

客户及产品结构持续优化，自主品牌成长可期

投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2025年半年报。2025年上半年公司实现营收13.4亿元，同比+33.3%；实现归母净利润6532.8万元，同比+48.3%；实现扣非净利润6118.0万元，同比+56.2%。单季度来看，2025Q2公司实现营收7.3亿元，同比+28.9%；实现归母净利润3489.7万元，同比+48.1%；实现扣非净利润3216.2万元，同比+42.4%。公司主营水刺无纺布的材料和制品业务，25H1实现营收净利双增，主要系下游客户订单放量，Q2单季度在关税压力下仍展现韧性。
- 客户结构和产品结构优化带动盈利能力稳步提升。**2025年上半年公司整体毛利率为15.7%，同比+0.9pp。分业务来看，2025H1制品/卷材业务毛利率分别为11.7%/25.8%，同比+0.3pp/+4.5pp，毛利率提升主要系卷材业务客户结构和产品结构优化。费用率方面，25H1总费用率为8.1%，同比持平，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为2.3%/2.6%/-0.5%/3.6%，同比-0.6pp/-0.6pp/+0.9pp/+0.2pp；综合来看，25H1公司净利率为4.9%，同比+0.5pp。单季度25Q2毛利率为15.7%，同比+1.1pp；净利率为4.8%，同比+0.6pp。
- 制品业务高速增长，合作国内外知名客户。**2025H1制品业务实现营收9.3亿元，同比+39.4%。制品业务中子公司杭州国光（合并层面，持股51%）25H1实现营收8.4亿元，同比+37.5%；实现净利润2815.7万元，同比+37.0%。国内市场，杭州国光与多家知名商超建立稳定合作，产品品类持续拓宽，订单快速增长；海外市场，在巩固沃尔玛、高露洁、金佰利、屈臣氏等大客户合作的同时，一带一路国家等新客户增长亮眼。为应对贸易摩擦，杭州国光在马来西亚工厂已于6月底正式运营，为海外业务提供保障。
- 卷材业务Q2短暂承压，高端化趋势不改。**2025年H1卷材业务实现营收3.9亿元，同比+18.9%。25Q1美标可冲散无纺布凭借稳定的大货品质与国际认证优势，出口订单爆发式增长；Q2受美国加征关税影响，部分美国客户缩减订单量，公司快速调整市场方向，转向多品类同步驱动，并向欧洲、南美、澳新、东南亚以及国内市场推荐适配的可冲散系列；同时，高附加值的CP线木芯纺系列接单放量后，TT线客户结构得到极大优化，低价薄利订单被淘汰，优质外贸客户得以增长；制品业务快速反弹以及新项目正式批量下单，带动差异化生产线持续满产放量，有效对冲湿法生产线的短期波动。母公司（主营卷材）25H1营收5.2亿元，同比+17.6%，其中出口额同比+46.1%。**自有品牌有望成为第二增长曲线。**自有品牌小植家以社交电商突破和品类扩张为策略，2025H1实现营收2094.4万元，同比+70.0%。
- 盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年EPS分别为0.74元、0.90元、1.08元，对应PE分别为27倍、22倍、18倍。我们看好公司作为国内水刺非织造材料及制品的领军企业，产品力突出，伴随下游客户+自主品牌培育放量，成长潜能充足，给予2026年30倍估值，对应目标价27.0元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**国际贸易摩擦加剧的风险，主要原材料波动的风险，市场竞争风险，汇率波动风险，渠道开拓不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2236.64	2838.33	3481.48	4179.25
增长率	16.80%	26.90%	22.66%	20.04%
归属母公司净利润（百万元）	95.23	130.52	158.88	191.31
增长率	15.22%	37.06%	21.73%	20.41%
每股收益EPS（元）	0.54	0.74	0.90	1.08
净资产收益率ROE	6.63%	8.93%	10.15%	11.27%
PE	37	27	22	18
PB	2.52	2.38	2.24	2.10

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：沈琪
执业证号：S1250525070006
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.78
流通A股(亿股)	1.78
52周内股价区间(元)	8.98-22.97
总市值(亿元)	35.25
总资产(亿元)	29.90
每股净资产(元)	7.96

相关研究

目 录

1 深耕水刺非织造领域，产品品类高端化差异化布局	1
1.1 老板集团旗下公司，实控股权较为集中.....	2
1.2 水刺无纺布行业需求韧性较强，湿巾等为消费升级受益品类.....	3
1.3 营收稳步增长，利润端表现更好.....	4
1.4 制品业务延续高增，卷材业务高端化发展.....	5
1.5 国内业务高增，海外业务 Q2 受关税短暂扰动.....	7
1.6 逐步培育自主品牌，产品矩阵持续丰富.....	7
1.7 水刺非织造布行业龙头，发明专利数量行业领先.....	8
2 盈利预测与估值	9

