

诺邦股份 (603238.SH)

打造水刺无纺布卷材+制品+品牌全产业链，未来可期

核心观点:

- 公司深耕非织造领域二十年，为水刺无纺布龙头企业。公司由杭州老板实业集团投资创立于2002年，2017年成功挂牌上市，并于同年收购杭州国光，进一步拓展水刺无纺布制品业务。根据公司财报，公司于2021年提出卷材、制品、品牌三方面相对独立经营的改革思路，打造水刺无纺布全产业链。2025Q1公司实现营收6.08亿元，同比+39.14%，归母净利润0.30亿元，同比YOY+48.56%。
- 水刺非织造行业规模稳健增长，集中度有望提升；下游主要应用于湿巾等产品，应用前景广阔。据中国产业用纺织品行业协会，2024年我国无纺布产量856.1万吨，2017-2024年CAGR达9.51%，其中水刺工艺产品由于透气、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”市场及美容护肤品市场。2025年FDA首次批准尼古丁袋产品，有望拓展新的应用领域。
- 公司卷材持续技改，注重研发；国光产能全球领先，客户优势显著；自有品牌未来成长空间广阔。(1)根据公司财报，公司现有十一条水刺生产线和一条研发试验线，设计产能8万吨，规模在国内水刺非织造材料行业处于领先水平。(2)公司重视研发创新，可冲散技术全球领先，且积极开拓新兴应用领域。(3)杭州国光湿巾加工产能亚洲第一，全球第四，近两年积极开拓大客户，客户资源优势显著，有望维持较快增长。(4)公司重点培育To C品牌业务，有望打造新的成长曲线。
- 盈利预测与投资建议：预计2025-2027年公司EPS分别为0.75/0.91/1.10元/股。综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力、业绩成长性等因素，参考可比公司估值，给予公司2025年25倍PE估值，对应合理价值18.67元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。原材料价格波动风险，行业竞争风险，下游需求波动风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1915	2237	2718	3226	3823
增长率(%)	20.5%	16.8%	21.5%	18.7%	18.5%
EBITDA(百万元)	206	218	265	304	341
归母净利润(百万元)	83	95	133	161	195
增长率(%)	119.1%	15.2%	39.2%	21.5%	20.8%
EPS(元/股)	0.46	0.54	0.75	0.91	1.10
市盈率(P/E)	29.89	24.00	21.94	18.06	14.95
ROE(%)	6.1%	6.8%	9.0%	10.2%	11.5%
EV/EBITDA	9.33	8.19	8.48	6.51	4.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

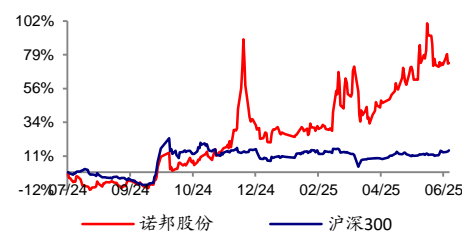
买入

当前价格	16.39元
合理价值	18.67元
前次评级	买入
报告日期	2025-07-06

基本数据

总股本/流通股本(亿股)	1.78/1.78
总市值/流通市值(亿元)	30.48/30.48
一年内最高/最低(元)	19.81/8.86
30日日均成交额(百万)	157.31
近3个月涨跌幅(%)	12.70

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001



SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

目录索引

一、诺邦股份：国内水刺无纺布龙头	5
（一）水刺非织造龙头企业，业务多元产品丰富	5
（二）实控人控股权稳定，管理团队专业且稳定性强	7
（三）公司营收稳健，未来发展可期	8
二、水刺非织造行业前景广阔	11
（一）无纺布行业稳健增长，技术多点开花	11
（二）水刺无纺布行业下游应用广泛，前景广阔	13
（三）水刺无纺布行业集中度有望持续提高	17
三、扩产促进业绩增长，创新开拓未来成长空间	18
（一）11条生产线+1条研发试验线，水刺工艺完善、建设数字化车间	18
（二）重视技术创新，研发投入不断扩大	19
（三）毛利率处于底部，有望底部企稳逐渐改善	22
四、盈利预测和投资建议	24
（一）盈利预测	24
（二）投资建议	26
五、风险提示	26

图表索引

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2025Q1)	7
图 3: 公司历年营业收入及同比增速	9
图 4: 公司历年归母净利润及同比增速	9
图 5: 公司历年各主要产品营业收入占比	10
图 6: 公司历年分地区营业收入占比	10
图 7: 公司历年期间费用率 (单位: %)	11
图 8: 公司历年销售毛利率、销售净利率 (单位: %)	11
图 9: 公司分业务毛利率 (单位: %)	11
图 10: 公司分地区毛利率 (单位: %)	11
图 11: 2008-2024 年我国无纺布产量及增速	12
图 12: 无纺布按技术分类示意图	12
图 13: 2019 年无纺布各工艺产量比例	12
图 14: 水刺无纺布发展历程	14
图 15: 2010-2022 年水刺无纺布产量及增速	14
图 16: 全球湿巾市场规模及增速	14
图 17: 中国湿巾市场规模及增速	14
图 18: 国内外湿巾人均消费额对比	15
图 19: 中国湿厕纸市场规模	15
图 20: 国内外湿厕纸市场渗透率对比	15
图 21: 我国湿厕纸销量及同比增速	16
图 22: 湿厕纸的使用场景及使用习惯分布	16
图 23: 淘系湿厕纸市场消费规模及消费驱动因素	16
图 24: 全球尼古丁袋市场规模 (单位: 亿美元)	17
图 25: 公司研发费用及研发费用率	19
图 26: 可比公司研发费用率	19
图 27: 我国历年湿巾出口量	20
图 28: 杭州国光及纳奇科合计营业收入及增速 (单位: 亿元)	21
图 29: 杭州国光及纳奇科合计净利率	21
图 30: 诺邦股份及可比公司毛利率 (单位: %)	22
图 31: 公司水刺非织造材料吨均价及吨成本	23
图 32: 公司成本构成	23
图 33: 粘胶短纤价格指数走势 (万元/吨)	23
图 34: 粘胶短纤长期供过于求	23
图 35: 涤纶短纤价格指数走势	24
图 36: 涤纶短纤上游的 PTA 近年来供略大于求	24

表 1: 公司主要产品	6
表 2: 公司现任董监高在诺邦股份任职履历	8
表 3: 不同工艺无纺布产品优劣	13
表 4: 不同技术的无纺布及其应用	13
表 5: 2019-2024 年我国非织造布行业主要经济指标增速（规模以上企业）	17
表 6: 公司各产线概况	18
表 7: 小植家品牌天猫、京东、抖音平台销售情况	21
表 8: 营收拆分（单位：百万元）	25
表 9: 可比公司估值情况（截至 20250704）	26

一、诺邦股份：国内水刺无纺布龙头，打造卷材、制品、自有品牌全产业链

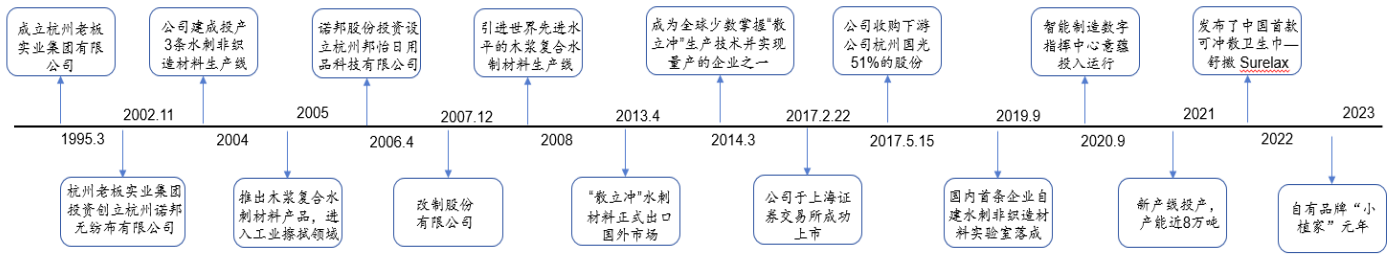
（一）水刺非织造龙头企业，业务多元产品丰富

公司深耕非织造领域二十年，系国内水刺无纺布龙头企业。根据公司招股说明书，公司前身为杭州诺邦无纺股份有限公司，由杭州老板实业集团有限公司成立于2002年11月；2004年公司建成投产三条水刺非织造材料生产线，采用干法铺网成形工艺，初期产品品种比较单一，且主要面向国内市场销售；2005年，公司推出了木浆复合水刺材料产品，开始进入工业擦拭材料领域，经过两年多的发展，该产品在国内华南、华东市场取得了较大的市场份额，并开始出口国外市场；2008年，公司引进了一条具有世界先进水平的木浆复合水刺材料生产线，产品品质及生产能力均得到了较大的提升；2013年4月，公司采用100%多规格纤维素纤维为原料生产的“散立冲”水刺材料正式出口国外市场，并迅速得到了国外客户的认可；2014年3月，公司的可冲散全降解环保水刺材料（散立冲）正式通过法国CTP测试机构按照美国非织造材料行业协会（INDA）及欧洲非织造材料行业协会（EDANA）发布的《一次性无纺布及制品可冲散性能评估指南》（第三版）的全部测试，成为目前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。2017年2月22日，公司在上海证券交易所成功挂牌上市。根据公司官网，2022年公司发明舒散-Surelax可冲散卫生巾，成功全球首发上市。公司自成立以来，深耕差异化、个性化水刺非织造材料，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。根据公司财报，截至2024年，公司现有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等生产工艺，设计年产能达8万吨。

根据2017/9/15公司其他交易事项公告，公司2017年9月以增资1.3亿元并支付杭州国光实际控制人傅启才、吴红芬股权转让款9000万元的方式收购其下游杭州国光51%的股权，杭州国光于2017年10月25日变更投资人变动相关工商登记，并于2017Q4并表。杭州国光由傅启才、吴红芬于1998年创立，在湿巾产品的研发和生产等方面拥有深厚的技术积累和行业经验，产品目前主要涵盖婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、卫生湿巾、功能性湿巾、消毒湿巾等六大领域。

根据公司财报，公司自2022年11月董事会换届后，明确全力扶持自有品牌小植家，2023年开启自有品牌小植家元年，自此公司业务形成从卷材材料到制品OEM再到自有品牌的全产业链布局。

图1: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心



公司业务主要分为卷材（水刺非织造材料）及卷材制品（水刺非织造材料制品、自有品牌）。卷材业务主要可分为四类：（1）美容护理类：主要包括豆绒纺非织造材料、芳香缓释干巾材料、备长炭面膜材料、蝉翼面膜材料、超柔竹纤维干巾材料、保湿因子超柔材料、清水泡泡巾、细旦纤维美容材料、芦荟干巾材料。（2）民用清洁类：主要包括乳丝P40卫生巾表层材料、静电除尘擦拭材料、散立冲高端护理环保材料之速散三代、散立冲高端护理环保材料之速散二代、易净巾泡泡洗碗巾、静电擦拭材料、诺邦“耐洗王”、易立净—炫彩格纹无纺材料、木芯纺T—纸尿裤芯体专享材料、木芯纺L非织造材料。根据公司招股说明书，公司自主研发的“可冲散全降解环保水刺材料（散立冲）”项目入选2014年中国产业用纺织品行业十大创新产品/技术，填补了国内空白。（3）工业用材类：主要包括高效拒水阻燃材料、新型HYDROSPIN*擦拭材料、“福耐克”高级工业擦拭材料、“艾迪克”擦拭材料、TPA除尘擦拭材料、Micropure工业擦拭材料。（4）医用材料类：主要包括“荷纶纺”手术衣专用面料。

