

产品结构持续优化, 盈利能力改善

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报及2024年一季报, 2023年公司实现营收98亿元, 同比+14.4%; 实现归母净利润3.3亿元, 同比-4.9%; 实现扣非净利润3亿元, 同比-6.5%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收29.8亿元, 同比+21.3%; 实现归母净利润1.7亿元, 同比+121.7%; 实现扣非后归母净利润1.6亿元, 同比+125.2%。2023年全年公司营收稳健增长, 盈利能力逐季改善。2024Q1公司实现营收18.5亿元, 同比-10.5%; 实现归母净利润1亿元, 同比+6.7%; 实现扣非后归母净利润0.9亿元, 同比+7.9%。
- 毛利率显著改善, 广宣投入力度延续。** 2023年公司整体毛利率为33.2%, 同比+1.2pp; 2023Q4毛利率为39.9%, 同比+9.4pp。受益于2023年木浆等原材料价格下行, 以及公司持续优化品类结构, 高毛利的非传统干巾和个人护理用品比重持续加大, 毛利率全年逐季回升。分产品看, 2023年生活用纸/个人护理产品毛利率分别为33.0%(+2.0pp)/45.8%(-4.7pp)。费用率方面, 2023年公司总费用率为29.2%, 同比+2.5pp, 主要受销售费用率提高影响, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为22.5%/4.4%/-0.3%/2.7%, 同比+2.1pp/0pp/0pp/+0.4pp, 销售费用率增加主要是产品促销及广告宣传费用投入加大所致。综合来看, 公司净利率为3.4%, 同比-0.7pp; 2023Q4净利率为5.6%, 同比+2.5pp。2023年公司经营性现金流净额为12.4亿, 同比+217.1%, 现金流显著改善。2024Q1毛利率为34.5%, 同比+7.1pp; 24Q1总费用率为29.8%, 同比+7.2pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+3.8pp/+2.2pp/+0.3pp/+1pp, 公司持续广宣投放, 此外租赁仓库费用、股权激励费用有所增加, 销售及管理费用率同比提升; 2024Q1净利率为5.2%, 同比+0.8pp。
- 生活用纸产品结构持续优化, 个人护理产品收入较快增长。** 分产品看, 2023年生活用纸营收96.6亿元(同比+14.2%)/个人护理营收1.4亿元(同比+31.9%)。1) 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, 实现收入较快增长, 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%, 有效提升公司盈利水平。2) 健康精品业务通过聚焦打造拳头产品, 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%; 3) 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, 全年销售约占总营收的1%。
- 传统渠道增长稳健, 非传统渠道持续发力。** 分渠道看, 1) 经销、KA、商销等传统模式收入44.1亿元(+3.8%), 营收占比45%, 公司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渠道调整客户结构, 注重提高资源投入的效率与效益, 实现传统渠道稳健增长。2) 电商、新零售等非传统模式收入53.9亿元(+24.8%), 营收占比55.0%, 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, 加强日常运营管理, 公司非传统渠道销售占比进一步提升。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

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.36
流通A股(亿股)	12.96
52周内股价区间(元)	7.77-12.7
总市值(亿元)	118.77
总资产(亿元)	98.41
每股净资产(元)	4.18

相关研究

1. 中顺洁柔(002511): 需求修复成本下行, 盈利能力边际改善 (2023-11-02)

司开辟经营发展新赛道。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.30 元、0.37 元、0.43 元，对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、21 倍。考虑到公司产品结构持续升级，盈利能力改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；纸价出现大幅波动的风险；新产能投产不及预期的风险；汇率波动风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9800.95	11021.47	12278.70	13543.96
增长率	14.37%	12.45%	11.41%	10.30%
归属母公司净利润 (百万元)	332.74	403.98	488.29	574.94
增长率	-4.92%	21.41%	20.87%	17.75%
每股收益 EPS (元)	0.25	0.30	0.37	0.43
净资产收益率 ROE	6.05%	6.92%	7.83%	8.58%
PE	36	29	24	21
PB	2.17	2.04	1.91	1.78

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：生活用纸业务销量恢复常态增长，均价稳步上行，假设 2024-2026 年销量分别增长 10%、9%、8%，均价分别增长 2%；

假设 2：个人护理产品收入保持较快增速，2024-2026 年分别为 30%、25%、18%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	9800.95	11021.46	12278.69	13543.96
增速	14.37%	12.45%	11.41%	10.30%
成本	6551.76	7308.45	8102.01	8906.96
毛利率	33.15%	33.69%	34.02%	34.24%
收入成本拆分				
生活用纸				
收入	9,661.6	10,840.3	12,052.3	13,276.8
yoy	15.7%	12.2%	11.2%	10.2%
成本	6,476.24	7208.8	7978.6	8762.7
毛利率	33.0%	33.5%	33.8%	34.0%
个人护理及其他				
收入	139.32	181.1	226.4	267.1
yoy	174.8%	30%	25%	18%
成本	75.52	99.6	123.4	144.3
毛利率	45.8%	45%	46%	46%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取个护品类生产商、品牌商稳健医疗、百亚股份为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 24 倍。考虑到公司产品结构持续升级，盈利能力改善，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300888	稳健医疗	31.78	1.75	2.06	2.06	17.89	15.19	15.19
003006	百亚股份	21.6	0.71	0.90	1.14	30.32	24.08	19.02
平均值						24.10	19.64	17.11

