

诺邦股份 (603238)

证券研究报告
2025年08月21日

高端水刺无纺布龙头，材料+制品+品牌全面成长

差异化水刺无纺布供应商，盈利能力稳步修复

诺邦股份自2002年成立以来，致力于深耕水刺无纺布材料领域，拥有百余项国内、国际发明专利，产品涉及美容材料、民用清洁、工业用材、医用材料等多领域，拥有4个系列、30多个品种、1200多个规格的产品。

公司2024年实现营业收入22.4亿元，2019-2024年CAGR为15.3%，收入保持稳健增长；2024年实现归母净利润0.95亿，公司因时因地调整销售政策，依靠高端差异化产品有效避开行业内卷困境，产品结构优化，盈利有望触底改善。2025Q1公司实现营业收入6.1亿元，同比增长39.1%，归母净利润0.30亿元，同比增长48.6%，收入及业绩优化明显。

无纺布行业：产业供需再平衡，水刺无纺布高景气

我国无纺布行业经历了2020年公共卫生事件后行业供给过剩、盈利能力下滑，我们认为2024年伴随供给端产能出清叠加消费者卫生意识提升拉动需求增长，行业有望实现供需再平衡及盈利触底回升。

水刺法凭借透气、柔韧等优点逐渐成为主流工艺，15-23年我国水刺无纺布产量从64万吨提升至151万吨，占总体非织造布的比例从13.2%提升至18.5%；其中诺邦凭借完善的生产工艺及研发优势稳居头部地位。当前下游棉柔巾/口含烟等新兴消费需求旺盛，无纺布龙头有望持续受益。

卷材+制品+品牌同步发力，构建全链路增长引擎

1) 卷材：技术升级引领差异化突围。诺邦坚持技术引领、高端差异战略，有效避开行业内卷困境，我们预计高端产品竞争力和市场份额将稳步提升。

2) 制品：国光产品研发、生产实力引领，夯实全球供应地位。杭州国光为国内产品线最齐全、规模最大、品控能力最强的生产商之一，近年在深化原有客户合作同时开拓了胖东来等新客户资源，增长动能充足。

3) 自有品牌：小植家乘势而上，打造第二增长曲线。公司高度重视自有品牌发展，23年开启品牌建设元年，线下背靠老板电器优势资源、线上探索多平台品销联动，小植家建设成效有望逐步显现。

首次覆盖给予“买入”评级

诺邦股份为差异化水刺无纺布龙头企业，研发创新带动产品结构升级及下游场景拓宽，且自主品牌建设打开估值空间，我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.3/1.6/1.9亿元，对应PE分别为28X/23X/20X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国际贸易摩擦风险，市场竞争风险，原材料价格波动风险，自有品牌拓展不及预期风险，股价波动风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,914.93	2,236.64	2,701.07	3,204.69	3,737.03
增长率(%)	20.48	16.80	20.76	18.65	16.61
EBITDA(百万元)	308.42	325.80	304.33	337.08	376.69
归属母公司净利润(百万元)	82.64	95.23	130.21	158.84	187.96
增长率(%)	119.07	15.22	36.74	21.99	18.33
EPS(元/股)	0.47	0.54	0.73	0.89	1.06
市盈率(P/E)	44.35	38.49	28.15	23.08	19.50
市净率(P/B)	2.70	2.62	2.53	2.40	2.28
市销率(P/S)	1.91	1.64	1.36	1.14	0.98
EV/EBITDA	6.91	5.83	10.30	8.32	7.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	20.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	177.51
流通A股股本(百万股)	177.51
A股总市值(百万元)	3,665.56
流通A股市值(百万元)	3,665.56
每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	41.11
一年内最高/最低(元)	21.70/8.77

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

张彤 联系人
zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《诺邦股份-半年报点评:2020H1业绩高速增长，运营管理效率稳步提升》2020-08-30
- 《诺邦股份-年报点评报告:19年业绩保持快速增长，盈利能力提升显著》2020-04-17
- 《诺邦股份-首次覆盖报告:天风纺服带您看消毒湿巾、口罩等医用防护材料相关标的诺邦股份》2020-02-03

内容目录

1. 公司概况：差异化水刺无纺布供应商，盈利能力稳步修复	4
1.1. 水刺无纺布龙头，技术、产品持续创新	4
1.2. 大股东老板实业集团持股比例 55%	5
1.3. 收入稳健增长，产品结构优化，盈利逐步改善	6
2. 无纺布行业：产业供需再平衡，水刺无纺布高景气	8
2.1. 无纺布应用广泛，全球需求稳健增长	8
2.2. 行业供需再平衡，产业盈利有望改善	9
2.3. 水刺无纺布：渗透率提升，新消费需求多元	10
3. 卷材+制品+品牌同步发力，构建全链路增长引擎	12
3.1. 卷材：技术升级引领差异化突围	12
3.2. 制品：国光产品研发、生产实力引领，夯实全球供应地位	13
3.3. 自有品牌：小植家乘势而上，打造第二增长曲线	15
4. 盈利预测及投资评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：截至 24 年年末，公司股权结构图	5
图 3：2019-2025Q1 公司营业收入（亿元，%）	6
图 4：2019-2025Q1 公司归母净利润（亿元，%）	6
图 5：2019-2024 水刺非织造材料及其制品营收（亿元）及增速	7
图 6：2019-2024 水刺非织造材料及其制品营收占比	7
图 7：2019-2024 主营业务分地区营收（亿元）及增长率	7
图 8：2019-2024 主营业务地区营收占比	7
图 9：2019-2025Q1 公司毛利率和归母净利率	8
图 10：2019-2025Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率	8
图 11：非织造布相比传统纺织品的优势	8
图 12：非织造布在不同应用领域的占比	8
图 13：2019-2024 中国非织造布出口情况	9
图 14：2018-2024 中国非织造布行业产量	9
图 15：我国非织造布规模以上企业营业利润率情况（%）	10
图 16：非织造布工艺分类	10
图 17：2018-2023 年中国水刺无纺布产量	11
图 18：棉柔巾市场行业零售规模	12
图 19：女性卫生用品市场规模	12
图 20：ZYN 和 on!尼古丁袋销量（百万袋）	12

图 21: Velo2018-2024 尼古丁袋收入及销量	12
图 22: 散立冲- IWSFG 证书认证通过	13
图 23: 木芯纺-全球首发“无屑”CP 非织造材料	13
图 24: 杭州国光产品分类	14
图 25: 2019-2024 杭州国光营收（单位亿元）及同比	14
图 26: 2019-2024 纳奇科营收（单位亿元）及同比	14
图 27: 小植家全国销售网络图	15
图 28: 2019-2024 小植家营收（单位亿元）及同比	15
表 1: 诺邦股份产品分类	4
表 2: 公司高管履历	5
表 3: 水刺无纺布主要厂商	11
表 4: 小植家产品概览（价格及销量数据来源于天猫，数据仅供参考）	15
表 5: 知名达人介绍（粉丝数数据截至 2025/8/4）	16
表 6: 盈利预测与收入（亿元）拆分表	17
表 7: 可比公司 PE	17

1. 公司概况：差异化水刺无纺布供应商，盈利能力稳步修复

1.1. 水刺无纺布龙头，技术、产品持续创新

中国非织造水刺的行业引导者，坚持技术引领、高端差异战略。诺邦股份自创立以来致力于深耕水刺非织造材料领域，业务遍及全球 50 余个国家和地区、500 多家企业客户，自主创新拥有百余项国内、国际发明专利，涉及美容材料、民用清洁、工业用材、医用材料等多领域多用途的系列化产品集群，有 4 个系列，30 多个品种，1200 多个规格的产品。

从产品类型看：美容护理方面，诺邦充分优化组合各种纤维，为美容护肤材料的升级换代提供专业解决方案；工业用材方面，诺邦涵盖人工皮革、汽车部件、装饰材料、过滤材料等行业；民用清洁方面，诺邦满足客户简单、轻松、快捷清洁需要的同时，也在不断追求天然、绿色的清洁产品发展趋势；医用材料方面，诺邦倡导全面医疗防护理念，不仅保护患者，同时也要保护医护人员不受病毒、血液、细菌等有害物质的侵害。

