

## 公司研究

## 国光增长亮眼、净利率提升，卷材业务受关税扰动

## ——诺邦股份（603238.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：15.59 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

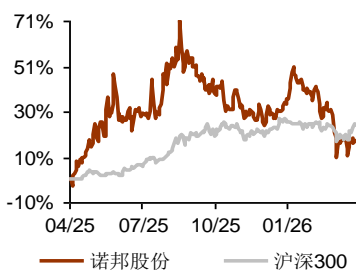
021-52523842

zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.78
总市值(亿元):	27.67
一年最低/最高(元):	13.86/23.60
近3月换手率:	74.36%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.71	-22.65	-14.95
绝对	5.62	-20.86	11.45

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 业绩符合预期，制品业务持续高增——诺邦股份（603238.SH）2025 年三季报点评（2025-10-28）

上半年业绩表现超预期，卷材和制品业务协同发力——诺邦股份（603238.SH）2025 年中报点评（2025-08-26）

具备工匠精神的水刺无纺布头部企业——诺邦股份（603238.SH）投资价值分析报告（2025-05-25）

## 要点

## 事件：

诺邦股份发布 2025 年年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现营业收入 28.7 亿元，同比增长 28.5%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 23.2%，扣非归母净利润 1.1 亿元，同比增长 31.4%。EPS 为 0.66 元。另外，2025 年经营净现金流同比增加 64.8% 至 4.1 亿元。

分季度来看，25Q1/Q2/Q3/Q4 公司单季度收入分别为 6.1/7.3/6.8/8.5 亿元，分别同比+39.1%/+28.9%/+23.2%/+25.6%，归母净利润分别为 3043/3490/3061/2138 万元，分别同比+48.6%/+48.1%/+20.9/-17.4%。26Q1 公司实现收入 7.1 亿元，同比增长 16.2%，归母净利润 3104 万元，同比增长 2.0%，利润增速弱于收入主要系关税背景下卷材售价同比有所下降、汇兑损失增加、原材料成本上涨等因素影响。

## 点评：

## 25 年制品/卷材收入同比+42.6%/-2.6%，国光净利率提升 0.7PCT 至 2.7%

分业务板块来看：1) 制品业务：制品业务 25 年实现收入 21.5 亿元，同比增长 42.6%，25H1/H2 收入分别同比+39.4%/+45.1%。其中，杭州国光合并层面 25 年实现收入 19.6 亿元，同比增长 40.8%，净利润 5335 万元，同比增长 85.2%，净利率同比提升 0.7PCT 至 2.7%。

2) 卷材业务：卷材业务 25 年实现收入 6.9 亿元，同比下滑 2.6%，25H1/H2 收入分别同比+18.9%/-21.2%，25H2 收入下滑主要系关税因素影响美国大客户下单。另外，卷材业务利润端推算来看，25 年其实现归母净利润 8872 万元，同比增长 21.8%，归母净利率同比提升 2.6PCT 至 12.8%。

分地区来看：25 年境内/境外分别实现收入 14.4/14.3 亿元，收入占比分别为 50.1%/49.9%，收入分别同比+38.3%/+19.9%。

## 25 年毛利率及费用率平稳，经营净现金流增加；26Q1 毛利率持平、费用率提升

毛利率：25 年毛利率同比提升 0.1PCT 至 14.8%，其中 25 年卷材/制品毛利率为 24.6%/11.3%，同比+2.8/-0.1PCT；境内/境外毛利率为 8.1%/21.3%，同比-4.7/+4.8PCT。分季度来看，25Q1~Q4 单季度毛利率同比+0.7/+1.1/+0.8/-2.5PCT 至 15.7%/15.7%/15.2%/12.6%；26Q1 毛利率为 15.7%，同比持平。

费用率：25 年期间费用率为 8.0%，同比下降 0.1PCT，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/2.4%/3.7%/-0.4%，分别同比-0.6/-0.5/+0.2/+0.8PCT。分季度来看，25Q1~Q4 单季度期间费用率分别同比-1.9/+1.5/持平/-0.2PCT；26Q1 期间费用率同比提升 0.9PCT，其中主要系销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/-0.4/+0.5/+1.1PCT。25 年及 26Q1 财务费用率提升主要系汇兑收益减少所致。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比增加 20.8%至 3.0 亿元，26Q1 较年初增加 27.5%，25 年及 26Q1 存货周转天数分别为 40/51 天，分别同比持平/+2 天。2) 应收账款 25 年末同比增加 19.2%至 4.7 亿元，26Q1 较年初减少 4.1%，25 年及 26Q1 应收账款周转天数分别为 54/58 天，分别同比-2/+3 天。3) 经营净现金流 25 年同比增加 64.8%至 4.1 亿元，26Q1 同比减少 71.5%。

### 下调盈利预测，维持“买入”评级

公司 25 年及 26Q1 业绩基本符合市场预期。分业务板块来看，卷材业务去年二季度开始受关税影响，美国大客户订单有所减少，公司快速调整市场战略，开拓国内及非美市场。同时公司卷材业务设计年产能近 8 万吨，并正在推进年产 1 万吨的卷材产线改造项目，后续将实现产能释放；制品业务方面，国光海外业务持续拓宽，在巩固沃尔玛、高露洁、金佰利等客户基础上，切入智利、新西兰等新兴市场，并且在国内与山姆、胖东来等品质商超建立合作，25 年业绩实现快速增长。

