

2023 年 04 月 24 日  
中顺洁柔 (002511.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

14.78 元

股价 (2023-04-21)

11.71 元

交易数据

总市值(百万元) 15,649.79

流通市值(百万元) 15,194.30

总股本(百万股) 1,336.45

流通股本(百万股) 1,297.55

12 个月价格区间 9.36/14.04 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.5	-9.0	3.2
绝对收益	-2.3	-12.6	4.1

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

22Q4 盈利环比向上, 成本下行盈利弹性可期	2023-03-04
股权激励调动管理层积极性, 盈利拐点有望逐步兑现	2022-12-21
产品、渠道结构性调整, 成本高企盈利短期承压	2022-10-28

## 23Q1 营收恢复增长, 盈利持续修复可期

■ 事件: 中顺洁柔发布 2022 年报与 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 85.70 亿元, 同比下降 6.34%; 归母净利润 3.50 亿元, 同比下降 39.77%; 扣非后归母净利润 3.20 亿元, 同比下降 43.58%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 24.56 亿元, 同比下降 14.58%; 归母净利润 0.75 亿元, 同比下降 21.94%; 扣非后归母净利润 0.70 亿元, 同比下降 23.91%。

2023Q1 公司实现营业收入 20.61 亿元, 同比增长 9.35%; 归母净利润 0.89 亿元, 同比下降 32.93%; 扣非后归母净利润 0.82 亿元, 同比下降 35.51%。

■ 23Q1 业绩显著修复, 产品渠道结构持续优化

22Q4 国内部分地区受疫情管控影响, 同时公司持续进行产品提价及渠道结构调整, 营收短期承压。具体包括 1) 公司优化渠道质量, 淘汰部分亏损、现金流不佳的 KA 通路; 2) 坚持提价策略以覆盖原材料涨幅, 对价格较敏感的线上渠道收入阶段性下滑; 3) 持续优化品类结构, 提升高端产品份额, 主动放弃部分低价产品。伴随消费逐步回暖, 23Q1 公司营收增速转正。

分产品看, 2022 年公司生活用纸/个人护理/其他分别实现收入 83.50/0.51/1.69 亿元, 同比分别下降 3.56%/34.12%/59.29%, 占比分别为 97.44%/0.59%/1.97%。1) 生活用纸方面, 2022 年公司推出锦鲤系列, 丰富艺术产品系列, 并推出鎏金系列、C&FACE 及其衍生产品, 高端化升级顺畅, 22 年公司生活用纸均价同比增长 10.02%。受提价策略短期影响, 22 年公司生活用纸销量同比下降 12.48%, 22 年生活用纸收入小幅下滑。2023 年公司将持续推进产品结构优化, 通过加大油画、锦鲤、Face、Lotion 等高端、高毛利产品终端推广, 精准的品牌营销策略结合多渠道销售布局, 提升高端、高毛利产品铺货与渗透力。2) 个护方面, 22 年公司个护产品受利润优先策略短期影响, 推广速度放缓, 收入略有下滑。23 年公司继续将高端、高毛利的非传统干巾定义为未来重点发展的战略品类, 将持续重点发力湿巾、卫生巾、棉柔巾等非传统干巾品类。

分渠道看, 2022 年公司传统模式 (包括 GT、KA) /非传统模式 (包括 EG、AFH、RC) 分别实现收入 40.78/43.23 亿元, 同比分别下降 7.13%/0.49%。

■ 浆价持续下行背景下预计盈利拐点将至, 费用管控良好

盈利能力方面, 2022 年公司毛利率 31.96%, 同比下降 3.96pct, 其中 22Q4 毛利率为 30.57%, 同比下降 0.92pct。23Q1 公司毛利率为

27.46%，同比下降 5.35pct。公司毛利率逐季承压，主要系前期原材料木浆价格上行，因库存周期公司成本仍上行所致。截至 2023 年 4 月，部分浆厂阔叶浆报价下调至 550 美元/吨，较前期高点已下降超 300 美元。UPM210 万吨阔叶浆产能继 Arauco156 万吨产能后也已投放，浆价有望进一步下行，伴随高价木浆库存逐渐消耗，公司盈利有望逐季改善。