图 目 录

图 1：诺邦股份发展历程.....	2
图 2：公司股权结构（截至 2025 年中报）.....	3
图 3：产业用纺织品行业景气度指数.....	3
图 4：产业用纺织品行业国内外市场需求情况.....	3
图 5：2019-2029 年全球湿巾市场规模及增速.....	4
图 6：2024 年全球分地区湿巾市场规模占比.....	4
图 7：2019-2029 年中国湿巾市场规模及增速.....	4
图 8：2024 年中国湿巾市场细分品类比例.....	4
图 9：2017-2025H1 诺邦股份营业收入及增速.....	5
图 10：2017-2025H1 诺邦股份净利润及增速.....	5
图 11：2017-2025H1 诺邦股份毛利率及净利率.....	5
图 12：2018-2025H1 诺邦股份费用率.....	5
图 13：2017-2025H1 诺邦股份分业务营收及增速.....	6
图 14：2025H1 诺邦股份营收分业务占比.....	6
图 15：2020-2024 年诺邦股份卷材销量及增速.....	6
图 16：2020-2024 年诺邦股份卷材销售单价（元/吨）.....	6
图 17：2017-2025H1 诺邦股份境内外营收及增速.....	7
图 18：2025H1 诺邦股份营收分地区占比.....	7
图 19：2020-2025H1 小植家品牌营收及增速.....	8
图 20：小植家品牌产品.....	8
图 21：2016-2025H1 诺邦股份新增专利数量（个）.....	9
图 22：2018-2025H1 诺邦股份研发费用及增速.....	9

表 目 录

表 1：诺邦股份产品矩阵.....	1
表 2：公司分业务收入与成本预测.....	9
表 3：可比公司一致性预期.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 深耕水刺非织造领域，产品品类高端化差异化布局

杭州诺邦无纺股份有限公司成立于 2002 年，是一家专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售的企业。经过 20 余年发展，公司通过诺邦无纺、国光旅游、小植家、邦怡科技等产业链子公司，实现以绿色产品为支撑的大健康护理行业引领者的战略目标，目前服务全球 50 多个国家 500 余家企业客户。公司坚持以老板集团“创世界品牌，树百年企业”的发展理念为方向，围绕“高端差异化水刺非织造材料的引领者”的企业目标，坚持以技术创新驱动企业长足发展，继续深挖非织造材料端技术提升，为全球客户和每位消费者提供优质的产品和服务。公司生产的水刺非织造材料主要应用于美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等四大产品领域。

表 1：诺邦股份产品矩阵

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	
	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	
		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			

数据来源：公司年报、公司官网，西南证券整理

回顾公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（2002-2016 年）：拓展初级产业链和加强技术创新。2002 年，公司由杭州老板实业集团投资设立，专注于水刺非织造材料的研发与生产，初期以卷材（非织造布基材）业务为核心。2006 年，成立子公司杭州邦怡科技，切入非织造材料制品（如干巾、湿巾）领域，初步构建“材料+制品”双业务布局。2013 年，成功研发全球领先的可冲散材料“散立冲®”（Sanlyzox®），成为中国首家实现该材料批量化出口美国的企业，奠定高端差异化技术优势。

第二阶段（2017-2023 年）：企业上市与产业链深化。2017 年，企业登陆资本市场，2 月 22 日于上交所主板上市（代码：603238），发行 3000 万股，募资加速产能扩张和技术升级。2022 年，再次突破技术瓶颈，全球首发“舒散®”（Surelax®）可冲散卫生巾，进一步巩固环保材料技术领先地位。

第三阶段（2024 年-至今）：企业加速发展与全球化市场拓展。2024 年以来，企业业绩稳步增长，2024 年营收 22.37 亿元，同比+16.8%，净利润 9523 万元，同比+15.2%；2025 上半年营收增速达 33.3%，扣非净利润增长 56.2%，公司持续推动卷材+制品业务+自主品牌发展。2025 年 6 月马来西亚工厂建成投产，对冲关税影响。