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9800.95	11021.47	12278.70	13543.96	净利润	331.87	402.92	487.00	573.42
营业成本	6551.76	7308.45	8102.01	8906.96	折旧与摊销	413.34	351.75	369.25	385.12
营业税金及附加	66.56	73.57	82.43	90.76	财务费用	-33.93	-46.32	-52.21	-57.67
销售费用	2206.24	2479.83	2774.99	3047.39	资产减值损失	-7.27	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	426.59	771.50	847.23	934.53	经营营运资本变动	715.31	-209.02	-51.71	-160.89
财务费用	-33.93	-46.32	-52.21	-57.67	其他	-177.34	-36.22	22.24	16.32
资产减值损失	-7.27	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	1241.99	453.11	764.56	746.29
投资收益	11.48	0.00	0.00	0.00	资本支出	57.41	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	3.81	3.81	3.81	3.81	其他	-874.84	-13.50	-15.87	-26.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-817.43	-218.50	-231.87	-254.02
营业利润	363.41	448.25	538.06	635.81	短期借款	325.65	66.55	-200.00	-200.00
其他非经营损益	-0.03	3.01	3.24	3.16	长期借款	38.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.38	451.26	541.31	638.98	股权融资	156.86	10.00	0.00	0.00
所得税	31.51	48.34	54.31	65.55	支付股利	-81.20	-71.00	-89.24	-107.54
净利润	331.87	402.92	487.00	573.42	其他	-54.25	36.12	52.21	57.67
少数股东损益	-0.88	-1.06	-1.29	-1.52	筹资活动现金流净额	385.47	41.67	-237.02	-249.87
归属母公司股东净利润	332.74	403.98	488.29	574.94	现金流量净额	818.61	276.27	295.67	242.41
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2155.49	2431.76	2727.44	2969.84	成长能力				
应收和预付款项	1524.34	1622.10	1840.64	2018.48	销售收入增长率	14.37%	12.45%	11.41%	10.30%
存货	1328.68	1616.53	1790.57	2060.92	营业利润增长率	-9.29%	23.35%	20.04%	18.17%
其他流动资产	772.50	802.27	832.52	862.97	净利润增长率	-4.82%	21.41%	20.87%	17.75%
长期股权投资	2.48	2.48	2.48	2.48	EBITDA 增长率	-4.04%	1.46%	13.46%	12.65%
投资性房地产	30.26	32.18	31.86	31.69	获利能力				
固定资产和在建工程	3044.21	2902.19	2752.67	2597.28	毛利率	33.15%	33.69%	34.02%	34.24%
无形资产和开发支出	243.23	238.50	234.77	233.04	三费率	26.52%	29.08%	29.07%	28.97%
其他非流动资产	457.04	472.04	492.04	522.04	净利率	3.39%	3.66%	3.97%	4.23%
资产总计	9558.23	10120.06	10705.00	11298.75	ROE	6.05%	6.92%	7.83%	8.58%
短期借款	933.45	1000.00	800.00	600.00	ROA	3.47%	3.98%	4.55%	5.08%
应付和预收款项	1644.45	1826.73	2033.46	2233.88	ROIC	6.44%	8.18%	9.70%	11.36%
长期借款	38.40	38.40	38.40	38.40	EBITDA/销售收入	7.58%	6.84%	6.96%	7.11%
其他负债	1460.64	1431.73	1612.18	1739.63	营运能力				
负债合计	4076.94	4296.86	4484.04	4611.91	总资产周转率	1.10	1.12	1.18	1.23
股本	1336.05	1336.05	1336.05	1336.05	固定资产周转率	3.40	4.04	4.62	5.33
资本公积	1093.74	1103.74	1103.74	1103.74	应收账款周转率	7.40	7.02	7.09	7.02
留存收益	3845.61	4178.58	4577.64	5045.03	存货周转率	3.89	4.68	4.57	4.45
归属母公司股东权益	5472.28	5815.25	6214.31	6681.70	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.38%	—	—	—
少数股东权益	9.01	7.95	6.66	5.14	资本结构				
股东权益合计	5481.29	5823.20	6220.97	6686.84	资产负债率	42.65%	42.46%	41.89%	40.82%
负债和股东权益合计	9558.23	10120.06	10705.00	11298.75	带息债务/总负债	23.84%	24.17%	18.70%	13.84%
					流动比率	1.49	1.58	1.68	1.80
					速动比率	1.15	1.19	1.26	1.33
					股利支付率	24.40%	17.58%	18.28%	18.71%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	742.82	753.68	855.10	963.26	每股收益	0.25	0.30	0.37	0.43
PE	35.70	29.40	24.32	20.66	每股净资产	4.10	4.36	4.66	5.00
PB	2.17	2.04	1.91	1.78	每股经营现金	0.93	0.34	0.57	0.56
PS	1.21	1.08	0.97	0.88	每股股利	0.06	0.05	0.07	0.08
EV/EBITDA	12.97	12.46	10.38	8.72					
股息率	0.68%	0.60%	0.75%	0.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
