

## 公司研究

## 营收利润双双增长，全年盈利能力显著提升

## ——中顺洁柔（002511.SZ）2025 年报点评

## 增持（维持）

当前价：8.22 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

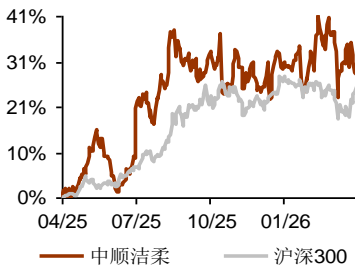
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.86
总市值(亿元):	105.74
一年最低/最高(元):	6.36/9.25
近3月换手率:	97.51%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.75	-0.27	0.66
绝对	-7.12	-1.32	25.66

资料来源：Wind

## 相关研报

二季度毛利率环比提升，股权激励彰显信心——中顺洁柔（002511.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-20）

行业竞争加剧，24 年业绩承压，1Q25 毛利率环比改善——中顺洁柔（002511.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-26）

## 要点

## 事件：

公司发布 2025 年报，2025 年实现营收 87.8 亿元，同比+7.7%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比+312.8%，经营活动产生的现金流量净额为 13.4 亿元，同比由负转正；其中 1Q/2Q/3Q/4Q 2025 实现营收 20.7/22.6/21.5/23.0 亿元，同比+12.1%/+4.0%/+11.1%/+4.8%，实现归母净利润 6676/8339/8003/8842 万元，同比-30.1%/扭亏为盈/扭亏为盈/+274.7%。

## 点评：

**品类持续扩充，25 年营收利润实现双增：**2025 年，分品类看，公司生活用纸/个人护理分别实现营收 87.0/0.8 亿元，同比+8.2%/-27.9%，营收占比分别为 99.1%/0.9%。分地区看，公司境内/境外分别实现营收 84.4/3.4 亿元，同比+7.1%/+25.6%，营收占比分别为 96.1%/3.9%。

分上下半年看，1H/2H2025 公司生活用纸业务分别实现营收 42.8/44.2 亿元，同比+8.2%/+8.2%，1H/2H2025 公司个人护理业务分别实现营收 0.5/0.3 亿元，同比-22.8%/-35.4%；1H/2H2025 公司境内业务分别实现收入 41.4/43.0 亿元，同比+6.1%/+8.1%，1H/2H2025 公司境外业务分别实现收入 1.8/1.5 亿元，同比+61.3%/-0.8%。

2025 年，公司一方面对核心品类持续迭代升级，推出艺术系列国风联名产品、护鼻乳霜纸巾、点断式湿厕纸、易撕型分享手帕纸、免脱更换的猫 ning 裤等；另一方面积极拓宽品类边界，推出香氛洗衣液/洗衣凝珠、马桶免刷清洁剂、厨房厨电清洁剂、管道疏通剂以及高品质牙膏等产品，丰富产品矩阵。

**全年毛利率同比明显提升，费用率有所降低：**2025 年公司毛利率为 34.0%，同比+3.3pcts。4Q2025，公司毛利率为 34.1%，同比+4.2pcts，环比-2.7pcts。根据卓创资讯数据，3Q/4Q2025 国内阔叶浆吨均价为 4161/4404 元，同比-789/-151 元，环比-123/+243 元；3Q/4Q2025 生活用纸吨均价为 5550/5602 元，同比-748/-483 元，环比-249/+52 元。受益于木浆库存成本的同比跌幅高于纸价跌幅，公司四季度毛利率同比明显提升；四季度毛利率环比有所降低，主要原因系木浆价格自去年下半年开始上行，四季度木浆库存成本的环比涨幅高于纸价涨幅。

2025 年公司期间费用率为 28.4%，同比-1.3pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.4%/4.7%/1.8%/0.4%，分别同比-0.1/-0.4/-0.9/+0.2pcts，其中管理费用率的降低主要原因系本期摊销的股权激励成本减少、以及外包仓库管理费等费用减少，研发费用率的降低主要原因系降本增效举措下，公司研发人员相关薪酬、直接研发投入均显著减少。

4Q2025 期间费用率为 26.5%，同比-1.8pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.7%/4.7%/1.7%/0.4%，同比-2.3/+0.3/-0.1/+0.3pcts。

**持续回购股份用于股权激励：**2026 年 2 月，公司发布股份回购计划，拟于 2026 年 2 月 24 日至 2027 年 2 月 23 日期间回购股份不低于 6000 万元、不超过 1.2 亿元，用于实施员工持股计划，截至 2026 年 3 月末，公司已回购股份 978 万元。

