

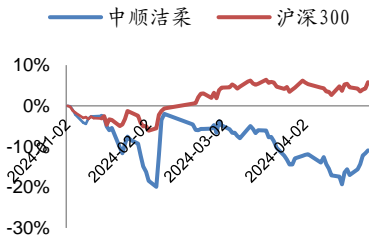
盈利能力持续修复，品类&渠道优化共助增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-04-28

收盘价(元)	8.64
近12个月最高/最低(元)	12.70/7.77
总股本(百万股)	1,336
流通股本(百万股)	1,296
流通股比例(%)	97.03
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	112

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：公司发布2023年年度报告及2024年第一季度报告

公司发布2023年年度报告及2024年第一季度报告，2023年/2023Q4/2024Q1分别实现营业收入98.01/29.78/18.45亿元，同比+14.37%/+21.25%/-10.45%；分别实现归母净利润3.33/1.67/0.95亿元，同比-4.92%/+121.72%/+6.72%；分别实现扣非归母净利润2.99/1.57/0.88亿元，同比-6.53%/+125.19%/+7.92%。

● 品类结构优化与渠道精耕细作，助力销售稳定增长

2023年，分行业看，公司生活用纸/个人护理及其他业务分别实现营业收入96.62/1.39亿元，同比+14.15%/+31.86%，公司通过完善布局高端市场，升级迭代现有产品以及深度挖掘小品类机会，生活用纸高端系列增速超20%，约占生活用纸业务的25%，高毛利品类增速达16%，约占生活用纸业务的68%，位居行业前列，有效提升公司盈利水平，2023年生活用纸业务毛利率为32.97%，同比+1.00pcts。分渠道看，公司传统/非传统渠道分别实现营业收入44.09/53.92亿元，同比+3.80%/+24.75%，毛利率分别为29.88%/35.83%，同比-1.63/+3.43pcts。公司积极拓展新市场和新渠道，非传统渠道销售占比同比提升5pcts，推动市场渗透率持续提升。

● 原材料成本下降叠加产品结构优化，盈利能力持续修复

2023年/2023Q4/2024Q1公司毛利率分别为33.15%/39.94%/34.52%，同比+1.19/+9.37/+7.06pcts，纸浆成本下降叠加产品结构优化，公司毛利率稳步提升；归母净利率分别为3.40%/5.62%/5.17%，同比-0.69/+2.55/+0.83pcts。2023年/2023Q4/2024Q1公司销售费用率分别为22.51%/27.60%/20.47%，同比+2.10/+6.48/+3.78pcts；管理费用率分别为4.35%/3.64%/5.67%，同比+0.01/+0.08/+2.17pcts；研发费用率分别为2.73%/2.78%/3.53%，同比+0.35/+0.55/+1.01pcts；财务费用率分别为-0.35%/-0.55%/+0.11%，同比+0.03/+0.93/+0.26pcts，费用率有所提升。

● 投资建议

公司通过持续的品牌建设和品质保障、步伐稳健的产能布局与渠道扩张，已成为市场上高端生活用纸的代表品牌之一，稳居生活用纸行业第一梯队。我们预计公司2024-2026年营收分别为108.51/119.63/131.89亿元，分别同比增长10.7%/10.2%/10.3%；归母净利润分别为4.26/4.98/5.87亿元，分别同比增长28.0%/16.9%/18.0%。截至2024年4月26日总股本及收盘市值对应EPS分别为0.32/0.37/0.44元，对应PE分别为27.11/23.19/19.66倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

纸浆价格大幅波动的风险，汇率波动风险，区域市场竞争风险，产业政策风险，安全生产风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9801	10851	11963	13189
收入同比 (%)	14.4%	10.7%	10.2%	10.3%
归属母公司净利润	333	426	498	587
净利润同比 (%)	-4.9%	28.0%	16.9%	18.0%
毛利率 (%)	33.2%	33.7%	33.9%	34.0%
ROE (%)	6.1%	7.2%	7.7%	8.2%
每股收益 (元)	0.26	0.32	0.37	0.44
P/E	40.15	27.11	23.19	19.66
P/B	2.44	1.94	1.78	1.62
EV/EBITDA	17.14	12.00	10.24	8.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 事件：公司发布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告	5
2 品类结构优化与渠道精耕细作，助力销售稳定增长	6
3 原材料成本下降叠加产品结构优化，盈利能力持续修复	10
4 盈利预测及投资建议	11
5 风险提示	12
财务报表与盈利预测	14

图表目录

图表 1 2021-2024Q1 公司单季度营业收入及 YOY	5
图表 2 2021-2024Q1 公司单季度归母净利润及 YOY	5
图表 3 2013-2024Q1 公司营业收入及 YOY	5
图表 4 2013-2024Q1 公司归母净利润及 YOY	5
图表 5 2019-2023 年公司分行业收入结构	6
图表 6 2019-2023 年公司分行业毛利率	6
图表 7 公司产品情况	6
图表 8 公司开发趋势类新品-艺术巴黎系列	8
图表 9 公司开发趋势类新品-王者荣耀联名款	8
图表 10 2019-2023 年公司分渠道收入结构 (亿元)	9
图表 11 2019-2023 年公司分渠道毛利率	9
图表 12 2019-2023 年公司传统渠道与非传统渠道销售占比	10
图表 13 2019-2024 年中国阔叶浆和针叶浆日度均价 (元/吨)	10
图表 14 2022Q1-2024Q1 公司分季度毛利率和归母净利率	11
图表 15 2013-2023 年公司年度毛利率和归母净利率	11
图表 16 2022Q1-2024Q1 公司分季度费用率	11
图表 17 2013-2023 年公司年度费用率	11
图表 18 公司分业务收入预测 (百万元)	12
图表 19 盈利预测和估值	12

