

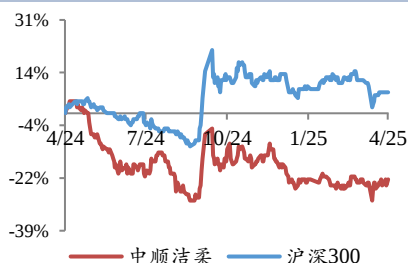
主动调整业务，短期业绩承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-25

收盘价（元）	6.64
近12个月最高/最低（元）	9.07/5.93
总股本（百万股）	1,293
流通股本（百万股）	1,265
流通股比例（%）	97.89
总市值（亿元）	86
流通市值（亿元）	84

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. 中顺洁柔：24Q3 业绩承压，积极推行多元化战略 2024-10-31
2. 24H1 业绩承压，盈利能力同比提升 2024-08-29
3. 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 年年报和 2025 年第一季度报告

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 81.51 亿元，同比下降 16.84%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比下降 76.8%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 21.95 亿元，同比下降 26.27%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比下降 85.9%。2025 年第一季度实现营业收入 20.68 亿元，同比增长 12.06%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比下降 30.05%。

● 消费环境叠加激烈市场竞争下，业务毛利率下降

分业务来看，2024 年，公司生活用纸/个人护理及其他业务分别实现营业收入 80.42/1.09 亿元，分别同比下降 16.77%/21.76%。2024 年，公司生活用纸业务毛利率为 30.46%，同比下降 2.51pct。2024 年度，公司密切关注市场环境，及时主动调整部分低效业务，采取稳健的销售策略，导致公司营业收入有所下降，同时受到行业市场竞争加剧等因素的影响，整体毛利率同比下降，盈利空间受到进一步挤压。

● 销售费用率下降，盈利能力持续承压

2024 年公司毛利率为 30.7%，同比-2.45pct；销售/管理/研发/财务费用率为 21.6%/5.18%/2.69%/0.21%，同比-0.91/+0.83/-0.04/+0.55pct；归母净利率为 0.95%，同比-2.45pct。2024 年第四季度公司毛利率为 29.85%，同比-10.09pct；销售/管理/研发/财务费用率为 22%/4.39%/1.79%/0.13%，同比-5.6/+0.74/-0.99/+0.68pct；归母净利率为 1.07%，同比-4.54pct。2025 年第一季度公司毛利率为 30.85%，同比-3.67pct；销售/管理/研发/财务费用率为 20.39%/4.04%/1.75%/0.56%，同比-0.08/-1.63/-1.78/+0.44pct；归母净利率为 3.23%，同比-1.94pct。

● 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，短期市场竞争加剧下业绩承压，但不改长期经营优势。基于 25Q1 业绩，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 87.48/93.22/98.23 亿元，分别同比增长 7.3%/6.6%/5.4%；归母净利润分别为 2.12/2.61/3.11 亿元（2025-2026 年前值为 3.21/3.94 亿元），分别同比增长 174.4%/23.2%/19.1%。截至 2025 年 4 月 25 日，对应 EPS 分别为 0.16/0.20/0.24 元，对应 PE 分别为 41/33/28 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8151	8748	9322	9823
收入同比（%）	-16.8%	7.3%	6.6%	5.4%
归属母公司净利润	77	212	261	311
净利润同比（%）	-76.8%	174.4%	23.2%	19.1%
毛利率（%）	30.7%	32.5%	32.7%	32.9%
ROE（%）	1.4%	3.7%	4.4%	4.9%
每股收益（元）	0.06	0.16	0.20	0.24
P/E	114.05	40.53	32.89	27.63
P/B	1.63	1.52	1.44	1.36
EV/EBITDA	18.21	12.00	10.56	9.34

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 25 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5485	6139	6822	7629	营业收入	8151	8748	9322	9823
现金	1581	2347	2881	3389	营业成本	5648	5908	6277	6595
应收账款	980	1156	1249	1265	营业税金及附加	53	41	43	44
其他应收款	19	19	20	22	销售费用	1760	1863	1976	2073
预付账款	27	23	27	29	管理费用	422	455	484	509
存货	2059	1763	1812	2092	财务费用	17	24	31	26
其他流动资产	820	832	833	833	资产减值损失	-21	-5	-5	-5
非流动资产	3851	3767	3694	3621	公允价值变动收益	-22	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	5	7	7	8
固定资产	3018	2812	2606	2400	营业利润	98	249	289	343
无形资产	312	342	372	402	营业外收入	10	7	7	8
其他非流动资产	512	605	708	811	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	9336	9906	10516	11250	利润总额	98	247	287	342
流动负债	3720	3902	4060	4277	所得税	22	37	29	34
短期借款	1348	1348	1348	1348	净利润	76	210	258	308
应付账款	1014	944	997	1095	少数股东损益	-1	-2	-3	-3
其他流动负债	1358	1610	1715	1834	归属母公司净利润	77	212	261	311
非流动负债	193	343	498	658	EBITDA	475	652	705	759
长期借款	62	112	167	227	EPS (元)	0.06	0.16	0.20	0.24
其他非流动负债	131	231	331	431	主要财务比率				
负债合计	3913	4245	4557	4935	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	9	7	5	2	成长能力				
股本	1294	1294	1294	1294	营业收入	-16.8%	7.3%	6.6%	5.4%
资本公积	352	352	352	352	营业利润	-73.2%	155.5%	16.0%	18.6%
留存收益	3768	4008	4308	4668	归属于母公司净利	-76.8%	174.4%	23.2%	19.1%
归属母公司股东权	5414	5654	5954	6314	获利能力				
负债和股东权益	9336	9906	10516	11250	毛利率(%)	30.7%	32.5%	32.7%	32.9%
现金流量表					净利率(%)	0.9%	2.4%	2.8%	3.2%
单位:百万元					ROE(%)	1.4%	3.7%	4.4%	4.9%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC(%)	0.5%	2.5%	3.0%	3.3%
经营活动现金流	-349	1009	785	755	偿债能力				
净利润	77	212	261	311	资产负债率(%)	41.9%	42.8%	43.3%	43.9%
折旧摊销	428	442	452	462	净负债比率(%)	72.2%	75.0%	76.5%	78.1%
财务费用	40	63	66	70	流动比率	1.47	1.57	1.68	1.78
投资损失	-5	-7	-7	-8	速动比率	0.91	1.12	1.23	1.29
营运资金变动	-836	294	9	-82	营运能力				
其他经营现金流	859	-77	257	396	总资产周转率	0.87	0.88	0.89	0.87
投资活动现金流	-435	-330	-340	-338	应收账款周转率	8.32	7.57	7.47	7.77
资本支出	-428	-332	-342	-341	应付账款周转率	5.57	6.26	6.30	6.02
长期投资	-6	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1	2	2	3	每股收益	0.06	0.16	0.20	0.24
筹资活动现金流	201	87	89	90	每股经营现金流	-0.27	0.78	0.61	0.58
短期借款	415	0	0	0	每股净资产	4.19	4.37	4.61	4.88
长期借款	23	50	55	60	估值比率				
普通股增加	-42	0	0	0	P/E	114.05	40.53	32.89	27.63
资本公积增加	-741	0	0	0	P/B	1.63	1.52	1.44	1.36
其他筹资现金流	548	37	34	30	EV/EBITDA	18.21	12.00	10.56	9.34
现金净增加额	-580	766	534	508					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 25 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。