**收入利润实现双增，维持“增持”评级：**我们基本维持公司 2026-2027 年归母净利润预测为 4.0/ 5.0 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测为 5.8 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 26/21/18 倍。公司为国内生活用纸头部企业，稳步推进产品高端化和品类多元化战略，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观需求不及预期，行业竞争程度超预期，浆价上涨超预期。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	8,151	8,780	9,759	10,873	12,080
营业收入增长率	-16.84%	7.72%	11.15%	11.42%	11.09%
归母净利润 (百万元)	77	319	402	503	584
归母净利润增长率	-76.80%	312.80%	26.26%	25.08%	16.05%
EPS (元)	0.06	0.25	0.31	0.39	0.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.43%	5.83%	7.02%	8.17%	8.79%
P/E	138	33	26	21	18
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-14

注：2024-2025 年末股本数为 1294/1286 百万股，假设 2026-2028 年末股本数为 1286 百万股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,151	8,780	9,759	10,873	12,080
营业成本	5,648	5,795	6,405	7,074	7,822
折旧和摊销	402	421	405	431	455
税金及附加	53	75	88	98	109
销售费用	1,760	1,883	2,098	2,327	2,585
管理费用	422	417	459	511	568
研发费用	220	159	195	217	242
财务费用	17	33	42	42	47
投资收益	5	4	4	5	5
营业利润	98	433	515	644	748
利润总额	98	430	513	642	746
所得税	22	114	113	141	164
净利润	76	316	400	501	582
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	77	319	402	503	584
EPS(元)	0.06	0.25	0.31	0.39	0.45

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-349	1,340	853	693	903
净利润	77	319	402	503	584
折旧摊销	402	421	405	431	455
净营运资金增加	528	-439	500	548	472
其他	-1,357	1,039	-454	-788	-609
投资活动产生现金流	-435	121	-616	-570	-545
净资本支出	-428	-284	-496	-450	-450
长期投资变化	9	6	0	0	0
其他资产变化	-15	398	-120	-120	-95
融资活动现金流	201	-562	-233	155	-56
股本变化	-42	-7	0	0	0
债务净变化	442	-323	-62	277	91
无息负债变化	-606	-115	287	73	207
净现金流	-580	868	4	279	302

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	30.7%	34.0%	34.4%	34.9%	35.2%
EBITDA 率	6.5%	10.4%	9.8%	10.2%	10.3%
EBIT 率	1.5%	5.6%	5.6%	6.3%	6.5%
税前净利润率	1.2%	4.9%	5.3%	5.9%	6.2%
归母净利润率	0.9%	3.6%	4.1%	4.6%	4.8%
ROA	0.8%	3.5%	4.2%	4.9%	5.3%
ROE (摊薄)	1.4%	5.8%	7.0%	8.2%	8.8%
经营性 ROIC	1.4%	5.8%	6.4%	7.3%	7.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	42%	39%	39%	40%	40%
流动比率	1.47	1.58	1.63	1.65	1.69
速动比率	0.92	1.15	1.13	1.14	1.18
归母权益/有息债务	3.80	4.96	5.52	4.68	4.72
有形资产/有息债务	6.09	7.52	8.63	7.33	7.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	9,336	8,957	9,452	10,224	11,003
货币资金	1,581	2,436	2,440	2,718	3,020
交易性金融资产	443	110	110	116	122
应收账款	980	960	1,199	1,336	1,484
应收票据	0	0	3	3	4
其他应收款 (合计)	19	21	20	22	24
存货	2,059	1,464	1,793	1,981	2,190
其他流动资产	377	242	252	263	275
流动资产合计	5,485	5,306	5,857	6,484	7,168
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9	6	6	6	6
固定资产	3,018	2,854	2,770	2,642	2,503
在建工程	90	42	91	121	143
无形资产	312	336	429	519	608
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	34	46	75	75	75
非流动资产合计	3,851	3,651	3,596	3,740	3,834
总负债	3,913	3,475	3,699	4,049	4,347
短期借款	1,348	1,098	939	1,216	1,307
应付账款	1,014	739	897	990	1,095
应付票据	306	318	384	424	469
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	34	16	18	21	24
流动负债合计	3,720	3,353	3,583	3,933	4,231
长期借款	62	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	123	114	114	114	114
非流动负债合计	193	122	116	116	116
股东权益	5,423	5,482	5,753	6,174	6,656
股本	1,294	1,286	1,286	1,286	1,286
公积金	573	551	591	642	700
未分配利润	3,626	3,851	4,084	4,457	4,882
归属母公司权益	5,414	5,461	5,734	6,157	6,641
少数股东权益	9	21	19	17	14

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	21.60%	21.45%	21.50%	21.40%	21.40%
管理费用率	5.18%	4.75%	4.70%	4.70%	4.70%
财务费用率	0.21%	0.37%	0.44%	0.39%	0.39%
研发费用率	2.69%	1.81%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	23%	26%	22%	22%	22%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.10	0.06	0.08	0.09
每股经营现金流	-0.27	1.04	0.66	0.54	0.70
每股净资产	4.18	4.24	4.46	4.79	5.16
每股销售收入	6.30	6.83	7.59	8.45	9.39

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	138	33	26	21	18
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	23.0	12.5	12.1	10.6	9.5
股息率	0.0%	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