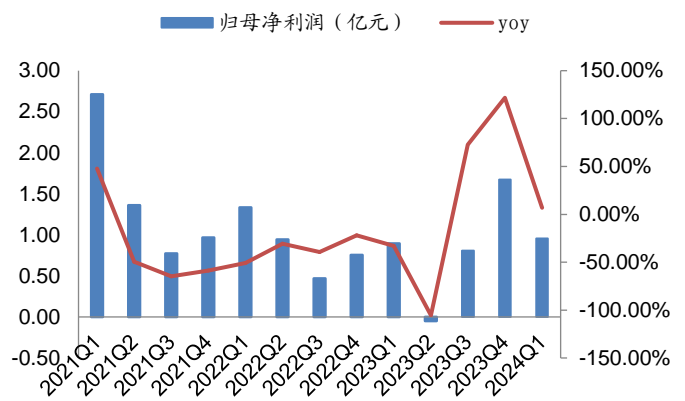
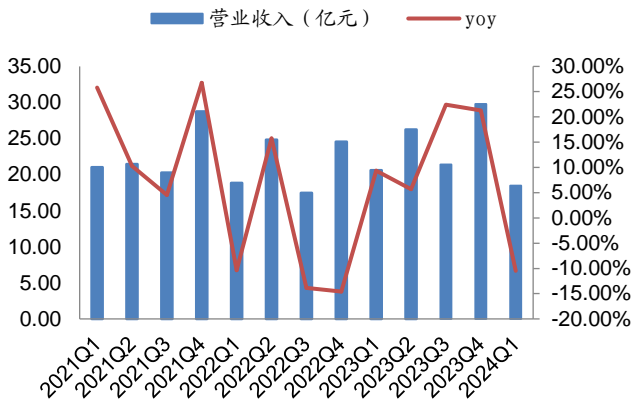
1 事件：公司发布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告

中顺洁柔是国内生活用纸行业内领先企业之一，属于行业内第一梯队成员，产品销售与服务覆盖全中国、全渠道；并且立足中国迈向全球，积极拓展东南亚、东北亚、大洋洲、北美、中东等海外市场。公司连续三年被评为“中国企业慈善公益 500 强”、连续四年上榜 Brand Finance “中国品牌价值 500 强名单”，品牌建设稳步提升。

公司发布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告，2023 年/2023Q4/2024Q1 分别实现营业收入 98.01/29.78/18.45 亿元，同比+14.37%/+21.25%/-10.45%；分别实现归母净利润 3.33/1.67/0.95 亿元，同比-4.92%/+121.72%/+6.72%；分别实现扣非归母净利润 2.99/1.57/0.88 亿元，同比-6.53%/+125.19%/+7.92%。

图表 1 2021-2024Q1 公司单季度营业收入及 yoy

图表 2 2021-2024Q1 公司单季度归母净利润及 yoy

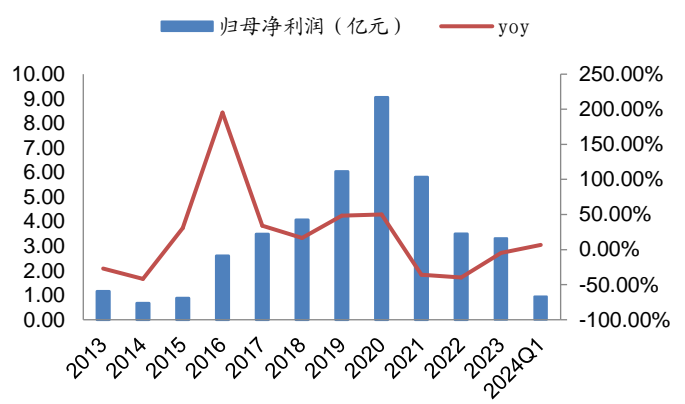
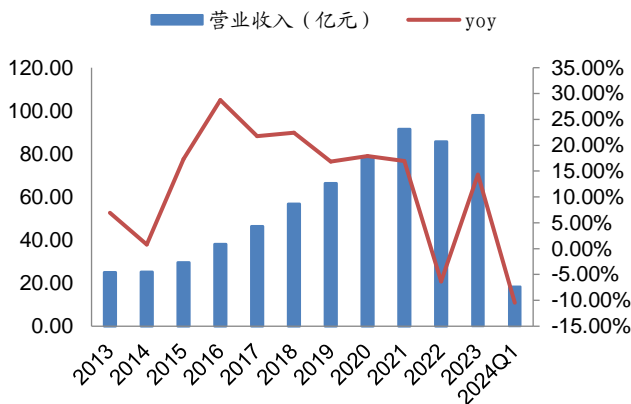