卷材制品可分为干巾和湿巾OEM、ODM业务及自有品牌，其中国光主营湿巾OEM、ODM业务，产品主要包括婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、卫生湿巾、功能性湿巾、消毒湿巾等六大领域；自有品牌小植家，主营电商渠道。

公司各类产品的主要类别及功能如下图：

表 1: 公司主要产品

产品类别	功能	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	

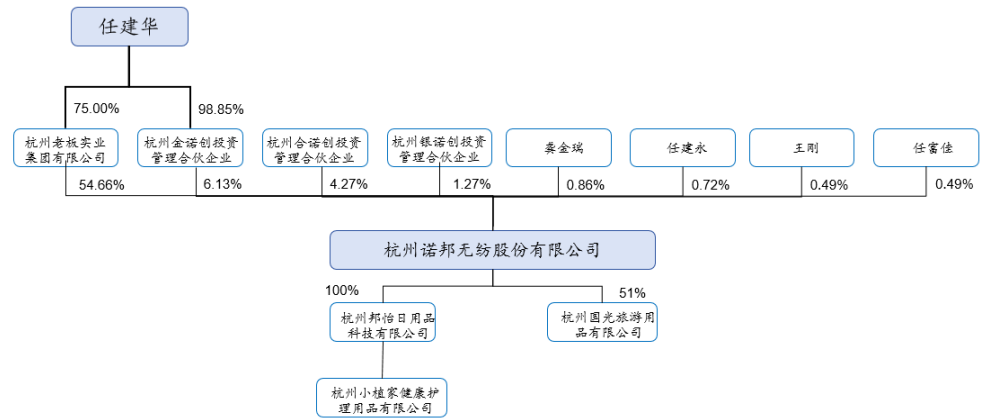
水刺非织造材料制品	干巾类 美妆清洁、餐厨清洁、母婴清洁、厕卫清洁、家居清洁	
湿巾类	婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、卫生湿巾、功能性湿巾、消毒湿巾	

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）实控人控股权稳定，管理团队专业且稳定性强

公司实际控制人持股**47.05%**，控股权稳定。根据公司财报，公司董事长任建华通过老板集团持有公司9702.7万股（占总股本54.66%），以及金诺创投持有公司1088.2万股（占总股本6.13%），合计持有公司10790.9万股，占总股本60.79%。截至2025年3月31日，公司股权结构如下：

图2：公司股权结构（截至2025Q1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司核心团队长期保持稳定。公司主要高级管理人员从事纺织行业多年且普遍在公司内有十余年以上工作经历，一方面积累了丰富的生产和管理经验，另一方面，对行业的发展趋势具有良好专业判断能力，可有效把握行业方向，抓住市场机会。

表 2: 公司现任董监高在诺邦股份任职履历

姓名	出生年月	现任职务	个人履历
任建华	1956 年 8 月	董事长	1978 年参加工作，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，杭州老板电器厨卫有限公司董事长兼总经理。获全国劳动模范、浙江省优秀共产党员等称号，并当选为浙江省第八届、第十届人大代表、杭州市第十一届人大代表、党代表、杭州市第十二届人大代表、第十二届风云浙商、杭州市第十三届人大代表。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责任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。
任富佳	1983 年 1 月	董事	历任杭州老板实业集团有限公司市场部产品经理、研发中心副总经理，杭州老板电器厨卫有限公司副总经理。现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事，杭州老板电器股份有限公司副董事长、董事、总经理，杭州安泊家居有限公司董事，帝泽家用电器贸易（上海）有限公司董事，德地氏贸易（上海）有限公司副董事长。与公司实际控制人任建华系父子关系。
龚金瑞	1971 年 10 月	董事、 总经理	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。
傅启才	1970 年 8 月	董事、 副总经理	1998 年创立杭州国光旅游用品有限公司，任杭州国光旅游用品有限公司总经理，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。
任建永	1969 年 1 月	董事、 副总经理	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。与公司实际控制人任建华系兄弟关系。
张长春	1981 年 3 月	财务总监	历任宏讯电子工业（杭州）有限公司成本管理师，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。
朱力伟	1989 年 7 月	董事会秘书	2012 年参加工作，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，杭州良淋电子科技股份有限公司监事，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。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）公司营收稳健，未来发展可期

2013-2019年稳增长，疫情期间高增，2021-2024年疫后企稳，恢复稳健增长。根据公司财报，公司2022-2024年分别实现营业收入15.89亿元（YOY+4.60%）、19.15亿元（YOY+20.48%）、22.37亿元（YOY+16.81%），2013-2024年公司营业收入CAGR达16.93%，其中2013-2019年公司营业收入CAGR为18.30%，主要受下游需求稳健增长、公司产能增加等影响；2020年受疫情影响，无纺布需求剧增，产品供不应求，公司营业收入大幅上升（YOY+83.05%）；2021年随着行业大幅扩产，且下游防疫需求回落，公司营业收入明显下滑；2022年营业收入实现小幅增长，主要系一方面2021年下半年公司有新增产线投产，另一方面，公司坚持以差异化、大客户为重点保销售。2023年公司营业收入较快增长，主要系行业边际复苏，公司注重湿法市场，积极开拓外贸业务及大客户大订单。2024年公司营业收入增长主要系行业持续复苏，公司狠抓内部管理，依然高端差异化产品避免价格战，成功开发海外大客户。

疫后公司业绩波动较大，2022年公司业绩触底回升，2023-2024年持续增长。根据公司财报，公司2022-2024年分别实现归母净利润0.38亿元（YOY-60.95%）、0.83亿元（YOY+119.07%）、0.95亿元（YOY+15.22%）、0.30亿元（YOY+48.56%），2013-2024年归母净利润CAGR为8.33%，其中2013-2019年CAGR为13.08%。2020

年受疫情影响，下游供不应求，净利润大幅增长；2021年行业产能大幅扩张导致价格竞争激烈，叠加国际海运价格和能源、大宗原材料价格持续上涨，公司净利润显著下滑。2022年，由于行业供过于求、低价竞争，叠加能源和原材料成本上涨，导致公司盈利能力持续承压。2023年公司业绩大幅增长，主要系低基数、公司营业收入恢复增长，生产端持续加大智能制造产业升级、内部持续降本增效，严控原材料成本。2024年持续增长主要系公司持续优化产品结构、大客户占比提升。

2025Q1公司实现营业收入6.08亿元（YOY+39.14%），归母净利润0.30亿元（YOY+48.56%），持续高增主要受益公司持续拓展大客户，以及下游需求回暖。

图3：公司历年营业收入及同比增速

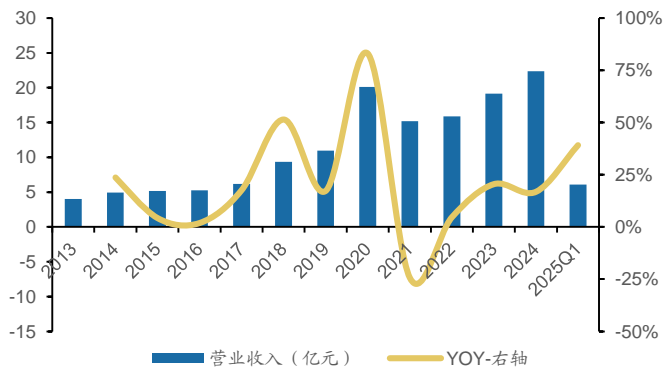
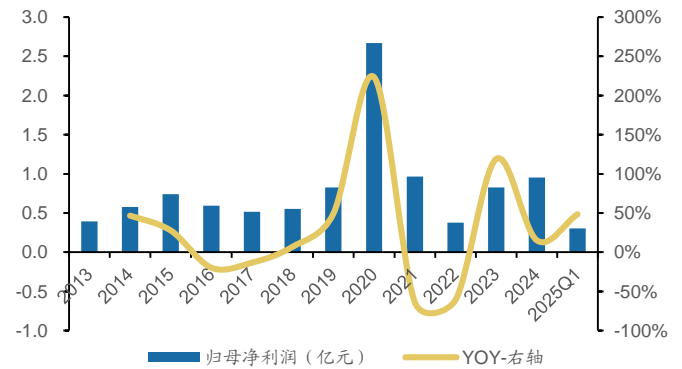


图4：公司历年归母净利润及同比增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

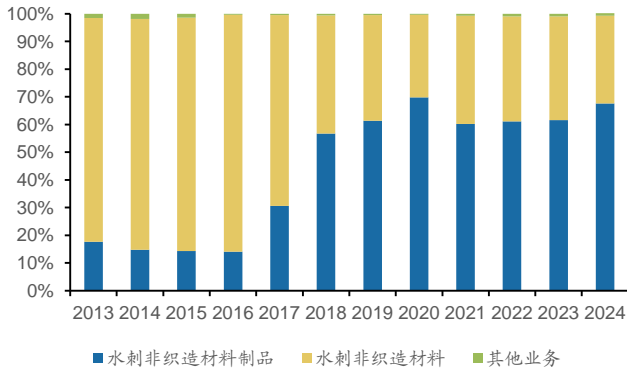
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

分产品看，公司主要产品分为两大类。（1）水刺制品，其中含控股子公司杭州国光OEM及自有品牌小植家。根据公司财报，2022-2024年公司水刺制品分别实现营收9.72亿元、11.80亿元、15.09亿元，同比增速分别+6.24%、+21.44%、+27.84%，占公司总营收61.15%、61.63%、67.46%。其中2023-2024年小植家分别实现营收1652.93万元/2985.49万元，同比+67.52%/+80.62%。

（2）水刺材料（诺邦股份生产），涵盖民用清洁、美容护理、工业用材、医用材料4个子领域。根据公司财报，2022-2024年公司水刺材料分别实现营收6.03亿元、7.18亿元、7.09亿元，同比增速分别为+1.43%、+19.15%、-1.18%，分别占比公司总营收37.91%、37.49%、31.72%。