表 1：诺邦股份产品分类

类别	主要产品分类	应用领域	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	
水刺非织造材料制品	医用材料类	医用防护材料、医用辅料等	
	干巾类	美妆清洁、餐厨清洁、母婴清洁、厨卫清洁、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	

资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司发展历程可分为如下阶段：

1) 2002-2008 年：夯实基础，初步进军海外市场

2002 年公司成立。2004 年公司建成投产三条水刺非织造材料生产线，主要为 PVC 人造革基材和卫生材料。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，开始出口海外市场。2006 年诺邦股份投资设立杭州邦怡日用品科技有限公司。

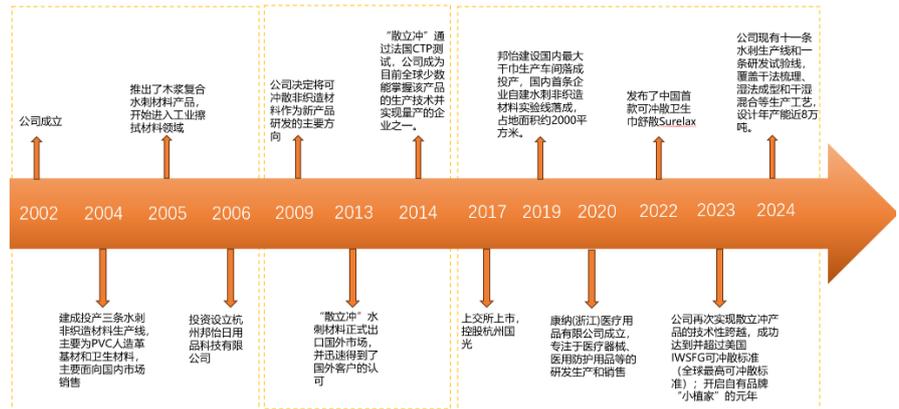
2) 2009-2016 年：可冲散材料量产，结构持续优化

2009 年公司决定将可冲散非织造材料作为新产品研发的主要方向。2013 年成功实现了可冲散型水刺材料的产业化生产，“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“散立冲”通过法国 CTP 测试，公司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。

3) 2017年-至今：材料&制品并驾齐驱，自有品牌发力

2017年公司在上交所上市，同年控股杭州国光。2019年邦怡建设国内最大干巾生产车间落成投产，国内首条企业自建水刺非织造材料实验线落成，占地面积约2000平方米。2020年康纳(浙江)医疗用品有限公司成立，专注于医疗器械、医用防护用品等的研发生产和销售。2022年发布国内首款可冲散卫生巾“舒散 Surelax”。2023年公司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）。同年公司开启自有品牌“小植家”的元年。2024年公司已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，设计年产能近8万吨。

图 1：公司发展历程

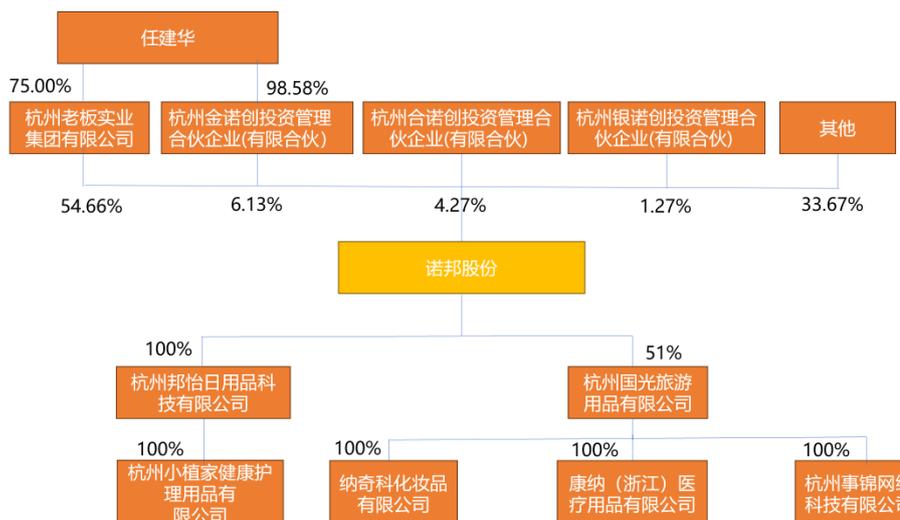


资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

1.2. 大股东老板实业集团持股比例 55%

背靠老板实业集团，管理层经验丰富。公司第一大股东为杭州老板实业集团，持股比例约为 55%，公司有望共享老板实业集团品牌及渠道资源。任建华先生为公司实控人，通过持股老板实业及杭州金诺创投资管理合伙企业，合计持有公司约 47%股份。公司于 2022 年 11 月完成第六届董事会、监事会换届选举以及高管任命，核心高管均深耕行业多年，具备丰富经验。

图 2：截至 24 年年末，公司股权结构图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 2：公司高管履历

姓名	职务	简介
任建华	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，杭州老板家电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责任公司执行董事兼总经理，杭州城市花园酒店有限公司董事、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	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	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	1998年创立杭州国光旅游用品有限公司，历任杭州国光旅游用品有限公司董事兼总经理。现任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	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，杭州蕙勒智能科技股份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	财务负责人	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：公司年报，天风证券研究所

1.3. 收入稳健增长，产品结构优化，盈利逐步改善

收入增长稳健，逐步突破行业内卷困境。公司 2024 年实现营业收入 22.4 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 15.3%，收入保持稳健增长；2024 年实现归母净利润 0.95 亿，剔除 2020 年疫情背景下行业需求激增，2019-2024 年利润规模基本保持平稳；其中 2021 年营收及利润下滑主要系疫情过后非织造行业投资急剧增加，整体产能大幅激增，同时国际海运价格和能源、大宗原材料价格的持续上涨，均对生产经营产生了不利影响。

2024 年起公司因时因地调整销售政策，依靠高端差异化产品有效避开行业内卷困境，24Q3 起各条生产线处于持续满产状态；2025Q1 公司实现营业收入 6.1 亿元，同比增长 39.1%，归母净利润 0.30 亿元，同比增长 48.6%，收入及业绩优化明显。

图 3：2019-2025Q1 公司营业收入（亿元，%）

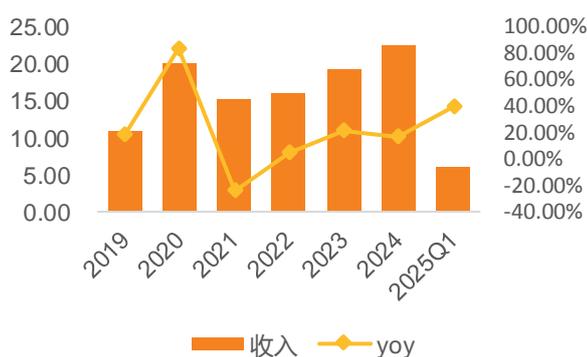


图 4：2019-2025Q1 公司归母净利润（亿元，%）

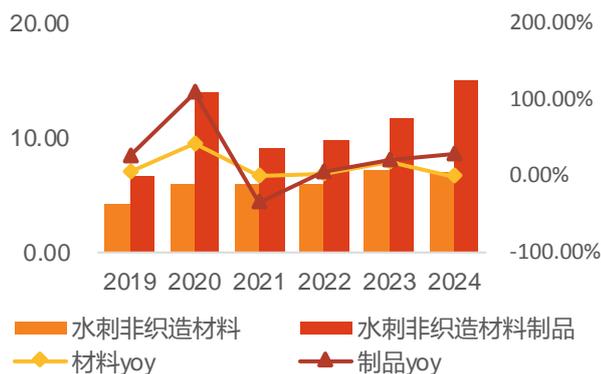


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

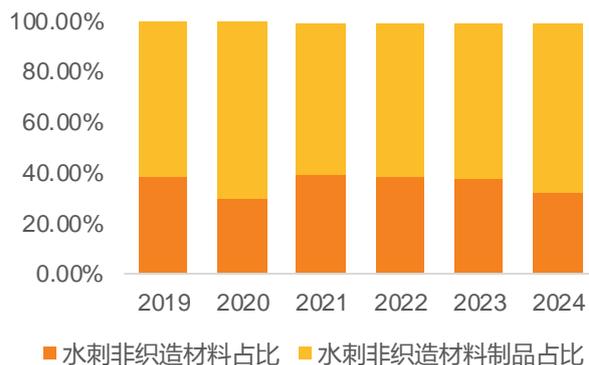
分产品看，产品结构显著优化。2024 年公司水刺非织造材料、水刺非织造材料制品分别实现营收 7.09/15.09 亿元，占比约为 32%/67%，2019-2024 年 CAGR 分别为 11.10%/17.51%，整体营收水平持续提升。材料业务方面，在常规产品遭遇严峻价格战的情况下，公司持续推进高端可冲散材料批量销售，湿法产品已成为公司核心产品；制品业务方面，杭州国光新增拓展如胖东来、无印良品、恒安集团等国内客户，同时加大新技术、新材料和新产品的研发力度，推出更多高品质、多功能的湿巾产品，整体产品结构持续优化。