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 3 2013-2024Q1 公司营业收入及 yoy

图表 4 2013-2024Q1 公司归母净利润及 yoy



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

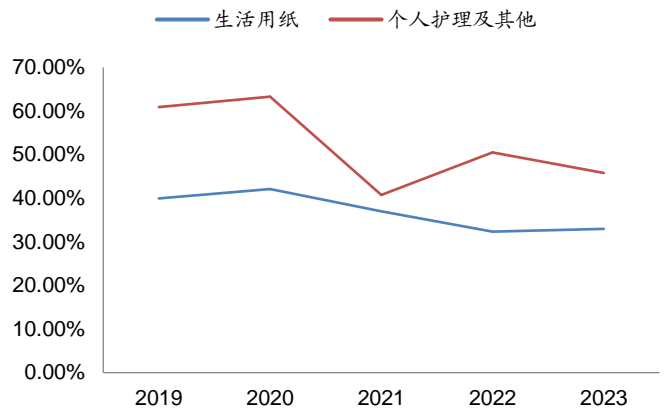
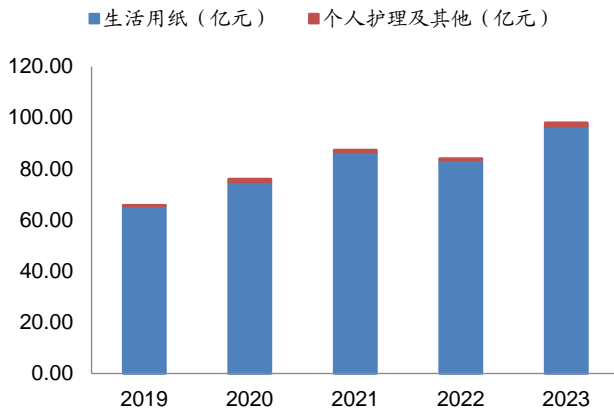
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2 品类结构优化与渠道精耕细作，助力销售稳定增长

分行业看，生活用纸贡献主要收入来源，品类结构优化推动毛利率提升。2023年，公司生活用纸/个人护理及其他业务分别实现营业收入 96.62/1.39 亿元，同比 +14.15%/+31.86%。公司持续优化品类结构，加速导入并扩大高端、高毛利产品分销覆盖和终端推广力度，全面提升高端、高毛利产品的销售占比。2023 年生活用纸业务毛利率为 32.97%，同比+1.00pcts。

图表 5 2019-2023 年公司分行业收入结构

图表 6 2019-2023 年公司分行业毛利率



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

品牌矩阵丰富，产品品类多元。公司目前拥有洁柔、太阳、朵蕾蜜、图小喵四大品牌，产品涵盖生活用纸、健康精品、护理用品、家清用品和商用消费品。公司秉持“只在乎你”的品牌理念，针对不断涌现的个性化需求和细分化市场，产品系列不断推陈出新，产品结构持续优化升级，谨慎推进品类结构有限相关多元化，打造更加高效化的产品矩阵，更有好感度和美誉度的品牌认知，更加年轻化的品牌形象。

图表 7 公司产品情况

品类	系列	产品定位和优势
生活用纸	柔润系列	专为皮肤易敏感人群、鼻敏人群及婴童等群体研发的蕴含保湿因子乳霜面纸。精选优质 100% 原生木浆，添加优质保湿乳霜成分，柔软、细腻、润滑，是消费者信赖的专业乳霜面纸。
	Face 系列	亲肤可湿水面纸，湿水不易破，可做洗脸巾。其中油画系列和锦鲤系列更是集品质生活和家居艺术于一体，堪称“纸巾中的艺术品”。
	棉柔感系列	棉般触感、云般柔软，采用全新气垫棉柔技术，经多次独立压花在纸内形成无数个轻盈小气枕，让纸巾更厚、更柔、更亲肤。纯物理复合技术，使压花精美的同时给你如同棉柔巾般的体验。
	鎏金系列	洁柔品牌高端生活用纸系列，于 2023 年奢耀上市，内外精修，外观出自知名设计大师之手，以黑金奢华质感，给消费者带来视觉与品质的感官盛宴。
	容易抽系列	专为追求品质生活的精致人士研发的如厕抽纸，单手抽取 卫生轻松、精选优质 100%原生木浆，速溶不易堵塞、干净 卫生不易受潮，“解放一只手、告别废纸篓”，满足精致 人士如厕场景下的痛点需求。
	手帕纸家族	实用与美感兼具，多款精致包装、精美印花设计，展现独特视觉魅力。独特香型和多样规格，满足各种外出场景需求，时刻彰显使用者的品味与个性。

