

25Q3 业绩高增长，盈利能力明显改善

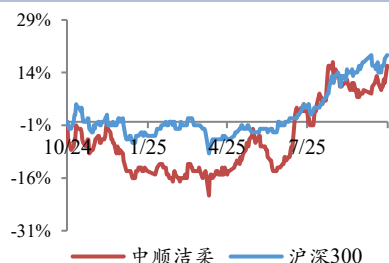
投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-28

主要观点：

收盘价（元）	8.81
近 12 个月最高/最低（元）	9.07/5.99
总股本（百万股）	1,286
流通股本（百万股）	1,265
流通股比例（%）	98.36
总市值（亿元）	113
流通市值（亿元）	111

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. 浆价回落叠加经营提效，25Q2 扭亏为盈 2025-08-21
2. 主动调整业务，短期业绩承压 2025-04-27
3. 中顺洁柔：24Q3 业绩承压，积极推行多元化战略 2024-10-31

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 64.78 亿元，同比增长 8.78%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 329.59%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 21.49 亿元，同比增长 11.09%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 335.38%。受益于原材料价格回落，叠加公司成本管控持续完善及管理效率的提升，公司盈利能力显著增强。

● 原材料价格回落叠加经营管理效率提升，盈利能力明显改善

2025 年前三季度公司毛利率为 33.98%，同比+2.96pct；销售/管理/研发/财务费用率为 22.07%/4.77%/1.83%/0.37%，同比+0.63/-0.71/-1.2/+0.13pct；归母净利率为 3.55%，同比+2.65pct。2025 年第三季度公司毛利率为 36.71%，同比+9.46pct；销售/管理/研发/财务费用率为 23.71%/5.27%/1.89%/0.17%，同比+2.44/+0.51/-0.21/-0.53pct；归母净利率为 3.72%，同比+5.48pct。2025 年前三季度公司研发费用率下降主要系研发效率提升及资源调整所致；财务费用率提升主要系汇兑损益增加所致。

● 持续优化产品结构，不断完善营销网络

公司凭借持续的品牌塑造与卓越的品质管控，加之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，稳居生活用纸行业头部企业地位。收入端，公司将高端、高毛利的非传统干巾和个人护理用品定义为未来重点发展的战略品类，将不断推陈出新，优化产品结构。营销端，公司不断完善营销网络，从早期单一的经销商渠道，到如今涵盖 GT 通路（传统经销商）、KA 通路（大型连锁卖场）、AFH 通路（商用消费品）、EC 通路（电商）、RC 通路（新零售）、EX 通路（国贸）六大渠道的多元化发展模式，公司的渠道竞争力显著提升。利润端，公司持续优化产品结构，在有效控费、原材料成本可控的基础上，公司业绩持续改善。

● 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 2025-2027 年营收分别为 93.94/106.17/113.98 亿元，分别同比增长 15.3%/13%/7.4%；归母净利润分别为 3.03/4.03/4.5 亿元，分别同比增长 292.4%/33.0%/11.8%；EPS 分别为 0.24/0.31/0.35 元，截至 2025 年 10 月 27 日，对应 PE 分别为 37.42/28.14/25.16 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	9394	10617	11398
收入同比（%）	-16.8%	15.3%	13.0%	7.4%
归属母公司净利润	77	303	403	450
净利润同比（%）	-76.8%	292.4%	33.0%	11.8%
毛利率（%）	30.7%	32.8%	33.1%	33.2%
ROE（%）	1.4%	5.3%	6.5%	6.7%
每股收益（元）	0.06	0.24	0.31	0.35
P/E	113.50	37.42	28.14	25.16
P/B	1.62	1.97	1.83	1.70
EV/EBITDA	18.21	12.15	9.99	8.87

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 27 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					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	6402	7409	8461		营业收入	8151	9394	10617	11398
现金	1581	2399	3050	3684		营业成本	5648	6317	7099	7616
应收账款	980	1241	1422	1468		营业税金及附加	53	66	74	80
其他应收款	19	20	23	25		销售费用	1760	1996	2245	2405
预付账款	27	25	31	33		管理费用	422	423	467	496
存货	2059	1885	2049	2416		财务费用	17	48	50	55
其他流动资产	820	833	835	836		资产减值损失	-21	-20	-20	-20
非流动资产	3851	3767	3694	3621		公允价值变动收益	-22	-5	-5	-5
长期投资	9	9	9	9		投资净收益	5	9	11	11
固定资产	3018	2812	2606	2400		营业利润	98	400	531	594
无形资产	312	342	372	402		营业外收入	10	5	5	5
其他非流动资产	512	605	708	811		营业外支出	9	8	8	8
资产总计	9336	10170	11103	12082		利润总额	98	397	528	591
流动负债	3720	4076	4409	4724		所得税	22	91	122	136
短期借款	1348	1348	1348	1348		净利润	76	306	407	455
应付账款	1014	1009	1127	1265		少数股东损益	-1	3	4	5
其他流动负债	1358	1719	1934	2111		归属母公司净利润	77	303	403	450
非流动负债	193	343	498	658		EBITDA	475	865	1003	1075
长期借款	62	112	167	227		EPS (元)	0.06	0.24	0.31	0.35
其他非流动负债	131	231	331	431						
负债合计	3913	4419	4907	5381						
少数股东权益	9	13	17	21						
股本	1294	1286	1286	1286						
资本公积	352	360	360	360						
留存收益	3768	4092	4534	5033						
归属母公司股东权	5414	5738	6180	6679						
负债和股东权益	9336	10170	11103	12082						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-349	1062	903	891		成长能力				
净利润	77	303	403	450		营业收入	-16.8%	15.3%	13.0%	7.4%
折旧摊销	428	442	452	462		营业利润	-73.2%	310.5%	32.7%	11.8%
财务费用	40	63	74	85		归属于母公司净利润	-76.8%	292.4%	33.0%	11.8%
投资损失	-5	-9	-11	-11		获利能力				
营运资金变动	-836	242	-38	-118		毛利率 (%)	30.7%	32.8%	33.1%	33.2%
其他经营现金流	859	82	463	591		净利率 (%)	0.9%	3.2%	3.8%	4.0%
投资活动现金流	-435	-323	-333	-332		ROE (%)	1.4%	5.3%	6.5%	6.7%
资本支出	-428	-332	-343	-343		ROIC (%)	0.5%	4.4%	5.3%	5.5%
长期投资	-6	0	0	0		偿债能力				
其他投资现金流	-1	9	11	11		资产负债率 (%)	41.9%	43.5%	44.2%	44.5%
筹资活动现金流	201	79	81	75		净负债比率 (%)	72.2%	76.8%	79.2%	80.3%
短期借款	415	0	0	0		流动比率	1.47	1.57	1.68	1.79
长期借款	23	50	55	60		速动比率	0.91	1.10	1.21	1.27
普通股增加	-42	-7	0	0		营运能力				
资本公积增加	-741	7	0	0		总资产周转率	0.87	0.92	0.96	0.94
其他筹资现金流	548	29	26	15		应收账款周转率	8.32	7.57	7.47	7.77
现金净增加额	-580	818	651	634		应付账款周转率	5.57	6.26	6.30	6.02

每股指标 (元)					估值比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.06	0.24	0.31	0.35		P/E	113.50	37.42	28.14	25.16
每股经营现金流	-0.27	0.83	0.70	0.69		P/B	1.62	1.97	1.83	1.70
每股净资产	4.21	4.46	4.80	5.19		EV/EBITDA	18.21	12.15	9.99	8.87

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 10 月 27 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。