

## 海外卫材供应链重构，国内无纺布企业或迎机遇

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：[liuxiaoyu@fcsc.com](mailto:liuxiaoyu@fcsc.com)

### 核心观点：

- 金佰利 2025 年前三季度婴儿护理与女性护理收入分别同比下滑约 4%和 2%，国际个护业务收入同比约-2.5%，虽在三季度单季出现收入、利润的阶段性修复，但整体来看，成熟市场增长趋缓、结构性竞争加剧仍是主基调。北美纸尿裤市场中宝洁份额自 2018 年以来小幅下行，亦体现出传统龙头在价格、产品和渠道上的压力。在此背景下，品牌方在调整全球产能布局、提升非核心业务外包比例来缓解压力。
- 由于金佰利、宝洁这样的下游巨头挤利润，使得压力向上游外溢，这为具备成本优势、更加灵活且具备全球供货能力的国产无纺布厂留出了空间。2025 年三季度延江、洁雅、诺邦收入同比增速分别达到 17%、107%、23%，收入修复斜率明显抬升；同期归母净利润分别同比增长 209%、336%、21%，利润端弹性显著高于收入，就是得益于产品结构升级与精细化产能管理，以及海外订单放量带来的开工率提升与规模效应的释放。多个季度的数据改善表明本轮修复并非一季性偶发，而是订单结构改善与出海节奏加快下的趋势性拐点。
- 与此同时，下游头部企业也在海外布局自有的无纺布产能，这样一方面靠近下游品牌与消费市场，缩短交付半径，降低运输与关税成本，另一方面在区域贸易格局调整、中美贸易摩擦等背景下，可以提升供应链安全性与议价能力。头部企业向低成本区域迁厂，加上中国无纺布厂把产能铺向全球，这两点共同印证了这是构建全球化产能+属地化供应的长期逻辑，而非短期的一次性调整。延江等企业已在海外布局中率先受益，随着海外产能爬坡，国内有海外产能的头部无纺布企业有望在全球一次性卫材产品升级与品牌出海趋势中持续释放盈利弹性。

### 风险提示：

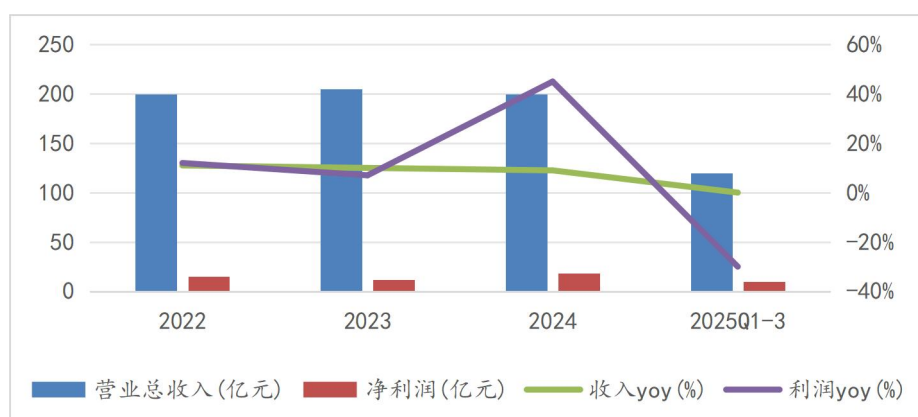
上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

## 一、海外巨头承压，供应链重构拉开“外卷”序幕

婴儿护理与女性护理是全球一次性卫材中的核心品类业务，但品牌方在量价两端面临越来越多约束。以头部企业金佰利来看，2025 年前三季度婴儿护理与女性护理业务收入分别为约 50.9 亿和 12.9 亿美元，同比分别下降约 4.1%和 2.4%，其中婴儿护理受出生率下行与同业竞争双重压力，女性护理则在部分新兴市场面临本地品牌崛起与消费分级的挤压。

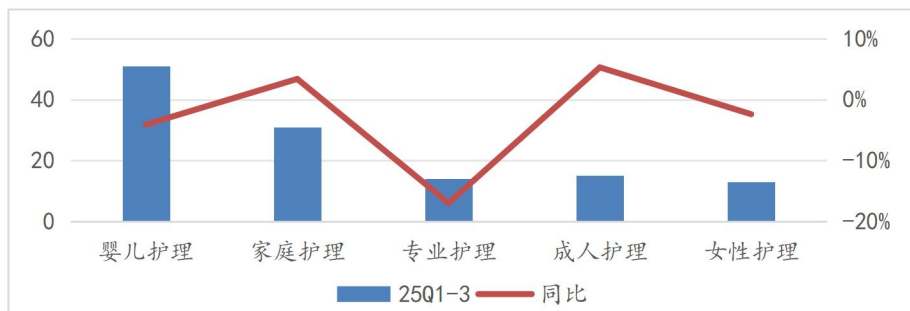
从利润表现看，金佰利在毛利率改善、费用率优化的推动下，2025 年前三季度整体利润实现正增长，但结构上明显分化：公司更依赖于提价与成本管控来对冲销量压力，且在婴儿护理、女性护理等品类中，收入增速与盈利表现出现分化。这意味着品牌方在终端价格与促销上进一步挤压空间的余地有限，单纯依靠品牌溢价+营销投入驱动增长的模式正在遭遇瓶颈。在此背景下，全球一次性卫材行业从终端抢份额转向为全链路拼效率的趋势愈发明显，品牌端需要通过供应链端的成本效率、交付弹性和本地化响应能力，来换取有限增长下的利润稳定。

