

## 中顺洁柔 (002511.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 生活用纸业务延续增长，盈利水平显著改善

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	8,151	8,780	9,613	10,512	11,320
增长率 yoy (%)	-16.8	7.7	9.5	9.4	7.7
归母净利润 (百万元)	77	319	445	524	604
增长率 yoy (%)	-76.8	312.8	39.7	17.6	15.4
ROE (%)	1.4	5.8	7.5	8.2	8.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.06	0.25	0.35	0.41	0.47
P/E (倍)	135.2	32.7	23.4	19.9	17.3
P/B (倍)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**中顺洁柔发布 2025 年年报及 2026 年一季报：**2025 年公司实现营业收入 87.80 亿元，同比+7.72%；归母净利润 3.19 亿元，同比+312.80%；扣非后归母净利润 3.12 亿元，同比+511.70%。2025Q4 公司实现营业收入 23.02 亿元，同比+4.84%；归母净利润 0.88 亿元，同比+274.69%；扣非后归母净利润 0.82 亿元，同比+332.27%。2026Q1 公司实现营业收入 21.98 亿元，同比+6.29%；归母净利润 1.03 亿元，同比+53.76%；扣非后归母净利润 1.04 亿元，同比+52.59%。

**生活用纸业务延续增长，新品开创情绪价值新场景。**根据中顺洁柔 2025 年年报，2025 年公司生活用纸收入 87.01 亿元，同比+8.20%；个人护理及其他业务 7854 万元，同比-27.94%。从长期发展来看，国内居民生活用纸人均消费量稳步提升，但与发达国家和地区相比存在一定差距，长期来看，我国生活用纸行业仍有较大的成长空间；根据中顺洁柔 2025 年年报，“洁柔”已成为家喻户晓的国民级高端生活用纸代表，持续通过内容影响、场景化体验等多项举措提升品牌美誉度、用户忠诚度，2025 年推出艺术系列国风联名产品、专为鼻部敏感人群设计的护鼻乳霜纸巾、点断式湿厕纸、易撕型分享手帕纸等产品，开创生活用纸情绪价值新场景。同时，公司积极拓宽品类边界，精准挖掘细分场景需求，推出多款多元场景的特色产品，完善产品矩阵、填补市场空白，如推出香氛洗衣液/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。

**非传统渠道表现更为出色。**从渠道来看，公司以战略思维统筹渠道与产能布局，构建了传统经销商、大型连锁卖场、商用消费品、电商、新零售、国贸六大渠道协同发展的全渠道营销体系，2025 年公司传统渠道收入 34.17 亿元，同比+4.85%，非传统渠道收入 53.63 亿元，同比+9.63%。

**盈利水平改善。**2025Q4、2026Q1 公司归母净利率分别为 3.84%、4.67%，分别同比+2.77pct、+1.44pct；毛利率为 34.05%、34.37%，分别同比+4.20pct、+3.52pct。根据中顺洁柔 2025 年年报，公司毛利率的改善，得益于公司线下渠道集中资源深耕高毛利区域、且电商平台聚焦头部资源&重点布局高毛利产品。

**盈利预测及投资建议。**公司生活用纸业务受益于行业持续增长，同时公司具有较强的产品开发设计能力，借助于完善的渠道结构能够有效触达消费者，已经建立了较为突出的品牌势能，同步积极布局个人护理、家庭清洁等具有协同性的业务，我们

#### 股票信息

行业	轻工制造
2026年05月13日收盘价(元)	8.11
总市值(百万元)	10,432.52
流通市值(百万元)	10,259.28
总股本(百万股)	1,286.38
流通股本(百万股)	1,265.02
近3月日均成交额(百万元)	178.84

#### 作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

#### 相关研究

看好公司发展,预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 4.45 亿元、5.24 亿元、6.04 亿元,对应 PE 23.4X、19.9X、17.3X,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 新品推广不及预期,市场竞争持续加剧,渠道开拓不及预期,木浆价格大幅波动,汇率变动超预期。