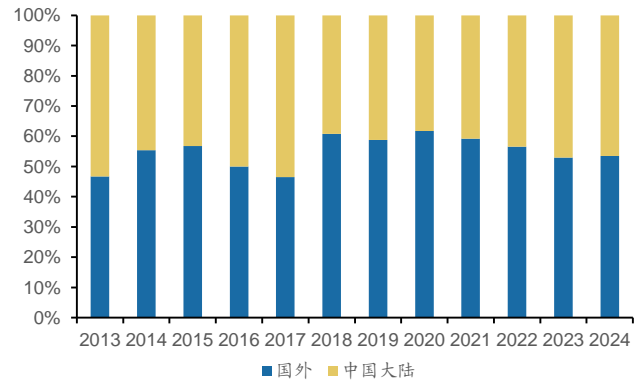
分内外销。根据公司财报，公司2022-2024年内销收入分别占主营业务收入43.42%、46.98%、46.56%，外销收入分别占主营业务收入56.58%、53.01%、53.44%。因杭州国光出口占比较高，2017Q4并表使公司2018年外销占比由2017年46.50%提升至60.84%，2020年因疫情期间国外对消毒湿巾等产品进口需求加大，公司外销占比略有提升，2022-2024年内外销占比相对稳定。

图5: 公司历年各主要产品营业收入占比



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图6: 公司历年分地区营业收入占比



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

期间费用率呈下降趋势, 费用率水平合理。公司2022-2024年及2025Q1期间费用率稳定在9%左右水平, 整体来看, 公司各项费用水平较为合理, 费控能力较为优异。分项来看:

(1) **销售费用率:** 根据公司财报, 公司2022-2024年及2025Q1销售费用率为2.31%、2.57%、2.76%、2.24%。

(2) **管理费用率:** 根据公司财报, 公司2022-2024年及2025Q1管理费用率为3.85%、3.71%、2.96%、2.41%。公司管理费用率逐年下降主要系营业收入增速较高而管理费用控制较好, 其中, 2023年管理费用的下降还受益于冲回231.5万元的股权激励费用。

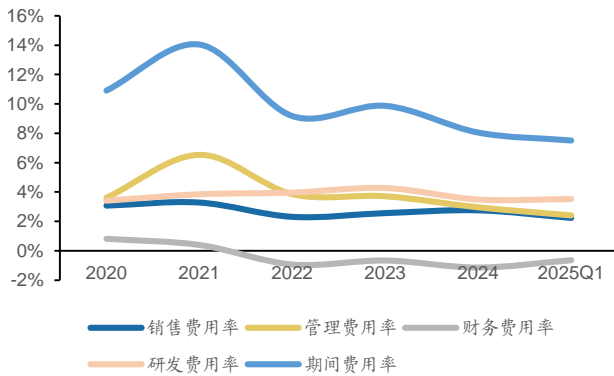
(3) **财务费用率:** 根据公司财报, 公司2022-2024年及2025Q1财务费用率为-0.94%、-0.67%、-1.15%、-0.65%, 财务费用率变化主要系汇兑损益影响。2022-2024年公司汇兑损益为-1386.20万元、-691.36万元、-1607.16万元。

(4) **研发费用率:** 根据公司财报, 公司2022-2024年及2025Q1研发费用率为3.95%、4.26%、3.48%、3.51%。公司重视研发投入, 研发费用率整体较稳定。

利润率处于底部水平, 有望企稳回升。 根据公司财报, 2022-2024年及2025Q1公司销售毛利率分别为13.84%、16.16%、14.80%、15.73%。2016年, 公司毛利率下滑主要系粘胶纤维和涤纶纤维等主要原材料成本大幅上涨, 营业成本增加。2020年, 公司毛利率大幅上涨, 主要系疫情影响, 产品供不应求; 2021-2022年, 公司毛利率逐年下降, 一方面系疫情防控趋于常态化, 水刺材料及制品业务终端售价回归常态, 另一方面, 疫情行业产能大幅扩张, 导致供过于求, 叠加大宗商品与能源价格上涨, 市场竞争激烈, 涨价无法顺利传导至下游, 挤压利润端, 导致毛利率承压。2023年, 行业边际改善, 叠加公司内部降本增效, 公司毛利率有所回升。2024年毛利率下降主要系制品业务毛利率较低, 增速高于卷材业务。2025Q1公司毛利率同比上升4.59pct, 主要由于市场需求回暖、持续调整产品及客户结构。

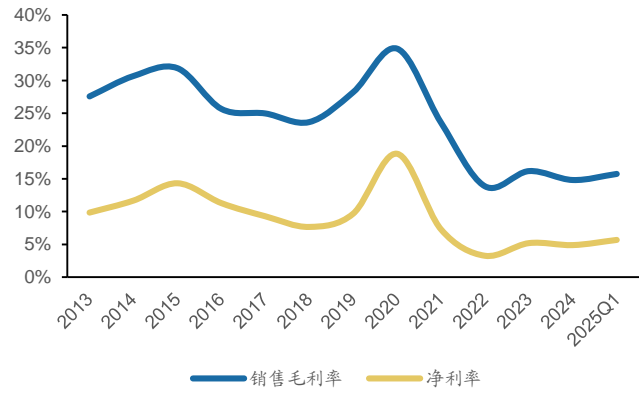
根据公司财报, 2022-2024年及2025Q1公司销售净利率分别为3.26%、5.19%、4.89%、5.68%, 趋势较毛利率保持一致。

图7: 公司历年期间费用率 (单位: %)



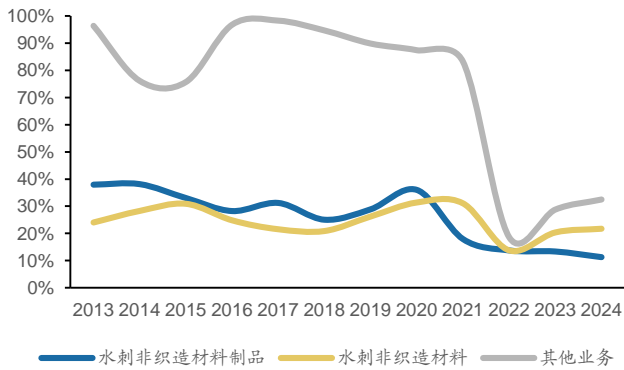
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图8: 公司历年销售毛利率、销售净利率 (单位: %)



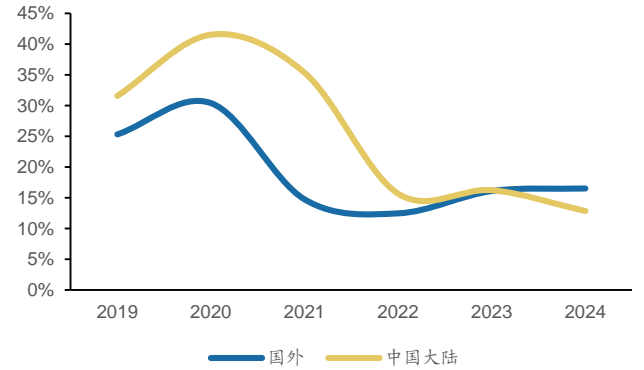
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图9: 公司分业务毛利率 (单位: %)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图10: 公司分地区毛利率 (单位: %)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

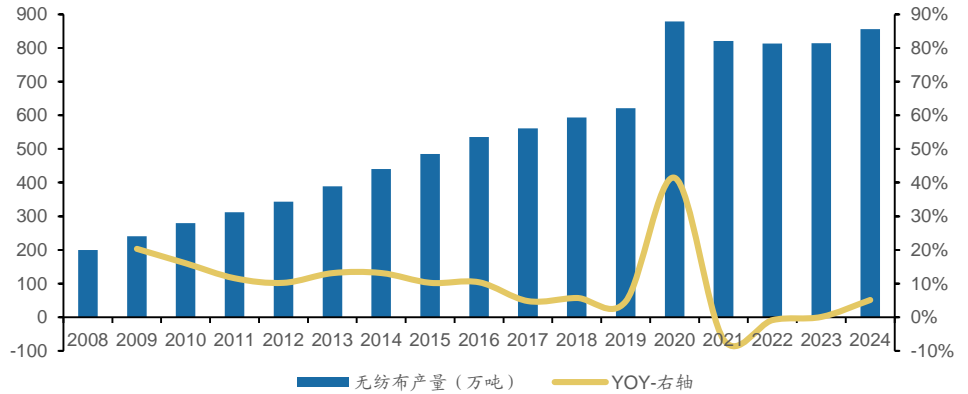
二、水刺非织造行业前景广阔

(一) 无纺布行业稳健增长, 技术多点开花

无纺布行业产量稳健增长。无纺布指以化学纤维为基本原料, 经化学(或热熔)粘合而成的类似布的产品, 因其不进行纺织, 故又称为非织造布。无纺布主要通过将纺织短纤维或者长丝进行定向或者随机排列, 形成纤网结构, 然后采用机械、热粘或化学等方法加固而成, 具有防潮、透气、柔韧、轻薄、阻燃、无毒无味、价格低廉、可循环再用等特点。根据诺邦股份招股说明书引用的文中伟发表于《纺织服装周刊》2013年第42期的《记2012/2013年度中国非织造布行业10强企业评选》数据, 1978年我国非织造布产量仅3000吨, 1997年已达近29万吨, 显著增长。据中国产业用纺织品行业协会, 2008-2024年产量复合增速为9.51%, 其中2008-2019年复合增速达10.84%, 2020年因防疫需求剧增, 非织造布产量达历史高点, 878.8万吨(YOY+35.91%), 随后2021-2022年产量有所回落, 2023-2024年略有增长, 分别

为814.3万吨（YOY+0.10%）、856.1万吨（YOY+5.13%）。2025年1-4月，无纺布产量同比增长7.5%，规模以上企业的营业收入和利润率总额分别同比增长5.2%、22.4%，营业利润率2.6%，同比提升0.4pct。

图11：2008-2024年我国无纺布产量及增速

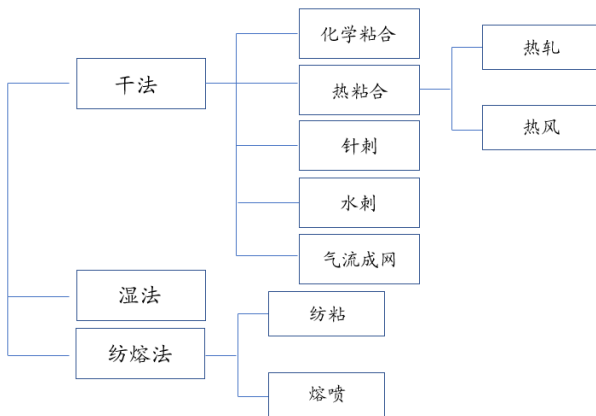


数据来源：中国产业用纺织品行业协会、广发证券发展研究中心

注：根据我国水刺非织造布行业的实际生产情况，协会将2019年我国非织造布的产量621.31万吨调整为646.9万吨，由此计算得出2020年非织造布产量的同比增速为35.91%。

