

美容护理

2025年09月29日

延江股份 (300658)

——海外市场卫材升级起点，热风无纺布替代空间广阔

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025年09月26日

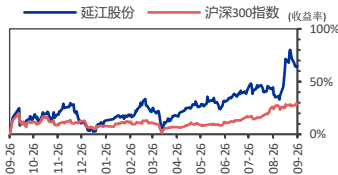
收盘价(元)	8.23
一年内最高/最低(元)	9.25/4.49
市净率	2.0
股息率(分红/股价)	0.85
流通A股市值(百万元)	1,856
上证指数/深证成指	3,828.11/13,209.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	4.02
资产负债率%	49.90
总股本/流通A股(百万)	333/226
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
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全球创新型一次性用品材料制造商，深耕二十余年成长为跨国企业。**1) 深度绑定大客户，以产品创新驱动产销的增长模式。公司是多家知名卫生巾和纸尿裤生产商的核心供应商，24年对前五大客户销售额合计12.4亿元(CR5=84%)，其中前两大客户销售额10亿元(CR2=68%)，建立起供应链先发优势。2) 技术专家型实控人+国际化职业经理人，构筑起组织创新基石。董事长谢继华毕业于厦门大学高分子化学专业学士、东华大学化学纤维专业硕士，研发成果丰硕，仍坚持投入一线研发工作。高管团队中有多位宝洁系及跨国企业背景成员，确保在保持技术敏锐度的同时，具备接轨国际化的管理与执行能力。
- **卫材研发平台+全球化供应链，两大核心竞争力！**1) 研发实力业内领先，三维锥形打孔工艺铸就技术壁垒。06年推出全球首款3D打孔无纺布，大幅提升面层材料干爽性，应用于下游客户高端产品系列，显著增厚产品附加值，盈利能力尤高。24年/25H1热风无纺布毛利率29.8%/31.1%，高于热风无纺布19.5%/18.5pct。2) 国际化业内领先，全球四国产能组成高效响应网络。17-19年先后建成埃及、美国、印度生产基地，当下看竞争对手难以快速复制产能出海，因此成熟的海外基地战略价值日益凸显。25H1，埃及产品营收8040万元(同比+181%)，当前热风无纺布产能利用率仅约50%，充分爬坡后将抬升利润率；美国延江营收1.5亿元(同比+31%)，仍由原有业务贡献，热风无纺布新产能有望在26Q1之前批量出货。截至当前，公司热风无纺布总产能6-6.5万吨(中国4.5万吨、埃及与美国合计1.5-2万吨)，未来扩产重点在海外，竞争格局优于国内，具备更高的盈利能力。
- **两层成长逻辑起点，依附庞大生态有巨大市场。**1) 国际巨头供应链重构起点，上行周期将比预想更陡更长。国际卫护集团意欲强化本地化供应配套，实际是早已发生在其他消费供应链上的既成特征，卫护供应链有机会出现类似全球体育用品供应链中申洲、华利的成长典范。2) 海外市场卫护材料升级起点，热风无纺布替代空间广阔。热风类卫护产品在欧美市场兴起，冲击了原本稳固的市场格局，倒逼传统巨头启动卫材升级接轨中日韩市场，至24-25年开始加速切换落地，伴生供应链巨大的增量机会。我们测算，热风无纺布在海外的可替代市场规模超500亿元，仅看面层、底层无纺布的可替代市场规模也超250亿元。
- **当前财务报表呈现出“产能扩产在先、订单落实在后”的典型特征，订单撬动经营杠杆，财务质量拐点在即。**首先，每年毛利率保持15-20%，高于多数同行，但25H1毛利率回落，主要受为大客户提前交付超计划订单引致的增量成本费用影响，随着未来产能逐步爬坡，毛利率有望同步行业显现上行。其次，负债扩产全球多地产能，管理半径较大，导致当前管理及财务费用率较高，未来营收高增长将快速摊低费用率。此外，疫情后熔喷无纺布产能价值大减，22-24年资产减值损失连续加大，预计25年底仍将有一部分剩余计提，但低效产能计提减值已接近尾声，负面影响消除后有望解放利润端压制。综上所述我们认为，参照诺邦股份母公司盈利表现，未来延江净利率也有机会回升至高单~10%合理区间。
- **投资分析意见：公司已实现全球供应、贴身服务，契合国际卫护用品巨头对供应链重构、卫材升级的双重诉求，25年有望迎来订单放量，正式步入高成长阶段，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计25-27年归母净利润0.6/1.4/2.0亿元，未来三年CAGR高达+94%，对应PE为46/20/14倍。参照无纺布及制品产业链可比公司平均PE，给予公司26年PE为25倍，对应目标市值35亿元，较9/26市值有26%上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**订单落实节奏缓慢；海外供给竞争加剧；原材料成本上涨；全球贸易环境不利。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,485	843	1,849	2,263	2,700
同比增长率(%)	18.0	26.7	24.5	22.4	19.3
归母净利润(百万元)	27	26	60	137	198
同比增长率(%)	30.7	-7.1	119.6	128.5	44.8
每股收益(元/股)	0.08	0.08	0.18	0.41	0.60
毛利率(%)	18.3	15.3	17.2	19.0	19.8
ROE(%)	2.1	1.9	4.4	9.2	12.0
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

延江股份是全球创新型一次性用品材料制造商，实现全球供应、贴身服务，契合国际卫护用品集团对供应链重构、卫材升级的双重诉求，25 年有望迎来订单放量，正式步入高成长阶段，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 25-27 年归母净利润 0.6/1.4/2.0 亿元，CAGR 高达+94%，对应 PE 为 46/20/14 倍。参照无纺布及制品产业链可比公司平均 PE，给予公司 26 年 PE 为 25 倍，对应目标市值 35 亿元，较 9/26 市值有 26% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

主营业务：1) **热风无纺布：**预计 25-27 年营收同比+55%/+40%/+25%，毛利率 12%/13%/14%。2) **打孔无纺布：**预计 25-27 年营收同比+20%/+25%/+25%，毛利率均为 29.8%。3) **PE 打孔膜及复合膜：**预计 25-27 年营收同比持平/-10%/-5%，毛利率 11%/18%/18%。4) **无纺布腰贴及其他主营业务：**预计 25-27 年营收均同比+5%，无纺布腰贴毛利率均为 25%，其他主营业务毛利率则-15%/-13%/-10%，逐步减亏。

期间费用率：预计 25-27 年销售费用率 1.8%/1.7%/1.6%，管理费用率 6.2%/6.0%/5.8%，研发费用率 2.3%/2.0%/1.8%。

有别于大众的认识

市场认为无纺布行业壁垒低，低维竞争激烈，从而忽略了公司通过研发投入、国际化构筑起核心竞争力。公司大力推进“用技术换效益”战略，重点瞄准差异化市场，同时前瞻布局产能出海。我们认为，卫材研发平台、全球化供应链均需长时间发展积淀，竞争对手难以复制，公司将成为国际卫护巨头在海外的首选供应商。

市场认为国内行业供大于求，严重压制盈利，从而忽略了海外供需格局好于国内，具备多重成长逻辑。热风无纺布在国内外市场的供需格局差异很大，需求侧 24-25 年海外市场卫材加速接轨中日韩市场，从纺粘升级热风类，我们测算热风无纺布的可替代市场规模超 500 亿元，供给侧现有海外配套多为纺粘无纺布产能，成熟的热风无纺布产能稀缺性强，因此伴生供应链巨大的增量机会，蓝海市场长坡厚雪。

市场认为公司历史财务报表不佳，拖累发展提速，从而忽略了订单撬动经营杠杆，财务质量拐点在即。当前财务报表呈现出“产能扩产在先、订单落实在后”的典型特征，随着未来产能逐步爬坡，毛利率有望同步行业显现上行弹性，且费用率摊低空间大，以及但低效产能计提减值已接近尾声，负面影响消除后有望解放利润端压制。我们认为，参照诺邦股份母公司盈利表现，未来延江净利率也有机会回升至高单~10%合理区间。

股价表现的催化剂

国际大客户加单；新产能扩产计划；热风无纺布利润率弹性；新产品开发上市。

核心假设风险

订单落实节奏缓慢；海外供给竞争加剧；原材料成本上涨；全球贸易环境不利。

目录

1. 延江股份：全球创新性一次性用品材料制造商	6
1.1 卫护用品面层材料领军企业，卫材功能性有高要求	6
1.2 深度绑定大客户，以产品创新驱动产销的增长模式	8
1.3 专家型实控人+宝洁系经理人，构筑起组织创新基石	10
2. 卫材研发平台+全球化供应链，成为大客户首选	11
2.1 研发实力业内领先，三维锥形打孔工艺铸就技术壁垒	11
2.2 国际化业内领先，全球四国产能组成高效响应网络	14
3. 两层成长逻辑起点，依附庞大生态有巨大市场	16
3.1 国际巨头供应链重构起点，上行周期将比预想更陡更长	16
3.2 海外市场卫护材料升级起点，热风无纺布替代空间广阔	18
3.3 远期替代空间测算：超 500 亿市场，赛道长坡厚雪	19
4. 订单将撬动经营杠杆，财务质量即将迎来拐点	21
4.1 高附加值反映在高毛利，费用率摊低潜力大	21
4.2 低效产能减值临近尾声，轻装上阵利润释出	22
4.3 资本开支步入回报周期，净现金流有望改观	22
5. 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 22-24 年主营业务收入结构 (分产品)	6
图 2: 24-25H1 主要产品营收及增速	6
图 3: 一次性卫生用品构造图	7
图 4: 卫生巾成本拆分结构	7
图 5: 延江股份发展历程	8
图 6: 25H1 公司营业收入 8.4 亿元 (同比+27%)	10
图 7: 25H1 公司归母净利润 0.26 亿元 (同比-7%)	10
图 8: 公司股权结构集中 (截至 2025 年中报)	10
图 9: 公司研发中心直接对总经理负责	12
图 10: 22-24 年公司研发费用每年保持 4000 万以上	12
图 11: 22-24 年公司研发费用率逐年摊低	12
图 12: 截至 25H1 未获取专利数量	13
图 13: 24 年研发人员数量及占比	13
图 14: 公司打孔压花成型模具结构特殊	13
图 15: 公司 3D 锥形打孔无纺布结构示意图	13
图 16: 25H1 热风无纺布营收 2.9 亿元 (同比+58%)	14
图 17: 打孔无纺布毛利率, 显著高于热风无纺布	14
图 18: 延江股份全球产能布局	14
图 19: 美国对埃及关税税率 10%	15
图 20: 23 年埃及人均薪酬 697 美元/年	15
图 21: 公司热风无纺布国内外产能规模	16
图 22: FY25 宝洁全球营收 843 亿美元 (同比+0.3%)	16
图 23: FY25 宝洁婴儿、女性与家庭护理营收占比 24%	16
图 24: 24 年金佰利全球营收 201 亿美元 (同比-1.8%)	17
图 25: 24 年金佰利分业务营收结构	17
图 26: 05-24 年申洲营收/净利润扩大超 11/17 倍	18
图 27: 17-24 年华利营收/归母净利润扩大 1.4/2.5 倍	18
图 28: 宝洁、金佰利在美国市场份额	19
图: 宝洁、金佰利在西欧市场份额	

