

电商及新零售高增，盈利持续改善

2024 年 04 月 26 日

➤ **事件：**公司发布 23 年年报及 24 年一季报：23 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 98.01/3.33/2.99 亿元，同比+14.37%/-4.92%/-6.53%。23Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 29.78/1.67/1.57 亿元，同比+21.25%/+121.72%/+125.19%。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 18.45/0.95/0.88 亿元，同比-10.45%/+6.72%/+7.92%。

➤ **电商及新零售渠道高增：分产品看，**23 年生活用纸/个人护理及其他分别实现收入 96.62/1.39 亿元，同增 14.15%/31.86%，其中 23H2 生活用纸/个人护理实现收入 50.38/0.78 亿元，同增 21.29%/60.83%，主要系 23 年末加大费用投入，收入增长较快。其中，生活用纸方面完善布局高端市场，升级迭代现有产品以及深度挖掘小品类机会，高基数下实现较好增长；健康精品业务聚焦打造拳头产品湿巾、柔巾；护理用品业务打通线上线下渠道，聚焦重点活动档期开展品牌推广活动，积极拓展校园市场，提升品牌知名度。**分销售模式看，**23 年传统模式/非传统模式分别实现收入 44.09/53.92 亿元，同增 3.80%/24.75%。其中经销商渠道持续优化组织管理，实现深度分销；KA 调整客户结构，注重提高资源投入的效率与效益；非传统渠道加大电商和新零售平台投入，搭建与强化相应供应链系统，推动渗透率持续提升。此外，公司积极拓展新市场和新渠道，如内购小程序，与月子会所、健身中心合作等，开辟经营发展新赛道。

➤ **浆价下行+高端产品占比提升助力毛利率上行：**23A/23Q4/24Q1 公司毛利率分别为 33.15%/39.94%/34.52%，同比变动+1.19/+9.37/+7.06pct，主要系：1) 原材料针叶浆、阔叶浆价格持续下行。2) 产品结构优化：公司 23 年生活用纸收入同增 14%，其中高端系列收入同增 20%，占比 25%；高毛利品类收入增速 16%，占比 68%。费用方面，23 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 22.51%/4.35%/2.73%/-0.35%，同比变动+2.10/+0.01/+0.35/+0.03pct。24Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 20.47%/5.67%/3.53%/0.11%，同比变动+3.78/+2.17/+1.01/+0.26pct。销售费用率提升主要系毛利率回暖下投放费用抢占市场份额所致。毛利率提升带动公司归母净利率增长，公司 23A/23Q4/24Q1 归母净利率分别为 3.40%/5.62%/5.17%，同比分别变动-0.69/+2.55/+0.83pct。

➤ **投资建议：**公司经销、KA 基本盘稳固，聚焦新产品、新渠道拓展，浆价下行预期下预计盈利回暖，我们预计 24-26 年公司归母净利润 6.33/7.32/8.26 亿元，对应 PE 为 18X/16X/14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,801	11,009	12,312	13,637
增长率 (%)	14.4	12.3	11.8	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	333	633	732	826
增长率 (%)	-4.9	90.1	15.7	12.9
每股收益 (元)	0.25	0.47	0.55	0.62
PE	34	18	16	14
PB	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.57 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

1.中顺洁柔 (002511.SZ) 2023 年三季报点评：收入增长提速，盈利环比显著改善-2023/10/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,801	11,009	12,312	13,637
营业成本	6,552	7,110	7,933	8,777
营业税金及附加	67	75	84	93
销售费用	2,206	2,400	2,684	2,973
管理费用	427	479	536	593
研发费用	268	286	320	355
EBIT	321	705	806	903
财务费用	-34	11	3	-3
资产减值损失	-7	-15	-17	-19
投资收益	11	13	14	16
营业利润	363	691	799	902
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	363	691	799	902
所得税	32	60	69	78
净利润	332	631	730	824
归属于母公司净利润	333	633	732	826
EBITDA	750	1,139	1,249	1,351

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,155	2,745	3,317	3,984
应收账款及票据	1,475	1,644	1,838	2,036
预付款项	29	31	35	39
存货	1,329	1,427	1,592	1,761
其他流动资产	793	794	796	773
流动资产合计	5,781	6,641	7,578	8,593
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	2,754	2,825	2,897	2,968
无形资产	243	243	243	243
非流动资产合计	3,777	3,718	3,717	3,718
资产合计	9,558	10,359	11,295	12,311
短期借款	933	933	933	933
应付账款及票据	1,257	1,364	1,522	1,684
其他流动负债	1,679	1,821	2,019	2,222
流动负债合计	3,869	4,118	4,474	4,839
长期借款	38	38	38	38
其他长期负债	169	168	168	168
非流动负债合计	208	207	207	207
负债合计	4,077	4,325	4,681	5,046
股本	1,336	1,336	1,336	1,336
少数股东权益	9	7	5	3
股东权益合计	5,481	6,034	6,614	7,265
负债和股东权益合计	9,558	10,359	11,295	12,311

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.37	12.33	11.83	10.76
EBIT 增长率	-15.58	119.48	14.45	11.94
净利润增长率	-4.92	90.13	15.71	12.86
盈利能力 (%)				
毛利率	33.15	35.42	35.57	35.64
净利润率	3.40	5.75	5.95	6.06
总资产收益率 ROA	3.48	6.11	6.48	6.71
净资产收益率 ROE	6.08	10.50	11.08	11.38
偿债能力				
流动比率	1.49	1.61	1.69	1.78
速动比率	1.08	1.20	1.28	1.36
现金比率	0.56	0.67	0.74	0.82
资产负债率 (%)	42.65	41.75	41.44	40.99
经营效率				
应收账款周转天数	46.83	50.67	50.58	50.81
存货周转天数	89.02	69.76	68.50	68.77
总资产周转率	1.10	1.11	1.14	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.47	0.55	0.62
每股净资产	4.10	4.51	4.95	5.44
每股经营现金流	0.93	0.78	0.89	0.98
每股股利	0.06	0.11	0.13	0.15
估值分析				
PE	34	18	16	14
PB	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.74	9.70	8.85	8.18
股息收益率 (%)	0.70	1.31	1.51	1.71

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	332	631	730	824
折旧和摊销	429	434	442	448
营运资金变动	557	-50	-41	-17
经营活动现金流	1,242	1,048	1,186	1,312
资本开支	-455	-419	-427	-435
投资	-8	0	0	0
投资活动现金流	-817	-327	-413	-419
股权募资	152	0	0	0
债务募资	363	0	0	0
筹资活动现金流	385	-131	-202	-225
现金净流量	819	589	572	668

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026