图 1、金佰利收入&利润（亿美元，%）



资料来源：Wind、第一创业研究所整理

图 2、金佰利分品类收入及增速（亿美元，%）



资料来源：Wind、第一创业研究所整理

具体而言，从区域维度看，成熟市场面临天花板问题。第三方数据显示，北美纸尿裤市场上宝洁在 2018 - 2021 年维持约 41% 的高份额，但自 2022 年以来份额开始边际下行，2022 - 2024 年间从 40.8% 下滑至 39.2%，三年累计回落约 1.6 个百分点。份额小幅下滑的背后，一方面是同业在高端和性价比两个极端发力，另一方面是渠道格局变化与零售端议价能力提升，削弱了传统龙头在单一地区一家独大的基础。

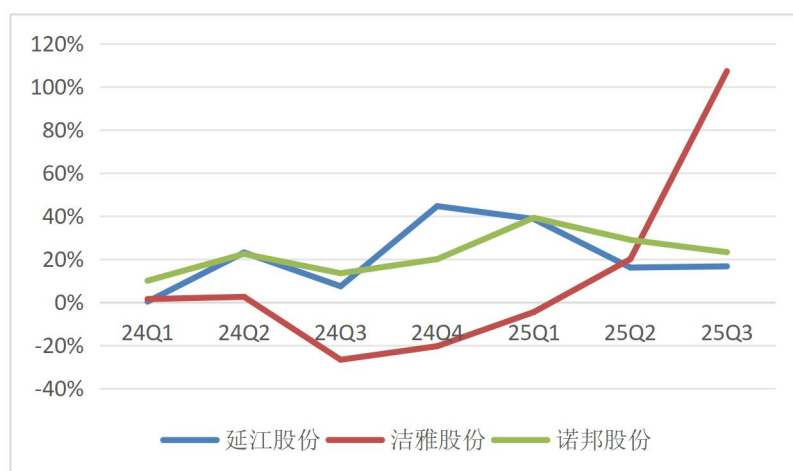
当核心品类增速放缓、成熟市场天花板临近时，下游品牌普遍实行降本增效和强化效率管理。品类管理上，企业更愿意将资源集中在增长更快或盈利更佳的细分品类与区域，对边际效益较弱的业务则进行缩减或外包。同时，企业通过集中采购、优化供应商结构、压缩非核心环节成本，以提升整体利润弹性。而且企业普遍开始在本土更优、靠近需求端的地区布局新产能，或将部分产线从低成本地区迁出，降低制造成本并优化交付半径。以金佰利为例，其计划将美国威斯康星州的四条产线向马来西亚和越南转移，并将越南工厂打造为覆盖 18 个市场的区域制造与出口中心。

上述变化说明，压力正在从品牌和渠道端，逐步转移到制造和供应链端。对上游供应商而言，如果能够在成本、质量、交付和全球化布局上提供更有竞争力的解决方案，就有机会在下游压力中反而获得更高的黏性和更大的订单份额，反之则面临被替代或利润被进一步压缩的风险。

## 二、无纺布企业业绩底部反转，出海订单驱动增速上台阶

从收入端看，2025 年三季度无纺布龙头的增速已经明显走出前期低位。延江、洁雅、诺邦在 25Q3 的营业收入分别同比增长 17%、107%、23%，增速无论是同比还是环比都有明显改善。

图 3、三家无纺布公司单季营收同比增速 (%)



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

从上图中可以看到更清楚的 U 型复苏。延江收入增速自 2024 年低个位数回升至 2025Q1 的 38.6%，在 2025Q3 仍保持约 17% 的较高增速；洁雅在 2024 年经历了连续几个季度的双位数负增后，2025Q2 转正至约+20%，25Q3 更是跳升至 107% 的高增水平；诺邦则在 2024 - 2025 年整体维持两位数至高双位数增速，25Q3 同比约+23%。这说明，行业整体在 2024 年经历了一轮去库存和竞争加剧的压力期后，2025 年开始进入订单和开工率修复阶段。而且很明显，具备产品和客户结构优势的头部无纺布企业已经率先走出低谷，实现了收入增速的台阶式抬升，而不是仅仅是简单的短期修复。