	太阳品牌	SUN 太阳纸中, 作为中顺洁柔旗下生活用纸双品牌战略之一的太阳品牌。主打环保健康和亲民性价比。其中厚实系列软抽产品主打 4 层、多一层更厚实, 在体验上超越了市面上的众多三层软抽产品。
健康精 品	超极柔系列柔巾	携手全球知名品质纤维生产商, 100%严选巴西、印尼进口优质植物纤维, 针对 Z 世代、母婴受众打造“柔软安心 柔厚瞬吸 柔韧耐洗”超极柔蚕丝感洗脸巾, 产品通过第三方皮肤刺激性测试, 给足肌肤安全感; 联名新锐前卫潮流艺术 IP 打造高颜值波普艺术包装, 增加品牌及产品的话题度及曝光度。
	户外旅行系列柔巾	为解决商旅、户外人群出行不便、品质生活降低的问题, 特开发户外旅行系列产品, 如次抛压缩毛巾、日抛浴巾等, 一次一颗, 一次一张, 干净卫生, 随身携带, 轻装出行, 解锁自由舒适新体验。
	柔肤净颜系列柔巾	专研肌肤护理, 甄选植物源纤维, 柔软亲肤, 升级工艺, 双面纹路设计, 一面清洁, 一面护肤, 双重呵护, 给予肌肤洁净舒适新体验。
	基础护理系列湿巾	针对基础人群日常清洁需求, 开发基础款纯水湿巾, 采用 8 道工艺过滤净化的 EDI 纯净水, 亲肤无刺激; 满足用户多场景使用需求, 时刻保持肌肤洁净健康的状态。
	消毒杀菌系列湿巾	安全杀菌, 畅享健康生活, 洁柔卫生湿巾亲肤新体验, 99.9%杀菌率, 为肌肤打造安全舒心的环境。针对就餐特殊场景, 创新开发餐具杀菌湿巾, 特别添加漱口水抗菌成分, 一擦即净, 用餐安心。
	母婴护理系列湿巾	随着季节的变化, 公司关注到婴幼儿人群外出的卫生问题已经成为越来越多妈妈们的顾虑, 专为宝宝肌肤研制的手口清洁湿巾、婴儿纯水湿巾, 甄选无毒级无刺激无酒精的配方, 让宝宝用的安心, 妈妈更放心。专为儿童生活场景研制儿童杀菌湿巾, 远离细菌, 亲肤无刺激。
	个人护理系列湿巾	针对户外场景, 专项开发便携式净油去汗及卸妆湿巾产品, 让用户在炎炎夏日也能通过洁柔牌净油去汗湿巾, 实现清凉舒爽的感觉; 也为出门在外的精致女性, 提供轻松净颜的卸妆湿巾。
	基础功效系列湿厕纸	结合现有市场对纯水及杀菌的基础需求, 洁柔为用户分别设计了纯水湿厕纸—安全无刺激; 杀菌湿厕纸—99.9%杀菌率, 让用户畅享新净感。
	女生专研系列	结合女生经期及对私处护理的需求, 洁柔在配方上特别添加了积雪草及洋甘菊提取物, 特研女生专用版湿厕纸—私处可用, 清爽不粘腻。
	功效护菊系列	洁柔携手肛肠健康守护者“马应龙”, 专为菊部不适, 日常作息不规律的用户提供舒护湿厕纸——呵护肛周, 擦走火辣感。
	礼品礼箱	以洁柔打造用户为中心的“消费者集团”品牌升级战略作为指导, 围绕“美好生活的陪伴者”的品牌愿景, 精准洞察用户的情感诉求, 持续为用户提供情绪价值, 通过礼品礼箱新业务的探索和孵化, 撬动 B 端市场寻找新增量。
护理用 品	女性护理用品	朵蕾蜜卫生巾真吸、零感吸两大全新系列在全渠道推广, 实现全域零售, 并对梦幻少女系列进行升级, 塑造朵蕾蜜品牌价值。
	婴儿护理用品	OKBEBE 纸尿裤科学育儿, 贴心守护, 从选材到生产, 全环节极致呵护, 用心保障宝宝健康舒适。
	成人护理用品	2023 年推出更有温度的成人失禁护理用品, 成人纸尿裤速吸干爽, 多维防漏, 舒适贴身, 省心守护, 给予更温柔的护理体验。
家清用 品	衣物清洁系列	基于“美好生活陪伴者”的初心, 公司汇聚全球先进技术, 在自然界甄选原料, 2023 年推出“中顺洁柔”牌洗衣凝珠、洗衣液产品。未来将继续开拓家居清洁领域业务, 为消费者提供多场景、多功能的产品方案。
	厨房系列	厨房干巾选用 100%原生木浆, 产品更吸油更吸水, 符合欧美食品接触纸检测标准, 更好的满足家庭多功能擦拭需求。厨房湿巾, 劲速去污不伤手。懒人抹布, 超强吸水不留痕、强劲去油不锁油。
商用消	/	商消产品随着市场变化, 也在不断升级丰富, 除了传统面向物业保洁、餐饮酒店、高流量场所

费品

的擦手纸、小盘纸、餐巾纸之外，还增加了卫生间香氛、洗手液、一次性毛巾、浴巾、压缩毛巾等系列产品及配套周边；同时公司也在研发多功能纸巾系列，以优化客户体验和满足客户需求为导向，持续推出更高质量的清洁卫生解决方案。面对越来越多的机关及企事业单位的日常福利需求，团购产品也不断推出线上线下渠道区隔品，全方位满足市场需求。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

持续优化产品结构，提升高毛利产品占比。公司将高端、高毛利的非传统干巾和朵蕾蜜卫生巾等个人护理用品定义为未来重点发展的战略品类。通过加大产品终端推广，精准的品牌营销策略结合多渠道销售布局，提升高端、高毛利产品铺货与渗透力，驱动高端、高毛利产品销售份额持续增长，稳步提升产品毛利率与盈利能力。