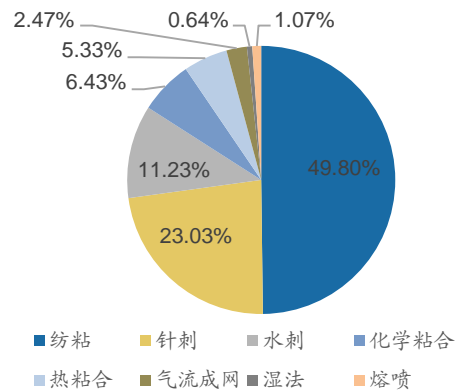
无纺布生产技术多点开花，应用场景多元。无纺布工艺主要分为干法、湿法、纺熔法，其中干法可分为化学粘合、热粘合、针刺、水刺、气流成网等工艺，纺熔法可再分为纺粘和熔喷工艺。据金春股份招股说明书引用的中国产业用纺织品行业协会统计数据，2019年无纺布各工艺产量占比分别为：纺粘49.80%、针刺23.03%、水刺11.23%、化学粘合6.43%、热粘合5.33%、湿法2.47%、熔喷1.07%。

图12：无纺布按技术分类示意图



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心

图13：2019年无纺布各工艺产量比例



数据来源：中国产业用纺织品行业协会，广发证券发展研究中心

不同工艺产品由于性能不同，应用场景也有所不同。纺粘无纺布多用于包装材料、卫生材料、器材过滤材料；针刺无纺布多用于皮革基布、土工布、过滤材料；水刺无纺布多用于医用卫生材料（医用帘、手术服、手术罩布、医用纱布、湿巾、面膜等）。

表 3: 不同工艺无纺布产品优劣

工艺	优势	劣势
纺粘无纺布	无毒, 厚度选择范围广, 保型性好、高强度、耐高温、透气	蜡质感通过纤维直径的减少可以降低
针刺无纺布	有厚重质感和毛料感、工艺线路短、强度大、克重高、加工成本低	表面粗糙, 有刺痛的感觉, 其表面需要做后处理
水刺无纺布	手感柔软、蓬松和高吸湿性、透气性好、耐洗、环保、轻质、外观花样多变	结构稳定性差, 具有各向异性
熔喷无纺布	可使无纺布达到手感柔软	耐磨性差、强度不高、硬挺性差
热轧无纺布	热轧无纺布具有一定的保型性, 无毒, 抗菌性, 物性佳	手感柔软性低, 透气性能差

数据来源: 裕纺衬布公司官网, 广发证券发展研究中心

表 4: 不同技术的无纺布及其应用

技术	简述	应用	特点
纺粘法	以热塑性高分子 (PP、PET) 化合物为原料, 经熔融、纺丝、牵伸后用热轧的方法将纤维进行固结, 从而形成片状的纤维材料	包装材料、卫生材料、器材过滤材料	产品强度高、不起毛, 介于纺织品、纸张、塑料片之间, 产品种类相对单一。
针刺法	通过对短纤维梳理后铺网成型, 多层纤网牵伸后送入预针刺机, 经若干次密布于针板的机针进行高频机械穿刺, 强制纤维无规则地交织成非织造布	皮革基布、土工布、过滤材料等	工艺路线较短, 克重高、强度大、加工成本低。
水刺法	通过对短纤维梳理后, 可形成交叉铺网或在线直铺的方式, 经牵伸或非牵伸进入水刺机, 经多次正反向的高压细微水柱形成的水针 (0.08-0.12mm), 连续对纤网进行穿刺, 使纤维相互缠结	医用卫生材料、过滤材料、美容护肤用品材料、清洁材料、工业基布材料	应用领域相比较其他生产工艺更为广泛、环保, 产品门类丰富, 具透气、柔软、轻质、抗菌、环保等性能。
化学粘合法	分浸渍法、喷胶法、热熔法等。该工艺由干法梳理成网, 采用施加化学品或添加低熔点纤维而进行相互粘合	填充料、复合材料	工艺相对简单、生产成本相对低、产品蓬松、絮状, 强度相对较低。
热粘合法	通过对短纤维梳理后, 以在线直铺的方式, 在纤网表面进行点接触高温热压加固, 在纤网上形成点状的热粘合	卫生材料	产品卫生性能指标好、能超低克重生产, 产品规格相对较少。

数据来源: 诺邦股份招股书, 广发证券发展研究中心

(二) 水刺无纺布行业下游应用广泛, 前景广阔

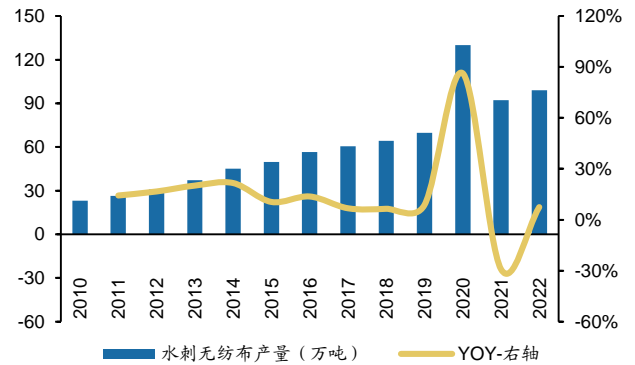
水刺无纺布应用广泛, 产量呈增长趋势。水刺法又称射流喷网法或水力缠结法, 其工作原理是由高压泵将水加压形成极细的高压水流, 通过水刺头喷射成网后的纤维, 穿刺纤网, 从而使经过梳理成网中的纤维相互缠结、抱合, 达到一定张力和强度, 实现快速成网。水刺工艺非织造材料产品由于透气、柔软、质轻、抗菌等特性, 用途广泛, 主要应用于民用清洁、工业用材、美容护理、医用材料等多个领域, 其中包括湿巾、家用擦拭材料等需求量巨大的“一次性消费品”市场以及美容护肤品市场。据中国产业用纺织品行业协会数据, 2022年, 我国水刺非织造布产量为98.9万吨 (YOY +7.38%, 占2022年无纺布产量比例为12.16%), 2014-2019年产量CAGR达13.02%。

图14: 水刺无纺布发展历程



数据来源: 智研资讯, 广发证券发展研究中心

图15: 2010-2022年水刺无纺布产量及增速

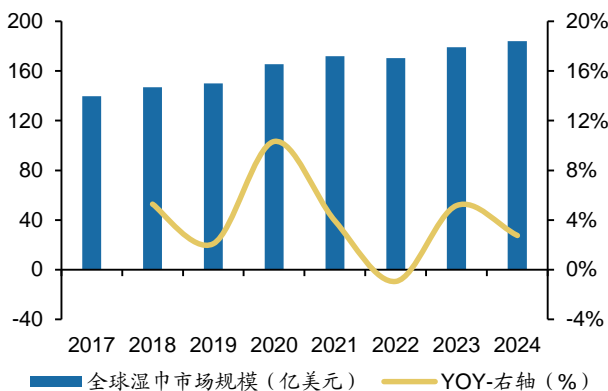


数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

注: 根据我国水刺非织造布行业的实际生产情况, 中国产业用纺织品行业协会将2019年我国水刺非织造布的产量68.2万吨修正为95万吨。

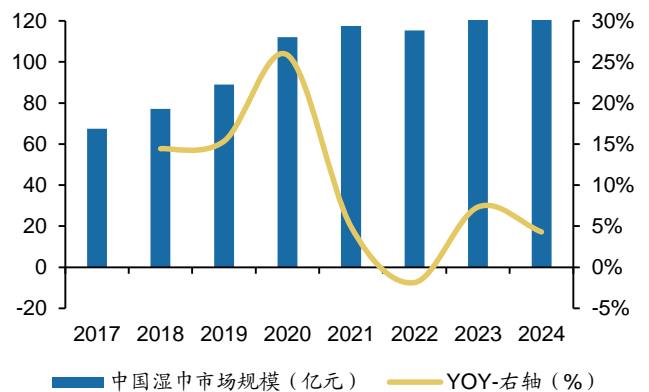
(1) 湿巾市场规模稳定增长, 前景广阔。根据纺织网引用的Smithers报告《到2026年水刺非织造布的未来》, 水刺非织造布的最大终端用途是湿巾, 2021年湿巾占水刺无纺布消费量的64.7% (以吨计), 预计到2026年, 湿巾在水刺非织造布的消费量份额将提升至65.6%。湿巾作为水刺无纺布的主要下游应用领域, 近几年市场规模持续稳定增长。根据彭博引用的欧睿数据, 2024年全球湿巾市场规模为183.98亿美元, 同比增长2.73%, 2017-2024年全球湿巾市场规模CAGR为4.02%; 2024年中国湿巾市场规模为129.15亿元, 同比增长4.30%, 2017-2024年市场规模CAGR达9.73%。

图16: 全球湿巾市场规模及增速



数据来源: 彭博, 欧睿, 广发证券发展研究中心

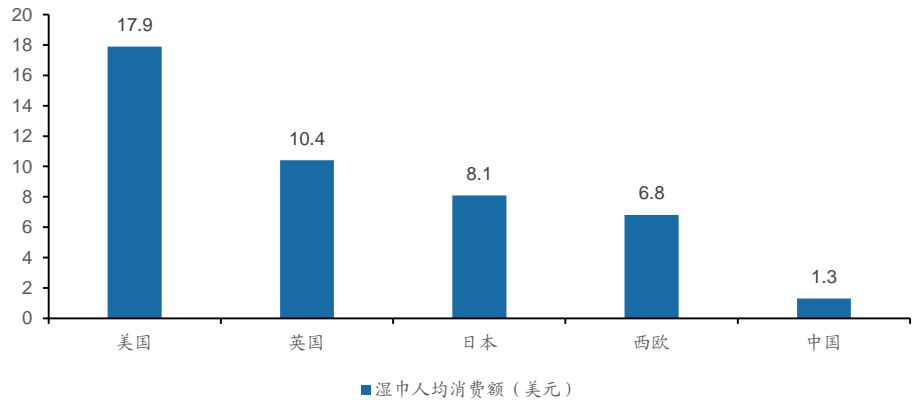
图17: 中国湿巾市场规模及增速



数据来源: 彭博, 欧睿, 广发证券发展研究中心

国内湿巾人均消费较低, 未来提升空间较大。根据华经产业研究院数据, 2022年我国湿巾人均消费额1.3美元, 同期美国、英国、日本、西欧分别为17.9美元、10.4美元、8.1美元、6.8美元, 我国湿巾人均消费额仅为美国的7.26%。