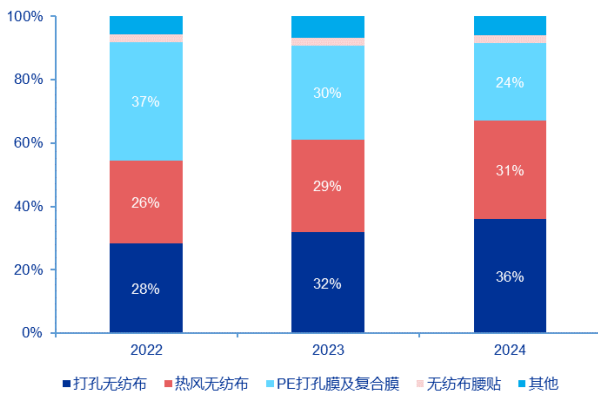
图 30: 24 年美国纸尿裤和卫生巾市场规模 113 亿美元	19
图 31: 24 年西欧纸尿裤和卫生巾市场规模 113 亿美元	19
图 32: 无纺布公司毛利率比较	21
图 33: 无纺布公司净利率比较	21
图 34: 无纺布公司费用率比较	22
图 35: 24 年无纺布公司费用率结构	22
图 36: 无纺布公司现金及现金等价物净增加额比较	23
图 37: 24 年无纺布公司净现比	23
表 1: 公司卫材系列产品丰富	6
表 2: 公司前五大客户销售额及占比	8
表 3: 2012-2025H1 分业务营收 (百万元)	9
表 4: 公司高管团队简介, 跨国公司履历丰富	11
表 5: 无纺布企业全球化布局进程	15
表 6: 公司海外子公司财务表现 (万元, %)	16
表 7: 宝洁、金佰利采用“制品自产+原料外采”为主的供应链模式	17
表 8: 热风无纺布在舒适性上显著优于纺粘无纺布	18
表 9: 热风无纺布远期替代空间测算	20
表 10: 延江股份近年来资产减值损失	22
表 11: 近年来延江股份净现金流表现	23
表 12: 延江股份盈利预测	24
表 13: 可比公司估值表	25

1. 延江股份：全球创新性一次性用品材料制造商

1.1 卫护用品面层材料领军企业，卫材功能性有高要求

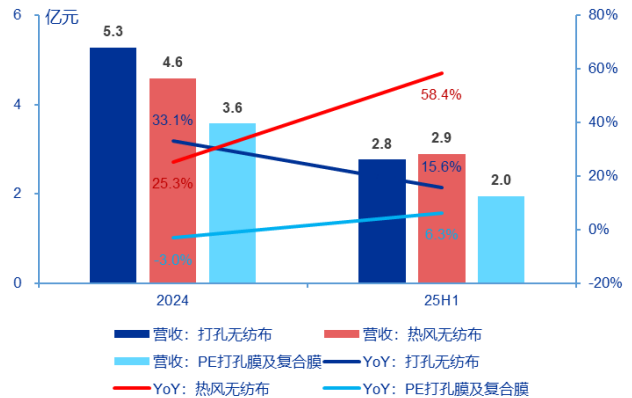
公司主要产品为一次性卫生用品面层材料，密切相关刚需型日用消费品。公司生产并向下游品牌商销售打孔无纺布、PE 打孔膜及复合膜、热风无纺布、无纺布腰贴等产品，其中：**1) 打孔热风无纺布**主要应用于婴幼儿纸尿裤面层，受益于全球一次性卫材面层材料升级，是未来核心增长引擎，24 年两者合计贡献主营收占比升至 67%。**2) PE 打孔膜**主要供应下游生产卫生巾，近年来部分客户将原采用 PE 打孔膜的产品用热风无纺布进行升级替换，导致销售规模略有下降，24 年贡献主营收占比降至 24%，但公司希望通过应用场景的扩展，拉动打孔膜尽早重回增长态势。

图 1：22-24 年主营业收入结构（分产品）



资料来源：Wind，申万宏源研究


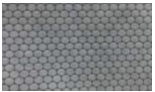

图 2：24-25H1 主要产品营收及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：公司卫材系列产品丰富

系列	产品类型	产品名称	产品图片	主要性能及特点	应用
卫材系列	打孔无纺布	3D 打孔热风无纺布		<ol style="list-style-type: none"> 蓬松干爽：既降低直接接触的面积，又因独特的漏斗孔型，在吸收层和面层间形成空气层 快速导流：加快液体的下渗速度，孔型较大使粘稠的液体（血液等）更易穿过，更加卫生 吸收稳定：吸收速度稳定性加强，通过机械引导的方式使多次吸收持续稳定 时尚美观：配合相关孔形设计，外观更时尚与美观 	一次性卫生用品的面层、导流层和底层
		3D 打孔纺粘无纺布		<ol style="list-style-type: none"> 立体舒适：3D 开孔设计，降低了直接接触面积，加快了体液的下渗速度，增加了舒适性 柔软透气：可以用于纸尿裤外层，增加触感柔软舒适性和透气性 	一次性卫生用品的面层和底层
	PE 打孔膜	3D 真空成型打孔膜		<ol style="list-style-type: none"> 漏斗孔型：表面具有漏斗形开孔，开孔密度大，利于体液穿透，孔型可根据客户需求改变 柔软渗透：通过调整配方，增加柔软和渗透性能 	妇女卫生用品的面层和导流层，及医疗和食品包装中

	3D 机械成型打孔膜		<p>3) 干爽舒适: 通过表面微观处理, 减少了直接接触面积, 使用时感觉更加干爽、舒适</p> <p>1) 双重工艺: 采用真空和机械两次成型工艺, 触感柔软舒适</p> <p>2) 舒适透气: 采用大小孔设计, 大孔快速吸收, 小孔减少皮肤接触, 增加透气性, 提高舒适感</p>	妇女卫生用品的面层
无纺布腰贴	无纺布腰贴		<p>1) 触感柔软: 具有无纺布的优点, 触感柔软</p> <p>2) 透气降噪: 透气、舒适, 使用时减少噪音</p>	纸尿裤的闭合系统
复合膜	复合膜		<p>1) 柔软干爽: 结合无纺布和打孔膜的优点, 触感柔软, 减少塑感, 又干爽舒适</p> <p>2) 配套搭扣: 可用于 hook (配套腰贴使用), 增加柔软触感</p>	卫生巾、护垫的面层、外层和 hook 等

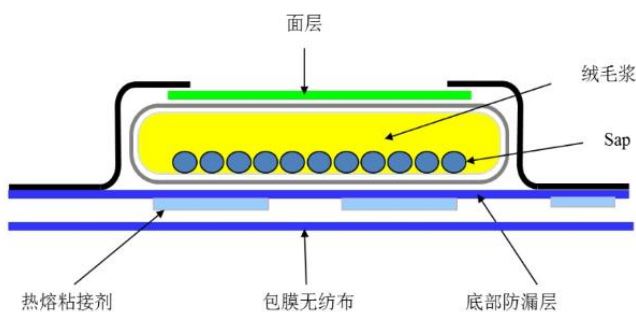
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

一次性卫生用品主要包括纸尿裤和卫生巾两类, 由于均需实现吸收液体、防止渗出的功能, 同时兼备透气性、舒适性要求, 故而两类在结构上具备一致性, 大致由四层组成:

1) **面层**: 与使用者皮肤直接接触, 主要功能是使液体能快速渗透并有效阻止回渗, 保持表层干爽, 目前主要材料是透气无纺布, 对舒适性、渗透性、防回渗有较高要求。2) **导流层**: 将面层接收的液体向吸收层分散、传送, 本层要求能够提供足够大的空间储存, 并尽快传送足够量的液体, 保证吸收层能够高效吸收液体, 其主要材料是打孔无纺布或导流层无纺布。3) **吸收芯体**: 用来俘获并快速吸收液体, 分散液体或通过毛细作用将液体扩散到整个芯层中, 最终储存液体。主要由高分子吸水树脂 (SAP)、绒毛浆、吸水纸和木浆等构成。4) **底层**: 用来防止液体渗漏, 同时保证底部有一定通气性, 避免过于闷热。其主要材料是 PE 膜。目前, 已有高档纸尿裤的底布在聚乙烯薄膜外添加触感更为柔软舒适的无纺布或打孔无纺布, 而纸尿片或中低档纸尿裤的底布中则仍然使用 PE 膜。

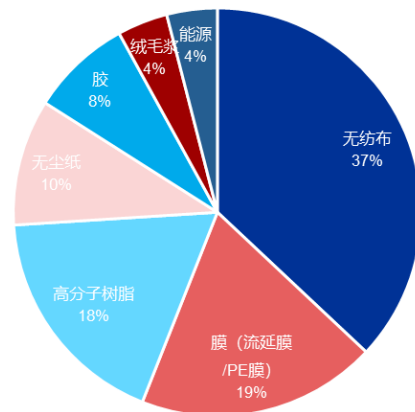
由上可见, 无纺布在多层结构中均有使用, 也是制造成本中占比最高的原材料。根据华经产业研究院对卫生巾成本拆分的测算, 无纺布成本占比高达 37%, 高分子树脂成本占比 18%, 无尘纸、绒毛浆分别占比 10%、4%。

图 3: 一次性卫生用品构造图



资料来源: 申万宏源研究

图 4: 卫生巾成本拆分结构

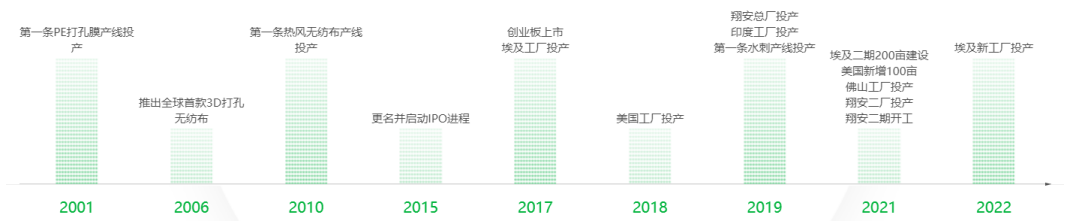


资料来源: 华经产业研究院, 申万宏源研究; 注: 图片仅示意大致成本结构, 无对应时间

1.2 深度绑定大客户，以产品创新驱动产销的增长模式

公司成立于 2000 年，2006 年推出全球首款 3D 打孔无纺布，至 2017 年实现创业板 IPO 上市，同时开启全球化产能布局，在中国本土之外，还先后在海外投建了埃及、美国、印度工厂，已经成长为一个跨国企业。

图 5：延江股份发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

已成为多家知名卫生巾与纸尿裤生产商的核心供应商，建立了较强先发优势。知名客户选择合格供应商所需的认证和审核周期长达 2-3 年，且为了保证产品质量稳定性，一般不会轻易更换供应商。公司与主要客户的合作时间都长达 10 年以上，订单粘性与合作稳定性高，这不仅有利于更好地了解高端客户的需求动向和产品最新技术发展趋势，同时树立标杆效应，有利于开拓优质新客户，持续提升市场份额。

前五大客户集中度非常高，2023-2024 年第二、三大客户贡献增量。24 年，公司对前五大客户销售均有增长，销售额合计 12.4 亿元，贡献总营收占比高达 83.8%，其中前两大客户销售额 10 亿元，贡献总营收占比 67.6%。此外，第二、三大客户近两年实现爆发式增长，原因：1) 第二大客户近年来增加了高单价打孔无纺布采购量，推动对其销售额占比从 22 年的 13% 大增至 24 年的 26%。2) 第三大客户与公司合作的“益生菌卫生巾”产品成功晋升市场爆款，因此对其销售额从 23 年起增长迅猛，已成为公司重要的国内品牌客户。

