11.5%/12%/12.5%；品牌子业务规模尚小，处于超高速增长阶段，预计 25-27 年营收均为+100%翻番增长，毛利率均为 45%。

盈利预测过程及结果如下：

表 11：诺邦股份盈利预测

年份	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,519	1,589	1,915	2,237	2,687	3,107	3,596
YoY	-24.4%	4.6%	20.5%	16.8%	20.1%	15.6%	15.7%
营业成本 (百万元)	1,161	1,369	1,605	1,906	2,267	2,591	2,954
毛利率	23.6%	13.8%	16.2%	14.8%	15.6%	16.6%	17.9%
归母净利润 (百万元)	97	38	83	95	130	157	189
YoY	-63.8%	-61.0%	119.1%	15.2%	36.9%	20.2%	20.3%
归母净利率	6.4%	2.4%	4.3%	4.3%	4.9%	5.0%	5.2%

【主要业务】

主营业务收入 (百万元)	1,509	1,574	1,898	2,218	2,669	3,089	3,578
YoY	-24.6%	4.3%	20.6%	16.9%	20.3%	15.7%	15.8%
主营业务成本 (百万元)	1,160	1,357	1,594	1,893	2,254	2,579	2,942
毛利率	23.1%	13.8%	16.0%	14.7%	15.5%	16.5%	17.8%

①营收：水刺非织造材料 (百万元)	594	603	718	709	834	982	1,113
YoY	-0.6%	1.4%	19.2%	-1.2%	17.6%	17.7%	13.3%
总销量 (吨)	44,096	47,136	55,606	54,895			
对外销量占比 (预估)	79%	77%	78%	81%			
对外销量 (吨, 预估)	34,668	36,224	43,384	44,388	51,168	59,040	65,600
对外销量 YoY	-1.6%	4.5%	19.8%	2.3%	15.3%	15.4%	11.1%
单价 (万元/吨)	1.71	1.66	1.65	1.60	1.63	1.66	1.70
单价 YoY	1%	-3%	-1%	-3%	2%	2%	2%
营业成本 (百万元)	409	519	571	555	651	764	862
毛利率	31.1%	13.8%	20.4%	21.8%	22.0%	22.2%	22.5%

②营收：水刺非织造材料制品 (百万元)	915	972	1,180	1,509	1,834	2,107	2,465
YoY	-34.9%	6.2%	21.4%	27.8%	21.6%	14.9%	17.0%
2.1 制品代工 (国光公司等)	915	962	1,164	1,479	1,775	1,988	2,226
YoY	-34.9%	5.2%	21.0%	27.1%	20.0%	12.0%	12.0%
2.2 自有品牌 (小植家等)		10	17	30	60	119	239
YoY			68%	81%	100%	100%	100%
营业成本 (百万元)	750	838	1,022	1,338	1,603	1,815	2,079
毛利率	18.0%	13.8%	13.4%	11.3%	12.6%	13.9%	15.6%
2.1 营业成本：制品代工	750	831	1,014	1,319	1,571	1,749	1,948
制品毛利率	18.0%	13.6%	12.9%	10.8%	11.5%	12.0%	12.5%
2.2 营业成本：自有品牌		7	8	19	33	66	131
品牌毛利率		27.6%	50.5%	35.9%	45.0%	45.0%	45.0%

【其他业务】

其他业务收入 (百万元)	11	15	17	18	18	18	18
YoY	39.9%	41.0%	11.5%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务成本 (百万元)	2	12	12	12	12	12	12
毛利率	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%

资料来源：申万宏源研究；注：蓝色表示预测值

5.2 估值分析

可比公司选择：我们没有选择无纺布传统制造企业作为可比公司，是因为前文已阐述多数上市无纺布企业经营状况不佳，盈利微薄、甚至亏损，且产品结构与诺邦股份高端差异化定位也差距颇大，因此市场估值不具备指导意义。**因此，我们基于诺邦股份未来的成长逻辑，一方面无纺布制造业务增长由大客户驱动，另一方面自有品牌不断培育壮大，背后实质是挂钩我国清洁护理市场的成长性。综上，我们在个护板块中选取以下 3 家作为可比公司，均为“高端制造+专业品牌”一体的发展模式，这与诺邦股份的投资逻辑相似，受益于我国个护家清行业品质化的机遇期。**