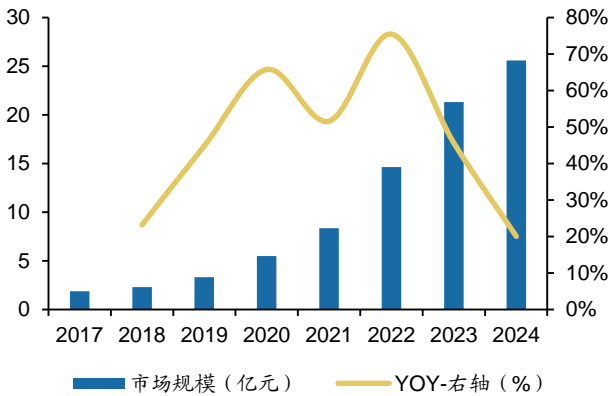
图18: 国内外湿巾人均消费额对比



数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

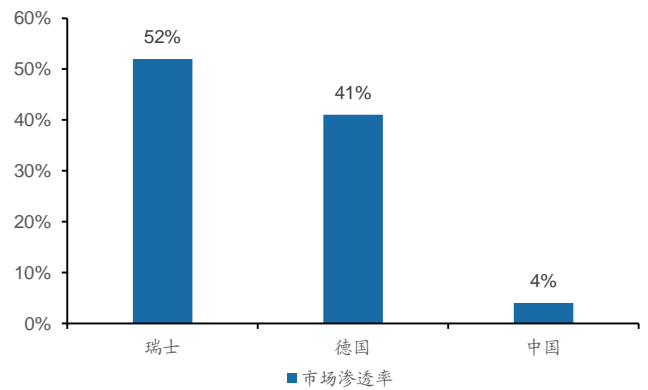
(2) 湿厕纸优势显现, 增长迅速, 渗透率低。湿厕纸是湿巾的细分品类之一, 系水刺无纺布的主要下游之一, 相比于传统干巾, 具有清洁力更强、除菌效果更佳, 更柔软等优点。随着卫生观念逐渐深入人心, 湿厕纸凭借自身独有的优势, 获得了高速发展。根据彭博引用的欧睿数据, 2024年中国湿厕纸市场规模为25.59亿元, 同比增长20.05%, 2017-2024年市场规模CAGR达45.43%。我国湿厕纸市场渗透率较低, 根据PCE迎河个护展官网数据, 2020年瑞士、德国、中国湿厕纸市场渗透率分别为52%、41%、4%, 具有较大发展空间。

图19: 中国湿厕纸市场规模



数据来源: 彭博, 欧睿, 广发证券发展研究中心

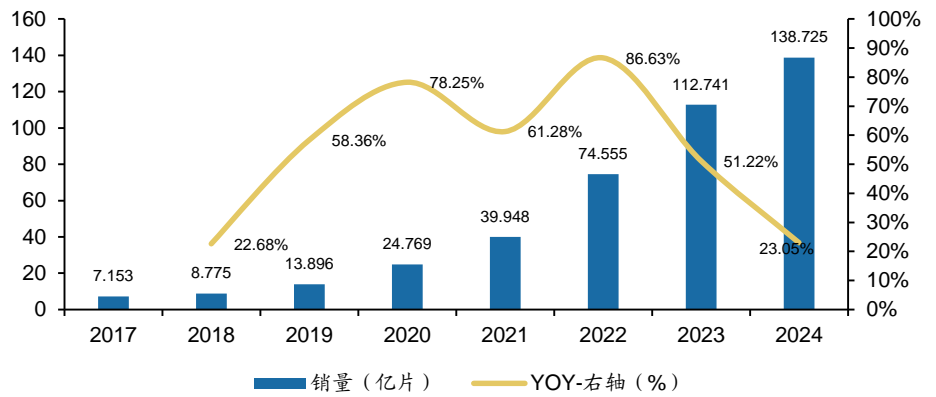
图20: 国内外湿厕纸市场渗透率对比



数据来源: PCE 迎河个护展, 广发证券发展研究中心

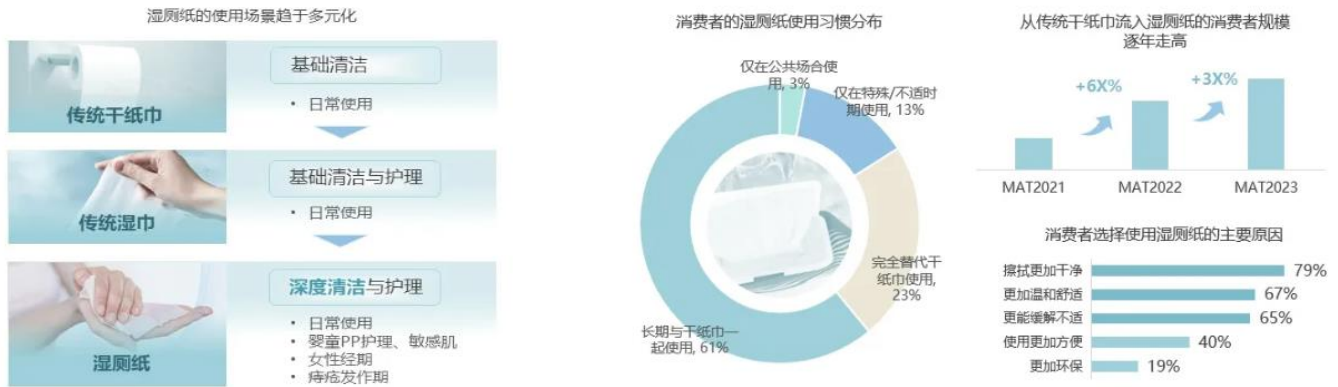
需求不断扩大, 产销量同步增长。随着消费者个人卫生意识加强, 湿厕纸市场增速远超湿巾整体增速。根据彭博引用的欧睿数据, 2024年我国湿厕纸销量为138.73亿片, 同比增长23.05%, 2017-2024年我国湿厕纸销量CAGR达52.74%。根据智篆GI&马应龙联合发布的《2023年湿厕纸新消费趋势白皮书》, 相较传统干纸巾、普通湿巾, 湿厕纸具有更深度的清洁和护理效果, 使用场景逐渐趋于多元化; 淘系湿厕纸品类近三年消费金额增速远超卫生用纸整体增速, 主要系消费新客驱动增长。

图21: 我国湿厕纸销量及同比增速



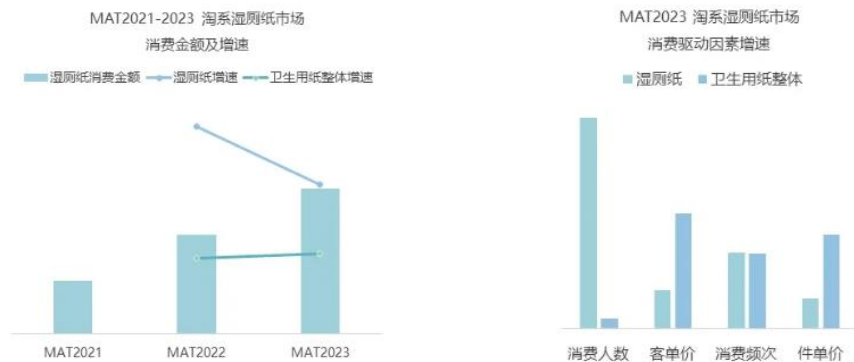
数据来源: 彭博, 欧睿, 广发证券发展研究中心

图22: 湿厕纸的使用场景及使用习惯分布



数据来源: 智篆 GI&马应龙《2023年湿厕纸新消费趋势白皮书》, 广发证券发展研究中心

图23: 淘系湿厕纸市场消费规模及消费驱动因素

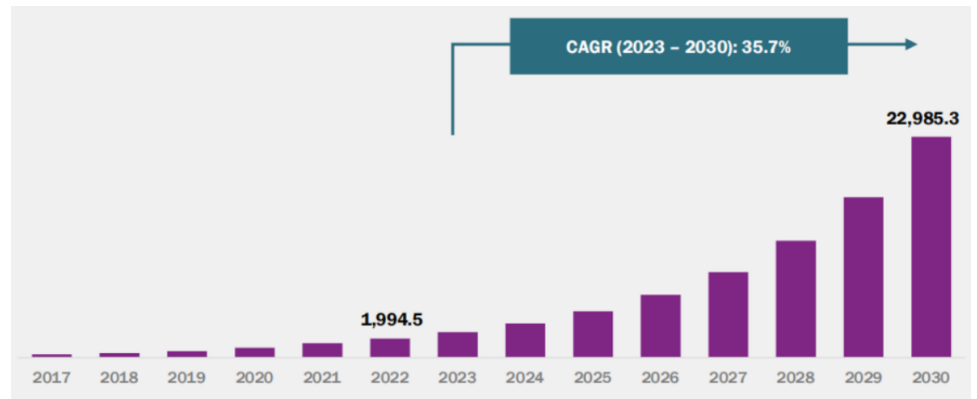


数据来源: 智篆 GI&马应龙《2023年湿厕纸新消费趋势白皮书》, 广发证券发展研究中心

(3) 有望拓展新的应用领域--尼古丁袋(口含烟的一种)。根据FDA官网, 2025年

1月16日美国食品药品监督管理局（FDA）首次批准通过20款ZYN尼古丁袋产品，并表示尼古丁袋致癌风险低于香烟和鼻烟。尼古丁袋是小的白色袋子，里面装有尼古丁、调味剂、甜味剂和植物纤维，用户将小袋放置在上唇与牙龈之间，尼古丁通过口腔黏膜吸收，其中袋子属于无纺布制品。根据2Firsts引用的美国研究机构Grand View Research数据，2022年全球尼古丁袋市场规模在19.95亿美元，预计2023-2030年的年复合增长率达35.7%。

图24：全球尼古丁袋市场规模（单位：亿美元）



数据来源：2Firsts, Grand View Researc, 广发证券发展研究中心

（三）水刺无纺布行业 2020 年爆发式增长，2024 年行业整体企稳

水刺无纺布2020年疫情期间，产能爆发式增长，2021-2023年行业处于激烈竞争状态，2024年底部企稳，2025年开年维持稳健增长态势。水刺工艺非织造材料未来发展趋势：一是持续稳健增长，由于下游应用广泛且市场空间巨大，有望带动上游原材料水刺非织造材料持续保持增长、不断对技术进行更新迭代。二是行业集中度有望提升，目前行业代表企业产能均较低，行业竞争格局较为分散，叠加疫情期间行业大量扩产，疫情后行业无序产能加速出清，行业集中度有望提升。根据中国产业用纺织品行业协会对样本企业的统计，2020年中国非织造布行业企业的固定资产投资额同比增长210%，根据不完全统计，2020年我国合同新增纺粘非织造布生产线510条、熔喷非织造布生产线超过2000条、水刺非织造布生产线约160条、针刺非织造布生产线约170条，合计新增产能超过300万吨。根据中国产业用纺织品行业协会数据，2025年1-4月非织造布规模以上企业的营业收入和利润总额分别同比增长5.2%和22.4%，营业利润率为2.6%，同比增长0.4个百分点。

表 5：2019-2024年我国非织造布行业主要经济指标增速（规模以上企业）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入 yoy (%)	2.9	54.0	-22.2	-0.7	-5.2	3.2
营业成本 yoy (%)	2.6	37.7	-14.3	1.1	-4.0	2.7
毛利率 (%)	14.8	23.8	16.4	14.3	13.4	14.0
毛利率变动 (pct)	0.3	9.0	-7.7	-1.6	-1.1	0.5
利润总额 yoy (%)	-3.8	328.1	-69.8	-24.9	-19.1	11.9

利润率 (%)	6.1	14.0	5.5	3.8	3.2	3.6
利润率变动 (pct)	-0.4	9.0	-8.7	-1.2	-0.6	0.3
产成品周转率 (次)	-	26.5	17.8	17.6	14.6	13.6
总资产周转率 (次)	-	1.6	1.1	1.0	0.9	0.9

