



公司研究 | 深度报告 | 洁雅股份 (301108.SZ)

织“道”系列 15——洁雅股份：洁来运转， 雅步高歌

报告要点

收入端，公司背靠规模可观、增长稳健、较为集中的全球湿巾市场，在政策及品牌采购策略变化的催化下，公司基于配方技术、认证和验厂壁垒，有望和头部品牌形成“进入壁垒&产品力→客户粘性→长期且优盈利订单倾斜”的正循环，美国新工厂则有望驱动公司再上一台阶。利润端，公司历史盈利能力波动主因毛利率变化叠加管理费用率上行，减值为阶段性扰动。伴随湿巾毛利率修复、产能利用率回升、新工厂投建后逐步成熟、咨询费等可控支出维持低位，叠加减值回归常态，公司盈利有望进入修复通道。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

洁雅股份 (301108.SZ)

2026-04-23

织“道”系列 15——洁雅股份：洁来运转，雅步高歌

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

公司：外销为基，盈利初拐

公司以湿巾 ODM/OEM 为核心，海外客户为业绩基本盘，后续盈利有望修复。公司围绕湿巾的配方/工艺/合规体系等深耕，并逐步拓展和绑定了大客户，2025 年湿巾收入 6.8 亿元、占比 87.5%。2024 年起以“湿巾品类深耕海外市场&布局海外本地化产能” & “品类外延”两条线推进未来发展。公司历史盈利能力波动主因毛利率变化叠加管理费用率上行，减值为阶段性扰动，展望后续，伴随湿巾毛利率修复（2025 湿巾毛利率 26.9%，同比+7.6 pct）、产能利用率回升、咨询费等可控支出维持低位，叠加减值回归常态，公司盈利有望进入修复通道。

行业：需求稳健，催化抬升供给弹性

需求：全球，需求维度，湿巾市场规模可观（2025 年 191 亿美元）、增长较稳健（2018-2025 CAGR 为 1.6%），其中北美占比 39%为最核心的市场；格局维度，行业 CR5、CR10 分别为 32%、40%，集中度较高。中国，量增驱动湿巾行业成长，目前价格预计触底，后续预计行业渗透率持续小幅提升、盈利趋势改善。

供给：湿巾：2024 年中国湿巾出口份额 9%，较 2017 同比提升 0.9pct，出口份额略升，东盟为核心增量，发达经济体因近岸采购比例提升叠加东盟转口比例增加，中国对其出口比例下降。

催化：政策维度，英国强约束法案出台推动产品向无塑升级，欧盟 PPWR 推动包装从多层复合包材向单一 PE/PP 可回收包材转变。对中国供应链而言，具备无塑卷材生产能力、合规达标、良率稳定的企业，有望获得增量订单。**品牌采购策略，**品牌制品以自产为主，预计后续在小批多频、新兴市场、受地缘政治&政策影响等的弹性需求增多上，外协产能有望增加。

优势：进入门槛与研发优势共筑壁垒

认证及审厂提高进入壁垒，研发驱动强化合作粘性，品类扩张&高效交付抬升收入弹性。首先，公司覆盖多地的合规认证为服务海外优质客户建立准入门槛，认证体系同时覆盖其品牌客户的“研发/安全”需求与 KA 客户的“审厂/规模交付”需求。其次，客户以年度为主的高频审厂叠加洁雅技术优势形成合作粘性，公司以高研发投入驱动“溶液配方定制开发”能力领先，研发费用率长期位于 3.5%以上。最后，公司持续扩张 SKU 并提升交付效率，满足客户一站式采购，强化客户粘性、支撑长期放量，客户亦倾向于在同一供应商内复购和扩品类，而非频繁切换。公司与行业前五大客户均有合作，核心客户合作时长达 5~16 年，基于行业高集中度特征，公司绑定头部客户成长的天花板亦高，2018 年以来客户 CR5 78%~91%，亦印证公司绑定头部经营。

盈利预测与估值

1、公司背靠规模可观、增长稳健、较为集中的全球湿巾市场，在政策及品牌采购策略变化的催化下，公司基于配方技术、认证和验厂壁垒，有望和头部品牌形成“进入壁垒&产品力→客户粘性→长期且优盈利订单倾斜”的正循环，美国新工厂则有望驱动公司再上一台阶。预计公司 2026、2027 归母净利润分别为 0.81、1.24 亿元，增速分别为+5.4%、+52.6%，对应 PE 为 39、26X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、原材料价格波动风险；2、贸易磋商政策变化；3、美国工厂投产或运营不及预期；4、终端消费波动风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期。

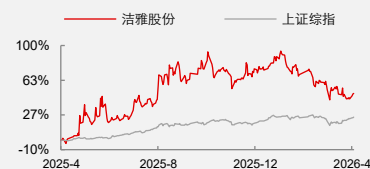
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元) | 28.51 |
| 总股本(万股) | 11,256 |
| 流通A股/B股(万股) | 6,483/0 |
| 每股净资产(元) | 16.72 |
| 近12月最高/最低价(元) | 41.26/23.15 |

注：股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|-----------------------|----|
| 外销为基，盈利初拐..... | 6 |
| 行业：需求稳健，催化抬升供给弹性..... | 9 |
| 需求：规模可观、稳健增长..... | 9 |
| 供给：产业竞争强化..... | 10 |
| 催化：政策和品牌采购策略的双击..... | 12 |
| 公司：进入门槛与研发优势共筑壁垒..... | 15 |
| 风险提示..... | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司湿巾加工为绝对主业，2025 年收入占比为 87.5%..... | 6 |
| 图 2：公司 2025 年外销收入增速大幅提速..... | 6 |
| 图 3：近年外销和内销的毛利率差进一步拉大，外销毛利率显著更高..... | 6 |
| 图 4：2025 年公司主要客户列示..... | 6 |
| 图 5：公司发展历程及业绩复盘..... | 7 |
| 图 6：职工薪、咨询费、折旧摊销等影响公司管理费用率提升明显..... | 8 |
| 图 7：2023-2024 年资产减值损失大幅增加，2025 明显下降..... | 8 |
| 图 8：截至 2025 年，公司股权结构图..... | 8 |
| 图 9：2024 年中国湿巾人均年消费额仅 1.3 美元，明显低于全球平均..... | 10 |
| 图 10：2024 年中国湿巾渗透率 4.7%，距离全球的 9.4%提升空间大..... | 10 |
| 图 11：各品牌湿巾与可比品类、白牌湿巾价格比..... | 10 |
| 图 12：上市公司毛利率 2018 年后趋势下降，目前已至底部区间..... | 10 |
| 图 13：中国湿巾出口增速 2023、2024 年增速回落..... | 11 |
| 图 14：中国湿巾出口份额和均价稳中略升..... | 11 |
| 图 15：公司研发费用率位居同业前列..... | 17 |
| 图 16：公司拥有两大现代化研发中心，拥有完备的新产品开发流程..... | 17 |
| 图 17：公司湿巾品类丰富、产品矩阵齐全..... | 18 |
| 图 18：公司湿巾品类持续扩容..... | 18 |
| 图 19：公司湿巾 2018-2021 年湿巾产能利用率均超 100%..... | 18 |
| 表 1：公司核心管理层概览..... | 8 |
| 表 2：各代表性国家，湿巾行业长周期收入（亿美元）、收入 yoy、人均消费（美元/人）..... | 9 |
| 表 3：中国湿巾主要出口国家和地区份额及变化列示..... | 11 |
| 表 4：世界湿巾主要出口国份额及变化列示..... | 12 |
| 表 5：英国禁塑令、欧盟 PPWR 的背景、内容、影响和执行情况梳理..... | 12 |
| 表 6：英国禁塑令下，当地主要品牌、零售、制造商的应对措施及影响..... | 13 |
| 表 7：世界头部个护品牌营收规模、主要品牌&产品梳理..... | 13 |
| 表 8：宝洁供应链 3.0 框架将供应链体系从之前的集中效率型转为同步响应型..... | 14 |
| 表 9：洁雅股份、诺邦股份和倍加洁，湿巾加工业务合规认证/资质的对比..... | 16 |

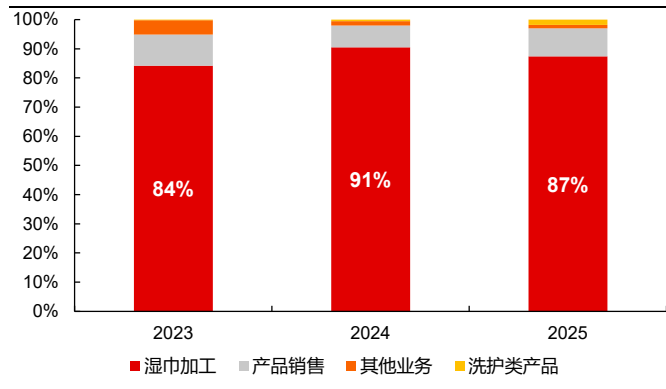
| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 10: 洁雅股份所通过的合规认证的审厂频率以年度审核为主 | 17 |
| 表 11: 公司前五大客户及占公司总营收列示 | 19 |
| 表 12: 公司客户的所属地、合作时长、相关业务收入规模等列示 | 19 |
| 表 13: 湿巾行业前十大客户份额、规模、集中度列示 | 20 |
| 表 14: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元) | 21 |

外销为基，盈利初拐

公司以湿巾 ODM/OEM 为核心，海外客户为业绩基本盘。洁雅股份成立于 1999 年 8 月 31 日，专注于湿巾类产品研发、生产与销售，为海外大型零售商及国际快消/日化集团提供配方、工艺与制造交付，并配套少量自有品牌。2025 年公司实现营业收入 7.7 亿元、归母净利润 0.77 亿元。