图 5：2019-2024 水刺非织造材料及其制品营收（亿元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

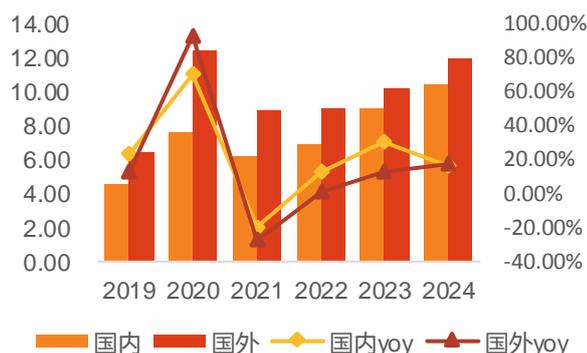
图 6：2019-2024 水刺非织造材料及其制品营收占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

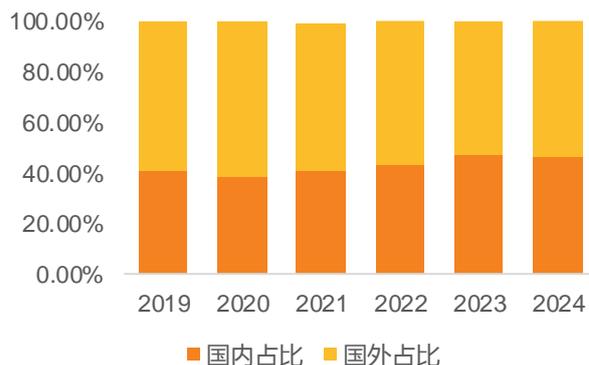
分地区看，国内外市场双轮驱动。2024 年国内、国外分别实现营收 10.41/11.95 亿元，占比分别为 47%/53%，2019-2024 年 CAGR 分别为 18.22%/13.25%。2024 年，公司卷材出口遍及 30 多个国家和地区，外贸客户达到近百家，美洲、澳洲、东亚、东南亚的多个公司级大客户实现销量增长，外贸占比创历史新高。子公司杭州国光继续稳固海外市场，大力开拓国内市场，国内销售占比进一步提升。

图 7：2019-2024 主营业务分地区营收（亿元）及增长率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：2019-2024 主营业务地区营收占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

行业竞争趋缓、高附加值产品占比提升，盈利有望触底改善。2020 年疫情以来行业整体产能激增，低端产品充斥市场，导致下游市场严重供过于求，价格竞争极其激烈；同时，大宗原材料价格持续上涨，这一系列因素导致公司毛利率和归母净利率持续下降。2023 年起公司抓住水刺无纺布产业进入边际修复阶段及湿法市场短暂回暖机遇，同时积极拓展差异化材料产品，盈利能力有所好转；2025Q1 毛利率为 15.73%，同比+0.7pct，归母净利率为 5.00%，同比+0.3pct。

费用管控持续优化。公司销售费用率由 2019 年的 7.31% 下降至 2024 年的 2.76%，管理费用率由 2019 年的 4.73% 下降至 2024 年的 2.96%；研发费用率基本保持稳定，主要系通过加强研发过程管理，提高研发费用使用效率；2024 年财务费用率同比-0.5pct，主要系利息收入增加，汇兑收益增加所致。

图 9：2019-2025Q1 公司毛利率和归母净利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2019-2025Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 无纺布行业：产业供需再平衡，水刺无纺布高景气

2.1. 无纺布应用广泛，全球需求稳健增长

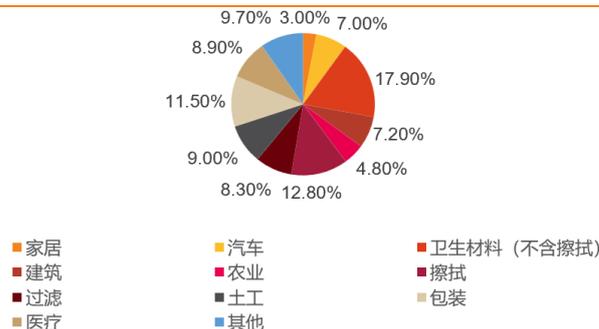
无纺布具备原料、工艺、技术等优势，卫生医疗为最核心应用场景。无纺布（即非织造布）是产业用纺织品的重要原材料及分支，是由纤维直接构成的纤维型产品，广泛应用于过滤与分离、医疗与卫生、土工与建筑等领域，其中卫生材料、包装、擦拭和医疗等一次性应用领域消耗的非织造布约占总产量的 51.10%以上。与传统纺织品相比，非织造布具有原料纤维来源广泛、生产工艺多样化、生产速度快的特点。

图 11：非织造布相比传统纺织品的优势

原料纤维来源广泛	生产工艺多样化	生产速度较快
<ul style="list-style-type: none"> 包括天然纤维、再生纤维素纤维、合成纤维和无机纤维 适用性较强，绝大部分的天然纤维及非天然化学纤维都可以被用于生产非织造布 不同纤维之间可以组合，制成多组份 	<ul style="list-style-type: none"> 非织造布具有生产工艺灵活，后整理工艺多样化 多样化的工艺流程可以生产出各功能特点的纺织品，包括过滤、分离、隔离等 多样化生产工艺具备更广泛的应用领域，可拓展性更强 	<ul style="list-style-type: none"> 传统纺织更偏向劳动密集，非织造布属于资本和技术密集型，综合成本相对较低 非织造布生产效率更高，如纺粘非织造布的纺丝、拉伸、成网、加固均可在一条生产线完成

资料来源：泰鹏环保招股书，天风证券研究所

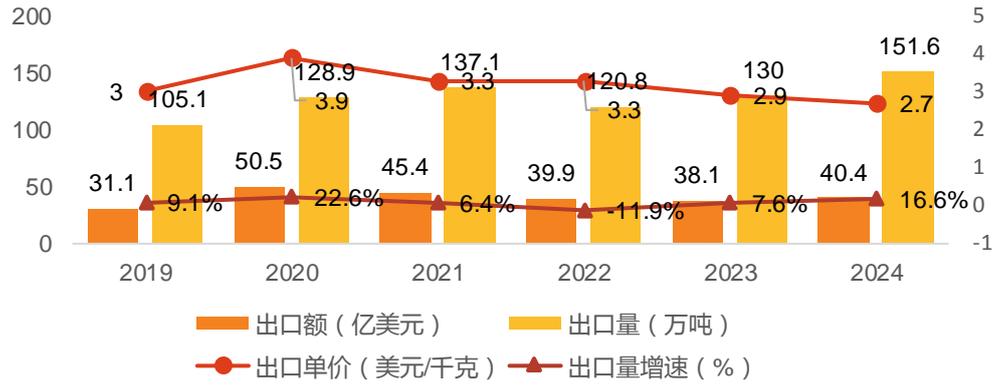
图 12：非织造布在不同应用领域的占比



资料来源：泰鹏环保招股书，天风证券研究所

全球市场增长稳健，我国逐渐成为最大贸易国。据 Research Nester 公布的数据，2024 年全球非织造布市场规模超过 548.10 亿美元，预计到 2037 年将突破 1601.90 亿美元，2025-2037 年复合年增长率超过 8.6%。我国是全球非织造布产业的重要参与方，凭借广阔的内需市场和完善的产业链配套，已经成为全球最大的非织造布贸易国。一方面得益于我国非织造布技术的进步，批量化生产高质量的产品以达到国际领先的水平；另一方面，我国本土企业生产硬件设施完善，人力成本相对较低，经营环境稳定，业内跨国公司纷纷在我国设置工厂以满足市场需求。2019-2024 年，我国非织造布的出口量和出口金额年均增长 8.85%和 5.98%。

