

评级：买入（维持）

市场价格：8.57元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

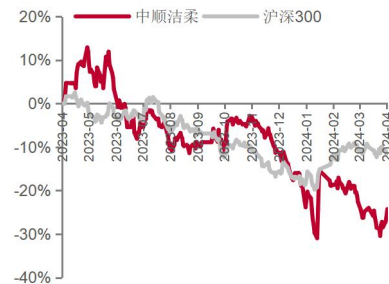
研究助理：万欣怡

Email: wanxy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,336
流通股本(百万股)	1,296
市价(元)	8.57
市值(百万元)	11,450
流通市值(百万元)	11,110

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,570	9,801	11,000	12,100	13,274
增长率 yoy%	-6.3%	14.4%	12.2%	10.0%	9.7%
净利润(百万元)	350	333	550	618	687
增长率 yoy%	-39.8%	-4.9%	65.3%	12.4%	11.2%
每股收益(元)	0.26	0.25	0.41	0.46	0.51
每股现金流量	0.29	0.93	0.13	0.69	0.61
净资产收益率	6.8%	6.1%	9.2%	9.6%	9.9%
P/E	32.7	34.4	20.8	18.5	16.7
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

备注：股价信息为2024年04月25日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布23年报及24一季报，业绩稳定增长。**公司23年实现营收98.01亿元，同比+14.37%；实现归母净利润3.33亿元，同比-4.92%；实现扣非归母净利润3.64亿元，同比+88%；实现扣非净利润2.99亿元，同比-6.53%。单季度看，Q4公司实现营收29.78亿元，同比+21.25%，环比+39.29%；实现归母净利润1.67亿元，同比+121.72%；实现扣非净利润1.57亿元，同比+125.19%，Q4单季度利润表现突出。24Q1实现营业收入18.45亿元，同比-10.45%；实现归母净利润0.95亿元，同比+6.72%；扣非后归母净利润0.88亿元，同比+7.92%。
- **23年毛利率逐季上行，24Q1有所回落。**
- **1) 盈利能力方面**，23年公司实现毛利率33.15% (+1.19pct)，归母净利率3.40% (-0.69pct)；单季度看，23Q1-4及24Q1毛利率分别为27.46%、29.2%、34.04%、39.94%、34.52%，23年毛利率逐季上行，24Q1有所回落，主要受纸浆价格波动影响。23Q1-4及24Q1归母净利率分别为4.3%、-0.2%、3.8%、5.6%、5.2%，24Q1毛利率及费用率环比均回落，归母净利率环比相对稳定。
- **2) 费用率方面**，23年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为22.51%/4.35%/-0.35%/2.73%，同比分别+2.10pct/+0.01pct/+0.36pct/+0.03pct，销售费用上升主要受促销活动增加影响，23年产品促销费14.06亿元，同比增加3.57亿元。24Q1销售、管理、财务、研发费用率分别为20.47%、5.67%、0.11%、3.53%，同比分别+3.78pct、+2.17pct、+0.26pct、+1.01pct。
- **3) 现金流方面**，23年公司实现经营现金流12.42亿元，同比+217.08%；经营现金流/经营活动净收益比值为417.88%；23年经营现金流表现靓丽。24Q1经营现金流-1.45亿元，与存货增加较多有关（24Q1末存货15.14亿元，较23年末增加1.85亿元）。
- **4) 营运能力方面**，23年公司存货/应收账款周转天数为89.02/46.83天，同比分别-15.29/-0.68天，营运效率明显改善。
- **分产品：个护品类逐步放量。**1) 生活用纸：2023年营收96.62亿元(+15.71%yoy)；毛利率为32.97% (+0.64pct.)。个人护理及其他：2023年营收1.39亿元(+172.55%yoy)；毛利率为45.79% (-4.71pct.)。
- **投资建议：**短期公司盈利受浆价扰动，长期来看，产能释放带来规模效应、高端化路线深化将促进公司业绩稳步增长，市场份额有望进一步提升。预计2024-2026年公司归母净利润为5.50、6.18、6.87亿元（24-25年前值为5.32、7.80亿元，据23年业绩有所调整），对应PE为21、19、17倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格波动风险、产能投放不及预期风险等。

图表 1：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,155	1,688	2,193	2,606	营业收入	9,801	11,000	12,100	13,274
应收票据	9	7	10	12	营业成本	6,552	7,205	7,889	8,628
应收账款	1,466	1,482	1,631	1,809	税金及附加	67	75	81	103
预付账款	29	34	36	35	销售费用	2,206	2,465	2,700	2,948
存货	1,329	2,059	2,105	2,338	管理费用	427	495	545	597
合同资产	0	0	0	0	研发费用	268	242	254	292
其他流动资产	793	841	887	948	财务费用	-34	-21	-26	-28
流动资产合计	5,781	6,112	6,861	7,748	信用减值损失	-12	-10	-8	-12
其他长期投资	30	32	31	31	资产减值损失	-7	-12	-4	-12
长期股权投资	2	1	1	1	公允价值变动收益	4	1	2	2
固定资产	2,754	2,737	2,611	2,500	投资收益	11	24	11	16
在建工程	290	295	348	417	其他收益	52	70	50	57
无形资产	243	251	267	278	营业利润	363	611	709	784
其他非流动资产	458	465	468	471	营业外收入	6	9	11	9
非流动资产合计	3,777	3,780	3,727	3,698	营业外支出	6	9	8	8
资产合计	9,558	9,892	10,588	11,447	利润总额	363	611	712	785
短期借款	933	696	685	711	所得税	32	61	94	98
应付票据	359	399	445	485	净利润	332	550	618	687
应付账款	898	1,093	1,169	1,293	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	333	550	618	687
合同负债	44	141	141	134	NOPLAT	301	531	595	663
其他应付款	1,130	930	956	1,005	EPS (按最新股本摊薄)	0.25	0.41	0.46	0.51
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	494	427	467	522					
流动负债合计	3,869	3,697	3,874	4,161	主要财务比率				
长期借款	38	77	115	154	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	169	169	169	169	营业收入增长率	14.4%	12.2%	10.0%	9.7%
非流动负债合计	208	246	285	323	EBIT增长率	-12.7%	79.2%	16.2%	10.5%
负债合计	4,077	3,943	4,158	4,484	归母公司净利润增长率	-4.9%	65.3%	12.4%	11.2%
归属母公司所有者权益	5,472	5,939	6,421	6,954	获利能力				
少数股东权益	9	9	9	9	毛利率	33.2%	34.5%	34.8%	35.0%
所有者权益合计	5,481	5,948	6,430	6,963	净利率	3.4%	5.0%	5.1%	5.2%
负债和股东权益	9,558	9,892	10,588	11,447	ROE	6.1%	9.2%	9.6%	9.9%
					ROIC	5.9%	10.0%	10.7%	10.8%
					偿债能力				
					资产负债率	42.7%	39.9%	39.3%	39.2%
					债务权益比	21.0%	16.0%	15.2%	15.0%
					流动比率	1.5	1.7	1.8	1.9
					速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
					应收账款周转天数	47	48	46	47
					应付账款周转天数	51	50	52	51
					存货周转天数	89	85	95	93
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.25	0.41	0.46	0.51
					每股经营现金流	0.93	0.13	0.69	0.61
					每股净资产	4.10	4.45	4.81	5.20
					估值比率				
					P/E	34.4	20.8	18.5	16.7
					P/B	2.1	1.9	1.8	1.6
					EV/EBITDA	17.1	12.8	11.6	11.1

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。