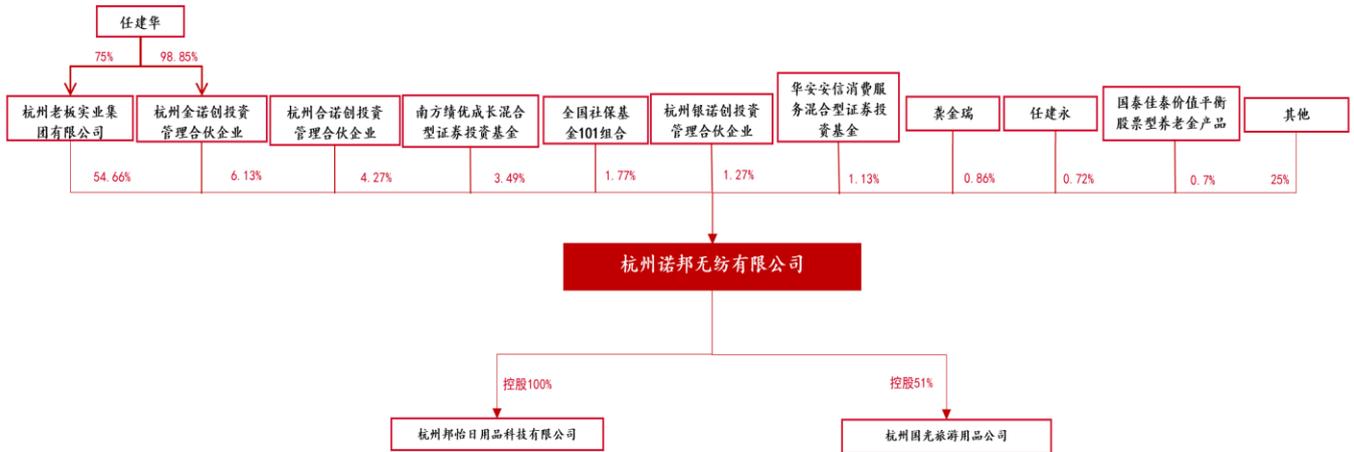
图 1：诺邦股份发展历程



数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

1.1 老板集团旗下公司，实控股权较为集中

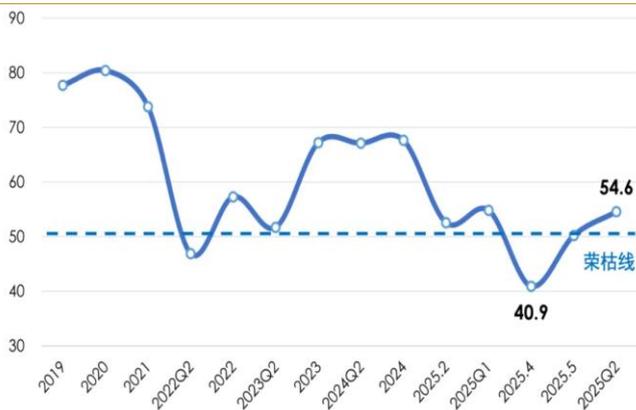
公司的实际控制人是董事长任建华先生，截至 2025 年中报，任建华先生通过持有杭州老板实业集团有限公司 75%的股权及杭州金诺创投资管理合伙企业（有限合伙）98.85%的股权，共计持有诺邦股份 47.05%的股份。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年中报）


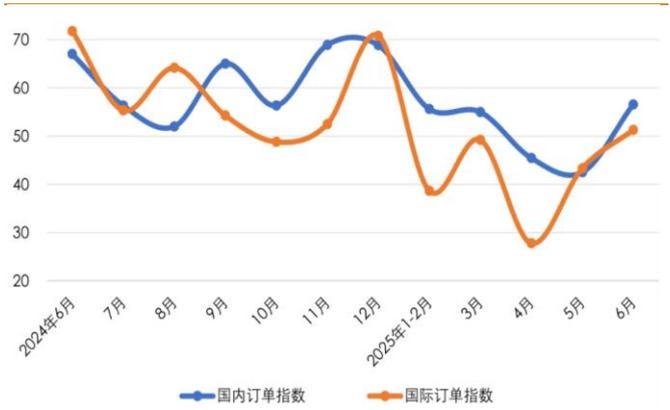
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 水刺无纺布行业需求韧性较强，湿巾等为消费升级受益品类

水刺无纺布产品有透气、柔软、质轻、抗菌等特性，大量运用于美容护理，工业用材，民用清洁，医用材料等领域。2025 年上半年，我国产业用纺织品行业在国内外复杂环境下展现强大韧性，克服多重不利因素，保持稳中有进态势，根据协会调研，2025 年上半年行业景气指数为 54.6，处于微景气区间。根据协会对重点会员企业的调研，2025 年上半年，产业用纺织品行业的国内外订单指数分别达到 56.6 和 51.3，中美贸易谈判的成果稳定了国际市场的预期；行业的产能利用率基本保持在 70%左右，企业加快了老旧设备的淘汰和更新。根据国家统计局数据，2025 年上半年规模以上企业非织造布的产量达到 331 万吨，同比+4.5%，其中出口 73 万吨，同比+12%。