图 13：2019-2024 中国非织造布出口情况



资料来源：泰鹏环保招股书，天风证券研究所

2.2. 行业供需再平衡，产业盈利有望改善

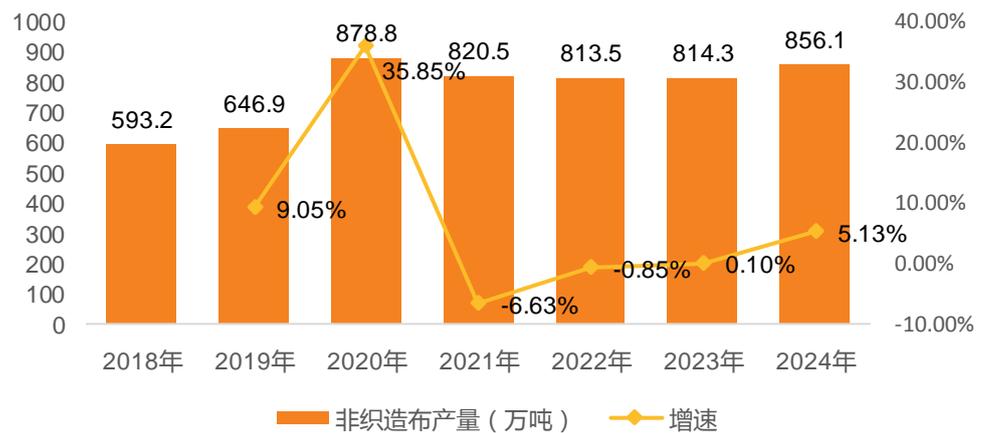
2020 年以来我国无纺布行业经历两个发展阶段：

2020-2023 年：公共卫生事件后行业供给过剩，盈利能力下滑。2018-2020 年，我国非织造布行业的产量从 593.20 万吨增加到 878.80 万吨，主要系 2020 年公共卫生事件影响；2021 年起我国非织造布市场进入调整期，其行业产量从 2020 年的峰值下滑到 2023 年 814.30 万吨，但仍高于 2020 年之前水平。产能供给过剩压制行业盈利水平，产业用纺织品行业规模以上企业营业利润率从 2020 年之前的约 6% 一度下降至 2023 年的 3.2%。

2024 年以来：供需再平衡，盈利触底回升。我们认为伴随行业供给端产能出清叠加消费者卫生意识提升拉动需求增长，无纺布行业逐渐实现供需再平衡。2024 年我国非织造布产量同比+5.1%至 856 万吨，规模以上企业营业利润率同比+0.3pct 至 3.6%，为 2020 年以来首次同比回升。2025 年 1-5 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 3.4%和 17.7%，营业利润率为 2.9%，同比增长 0.3pct。

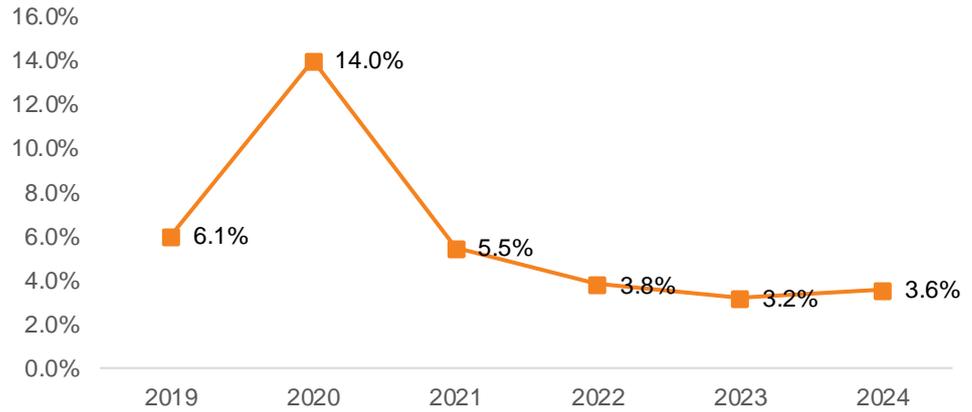
随着国内经济水平的不断提升，环境保护力度不断加大、基础设施投资建设增长、国内消费结构升级与居民健康意识提高，我们预计未来非织造布行业会进一步保持增量发展。

图 14：2018-2024 中国非织造布行业产量



资料来源：泰鹏环保招股书，天风证券研究所

图 15：我国非织造布规模以上企业营业利润率情况（%）



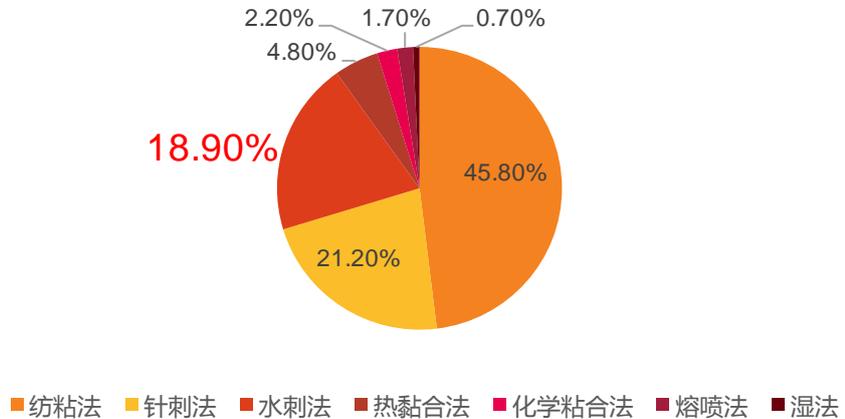
资料来源：国家统计局，中国产业用纺织品行业协会公众号，天风证券研究所

2.3. 水刺无纺布：渗透率提升，新消费需求多元

水刺法为主流无纺布工艺，具备透气、柔韧、性价比等优点。非织造布制造根据纤丝成网、固结定型的方式不同可分为水刺法、纺粘法、熔喷法、针刺法、化学粘合法、热风法等。根据中国产业用纺织品行业协会统计，2023 年我国非织造布产量达到 814.30 万吨，其中纺粘法、针刺法、水刺法占比分别为 45.8%、21.2%、18.9%，为最主要的三种生产工艺。

其中，水刺无纺布是将高压微细水流喷射到一层或多层纤维网上，使纤维相互缠结在一起，从而使纤网得以加固而具备一定强力，得到的织物，是一种不需要纺纱织布而形成的织物，具有防潮、透气、柔韧、质轻、不助燃、容易分解、无毒无刺激性、色彩丰富、价格低廉、可循环再用等特点。