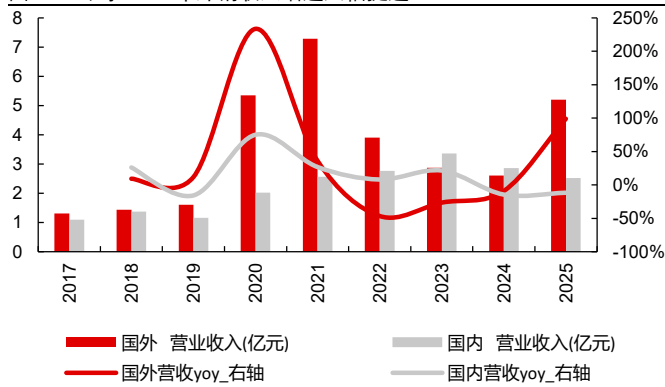
- **销售结构:**分产品,2025 年湿巾代工收入 6.8 亿元,2025 湿巾代工收入占比 87.5%、毛利率 26.9%，为绝对主业。此外，公司具备消毒产品、化妆品、医疗器械的生产许可等资质，为面膜、洗护品类的延展提供基础。分地区，2025 公司国内/海外收入占比 33%/67%，海外主要市场为澳大利亚，其中国内收入预计部分亦由海外品牌的国内市场贡献，因此海外客户为公司收入的基本盘，外销毛利率 35.9%大幅领先国内的 3.9%。
- **客户结构:** 主要客户包括宝洁、金佰利、Woolworths、强生、利洁时、欧莱雅等海外客户，以及为部分国内电商客户生产湿巾及面膜类产品；2025 年客户销售额 CR5 为 79%，客户集中度较高。

图 1：公司湿巾加工为绝对主业，2025 年收入占比为 87.5%



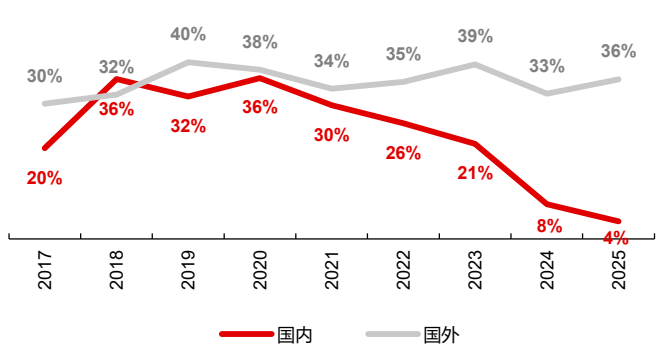
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：公司 2025 年外销收入增速大幅提速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：近年外销和内销的毛利率差进一步拉大，外销毛利率显著更高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2025 年公司主要客户列示



资料来源：公司公告，长江证券研究所

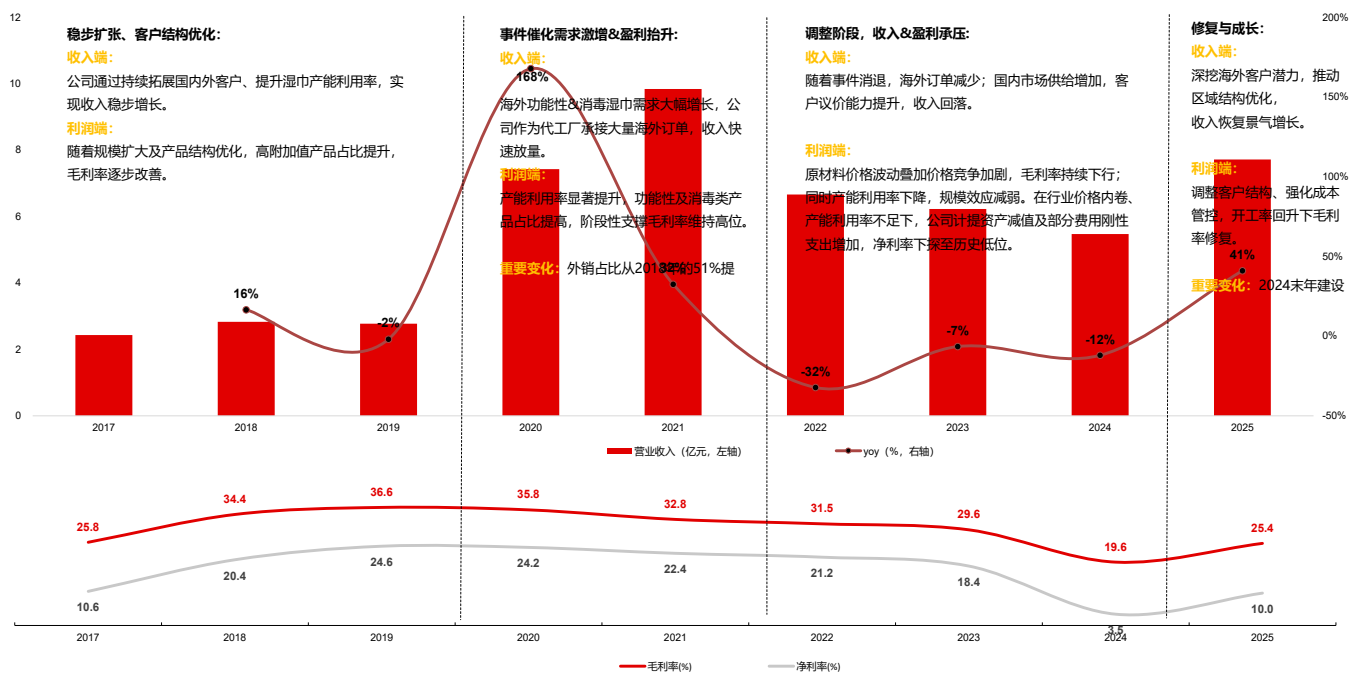
从发展历程来看，公司始终围绕湿巾的配方/工艺/合规体系等深耕，并逐步形成了大客户的拓展与绑定，2024 年起以“湿巾品类深耕海外市场&布局海外本地化产能” & “品类外延”两条线推进未来发展。

1999–2014 年：业务起步与制造能力沉淀期。公司前身于 1999 年设立，围绕 ISO、BRC、GMPC 等体系建立内控与审核机制，并形成涵盖生产、配液、灌装、包装及品质控制的制造体系，为进入国际零售商/品牌商供应链打底。2008 年完成股份化改制，为后续规范治理与资本化奠定基础。

2015–2021 年：海外大客户放量叠加事件催化驱动规模跃升，同步实现了 SKU 和场景扩张。受益于海外客户及事件性拉动，公司 2018-2021 收入/利润 CAGR 达 51.5%/56.3%，湿巾产能利用率均高于 100%，该阶段公司外销占比从 2018 年的 51% 提升至 2021H1 的 79%，外销成为规模弹性的核心来源。客户拓展层面，2020 年金佰利订单规模明显提升，同年公司成为利洁时合格供应商并于 2020~2021 快速放量。此外，公司品类从“婴儿/基础清洁”扩到“功能化+场景化+多包装”，交付效率和多元化程度明显提升。

2022 年至今：高基数回落后进入“稳客户+稳毛利+提产能利用率”阶段，开启全球化布局经营与品类外延。2022-2025 公司营收/归母 CAGR 为+5.0%/-18.2%，2024 年外销占比回落至 48%，体现海外消毒湿巾基数尤高叠加国内竞争格局加剧下的经营承压。基于此，一方面，公司目标深挖海外客户潜力对冲国内价格战，并于 2024 年建设美国湿巾生产基地，强化海外本地化交付与抗风险能力，为后续海外订单打开增长空间，基于此 2025 年外销占比大幅提升至 67%，另一方面公司推进面膜、洗护等业务布局。

图 5：公司发展历程及业绩复盘

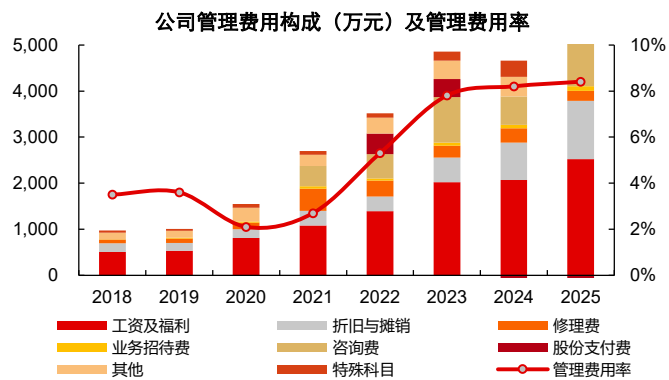


资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

公司历史盈利能力波动主因毛利率变化叠加管理费用率上行，减值为阶段性扰动。费用率，ODM/OEM 模式下公司保持“低销售费用投入+研发费用率相对稳定”的特征。费用及费用率上行主要为管理费用影响，管理费用中职工薪酬、咨询服务费、折旧摊销（含使用权资产）等刚性/半刚性科目绝对额提升明显。减值方面，2023-2024 年在产能利用率不足和毛利率下行背景下，公司资产减值损失扩大、信用减值损失亦于 2024 年转负，主要对应固定资产减值、存货跌价及应收风险，计提相对充分，2025 减值损失下降显

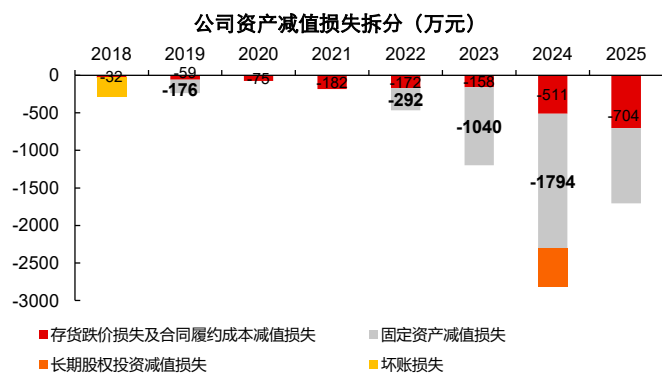
著。展望后续，伴随湿巾毛利率修复（2025 湿巾毛利率 26.9%，同比+7.6 pct）、产能利用率回升、新工厂投建后逐步成熟、咨询费等可控支出维持低位，叠加减值回归常态，公司盈利有望进入修复通道。