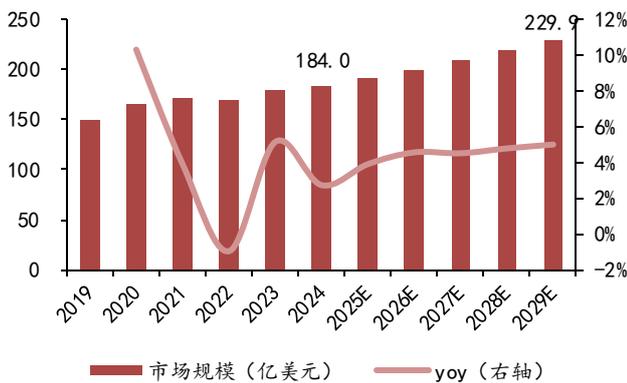
图 3：产业用纺织品行业景气度指数


数据来源：中国产业用纺织品行业协会，西南证券整理

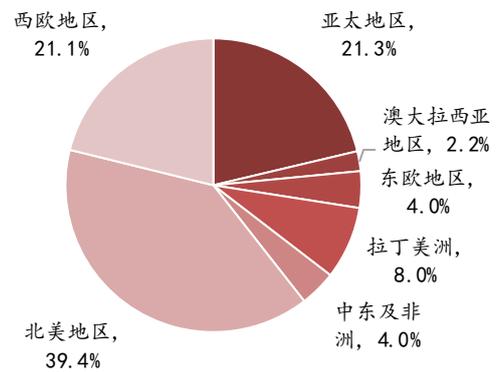
图 4：产业用纺织品行业国内外市场需求情况


数据来源：中国产业用纺织品行业协会，西南证券整理

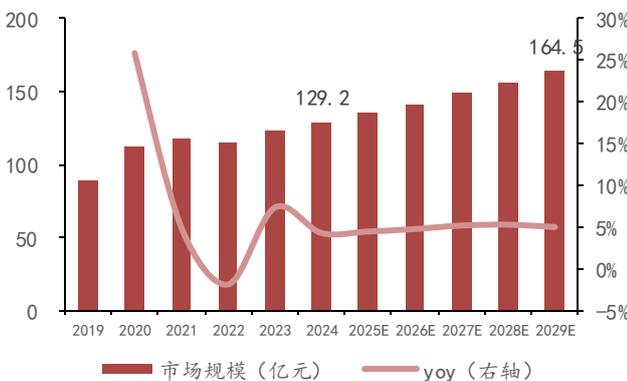
湿巾等为消费升级受益品类。近年来，随着人们生活水平的持续提高，卫生意识不断增强，湿巾产品的使用范围日趋扩大，病患护理、婴幼儿护理、女士卸妆、宠物清洁、家居清洁等新品种不断出现，湿巾行业呈现产品细分、少添加、天然环保等趋势。根据欧睿数据，2024 年全球湿巾市场规模为 184.0 亿美元，同比+2.7%，预计 2029 年全球湿巾市场规模为 229.9 亿美元，2025-2029 年复合增长率为 4.6%。分地区来看，欧美地区市场规模占比达到 64.5%，是全球湿巾消费的主要市场。2024 年中国湿巾市场规模为 129.2 亿元，同比+4.3%，预计 2029 年规模为 164.5 亿元，2025-2029 年复合增长率为 5%。从细分品类来看，2024 年中国市场规模占比最大的为通用湿巾(35%)，其次为婴儿湿巾(30.9%)和湿厕纸(28.1%)。

图 5：2019-2029 年全球湿巾市场规模及增速


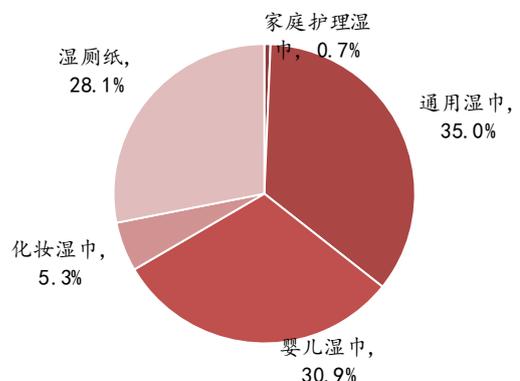
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 6：2024 年全球分地区湿巾市场规模占比


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 7：2019-2029 年中国湿巾市场规模及增速


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 8：2024 年中国湿巾市场细分品类比例


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

1.3 营收稳步增长，利润端表现更好

2024 年/2025H1 公司实现营收 22.4/13.4 亿元，同比+16.8%/+33.3%。2024 年/2025H1 公司实现归母净利润分别为 9522.7/6532.8 万元，同比+15.2%/+48.3%。25H1 营收及净利润增速加快，主要系下游干湿巾行业景气度较高，客户订单放量。单季度来看，2025Q2 公司实现营收 7.3 亿元，同比+28.9%；实现归母净利润 3489.7 万元，同比+48.1%，Q2 在关税压力下仍展现韧性。

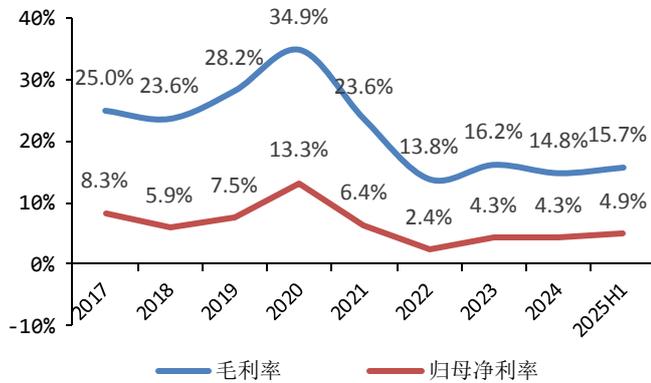
2025 年上半年公司整体毛利率为 15.7%，同比+0.9pp。分业务来看，2025 年上半年制品/卷材业务毛利率分别为 11.7%/25.8%，同比+0.3pp/+4.5pp，毛利率提升主要系卷材业务客户结构和产品结构优化。费用率方面，25H1 总费用率为 8.1%，同比持平，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.3%/2.6%/-0.5%/3.6%，同比-0.6/-0.6pp/+0.9pp/+0.2pp；综合来看，25H1 公司净利率为 4.9%，同比+0.5pp。单季度 25Q2 毛利率为 15.7%，同比+1.1pp；净利率为 4.8%，同比+0.6pp。

图 9：2017-2025H1 诺邦股份营业收入及增速

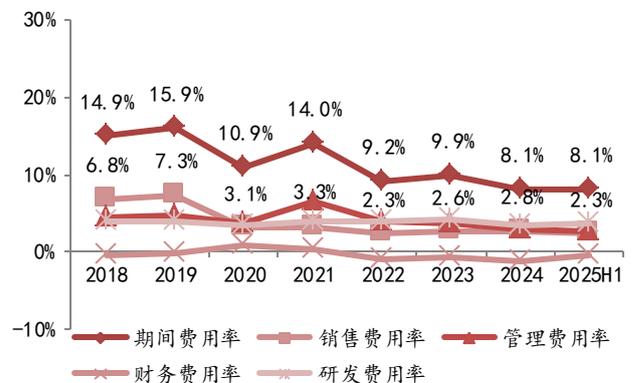

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2017-2025H1 诺邦股份净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2017-2025H1 诺邦股份毛利率及净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：2018-2025H1 诺邦股份费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.4 制品业务延续高增，卷材业务高端化发展