表 2：公司前五大客户销售额及占比

销售额 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	24YoY
第一名	2.56	3.51	5.69	6.00	6.94	7.26	5.79	6.12	5.8%
第二名	2.00	1.20	1.68	1.95	2.39	1.59	2.57	3.92	52.5%
第三名	1.10	1.10	1.13	1.10	0.64	0.57	0.83	1.45	75.7%
第四名	0.42	0.22	0.23	0.61	0.26	0.38	0.49	0.56	15.1%
第五名	0.15	0.16	0.21	0.26	0.21	0.25	0.35	0.38	8.5%
前五大合计	6.23	6.19	8.94	9.93	10.44	10.06	10.02	12.43	24.1%
前二大合计	4.56	4.71	7.37	7.96	9.33	8.86	8.36	10.04	20.1%
销售额占比 (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
第一名	34.7%	45.8%	54.8%	37.9%	55.6%	59.0%	46.0%	41.2%	
第二名	27.1%	15.7%	16.2%	12.3%	19.1%	13.0%	20.4%	26.4%	
第三名	14.8%	14.4%	10.9%	7.0%	5.2%	4.7%	6.6%	9.8%	
第四名	5.7%	2.8%	2.2%	3.8%	2.1%	3.1%	3.9%	3.8%	
第五名	2.1%	2.1%	2.1%	1.6%	1.6%	2.0%	2.8%	2.6%	
CR5 合计	84.4%	80.8%	86.2%	62.6%	83.5%	81.7%	79.6%	83.8%	
CR2 合计	61.8%	61.5%	71.0%	50.2%	74.7%	72.0%	66.4%	67.6%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

回溯公司历史发展，呈现以产品创新驱动的增长模式，大致可分为 4 个阶段：

2012-2017 年：打孔无纺布取得技术突破，进入大客户核心供应圈。公司在 2010 年前后投入研发打孔无纺布，并于 2012 年获得《打孔无纺布专利》，同年凭借良好的性能及柔软触感向国际、国内大客户成功推广，多款高端产品应用带动打孔无纺布业务爆发式增长。2012-2017 年期间，打孔无纺布营收从 0.85 亿元大增至 4.58 亿元，CAGR 高达+40%。

2017-2021 年：PE 打孔膜高速增长，借助产能全球化扩大海外业务。公司 2017-2019 年先后投产埃及、美国、印度工厂，主要上线 PE 打孔膜产能配套大客户海外需求。2017 年起 PE 打孔膜及复合膜营收正式突破 2 亿元，自此开启高增长，至 2021 年达到历史峰值 5.1 亿元，2017-2021 年 CAGR+23%。2017-2021 年同期，公司国外业务营收也从 2.4 亿元扩大至 6.7 亿元，远超国内业务规模，国际化特征日益显著。

2021-2023 年：后疫情时代，从业绩高光到经营调整期。2020 疫情突发年度，公司快速上线熔喷无纺布产能，该项业务当年就实现营收 4.25 亿元，带动 2020 年公司实现营收 15.9 亿元、归母净利润 3 亿元，双创历史新高。遗憾次年熔喷布市场就迅速萎缩，叠加 PE 打孔膜被部分替代，国内热风无纺布价格竞争加剧，综合导致业绩大幅回落，进入战略调整阶段，包括消化资产包袱、优化产能结构，为当下及未来重回增长奠定关键基础。

2024-2025 年：热风无纺布成为核心增长驱动，未来空间广阔。海外卫材加速向热风无纺布升级，为匹配下游客户强劲需求，公司 2024 年 11 月审议通过变更 2022 年定增募投项目，用于进一步改扩建热风无纺布产能。24 年/25H1 热风无纺布营收 4.6/2.9 亿元，同比大增 25%/58%，呈现加速增长态势，也同步带动同期打孔无纺布重回增长。

概览公司总体业绩表现，盈利拐点迹象已显现，我们判断 25Q3 有望迎来首个利润端断层式增长节点！公司 25H1 营收 8.4 亿元(同比+27%)、归母净利润 0.26 亿元(同比-7%)，利润端下滑主要系第二季度美国关税冲击期间，经与客户协商，通过提前交付超计划的订单来帮助客户对冲风险，因此也造成短期提高了交付成本和运营费用，这在 25H1 支付运费及港杂费 1.03 亿元 (同比+105%) 也有体现。如果剔除该部分影响，公司 25H1 实际盈利能力已强劲修复，预计 25Q3 营收、净利润有望双双体现出高弹性。

表 3：2012-2025H1 分业务营收 (百万元)

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
打孔无纺布	85	118	260	311	402	458	401	426	589	412	345	396	528	277
PE 打孔膜及复合膜	123	100	92	110	147	224	276	444	465	510	458	368	357	195
熔喷无纺布									425	19	7			
热风无纺布			5	11	19					244	320	366	459	290
无纺布腰贴			10	29	31	31				35	28	30	36	
其他主营业务		3				25	89	168	106	15	63	86	89	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6: 25H1 公司营业收入 8.4 亿元 (同比+27%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 25H1 公司归母净利润 0.26 亿元 (同比-7%)



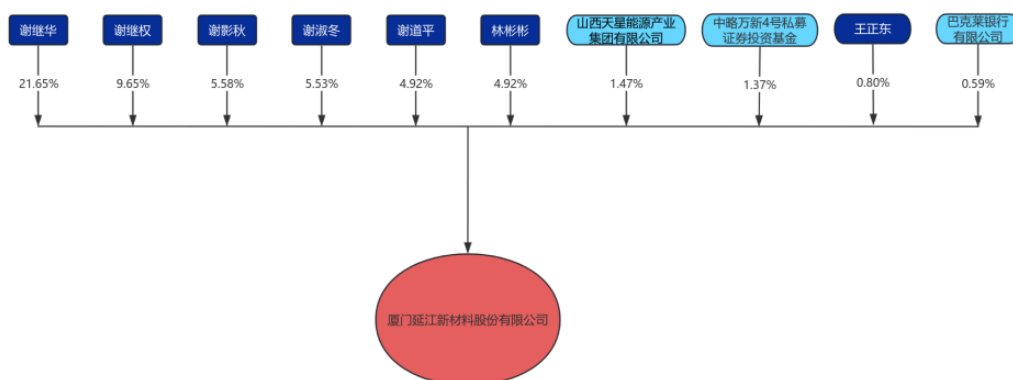
资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.3 专家型实控人+宝洁系经理人，构筑起组织创新基石

谢氏家族控股上市公司，目前合计持股 52.25%。谢氏家族六人谢继华、谢继权、谢影秋、谢淑冬、谢道平、林彬彬合计直接持有公司 52.25% 的股权，为上市公司实际控制人及一致行动人。其中，谢继华、谢继权、谢影秋、谢淑冬系谢道平、林彬彬夫妇的子女。

董事长是公司核心技术人员，长期亲临研发一线。董事长谢继华先生出生于 1965 年，为厦门大学化学系高分子化学专业学士、东华大学化学纤维系化学纤维专业硕士，曾任厦门华纶化纤有限公司工艺工程师、晋江舒雅妇幼用品有限公司副总经理、北京倍舒特妇幼用品有限公司副总经理。其兄弟、副董事长谢继权先生出生于 1968 年，毕业于福建林学院制浆造纸专业，曾任永安青水造纸厂厂长。兄弟两人均长期深耕面层材料领域研发工作，具有超过 20 年的行业从业经验，研发成果丰硕，获取专利众多，近年来仍继续坚持投入一线研发工作。

图 8: 公司股权结构集中 (截至 2025 年中报)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

高管团队中有多位宝洁系及跨国企业背景成员，接轨国际化管理能力。2025 年 7 月公告两位高管重磅加入：1) 王征先生任职副总经理，负责中国地区运营，总协调研发、生产、物流等环节，此前曾任宝洁公司全球高端美妆运营副总裁等职务，成为继常务副总方和平、全球质量管理副总经理寇敬之后第 3 位来自宝洁系的高管成员。2) 刘培源先生任职财务总监，此前也曾在亚太森博、美国伊士曼、美国瓦里安等多家跨国企业任高管职务。我们认

为，“技术专家型实控人+国际化职业经理人”的管理层组合，构成了公司组织创新的基石，确保公司在保持技术敏锐度的同时，具备国际化的管理与执行能力。

表 4: 公司高管团队简介，跨国公司履历丰富

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
谢继权	总经理	2023-04-11	1968	毕业于福建林学院制浆造纸专业，具有超过 20 年的行业从业经验。曾任永安造纸厂公司职员、永安青水造纸厂厂长。2000 年加入本公司至今，现任公司副董事长兼总经理，厦门和洁执行董事兼总经理、厦门盛洁监事，南京延江董事、美国延江董事。
王征	副总经理	2025-07-25	1972	曾在宝洁公司担任大中华区美妆运营副总裁、全球美妆质量副总裁、全球高端美妆运营副总裁等职务 ，现任公司副总经理。
刘培源	财务总监	2025-07-25	1972	曾任蓝怡科技集团股份有限公司副总经理、财务总监兼董秘、亚太森博（山东）浆纸有限公司和亚太森博（中国）控股有限公司财务总监、美国伊士曼化工公司纤维事业部亚太区战略兼业务发展总监、美国伊士曼化工下属双维伊士曼纤维有限公司财务副总经理，美国瓦里安公司中国区财务行政总监等职务。
方和平	常务副总经理	2015-06-29	1974	大连理工大学机械系机械工程专业学士，具有近 20 年的行业从业经验。 曾任广州宝洁有限公司护舒宝制造车间经理、护舒宝/帮宝适亚洲材料组经理、护舒宝天津厂厂长、护舒宝大中国区供应经理 ，星巴克中国有限公司供应链总监，2013 年加入本公司，现任公司董事、常务副总经理、印度延江董事。
黄腾	董事会秘书	2015-06-29	1978	曾任职于德勤华永会计师事务所深圳分所高级审计员、安永华明会计师事务所广州分所审计部经理、广东五叶神实业发展有限公司财务总监。2015 年加入本公司，曾任公司董事、财务总监、董事会秘书，现任公司职工代表董事、董事会秘书。
脱等怀	生产副总经理	2018-08-28	1975	曾任厦门延江新材料股份有限公司第四届董事会第一次会议决议的公告灿坤实业股份有限公司管理科长、厦门联想移动通信科技有限公司制造部经理、厦门振威安全技术发展有限公司副总经理。2010 年加入本公司，现任公司副总经理。
谢影秋	全球采购副总经理	2023-06-21	1970	曾任厦门东南亚大酒店职员、厦门永冠化学工业有限公司总经理秘书。2000 年加入本公司至今，现任公司董事兼副总经理、南京延江董事、美国延江董事。
寇敬	全球质量管理副总经理	2023-06-21	1983	2008~2018 年曾任宝洁公司帮宝适部门质量经理、材料供应部经理，及亚太区纸品品类质量经理等职务 。2018 年 9 月入职本公司，担任品管部总监。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