生活用纸方面，公司通过完善布局高端市场，升级迭代现有产品以及深度挖掘小品类机会，整体业务表现理想，2023 年全年实现同比增长 14%，其中高端系列增速超 20%，约占生活用纸业务的 25%；高毛利品类增速达 16%，约占生活用纸业务的 68%，位居行业前列，有效提升公司盈利水平。**健康精品业务方面**，公司通过聚焦打造拳头产品，2023 年全年销售约占总营收的 5%，其中湿巾业务约占总营收的 3%；柔巾业务约占总营收的 1%。**护理用品业务方面**，公司打通线上线下渠道，聚焦重点活动档期开展品牌推广活动，积极拓展校园市场，以提升品牌知名度，吸引和培育新客户群体，全年销售约占总营收的 1%，为公司开拓护理用品领域奠定坚实基础。

图表 8 公司开发趋势类新品-艺术巴黎系列



资料来源：公司公告，华安证券研究所

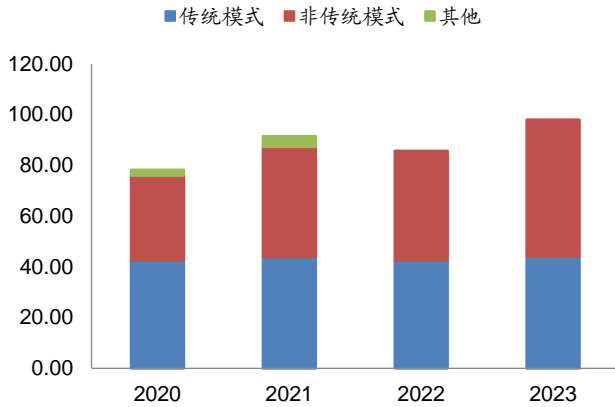
图表 9 公司开发趋势类新品-王者荣耀联名款



资料来源：公司公告，华安证券研究所

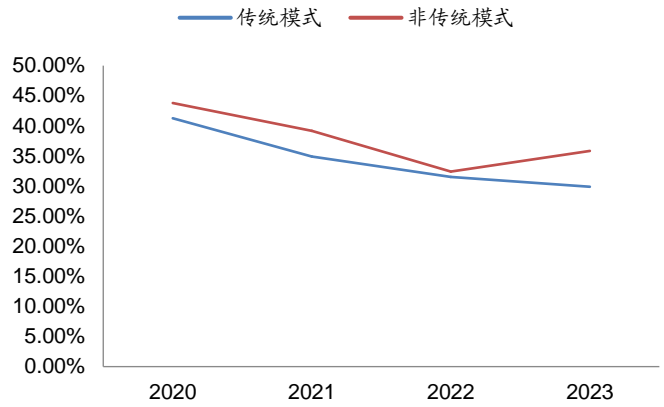
分渠道看，非传统渠道收入高增长，23 年毛利率有所提升。公司传统/非传统渠道分别实现营业收入 44.09/53.92 亿元，同比+3.80%/+24.75%，毛利率分别为 29.88%/35.83%，同比-1.63/+3.43pcts。公司加速导入并扩大高端、高毛利产品分销覆盖和终端推广力度，推动非传统渠道毛利率提升。

图表 10 2019-2023 年公司分渠道收入结构 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 2019-2023 年公司分渠道毛利率

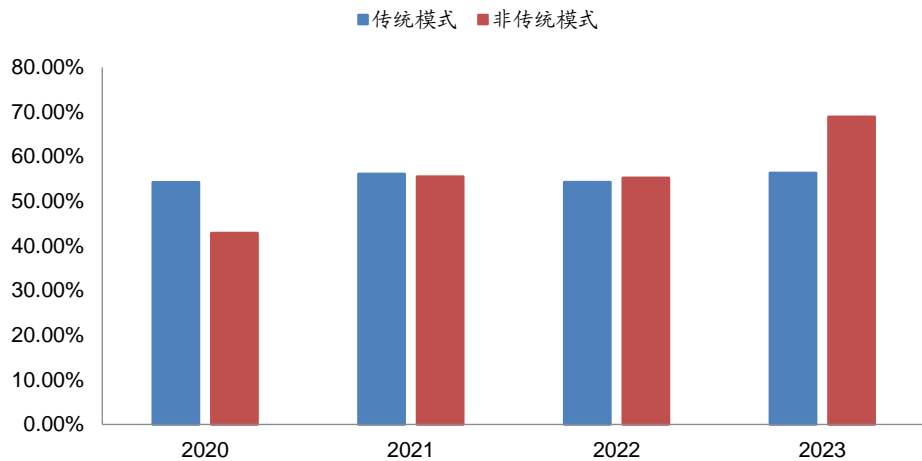


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

全渠道覆盖, 打造覆盖全国的营销网络。公司从 2015 年前单一的经销商渠道, 拓展为目前涵盖 GT (传统经销商渠道)、KA (大型连锁卖场渠道)、AFH (商用消费品渠道)、EC (电商渠道)、RC (新零售渠道) 五大渠道齐头并进的发展模式。目前, 公司采取“直销到县、分销到镇”的渠道下沉和精耕细作策略, 不断细分与扁平化市场经营、扩大经销商的网络布局, 已覆盖渗透至全国绝大部分地 (县) 级城市, 终端网点遍布全国。在保障其他渠道平稳运营的同时, 公司组建了专业的电商运营团队, 加大在电商平台的资源投入, 并强化搭建了与之相匹配的供应链系统, 已与市场主流知名平台达成长期战略合作。与此同时, 积极拓展新零售、O2O、内容营销等新兴业务的布局, 大力发展直播、加大社区团购等新兴模式, 抢占更多市场份额。