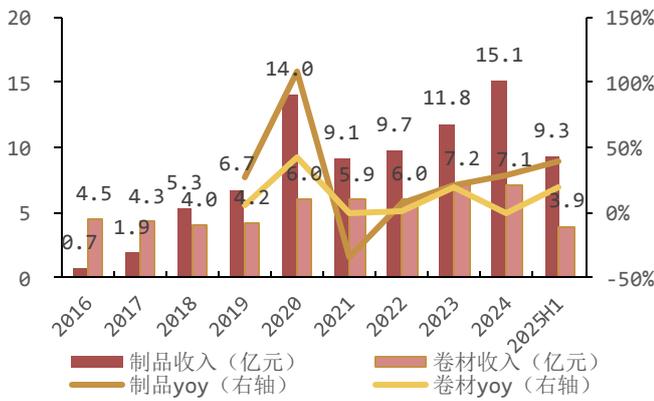
分业务来看，公司收入主要由水刺非织造材料（卷材）和水刺非织造材料制品组成。2024 年制品/卷材业务分别实现营收 15.1/7.1 亿元，分别同比+27.8%/-1.2%，分别占总营业收入 67.5%/31.7%。2025H1 制品/卷材业务分别实现营收 9.3/3.9 亿元，分别同比+39.4%/+18.9%，分别占总营业收入 69.5%/29.1%。

制品业务高速增长，客户拓展成效显著。制品业务主要由公司控股子公司杭州国光贡献收入（控股 51%），杭州国光（合并层面）25H1 实现营收 8.4 亿元，同比+37.5%；实现净利润 2815.7 万元，同比+37.0%。国内市场，杭州国光与山姆、胖东来、永辉超市、华润等

多家知名商超建立稳定合作，产品品类持续拓宽，订单快速增长；海外市场，在巩固沃尔玛、高露洁、金佰利、屈臣氏等大客户合作的同时，一带一路国家等新客户增长亮眼。为应对贸易摩擦，杭州国光在马来西亚的工厂已于6月底正式投产，为海外业务提供保障。

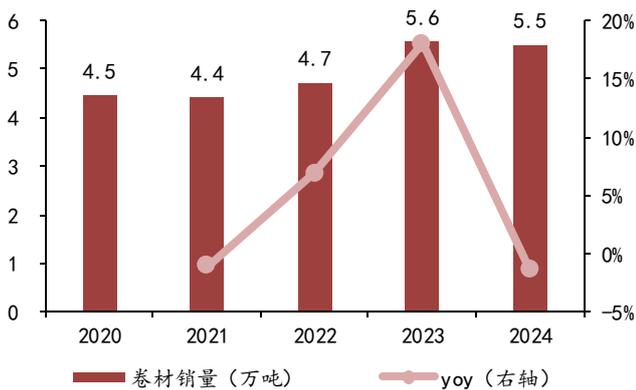
卷材业务灵活应对，高端化趋势不改。25Q1 美标可冲散无纺布凭借稳定的大货品质与国际认证优势，出口订单爆发式增长；Q2 因美国加征关税，部分美国客户缩减了订单量，公司快速调整市场方向，从侧重于大单品美标可冲散转向多品类同步驱动，向欧洲、南美、澳新、东南亚以及国内市场推荐适配的可冲散系列；高附加值的 CP 线木芯纺系列接单起量后，TT 线客户结构得到极大优化，低价薄利订单被淘汰，优质外贸客户得以增长；制品业务快速反弹以及新项目正式批量下单，带动差异化生产线持续满产放量，有效对冲湿法生产线的短期波动。母公司(主营卷材)25H1 营收 5.2 亿元，同比+17.6%，其中出口额同比+46.1%。量价方面，2024 年销售卷材 5.5 万吨，单价为 12924 元/吨，较 2023 年同比+0.1%，伴随 2025 年可冲散材料占比提升以及客户结构改善，价格中枢有望上行。

图 13: 2017-2025H1 诺邦股份分业务营收及增速



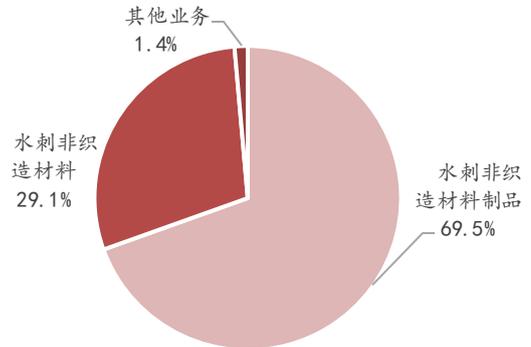
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2020-2024 年诺邦股份卷材销量及增速



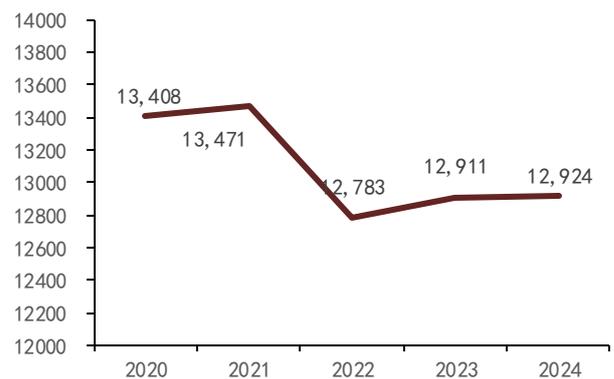
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 14: 2025H1 诺邦股份营收分业务占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2020-2024 年诺邦股份卷材销售单价 (元/吨)