数据来源：中国产业用纺织品行业协会，广发证券发展研究中心

三、扩产促进业绩增长，创新开拓未来成长空间

(一) 11 条生产线+1 条研发试验线，水刺工艺完善、建设数字化车间

公司产线分工明确，自动化、智能化程度高。根据公司财报，公司现有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等生产工艺，设计年产能达8万吨，生产线规模在国内水刺非织造材料行业处于领先水平。公司控股子公司杭州国光经过二十多年的发展，在湿巾产品的研发和生产等方面拥有深厚的技术积累和行业经验。公司充分运用数字化车间智能跟踪订单生产，精准把控生产质检运输各环节，基本实现订单成本精细化核算和产品质量的严格把控。根据公司财报，2022年，子公司纳奇科通过智能改造后，自动化程度突破95%，整体运营成本降低33%，产品不良率降低87.5%，产品研制周期缩短33.3%，人均生产效率提高37.57%，万元产值能源消耗降低15%，已成为业界公认的湿巾行业集生产、研发为一体的先进企业及数字化制造业的先行者、亚洲智能化湿巾生产基地领跑者。

根据财报，2024年，公司完成高速湿法+干法水刺（CP）生产线技改，该项目使用进口高端设备，根据公司产品差异化特质自主调整工艺参数及流程，可进一步降低水电气能耗，低排放更环保，且CP类产品使用更高比例的木浆纤维，具备成本优势。水刺木浆复合产品（CP类产品）弥补了原先TT线低价走量的业务短板，进一步提升湿法线产能。

表 6: 公司各产线概况

产线	产品	设计产能 (吨)
1	有色纤维高端材料 (17 年技改完成)	1000
2	工业清洁布、医用防护材料、医用辅料等	1800
3	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等	2000
4	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等	3500
5	高端清洁水刺材料 (19 年技改完成)	5000
6	湿巾材料、卫生抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料等	4000
7	干法、湿法、干湿混合等多功能水刺复合材料 (18 年技改完成)	3000
8	干法、湿法、干湿混合等多功能水刺复合材料 (19 年技改完成)	12000
9	卫生用保湿功能水刺复合湿巾材料和医疗用抑菌水刺复合湿巾材料 (19 年 7 月开始产能爬坡)	15000
10	可冲散环保水刺无纺布、高性能清洁日用无纺布	18000
11	可冲散环保水刺无纺布、高性能清洁日用无纺布	12000
合计		77300

邦怡科技

擦巾（新生产车间 19 年中已交付生产）

未披露

杭州国光

湿巾（纳奇科德清工厂一期 19 年投产，二期 20 年投产）

未披露

数据来源：诺邦股份招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

（二）重视技术创新，研发投入不断扩大

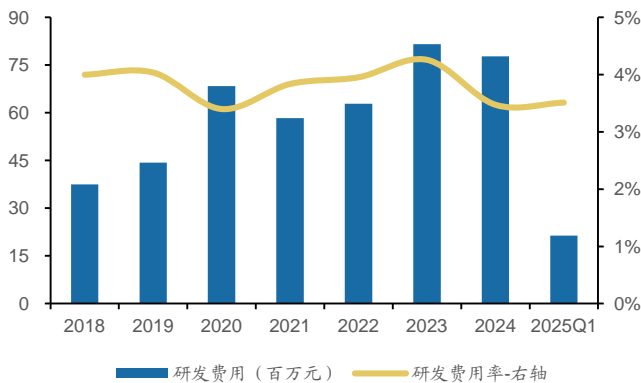
公司注重研发，持续高投入，散立冲产品技术全球领先。（1）具有行业内企业级技术研发中心。根据公司财报，截至2024年末，公司已累计获得授权专利274项，其中发明专利72项。

（2）公司散立冲产品技术全球领先，系国内最大的湿法可冲散生产基地。根据招股说明书，公司于2013年自主研发的采用100%多规格纤维素纤维为原来生产的可冲散全降解环保水刺材料“散立冲”湿法产品，入选2014年中国产业用纺织品行业十大创新产品/技术。“散立冲”产品既能满足使用性能要求，又能够实现环境友好，即在水冲作用下能够快速分解，并在自然界中完全降解，不存在环境负担，具有广阔的市场前景。2014年3月，公司的可冲散全降解环保水刺材料（散立冲）正式通过法国CTP 测试机构按照美国非织造材料行业协会（INDA）及欧洲非织造材料行业协会（EDANA）发布的《一次性无纺布及制品可冲散性能评估指南》（第三版）的全部测试，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；目前，公司散立冲产品已成功达到并超过美国 IWSFG可冲散标准（全球最高可冲散标准）。

根据公司财报，2022年，公司开发可冲散型卫生巾、护垫等多个可冲散型新品，并成功发布中国首款可冲散卫生巾——舒散 Surelax，系公司在可冲散材料技术领域取得的又一次突破性、颠覆式创新，也为公司从一家BTB企业向BTC卫生用品市场迈出了关键性一步。

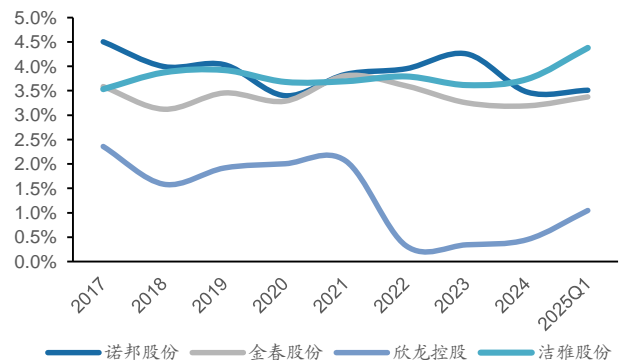
（3）公司注重研发，研发费用率处于行业领先水平。根据公司财报，2024年公司研发费用7773万元，研发费用率3.48%，同期可比公司金春股份、欣龙控股、洁雅股份研发费用率分别为3.19%、0.45%、3.74%。

图25：公司研发费用及研发费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26：可比公司研发费用率



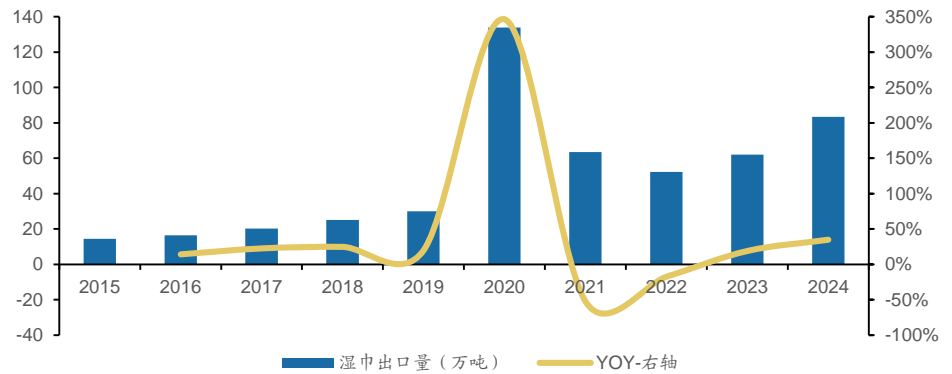
数据来源：诺邦股份招股书，公司财报，金春股份招股书，欣龙控股年报，广发证券发展研究中心

（三）杭州国光产能及客户资源优势显著

公司毛利率目前处于行业底部水平，随着原材料价格企稳、公司力拓大客户，有望逐渐改善。杭州国光自成立以来，一直专注于各种多功能、高性能、环保型湿巾的开发及应用技术研发生产，产品目前已涵盖婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾、功能性湿巾、湿毛巾及干棉柔巾等六大领域，是国内湿、干巾产品线最齐全、规模最大、品控能力最强的生产商之一。根据公司财报，其湿巾生产规模位居亚洲第一、全球第四。2024年，杭州国光在马来西亚试点投入新工厂，预计2025年年中能够达到投产状态。

中国湿巾出口增长迅速。根据海关总署数据，2024年中国出口湿巾83.45万吨，同比增长34.63%；2015-2024年出口湿巾规模的年复合增速达21.52%。

图27：我国历年湿巾出口量

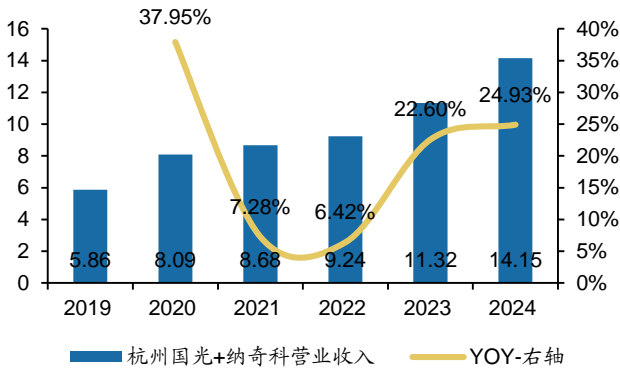


数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

注：在海关的商品编码中将清洁湿巾归入 34011990，消毒湿巾归入 38089400

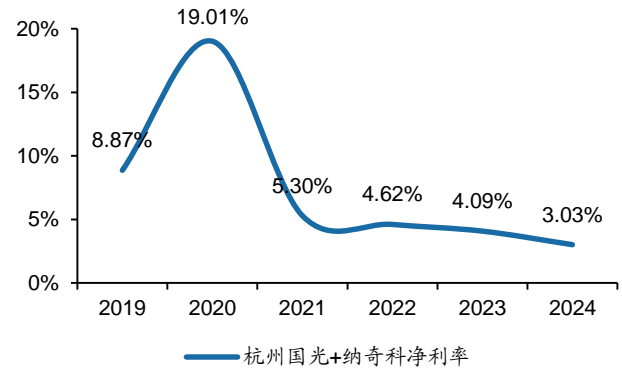
杭州国光取得众多国家质量体系认证，持续拓展大客户。根据财报，杭州国光及其产品通过了ISO9001:2008、ISO13485:2012、ISO22716:2007、欧盟CE、欧盟REACH、美国GMPC、美国FDA、北欧白天鹅以及丹麦Astma-Allergy等质量体系认证，其产品质量获得广大客户认可。根据财报，2023年，杭州国光及控股子公司纳奇科的湿巾、干巾代加工产品顺利进驻山姆超市并成为山姆自有品牌的独家供应商。2024年，杭州国光在深化与全球沃尔玛、金红叶集团、山姆会员店、麦德龙、屈臣氏、金佰利等原有大客户合作的同时，努力开拓了胖东来、无印良品、恒安集团等新客户。

图28: 杭州国光及纳奇科合计营业收入及增速(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29: 杭州国光及纳奇科合计净利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 重点培育To C品牌业务, 有望打造新的成长曲线