26Q1 公司业绩受地缘政治等多因素影响，利润增速弱于收入，卷材业务承压、国光增速仍较快。展望来看，一方面，随着卷材新产线投产，毛利率较高的可冲散产能占比提升，有望带动卷材订单量与毛利率改善；同时国光亦在不断拓展客户，深化在老客户中的市场份额。另一方面，25Q2 公司业绩开始受关税扰动，26 年后续季度公司业绩基数将逐步走低。

考虑终端需求及地缘政治存不确定性，我们下调公司 2026~2027 年盈利预测(归母净利润较前次预测分别下调 13%/12%)，新增 2028 年盈利预测，对应 2026~2028 年归母净利润分别为 1.48/1.83/2.26 亿元，EPS 分别为 0.84/1.03/1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**中美贸易摩擦的风险、行业竞争加剧、原材料及能源成本波动、环保治理不达标等风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,237	2,874	3,435	4,046	4,702
营业收入增长率	16.80%	28.50%	19.51%	17.78%	16.23%
净利润 (百万元)	95	117	148	183	226
净利润增长率	15.22%	23.20%	26.36%	23.36%	23.56%
EPS (元)	0.54	0.66	0.84	1.03	1.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.80%	8.01%	9.50%	10.90%	12.37%
P/E	29	24	19	15	12
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-23

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,237	2,874	3,435	4,046	4,702
营业成本	1,906	2,452	2,931	3,452	4,009
折旧和摊销	118	136	140	143	146
税金及附加	19	18	21	25	29
销售费用	62	63	73	85	99
管理费用	66	70	80	93	108
研发费用	78	107	124	145	168
财务费用	-26	-10	-4	-8	-10
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	120	170	206	247	298
利润总额	119	168	204	245	295
所得税	9	25	31	37	44
净利润	109	142	173	208	251
少数股东损益	14	25	25	25	25
归属母公司净利润	95	117	148	183	226
EPS(元, 按最新股本计算)	0.54	0.66	0.84	1.03	1.27

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	250	411	459	462	594
净利润	95	117	148	183	226
折旧摊销	118	136	140	143	146
净营运资金增加	85	-198	36	204	170
其他	-49	356	135	-67	53
投资活动产生现金流	-407	-353	-50	-50	-50
净资本支出	-146	-313	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-260	-39	0	0	0
融资活动现金流	-42	-84	-131	-57	-68
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	30	-13	-81	0	0
无息负债变化	249	513	285	310	331
净现金流	-183	-24	278	355	476

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	14.8%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
EBITDA 率	11.7%	11.6%	11.0%	10.5%	10.1%
EBIT 率	6.4%	6.6%	6.9%	7.0%	7.0%
税前净利润率	5.3%	5.8%	5.9%	6.0%	6.3%
归母净利润率	4.3%	4.1%	4.3%	4.5%	4.8%
ROA	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%	5.4%
ROE (摊薄)	6.8%	8.0%	9.5%	10.9%	12.4%
经营性 ROIC	7.2%	9.0%	11.7%	13.0%	14.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	41%	49%	50%	52%	54%
流动比率	1.27	1.13	1.23	1.31	1.38
速动比率	1.04	0.94	1.04	1.12	1.19
归母权益/有息债务	13.30	15.85	142.29	153.07	166.59
有形资产/有息债务	24.22	33.73	314.83	357.03	403.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	2,812	3,398	3,721	4,174	4,679
货币资金	656	965	1,243	1,598	2,075
交易性金融资产	12	12	12	12	12
应收账款	393	468	555	692	759
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	4	5	5	6
存货	245	296	342	392	445
其他流动资产	54	49	51	54	56
流动资产合计	1,366	1,794	2,208	2,754	3,354
其他权益工具	10	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,109	1,157	1,084	1,006	942
在建工程	22	123	119	115	94
无形资产	113	109	98	88	79
商誉	114	114	114	114	114
其他非流动资产	79	90	89	87	86
非流动资产合计	1,446	1,604	1,513	1,421	1,325
总负债	1,163	1,663	1,866	2,176	2,507
短期借款	95	81	0	0	0
应付账款	569	796	952	1,121	1,302
应付票据	299	596	713	839	975
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	113	116	129	142	157
流动负债合计	1,076	1,590	1,793	2,103	2,434
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	87	73	73	73	73
非流动负债合计	87	73	73	73	73
股东权益	1,650	1,735	1,855	1,998	2,172
股本	178	178	178	178	178
公积金	459	459	459	459	459
未分配利润	763	827	922	1,040	1,189
归属母公司权益	1,400	1,465	1,560	1,678	1,826
少数股东权益	249	270	295	321	346

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.76%	2.20%	2.13%	2.11%	2.10%
管理费用率	2.96%	2.43%	2.32%	2.31%	2.30%
财务费用率	-1.15%	-0.36%	-0.11%	-0.20%	-0.21%
研发费用率	3.48%	3.71%	3.60%	3.59%	3.58%
所得税率	8%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.30	0.30	0.37	0.44	0.53
每股经营现金流	1.41	2.32	2.59	2.60	3.35
每股净资产	7.89	8.25	8.79	9.45	10.29
每股销售收入	12.60	16.19	19.35	22.79	26.49

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	29	24	19	15	12
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.2	10.4	8.6	7.7	6.8
股息率	1.9%	1.9%	2.3%	2.8%	3.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