

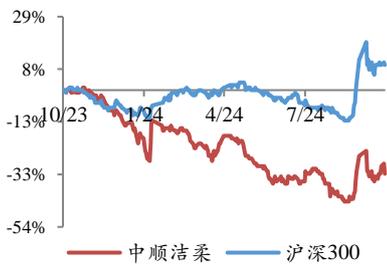
24Q3 业绩承压，积极推行多元化战略

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-30

收盘价（元）	7.19
近 12 个月最高/最低（元）	11.02/5.93
总股本（百万股）	1,301
流通股本（百万股）	1,273
流通股比例（%）	97.83
总市值（亿元）	94
流通市值（亿元）	92

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

- 1.24H1 业绩承压，盈利能力同比提升
2024-08-29
- 2.盈利能力持续修复，品类&渠道优化
共助增长 2024-04-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年第三季度报告，业绩承压

公司发布 2024 年第三季度报告，2024 年前三季度实现营业收入 59.55 亿元，同比减少 12.72%；实现归母净利润 5358.23 万元，同比减少 67.61%；实现归母扣非净利润 3201.32 万元，同比减少 77.51%。单季度来看，2024Q3 实现营业收入 19.34 亿元，同比减少 9.54%；实现归母净利润-3400.03 万元，同比减少 142.01%；实现扣非归母净利润-3688.31 亿元，同比减少 153.73%。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，业绩承压。

● 消费环境叠加激烈市场竞争下，公司盈利能力承压

2024 年前三季度毛利率为 31.02%，同比提升 0.83pct；第三季度毛利率为 27.25%，同比下降 6.79pct。消费环境叠加激烈市场竞争下，公司毛利率承压。2024 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.45%/5.47%/3.03%/0.24%，分别同比+1.16/+0.81/+0.32/+0.50pct；第三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.28%/4.75%/2.10%/0.70%，分别同比+0.36/-1.29/-0.91/+0.75pct。2024 年前三季度归母净利率为 0.90%，同比下降 1.52pct；第三季度归母净利率为-1.76%，同比下降 5.54pct，盈利能力下降。

● 持续优化产品结构，积极推行多元化战略

公司持续优化产品结构，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。2024 年 10 月 20 日，公司董事长刘鹏在公司 46 周年庆典上多次提到“洁柔不止于纸”，并发布公司新品战略——将围绕纸品核心拓展多元产品。目前洁柔旗下拥有洁柔、朵蕾蜜、洁仕嘉、太阳、悦己柔、柔可适和新棉初白 7 大核心品牌，正逐步从纸品企业向综合性生活产品企业转型，致力于为消费者提供全方位的生活产品解决方案。

● 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 88.85/100.31/111.22 亿元，分别同比-9.3%/+12.9%/+10.9%；归母净利润分别为 2.03/3.21/3.94 亿元（前值为 3.46/3.96/4.51 亿元），分别同比-38.9%/+57.7%/+22.8%。截至 2024 年 10 月 29 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.16/0.25/0.30 元，对应 PE 分别为 46.03/29.18/23.75 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	203	321	394
净利润同比 (%)	-4.9%	-38.9%	57.7%	22.8%
毛利率 (%)	33.2%	32.2%	32.5%	32.7%
ROE (%)	6.1%	3.6%	5.3%	6.0%
每股收益 (元)	0.26	0.16	0.25	0.30
P/E	39.10	46.03	29.18	23.75
P/B	2.38	1.63	1.53	1.42
EV/EBITDA	17.14	14.44	11.24	9.29

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 29 日收盘价计算)

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5781	5903	6773	7649	营业收入	9801	8885	10031	11122
现金	2155	2309	2783	3433	营业成本	6552	6021	6767	7480
应收账款	1466	1199	1374	1563	营业税金及附加	67	42	46	50
其他应收款	20	16	20	22	销售费用	2206	1892	2086	2302
预付账款	29	27	26	32	管理费用	427	462	521	576
存货	1329	1567	1784	1812	财务费用	-34	17	18	16
其他流动资产	782	785	786	788	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	7	8	9
固定资产	2754	2618	2462	2286	营业利润	363	239	355	434
无形资产	243	273	303	333	营业外收入	6	7	7	8
其他非流动资产	778	881	984	1087	营业外支出	6	9	9	9
资产总计	9558	9677	10524	11357	利润总额	363	237	353	433
流动负债	3869	3588	3903	4118	所得税	32	36	35	43
短期借款	933	933	933	933	净利润	332	201	317	390
应付账款	898	885	1008	1080	少数股东损益	-1	-2	-3	-4
其他流动负债	2038	1769	1962	2104	归属母公司净利润	333	203	321	394
非流动负债	208	358	513	673	EBITDA	711	584	722	821
长期借款	38	88	143	203	EPS (元)	0.26	0.16	0.25	0.30
其他非流动负债	169	269	369	469					
负债合计	4077	3945	4416	4790					
少数股东权益	9	7	4	0					
股本	1336	1336	1336	1336					
资本公积	1094	1094	1094	1094					
留存收益	3042	3295	3674	4137					
归属母公司股东权	5472	5725	6104	6567					
负债和股东权益	9558	9677	10524	11357					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1242	388	705	878
净利润	333	203	321	394
折旧摊销	429	392	422	452
财务费用	34	44	47	50
投资损失	-11	-7	-8	-9
营运资金变动	557	-250	-81	-12
其他经营现金流	-323	458	405	408
投资活动现金流	-817	-340	-339	-337
资本支出	-455	-343	-342	-341
长期投资	-8	0	0	0
其他投资现金流	-354	2	3	4
筹资活动现金流	385	106	108	110
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	56	53	50
现金净增加额	819	154	474	650

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	14.4%	-9.3%	12.9%	10.9%
营业利润	-9.3%	-34.2%	48.3%	22.4%
归属于母公司净利	-4.9%	-38.9%	57.7%	22.8%
获利能力				
毛利率 (%)	33.2%	32.2%	32.5%	32.7%
净利率 (%)	3.4%	2.3%	3.2%	3.5%
ROE (%)	6.1%	3.6%	5.3%	6.0%
ROIC (%)	4.0%	2.4%	3.6%	4.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.7%	40.8%	42.0%	42.2%
净负债比率 (%)	74.4%	68.8%	72.3%	72.9%
流动比率	1.49	1.65	1.74	1.86
速动比率	1.14	1.20	1.27	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.92	0.95	0.98
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	0.16	0.25	0.30
每股经营现金流	0.95	0.30	0.54	0.67
每股净资产	4.21	4.40	4.69	5.05
估值比率				
P/E	39.10	46.03	29.18	23.75
P/B	2.38	1.63	1.53	1.42
EV/EBITDA	17.14	14.44	11.24	9.29

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 29 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。