各渠道稳步发展, 非传统渠道销售占比持续提升。GT 通路是公司的基础, 通过持续优化组织管理, 聚焦经销商开发与规模化, 实现深度分销; KA 通路调整客户结构, 注重提高资源投入的效率与效益; 公司顺应消费升级及消费场景的变化趋势, 加大对电商和新零售平台的资源投入, 搭建与强化配置相应的供应链系统, 加强日常运营管理。2023 年公司非传统渠道销售占比同比提升 5pcts, 推动市场渗透率持续提升。此外, 公司整合资源进行探索与创新, 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, 为公司开辟经营发展新赛道。

图表 12 2019-2023 年公司传统渠道与非传统渠道销售占比

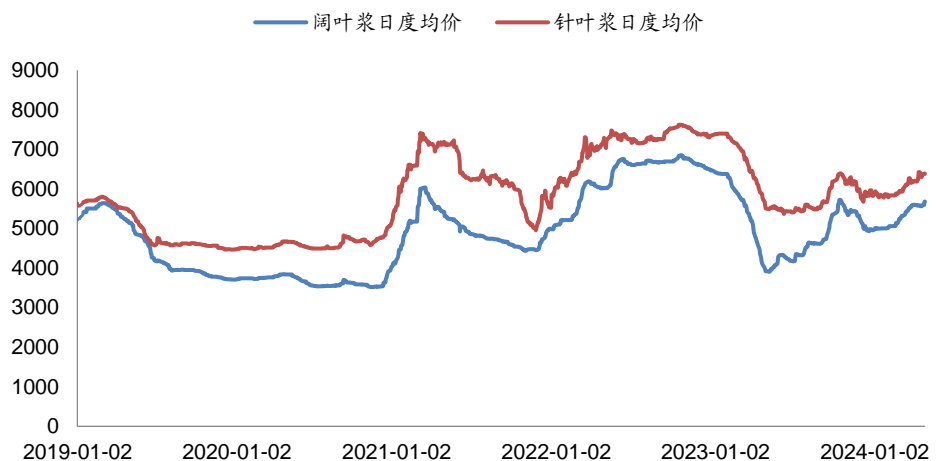


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 原材料成本下降叠加产品结构优化，盈利能力持续修复

2023 年全年浆价下行，公司原材料成本下降。公司生产用主要原材料为纸浆，公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为 40%-60%。回顾 2023 年浆价走势，1) 海外浆厂新增产能投产，供给端边际宽松，3-5 月浆价急速下跌；2) 6-8 月针叶浆价格底部盘整，阔叶浆价格小幅上涨；3) 临近旺季下游纸厂积极补库，且全球主要浆厂停产检修有意控制供给，9-10 月浆价反弹；3) 纸价进入价格平台期，纸厂采买高价原料需求回落，11-12 月浆价小幅回落。供给宽松，需求弱复苏，推动 2023 年浆价下行，公司原材料成本下降。

图表 13 2019-2024 年中国阔叶浆和针叶浆日度均价 (元/吨)



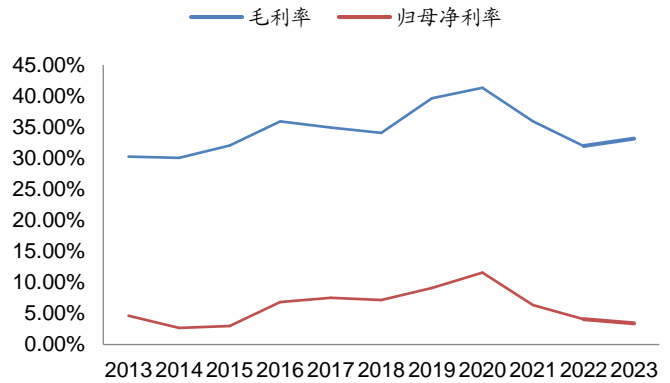
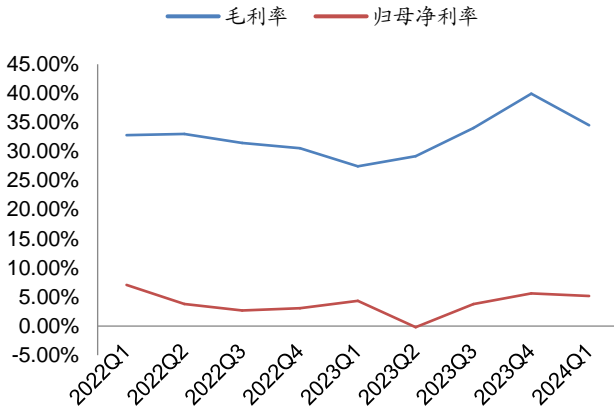
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

纸浆成本下降叠加产品结构优化，公司毛利率稳步提升。2023 年/2023Q4/2024Q1 公司毛利率分别为 33.15%/39.94%/34.52%，同比+1.19/+9.37/+7.06pcts，纸浆成本下降叠加产品结构优化，公司毛利率稳步提升；归母净利率分别为 3.40%/5.