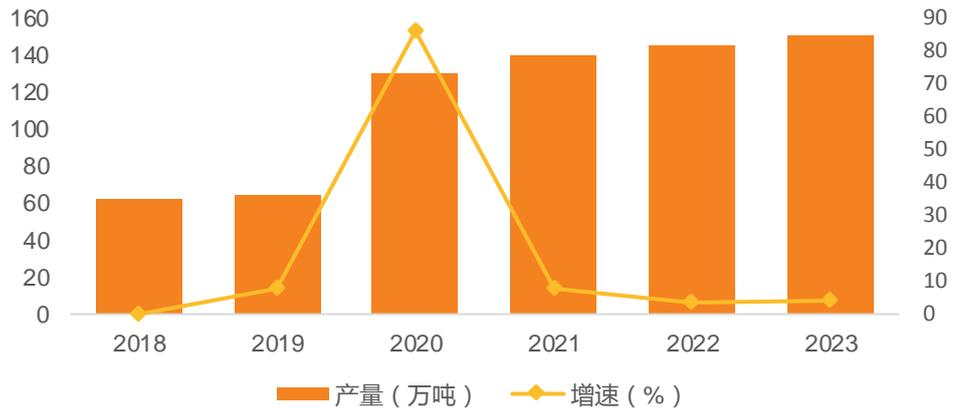
图 16：非织造布工艺分类



资料来源：泰鹏环保招股书，天风证券研究所

受益于一次性健康用品需求增长，水刺无纺布渗透率持续提升。根据智研咨询，2015-2023 年我国水刺无纺布产量从 64 万吨提升至 151 万吨，占总体非织造布的比例从 13.2% 提升至 18.5%。我国水刺非织造材料产量大幅增长主要系：1) 水刺工艺具备产品性能高、种类多、应用领域广、适用原料种类多、在线整理功能强等诸多独特优势；2) 在同等用途使用的产品群中，水刺非织造材料发挥更好的性能，大量替代了机织物和针织物，从工业用抹布、容器到汽车用绝缘材料、电池隔膜，应用领域大幅拓宽；3) 一次性水刺非织造材料消费品急剧增长，随着经济快速发展，人们生活水平显著提高，对消费的健康、卫生、舒适意识显著增强，同时生活节奏更加快捷，“一次性产品”消费理念深入人心。

图 17：2018-2023 年中国水刺无纺布产量



资料来源：智研钧略公众号，天风证券研究所

行业格局分散，诺邦稳居第一梯队。从行业竞争格局来看，我国无纺布企业数量众多，且大多数为同质化竞争的中小型企业，资金实力薄弱，技术创新匮乏。近年国家产业政策支持规模较大、技术含量更高的无纺布企业通过发展高附加值产品提升市场份额，我们预计行业集中度将逐步提高。在众多行业参与者中，诺邦完整覆盖干法梳理、湿法成型和干湿混合等生产工艺，是国内水刺非织造布行业内种类最齐全、工艺最完善的生产企业之一，可以根据客户个性化需求定制产品；截至 2024 年底，公司拥有十一条水刺生产线和一条研发试验线，设计年产能近 8 万吨。

表 3：水刺无纺布主要厂商

头部公司	公司简介	下游应用领域	产能	24 年无纺布营收
诺邦股份	致力于水刺非织造材料的技术开发和生产，拥有 4 个系列，30 个品种，1,200 多个规格的水刺非织造材料产品。是国内水刺非织造布行业内产品种类最齐全、工艺最完善的生产企业之一，已连续多年蝉联中国出口湿巾第一梯队企业	美容材料、工业用材、民用清洁、医用材料等	截至 2024 年底，公司已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，设计年产能近 8 万吨	水刺非织造材料营收 7.09 亿，水刺非织造材料制品 15.09 亿
欣龙控股	在非织造材料业务领域，该公司产品主要为水刺非织造材料、熔纺非织造材料。是国内最先引进水刺非织造材料制造技术的企业，是中国非织造行业第一家上市公司	医疗卫生、个人护理、家居清洁、美容化妆、工业擦拭、高滤效口罩、包装材料等	公司迄今已建成投产的有水刺、复合水刺、SMS、SSS、熔喷、后整理以及无纺深加工等十余条生产线，生产规模在国内非织造材料高端市场领域达到领先水平。2024 年总产能 4 万余吨，产能利用率 42.19%	水刺产品 1.99 亿，无纺深加工产品 0.44 亿，熔纺无纺布 0.63 亿
延江股份	是一家专业研发、生产、销售一次性用品材料的制造商，主要产品包括 PE 打孔膜、3D 打孔无纺布、热风无纺布、ADL 导流层、水刺、热风纺粘、熔喷、Spinform 等无纺布。是国内少数进入一次性卫生用品高端产品领域的供应商之一，3D 打孔无纺布、PE 打孔膜市场占有率排名前列	卫生巾、纸尿裤、干巾、湿巾、过滤等	24 年公司将非公开发行股票募投项目变更为热风无纺布项目，拟进一步扩大热风无纺布产能	打孔无纺布 5.28 亿，热风无纺布 4.59 亿，无纺布腰贴 0.36 亿
金春股份	国内非织造布行业中规模化、专业化的非织造布生产商	湿纸巾、婴儿湿巾、妇女卫生用品、装饰材料、革基布、汽车内饰和医疗卫生用品等	2024 年，公司顺利完成了“年产 12,000 吨湿法可降解水刺非织造布项目”生产线的建设及投产工作。年产 22000 吨医疗卫生用复合水刺无纺布项目的 3 条产线已投入生产，但未达到预计收益	非织造布 9.01 亿，非织造布材料制品 0.09 亿
北京大源	高端差异化热风和水刺非织造布引领者。2023 年北京大源位列世界非织造 40 强第 36 位	清洁擦拭、美妆护理等	2024 年在扬州工厂布局多条热风非织造布生产线，并于 2024 年 9 月收购了捷恩智无	水刺无纺布 0.26 亿，热风无纺布 4.52 亿，热轧无纺布 0.01 亿，

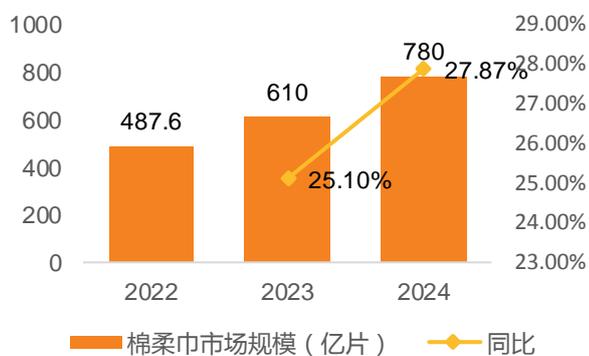
纺材料（常熟）有限公司，生 热风后加工无纺布
产线和产能进一步增加 2.54 亿

资料来源：各公司官网，公司年报等，天风证券研究所

棉柔巾/口含烟等新兴消费需求旺盛，无纺布龙头有望受益。水刺无纺布凭借柔软、亲肤、抗菌等卓越物理性能，被广泛应用于美容护理等高景气赛道。根据欧睿国际的统计数据，2024 年全球棉柔巾市场行业零售规模约 780 亿片，同比+28%，处于高速增长阶段，核心消费群体支付溢价意愿持续强化，品类认知度与需求量同步攀升。根据智研咨询，2023 年中国湿厕纸行业市场规模为 13.8 亿元，同比增长 13.77%。全球洗脸巾市场销售额预计从 2023 年的 27.21 亿美元增长至 2030 年的 40.69 亿美元，CAGR 为 5.9%，其中亚太地区是增长最快的市场，预计未来几年将占据全球市场的 45% 以上。

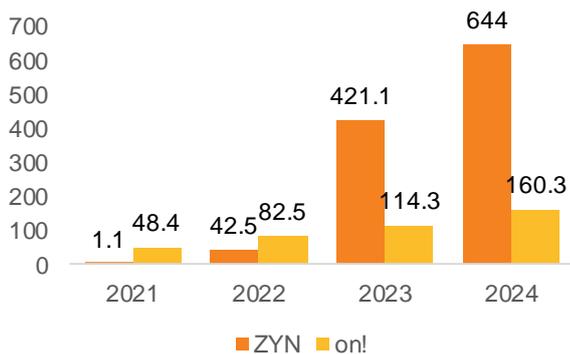
此外，无纺布进一步延伸至口含烟领域，全球口含烟市场高速发展，烟草巨头加码+政策友好，行业渗透率有望快速提升。根据各烟草巨头年报显示，ZYN/on! 尼古丁袋销量从 2021 年的 0.01/0.48 亿罐上升至 2024 年的 6.44/1.60 亿罐，CAGR 高达 736.6%/49.1%；Velo 收入/销量从 2018 年的 0.34 亿英镑/4 亿袋提升至 2024 年的 7.9 亿英镑/83 亿袋，CAGR 分别为 68.9%/65.8%，我们预计与口含烟客户建立合作的龙头厂商有望共享行业高增红利。