公司自有品牌小植家发展空间大, 有望成为新的增长曲线。2021年, 公司提出卷材、制品、品牌三方面相对独立经营的改革思路, 2023年系小植家品牌发展元年。小植家原为邦怡下设全资子公司, 于2021年从邦怡剥离, 组建了专门的经营团队, 主推线上渠道, 成为公司自有品牌的主攻平台, 专注于家居日用清洁护理产品的研发, 产品涉及洗脸巾、棉柔巾、湿巾等民用清洁产品; 邦怡回归到制品加工业务, 向全新的医护与大健康领域探索发展。根据公司财报, 2021-2024年小植家分别实现收入1124.13万元 (YOY+34.13%)、986.69万元 (YOY-12.23%)、1652.94万元 (YOY+67.52%)、2985.49万元 (YOY+80.62%)。

表 7: 小植家品牌天猫、京东、抖音平台销售情况

年月	天猫		京东		抖音		合计	
	销售额(万元)	销售额 YOY	销售额(万元)	销售额 YOY	销售额(万元)	销售额 YOY	销售额(万元)	销售额 YOY
2021Q1	24.75	-22.8%	103.11	-27.8%			127.86	-26.9%
2021Q2	70.29	193.2%	103.80	-5.4%			174.09	30.2%
2021Q3	200.88	4565.4%	53.10	-45.6%			253.98	149.3%
2021Q4	24.89	144.6%	27.56	-87.2%			52.47	-76.7%
2022Q1	102.09	312.5%	41.44	-59.8%			143.54	12.3%
2022Q2	27.51	-60.9%	88.85	-14.4%			119.72	-31.2%
2022Q3	37.40	-81.4%	160.92	203.1%			198.42	-21.9%
2022Q4	52.55	111.1%	279.85	915.3%			332.43	533.5%
2023Q1	90.24	-11.6%	131.60	217.6%	5.17	45674.3%	227.01	58.2%
2023Q2	74.76	171.7%	154.94	74.4%	5.72	70.0%	235.41	96.6%
2023Q3	261.22	598.5%	83.81	-47.9%	1.27	1146.7%	346.31	74.5%
2023Q4	326.20	520.7%	109.74	-60.8%	41.10	129132.4%	477.04	43.5%
2024Q1	170.73	89.2%	113.07	-14.1%	29.77	475.5%	313.57	38.1%
2024Q2	198.53	165.6%	142.79	-7.8%	41.72	629.8%	383.04	62.7%

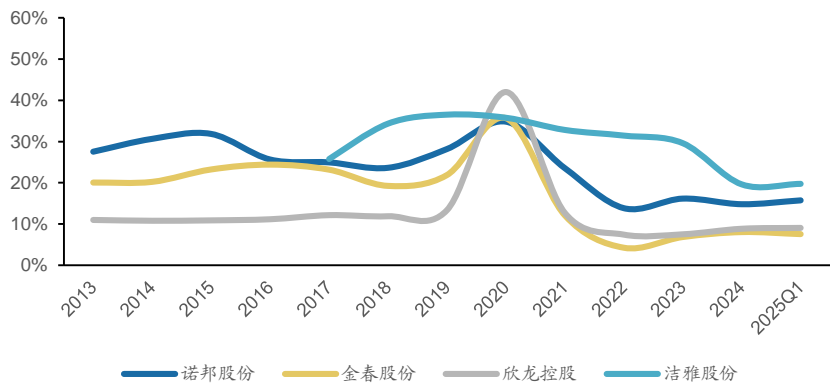
2024Q3	311.23	19.1%	19.09	-77.2%	28.52	2142.6%	358.84	3.6%
2024Q4	381.60	17.0%	34.00	-69.0%	25.92	-36.9%	441.52	-7.4%
2025Q1	352.82	106.7%	260.61	130.5%	46.66	56.7%	660.09	110.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（四）毛利率处于底部，有望底部企稳逐渐改善

公司毛利率目前处于行业底部水平，随着原材料价格企稳、公司力拓大客户，有望逐渐改善。2020年受防疫物资供不应求影响，公司毛利率明显提升，2021-2024年，受原材料价格上涨、行业竞争激烈影响，公司及行业毛利率处于底部水平，2025Q1随着原材料价格企稳、内部降本增效、力拓大客户、行业供给略有改善等影响，毛利率呈回升趋势。根据公司财报，2024年公司主营业务成本中原材料、制造费用、人工成本分别占比79.46%、14.38%、6.16%。

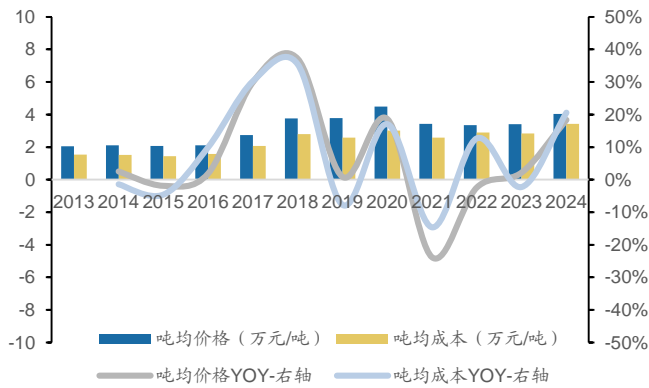
图30：诺邦股份及可比公司毛利率（单位：%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

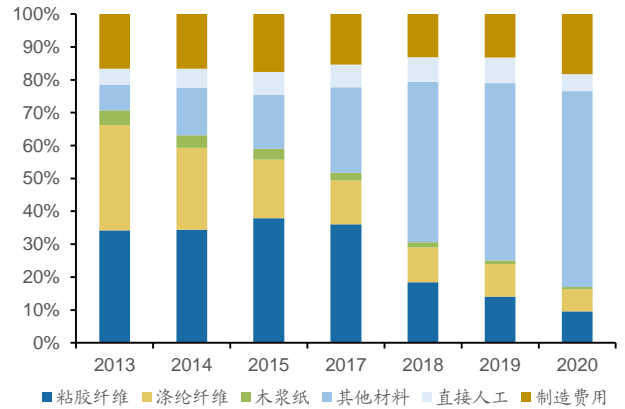
公司营业成本中原材料占比在75%-80%，成本压力主要源于原材料价格波动。公司主要原材料系粘胶短纤和涤纶短纤，分别占2019年总成本的14.09%、9.89%；2020年总成本的9.62%、6.65%。公司水刺非织造材料实行成本加成并综合考虑市场竞争情况、客户销售规模等因素的浮动定价策略，因此主要产品售价有所波动，会导致毛利率相应变化。公司2017、2018年公司水刺非织造材料吨价与吨成本快速提升主要系杭州国光在2017Q4并表所致。

图31: 公司水刺非织造材料吨均价及吨成本



数据来源: 诺邦股份招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图32: 公司成本构成

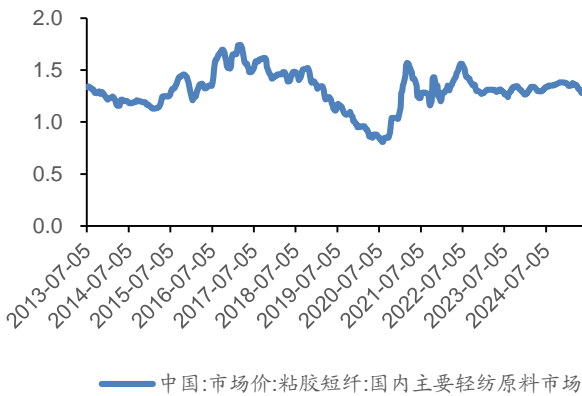


数据来源: 诺邦股份招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心
注: 诺邦股份未披露 2016 年及 2021-2024 年按材料拆分的成本结构。

粘胶短纤: 产能长期供过于求。粘胶作为最好的棉花替代品, 是公司成本主要构成部分。

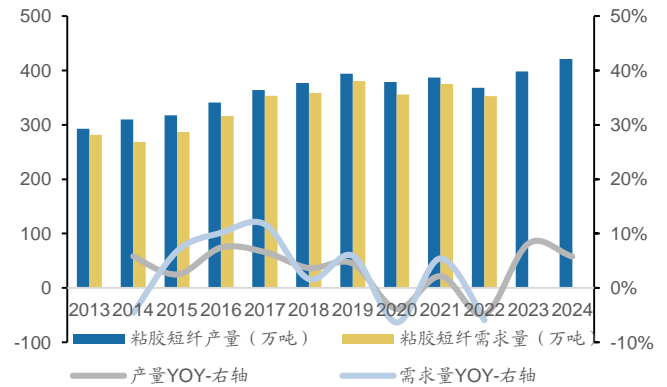
涤纶短纤: 供需紧平衡, 价格受供给端变化较为明显。涤纶的价格走势与其上游PTA紧密相关, 因为大部分PTA用于生产PET, 而PET大部分生产聚酯纤维, 聚酯纤维超过60%生产涤纶长短纤。因此, 涤纶价格受PTA供需格局变化较为明显。近年来国内PTA供需紧平衡, 供给略微大于需求, 价格的短期波动更为明显。

图33: 粘胶短纤价格指数走势 (万元/吨)



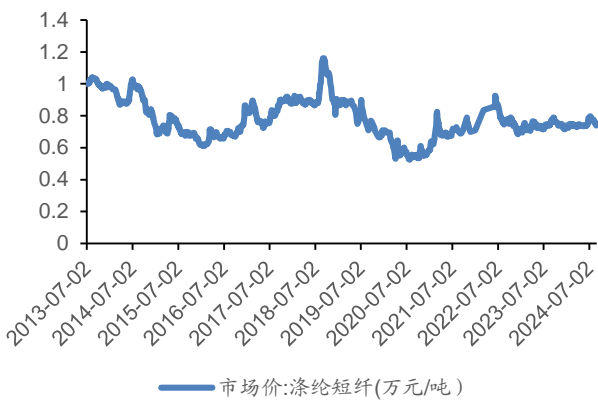
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 粘胶短纤长期供过于求



数据来源: 中国化学纤维工业协会, 智研咨询, 广发证券发展研究中心

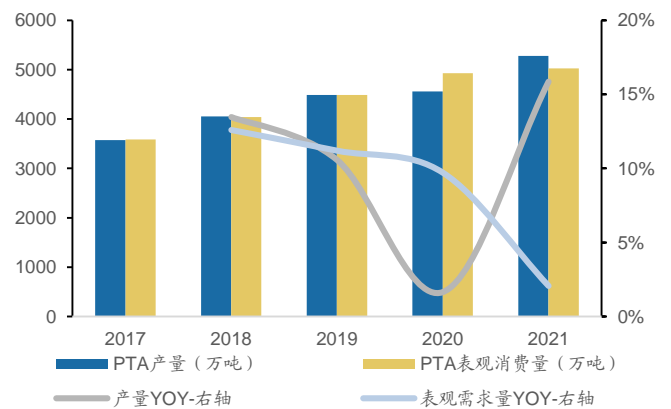
图35: 涤纶短纤价格指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 该数据于 2024 年 9 月起停止统计

