

## 中顺洁柔 (002511.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

徐靖泽  
医药商业、个护用  
品行业研究员

2026年6月4日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	7.02
总市值	90.30亿
PE-TTM	25.47
PB-MRQ	1.62

## 估值结果

价值	104.90亿
DDM估值	上行空间 16%
状态	合理估值
价值	106.66亿
动态估值	上行空间 18%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

中顺洁柔是一家集研发、生产及销售为一体的多元化集团企业。产品主要为生活用纸，还覆盖护理用品、家清用品等多个领域，下游以电商、经销商、商超等为主要销售渠道。

公司成长空间较好，主要系生活用纸刚需属性强，需求相对稳定，未来随着消费理念升级的推进，功能性品类如擦手纸、厨房纸等渗透率提升，我国人均消费量有望持续增长。公司盈利趋势较好，洁柔为生活用纸龙头品牌，产品中艺术系列、黑Face系列、Lotion乳霜纸等定位中高端，盈利能力较强。公司产业格局中等，其所处行业进入壁垒不算高，品牌众多导致格局趋于分散，但品类被替代的风险较低。公司护城河较深，洁柔具备一定品牌力，凭借独特的线上营销以及高端产品力，建立了一定的品牌知名度和消费者心智，长期被侵蚀的风险较小。

预计公司未来业绩增长来自洁柔生活用纸产品结构持续升级，推新品、打爆品，通过线上线下渠道的共同拓展带来市占率的提升。基于以上假设，公司当前估值基本合理。

## 风险提示

**原材料价格大幅波动：**公司生活用纸的主要原材料为木浆，且公司尚不具备自有浆厂，需要向外采购，因此木浆价格与公司毛利率具备较强的相关性。若木浆价格出现大幅波动，可能对公司盈利能力有所影响。

**行业竞争加剧：**生活用纸行业品牌众多，竞争较为激烈，若品牌间竞争加剧产生价格战、或不断有新品牌进入市场，公司业绩可能不及预期。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	10
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	10

## 1. 基本信息

中顺洁柔纸业股份有限公司自1979年的造纸加工厂正式开工运作，进行包装纸的生产加工经营，1989年从纸品加工行业成功转型生活用纸行业，2010年公司在深交所正式上市。公司目前拥有洁柔、朵蕾蜜、洁仕嘉、太阳、悦己柔、洁柔面子、柔可适和新棉初白8大品牌，覆盖生活用纸、健康精品、护理用品、家清用品和商用消费品等多个领域。

## 2. 业务介绍

对于中顺洁柔公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

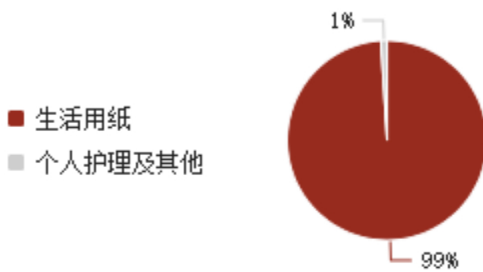
生活用纸：

该业务的竞争市场界定为国内的生活用纸市场，产品主要包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、厨房纸等相关生活用纸细分品类。公司主打品牌“洁柔”定位中高端，而“太阳”品牌更面向中低端市场。该业务销售渠道主要为传统模式（经销商、KA卖场等）和非传统模式（线上电商、新零售等）。