1) 稳健医疗：以全棉水刺无纺布材料功能化技术为核心，已发展出医用耗材和消费品两大应用业务板块。其中，消费品牌“全棉时代”线上线下渠道并进，营收规模较大。

2) 百亚股份：国内一次性卫生用品行业知名综合性企业，旗下品牌矩阵涉及卫生巾（自由点、FREEMORE）、婴儿纸尿裤（好之）、成人失禁用品（丹宁、好来康）。

3) 豪悦护理：国内个人卫生护理用品领域制造商，旗下品牌矩阵涉及婴儿卫生、成人卫生、家庭护理、宠物用品，尤其收购丝宝护理将“洁婷”等品牌并入。

诺邦股份是全球高端差异化水刺非织造材料引领者，打通卷材（高端差异化）、制品（大型智能化）、品牌（小植家专业品牌）一体化，受益于我国个护家清市场需求多样化扩容、品质化升级的机遇期，叠加口含烟新下游高爆发的黄金窗口，首次覆盖给予“买入”评级。短期看，无纺布行业供给出清、需求扩大再平衡效果显现，叠加原材料价格回落，制造代工基本盘拐点已显，迎来营收、净利率双击向上。中长期看，当下是高端供应链延伸下游孕育个护家清新品牌的机遇期，2023 年是小植家发力元年，品类与渠道扩张刚刚起步，有望步入加速发展阶段，参照全棉时代仅无纺布消费品 2024 销售额就达 26 亿元，发展天花板很高。此外，受益于产品破圈、政策友好、巨头加码，口含烟市场规模非线性扩大，伴生高端无纺布需求激增，以诺邦为代表的国产制造商有望切入高盈利、高壁垒的新型烟草供应链，有望额外贡献利润弹性。我们预计 25-27 年归母净利润 1.3/1.6/1.9 亿元，CAGR 高达+26%，对应 PE 为 22/18/15 倍。参照个护家清板块可比公司平均 PEG，给予公司 25 年 PEG 为 1.17 倍，对应目标 PE 为 30 倍，目标市值 39 亿元，较 6/3 市值有 37% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/6/3		归母净利润（亿元）				PE				24-27	25PEG
		股价 (元)	总市值 (亿元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	CAGR	
300888.SZ	稳健医疗	52.82	308	7.0	10.3	11.6	13.5	44	30	26	23	25%	1.21
003006.SZ	百亚股份	31.27	134	2.9	3.6	5.0	6.6	47	37	27	21	32%	1.18
605009.SH	豪悦护理	65.25	101	3.9	5.0	5.5	6.3	26	20	18	16	18%	1.12
平均值								39	29	24	20	25%	1.17
.SH	诺邦股份	.	.	.	.	.	.					%	.

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：除了豪悦护理 27E 归母净利润为 Wind 一致预期，其余盈利预测均来自申万宏源研究

6. 风险提示

1) 无纺布行业产能出清不及预期，竞争加剧风险。在 2020 年疫情期间无纺布行业产能无序激增，随后导致行业多年经历严重的内卷价格战，近年来行业产量下降，向供需平衡状态回归。如果中小产能出清不充分，行业内卷式竞争将难以改观。

2) 上游原材料成本大幅上涨，盈利能力受到影响。公司直接材料占营业成本比重高达 75-80%，因此粘胶纤维、涤纶纤维和浆粕等主要原材料价格波动对公司盈利能力会产生较大的直接影响。公司盈利能力与原材料价格，一般呈现负相关关系。

3) 全球关税政策不确定性，对美出口业务受影响。虽然公司近年来境内营收增速高于境外，但 2024 年境外营收占比仍有 53%，且包含有限的美国市场敞口。如果美国对华加征不合理关税，对公司对美出口业务产生不利影响。

4) 口含烟市场仍不成熟，可能面临监管加严风险。新型烟草行业渗透率爬升周期与政策监管周期密切相关，一般在政策友好阶段，新品类渗透率快速提升。如果口含烟在主要消费市场的监管加严，将不利于市场渗透率提升速度。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,915	2,237	2,687	3,107	3,596
营业收入	1,915	2,237	2,687	3,107	3,596
营业总成本	1,807	2,105	2,506	2,884	3,329
营业成本	1,605	1,906	2,267	2,591	2,954
税金及附加	13	19	23	26	30
销售费用	49	62	70	84	126
管理费用	71	66	70	87	108
研发费用	82	78	94	109	126
财务费用	-13	-26	-17	-12	-15
其他收益	10	14	14	14	14
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
信用减值损失	2	-6	0	0	0
资产减值损失	-17	-22	-15	-20	-20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	104	120	180	217	261
营业外收支	7	-1	0	0	0
利润总额	111	119	180	217	261
所得税	11	9	27	33	39
净利润	99	109	153	184	222
少数股东损益	17	14	23	28	33
归母净利润	83	95	130	157	189

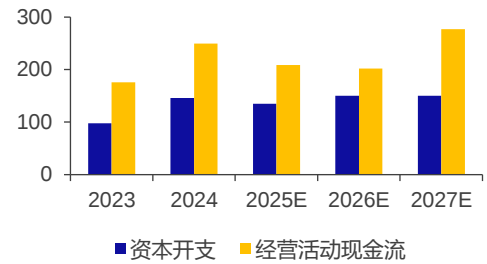
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