图 6：职工薪、咨询费、折旧摊销等影响公司管理费用率提升明显



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

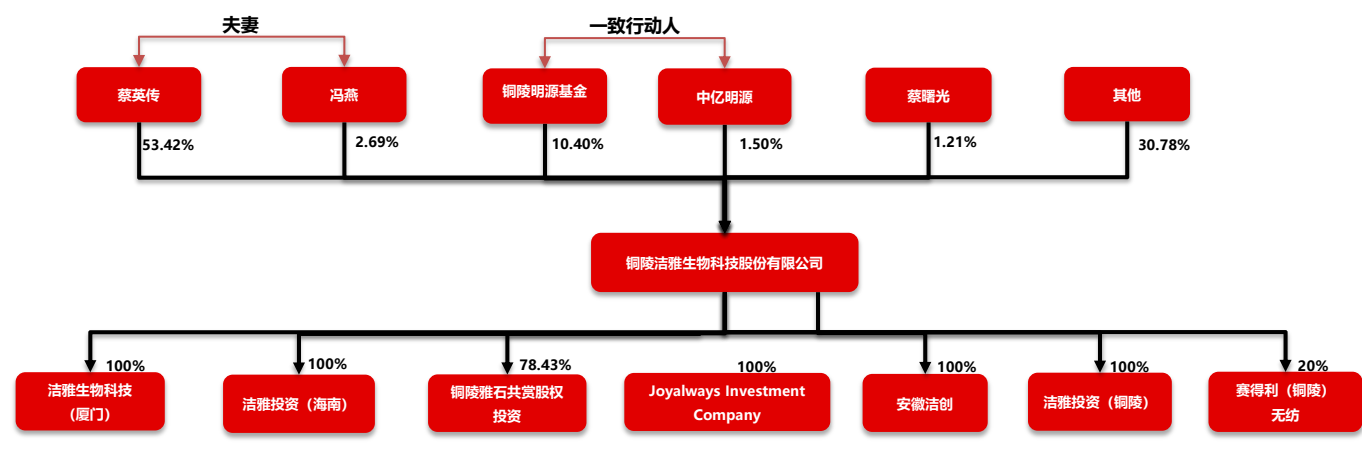
图 7：2023-2024 年资产减值损失大幅增加，2025 明显下降



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

公司股权结构集中且控制权清晰，实控人强经营统筹。截至 2025 年，公司控股股东/实控人为蔡英传，持股 53.4%，负责战略、重大客户与新业务推进，控制权与经营权高度统一，其妻冯燕持股 2.7%。外部重要股东为明源基金及其一致行动人中亿明源，合计持股 11.9%，为 IPO 前入股的财务投资者。此外，公司于 2024 年启动回购，累计注销回购股份 81 万股（约占注销前总股本 1%），注销减资下优化资本结构。

图 8：截至 2025 年，公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：公司核心管理层概览

| 姓名 | 职务 | 2025 税前薪酬(万元) | 主要工作经历/职能 |
|-----|------------|---------------|------------------------------|
| 蔡英传 | 董事长/总经理 | 139.3 | 战略与经营统筹；核心客户与重大项目决策；投资与新业务推进 |
| 冯燕 | 董事 | 17.4 | 董事会治理参与；协同控股股东稳定控制权 |
| 叶英 | 董事/副总经理 | 201.7 | 营销与大客户拓展主责（历任销售总监等） |
| 胡能华 | 副总经理/董事会秘书 | 48.8 | 信息披露与合规治理中枢；投关与风控协同 |
| 杨凡龙 | 董事/财务总监 | 46.6 | 财务管理与资金/核算体系；支持投融资与预算管理 |
| 王婷 | 职工代表董事 | 34.0 | 人力资源管理与组织行政；参与董事会治理及薪酬考核 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

行业：需求稳健，催化抬升供给弹性

需求：规模可观、稳健增长

需求端，全球市场需求较稳健，其中美国为最核心且持续增长的市场。国内，量增驱动湿巾行业成长，目前价格触底，后续预计量价双升下行业渗透率持续小幅提升。

全球：2025 年全球湿巾市场规模为 191 亿美元，2018-2025 年行业 CAGR 为 1.6%，规模可观且稳健增长。其中北美销售额占比 39%为核心第一大市场，同期 CAGR 1.0%迈入成熟阶段，西欧占比 22%和亚太占比 21%（中国占比 10%）分别位列第二、三消费市场。从近两年看，仅中国、拉丁美洲行业增速略高于全球，其余多数发达国家行业已进入规模相对稳定的阶段。

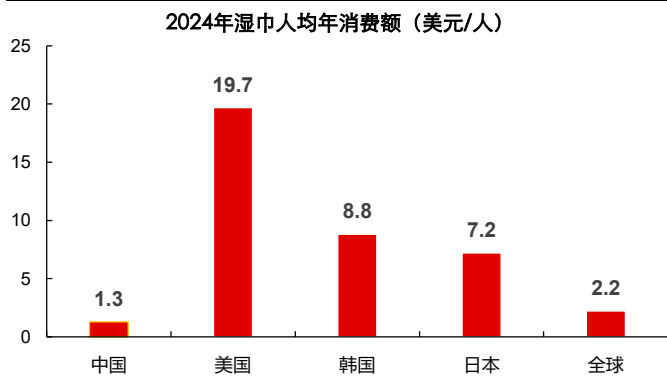
表 2：各代表性国家，湿巾行业长周期收入（亿美元）、收入 yoy、人均消费（美元/人）

| 国家 | 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2018-2025CAGR |
|------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 全球 | 规模 (亿美元) | 170.8 | 175.2 | 192.1 | 189.8 | 185.4 | 188.5 | 190.0 | 191.3 | |
| | 收入 YOY | 2.5% | 2.5% | 9.7% | -1.2% | -2.3% | 1.7% | 0.8% | 0.6% | 1.6% |
| | 人均消费 (美元/人) | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | | |
| 美国 | 规模 (亿美元) | 64.5 | 65.8 | 73.9 | 70.3 | 66.7 | 68.3 | 68.8 | 69.1 | |
| | 收入 YOY | 2.7% | 2.0% | 12.3% | -5.0% | -5.0% | 2.4% | 0.6% | 0.5% | 1.0% |
| | 人均消费 (美元/人) | 19.6 | 19.9 | 22.3 | 21.2 | 20.0 | 20.3 | 20.2 | | |
| 中国 | 规模 (亿美元) | 11.7 | 13.1 | 16.1 | 16.7 | 16.1 | 17.2 | 17.9 | 18.3 | |
| | 收入 YOY | 12.1% | 12.1% | 22.9% | 3.9% | -3.8% | 7.1% | 3.9% | 2.3% | 6.6% |
| | 人均消费 (美元/人) | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | | |
| 拉丁美洲 | 规模 (亿美元) | 12.1 | 12.5 | 12.8 | 13.6 | 14.2 | 14.5 | 14.9 | 15.1 | |
| | 收入 YOY | 1.6% | 3.4% | 2.7% | 6.2% | 4.6% | 1.7% | 2.6% | 1.9% | 3.3% |
| | 人均消费 (美元/人) | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | | |
| 日本 | 规模 (亿美元) | 9.9 | 10.3 | 11.5 | 10.2 | 9.8 | 9.5 | 9.3 | 9.1 | |
| | 收入 YOY | 0.3% | 3.4% | 11.9% | -10.7% | -3.9% | -3.6% | -1.4% | -3.1% | -1.3% |
| | 人均消费 (美元/人) | 7.8 | 8.1 | 9.1 | 8.1 | 7.9 | 7.6 | 7.5 | | |
| 英国 | 规模 (亿美元) | 8.5 | 8.3 | 8.6 | 8.6 | 8.6 | 8.7 | 8.8 | 8.7 | |
| | 收入 YOY | -2.8% | -1.9% | 2.6% | 0.1% | 0.7% | 1.0% | 0.6% | -0.8% | 0.3% |
| | 人均消费 (美元/人) | 12.8 | 12.5 | 12.8 | 12.8 | 12.8 | 12.7 | 12.7 | | |
| 澳大利亚 | 规模 (亿美元) | 2.8 | 2.9 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | |
| | 收入 YOY | 2.5% | 1.7% | 15.3% | 6.3% | 2.8% | -0.3% | 1.1% | 0.6% | 3.8% |
| | 人均消费 (美元/人) | 11.2 | 11.2 | 12.8 | 13.6 | 13.8 | 13.4 | 13.3 | | |

资料来源：欧睿，国家统计局，长江证券研究所

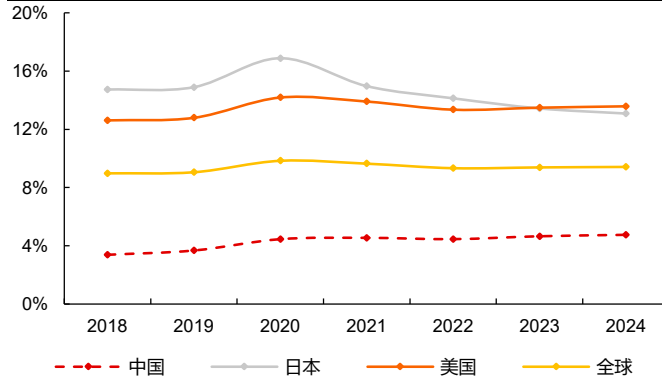
中国：湿巾于 20 世纪 80 年代末进入国内市场，2025 年行业规模为 18.3 亿美元，2018-2025 年行业 CAGR 为 6.6%，主要为人均消费量提升驱动，近年增速放缓至低个位数增长。对比海外成熟国家的湿巾人均消费量，2024 年美国 20.2/日本 7.5/全球 2.3 美元/人，中国仅 1.3 美元/人，若以湿巾/纸巾市场规模作为湿巾渗透率的替代，目前中国、美国、日本、全球分别为 4.7%、13.6%、13.1%、9.4%，中国湿巾的人均消费量和行业渗透率仍有较大提升空间。