62%/5.17%，同比-0.69/+2.55/+0.83pcts。

图表 14 2022Q1-2024Q1 公司分季度毛利率和归母净利率

图表 15 2013-2023 年公司年度毛利率和归母净利率



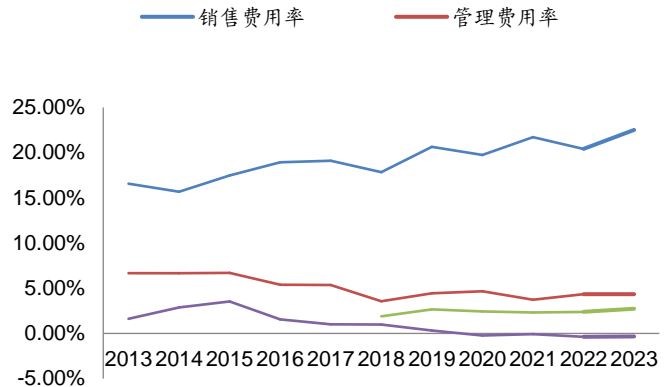
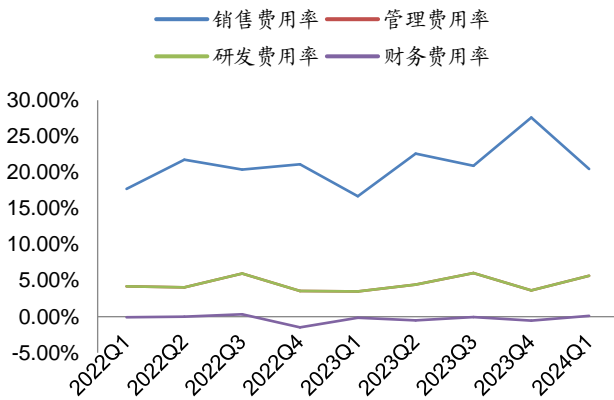
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司各项费用率有所提升。2023 年/2023Q4/2024Q1 公司销售费用率分别为 2.51%/27.60%/20.47%，同比+2.10/+6.48/+3.78pcts；管理费用率分别为 4.35%/3.64%/5.67%，同比+0.01/+0.08/+2.17pcts；研发费用率分别为 2.73%/2.78%/3.53%，同比+0.35/+0.55/+1.01pcts；财务费用率分别为-0.35%/-0.55%/+0.11%，同比+0.03/+0.93/+0.26pcts，费用率有所提升。

图表 16 2022Q1-2024Q1 公司分季度费用率

图表 17 2013-2023 年公司年度费用率



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

(1) 生活用纸: 随着公司产品矩阵的不断丰富与渠道建设的多元化, 公司销量整体呈稳步增长趋势, 且公司拥有四川达州与江苏宿迁两大在建基地, 随着基地建设投产, 销量有望进一步增长。我们预计 2024-2026 年公司生活用纸销量为 16405/17882/19491 万箱。公司持续优化品类结构, 加速导入并扩大高端、高毛利产品分销覆盖和终端推广力度, 全面提升高端、高毛利产品的销售占比, 我们预计 2024-2026 年公司生活用纸单价为 65.0/65.5/66.0 元/箱, 生活用纸业务收入增速为 10.37%/9.84%/9.83%。

(2) **个人护理及其他**: 公司将高端、高毛利的非传统干巾和朵蕾蜜卫生巾等个人护理用品定义为未来重点发展的战略品类, 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, 以提升品牌知名度, 吸引和培育新客户群体。我们预计 2024-2026 年公司个人护理及其他业务收入增速为 35.00%/33.00%/30.00%。

图表 18 公司分业务收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生活用纸	8,350.20	9,661.63	10,663.33	11,712.44	12,864.01
yoy	-3.56%	15.71%	10.37%	9.84%	9.83%
个人护理及其他	50.70	139.32	188.08	250.14	325.19
yoy	-34.12%	174.77%	35.00%	33.00%	30.00%
总收入	8,400.90	9,800.95	10,851.41	11,962.58	13,189.20
yoy	-3.83%	16.67%	10.72%	10.24%	10.25%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司通过持续的品牌建设和品质保障、步伐稳健的产能布局与渠道扩张, 已成为市场上高端生活用纸的代表品牌之一, 稳居生活用纸行业第一梯队。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 108.51/119.63/131.89 亿元, 分别同比增长 10.7%/10.2%/10.3%; 归母净利润分别为 4.26/4.98/5.87 亿元, 分别同比增长 28.0%/16.9%/18.0%。截至 2024 年 4 月 26 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.32/0.37/0.44 元, 对应 PE 分别为 27.11/23.19/19.66 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 19 盈利预测和估值

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9801	10851	11963	13189
收入同比 (%)	14.4%	10.7%	10.2%	10.3%
归母净利润 (百万元)	333	426	498	587
归母净利润同比 (%)	-4.9%	28.0%	16.9%	18.0%
毛利率 (%)	33.2%	33.7%	33.9%	34.0%
ROE (%)	6.1%	7.2%	7.7%	8.2%
每股收益 (元)	0.26	0.32	0.37	0.44
P/E	40.15	27.11	23.19	19.66