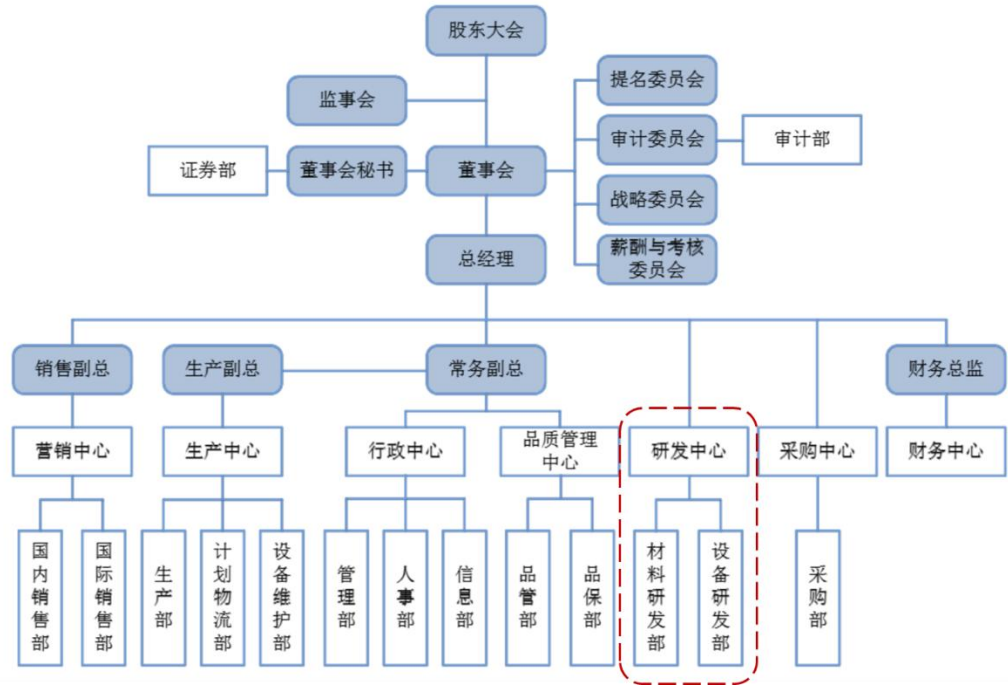
2. 卫材研发平台+全球化供应链，成为大客户首选

2.1 研发实力业内领先，三维锥形打孔工艺铸就技术壁垒

公司以技术为核心竞争优势，大力推进“用技术换效益”战略，重点瞄准差异化市场，推出更多性能更好、功能性更强的高端产品，以此为基础进一步绑定与重要客户的合作。

从组织架构看，公司重视研发团队建设，研发中心地位高、权限大。公司研发中心直接对总经理负责，减少中间汇报环节，研发反应机制高效。研发团队主要由材料研发部和设备研发部组成，分别负责两类技术的研发。截至 24 年末，公司拥有研发人员 99 人，占全体员工人数 7.2%，研发人员数量多于北京大源、金春股份，但少于全产业链布局的诺邦。

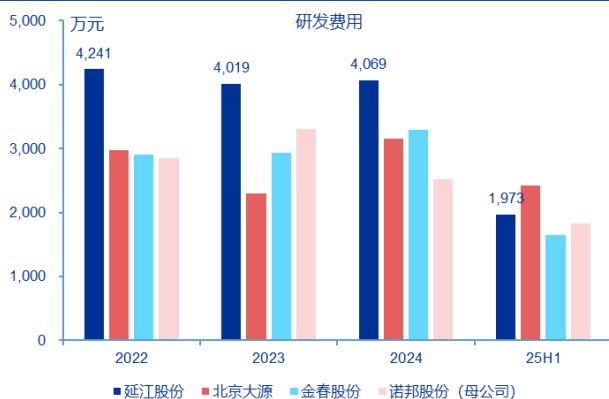
图 9：公司研发中心直接对总经理负责



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

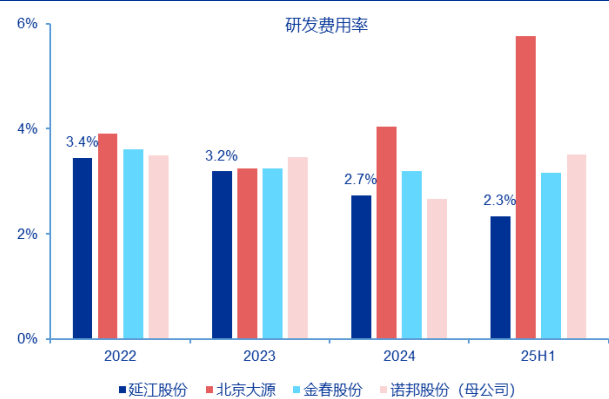
每年研发投入高于同行，成果转化能力也属行业领先。2022-2024 年公司每年研发费用保持 4000 万元以上，高于北京大源、金春股份、诺邦股份（母公司）同期投入，由于营收逐年扩大，研发费用率逐年摊低，研发转化效率出色。截至 25H1，公司累计专利总数达到 142 项，其中发明专利 40 项，高于北京大源、金春股份。

图 10：22-24 年公司研发费用每年保持 4000 万以上



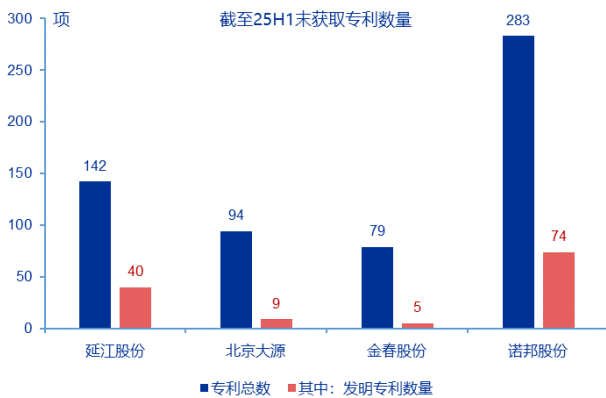
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：22-24 年公司研发费用率逐年摊低



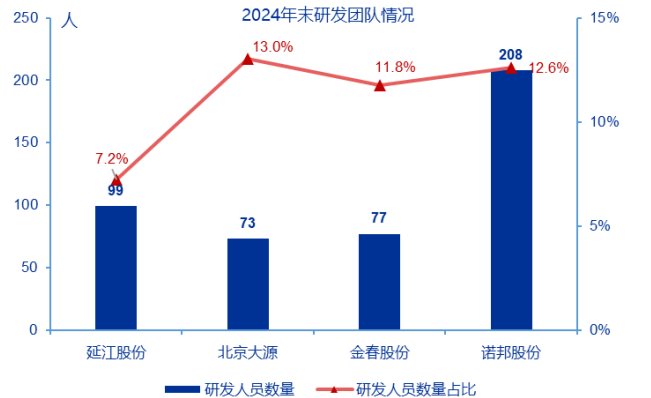
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12: 截至 25H1 末获取专利数量



资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 诺邦股份不单独披露母公司专利数量, 以上为公司整体数量

图 13: 24 年研发人员数量及占比

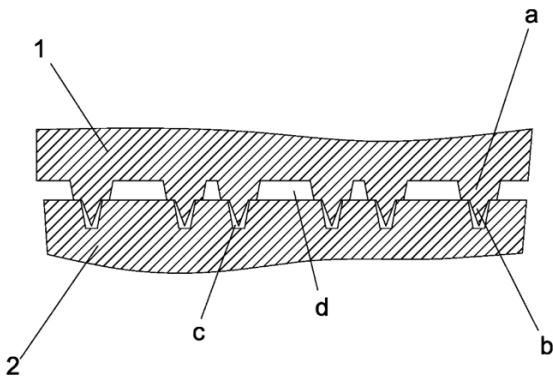


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

3D 锥形打孔工艺技术独特, 铸就公司坚硬技术壁垒, 也是实现产品价值增加的关键。

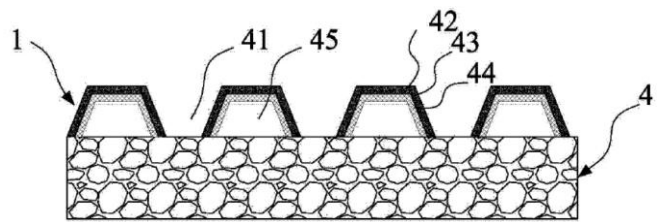
1) **3D 锥形打孔工艺较大提升了面层材料的干爽性。**公司 3D 锥形打孔技术通过使用特殊模具和精密打孔针与凹孔配合, 在无纺布或打孔膜上同时实现开孔和压花, 从而使形成的孔洞具有 3D 锥形结构。相比普通二维平纹技术, 3D 锥形打孔工艺显著提升了液体的下渗速度和材料的干爽性, 从而使防回渗效果更好, 材料舒适度更高。2) **生产设备方面, 采取“外购+改装”模式, 提升了设备壁垒。**在后加工处理技术设备方面, 在外购基本的生产线、打孔机、收卷机后, 生产者需要独立设立开发磨具, 形成一定的硬件设备壁垒。行业新进入者无法从市场上购置现成的后加工处理设备, 需自行设计生产线并经长时间试验和磨合。

图 14: 公司打孔压花成型模具结构特殊



资料来源: 公司专利申请书, 申万宏源研究

图 15: 公司 3D 锥形打孔无纺布结构示意图

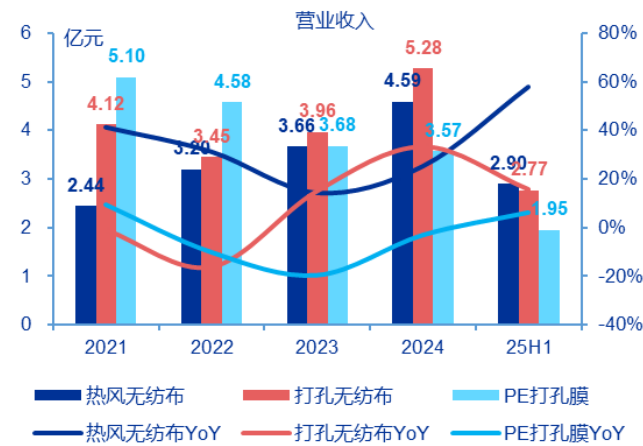


资料来源: 公司专利申请书, 申万宏源研究

打孔无纺布基于热风无纺布进行后加工, 应用于高端产品系列, 显著增厚产品附加值。

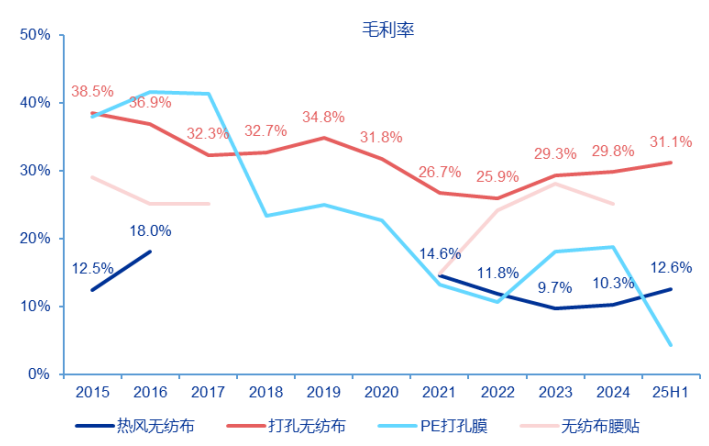
类似于申洲国际用差异化面料技术绑定下游合作, 并扩大制衣环节订单合作, 延江 3D 锥形打孔工艺也是强化下游合作的关键, 与热风无纺布扩产之后的降本效益形成相互促进, 我们预计打孔无纺布未来增长也将乐观, 打孔无纺布主要应用于下游高端产品系列, 附加值高, 盈利能力强。24 年/25H1 打孔无纺布毛利率 29.8%/31.1%, 高于热风无纺布 19.5%/18.5pct。

图 16: 25H1 热风无纺布营收 2.9 亿元 (同比+58%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 打孔无纺布毛利率, 显著高于热风无纺布