图 18：棉柔巾市场行业零售规模



资料来源：稳健医疗公司年报，天风证券研究所

图 20：ZYN 和 on! 尼古丁袋销量 (百万袋)



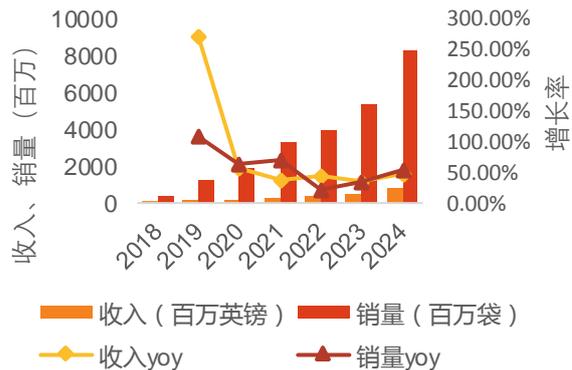
资料来源：菲莫国际公司年报，奥驰亚公司年报，天风证券研究所

图 19：女性卫生用品市场规模



资料来源：稳健医疗公司年报，天风证券研究所

图 21：Velo 2018-2024 尼古丁袋收入及销量



资料来源：英美烟草公司年报，天风证券研究所

3. 卷材+制品+品牌同步发力，构建全链路增长引擎

3.1. 卷材：技术升级引领差异化突围

公司坚持技术引领、高端差异战略，积极开拓国际市场。诺邦卷材业务遍及全球 50 余个国家和地区、500 多家企业客户，自主创新拥有百余项国内、国际发明专利。现有包括 4 个系列，30 个品种，1200 多个规格的水刺非织造材料产品；涉及美容材料、工业用材、民用清洁、医用材料等多领域多用途的系列化产品集群。

2020 年以来国内供需依然存在结构性矛盾，公司因时因地调整销售政策，提升国际贸易重视度，在常规产品遭遇严峻价格战的情况下，依靠高端差异化产品有效避开行业内卷困境，成功开发海外大客户，签下大订单，高端产品美标可冲散材料实现批量销售，至此湿法产品已成为公司核心产品，24 年美洲、澳洲、东亚、东南亚的多个公司级大客户实现销量增长，外贸占比创历史新高，产品结构得到显著优化。

积极推进材料研发创新，工艺技术储备丰富。公司完整覆盖干法梳理、湿法成型和干湿混合等生产工艺，是国内水刺非织造布行业内种类最齐全、工艺最完善的生产企业之一，可以根据客户个性化需求定制产品。2013 年公司首创“散立冲-Sanlyzox”全降解环保水刺材料成功上市，并实现中国第一家规模化生产，顺利投入国际市场，对中国水刺技术的发展朝着国际先进水平起到积极的促进作用；2023 年，公司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）；2024 年公司全球首发“木芯纺”系列的“无屑”CP 非织造材料，为公司增加湿法订单接单创造条件。

24 年公司研发创新中心积极配合营销政策调整，一方面根据客户需求反馈开发差异化新品，比如对耐洗度、花型和应用领域有特殊要求的新品；另一方面根据客户要求改进产品性能指标，比如在价格不变的情况下提升美标产品分散性。截至 24 年末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。

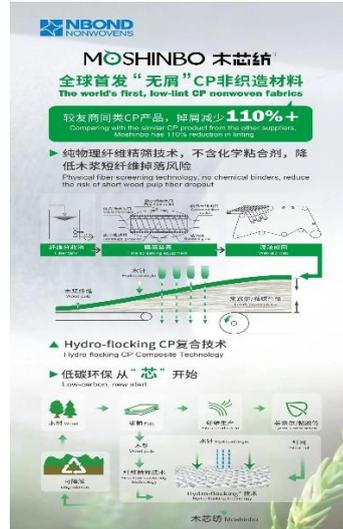
产线技改升级，提升生产效率。现阶段经济社会发展逐步向全面绿色转型，绿色环保可降解的消费热点愈加活跃，湿法市场规模持续较高增长。公司顺应客户需求，扩大湿法生产线产能布局，24 年完成高速湿法+干法水刺（CP）生产线技改项目。该项目使用进口高端设备，根据公司产品差异化特质自主调整工艺参数及流程，可进一步降低水电气能耗，低排放更环保，同时产品手感、蓬松度、布面均匀度、吸水性及横向强力等物性均有不错表现，功能性较强，能够满足客户多样化使用需求，特别是高端医疗卫生、个人护理等领域的需求。此外，公司积极改造旧生产线，24 年年末启动新一轮老线技改项目，要求特别融入公司独有的水刺工艺技术，推动生产线向高端化、智能化、绿色化、融合化方向迈进。我们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，从而加强公司高端产品竞争力和市场份额。

图 22：散立冲- IWSFG 证书认证通过



资料来源：Nbond 诺邦股份公众号，天风证券研究所

图 23：木芯纺-全球首发“无屑”CP 非织造材料



资料来源：Nbond 诺邦股份公众号，天风证券研究所

3.2. 制品：国光产品研发、生产实力引领，夯实全球供应地位

杭州国光：研发&智造为基，稳步拓展内外销客户。公司控股子公司杭州国光 28 年专业专注，不忘初心，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。2019-2024 年国光收入从 3.97 亿增长至 7.78 亿，CAGR 为 14.41%。

客户端，杭州国光在稳固海外市场的同时大力开拓国内市场，一方面深化与全球沃尔玛、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，另一方面积极拓展新客户资源，如 24 年开拓胖东来、无印良品、恒安集团等，国内销售占比进一步提升。

研发端，国光坚持产品领先、品质第一的经营理念，继续加大对产品的研发投入，满足客户的多元化需求，开发了打湿后不掉絮、搓揉不变形的纯棉柔巾，维护酸碱平衡、减少细菌滋生的国光女性湿厕纸，温和不刺激、敏感肌也可以放心使用的玻尿酸卸妆湿巾，纯物理反应、快速实现凉感的冷感擦汗湿巾等多款产品，解决客户需求痛点，实现快速规模化出货。

生产端，为满足客户日益增长的订单需求，国光一方面合理规划生产场地和产线，通过机器换人、流程优化、信息化系统建设等多种方式提升现有产能，单班满产效率提升 30%以上；另外一方面继续加大产线投入力度，新增 20 余条干、湿巾生产线，努力确保供货及时性。为应对国际宏观环境的不确定性，24 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。

图 24：杭州国光产品分类



资料来源：杭州国光官网，天风证券研究所

纳奇科：亚洲 TOP1 湿巾生产商，品类有序拓展。杭州国光控股子公司纳奇科拥有全亚洲乃至全球最大的湿巾制造和化妆品研发基地，占地面积 10 万平方米，生产面积达 22 万平方米，配备水处理系统和工业 4.0 智能化生产系统，以及专业的研发和检测团队，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。纳奇科营收从 2019 年的 1.90 亿增长至 2024 年的 6.37 亿，CAGR 为 27.40%。

产品端，目前已涵盖婴儿湿巾、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，湿巾生产规模亚洲第一、全球第四。近年来，纳奇科根据市场需求新增了干巾生产线，并投资规划了新厂区，产能进一步扩大。公司在水刺主要工艺的框架下，将产品线延伸至终端消费品，打造了从水刺非织造材料到制品 OEM 再到终端自有品牌的完整产业链。