图 9：2024 年中国湿巾人均年消费额仅 1.3 美元，明显低于全球平均



资料来源：欧睿，国家统计局，长江证券研究所

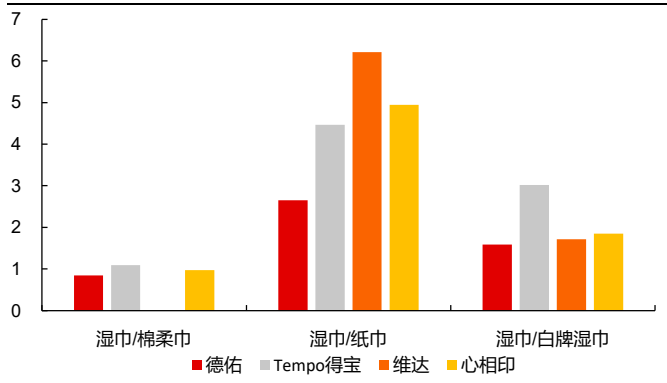
图 10：2024 年中国湿巾渗透率 4.7%，距离全球的 9.4% 提升空间大



资料来源：欧睿，长江证券研究所 注：渗透率计算方法为湿巾市场规模/纸巾市场规模

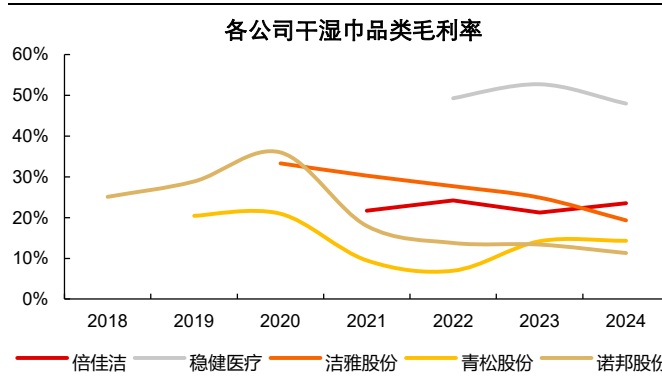
考虑目前原材料价格、品类价差、品牌价差，我们判断国内湿巾价格已至底部区间，后续有望回升。因此，后续渗透率提升下的量增叠加价格回升，有望驱动国内湿巾行业规模及盈利改善。价格维度，伴随此前行业竞争格局加剧和无纺布价格回落，湿巾价格较 2019 年回落明显。从产品价格对比来看，各品牌湿巾较其工序更简易的棉柔巾单抽价格已基本接近，多个品牌湿巾与白牌湿巾的价格比亦在 1.5~3X 之间，价差均收敛到较低水平。多数公司湿巾品类的毛利率亦从 2019 年后持续回落，目前已至相对低位。

图 11：各品牌湿巾与可比品类、白牌湿巾价格比



资料来源：淘宝，长江证券研究所 注：1) 为保持可比性，以上价格比选取单抽价格予以比较；2) 数据选取时间为 2026/02/16

图 12：上市公司毛利率 2018 年后趋势下降，目前已至底部区间



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：稳健口径为干湿棉柔巾、诺邦为制品

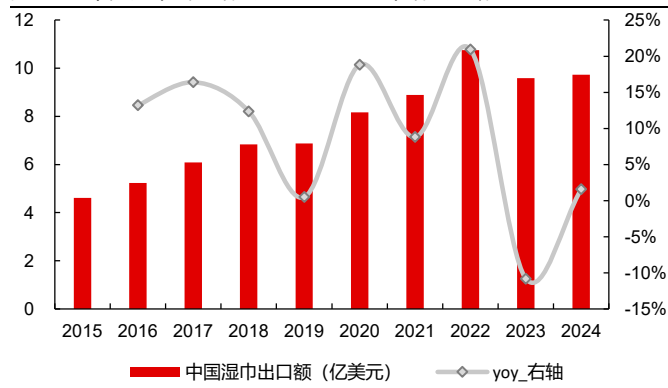
供给：产业竞争强化

供给端，中国依托规模、成本和交付韧性承接基础品类，出口份额稳中略升，东盟贡献核心增量。

中国湿巾出口比例稳中略升，东盟贡献核心增量，发达经济体近岸采购比例提升叠加东盟转口比例增加下，中国出口比例下降。中国 2024 湿巾出口规模为 9.7 亿美元，占世界湿巾出口份额的 8.8%。从中国出口趋势和均价表现来看，份额和均价长趋势保持稳中略升，2022 年曾达峰值。2015-2024 年，中国（不含中国香港）的前几大主要出口国份额变化中，越南、马来西亚、泰国录得份额上升 2pct 以上，预计在于 RECP 原产地累积规则、东盟在地化的关税/合规/交付优势，使东盟在日/韩/欧的出口比例提升，挤压中国直接出口份额。美国、澳大利亚、日本则份额明显下降，预计在于注重简单快消品周转效率、零售商自有品牌议价权增加、部分国家政策扰动下，近岸化/本地采购比例上

升。中国出口英国比例 2023 年明显上升，预计在英国禁售塑料湿巾的背景下，中国凭借产能与配套完善承接了部分增量订单。

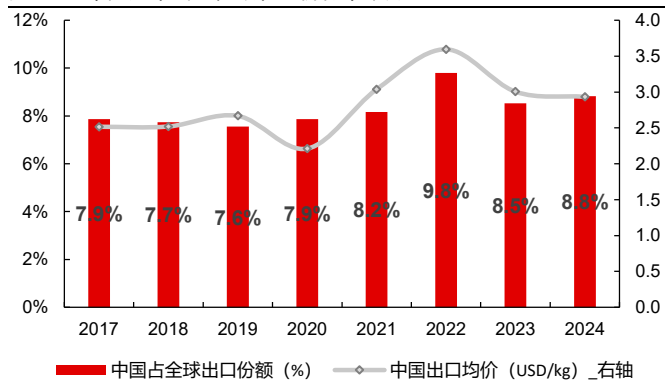
图 13：中国湿巾出口增速 2023、2024 年增速回落



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所 注：湿巾的 HS 编码选取

340130+330790，全文同

图 14：中国湿巾出口份额和均价稳中略升



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

表 3：中国湿巾主要出口国家和地区份额及变化列示

| | 美国 | 日本 | 中国香港 | 英国 | 马来西亚 | 新加坡 | 越南 | 泰国 | 菲律宾 | 澳大利亚 |
|-----------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 2015 | 21.1% | 13.5% | 4.2% | 6.2% | 2.6% | 2.2% | 0.3% | 1.0% | 5.8% | 5.7% |
| 2016 | 21.9% | 18.4% | 2.9% | 5.8% | 2.2% | 1.6% | 0.1% | 0.9% | 5.0% | 4.3% |
| 2017 | 18.9% | 16.3% | 3.0% | 6.0% | 3.7% | 2.6% | 0.9% | 1.0% | 4.2% | 4.3% |
| 2018 | 19.7% | 16.3% | 4.6% | 5.4% | 2.0% | 1.6% | 0.9% | 1.7% | 4.7% | 4.0% |
| 2019 | 16.5% | 15.5% | 4.7% | 4.6% | 1.8% | 1.2% | 0.5% | 1.2% | 5.9% | 3.6% |
| 2020 | 27.7% | 13.7% | 5.1% | 6.3% | 2.1% | 2.1% | 1.9% | 2.8% | 4.1% | 4.4% |
| 2021 | 20.7% | 12.5% | 17.4% | 3.8% | 4.5% | 2.3% | 1.9% | 4.8% | 3.7% | 2.0% |
| 2022 | 12.1% | 10.3% | 20.3% | 3.4% | 4.7% | 3.2% | 6.3% | 4.3% | 5.5% | 2.7% |
| 2023 | 13.2% | 11.3% | 11.2% | 6.2% | 7.0% | 4.6% | 4.0% | 3.0% | 5.2% | 3.4% |
| 2024 | 14.9% | 11.2% | 9.5% | 7.9% | 5.6% | 3.8% | 3.9% | 3.3% | 3.2% | 2.9% |
| 15-24 年变动 | -6.2% | -2.3% | 5.3% | 1.7% | 3.1% | 1.7% | 3.6% | 2.3% | -2.6% | -2.9% |

资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

进一步分析 2015-2024 年全球湿巾出口格局变化，高成本、严合规&政策要求的发达经济体多份额下降，交由其近岸低成本发达经济体承接，此外中国、东盟依托规模、成本和交付韧性承接基础品类，份额稳中略升。具体来看：

- 份额下降：美国、德国、英国、加拿大；预计主要在于成本走高、零售商自有品牌强化近岸低成本 OEM 采购、本地化政策下加大内循环，未来份额预计延续小幅下降。
- 份额上升：法国、韩国、意大利、日本、中国；法国和意大利因相较德国更具成本优势，且以出口高端、药妆、美妆的高粘性品类为主，份额均有所提升。韩国因在亚洲高端与功效性产品具优势，整体份额在 2020 年回落后，2024 年重新回升。中国凭借成本优势和交付韧性，份额小幅提升。预计中国外的地区，虽成本较高限制总量大幅扩张，但在高端&功能化品类粘性叠加近岸化采购趋势下，份额韧性下仍具小幅提升空间。