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2 国际化业内领先, 全球四国产能组成高效响应网络

从 2017 年就早早实施产能出海, 成熟的海外基地价值将日益凸显。2017-2019 年公司先后在埃及、美国、印度建立生产基地, 是目前国内卫护材料行业中较早在海外拥有成熟、成规模运营体系的企业。相较之下, 诺邦股份、北京大源仅在近两年才启动尝试性的出差布局, 其他同行基本局限于国内本土生产。在当前复杂的国际贸易环境之下, 我们认为公司海外基地价值上升, 且领先程度也在加大: 1) 公司早期出海初衷是配套大客户投产 PE 打孔膜产能, 虽然该业务最终没有达到较高的发展上限, 但公司前瞻投入海外生产要素, 为当下快速调整扩产热风无纺布产能、抢占客户供应链份额打下夯实基础, 已赢得了宝贵的战略领先窗口期。2) 竞争对手难以快速复制延江的全球产能网络, 这不仅需要大规模的前期资本投入, 而且还需要克服关税导致海外投资 ROI 预期下降, 以及全球化运营管理能力等一系列软门槛, 这需要数年时间去摸索积累, 促成海外产能竞争格局将显著优于国内。

图 18: 延江股份全球产能布局



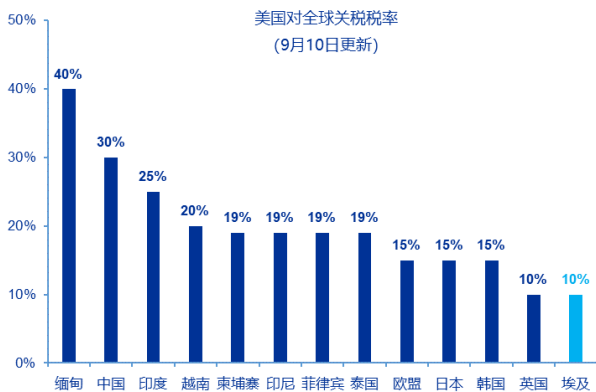
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

表 5：无纺布企业全球化布局进程

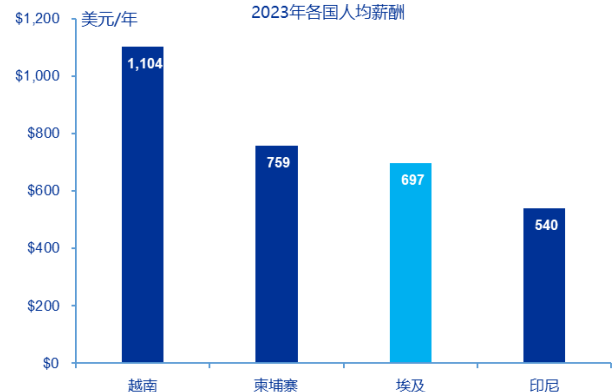
公司名称	海外布局进程
延江股份	先后在埃及（2017 年）、美国（2018 年）、印度（2019 年）建立生产基地
诺邦股份	子公司杭州国光于 2024 年在马来西亚设立工厂，2025 年 6 月底正式运营
北京大源	2025 年 9 月公告通过香港子公司在越南设立全资孙公司
金春股份	尚未建立海外产能
欣龙控股	尚未建立海外产能

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

对于品牌客户而言，延江落子埃及具备很大战略价值。1) 靠近国际卫护品牌重要生产基地，形成本地化供应便捷。延江埃及基地位于苏伊士省，宝洁、尤妮佳在开罗设有大型工厂，其中宝洁埃及工厂 25 万平方米（即 375 亩），辐射北非、中东、地中海地区，由于俄乌战争导致欧洲本地供应链受冲击，埃及也有望继续扩大供应范围，未来辐射到更大的欧洲市场需求。2) 生产要素成本及关税均有优势，正成为本轮转移的热门目的地。23 年埃及人均薪酬 697 美元/年，仅为越南 1104 美元/年的 63%，也低于柬埔寨，略高于印尼。在美国关税方面，埃及适用 10% 基础关税，也低于印度 25%、越南 20%、柬埔寨/印尼 19%、欧盟/日韩 15% 的关税。

图 19：美国对埃及关税税率 10%


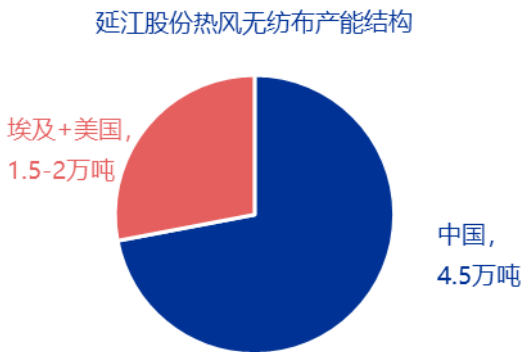
资料来源：商务部，申万宏源研究

图 20：23 年埃及人均薪酬 697 美元/年


资料来源：国际劳工组织，申万宏源研究

随订单落实及产能爬坡，埃及、美国基地有望释放业绩贡献。截至 2025 年 9 月，公司热风无纺布国内/海外产能为 4.5/1.5~2 万吨，其中海外热风产能位于埃及、美国两地，印度暂无。1) 埃及：有 2 家子公司，早前设立的埃及延江主要生产 PE 打孔膜，历史营收峰值过亿，2023 年净利率高达约 26%，近年来埃及 PE 打孔膜产能已基本转换为热风无纺布，业务逐步转入新设立的埃及产品公司。25H1 埃及产品营收 8040 万元（同比+181%），净利润 672 万元（同比+103%），净利率 8.4%，当前热风无纺布产能利用率仅约 50%，正处于快速爬坡中。2) 美国：25H1 美国延江营收 1.5 亿元（同比+31%），仅维持微盈状态，当前仍是原有 PE 打孔膜业务贡献。我们预计，新投产的热风无纺布产能有望在 26Q1 之前批量出货，届时将增厚美国业务贡献。

图 21: 公司热风无纺布国内外产能规模



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 注: 截至 2025 年 9 月

表 6: 公司海外子公司财务表现 (万元, %)

营业收入	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
埃及延江	-	6,778	9,329	10,255	9,294	7,201	2,410	106
埃及产品	-	-	-	-	-	4,639	7,151	8,040
美国延江	2,738	15,719	20,280	20,699	21,918	20,025	24,187	14,687
印度延江	-	-	8,012	9,293	9,056	6,216	7,932	2,582
净利润	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
埃及延江	-	1,567	2,034	1,916	1,526	1,865	-626	-37
埃及产品	-	-	-	-	-	-420	764	672
美国延江	-2,349	-862	1,180	851	126	-647	533	59
印度延江	-	-	708	413	-1,265	-307	668	79
净利率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
埃及延江	-	23.1%	21.8%	18.7%	16.4%	25.9%	-26.0%	-35.0%
埃及产品	-	-	-	-	-	-9.1%	10.7%	8.4%
美国延江	-85.8%	-5.5%	5.8%	4.1%	0.6%	-3.2%	2.2%	0.4%
印度延江	-	-	8.8%	4.4%	-14.0%	-4.9%	8.4%	3.1%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

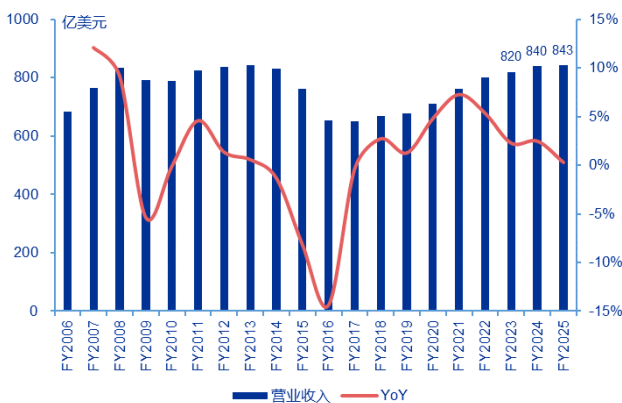
3. 两层成长逻辑起点, 依附庞大生态有巨大市场

3.1 国际巨头供应链重构起点, 上行周期将比预想更陡更长

类似于体育用品市场, 全球卫护市场同样呈现“两超”格局。根据欧睿数据, 2024 年全球纸尿裤零售市场规模 497 亿美元 (同比+0.6%), 宝洁/金佰利市占率 22.2%/19.7%, 遥遥领先第三名尤妮佳 8%; 全球卫生巾零售市场规模 365 亿美元 (同比+2%), 宝洁市占率 20.7%, 遥遥领先第二名金佰利 7.9%、第三名尤妮佳 7%。

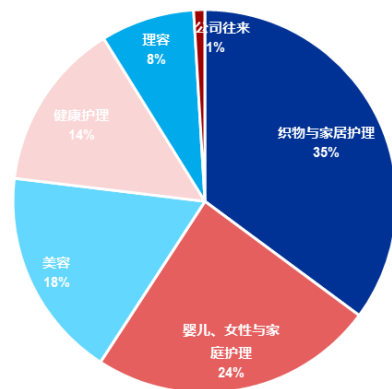
宝洁、金佰利年销售体量巨大, 带动背后庞大的供应链生态。1) 宝洁 (P&G): 创立于 1837 年, 总部位于美国, 旗下品牌包括帮宝适、护舒宝、丹碧丝等, 最新市值超 3500 亿美元, 远大于 Nike。FY25 实现营收 843 亿美元 (同比+0.3%), 净利润 160 亿美元 (同比+7.4%), 其中婴儿、女性与家庭护理业务营收 202 亿美元 (占比 24%), 近年来保持稳定。2) 金佰利 (Kimberly): 创立于 1872 年, 总部位于美国, 旗下品牌包括好奇、高洁丝、舒洁等。24 年实现营收 201 亿美元 (同比-1.8%), 净利润 25.4 亿美元 (同比+44%)。

图 22: FY25 宝洁全球营收 843 亿美元 (同比+0.3%)



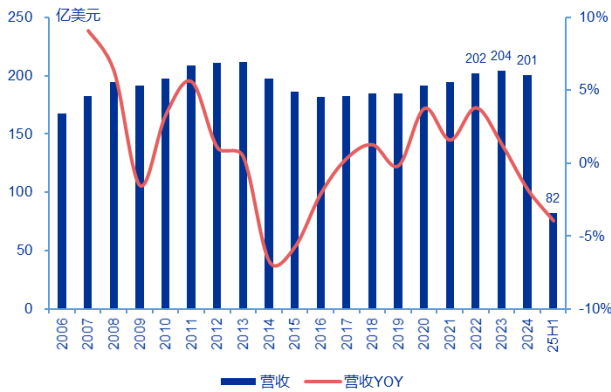
资料来源: 宝洁财报, 申万宏源研究; 注: FY25 对应时间区间为 2024/7/1~2025/6/30, 以此类推

图 23: FY25 宝洁婴儿、女性与家庭护理营收占比 24%



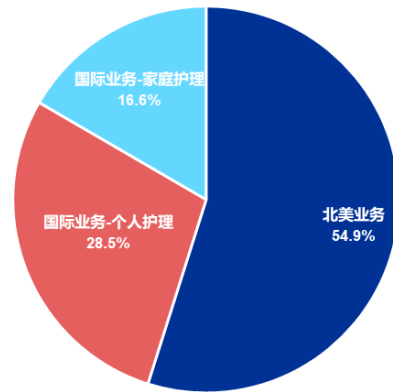
资料来源: 宝洁财报, 申万宏源研究

图 24: 24 年金佰利全球营收 201 亿美元(同比-1.8%)



资料来源: 金佰利财报, 申万宏源研究

图 25: 24 年金佰利分业务营收结构



资料来源: 金佰利财报, 申万宏源研究

国际卫护集团的供应链组织特征:

1) “制品自产+原料外购”为主, 全球分散多区域部署产能。宝洁在全球拥有 99 个制造基地, 其中美国 24 个, 其他国家 75 个, 原材料和包装材料主要从第三方采购, 部分指定单一来源供应商; 金佰利在全球拥有 79 个制造基地, 其中北美 28 个, 其他国家 51 个, 部分产品由第三方制造商生产, 部分原材料和零部件依赖外部供应商。

2) 供应链重构趋势, 寻求更开放深入的合作方, 且意欲强化本土化供应配套。一方面, 增加了部分品类的外采比例, 例如干湿巾擦拭类制品, 有利于洁雅股份等中国优秀制品公司提升供应链份额, 另一方面以自身大型生产基地 (尤其海外) 为中心, 计划强化原材料本地采购配套的程度, 在日益复杂国际贸易环境中保障供应链系统能更高效运转, 这利于延江股份等具备投资出海能力的原料供应商。

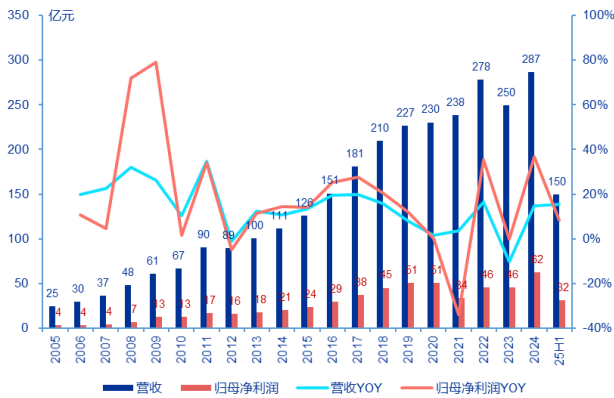
我们认为, 上述头部品牌供应链所呈现出的迹象, 实际是早已发生在其他消费供应链 (例如体育用品) 上的既成特征, Nike、Adidas 已外包所有产品生产环节, 自身聚焦产品创新与销售渠道, 并在组织全球化供应链过程中, 培育出了申洲国际、华利集团等大型的跨国制造企业, 而卫护行业拥有同样巨大的终端零售市场、集中的竞争格局, 有迹象正处于上述产业趋势的开端。

表 7: 宝洁、金佰利采用 “制品自产+原料外采” 为主的供应链模式

	宝洁	金佰利
自产	全球 99 个制造基地 (美国 24 个, 其他国家 75 个)	全球 79 个制造基地 (北美 28 个, 其他国家 51 个)
外采	原材料和包装材料主要从第三方采购, 部分为单一来源供应商	部分产品由第三方制造商生产, 部分原材料和零部件依赖外部供应商
区域化程度	除美国外, 在 32 个国家设有生产基地	除美国外, 在 29 个国家设有生产基地

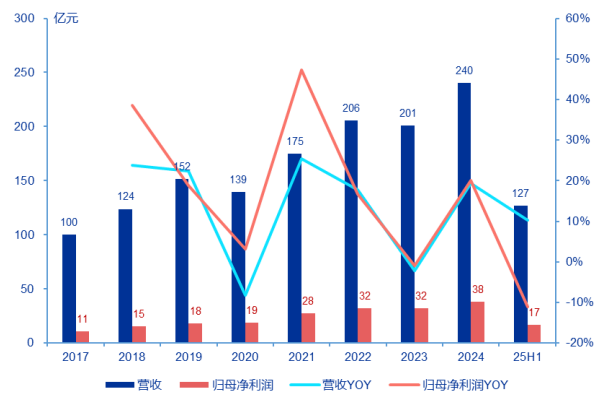
资料来源: 宝洁、金佰利财报, 申万宏源研究

图 26: 05-24 年申洲营收/净利润扩大超 11/17 倍



资料来源: 申洲国际财报, 申万宏源研究

图 27: 17-24 年华利营收/归母净利润扩大 1.4/2.5 倍



资料来源: 华利集团财报, 申万宏源研究

3.2 海外市场卫护材料升级起点, 热风无纺布替代空间广阔

热风无纺布凭借舒适性优势, 迅速崛起取代纺粘无纺布成为中高端标签。海外卫生巾和纸尿裤市场长期以纺粘无纺布为主材, 该材料成本低、干爽性好, 但在柔软度、透气性及亲肤体验上存在短板。热风无纺布舒适性更高, 透气性更强, 更符合消费趋势。随消费者对产品体验要求提升, 纺粘无纺布局限性逐渐暴露, 推动海外品牌加速导入热风方案。

表 8: 热风无纺布在舒适性上显著优于纺粘无纺布

性能维度	热风无纺布	纺粘无纺布
触感	柔软舒适、亲肤性好	较硬、弹性较低
蓬松度	更加蓬松、立体, 厚重感小	结构较为紧密、平整, 整体较薄
透气性	透气性好, 湿热下更易排湿, 减少闷热感	透气性较差, 在湿热环境下的蒸汽透湿能力有限
渗透性	渗透速度快, 尿液或液体较易通过面层进入导流层, 减少表面潮湿感觉	液体渗透较慢, 可能导致反渗或表面回潮
外观	精致, 纤维间缝隙较小	粗糙, 能看出纤维间缝隙
强度	低, 吸液后易变形	高, 耐磨性好
成本	热风粘合工艺更复杂, 成本高于传统纺粘	工艺成熟, 生产成本低

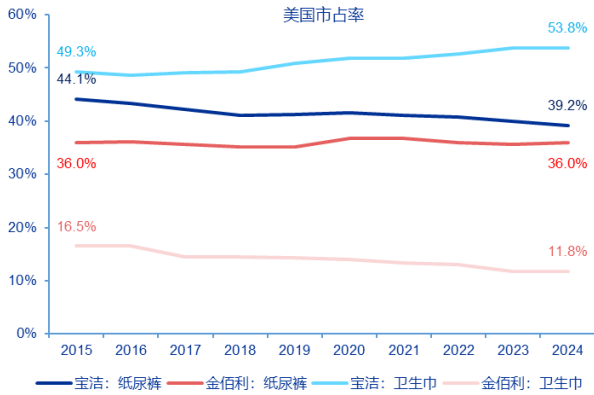
资料来源: LONSUN, 申万宏源研究

热风替代纺粘无纺布并非从零起步, 中日韩市场已完成升级。日韩品牌对产品的精细化和功能性有较高追求, 因此早就采用热风无纺布作为卫护产品主材, 契合消费者对柔软亲肤体验的需求升级, 而欧美品牌在中日韩市场迫于竞争也随之切换成热风产品线。然而, 欧美品牌在海外本土市场竞争格局稳定, 市场份额稳固, 且在纺粘产品路线上已建立成熟的生产体系, 因此缺乏动力投入资源去切换产品路线, 继续保留了原有的纺粘产品方案, 这就造成了其在中日韩市场采用热风、欧美等其他市场采用纺粘为主的二元产品体系。

近年来新渠道、新品牌向欧美市场导入热风类产品, 冲击原有竞争格局, 倒逼开启产品线升级。1) 热风类产品迅速受到消费者认可。疫情后 Shein、Temu、Amazon 等电商渠道快速成长, 推动用户购物行为线上化, 使柔软亲肤定位的新品牌获得更多触达和选择窗口, 部分新兴品牌率先采用热风无纺布, 通过强调“高度柔软”和“高端体验”快速抢占市场。) 尤其在纸尿裤品类、西欧市场, 传统巨头市占率下滑态势。根据 Euromonitor, 2015-2024 年宝洁在美国纸尿裤市占率从 44.1%降至 39.2%, 金佰利在美国卫生巾市占率

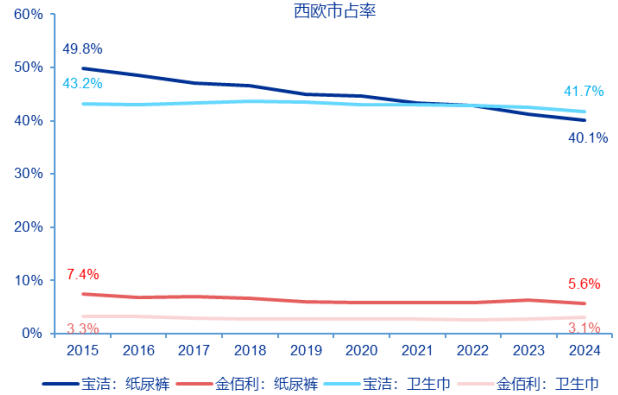
从 16.5%降至 11.8%；2015-2024 年宝洁/金佰利在西欧纸尿裤市占率从 49.8%/7.4%降至 40.1%/5.6%，在西欧卫生巾市占率从 43.2%/3.3%降至 41.7%/3.1%。

图 28: 宝洁、金佰利在美国市场份额



资料来源: Euromonitor (欧睿数据), 申万宏源研究

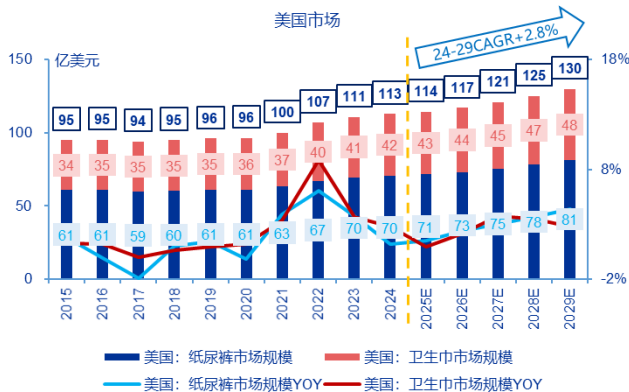
图 29: 宝洁、金佰利在西欧市场份额



资料来源: Euromonitor (欧睿数据), 申万宏源研究

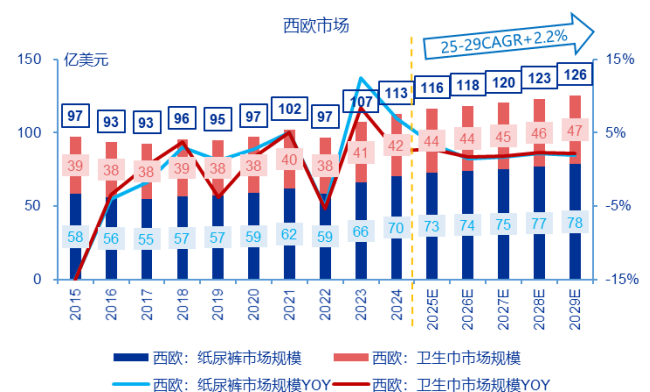
欧美一次性卫护用品市场规模相当、同样巨大, 替代空间广阔。根据 Euromonitor, 2024 年美国/西欧纸尿裤市场规模约 70.4/70.5 亿美元, 卫生巾市场规模约 42.5/42.4 亿美元, 因此美国、西欧纸尿裤和卫生巾合计市场规模高达 226 亿美元。假设以 30-40%的中高端产品线为率先切换的目标市场, 对应的市场规模也达到 68-90 亿美元。**我们认为, 热风类卫护产品兴起冲击了原本稳固的欧美市场格局, 迫使传统巨头重新审视产品竞争力, 启动卫材升级接轨中日韩市场, 至 24-25 年开始加速切换落地, 伴生供应链巨大的增量机会。**

图 30: 24 年美国纸尿裤和卫生巾市场规模 113 亿美元



资料来源: Euromonitor (欧睿数据), 申万宏源研究

图 31: 24 年西欧纸尿裤和卫生巾市场规模 113 亿美元



资料来源: Euromonitor (欧睿数据), 申万宏源研究

3.3 远期替代空间测算: 超 500 亿市场, 赛道长坡厚雪

我们测算热风无纺布在海外卫护产品的替代市场规模超 500 亿元!全球纸尿裤、卫生巾终端零售市场规模高达 862 亿美元, 中国市场已基本为热风类产品, 海外市场大部分仍为纺粘类产品, 我们经一系列假设之后测算海外无纺布可替代市场规模高达 70 亿美元 (折合人民币 514 亿元), 其中仅面层、底层无纺布可替代市场规模 35 亿美元 (折合人民币 253 亿元)。如果仅看宝洁、金佰利两大国际卫护集团, 其海外无纺布可替代市场规模合计可达 30 亿美元 (折合人民币 219 亿元), 可见热风无纺布替代空间相当广阔!