图36: 涤纶短纤上游的PTA近年来供略大于求



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

推进自动化生产，实现提质降本增效。根据财报，2022年子公司国光持续加快智能制造产业升级，子公司纳奇科通过智能化改造后，自动化程度已突破95%，整体运营成本降低33.3%、产品不良率降低87.5%、产品研制周期缩短33.3%、人均生产效率提升37.57%、万元产值能源消耗降低15%。2023年，公司集自动、智能化一体的立体仓库全面投入使用，实现了产品从入库到出库的全流程自动化，缩减人工 80%，出货效率提升 60%。

公司充分运用高端非织造材料数字化车间，联合外部力量共同定制开发IPS系统，通过信息流、生产流和物料流的深度融合，达到智能“感知”、精准“互联”和高效“执行”，最终实现“互联、可控、透明、精益、智能”的数字化生产运营，从而实现提质降本增效。其中，车间可视化、订单透明化能够快速准确下达投料、生产、工艺质量分析预警，有效降低停工待料、设备维修时间，也能精准监控工艺技术升级改造效果。目前IPS智能工厂基本呈现订单成本精细化核算框架；智能仓储已完全贯通主流程，实现成品自动入库，全程少人化管理。在公司持续推进智能化降本下，公司毛利率有望进一步提高。

四、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

营业收入: 预计2025-2027年公司收入分别达27.18/32.26/38.23亿元，分别同比增长21.54%/18.66%/18.51%。

(1) 水刺非织造材料制品: 预计2025-2027年水刺非织造材料制品收入分别为19.08/23.26/28.23亿元，同比增长26.5%/21.9%/21.4%。2021-2022年受疫情缓和影响，湿巾产品量价同减，带动公司水刺非织造材料制品收入下降，然而疫情改变了居民消费习惯，且剔除2020年疫情年份影响，行业景气度持续较高；疫情后行业竞争白热化，行业内小企业产能有望加速出清，在公司聚焦差异化产品、聚焦大客户订单的销售策略下，预计2025-2027年水刺非织造材料制品有望维持较快增长。

(2) 水刺非织造材料: 预计2025-2027年水刺非织造材料收入分别为7.90/8.77/9.75亿元, 同比增长11.3%/11.1%/11.1%。预计2025-2027年水刺非织造材料销量分别为6.12/6.73/7.40万吨, 同比分别变动YOY+10%/+10%/+10%, 公司于2024年对TT线进行改造, CP线投产后, 预计公司湿法产品产能进一步提升, 预计2025-2027年公司水刺非织造材料有望维持稳健增长; 预计2025-2027年产品单价分别为1.29/1.30/1.32万元/吨, 同比分别变动YOY+0%/+1%/+1%, 受原材料涨价、公司产品结构调整、行业竞争格局优化等因素影响, 预计产品单价有望维持每年微增趋势。

(3) 其他业务: 预计2025-2027年收入分别为20.3/22.5/24.8百万元, YOY+10.5%/+10.5%/+10.5%。

毛利率: 预计2025-2027年公司毛利率分别为15.6%/15.9%/15.9%。(1) 预计水刺非织造材料制品2025-2027年毛利率分别为12.7%/13.2%/13.6%, 2020年由于疫情导致非织造材料供不应求, 毛利率有较大提升, 随着疫情期间行业产能大幅扩张, 导致行业竞争激烈, 叠加原材料价格波动, 2021-2022年水刺非织造材料制品毛利率逐年下滑。随着行业无序小产能出清, 公司坚持差异化产品、坚持大客户销售策略下, 预计2025-2027年水刺非织造材料制品毛利率有望逐渐恢复至稳态水平。(2) 预计水刺非织造材料2025-2027年毛利率分别为22.3%/22.4%/22.4%, 同理, 预计水刺非织造材料业务毛利率有望逐渐恢复至稳态水平, 且由于产能扩张明显, 水刺非织造材料可能无法恢复至疫情前水平。(3) 预计其他业务2025-2027年毛利率分别为32.5%/32.5%/32.5%, 保持相对稳定。

表 8: 营收拆分 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水刺非织造材料制品					
收入	1180.23	1508.78	1908.37	2325.87	2823.28
增长率 (%)	21.44%	27.84%	26.48%	21.88%	21.39%
毛利率 (%)	13.39%	11.31%	12.72%	13.25%	13.56%
水刺非织造材料					
收入	717.92	709.45	789.71	877.37	974.75
增长率 (%)	19.15%	-1.18%	11.31%	11.10%	11.10%
毛利率 (%)	20.41%	21.77%	22.27%	22.37%	22.37%
其他业务					
收入	16.63	18.41	20.34	22.48	24.83
增长率 (%)	10.48%	10.70%	10.48%	10.48%	10.48%
毛利率 (%)	28.13%	32.47%	32.47%	32.47%	32.47%
合计					
收入	1914.93	2236.64	2718.42	3225.71	3822.87
增长率 (%)	20.48%	16.80%	21.54%	18.66%	18.51%
毛利率 (%)	16.16%	14.80%	15.64%	15.86%	15.93%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

费用率: 预计公司2025-2027年销售费用率为2.76%/2.76%/2.76%，预计公司销售费用率相对稳定维持2024年水平，主要系公司已恢复正常费用推广节奏，自主品牌体量较小，尚无较大营销费用投放。预计公司2025-2027年管理费用率为2.76%/2.76%/2.76%，预计2025-2027年管理费用率有望保持稳定。预计2025-2027年研发费用率为3.48%/3.48%/3.48%，公司一向注重研发，预计有望维持2024年较高研发投入水平。

（二）投资建议

投资建议: 预计2025-2027年公司EPS分别为0.75/0.91/1.10元/股。可比公司选取中顺洁柔 and 百亚股份（欣龙控股和金春股份无市场一致盈利预测），中顺洁柔在产品品类上更接近公司产品。公司系水刺非织造材料行业龙头公司，随着行业无序产能出清，公司市占率有望进一步提升。除卷材及制品业务稳增长，公司将继续加大自主品牌拓展，坚持以差异化、大客户为重点。综合考虑公司行业地位、业绩增长，相较中顺洁柔、百亚股份，目前自有品牌占比相对较小，参考可比公司估值，给予公司2025年25倍PE估值，对应合理价值18.67元/股，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值情况（截至20250704）

公司名称	公司代码	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中顺洁柔	000955.SZ	6.83	0.20	0.24	0.25	34.20	29.02	27.16
百亚股份	300877.SZ	26.90	0.88	1.14	1.45	30.65	23.60	18.51

数据来源：IFIND，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 IFIND 一致预测

五、风险提示

（一）原材料价格波动的风险

公司生产使用的主要原材料锦纶切片属于石油化工行业产品，全球原油价格受政治、经济、战争等多因素影响难以预测，如原油价格上升有可能降低公司毛利率。

（二）行业竞争风险

水刺无纺布行业竞争较充分，市场集中度较低，如公司不能进一步提升品牌声誉和核心竞争优势，公司的盈利能力和持续增长能力可能受损。

（三）下游需求波动的风险

公司主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布、涤纶坯布、锦纶成品面料和涤纶成品面料，产业链终端市场是下游户外、运动服行业，未来户外、运动行业需求的变化会影响公司订单数量，如下游需求萎缩可能导致公司营业收入降低。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,116	1,366	1,614	1,973	2,400
货币资金	597	656	762	1,014	1,323
应收及预付	311	415	467	510	552
存货	179	245	333	394	466
其他流动资产	30	50	52	55	59
非流动资产	1,365	1,446	1,459	1,415	1,367
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,105	1,109	1,113	1,065	1,012
在建工程	14	22	25	28	31
无形资产	116	113	119	124	129
其他长期资产	131	203	202	198	195
资产总计	2,481	2,812	3,073	3,388	3,767
流动负债	835	1,076	1,237	1,431	1,665
短期借款	75	95	60	40	20
应付及预收	680	868	1,044	1,236	1,464
其他流动负债	81	113	133	155	182
非流动负债	48	87	87	87	87
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
负债合计	883	1,163	1,324	1,519	1,752
股本	178	178	178	178	178
资本公积	368	368	368	368	368
留存收益	813	855	934	1,031	1,148
归属母公司股东权益	1,358	1,400	1,480	1,576	1,693
少数股东权益	240	249	269	293	322
负债和股东权益	2,481	2,812	3,073	3,388	3,767

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1915	2237	2718	3226	3823
营业成本	1605	1906	2293	2714	3214
营业税金及附加	13	19	16	19	23
销售费用	49	62	75	89	106
管理费用	71	66	75	89	105
研发费用	82	78	94	112	133
财务费用	-13	-26	-8	-7	-11
资产减值损失	-17	-22	-25	-30	-35
公允价值变动收益	1	2	2	2	2
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	104	120	166	202	244
营业外收支	7	-1	-1	-1	-1
利润总额	111	119	165	201	242
所得税	11	9	13	16	19
净利润	99	109	152	185	223
少数股东损益	17	14	20	24	29
归属母公司净利润	83	95	133	161	195
EBITDA	206	218	265	304	341
EPS (元)	0.46	0.54	0.75	0.91	1.10

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	176	250	338	429	499
净利润	99	109	152	185	223
折旧摊销	116	126	128	135	138
营运资金变动	-46	9	31	79	102
其它	6	5	27	30	35
投资活动现金流	-45	-407	-141	-91	-91
资本支出	-98	-146	-141	-91	-91
投资变动	0	-10	-2	-2	-2
其他	54	-250	1	1	1
筹资活动现金流	5	-42	-90	-86	-99
银行借款	47	20	-35	-20	-20
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-42	-62	-55	-66	-79
现金净增加额	143	-183	106	252	309
期初现金余额	187	330	656	762	1,014
期末现金余额	330	147	762	1,014	1,323

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.5%	16.8%	21.5%	18.7%	18.5%
营业利润	113.6%	15.2%	38.8%	21.3%	20.7%
归母净利润	119.1%	15.2%	39.2%	21.5%	20.8%
获利能力					
毛利率	16.2%	14.8%	15.6%	15.9%	15.9%
净利率	5.2%	4.9%	5.6%	5.7%	5.8%
ROE	6.1%	6.8%	9.0%	10.2%	11.5%
ROIC	4.8%	4.8%	6.8%	8.0%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	41.3%	43.1%	44.8%	46.5%
净负债比率	55.2%	70.5%	75.7%	81.2%	87.0%
流动比率	1.34	1.27	1.31	1.38	1.44
速动比率	1.11	1.02	1.01	1.08	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.80	0.88	0.95	1.01
应收账款周转率	6.36	5.70	6.18	6.75	7.44
存货周转率	10.72	9.12	8.17	8.19	8.20
每股指标 (元)					
每股收益	0.46	0.54	0.75	0.91	1.10
每股经营现金流	0.99	1.41	1.90	2.42	2.81
每股净资产	7.65	7.89	8.34	8.88	9.54
估值比率					
P/E	29.89	24.00	21.94	18.06	14.95
P/B	1.80	1.64	1.97	1.85	1.72
EV/EBITDA	9.33	8.19	8.48	6.51	4.84

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
 左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
 李 咏 红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
 董 建 芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。