图 25：2019-2024 杭州国光营收（单位亿元）及同比

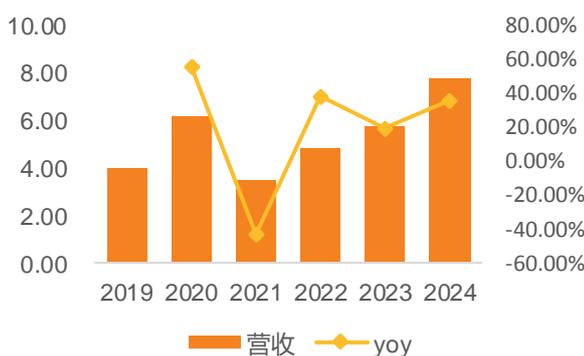
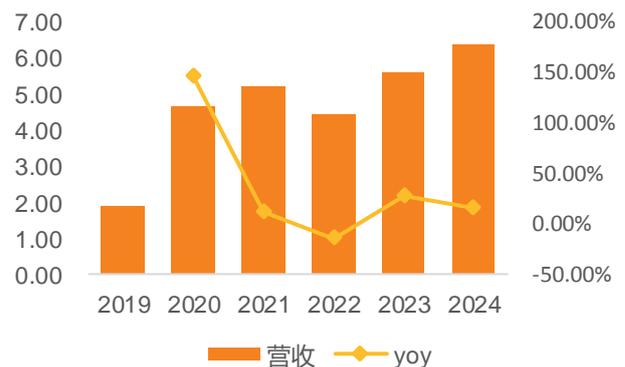


图 26：2019-2024 纳奇科营收（单位亿元）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 自有品牌：小植家乘势而上，打造第二增长曲线

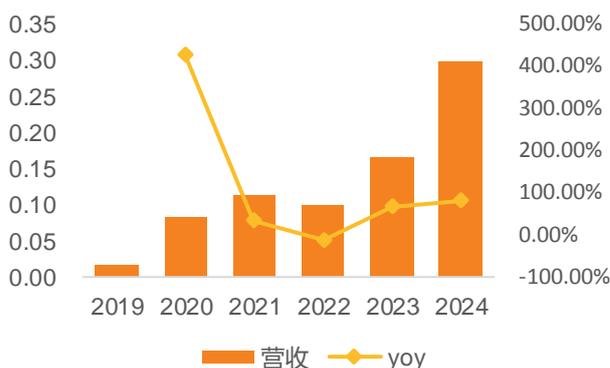
小植家：全品类日用清洁专家，守护中国家庭。公司高度重视自有品牌“小植家”的发展，小植家专注于家居日用清洁护理产品的研发，产品领域涉及洗脸巾、棉柔巾、湿巾等民用清洁产品。传承老板集团精良的产品制造态度，优秀的产品设计理念，秉持“小植家，呵护全家”的品牌主旨，为中国更多家庭提供全面的家居日用清洁服务。2023年是公司真正意义上开启自有品牌“小植家”的元年，2023年实现收入1,652.94万元，同比增长67.52%，2024年实现收入2,985.49万元，同比增长80.62%，其中双11大促期间实现了同比增长116%。

图 27：小植家全国销售网络图



资料来源：诺邦股份官网，天风证券研究所

图 28：2019-2024 小植家营收（单位亿元）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品端，“个护”与“家清”双轮驱动，大单品驱动成长。“个护”以洗脸巾、湿厕纸为主打品类，“家清”以懒人抹布、厨房湿巾为主打品类，两大类目紧盯目标不放松，通过打造品类爆品实现快速增长。

表 4：小植家产品概览（价格及销量数据来源于天猫，数据仅供参考）

分类	SKU 数量	名称	销量最高的产品		图片
			价格	销量	
厨房清洁	19	小植家懒人抹布干湿两用厨房纸专用纸巾 悬挂一次性家用清洁洗碗布	16.72	10 万+	
厕卫清洁	21	小植家一次性马桶刷可溶解替换刷头卫生间家用壁挂洗厕所清洁刷子	28.01	4 万+	
美妆洗护	14	小植家一次性洗脸巾女干湿两用加大加厚 小毛巾吸水擦脸洁面绵柔巾	44.36	10 万+	
家居清洁	5	小植家一次性浴巾柔巾套装干毛巾真空包 装便携酒店出差旅行用品	36.60	3 万+	

资料来源：小植家天猫旗舰店，天风证券研究所

渠道端，线下背靠老板电器优势资源，线上探索多平台品销联动。线下优化拓展产品铺设，立足当地，通过与当地主流商超合作，进一步提升小植家品牌曝光度；承载集团品牌愿景，结合老板电器线下门店优势，深度绑定老板电器，为老板电器定向开发新产品，加强“家清”类产品推广。

线上打好京东天猫销售主阵地，拓深抖音快手等新兴电商平台提升产品与品牌曝光度，结合货架电商及兴趣电商共同实现品销联动。品牌方面完善市场推广策略，坚持品质领先，与美 one、蜜蜂惊喜社、蜜蜂心愿社、烈儿宝贝、陈洁、交个朋友等知名达人开展合作，助力小植家品牌发展。

表 5：知名达人介绍（粉丝数数据截至 2025/8/4）

达人	代表账号	核心平台	粉丝数	简介
美 ONE	李佳琦 Austin	淘宝	9263.1 万	美 ONE 基于消费者洞察和内容创新，通过赋能品牌，为消费者提供优质商品及服务。成功打造并运营了“李佳琦直播间”、“所有女生直播间”、“所有女生的衣橱直播间”、“李佳琦公益”、“李佳琦小课堂”、“奈娃家族”等众多 IP，在引领直播电商发展的同时，进一步推动新零售新消费。
		抖音	3455.8 万	
交个朋友	交个朋友	抖音	2457.8 万	交个朋友拥有专业的直播团队、丰富的资源和创新的营销策略，在直播电商领域取得了显著的成就。拥有近 50 名播出时长超过 1000 小时的资深电商主播，通过有趣的直播内容和专业的产品推荐，赢得了消费者的信任和喜爱。
		淘宝	1652.4 万	
蜜蜂惊喜社	蜜蜂惊喜社	淘宝	1794.4 万	开播 3 天跻身淘内直播排行 TOP 3，开播 5 天单场观看总人次突破 1000 万，首月粉丝突破 250 万，是目前淘内突破千万观看量最快的直播账号之一。
蜜蜂心愿社	蜜蜂心愿社	淘宝	707.0 万	"午场直播间“蜜蜂心愿社”聚焦母婴人群所需产品，以及家庭群体使用频率高的刚需产品。目前，“蜜蜂心愿社”直播间场观稳定在 1000 万，并在第一年双十一期间直播间总 GMV 破亿，正式加入“2022 年双 11 亿元俱乐部”。"
烈儿宝贝	烈儿宝贝	淘宝	3266.5 万	淘宝平台 TOP 级带货主播，崛起于网络直播元年，连续多年获得“最具影响力主播”、“最具品牌价值主播”等称号

资料来源：各机构官网，抖音平台，淘宝平台，TopKlout 克劳锐公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

收入方面，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 27.01/32.05/37.37 亿元，收入增速分别为 20.76%/18.65%/16.61%，毛利率分别为 16.0%/16.2%/16.4%，分产品来看：

1) **卷材**：诺邦卷材作为行业引导者，坚持技术引领、高端差异的战略不动摇，业界口碑良好。伴随产线技改升级，生产更加智能化绿色化，以及持续开发差异化/个性化水刺非织造材料，推动产品结构优化，我们预计 2025-2027 年公司卷材收入分别同增 10.0%/9.8%/9.0% 至 7.8/8.6/9.3 亿元。

2) **制品**：杭州国光作为国内湿、干巾产品线最齐全、规模最大、品控能力最强的生产商之一，近年新开拓客户如胖东来等有望持续放量，积极研发高品质、多功能的湿巾产品，拓宽下游水刺无纺布应用场景，我们预计 2025-2027 年公司制品收入分别同增 22%/21%/18% 至 18.4/22.2/26.2 亿元。

3) **自有品牌**：公司高度重视自有品牌“小植家”的发展，从产品端、渠道端、品牌端大力扶持，高质量打造从水刺非织造材料到制品 OEM 再到终端自有品牌的完整产业链。我们预计 2025-2027 年公司自有品牌收入分别为 0.6/1.1/1.6 亿元。

