

# 诺邦股份 (603238)

证券研究报告

2025 年 12 月 05 日

## 制造+品牌齐头发展

### 公司发布 2025 年三季报

公司 25Q3 营收 7 亿同增 23%，归母净利 0.31 亿同增 21%，扣非后归母净利 0.3 亿同增 35%。

公司 25Q1-3 营收 20 亿同增 30%，归母净利 1 亿同增 38%，扣非后归母净利 0.9 亿同增 48%。

### 国光内外兼修，国内国际同步发展

公司控股子公司杭州国光 28 年专注于各种多功能、高性能、环保型湿巾开发及应用，产品涵盖婴儿湿巾、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，是国内湿巾、干巾产品线最齐全、规模最大、品控能力最强的生产商之一。

杭州国光有效推动内外贸一体化发展。其中外贸积极发展多元化海外市场，在深化与全球沃尔玛、高露洁、金佰利、屈臣氏等大客户合作同时，新客户增长亮眼，特别是一带一路国家订单快速增长；内贸把握国内干湿巾消费市场机遇，与山姆、胖东来、永辉超市等多家知名商超建立稳定合作。

生产端，一方面租借场地，新厂区意佳生产面积达 20 余万方，现已逐步投入使用，设有 12 条全自动干湿巾流水生产线；另一方面通过智能化、信息化、数字化实现车间 24 小时高速运作，建设智慧工厂和智能仓储中心，全面引进全自动智能机器人，大幅降低运营成本与产品不良率。

为应对国际宏观环境不确定性，杭州国光在马来西亚工厂已于 6 月底正式运营。今年上半年杭州国光（合并层面）营收 8.4 亿元，同增 37%。

### 公司规模及产品优势凸显

公司现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，涉及 4 个系列，30 多个品种，1200 多个规格产品。

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 100,000 平方米，生产面积达 220,000 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。

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。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计 25-27 年归母净利润为 1.3/1.6/1.9 亿元，对应 PE 分别为 23X/19X/16X。

**风险提示：**外贸环境波动，客户开拓不及预期，行业竞争加剧等

### 投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.07 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)	3,030.08
流通 A 股市值(百万元)	3,030.08
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	46.42
一年内最高/最低(元)	23.60/11.65

### 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** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110525100002  
zhangtong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《诺邦股份-首次覆盖报告:高端水刺无纺布龙头，材料+制品+品牌全面成长》 2025-08-21
- 《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

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)	36.66	31.82	23.27	19.08	16.12
市净率(P/B)	2.23	2.16	2.09	1.99	1.88
市销率(P/S)	1.58	1.35	1.12	0.95	0.81
EV/EBITDA	6.91	5.83	8.21	6.43	5.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>1,116.25</b>	<b>1,366.14</b>	<b>1,632.79</b>	<b>2,071.32</b>	<b>2,371.63</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,365.18</b>	<b>1,446.29</b>	<b>1,307.05</b>	<b>1,211.37</b>	<b>1,116.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,481.43</b>	<b>2,812.43</b>	<b>2,939.84</b>	<b>3,282.69</b>	<b>3,488.33</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>809.54</b>	<b>1,041.67</b>	<b>1,168.89</b>	<b>1,423.28</b>	<b>1,528.59</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>47.82</b>	<b>87.09</b>	<b>61.86</b>	<b>65.59</b>	<b>71.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>883.00</b>	<b>1,162.71</b>	<b>1,230.75</b>	<b>1,488.87</b>	<b>1,600.10</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,598.43</b>	<b>1,649.72</b>	<b>1,709.09</b>	<b>1,793.82</b>	<b>1,888.23</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,481.43</b>	<b>2,812.43</b>	<b>2,939.84</b>	<b>3,282.69</b>	<b>3,488.33</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>175.56</b>	<b>249.51</b>	<b>256.41</b>	<b>439.46</b>	<b>226.92</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(44.57)</b>	<b>(406.64)</b>	<b>(12.05)</b>	<b>(20.56)</b>	<b>(15.53)</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4.92</b>	<b>(42.23)</b>	<b>(80.37)</b>	<b>(78.91)</b>	<b>(105.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>135.91</b>	<b>(199.37)</b>	<b>163.98</b>	<b>339.99</b>	<b>105.54</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,914.93</b>	<b>2,236.64</b>	<b>2,701.07</b>	<b>3,204.69</b>	<b>3,737.03</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>103.98</b>	<b>119.77</b>	<b>158.97</b>	<b>194.91</b>	<b>232.46</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>110.79</b>	<b>118.63</b>	<b>162.21</b>	<b>197.88</b>	<b>234.15</b>
所得税	11.49	9.29	12.70	15.50	18.34
<b>净利润</b>	<b>99.30</b>	<b>109.34</b>	<b>149.51</b>	<b>182.38</b>	<b>215.81</b>
少数股东损益	16.65	14.11	19.30	23.54	27.85
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82.64</b>	<b>95.23</b>	<b>130.21</b>	<b>158.84</b>	<b>187.96</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.66	31.82	23.27	19.08	16.12
市净率	2.23	2.16	2.09	1.99	1.88
EV/EBITDA	6.91	5.83	8.21	6.43	5.49
EV/EBIT	10.96	9.13	13.47	10.00	8.10

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