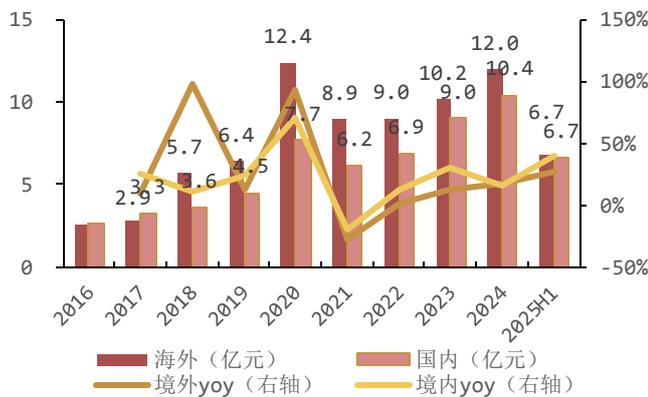


数据来源: iFinD, 西南证券整理

1.5 国内业务高增，海外业务 Q2 受关税短暂扰动

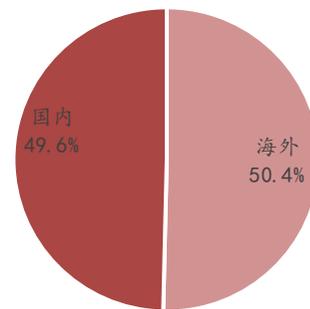
分地区来看，2024 年公司海外/国内分别实现营收 12.0/10.4 亿元，同比+17.7%/+15.7%，分别占总营业收入比例为 53.4%/46.6%。2025H1 公司海外/国内市场实现营收 6.7/6.7 亿元，同比+27.1%/+40.4%，分别占总营业收入比例为 50.4%/49.6%。2025 年上半年受国际贸易分化影响，特别是 4 月份美国发动贸易战对行业影响较大，公司作为行业内龙头企业之一，经营情况随之呈现出分化态势，国内增速快于出口增速。具体来看，25Q1 因美国 IWSFG 标准落地，公司高端卷材产销激增；25Q2 受贸易战影响订单缩减，公司积极调整策略开拓非美及国内市场、推进业务与生产升级。

图 17：2017-2025H1 诺邦股份境内外营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2025H1 诺邦股份营收分地区占比

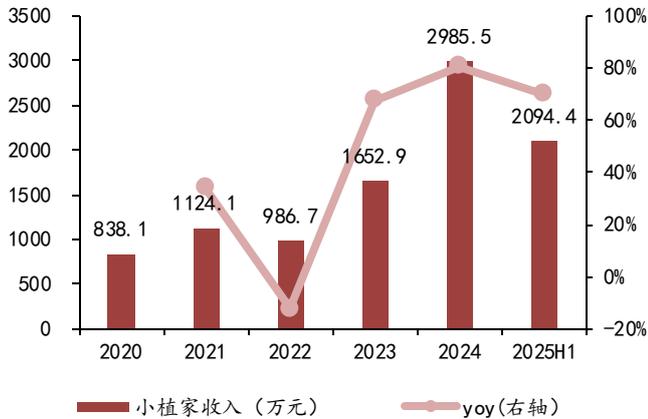


数据来源：Wind，西南证券整理

1.6 逐步培育自主品牌，产品矩阵持续丰富

自 2022 年 11 月以来，公司对自有品牌全面培植。其中“小植家”是公司直接面向健康护理和家庭清洁类一次性用品消费市场的自有品牌，是公司向下游产业链延伸的重要战略选择。2025H1，小植家以社交电商和直播电商为突破、品类扩张为策略，实现了较快增长。小植家 25H1 实现营业收入 2094.4 万元，同比+70.0%，其中 618 预售成交额达去年 618 全期的三倍，并首次进入天猫家清抢先购预售 4 小时排行榜前 20，位居第 18。产品线方面，品牌始终坚持“个护”与“家清”两大类目驱动，辅之以宠物护理等细分类目。其中，个护以洗脸巾、湿厕纸为主，家清以懒人抹布、厨房湿巾为主。25H1 品牌依托母公司水刺技术优势不断深化核心品类，先后推出冰川水湿厕纸、悬挂式湿厕纸/洗脸巾、小波浪抹布、180mm 可入厕迷你卫生巾等 7 款新品，联合文创/IP 推出 6 款联名产品，强化品牌认知。渠道方面，品牌着眼于多元化策略，其中天猫平台与李佳琦、烈儿宝贝、陈洁、交个朋友等超头部主播合作，打造品牌声量；京东平台借助家清类目补贴促销，在多个榜单中稳居前三，在片抹布品牌排行榜中位居第一；抖音板块形成自播+商品卡+达人直播合作矩阵；小红书官旗入驻，加速渗透年轻消费群体；线下渠道与老板电器门店合作，开发联名款精品礼盒，并拓展地方性商超渠道。品牌方面，小植家持续完善营销策略和品牌战略，坚持品质第一，强化中高端定位。

图 19：2020-2025H1 小植家品牌营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：小植家品牌产品