表 9：热风无纺布远期替代空间测算

计算过程	数值	备注
全球零售市场规模 (亿美元)	862	
①纸尿裤	497	根据欧睿数据, 24 年零售额
②卫生巾	365	根据欧睿数据, 24 年零售额
-中国零售市场规模 (亿美元)	200	已基本为热风类产品
①纸尿裤	56	根据欧睿数据, 24 年零售额, 按 24 年末美元兑人民币汇率 7.3 换算
②卫生巾	144	根据欧睿数据, 24 年零售额, 按 24 年末美元兑人民币汇率 7.3 换算
=海外零售市场规模 (亿美元)	661	大部分为纺粘类产品
①纸尿裤	440	
②卫生巾	221	
可替代海外零售市场规模 (亿美元)	463	
海外纺粘类产品占比	70%	申万宏源预测值
可替代海外无纺布市场规模 (亿美元)	70	
品牌商毛利率	50%	申万宏源预测值, 参照 24 财年宝洁/百亚毛利率分别 51%/53%
直接材料占营业成本比重	76%	申万宏源预测值, 参照 24 财年百亚直接材料占营业成本比重 76%
无纺布占原材料成本比重	40%	申万宏源预测值, 参照华经产业研究院测算无纺布占直接材料成本比重 37%, 考虑到无纺布对部分膜的替代, 还有提升趋势
其中: 可替代面层、底层无纺布市场规模 (亿美元)	35	
面层、底层材料占终端零售市场规模比重	7.5%	申万宏源预测值, 根据延江招股书, 面层和底层材料合计占终端售价 5-10%, 取用中位数假设
其中:		
宝洁海外无纺布替代空间 (亿美元)	18	
宝洁海外市占率	26%	根据欧睿数据, 24 年海外市占率
金佰利海外无纺布替代空间 (亿美元)	12	
金佰利海外市占率	17%	根据欧睿数据, 24 年海外市占率
可替代海外市场空间, 换算人民币单位		按 24 年末美元兑人民币汇率 7.3 换算
无纺布 (亿元人民币)	514	
其中: 面层+底层 (亿元人民币)	253	
其中: 宝洁 (亿元人民币)	132	
其中: 金佰利 (亿元人民币)	86	

资料来源: 申万宏源研究; 注: 预测依据呈现在表中备注栏

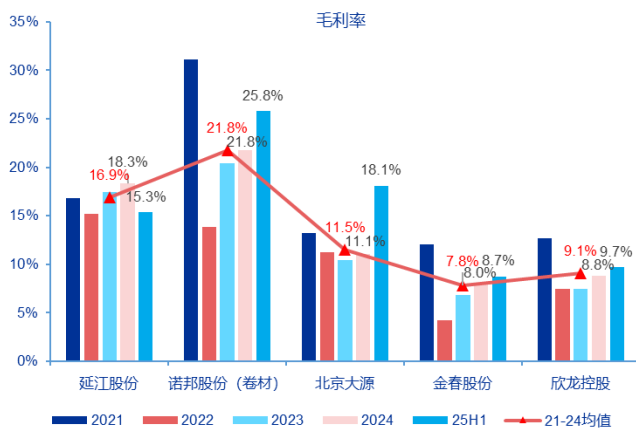
4. 订单将撬动经营杠杆，财务质量即将迎来拐点

4.1 高附加值反映在高毛利，费用率摊低潜力大

除了延江股份，上市公司中还包括诺邦股份、北京大源、金春股份、欣龙控股等，均为主营无纺布的专业制造商，品质与规模处于行业前列。

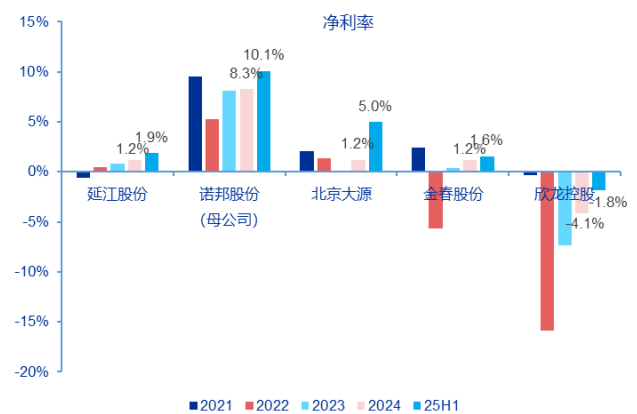
25H1 毛利率受特殊时期一次性影响，留足上行的弹性空间。21-24 年期间公司每年毛利率保持在 15-20% 较高区间水平，平均毛利率 16.9%，高于北京大源（11.5%）、金春股份（7.8%）、欣龙控股（9.1%），仅次于诺邦股份卷材业务（21.8%），高毛利体现产品高壁垒、高附加值。随着 24 年无纺布行业触底回暖，另 4 家公司 25H1 毛利率均较 24 全年进一步提升，仅有延江 25H1 毛利率 15.3%，低于 24 年的 18.3%，主要系公司提前交付超计划订单导致成本费用增加，此为特殊时期的一次性影响，叠加考虑产能将逐步爬坡，我们预计后续毛利率将显现上行。从净利率角度看，24 年公司扣非归母净利率只有 1.2%，与北京大源、金春股份相近，受新产能爬坡等因素影响较大，但等到后续订单充分释放，届时净利率弹性将十分大。

图 32：无纺布公司毛利率比较



资料来源：Wind，申万宏源研究

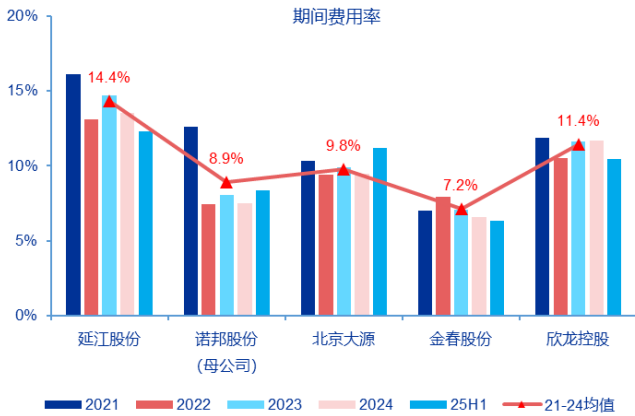
图 33：无纺布公司净利率比较



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：诺邦股份母公司接近卷材业务，下同；诺邦母公司净利率为归母净利率，其他公司为扣非归母净利率

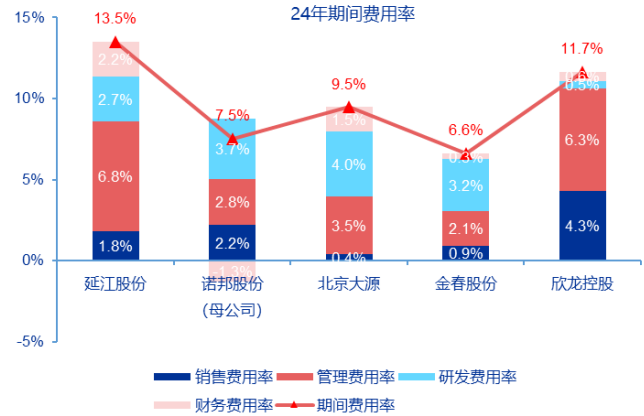
盈利能力主要受制于费用率高企，以费用率转化净利率的潜在弹性巨大。21-24 年公司每年期间费用率均在 13% 以上，平均毛利率 14.4%，远高于诺邦股份母公司（8.9%）、北京大源（9.8%）、金春股份（7.2%）、欣龙控股（11.4%）。分拆 24 年费用率结构来看，显著拖累项主要系管理费用率、财务费用率，呈现出“产能扩产在先、订单落实在后”的典型特征。公司全球产能布局导致管理半径扩大，24 年管理费用率 6.8%，远高于诺邦股份母公司、北京大源、金春股份普遍 2-3.5% 的水平，同时负债扩产导致财务费用率也同样高企。我们判断，未来随着营收高增长，将快速摊低费用率，最终转化为正常净利率。参照诺邦股份母公司从事高端差异化水刺无纺布，23-24 年归母净利率均在 8% 以上，25H1 在营收高增之下进一步攀升至 %，我们认为未来延江净利率也有机会升至高单~% 区间。

图 34：无纺布公司费用率比较



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：24 年无纺布公司费用率结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 低效产能减值接近尾声，轻装上阵利润释出

近年来计提资产减值较大，负面影响消除后有望解放利润端压制。公司 22-24 年资产减值损失显著加大，分别达到 1237/2141/4242 万元，极大压制了当年度利润表现。从损失明细项目来看，存货跌价及固定资产减值为主要拖累项，追溯成因主要为 2020 疫情年度紧急投产的熔喷无纺布产能，而近年来口罩相关需求急速下降，产能价值大幅下降，仅 24 年就计提固定资产减值损失 2501 万元，我们预计 25 年底仍将有部分剩余计提，但低效产能计提减值已基本接近尾声，对未来年度利润的负面影响将消除。

表 10：延江股份近年来资产减值损失

单位：万元	2021	2022	2023	2024	2025H1
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	145	550	1,204	1,531	359
固定资产减值损失	-	686	501	2,501	-
商誉减值损失	-	-	435	-	-
在建工程减值损失	-	-	-	209	-
合计	145	1,237	2,141	4,242	359

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 资本开支步入回报周期，净现金流有望改观

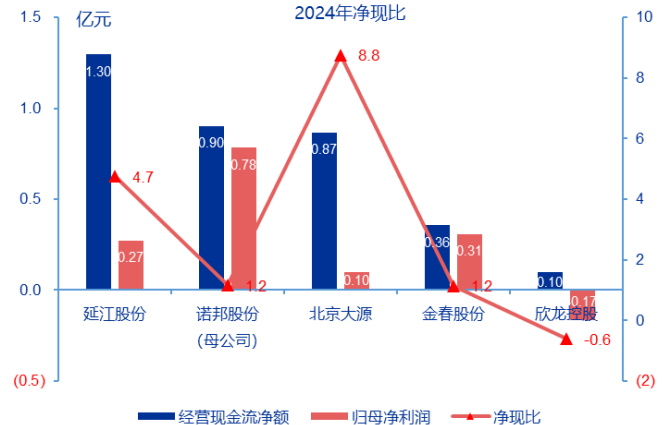
资本开支周期导致现金净流出，但行业净现比指标普遍优异。21-25H1 期间，多数上市无纺布公司呈现现金净流出，但看经营现金流表现相当强劲，24 年延江股份/北京大源经营现金流净额为 1.3/0.87 亿元，净现比高达 4.7/8.8，而诺邦股份母公司、金春股份净现比也同样达到 1.2，说明无纺布生意模式的现金创造能力较为强劲。公司近年来投资活动现金持续净流出，匹配同期高资本开支周期，产能投入领先于销售转化，我们认为一旦后续订单落实、业绩增长，经营现金流入将扩大，覆盖每年资本开支额，促使净现金流好转，进而改善资产负债率及财务费用率。