表 4: 世界湿巾主要出口国份额及变化列示

| 年份 | 法国 | 美国 | 韩国 | 中国 | 意大利 | 德国 | 日本 | 英国 | 荷兰 | 加拿大 |
|-----------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|-------|------|-------|
| 2015 | 8.3% | 15.1% | 4.6% | 7.9% | 4.2% | 11.0% | 3.5% | 5.9% | 3.9% | 4.4% |
| 2016 | 8.0% | 13.3% | 7.6% | 8.0% | 4.2% | 10.1% | 6.0% | 5.1% | 4.4% | 4.1% |
| 2017 | 7.5% | 10.8% | 10.2% | 7.9% | 3.8% | 9.4% | 8.2% | 4.3% | 5.0% | 3.4% |
| 2018 | 7.3% | 9.3% | 12.0% | 7.7% | 4.0% | 9.4% | 9.0% | 4.3% | 4.0% | 3.2% |
| 2019 | 8.1% | 9.9% | 9.7% | 7.6% | 4.7% | 8.6% | 9.1% | 4.3% | 4.1% | 3.2% |
| 2020 | 7.2% | 8.8% | 10.2% | 7.9% | 4.9% | 8.4% | 8.4% | 4.2% | 4.4% | 3.7% |
| 2021 | 7.9% | 9.1% | 9.8% | 8.2% | 4.9% | 8.3% | 8.7% | 4.1% | 4.5% | 3.3% |
| 2022 | 9.4% | 9.7% | 7.8% | 9.8% | 6.3% | 8.1% | 6.9% | 4.2% | 3.6% | 3.0% |
| 2023 | 10.7% | 10.0% | 7.5% | 8.5% | 7.0% | 7.7% | 5.4% | 4.3% | 3.5% | 3.3% |
| 2024 | 11.5% | 10.9% | 10.1% | 8.8% | 7.5% | 7.8% | 4.9% | 4.5% | 4.0% | 3.4% |
| 15-24 年变动 | 3.2% | -4.2% | 5.5% | 0.9% | 3.4% | -3.3% | 1.5% | -1.4% | 0.1% | -1.1% |

资料来源: UN Comtrade, 长江证券研究所

催化: 政策和品牌采购策略的双击

预计中短期供给弹性源于政策和品牌采购策略的边际变化。

政策维度, 英国强约束法案出台推动产品向无塑升级, 供应链调整下中国无纺布产业链有望诞生结构性份额机会。英国结构性禁售含塑湿巾推动当地湿巾卷材从传统 PP/PE/PET 及混纤向水刺再生纤维(粘胶/莱赛尔)、天然纤维(棉花/木浆)转变, 欧盟 PPWR 推动包装从多层复合包材向单一 PE/PP 可回收包材转变。因此, 品牌在过渡期间预计加快换材与换包, 并依此对供应链进行调整。例如: 金佰利关闭英国 Flint 湿巾厂, 通过外采以及转移部分产能至德国补缺; 零售商(Boots、Tesco)提前下架或停售含塑湿巾, 把“无塑”变为准入门槛; 代工商如 Rockline、Nice-Pak 则加大或依靠英国产能强化本地供给。对中国供应链而言, 具备无塑卷材生产能力、包装可回收&PCR 方案、性能&合规测试达标、良率稳定以及产能充裕的企业, 有望在相应市场获得增量订单。

表 5: 英国禁塑令、欧盟 PPWR 的背景、内容、影响和执行情况梳理

| 地区 | 法案/文书名称 | 宣布/生效时间 | 生效/过渡时间 | 立法背景 |
|----|---|--|---|--|
| 英国 | UK-wide ban announcement & consultation outcome | 2024 年 4 月宣布 | 各法域分别立法, 过渡期 18 个月 | 微塑料与水环境治理; 公众咨询支持度高 (UK 全国协同推进) |
| 欧盟 | 包装与包装废弃物法规 (PPWR) | 2025 年 2 月生效 | 多数条款自 2026-08-12 起适用 | 应对包装废弃物增长与回收体系碎片化; 提升全链路循环(设计-收集-回收-再生)并减少一次性塑料对环境的影响 |
| 地区 | 法案/文书名称 | 核心内容 | 执行力度&进度 | 影响 |
| 英国 | UK-wide ban announcement & consultation outcome | 禁止向终端用户供应/销售含塑湿巾(常见医疗/药房等豁免) | 全国推进; 威尔士 2026-12-18 起执行, 英格兰发布并推进草案、苏格兰宣布将立法、北爱尔兰法规 2025 年 9 月生效 | 要求切换无塑基材湿巾; 清理库存与渠道; 与 EPR、标签、包装法规联动 |
| 欧盟 | 包装与包装废弃物法规 (PPWR) | 统一全欧包装负责: 可回收标准、再生成分比例要求、复用目标、EPR 与标识/信息披露统一 | 成员国直接适用; 下游品牌均提出未来实现包装可回收/可再用的目标 | 湿巾的软包/盖膜、卫生用品的内袋/外盒/套筒的材质与结构优化(单一材质化、减薄、再生料), 建立 EPR 申报与数据追溯 |

资料来源: 英国政府&威尔士政府&苏格兰政府官网, EUR-Lex 官方报告, DG Environment, 长江证券研究所

表 6: 英国禁塑令下, 当地主要品牌、零售、制造商的应对措施及影响

| 企业 | 定位 | 应对措施 | 原因 | 影响 |
|------------------------|-------------------|--|----------------------------|--------------------------------|
| 金佰利 | 品牌商 (自有工厂 + 部分外包) | 关闭英国 Flint 湿巾产线, 部分产量转移至德国 | 难以在英国政府设定时间点前完成“去塑”改造 | 英国本地供应收缩, 短期提高境外工厂/外采比重 |
| 宝洁 | 品牌商 (自有工厂 + 部分外包) | 帮宝适推出 0%塑料的婴儿湿巾 (100% 植物纤维) 并规模上架 | 英国禁塑+消费者偏好, 配合公司 2030 包装目标 | 原料切换+与供应商重构规格; 为欧盟 PPWR 包装改造铺路 |
| WaterWipes | 品牌商 | 全线塑料自由/植物纤维路线, 持续教育英国市场 | 顺应禁塑与“纯净配方”定位 | 对上游高纤维素卷材与无塑认证的需求稳定 |
| Boots | 零售商 | 宣布并实施停售含塑湿巾 (含自有品牌与平台上架品牌) | 可持续与合规先行, 配合政府禁塑路线 | 倒逼品牌与代工换材 (纤维素系) 与换包 (可回收) |
| Nice-Pak International | 制造商 | 关闭德国 Osterweddingen 工厂, 产能转至英国 Flint、Wigan | 市场/成本与合规评估后集中产能, 提高在英/欧竞争力 | 英国本地供给增强, 有利承接品牌与零售商自有品牌订单 |
| Rockline | 制造商 | 英国本地制造能力仍强劲 | 零售“无塑”与品牌多元策略需要就近响应 | 提升英国本地化供给与渠道黏性 |

资料来源: Unite, Pampers 英国官网, Boots 官网, Nonwovens Industry, Rockline Europe, 长江证券研究所

从头部品牌采购趋势来看, 材料预计为品牌外购增量更显著的环节, 制品次之。原辅材料, 因卷材投资大、迭代快、规模经济依赖多客户, 品牌重视资产效率下, 卷材以外购为主。在原辅材料成本结构中占比较高、对产品性能影响较大但品牌自建程度低的背景下, 受益于成本、交付效率、地缘政治等多方面的推动, 多数头部品牌趋向推行“全球招标、区域多供”完善供给体系, 中国则有望在亚太和新兴市场中持续强化配套优势。制品, 因其专有转换工艺、良率与配方等为品牌的核心竞争优势, 因此品牌以自有产能为主、外协产能为辅, 预计后续在小批多频、新兴市场、受地缘政治&环保政策影响等的弹性需求增多上, 外协产能有望随之增加。

海外个护巨头主要为宝洁和金佰利, 宝洁 FY2024 婴儿护理和家庭护理板块营收为 202.5 亿美元, 金佰利 2023 年护理用品营收为 106.9 亿美元。近年来海外无纺布巨头供应链体系中, 中国地位得到逐步强化, 这一方面源自全球无纺布产业转移带来的强大拉力, 中国凭借供应链完整性、劳动力及集群效率, 无纺布出口份额逐年提升, 2024 年已占据全球出口额的 23%。

表 7: 世界头部个护品牌营收规模、主要品牌&产品梳理

| 品牌 | FY2024 个护收入(亿美元) | 个护主要品牌&产品 |
|----------|------------------|---|
| 宝洁 | 200 | Pampers 纸尿裤、Always 卫生巾、Tampax、湿巾 |
| 金佰利 | 150 | 好奇纸尿裤、Kotex 卫生巾、Depend 成人护理、湿巾 |
| 爱生雅 | 20.2 | TENA 成人护理、Libresse 卫生巾、Drypers 纸尿裤、Tempo/湿巾 |
| 尤妮佳 | 未公开 | Moony 纸尿裤、Sofy 卫生巾、Lifree 成人护理、湿巾 |
| 花王 | 未公开 | Merries 纸尿裤、Laurier 卫生巾、Relief 成人护理、湿巾 |
| ONTEX | 20.2 | 婴儿/女性/成人护理成品 (零售自有品牌/OEM)、湿巾 |
| Edgewell | 15.1 | Stayfree/Carefree/Playtex 女性护理、Wet Ones 湿巾 |
| 维达国际 | 4.3 | Libresse (薇尔) 卫生巾、部分婴儿纸尿裤与湿巾; 纸品为主业 |
| 恒安国际 | 9.8 | 七度空间卫生巾、安儿乐纸尿裤、心相印湿巾/纸品 |

资料来源: Wind, 各公司官网, 长江证券研究所 注: 以上个护收入未考虑纸巾, 主要为湿巾、卫生巾、纸尿裤

具体至前两头巨头的供应链策略变化:

宝洁 2020 年启动供应链 3.0 战略转型，即将供应链体系从之前的集中效率型转为同步响应型，需求驱动、实时同步以及与零售渠道的协同成为供应链体系的核心支柱，因此具备完善供应链与庞大市场的中国地区成为战略转移的重要目标，宝洁 2018 年在中国广东投资 1 亿美元建立中国数字创新中心，之后陆续建设新智能制造中心、智能技术创新中心，2023 年将供应链控制中心由欧洲转至广东，强化大中华区的供应链能力并加强对“一带一路”沿线国家的辐射。