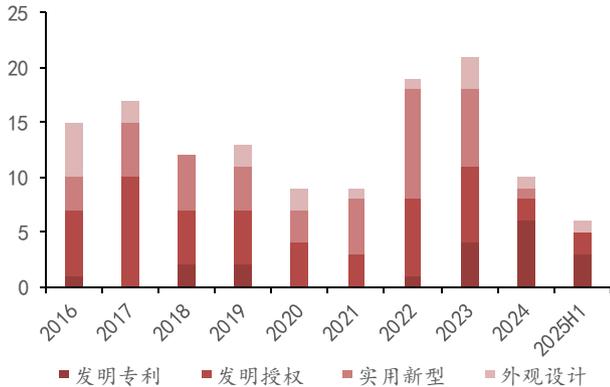


数据来源：天猫，西南证券整理

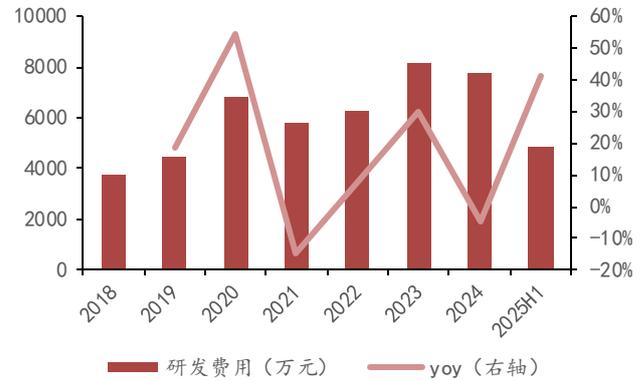
1.7 水刺非织造布行业龙头，发明专利数量行业领先

公司为水刺非织造布材料及制品行业龙头，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。报告期内，公司研发创新中心积极配合营销政策调整，一方面针对关税冲击，调整配方并优化纤维，推出了精准适配非美市场的可冲散系列；另一方面根据客户需求优化已有品类和开发新项目，比如完成自有品牌小植家迷你卫生巾的迭代升级，成功解决底膜易破损、胶体转移等技术难题，并将外包装由塑料材质全面替换为环保纸袋。2025 年上半年，公司研发费用 4870.7 万元，同比+41.4%。截至 2025H1，公司已累计获得授权专利 283 项，其中发明专利 74 项，专利数量尤其是发明专利数量居于行业领先地位。

公司控股子公司杭州国光（控股 51%），专注于多功能、高性能的环保型湿巾的开发和应用技术研发生产。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、湿毛巾及干柔面巾等六大领域，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。杭州国光连续 28 年专注湿巾行业，建造近 5000 余平方米湿巾研究院，拥有一支由 60 余名研发人员组成的专业团队，从原料选取、无纺布结构和厚度差异、配方液的比例及皮肤刺激性测试等角度不断深入研究，确保天然安全品质，使国光成为湿巾领域的首选。

图 21：2016-2025H1 诺邦股份新增专利数量（个）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：2018-2025H1 诺邦股份研发费用及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：制品业务伴随国内市场与山姆、胖东来、永辉超市、华润等多家知名商超建立稳定合作，产品品类持续拓宽；巩固海外大客户同时拓展新兴市场，马来西亚工厂投产顺利，假设水刺非织造材料制品 2025-2027 年营业收入同比+30%/+25%/+22%。

假设 2：卷材业务的美标可冲散无纺布具有稳定的大货品质与国际认证优势，美国客户订单边际修复，并持续向欧洲、南美、澳新、东南亚以及国内市场推荐适配的可冲散系列，客户结构优化，带动吨单价上行，假设水刺非织造材料 2025-2027 年销量同比+15%/+12%/+10%，单价同比+5%/+5%/+5%。

假设 3：水刺非织造材料低价薄利订单被淘汰，同时高毛利率的可冲散材料和差异化材料占比提升，整体材料业务的毛利率逐年提升，假设 2025-2027 年卷材业务毛利率分别为 25%/28%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入与成本预测

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	2236.6	2838.3	3481.5	4179.2
yoy	16.8%	26.9%	22.7%	20.0%
营业成本	1905.6	2,391.5	2,904.7	3,462.7
毛利率	14.8%	15.7%	16.6%	17.1%
水刺非织造材料制品				
收入	1508.8	1961.4	2451.8	2991.2
yoy	27.8%	30.0%	25.0%	22.0%
成本	1338.2	1735.9	2164.9	2632.2
毛利率	11.3%	11.5%	11.7%	12.0%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
水刺非织造材料				
收入	709.4	856.7	1007.4	1163.6
yoy	-1.2%	20.8%	17.6%	15.5%
成本	555.0	642.5	725.4	814.5
销售量（吨）	54895.0	63129.3	70704.8	77775.2
yoy	-1.3%	15.0%	12.0%	10.0%
单价（元/吨）	12923.7	13569.9	14248.4	14960.8
yoy	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.8%	25.0%	28.0%	30.0%
其他业务				
收入	18.4	20.3	22.3	24.5
yoy	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	12.4	13.2	14.5	15.9
毛利率	32.5%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们选取以水刺非织造制品的生产销售为主，与诺邦的产品、市场定位和销售渠道上具有可比性的洁雅股份；选取产品结构持续升级，深耕个护家清业务领域的生活用纸龙头中顺洁柔；选取同样有湿巾业务，代工+自主品牌业务同步发展的倍加洁。根据wind一致预期，2025年/2026年可比公司平均PE为35.91/28.10倍。我们看好诺邦作为国内水刺非织造材料及制品的领军企业，产品力突出，伴随下游客户+自主品牌培育放量，成长潜能充足，给予2026年30倍估值，对应目标价27.0元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301108.SZ	洁雅股份	30.42	0.90	1.09	1.28	33.80	27.91	23.77
002511.SZ	中顺洁柔	8.55	0.23	0.30	0.36	37.17	28.50	23.75
603059.SH	倍加洁	31.23	0.85	1.12	1.41	36.74	27.88	22.15
平均值						35.91	28.10	23.22