图 36: 无纺布公司现金及现金等价物净增加额比较



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 37: 24 年无纺布公司净现比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 11: 近年来延江股份净现金流表现

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024	25H1
经营现金流净额	0.5	1.3	2.7	1.3	1.0
投资现金流净额	-1.5	-6.6	-1.0	-1.4	-0.7
筹资现金流净额	0.0	5.5	-1.6	-0.4	-0.3
现金及现金等价物净增加额	-1.0	0.2	0.2	-0.5	0.0

资料来源: Wind, 申万宏源研究

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+24.5%/+22.4%/+19.3%至 18.5/22.6/27.0 亿元, 归母净利润同比+119.6%/+128.5%/+44.8%至 0.6/1.4/2.0 亿元。

费用预测:

考虑营收扩大将有效摊低各项费用率, 预计 25-27 年销售费用率 1.8%/1.7%/1.6%, 管理费用率 6.2%/6.0%/5.8%, 研发费用率 2.3%/2.0%/1.8%。

具体预测逻辑如下:

分热风无纺布、打孔无纺布、PE 打孔膜及复合膜、无纺布腰贴及其他项, 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) 热风无纺布: 受益于大客户产品方案的替代升级, 将成为公司高增长业务, 根据产能扩产节奏, 预计 - 年营收同比+%/+%/+% , 毛利率逐年提升为 %/ %/ % 。

2) **打孔无纺布**: 基于热风无纺布进行后加工的高附加值产品, 也能随之有较高增长, 预计 25-27 年营收同比+20%/+25%/+25%, 毛利率保持此前水平均为 29.8%。3) **PE 打孔膜及复合膜**: 未来或被逐步替代, 但中短期仍会保持一定规模, 预计 25-27 年营收同比持平/-10%/-5%, 毛利率 11%/18%/18%, 25 年毛利率较低主要系 25Q2 为主要客户抢运交付导致空运费较大增量, 该笔计入营业成本。4) **无纺布腰贴及其他主营业务**: 其他业务尚处于起步阶段, 总体平稳, 预计 25-27 年营收均同比+5%, 无纺布腰贴毛利率均为 25%, 其他主营业务毛利率则-15%/-13%/-10%, 逐步减亏。

盈利预测过程及结果如下:

表 12: 延江股份盈利预测

年份	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,249	1,230	1,259	1,485	1,849	2,263	2,700
YoY	-21.2%	-1.5%	2.3%	18.0%	24.5%	22.4%	19.3%
营业成本 (百万元)	1,039	1,044	1,039	1,213	1,531	1,833	2,167
毛利率	16.8%	15.2%	17.4%	18.3%	17.2%	19.0%	19.8%
归母净利润 (百万元)	17	29	21	27	60	137	198
YoY	-94.4%	74.4%	-29.0%	30.7%	119.6%	128.5%	44.8%
归母净利率	1.3%	2.4%	1.7%	1.8%	3.2%	6.1%	7.3%
【主营业务】							
主营业务收入 (百万元)	1,235	1,222	1,246	1,469	1,833	2,247	2,684
YoY	-21.6%	-1.0%	2.0%	17.8%	24.8%	22.6%	19.5%
主营业务成本 (百万元)	1,023	1,037	1,030	1,206	1,524	1,826	2,160
毛利率	17.2%	15.1%	17.4%	17.9%	16.8%	18.7%	19.5%
①营收: 热风无纺布 (百万元)	244	320	366	459	711	996	1,245
YoY		31.3%	14.4%	25.3%	55.0%	40.0%	25.0%
营业成本 (百万元)	208	282	331	412	626	867	1,071
毛利率	14.5%	11.8%	9.7%	10.3%	12.0%	13.0%	14.0%
②营收: 打孔无纺布 (百万元)	412	345	396	528	633	791	989
YoY	-30.0%	-16.3%	14.9%	33.1%	20.0%	25.0%	25.0%
营业成本 (百万元)	302	256	280	371	444	556	695
毛利率	26.7%	25.9%	29.3%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
③营收: PE 打孔膜及复合膜 (百万元)	510	458	368	357	357	321	305
YoY	9.5%	-10.1%	-19.6%	-3.0%	0.0%	-10.0%	-5.0%
营业成本 (百万元)	442	409	302	290	318	263	250
毛利率	13.3%	10.7%	18.0%	18.8%	11.0%	18.0%	18.0%
④营收: 无纺布腰贴 (百万元)	35	28	30	36	37	39	41
YoY		-18.6%	4.4%	19.8%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (百万元)	30	22	21	27	28	29	31
毛利率	14.9%	24.2%	28.1%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
⑤营收: 其他, 20-22 年含熔喷布 (百万元)	34	70	86	89	94	99	104
YoY	-93.5%	107.3%	22.2%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (百万元)	40	68	96	107	108	111	114
毛利率	-19.4%	2.7%	-11.3%	-20.2%	-15.0%	-13.0%	-10.0%

【其他业务】

其他业务收入 (百万元)	15	8	12	16	16	16	16
YoY	34.6%	-42.1%	45.4%	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务成本 (百万元)	16	7	9	6	6	6	6
毛利率	-9.7%	18.0%	22.9%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%

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：在第四章所述公司中，北京大源、金春股份、欣龙控股市场关注度低，成长性不明确，未形成稳定的市场估值，因此无法在估值分析中作为可比公司。我们选择同为无纺布产业链的诺邦股份、洁雅股份作为可比公司，与延江面临相似的产业拐点机会，制造业务均存在海外大客户订单放量逻辑，其背后本质是在国际客户加速供应链重构过程中，我国无纺布及制品企业凭借自身竞争力，日益融入其海外供应链，从而挂钩更大的市场空间。因此，三者均在 25 年先后迎来业绩拐点，并有望在中期兑现持续的高成长性。

1) 诺邦股份：全球高端差异化水刺无纺布平台型企业，打通卷材、制品、品牌全产业链。一方面，受益于我国干湿巾市场需求多样化扩容、品质化升级的机遇期，深度合作代工山姆、胖东来等品质商超的自营品牌。另一方面，卷材业务拳头产品散立冲 4 代符合全球可冲散最苛刻标准 IWSGF，在美国等海外市场开启订单放量。海外市场品质要求高、竞争格局优，因此盈利水平显著高于国内市场，这与延江热风无纺布业务增长逻辑相似。

2) 洁雅股份：全球湿巾类产品研发、生产与销售的专业制造商，同为延江前两大国际客户的优质供应商，只是所处产业链环节、最终产品形态不同。国际大客户调整干湿巾制品供应链策略，降低自产、扩大外采，有利于中国优质供应商拿下海外市场订单，潜在增量远大于公司当前规模，这与延江热风无纺布业务发展弹性相似。

延江股份是全球创新型一次性用品材料制造商，实现全球供应、贴身服务，首次覆盖给予“买入”评级。公司卫材研发实力与国际化进程均业内领先，已实现全球产能布局分布中国、埃及、美国、印度，契合国际卫护用品巨头对供应链重构、卫材升级的双重诉求，在经历多年投入与部署之后，25 年有望迎来成果转化、订单放量，正式步入高成长阶段。我们预计 25-27 年归母净利润 0.6/1.4/2.0 亿元，未来三年 CAGR 高达+94%，对应 PE 为 46/20/14 倍。参照无纺布及制品产业链可比公司平均 PE，给予公司 26 年 PE 为 25 倍，对应目标市值 35 亿元，较 9/26 市值有 26% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/9/26		归母净利润 (亿元)				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603238.SH	诺邦股份	19.53	35	1.0	1.3	1.6	1.9	36	27	22	18
301108.SZ	洁雅股份	31.18	35	0.2	1.0	1.2	1.4	180	35	29	24
		平均值									

300658.SZ	延江股份	8.23	27	0.3	0.6	1.4	2.0	100	46	20	14
-----------	------	------	----	-----	-----	-----	-----	-----	----	----	----

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：诺邦股份盈利预测来自申万宏源研究，洁雅股份盈利预测来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

订单落实节奏缓慢，产能利用率不足。公司前两大客户销售收入占比较高，若大客户订单不及预期，可能导致公司产能利用率不足，营收下滑，盈利承压。

海外供给竞争加剧，挤压利润率空间。如果国内外同行加速出海建设热风无纺布产能，可能导致行业价格竞争加速，从而导致公司合理利润率收窄。

原材料成本上涨，盈利能力受到影响。公司主要原材料为 ES 纤维、塑料米等，且材料成本占比较高，其中 ES 纤维价格受供求关系及国际原油价格双重影响，公司盈利能力与原材料价格一般呈现负相关关系。

全球贸易环境动荡，不利于供应链运转。公司出口占比较大且在多国投资布局，如果全球地缘冲突、关税博弈加剧，将对公司经营产生不利影响。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,259	1,485	1,849	2,263	2,700
营业收入	1,259	1,485	1,849	2,263	2,700
营业总成本	1,229	1,421	1,765	2,098	2,461
营业成本	1,039	1,213	1,531	1,833	2,167
税金及附加	5	8	9	12	14
销售费用	21	27	33	38	43
管理费用	88	101	115	136	157
研发费用	40	41	43	45	49
财务费用	36	32	35	35	32
其他收益	6	6	6	6	6
投资收益	8	13	12	11	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	-5	0	0	0
信用减值损失	1	-2	0	0	0
资产减值损失	-21	-42	-30	-15	-15
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	28	33	72	167	241
营业外收支	-2	-4	-4	-4	-4
利润总额	26	29	68	163	237
所得税	6	-1	8	26	39
净利润	20	30	60	137	198
少数股东损益	-1	3	0	0	0
归母净利润	21	27	60	137	198

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	20	30	60	137	198
加：折旧摊销减值	124	156	160	165	185
财务费用	40	33	35	35	32
非经营损失	-13	-10	-12	-11	-10
营运资本变动	84	-102	-95	-48	-46
其它	19	23	0	0	0
经营活动现金流	274	130	147	278	360
资本开支	136	231	150	200	200
其它投资现金流	38	88	12	11	10
投资活动现金流	-98	-142	-138	-189	-190
吸收投资	12	0	0	0	0
负债净变化	-111	68	49	-36	-97
支付股利、利息	36	57	43	53	73
其它融资现金流	-22	-45	0	0	0
融资活动现金流	-156	-35	6	-89	-170
净现金流	18	-52	15	0	0

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	918	915	1,056	1,124	1,183
现金及等价物	391	220	235	235	235
应收款项	332	422	507	548	587
存货净额	180	270	310	337	357
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	14	4	4	4	4
长期投资	317	320	320	320	320
固定资产	1,255	1,305	1,310	1,360	1,389
无形资产及其他资产	211	193	193	193	193
资产总计	2,702	2,733	2,878	2,997	3,085
流动负债	911	983	1,077	1,076	1,007
短期借款	596	660	708	673	576
应付款项	168	202	247	282	310
其它流动负债	147	121	121	121	121
非流动负债	383	395	395	395	395
负债合计	1,294	1,378	1,471	1,471	1,401
股本	333	333	333	333	333
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	630	583	583	583	583
其他综合收益	-84	-93	-93	-93	-93
盈余公积	70	71	72	75	79
未分配利润	428	430	481	597	750
少数股东权益	31	32	32	32	32
股东权益	1,407	1,355	1,407	1,526	1,683
负债和股东权益合计	2,702	2,733	2,878	2,997	3,085

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@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.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，可以向我们的销售员索取。

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。

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。