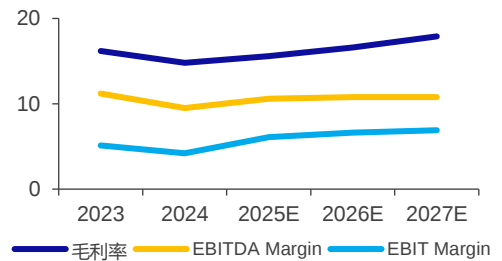
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	99	109	153	184	222
加：折旧摊销减值	131	147	136	151	161
财务费用	-7	-17	-17	-12	-15
非经营损失	-3	-6	0	0	0
营运资本变动	-46	9	-63	-121	-91
其它	0	13	0	0	0
经营活动现金流	176	250	209	202	277
资本开支	98	146	135	150	150
其它投资现金流	54	-260	0	0	0
投资活动现金流	-45	-407	-135	-150	-150
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	47	20	-5	0	0
支付股利、利息	23	58	53	78	94
其它融资现金流	-19	-4	17	12	15
融资活动现金流	5	-42	-41	-66	-79
净现金流	143	-183	33	-14	48

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

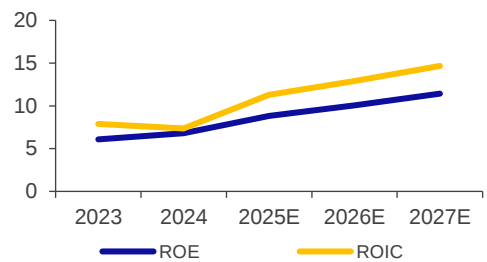
资本开支与经营活动现金流



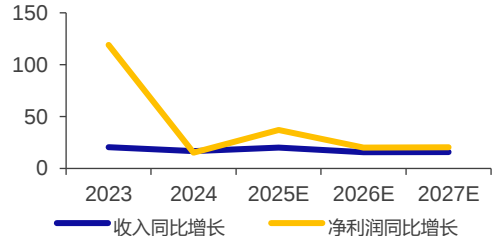
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)

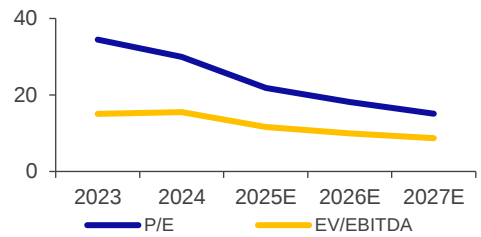


合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,116	1,366	1,509	1,570	1,714
现金及等价物	607	668	700	686	734
应收款项	314	423	478	524	584
存货净额	179	245	300	330	365
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	30	30	30	30
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	1,119	1,130	1,144	1,164	1,173
无形资产及其他资产	246	306	306	306	306
资产总计	2,481	2,812	2,969	3,049	3,202
流动负债	835	1,076	1,132	1,106	1,131
短期借款	75	105	100	100	100
应付款项	729	924	985	960	985
其它流动负债	31	47	47	47	47
非流动负债	48	87	87	87	87
负债合计	883	1,163	1,219	1,193	1,218
股本	178	178	178	178	178
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	368	368	368	368	368
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	84	91	102	115	130
未分配利润	729	763	830	895	975
少数股东权益	240	249	272	300	333
股东权益	1,598	1,650	1,750	1,856	1,984
负债和股东权益合计	2,481	2,812	2,969	3,049	3,202

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

相对估值(倍)



重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.54	0.73	0.88	1.06
每股经营现金流	0.99	1.41	1.18	1.14	1.56
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.44	0.53
每股净资产	7.65	7.89	8.32	8.77	9.30
关键运营指标(%)					
ROIC	7.9	7.4	11.3	12.9	14.7
ROE	6.1	6.8	8.8	10.1	11.4
毛利率	16.2	14.8	15.6	16.6	17.9
EBITDA Margin	11.2	9.5	10.6	10.8	10.8
EBIT Margin	5.1	4.2	6.1	6.6	6.9
营业总收入同比增长	20.5	16.8	20.1	15.6	15.7
归母净利润同比增长	119.1	15.2	36.9	20.2	20.3
资产负债率	35.6	41.3	41.1	39.1	38.0
净资产周转率	1.41	1.60	1.82	2.00	2.18
总资产周转率	0.77	0.80	0.91	1.02	1.12
有效税率	10.4	7.8	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	1.8	2.7	3.2
估值指标(倍)					
P/E	34.5	29.9	21.9	18.2	15.1
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/Sale	1.7	1.5	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	15.0	15.5	11.7	10.0	8.7
股本	178	178	178	178	178

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。