个人护理及其他：

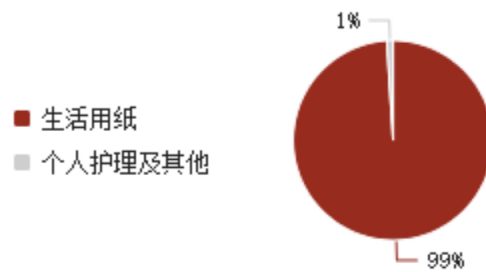
该业务的竞争市场界定为国内，产品主要涵盖护理用品、家清用品、健康精品、护肤用品、母婴用品、商旅一次性用品和商用消费品等多个细分领域。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司作为自主生产的生活用纸企业，具备自有厂房及生产线，资产强度较高。公司的生活用纸产品消费品属性强，且线上渠道销售占比高，因此需要较高营销强度获取流量进行品牌推广，线下终端也需要进行一定的销售活动。公司供应商集中度较高，统一与国外供应商签订纸浆购销合同。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2025年固定资产和在建工程占总资产比重约32%。中顺洁柔作为自主生产型公司，其固定资产主要为生产生活用纸等产品所需的机器设备、厂房建筑等，资产投入相对较高。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的营销强度较高，2025年销售费用率为21.45%。线下渠道需要借助经销商本地资源与销售网络，并与大型连锁卖场达成战略合作，投入一定销售费用。而线上渠道则更需要投入较多营销费用进行电商平台投流、品牌直播、短视频/笔记内容营销种草等，实现品牌推广和流量转化。

### 3.3 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的供应商集中度较高，2025年前五名供应商占年度采购总额的41.7%。公司的供应商主要为上游纸浆生产厂、包装材料供应厂家等。由于原材料纸浆价格具备较强的波动性，公司通常与供应商均建立长期的战略合作关系，统一与国外供应商签订纸浆购销合同。

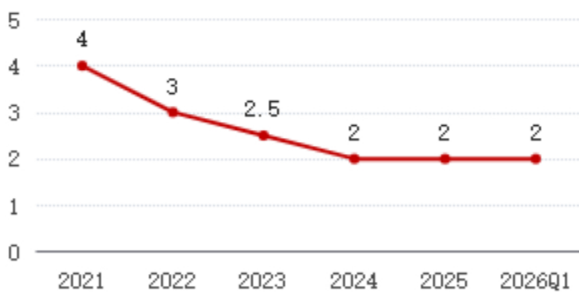
## 4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效表现一般，其中公司盈利能力受原材料价格高位影响有所下降；公司成长能力受疫情以及竞争加剧影响走弱，最新一期有所回升；公司业务控制力较好，现金流表现尚可；公司股东回报能力不高，分红比例较低。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力一般。2021-2024由于原材料纸浆价格大幅上行以及持续消化高价位原材料库存，成本端有所承压导致盈利能力持续下降。2025年浆价趋势回落，盈利能力已有所改善。2025年公司ROE为5.8%，归母净利率为3.6%。后续随着成本端有所改善，盈利能力有望回升。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



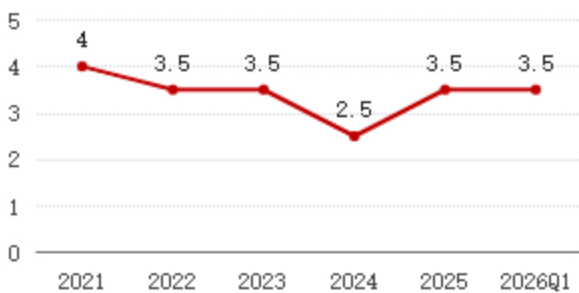
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力中等。2022-2024年，由于原材料价格处于高位，且2022年产品销售受到疫情扰动以及公司进行渠道体系优化、2024年品牌竞争加剧，公司业绩有所承压，成长能力持续下降。2025年及2026年Q1原材料成本下行，公司中高端生活用纸产品带动业绩增长，成长能力有所回升。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



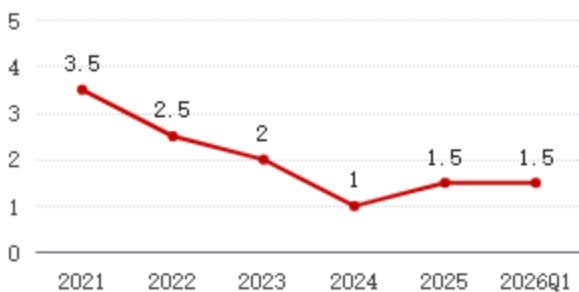
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好。2025年公司的经营性现金流净额/营业收入比例为15.3%，上下游净占款/总资产比例为1.6%，均高于行业平均。公司与主要木浆供应商建立长期合作，通过规模采购和长期协议可获得更优付款条件。