此外，宝洁的供应链策略为“自制为主，关键环节多源外包¹”，即自有工厂承担核心品类及就近生产职能，其在全球 33 个国家自有并运营 78 座工厂（另有美国本土工厂），同时将在全球范围通过严格审核的外包工厂作为弹性供给补充。受欧洲限塑（PPWR）推高欧洲合规与包装成本、当地能源&用工成本高位，以及中国无纺布与包装配套的性价比与工艺升级，预计宝洁有望增加采购中国无纺布及成品。但值得注意的是，宝洁 FY2026 仍在进行 4%-5% 的资本开支以增强自制能力，且考虑其多元外包策略，预计中国更有望承接的为通用性价比品类且单一供应商集中度不高。

表 8：宝洁供应链 3.0 框架将供应链体系从之前的集中效率型转为同步响应型

| | 供应链 1.0 (孤岛式) | 供应链 2.0 (集中效率性) | 供应链 3.0 (同步响应型) |
|--------|---------------|-----------------|------------------|
| 核心哲学 | 职能部门各自为政 | “一刀切”，成本效率最大化 | 需求驱动，客户服务差异化 |
| 规划流程 | 基于内部订单 | 基于历史出货量预测（推动式） | 基于零售终端数据（拉动式） |
| 关键技术 | 基础 ERP 系统 | 供应链计划和网络规划工具 | 控制塔、AI/ML、实时数据集成 |
| 首要成功指标 | 部门 KPI（如制造成本） | 总物流成本、单位成本 | 在架有货率、现金转换周期 |
| 组织结构 | 严格的职能壁垒 | 集中化的供应链规划部门 | 跨职能、端到端的协同团队 |

资料来源：罗戈网，长江证券研究所

金佰利近年供应链与运营变革聚焦于“数字化重构、产品聚焦和本地化强化”。策略维度，公司在“Powering Care”转型下，提升生产力与营运资金效率，支持高价值个护品类增长。**品类维度**，金佰利将美国以外的纸巾纳入合资平台、资产外包化，资源向个人护理（纸尿裤、女性护理、成人护理、湿巾）倾斜，和 Suzano 的交易完成后（预计 2026 年年中）金佰利预计 2/3 净收入将来自个护板块，2023 年个护板块营收占比为 52%。

区域供给侧，北美加大生产投入，非美市场多源采购来实现成本与风险的管控。金佰利于北美实施 30 年来最大规模的本土扩建与自动化升级，宣布未来五年于北美投入超过 20 亿美元，配合“local-for-local”缩短交付半径、增强韧性。非美市场（亚太/拉美/中东非等）预计在加大个护投入、注重成本和效率的背景下，有望加大对原辅材料（如：卷材、SAP、热熔胶等）的全球招标和区域多供，但考虑金佰利的个护业务仍以自有产能为主，强调自研/自建的专有生产资产与本地化工厂网络，预计制品多采取外包产能用于满足小批多频、新兴市场、受地缘政治影响等的弹性需求。

因此，对中国制造而言，在非织造材料及辅料方面具备完善质量管控和交付能力的供应商有望进入金佰利供应链体系或强化合作，制品在金佰利“近场制造、柔性代工”的决策驱动下，中国—东盟的联动产能在亚洲及新兴市场竞争能力增强。

¹ 不只依赖一家外部供方或一家合同制造商，而是引入多家合格第三方以分散单一来源中断的风险

公司：进入门槛与研发优势共筑壁垒

覆盖多地的合规认证为服务海外优质客户建立准入门槛，认证体系可同时覆盖品牌客户的“研发/安全”需求与 KA 客户的“审厂/规模交付”需求。对于品牌客户，公司具备 ISO22716 (化妆品 GMP) 与 ISO13485 (医用体系)，并叠加 US FDA CFSAN Cosmetic GMP Guidelines、FDA 及 EPA 等北美合规背书和 FSC CoC、PEFC CoC 等 ESG 认证，使其更容易进入头部品牌供应链；而 KA 客户则对供应链审厂与现场管理要求更刚性，对应洁雅具备 BRCGS 等零售商供应链硬门槛认证。相较同业，诺邦在欧盟/北欧渠道型标签认证更为齐全，在北欧渠道有竞争优势；倍加洁在 BRC+ISO 体系基础上叠加 CNAS 等检测能力，在北美市场认证体系完备、拥有检测背书。因此，基于北美合规背书和 ESG 认证，洁雅更易在北美品牌客户中形成进入壁垒，且通过了零售商供应链硬门槛认证，以 KA 订单补充规模效率。

表 9: 洁雅股份、诺邦股份和倍加洁, 湿巾加工业务合规认证/资质的对比

| 认证/资质 | 适用地区/ 典型客户 | 核心要求要点 (审厂关注) | 备注 | 认证 难度 | 洁雅 | 诺邦 | 倍加洁 |
|-----------------------------------|-------------------------|--|----------------------|----------|----|----|-----|
| BRCGS/BRC 全球消费品 (零售商) 标准 | 英国/欧盟大型零售商与私牌供应链 | 现场卫生与虫控、异物控制、追溯与召回、供应商管理、纠偏闭环; 零售商审厂常见硬门槛 | 对海外 KA/私牌订 单证明力强 | 高 | ✓ | | ✓ |
| ISO 22716 化妆品 GMP | 欧美/日韩欧美个护 (湿巾/面膜等皮肤接触品) | 人员卫生、交叉污染控制、生产过程控制、可追溯、偏差、变更控制、文件体系; 品牌审厂关键项 | 高端个护客户准入 硬门槛之一 | 高 | ✓ | ✓ | ✓ |
| ISO 13485 医疗器械质量管理体系 | 医用护理湿巾/院线客户 | 风险管理、验证确认、供应商控制、法规符合、追溯与投诉闭环; 医用类客户审厂门槛最高之一 | 医用与 OTC 路径的 关键门槛 | 高 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 美国 GMPC / GMPC-US (化妆品 GMP 第三方口径) | 北美个护品牌/零售商审厂清单 | GMPC 运行与记录可审计、卫生与验证、供应商与变更管理; 更贴近北美客户审厂语言 | 对北美客户有加 分, 但披露不含有 效期 | 中高 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 美国 FDA (工厂/产品注册或 监管合规, 视产品属性) | 北美渠道 (医用 /OTC/特定宣称 类) | 监管可审计、抽查应对、记录追溯; 客户更关注“合规可验证”与 风险响应能力 | 法规/注册类: 口径 需结合产品分类 | 高 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 美国 EPA (消杀宣称类注册) | 北美消毒/抑菌宣称 湿巾 | 有效成分/标签/宣称合规; 配方与 标签一致性; 抽查应对 | 仅适用于带消杀宣 称的产品线 | 高 | ✓ | | |
| 欧盟 CE (如归类医疗器械/特 定合规路径) | 欧盟医疗器械/护理 耗材路径 | 符合性评估、技术文档、DoC、市 场监管抽查; 是否需要公告机构取 决于产品分类 | 法规路径: 证明力 取决于产品类别 | 高 | | ✓ | |
| 欧盟 REACH (化学合规) | 欧盟渠道/对配方与 包材化学敏感客户 | SVHC/限制物质、供应链沟通与 SDS; 配方/原料变化需再评估 | 合规底线, 但对欧 盟订单必要 | 高 | | ✓ | |
| 北欧白天鹅 (Nordic Swan Ecolabel) | 北欧高端渠道 (环 保/健康敏感) | 原料限制与环境指标、文件齐备; 可现场核查; 对渠道背书强 | 北欧渠道高含金量 认证 | 高 | | ✓ | |
| Asthma-Allergy Nordic (过 敏友好) | 北欧敏感人群/高端 渠道 | 禁限致敏物质、全配方披露与测试 /文件审查; 对敏感肌人群卖点强 | 差异化背书明显 | 高 | | ✓ | |
| CNAS/ISO 17025 实验室认 可 | 国际客户验厂/检测 报告互认 | 方法验证、不确定度、能力验证、 可追溯性; 出具国际互认检测报告 | 对审厂与客户验证 提效 | 中高 | | ✓ | ✓ |
| FSC CoC (森林认证链条监 管) | 欧美零售商 ESG/可 持续采购 | 原料可追溯、受控来源、标识使用 规范; 招投标/KA 采购常见加分项 | ESG 加分项, 非湿 巾核心技术壁垒 | 中高 | ✓ | ✓ | |
| PEFC CoC (森林认证链条监 管) | 欧美/全球 ESG 采 购 | 链条追溯与标识管理 (与 FSC 类 似) | ESG 加分项 | 中高 | ✓ | | |
| HALAL (清真: MUI / BPJPH) | 中东/东南亚清真市 场 | 原料合规、交叉污染控制、清真保 证体系文件与现场审核 | 特定市场准入项 | 中高 | ✓ | | |

资料来源: 公司公告、公司官网、BRCGS/欧盟/ECHA 等官方文件, Wind, 长江证券研究所 注: 统计时点为 2024A (洁雅、倍加洁) 及 2025H1 (诺邦)

客户持续高频审厂叠加洁雅配方技术形成合作粘性。一方面, 通过以上认证后, 客户亦需以年度周期为主进行审厂 (部分不通知审计要求), 持续高频的审厂提高了行业的进入壁垒。另一方面, 相较更重视成本和交付的零售商, 头部个护品牌商更重研发协同、配方迭代、稳定性与法规文件, 其中配方开发需要原料安全性评估、毒理学评估、防腐