更值得关注的是利润端的表现。下图中 25Q3 延江、洁雅、诺邦归母净利润分别同比增长 209%、336%、21%，利润增速显著高于收入增速，显示出订单结构优化和规模效应释放下的高经营杠杆。延江在 2024 年曾出现利润增速为负甚至大幅下滑的阶段（如 2024Q3 同比约-30%），但 2025 年后利润增速明显修复，25Q3 升至约+209%；洁雅则从 2024 年连续几个季度的深度亏损，在 2025 年逐步企稳转正，最终在 25Q3 跳升至+336%；诺邦的利润增速则从 2024 年的高基数波动，过渡到 2025 年相对平稳的 20% 左右增速区间。

利润弹性超过收入的表现本质上来自两个方面：一方面，面向一次性卫材的高附加值功能性无纺布占比提升；另一方面，海外大客户订单占比上升，单价与毛利水平优于国内订单。而且，随着海外订单放量和海外产能爬坡，产能利用率提升带来的单位固定成本摊薄，叠加前期费用轻装上阵，使得利润端的改善斜率显著高于收入。

图 4、三家无纺布公司单季归母净利润同比增速（%）



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

而且从盈利能力上看，延江 2025 年前三季度毛利率/净利率约为 16%/3.4%，前期受行业竞争及资产减值、突发运输成本增加等因素压制，净利率水平相对不高，但随着海外龙头产品升级及公司埃及、美国产能释放，利润弹性可期；洁雅则在 2025

年前三季度实现约 24.7%的毛利率和 12.1%的净利率,得益于外销订单放量和高毛利业务占比提升,盈利能力修复速度明显快于行业平均。无纺布三家龙头在 2024 年经历了不同程度的毛利率下行和净利率承压,但进入 2025 年后,随着订单结构优化与产能利用率提升,毛利率已有不同程度回升,净利率也呈现出底部抬升的趋势。这意味着前期竞争和减值清雷之后,企业资产与成本结构更加轻量化,为后续订单景气带来的利润弹性留出了空间。而且说明海外市场的订单质量与盈利水平整体优于国内,使得出海订单放量不仅带来收入规模的提升,更重要的是带来了 ROE 的修复潜力。

### 三、海外产能布局与属地化供应,有望从出口商进化为全球供应链平台

延江在埃及和美国布局无纺布产能,一方面辐射欧洲、中东和北美的纸尿裤、卫生巾等终端客户,缩短运输半径、提升交付时效;另一方面通过接近品牌方工厂,实现更紧密的协同开发与供货。延江当前工作重心是埃及热风无纺布持续爬坡与美国产线落地;埃及产线管理层判断 2026 年上半年达产概率较大,美国产线由今年年底调整为 2026 年初投产,投产节奏或将以金佰利/宝洁订单敲定进度为参考。公司明确将伺机扩大面向欧洲与北美的热风供给与纤维能力,并以 2027 年海外销售额达 10 亿元为目标。诺邦股份海外首站落地马来西亚,口径一致为 2025 年中投产,且杭州国光马来西亚工厂 2025 年 6 月底正式运营。洁雅股份美国工厂项目明确 2026 年投产。整体来看,海外产能布局在选址靠近需求端与大客户集群。

其次,海外产线多聚焦于高端面层材料、功能性无纺布等升级方向,并非简单复制国内低端产能,产能结构在匹配产品升级的方向。而且通过在关键节点设立工厂,将其打造为区域性的供货中心,可以兼顾本地市场和周边多国出口需求,提升整体供应链灵活性与抗风险能力。

无纺布企业的海外产能布局并非孤立事件,而是与下游品牌自身的供应链调整形成互证。金佰利近期持续深化在东南亚的制造布局,已着手扩建其位于越南胡志明市附近的生产基地,同时宣布调整美国本土产能,计划将四条位于威斯康星州的生产线转移至马来西亚和越南,这些生产线主要生产高洁丝女性护理用品和佩姿失禁护理产品。这种做法背后的逻辑与中国无纺布企业的海外布局的逻辑是一致的,首先是将部分产能从高成本地区迁往成本更具优势的越南、马来西亚等地,通过劳动力成本、土地成本和税收差异来提升整体利润空间。其次是可以依托东南亚基地向周边十多国供货,增强对区域市场需求波动的应对能力。另外,在东南亚这一全球制造链重要节点,同时衔接上游材料供应商和下游品牌/零售渠道。可以令下游企业更加靠近合作方与供应商。

总的来看,具备完整全球化供应链布局、已经开始承接海外一次性卫材升级需求,且在 2025 年业绩层面已有清晰拐点的无纺布企业已经验证订单结构改善与规模效应释放,且这一逻辑有望在可预见的未来保持韧性。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数         |

## 联系方式:

| 公司总部                                                                                                          | 北京办事处                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼<br>TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718<br>P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn | 北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层<br>TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777<br>P. R. China: 100140 |