数据来源：Wind一致预期，西南证券整理（截至2025年8月27日）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2236.64	2838.33	3481.48	4179.25	净利润	109.34	157.06	190.73	227.77
营业成本	1905.60	2391.51	2904.75	3462.66	折旧与摊销	119.14	133.72	135.35	137.44
营业税金及附加	18.84	23.84	31.33	37.61	财务费用	-25.61	-13.47	-17.26	-23.06
销售费用	61.75	83.73	135.78	206.04	资产减值损失	-21.86	18.00	15.00	8.00
管理费用	66.18	173.14	208.89	244.49	经营营运资本变动	-7.97	-21.44	38.11	45.18
财务费用	-25.61	-13.47	-17.26	-23.06	其他	76.48	-20.86	-9.07	-2.45
资产减值损失	-21.86	18.00	15.00	8.00	经营活动现金流净额	249.51	253.01	352.86	392.88
投资收益	0.17	5.00	0.50	0.50	资本支出	-11.88	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	1.79	1.46	1.50	1.53	其他	-394.76	-2.48	6.76	1.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-406.64	-52.48	-43.24	-48.86
营业利润	119.77	168.03	205.00	245.55	短期借款	20.16	5.11	-10.00	0.00
其他非经营损益	-1.14	2.37	1.94	1.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.63	170.40	206.94	247.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.29	13.34	16.21	19.35	支付股利	-53.25	-47.50	-70.91	-86.64
净利润	109.34	157.06	190.73	227.77	其他	-9.14	3.04	17.26	23.06
少数股东损益	14.11	26.54	31.85	36.46	筹资活动现金流净额	-42.23	-39.36	-63.65	-63.58
归属母公司股东净利润	95.23	130.52	158.88	191.31	现金流量净额	-183.28	161.18	245.97	280.44
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	655.52	816.69	1062.66	1343.10	成长能力				
应收和预付款项	422.21	508.33	627.85	756.30	销售收入增长率	16.80%	26.90%	22.66%	20.04%
存货	245.18	304.07	381.28	458.67	营业利润增长率	15.18%	40.30%	22.00%	19.78%
其他流动资产	43.24	59.58	63.55	73.92	净利润增长率	10.11%	43.64%	21.44%	19.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.03%	35.16%	12.07%	11.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1130.32	1063.13	994.31	923.40	毛利率	14.80%	15.74%	16.57%	17.15%
无形资产和开发支出	227.21	212.63	198.04	183.46	三费率	4.57%	8.58%	9.40%	10.23%
其他非流动资产	88.76	86.81	84.86	82.92	净利率	4.89%	5.53%	5.48%	5.45%
资产总计	2812.43	3051.24	3412.56	3821.77	ROE	6.63%	8.93%	10.15%	11.27%
短期借款	94.89	100.00	90.00	90.00	ROA	3.89%	5.15%	5.59%	5.96%
应付和预收款项	923.82	1102.93	1354.01	1621.63	ROIC	7.62%	12.80%	16.52%	21.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.54%	10.16%	9.28%	8.61%
其他负债	143.99	89.08	89.51	89.97	营运能力				
负债合计	1162.71	1292.01	1533.52	1801.60	总资产周转率	0.84	0.97	1.08	1.16
股本	177.51	177.51	177.51	177.51	固定资产周转率	2.02	2.68	3.59	4.74
资本公积	368.03	368.03	368.03	368.03	应收账款周转率	6.08	6.15	6.16	6.07
留存收益	854.65	937.67	1025.64	1130.30	存货周转率	7.86	7.78	7.75	7.65
归属母公司股东权益	1400.25	1483.21	1571.18	1675.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.79%	—	—	—
少数股东权益	249.48	276.01	307.86	344.32	资本结构				
股东权益合计	1649.72	1759.22	1879.04	2020.17	资产负债率	41.34%	42.34%	44.94%	47.14%
负债和股东权益合计	2812.43	3051.24	3412.56	3821.77	带息债务/总负债	8.16%	7.74%	5.87%	5.00%
					流动比率	1.27	1.40	1.48	1.54
					速动比率	1.04	1.15	1.21	1.27
					股利支付率	55.92%	36.40%	44.63%	45.29%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	213.29	288.28	323.08	359.93	每股收益	0.54	0.74	0.90	1.08
PE	37.02	27.01	22.19	18.43	每股净资产	7.89	8.36	8.85	9.44
PB	2.52	2.38	2.24	2.10	每股经营现金	1.41	1.43	1.99	2.21
PS	1.58	1.24	1.01	0.84	每股股利	0.30	0.27	0.40	0.49
EV/EBITDA	13.57	9.43	7.64	6.07					
股息率	1.51%	1.35%	2.01%	2.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzl@swsc.com.cn