挑战测试与配方稳定性测试等，周期长、投入高，且对微生物控制与验证体系要求高，洁雅亦提到“溶液配方定制开发”是衡量湿巾制造商研发实力的关键。

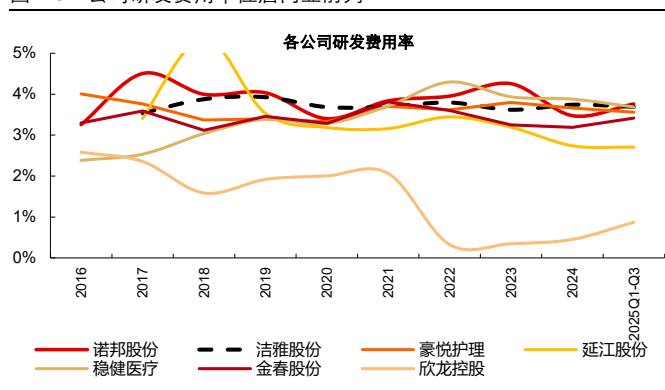
洁雅于铜陵和上海两地分别建立了现代化的研发技术中心，与国内高校在提取、发酵等工艺建立长期产学研合作，具备独立开发各种湿巾、化妆品类产品的研发能力，拥有近百名技术研发人员。其研发费用率长期位于 3.5% 以上，位居行业前列。公司拥有 6 项发明专利、51 项实用新型专利、2 项外观设计专利，相较可比湿巾公司亦较为领先。

表 10：洁雅股份所通过的合规认证的审厂频率以年度审核为主

| 认证/资质 | 证书有效期&审厂时长 |
|----------------------------------|---|
| BRCGS/BRC 全球消费品（零售商）标准 | 常规年度审核；GFSI 基准要求：证书覆盖范围的场所至少每 3 年包含 ≥1 次不通知审计 |
| ISO 22716 化妆品 GMP | 管理体系证书通常 3 年周期；期间年度监督审核（示例口径见 ClassNK） |
| ISO 13485 医疗器械质量管理体系 | 典型三年认证周期；每年审核一次（初审/监督/再认证） |
| 美国 GMPC / GMPC-US（化妆品 GMP 第三方口径） | 周期通常由发证机构规定（常见年度监督/到期续证） |
| 美国 FDA（工厂/产品注册或监管合规，视产品属性） | 按法规与产品属性定期更新注册/信息；并接受监管抽查/飞检（周期因产品类别差异大） |
| 美国 EPA（消杀宣称类注册） | 持续合规；配方/宣称变更通常需重新评估/备案（以法规为准） |
| FSC CoC（森林认证链条监管） | 证书有效期通常 5 年；年度监督审核维持 |
| PEFC CoC（森林认证链条监管） | 证书有效期通常最长 5 年；年度监督审核维持 |
| HALAL（清真：MUI / BPIPH） | 按证书到期续证；持续维持清真保证体系 |

资料来源：BRCGS/欧盟/ECHA 等官方文件，长江证券研究所

图 15：公司研发费用率位居同业前列



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：因 2018 年延江研发费用率过高，图中不予显示

图 16：公司拥有两大现代化研发中心，拥有完备的新产品开发流程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

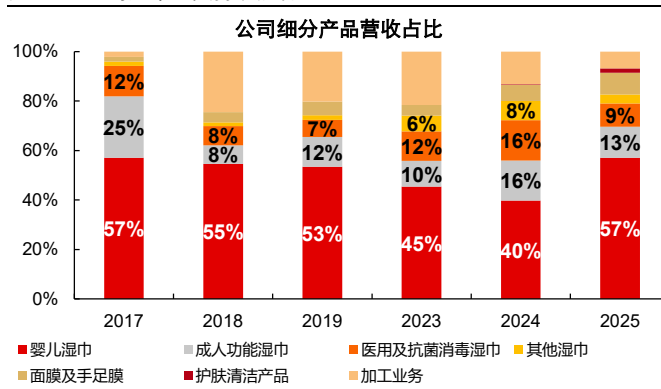
持续扩张 SKU 并提升交付效率，满足客户一站式采购需求，强化客户粘性的同时支撑长期放量。公司湿巾产品包括婴儿/成人功能/抗菌消毒等 6 大系列、60 多个品种，已成为国内系列最全、品类最丰富的功能性湿巾制造商。细分品类拓展下，公司湿巾品类集中度持续分散的同时，亦可以做到产能利用率旺季具备较大弹性，具备较强的交付效率，公司 2018-2021 年湿巾产能利用率均 > 100%，2020 年甚至达 158%。伴随公司在头部客户供应体系内跑通，公司可承接同一客户多场景、多规格、多功效的产品组合，支撑大客户持续放量，客户亦倾向于在同一供应商内复购和扩品类，而非频繁切换。

图 17：公司湿巾品类丰富、产品矩阵齐全



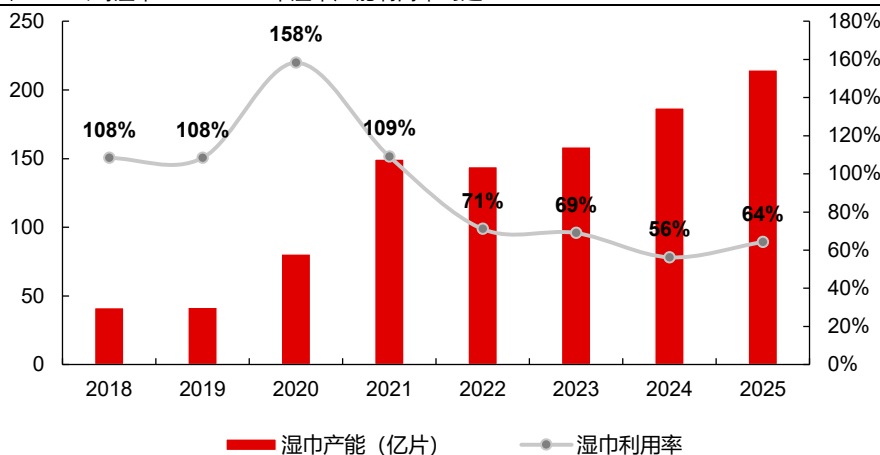
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 18：公司湿巾品类持续扩容



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：剔除因事件影响导致营收结构异常的 2020~2022 年

图 19：公司湿巾 2018-2021 年湿巾产能利用率均超 100%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

壁垒和粘性强的头部品牌为基，KA 作为补充。公司和多个海外品牌合作时长达 5~16 年不等，客户结构呈现“品牌为主、KA 为辅”的特征，品牌包括利洁时、金佰利、强生、欧莱雅、宝洁等品牌，KA 则 Woolworths 为代表。2025 年客户销售额 CR5 为 79%、CR1 为 37%，2018 年以来 CR5 最低为 78%、最高为 91%，客户集中度高位波动。印证基于配方技术、认证和验厂壁垒，公司和头部品牌形成了“认证壁垒&产品力→客户粘性→长期且优盈利订单”的正循环，同时以 KA 补充规模，形成更抗周期的外销客户组合。

表 11: 公司前五大客户及占公司总营收列示

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|------------|------------|------------|------|------|------|------|------|
| 品牌 | | | | | | | | |
| 第一大 | Woolworths | Woolworths | 利洁时 | | | | | |
| 第二大 | 强生公司 | 强生公司 | Woolworths | 高乐士 | | | | |
| 第三大 | 金佰利 | 金佰利 | 强生公司 | | | | | |
| 第四大 | 欧莱雅 | 欧莱雅 | 金佰利 | | | | | |
| 第五大 | 中山爱护 | 杭州贝咖 | 杭州贝咖 | | | | | |
| 占比 | | | | | | | | |
| 第一大 | 37% | 43% | 35% | 38% | 25% | 26% | 29% | 37% |
| 第二大 | 22% | 24% | 24% | 14% | 17% | 21% | 21% | 20% |
| 第三大 | 14% | 15% | 13% | 14% | 13% | 14% | 12% | 10% |
| 第四大 | 11% | 6% | 11% | 9% | 13% | 10% | 9% | 6% |
| 第五大 | 4% | 3% | 7% | 8% | 11% | 8% | 8% | 6% |
| 合计 | 89% | 90% | 90% | 82% | 79% | 79% | 78% | 79% |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

 表 12: 公司客户的所属地、合作时长、相关业务收入规模²等列示

| 客户名称 | 客户类型 | 客户所属地 | 产品类别 | 生产模式 | 合作开始(年) | 合作时长(年) | 客户相关业务收入规模(2024) |
|------------|-------|-------|---------------------------|--------------------|---------|---------|---------------------------|
| Woolworths | KA | 澳大利亚 | 婴儿/成人/医用及抗菌消毒湿巾、面膜、其他系列湿巾 | ODM | 2009 | 16 | |
| 金佰利 | | 美国 | 婴儿/成人湿巾、湿厕纸 | 加工业务 | 2012 | 13 | 婴儿/成人/家庭相关产品规模 150 亿美元 |
| 强生 | | 美国 | 婴儿/成人功能湿巾、手足膜 | OEM | 2016 | 9 | 年自我健康护理业务规模 65.27 亿美元 |
| 宝洁 | | 美国 | 婴儿/成人/其他湿巾 | ODM | 2020 | 5 | 婴儿、女性及家庭护理业务规模 200 亿美元 |
| 欧莱雅 | 品牌 | 法国 | 面膜 | 以加工业务为主; 少量面膜为 OEM | 2013 | 12 | 皮肤护理业务规模 170 亿欧元 |
| 利洁时 | | 英国 | 医用及抗菌消毒系列湿巾 | OEM | 2020 | 5 | Lysol 等消毒清洁产品规模约 61.4 亿英镑 |
| 高乐氏 | | 美国 | 医用及抗菌消毒系列湿巾 | OEM | 2021 | 4 | Clorox 清洁消毒产品 27 亿美元 |
| Rockline | 湿巾代工商 | 美国 | 湿巾 | | 2020 | 5 | |
| Babycare | 品牌 | 中国 | 成人功能性系列湿巾 | ODM | 2019 | 6 | |
| 东方优选 | 直播电商 | 中国 | | | 2024 | 1 | |