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (截至 2024 年 4 月 26 日)

5 风险提示

- (1) **纸浆价格大幅波动的风险**。纸浆是国际性大宗原材料, 其价格受世界经济周期的影响明显。受多因素影响, 2023 年纸浆价格波动幅度较大。公司生产用主要原材料为纸浆, 公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为 40%-60%。因此, 公司面临纸浆价格大幅度波动的风险。
- (2) **汇率波动风险**。公司进口机器设备和纸浆及向海外市场销售产品主要采用美元、港元和欧元作为结算币种。汇率的波动受国际经济形势影响, 因此, 公司面临一定程度的汇率波动风险。
- (3) **区域市场竞争风险**。由于生活用纸单位价值较低, 运输费用占销售价格的比重较大, 受运输半径因素的制约, 生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。

受消费能力和消费习惯的影响，区域市场内高中低档产品相互之间存在市场竞争。

- (4) **产业政策风险。**公司作为生活用纸行业内的第一梯队企业，也受惠于国家关于生活用纸行业可持续发展相关政策的实施，但如果国家产业政策出现调整，公司的生产经营可能受到一定影响。
- (5) **安全生产风险。**生活用纸的主要原材料纸浆、主要包装材料塑料薄膜包装袋和纸盒、生产过程中的半成品原纸和各类产成品均为易燃物品。由于生活用纸产品具有单位产品价值低、市场消费量大的特点，从原材料进入生产企业到产品进入消费市场过程中，生产企业需要保持大量的纸浆、包装材料、半成品和产成品库存。在生产过程中，一旦发生火灾，将给生活用纸生产企业造成巨大损失。另外大量生产线的投入使用，存在一定职业健康安全危害，可能造成员工职业健康受损。

财务报表与盈利预测

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
流动资产	5781	6614	7641	8722	营业收入	9801	10851	11963	13189
现金	2155	2438	3074	3908	营业成本	6552	7192	7911	8702
应收账款	1466	1464	1639	1853	营业税金及附加	67	51	55	59
其他应收款	20	20	23	26	销售费用	2206	2225	2452	2702
预付账款	29	32	30	37	管理费用	427	564	621	683
存货	1329	1872	2086	2108	财务费用	-34	27	28	24
其他流动资产	782	787	789	791	资产减值损失	-7	5	5	5
非流动资产	3777	3774	3751	3708	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	11	4	6	9
固定资产	2754	2618	2462	2286	营业利润	363	484	563	657
无形资产	243	273	303	333	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	778	881	984	1087	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	9558	10388	11393	12430	利润总额	363	484	563	657
流动负债	3869	4085	4389	4622	所得税	32	59	67	72
短期借款	933	933	933	933	净利润	332	425	496	586
应付账款	898	1057	1178	1256	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	2038	2094	2278	2433	归属母公司净利润	333	426	498	587
非流动负债	208	358	513	673	EBITDA	711	854	953	1063
长期借款	38	88	143	203	EPS (元)	0.26	0.32	0.37	0.44
其他非流动负债	169	269	369	469					
负债合计	4077	4443	4902	5295					
少数股东权益	9	8	7	5					
股本	1336	1336	1336	1336					
资本公积	1094	1094	1094	1094					
留存收益	3042	3507	4054	4700					
归属母公司股东权益	5472	5937	6484	7130					
负债和股东权益	9558	10388	11393	12430					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1242	523	872	1065
净利润	333	426	498	587
折旧摊销	429	392	422	452
财务费用	34	49	52	55
投资损失	-11	-4	-6	-9
营运资金变动	557	-334	-87	-14
其他经营现金流	-323	754	579	595
投资活动现金流	-817	-341	-339	-336
资本支出	-455	-340	-340	-340
长期投资	-8	0	0	0
其他投资现金流	-354	-1	1	4
筹资活动现金流	385	101	103	105
短期借款	326	0	0	0
长期借款	38	50	55	60
普通股增加	21	0	0	0
资本公积增加	136	0	0	0
其他筹资现金流	-135	51	48	45
现金净增加额	819	283	636	834

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	14.4%	10.7%	10.2%	10.3%
营业利润	-9.3%	33.1%	16.5%	16.7%
归属于母公司净利	-4.9%	28.0%	16.9%	18.0%
获利能力				
毛利率 (%)	33.2%	33.7%	33.9%	34.0%
净利率 (%)	3.4%	3.9%	4.2%	4.5%
ROE (%)	6.1%	7.2%	7.7%	8.2%
ROIC (%)	4.0%	5.7%	6.0%	6.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.7%	42.8%	43.0%	42.6%
净负债比率 (%)	74.4%	74.7%	75.5%	74.2%
流动比率	1.49	1.62	1.74	1.89
速动比率	1.14	1.15	1.26	1.42
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.04	1.05	1.06
应收账款周转率	6.69	7.41	7.30	7.12
应付账款周转率	7.30	6.80	6.72	6.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.32	0.37	0.44
每股经营现金流薄)	0.93	0.39	0.65	0.80
每股净资产	4.10	4.44	4.85	5.34
估值比率				
P/E	40.15	27.11	23.19	19.66
P/B	2.44	1.94	1.78	1.62
EV/EBITDA	17.14	12.00	10.24	8.55

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深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; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 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。