

24H1 业绩承压，盈利能力同比提升

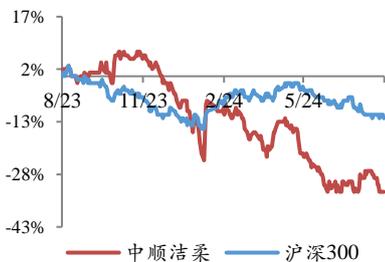
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	6.26
近12个月最高/最低（元）	11.02/6.13
总股本（百万股）	1,301
流通股本（百万股）	1,272
流通股比例（%）	97.72
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	80

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

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 盈利能力持续修复，品类&渠道优化共助增长 2024-04-28

2. Q2 收入端环比修复，盈利修复逐步演绎 2023-08-29

● 事件：公司发布 2024 年半年度报告，业绩承压

公司发布 2024 年半年度报告，2024H1 实现营业收入 40.21 亿元，同比下降 14.17%；实现归母净利润 8758.26 万元，同比增长 3.66%；实现归母扣非净利润 6889.63 万元，同比下降 6.51%。2024Q2 实现营业收入 21.76 亿元，同比下降 17.09%；实现归母净利润-786.75 万元，同比下降 59.05%；实现扣非归母净利润-1946.78 万元，同比下降 137.87%。

● 竞争激烈下营收承压，成本管控下毛利率提升

分行业拆分营业收入，2024H1 公司生活用纸/个人护理及其他分别实现收入 39.57/0.64 亿元，同比-14.43%/+5.04%；分地区拆分营业收入，2024H1 公司境内/境外分别实现营业收入 39.06/1.15 亿元，同比-14.89%/+20.44%。纸巾行业技术壁垒低，生活用纸行业竞争激烈，国内市场上存在大量的品牌，公司市场份额受到挤压，销售收入有所下降。分行业拆分毛利率，2024H1 公司生活用纸毛利率为 32.71%，同比提升 4.43 个百分点；分地区拆分毛利率，2024H1 公司境内毛利率为 32.87%，同比提升 4.36 个百分点。公司对生产成本进行有效管控，通过优化原材料的采购渠道、提高生产效率，从而降低生产成本，毛利率得以提升。

● 各项费用率上升，盈利能力增强

2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.53%/5.82%/3.47%/0.01%，分别同比+1.53/+1.79/+0.90/+0.37 个百分点。公司加强营销、宣传方面的投入，针对不同客户对象，研发多款趋势类新品，各项费用有所增长，财务费用主要受到汇兑损益增加的影响。2024H1 归母净利率为 2.18%，同比提升 0.37 个百分点，毛利率提升驱动下公司的盈利能力有所增强。

● 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。基于中报低于预期，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 88.85/100.31/111.22 亿元（前值为 108.51/119.63/131.89 亿元），分别同比-9.3%/+12.9%/+10.9%；归母净利润分别为 3.46/3.96/4.51 亿元（前值为 4.26/4.98/5.87 亿元），分别同比增长 3.9%/14.6%/13.9%。截至 2024 年 8 月 28 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.27/0.30/0.35，对应 PE 分别为 23.56/20.57/18.06 倍。维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9801	8885	10031	11122
收入同比 (%)	14.4%	-9.3%	12.9%	10.9%
归属母公司净利润	333	346	396	451
净利润同比 (%)	-4.9%	3.9%	14.6%	13.9%
毛利率 (%)	33.2%	33.7%	33.8%	33.8%
ROE (%)	6.1%	5.9%	6.3%	6.6%
每股收益 (元)	0.26	0.27	0.30	0.35
P/E	39.10	23.56	20.57	18.06
P/B	2.38	1.39	1.29	1.20
EV/EBITDA	17.14	9.18	7.90	6.67

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 8 月 28 日收盘价计算)

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。

分析师: 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

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述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。