利润方面，随着公司差异化/个性化水刺无纺布材料的不断开发，产品结构不断优化，毛利率有望持续提升；同时伴随着产线技改升级，生产更加智能化绿色化，工艺精进和效率提升进一步满足客户降本需求和定制需求。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.3/1.6/1.9 亿元，分别同比+37%/+22%/+18%，对应 PE 分别为 28X/23X/20X。

表 6：盈利预测与收入（亿元）拆分表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19.15	22.37	27.01	32.05	37.37
yoy	20.48%	16.80%	20.76%	18.65%	16.61%
毛利率	16.16%	14.80%	16.02%	16.20%	16.36%
其中：卷材	7.18	7.09	7.80	8.57	9.34
yoy	19.15%	-1.18%	10.00%	9.80%	9.00%
其中：制品	11.80	15.09	18.41	22.18	26.17
yoy	21.44%	27.84%	22.00%	20.50%	18.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们采用相对估值法，选取深耕个护赛道、产品结构持续升级的中顺洁柔、洁雅股份、百亚股份作为可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 29X。考虑诺邦股份为差异化水刺无纺布龙头企业，研发创新带动产品结构升级及下游应用场景拓宽，且自主品牌建设打开估值空间，我们给予 26 年 28-32X PE，对应目标价 25-28 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司 PE

代码	公司	总市值（亿元）	收盘价（元）	PE		
				2025E	2026E	2027E
002511.SZ	中顺洁柔	112	8.68	40	32	28
301108.SZ	洁雅股份	31	27.38	33	28	23
003006.SZ	百亚股份	127	29.58	34	26	21
	平均			36	29	24

资料来源：wind，天风证券研究所；注：数据截止至 2025/8/20，PE 选取 wind 一致预期

5. 风险提示

- 国际贸易摩擦风险。**海外业务可能会受到贸易保护主义的不利影响。若美国进一步提高对公司产品所属类别的关税税率，可能会导致公司产品在美国市场的竞争力下降，利润空间被压缩。
- 市场竞争风险。**鉴于国内外产业资本开始增加对湿法生产线的投资，可能导致湿法市场价格竞争。如果公司不能通过产品研发创新和降耗提效来应对行业的竞争态势，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。
- 自有品牌拓展不及预期风险。**公司积极拓展自有品牌，进一步提升自有品牌影响力，若自有品牌拓展不及预期，或对公司收入及利润增长产生影响。
- 股价波动风险。**公司近期股价波动较为剧烈，若未来公司股价继续剧烈变动，可能对投资者信心产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	596.61	655.52	819.50	1,159.49	1,265.03
应收票据及应收账款	301.25	392.56	406.00	557.86	571.48
预付账款	9.97	22.89	14.85	27.41	24.27
存货	178.69	245.18	353.26	287.95	467.41
其他	29.73	50.01	39.18	38.61	43.44
流动资产合计	1,116.25	1,366.14	1,632.79	2,071.32	2,371.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,104.75	1,108.66	1,014.49	926.53	831.31
在建工程	14.11	21.66	14.83	12.41	11.21
无形资产	115.64	113.23	108.37	103.51	98.65
其他	130.68	202.74	169.36	168.91	175.53
非流动资产合计	1,365.18	1,446.29	1,307.05	1,211.37	1,116.70
资产总计	2,481.43	2,812.43	2,939.84	3,282.69	3,488.33
短期借款	74.74	94.89	93.00	90.00	87.00
应付票据及应付账款	679.76	867.80	898.64	1,212.39	1,263.98
其他	55.04	78.97	177.25	120.89	177.60
流动负债合计	809.54	1,041.67	1,168.89	1,423.28	1,528.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.82	87.09	61.86	65.59	71.51
非流动负债合计	47.82	87.09	61.86	65.59	71.51
负债合计	883.00	1,162.71	1,230.75	1,488.87	1,600.10
少数股东权益	240.21	249.48	257.98	268.36	280.63
股本	177.51	177.51	177.51	177.51	177.51
资本公积	368.03	368.03	368.03	368.03	368.03
留存收益	812.68	854.65	912.05	982.06	1,064.91
其他	0.00	0.05	(6.48)	(2.14)	(2.86)
股东权益合计	1,598.43	1,649.72	1,709.09	1,793.82	1,888.23
负债和股东权益总计	2,481.43	2,812.43	2,939.84	3,282.69	3,488.33

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	99.30	109.34	130.21	158.84	187.96
折旧摊销	115.89	119.14	118.86	120.23	121.29
财务费用	(6.79)	(17.38)	(18.50)	(20.57)	(17.06)
投资损失	(0.38)	(0.17)	(0.79)	(0.44)	(0.47)
营运资金变动	(25.77)	(14.44)	7.41	159.85	(90.66)
其它	(6.69)	53.02	19.21	21.54	25.85
经营活动现金流	175.56	249.51	256.41	439.46	226.92
资本支出	86.97	87.50	38.23	21.27	14.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(131.54)	(494.15)	(50.28)	(41.82)	(29.61)
投资活动现金流	(44.57)	(406.64)	(12.05)	(20.56)	(15.53)
债权融资	60.23	55.93	9.76	18.74	15.55
股权融资	(53.10)	(53.20)	(90.14)	(97.66)	(121.40)
其他	(2.21)	(44.97)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4.92	(42.23)	(80.37)	(78.91)	(105.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.91	(199.37)	163.98	339.99	105.54

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,914.93	2,236.64	2,701.07	3,204.69	3,737.03
营业成本	1,605.46	1,905.60	2,268.36	2,685.46	3,125.51
营业税金及附加	12.74	18.84	21.61	25.64	29.90
销售费用	49.18	61.75	75.09	91.33	108.37
管理费用	71.12	66.18	78.33	92.94	107.25
研发费用	81.53	77.73	92.92	109.92	127.06
财务费用	(12.85)	(25.61)	(18.50)	(20.57)	(17.06)
资产/信用减值损失	(15.20)	(28.28)	(25.00)	(23.50)	(22.00)
公允价值变动收益	1.03	1.79	(0.08)	(2.00)	(2.00)
投资净收益	0.38	0.17	0.79	0.44	0.47
其他	17.58	38.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	103.98	119.77	158.97	194.91	232.46
营业外收入	7.79	0.34	4.82	4.32	3.16
营业外支出	0.99	1.47	1.59	1.35	1.47
利润总额	110.79	118.63	162.21	197.88	234.15
所得税	11.49	9.29	12.70	15.50	18.34
净利润	99.30	109.34	149.51	182.38	215.81
少数股东损益	16.65	14.11	19.30	23.54	27.85
归属于母公司净利润	82.64	95.23	130.21	158.84	187.96
每股收益(元)	0.47	0.54	0.73	0.89	1.06

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.48%	16.80%	20.76%	18.65%	16.61%
营业利润	113.56%	15.18%	32.74%	22.61%	19.26%
归属于母公司净利润	119.07%	15.22%	36.74%	21.99%	18.33%
获利能力					
毛利率	16.16%	14.80%	16.02%	16.20%	16.36%
净利率	4.32%	4.26%	4.82%	4.96%	5.03%
ROE	6.08%	6.80%	8.97%	10.41%	11.69%
ROIC	7.14%	8.27%	12.96%	17.49%	29.90%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	35.58%	41.34%	41.86%	45.36%	45.87%
净负债率	-32.64%	-33.35%	-42.30%	-59.36%	-62.06%
流动比率	1.34	1.27	1.40	1.46	1.55
速动比率	1.12	1.04	1.09	1.25	1.25

营运能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应收账款周转率	6.75	6.45	6.76	6.65	6.62
存货周转率	10.37	10.55	9.03	10.00	9.89
总资产周转率	0.81	0.84	0.94	1.03	1.10

每股指标(元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.47	0.54	0.73	0.89	1.06
每股经营现金流	0.99	1.41	1.44	2.48	1.28
每股净资产	7.65	7.89	8.17	8.59	9.06

估值比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率	44.35	38.49	28.15	23.08	19.50
市净率	2.70	2.62	2.53	2.40	2.28
EV/EBITDA	6.91	5.83	10.30	8.32	7.18
EV/EBIT	10.96	9.13	16.89	12.93	10.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com