## 4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级较弱，分红比例较低，2021-2025年分红比例均低于50%，2025年分红比例达42%，股息率为1.37%。主要系公司盈利能力受原材料价格影响较大，利润有所承压，分红能力较弱。2025年公司盈利修复，股东回报星级有所回升。

## 5. 四维评级

公司成长空间较好，未来生活用纸产品预计稳健增长。盈利趋势向好，未来盈利能力相较历史有望改善。产业格局中等，行业进入壁垒不高，竞争较为激烈。护城河较深，品牌与产品力构筑壁垒，持续性较强。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较好。未来生活用纸人均消费量仍有提升空间，公司有望受益消费理念升级、纸品结构升级等，通过线上线下渠道协同实现增长。

#### 生活用纸(3.5星):

公司生活用纸业务成长能力较好，预计未来5年收入CAGR约10%。我国生活用纸行业规模持续增长，人均消费量距离发达国家仍有较大差距，随着未来消费理念升级，厨房纸、湿厕纸等功能性品类渗透率提升，生活用纸消费量仍有提升空间。公司生活用纸产品定位中高端，未来有望充分受益。且公司销售以电商渠道为主，近年来公司通过内容营销、直播等新零售模式实现较好增长；线下渠道方面，公司也将持续提升终端覆盖效率。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，显性期内毛利率较前期预计将有所改善，且通过提前储备低价纸浆库存，后续盈利能力也有望维持稳健。

#### 生活用纸(3.5星):

公司生活用纸业务盈利趋势较好，短期上游纸浆价格趋势下行，毛利率有望持续改善，后续上涨空间有限，虽然可能有一定波动但总体可控。公司已布局浆纸一体化项目，待后续制浆项目投产，即便纸浆价格再度上行，公司有望凭借纸浆部分自给以及提前储备较低价格纸浆库存应对，为盈利提供稳健支撑。生活用纸行业较集中，CR4约32%，公司为龙头、排名第四，未来凭借高端化产品策略、把握线上渠道流量入口以及营销优势，未来市占率仍有提升空间。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，生活用纸行业进入壁垒不高，新兴品牌众多竞争较激烈。公司品牌具备较高知名度，被替代风险较小。

#### 生活用纸(3星):

公司生活用纸业务产业格局中等，长期来看该行业产品进入壁垒不高，新兴品牌众多，凭借电商的兴起总有不同的流量入口，同品类产品差异化程度不高。但公司“洁柔”品牌已具备较高的知名度和消费者认知，高端化早于同行，被替代风险较小。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深，主要具备品牌护城河和产品力护城河。洁柔作为国货生活用纸品牌，知名度较高，且产品定位中高端，可持续性较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
生活用纸	(2星) 该业务护城河宽度一般，经壹评级调整后的ROIC为7.1%。公司为生活用纸行业龙头，2025年市占率排名第四，相较心相印、维达和清风等品牌有一定差距。公司业务控制力尚可。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为品牌和产品力。一方面洁柔作为国货生活用纸品牌，具备一定的品牌知名度，公司通过品牌故事、“霸总”人设IP营销等持续增强影响力，未来被侵蚀的可能性较低。另一方面，公司产品定位中高端，Face经典黑、Lotion乳霜纸等系列成为高端生活用纸代名词，易于抵御品牌间的价格战冲击，未来被侵蚀的可能性较低。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司未来业绩增长主要来自于：1) 生活用纸人均消费量提升带动行业规模增长，公司凭借品牌、产品以及线上渠道拓展实现市占率提升；2) 原材料纸浆价格下行，带动毛利率持续改善，盈利能力有所修复。基于壹评级的DDM和动态估值模型，公司当前估值基本合理。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：生活用纸、个人护理及其他。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