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5485	5306	6655	6547	8032
现金	1581	2436	2400	3073	3277
应收票据及应收账款	980	960	1371	1097	1589
其他应收款	19	21	23	24	27
预付账款	27	73	17	87	22
存货	2059	1464	2337	1809	2643
其他流动资产	820	352	508	456	473
<b>非流动资产</b>	3851	3651	3624	3596	3501
长期股权投资	9	6	6	6	6
固定资产	3018	2854	2813	2760	2642
无形资产	322	340	360	385	407
其他非流动资产	502	451	445	445	447
<b>资产总计</b>	9336	8957	10279	10143	11533
<b>流动负债</b>	3720	3353	4284	3681	4525
短期借款	1348	1098	1306	1153	1162
应付票据及应付账款	1321	1057	1609	1260	1835
其他流动负债	1052	1199	1368	1268	1527
<b>非流动负债</b>	193	122	125	123	123
长期借款	62	0	-0	-0	-1
其他非流动负债	131	122	125	124	124
<b>负债合计</b>	3913	3475	4408	3805	4648
少数股东权益	9	21	18	14	10
股本	1294	1286	1286	1286	1286
资本公积	352	317	317	317	317
留存收益	3846	4085	4453	4887	5388
归属母公司股东权益	5414	5461	5853	6324	6875
<b>负债和股东权益</b>	9336	8957	10279	10143	11533

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	-349	1340	262	1212	578
净利润	76	316	442	520	600
折旧摊销	407	425	352	379	412
财务费用	17	33	34	29	14
投资损失	-5	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	-827	496	-566	277	-454
其他经营现金流	-17	74	5	12	11
<b>投资活动现金流</b>	-435	121	-420	-303	-317
资本支出	429	286	323	353	317
长期投资	-6	2	-0	1	0
其他投资现金流	0	404	-97	49	1
<b>筹资活动现金流</b>	201	-562	-4	-111	-58
短期借款	415	-250	208	-153	9
长期借款	23	-62	-0	-0	-1
普通股增加	-42	-7	0	0	0
资本公积增加	-741	-35	0	0	0
其他筹资现金流	548	-207	-212	42	-66
<b>现金净增加额</b>	-580	868	-161	798	203

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	8151	8780	9613	10512	11320
营业成本	5648	5795	6280	6839	7348
营业税金及附加	53	75	82	90	97
销售费用	1760	1883	2048	2234	2400
管理费用	422	417	433	463	487
研发费用	220	159	163	173	181
财务费用	17	33	34	29	14
资产和信用减值损失	-13	-16	-17	-19	-20
其他收益	54	22	33	29	31
公允价值变动收益	22	6	10	10	10
投资净收益	5	4	5	5	5
资产处置收益	0	-2	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	98	433	602	708	817
营业外收入	10	4	6	5	6
营业外支出	9	7	8	7	8
<b>利润总额</b>	98	430	601	706	815
所得税	22	114	159	187	215
<b>净利润</b>	76	316	442	520	600
少数股东损益	-1	-2	-3	-4	-4
<b>归属母公司净利润</b>	77	319	445	524	604
EBITDA	503	858	958	1083	1207
EPS (元/股)	0.06	0.25	0.35	0.41	0.47

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-16.8	7.7	9.5	9.4	7.7
营业利润 (%)	-73.2	343.8	39.2	17.6	15.3
归属母公司净利润 (%)	-76.8	312.8	39.7	17.6	15.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.7	34.0	34.7	34.9	35.1
净利率 (%)	0.9	3.6	4.6	4.9	5.3
ROE (%)	1.4	5.8	7.5	8.2	8.7
ROIC (%)	1.1	4.8	6.1	6.8	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.9	38.8	42.9	37.5	40.3
净负债比率 (%)	-0.6	-22.3	-16.6	-28.5	-29.0
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.8	1.8
速动比率	0.8	1.1	0.9	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.7	9.1	8.3	8.5	8.4
应付账款周转率	5.9	6.6	6.4	6.5	6.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.25	0.35	0.41	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.27	1.04	0.20	0.94	0.45
每股净资产 (最新摊薄)	4.21	4.24	4.55	4.92	5.34
<b>估值比率</b>					
P/E	135.2	32.7	23.4	19.9	17.3
P/B	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.8	10.6	9.7	7.8	6.8

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686