资料来源: 公司公告, 各公司官网, 长江证券研究所 注: 1) “所属地”按客户集团总部所在地统计, 不代表订单采购主体所在地; 2) 合作时长按截至 2025 年取整计算, 即合作时长=2025-合作开始年份。

相对集中的行业格局, 给予公司较大的成长潜力。湿巾行业主要玩家均为海外头部个护公司, 按公司口径统计, 2025 年行业 CR5/CR10 分别为 32%、40%, 集中度较高。洁

² 金佰利采用“婴儿/成人/家庭护理”业务口径, 涵盖婴儿湿巾及湿厕纸; 强生采用子公司 kevenue “Self Care (自我健康护理)”业务口径, 包含护理湿巾相关产品; 欧莱雅采用“皮肤护理”业务口径, 涉及面膜及美容湿巾; 宝洁采用“婴儿、女性及家庭护理”业务口径, 包含婴儿湿巾; 利洁时采用“消毒清洁产品 (Lysol 等)”业务口径, 涵盖消毒湿巾; 高乐氏采用“清洁消毒产品”业务口径, 核心产品为消毒湿巾; 贝亲采用“婴儿护理业务”口径, 包含婴儿湿巾; 3M 采用“消费品/清洁产品”业务口径, 涉及清洁及消毒湿巾产品。

雅与前五大客户均建立了较长的合作关系，CR5 销售规模为 62 亿美金，洁雅占前五大品牌湿巾采购额的份额预计均低于 1%，提升空间可观。

表 13：湿巾行业前十大客户份额、规模、集中度列示

| 份额 (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 25 年零售额(美元) |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 宝洁 | 15.0% | 14.6% | 13.9% | 13.9% | 14.1% | 14.0% | 13.7% | 13.3% | 25 |
| 金佰利 | 11.0% | 10.9% | 10.2% | 10.5% | 11.2% | 11.0% | 10.9% | 10.6% | 20 |
| 高乐氏 | 3.5% | 3.5% | 4.4% | 4.0% | 3.8% | 3.5% | 3.4% | 3.4% | 7 |
| 科赴 | 4.9% | 5.0% | 4.9% | 4.8% | 3.8% | 3.1% | 3.1% | 3.0% | 6 |
| 利洁时 | 2.4% | 2.3% | 2.6% | 2.5% | 2.1% | 2.1% | 2.0% | 1.9% | 4 |
| 恒安 | 1.4% | 1.6% | 1.8% | 1.9% | 1.9% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 3 |
| 花王 | 2.9% | 2.9% | 2.9% | 2.5% | 2.1% | 1.9% | 1.7% | 1.6% | 3 |
| Dude Products Inc | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.9% | 1.3% | 1.6% | 3 |
| 爱适瑞 | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 2.2% | 2.3% | 2.2% | 1.6% | 1.5% | 3 |
| 拜尔斯道夫 | 1.4% | 1.3% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 2 |
| CR5 | 37.3% | 36.7% | 35.2% | 34.2% | 34.5% | 33.8% | 33.1% | 32.2% | 62 |
| CR10 | 45.8% | 45.4% | 44.4% | 43.5% | 43.3% | 42.1% | 40.7% | 40.0% | 77 |

资料来源：欧睿，长江证券研究所

总结来看，收入端，公司背靠规模可观、增长稳健、较为集中的全球湿巾市场，在政策及品牌采购策略变化的催化下，公司基于配方技术、认证和验厂壁垒，有望和头部品牌形成“进入壁垒&产品力→客户粘性→长期且优盈利订单倾斜”的正循环，美国新工厂则有望驱动公司再上一台阶。利润端，公司历史盈利能力波动主因毛利率变化叠加管理费用率上行，减值为阶段性扰动。伴随湿巾毛利率修复、产能利用率回升、新工厂投建后逐步成熟、咨询费等可控支出维持低位，叠加减值回归常态，公司盈利有望进入修复通道。

风险提示

- 1、原材料价格波动风险：若上游原材料价格波动较大，预计对公司业绩产生影响；
- 2、贸易磋商政策变化：公司代工业务存在对美敞口，若后续美国对中国关税政策发生变化，预计对代工业务的收入和业绩产生影响；
- 3、美国工厂投产或运营不及预期：公司的美国工厂预计于 2026 年投产，若投产进度及运营能力不及预期，预计对代工业务的收入和业绩产生影响；
- 4、终端消费波动风险：如果国内外终端消费波动，预计对公司代工业务的订单及产能利用率产生影响；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。一方面，伴随政策和品牌采购策略催化，公司代工业务有望在海外个护品牌中提升份额。另一方面，基于美国工厂的建设，公司如期投产下可以带来较大产值贡献和客户关系加深。因此，大客户采购份额倾斜、新产能释放、盈利回升下，预计公司 2026、2027 年营收分别为 8.7 亿元、10.7 亿元，增速分别为+13%、+24%，归母净利润分别为 0.81 亿元、1.24 亿元，增速分别为+5.4%、+53%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若原料价格攀升、中美贸易政策明显恶化、大客户下单节奏波动或美国工厂运营不及预期，公司未来收入和业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，公司 2026、2027 年收入分别降至 8.1 亿元、9.9 亿元，增速分别为+5%、+23%，毛利率分别降低至 24.8%、25.4%，则对应测算归母净利润分别为 0.67 亿元、1.12 亿元，增速分别为-12.7%、+65.5%。

表 14：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

| | 基准情形 | | | 悲观情形 | | |
|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 7.7 | 8.7 | 10.7 | 7.7 | 8.1 | 9.9 |
| --yoy | 41.0% | 12.5% | 23.6% | 41.0% | 4.8% | 22.8% |
| 毛利率 | 25.4% | 25.4% | 25.9% | 25.4% | 24.8% | 25.4% |
| 归母净利润 | 0.77 | 0.81 | 1.24 | 0.77 | 0.67 | 1.12 |
| --yoy | 297.0% | 5.4% | 52.6% | 297.0% | -12.7% | 65.5% |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业总收入 | 772 | 869 | 1073 | 1166 | 货币资金 | 649 | 714 | 827 | 1021 |
| 营业成本 | 576 | 648 | 796 | 862 | 交易性金融资产 | 249 | 249 | 249 | 249 |
| 毛利 | 196 | 221 | 278 | 304 | 应收账款 | 236 | 211 | 244 | 258 |
| %营业收入 | 25% | 25% | 26% | 26% | 存货 | 91 | 106 | 132 | 140 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 9 | 预付账款 | 6 | 6 | 8 | 8 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 其他流动资产 | 317 | 258 | 259 | 259 |
| 销售费用 | 6 | 7 | 10 | 10 | 流动资产合计 | 1548 | 1544 | 1718 | 1934 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 长期股权投资 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 管理费用 | 61 | 69 | 85 | 91 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 8% | 8% | 8% | 8% | 固定资产合计 | 426 | 427 | 403 | 320 |
| 研发费用 | 28 | 32 | 40 | 43 | 无形资产 | 63 | 61 | 59 | 57 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 4% | 4% | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1 | 12 | -5 | -5 | 递延所得税资产 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| %营业收入 | 0% | 1% | 0% | 0% | 其他非流动资产 | 274 | 270 | 266 | 262 |
| 加: 资产减值损失 | -17 | -8 | -8 | -6 | 资产总计 | 2328 | 2320 | 2464 | 2591 |
| 信用减值损失 | -13 | -11 | -12 | -10 | 短期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 5 | 0 | 0 | 0 | 应付款项 | 147 | 172 | 206 | 222 |
| 投资收益 | 11 | 10 | 13 | 13 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 87 | 92 | 141 | 161 | 应付职工薪酬 | 15 | 14 | 17 | 19 |
| %营业收入 | 11% | 11% | 13% | 14% | 应交税费 | 15 | 8 | 7 | 9 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 207 | 132 | 159 | 178 |
| 利润总额 | 87 | 92 | 141 | 161 | 流动负债合计 | 384 | 326 | 390 | 428 |
| %营业收入 | 11% | 11% | 13% | 14% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税费用 | 9 | 10 | 17 | 19 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 77 | 82 | 124 | 142 | 递延所得税负债 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 77 | 81 | 124 | 142 | 其他非流动负债 | 46 | 47 | 47 | 47 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 446 | 389 | 453 | 491 |
| EPS (元) | 0.68 | 0.72 | 1.10 | 1.26 | 归属于母公司所有者权益 | 1882 | 1931 | 2010 | 2100 |
| | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 股东权益 | 1882 | 1931 | 2010 | 2101 |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 负债及股东权益 | 2328 | 2320 | 2464 | 2591 |
| 经营活动现金流净额 | 99 | 168 | 206 | 234 | | | | | |
| 取得投资收益收回现金 | 47 | 10 | 13 | 13 | 基本指标 | | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 资本性支出 | -365 | -80 | -60 | 0 | 每股收益 | 0.68 | 0.72 | 1.10 | 1.26 |
| 其他 | 479 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.88 | 1.49 | 1.83 | 2.08 |
| 投资活动现金流净额 | 160 | -70 | -47 | 13 | 市盈率 | 48.91 | 39.39 | 25.81 | 22.63 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 1.99 | 1.66 | 1.60 | 1.53 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 23.02 | 14.01 | 11.02 | 9.29 |
| 银行贷款增加 (减少) | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 3.5% | 3.5% | 5.2% | 5.6% |
| 筹资成本 | -19 | -31 | -47 | -53 | 净资产收益率 | 4.1% | 4.2% | 6.2% | 6.8% |
| 其他 | -74 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 10.0% | 9.4% | 11.6% | 12.2% |
| 筹资活动现金流净额 | -93 | -31 | -47 | -53 | 资产负债率 | 19.2% | 16.8% | 18.4% | 18.9% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | 166 | 67 | 113 | 194 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.37 | 0.45 | 0.46 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。