#### 对于生活用纸业务：

收入假设：

我国生活用纸人均消费量仍有提升空间，预计以4%-5%的增速稳健增长，而生活用纸单价随着消费水平的提升也将有所增长，共同带动生活用纸行业在未来5年实现超2000亿的规模。公司凭借产品高端化布局较早、线上电商收入占比较高且持续提升、营销转化能力较强的优势，有望实现市占率由2025年的5.4%提升至2030年的6.2%。因此未来5年给予其约9%左右增长，远期3-5%增速预期。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司生活用纸原材料以阔叶浆为主，考虑到全球下一个确定性较高的浆厂扩产大型项目或至2027年投产，因此预计2026年阔叶浆供给压力或边际缓解，价格预计略升，但由于国内主要港口纸浆库存处于高位，上涨空间有限，且公司可能提前储备低价纸浆库存，因此毛利率可能较2025年持平或略低。而2027年供给压力增大，下半年多个国外大型浆厂项目将集中投产，2028年可能成为供需压力最为显著的一年，纸浆价格大概率面临下行压力，公司毛利率有望持续提升至约35%。2029-2030年可能有所回落。后续随着浆价周期波动，我们预计长期毛利率维持中枢水平。

2) 费用率：公司虽以线上电商渠道为主，但营销转化率相对较高，预计整体销售费用率保持稳定。

**对于个人护理及其他业务：**

收入假设：随着公司积极拓宽品类边界，精准挖掘细分场景需求，完善产品矩阵，有望带动业务收入持续增长。但当前业务占比较小，仍处于起步期，公司重心仍在生活用纸业务，因此给予未来5年8-9%左右增长。

盈利能力假设：

1) 毛利率：随着业务规模增强，品类拓宽，预计毛利率稳中有升。

2) 费用率：由于该业务处于新兴阶段，需要较多费用投入拓宽市场，预计销售费用率未来可能有所提升。

**表2：公司整体业绩预测**

中顺洁柔	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	98.0	81.5	87.8	95.2	104.8	115.8	125.8	136.5
归母净利润(亿)	3.3	0.8	3.2	4.1	5.2	6.8	6.3	5.8
归母净利润增速(%)	-5.0	-76.8	313.7	28.9	25.5	31.0	-6.0	-8.3
经营性净利润(亿)	3.0	0.5	3.1	4.0	5.0	6.6	6.2	5.7
经营性净利润增速(%)	-11.9	-82.3	485.9	27.2	26.5	31.9	-6.1	-8.5
经营性归母净利润(亿)	3.0	0.5	3.1	4.0	5.0	6.6	6.2	5.7
经营性归母净利润增速(%)	-12.0	-82.1	481.6	26.3	26.5	31.9	-6.1	-8.5

数据来源：壹评级

**表3：公司分业务业绩预测**

生活用纸	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	96.6	80.4	87.0	94.3	103.9	114.8	124.7	135.3
收入增速(%)	15.7	-16.8	8.2	8.4	10.1	10.5	8.6	8.5
经营性净利润(亿)	2.9	0.5	3.1	3.9	4.9	6.5	6.1	5.6
经营性净利率(%)	3.0	0.6	3.5	4.1	4.8	5.7	4.9	4.1
经营性净利润增速(%)	-12.4	-82.3	489.6	27.4	26.7	32.2	-6.3	-8.7
个人护理及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.4	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
收入增速(%)	-36.5	-21.8	-27.9	6.9	10.0	8.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	4.2	1.0	6.0	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
经营性净利润增速(%)	21.2	-80.9	314.9	11.9	10.0	8.0	8.0	8.0

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
生活用纸	5.4%	中等-	较好	强	7.0%	19.8	6.1
个人护理及其他	7.2%	中等	一般	一般	8.0%	13.16	0.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
生活用纸(亿)	3.7	92.0	95.6	10.2	-	-	105.8
个人护理及其他(亿)	0.1	0.7	0.7	0.2	-	-	0.9
公司整体测算(亿)	3.7	92.6	96.3	10.3	-	-	106.7

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
生活用纸(亿)	28.9	64.9	93.8	10.2	-	-	103.9
个人护理及其他(亿)	0.3	0.5	0.8	0.2	-	-	1.0
公司整体测算(亿)	29.2	65.4	94.6	10.3	-	-	104.9

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要系公司历史盈利能力因原材料纸浆价格波动较大并不稳定，成本价格受多重因素扰动，预测难度较大，且公司与市场交流频次不高，因此对估值确定性星级有所拖累。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。