期间费用方面，22 年公司期间费用率为 26.75%，同比下降 0.92pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.41%/4.34%/2.38%/-0.37%，同比分别-1.30/+0.61/+0.06/-0.29pct。22 年公司销售费用率有所下降，主要系公司采取精准的品牌营销策略。公司持续降本增效，完善信息化和数据化建设，建立驱动型的财务管理、供应链管理体系与高效的采购体系，全面提升精细化管理水平。伴随基础管理强化，23Q1 期间费用率同比下降 1.87pct 至 22.56%。综合影响下，2022 年公司净利率为 4.07%，同比下降 2.28pct；22Q4 公司净利率为 3.04%，同比下降 0.32pct；23Q1 公司净利率为 4.33%，同比下降 2.75pct。

**投资建议：**公司作为生活用纸龙头，不断优化产品、渠道结构，股权激励进一步激发组织活力，浆价下行有望释放盈利弹性。我们预计中顺洁柔 2023-2025 年营业收入为 97.91、108.88、123.39 亿元，同比增长 14.25%、11.21%、13.32%；归母净利润为 6.49、8.50、9.58 亿元，同比增长 85.44%、30.97%、12.71%，对应 PE 为 24.1x、18.4x、16.3x，给予 23 年 30xPE，目标价 14.78 元，维持买入-A 的投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；疫情反复风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	9,149.9	8,569.7	9,790.9	10,888.4	12,338.7
净利润	581.1	350.0	649.0	850.0	958.0
每股收益(元)	0.43	0.26	0.49	0.64	0.72
每股净资产(元)	3.67	3.87	4.83	5.40	6.06

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	26.9	44.7	24.1	18.4	16.3
市净率(倍)	3.2	3.0	2.4	2.2	1.9
净利润率	6.4%	4.1%	6.6%	7.8%	7.8%
净资产收益率	11.9%	6.8%	10.0%	11.8%	11.8%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.5%	0.6%	0.5%
ROIC	15.1%	8.5%	14.9%	21.1%	21.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9,149.9	8,569.7	9,790.9	10,888.4	12,338.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,863.0	5,831.1	6,481.8	7,054.4	8,012.5	营业收入增长率	17.0%	-6.3%	14.3%	11.2%	13.3%
营业税费	65.5	55.2	63.1	70.2	79.5	营业利润增长率	-38.8%	-40.7%	88.1%	30.7%	12.7%
销售费用	1,986.5	1,748.8	1,998.0	2,210.5	2,482.9	净利润增长率	-35.9%	-39.8%	85.4%	31.0%	12.7%
管理费用	341.1	372.1	342.7	381.1	431.9	EBITDA 增长率	-24.2%	-27.4%	52.9%	25.0%	12.9%
研发费用	212.0	203.9	195.8	239.5	271.5	EBIT 增长率	-35.3%	-46.7%	90.8%	32.0%	13.1%
财务费用	-7.3	-32.0	-32.0	-32.0	-32.0	NOPLAT 增长率	-35.6%	-46.0%	99.8%	31.2%	12.8%
资产减值损失	-27.8	-20.2	-12.0	-20.0	-17.4	投资资本增长率	-4.1%	13.7%	-7.3%	11.4%	-1.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-2.7%	5.6%	24.7%	11.6%	12.2%
投资和汇兑收益	0.4	-0.8	-	-0.2	-0.3						
<b>营业利润</b>	675.7	400.6	753.4	984.6	1,109.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-8.2	8.6	-8.4	-2.7	-0.8	毛利率	35.9%	32.0%	33.8%	35.2%	35.1%
<b>利润总额</b>	667.5	409.2	745.0	981.9	1,108.8	营业利润率	7.4%	4.7%	7.7%	9.0%	9.0%
减:所得税	86.4	60.5	96.9	133.4	152.9	净利润率	6.4%	4.1%	6.6%	7.8%	7.8%
<b>净利润</b>	581.1	350.0	649.0	850.0	958.0	EBITDA/营业收入	11.6%	9.0%	12.0%	13.5%	13.5%
						EBIT/营业收入	7.8%	4.4%	7.4%	8.7%	8.7%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	116	129	111	100	87
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	24	30	30	28	30
货币资金	875.1	1,324.8	2,317.7	2,600.7	3,556.6	流动资产周转天数	153	178	191	202	211
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	44	48	45	46	46
应收账款	1,190.2	1,101.0	1,362.3	1,416.7	1,767.5	存货周转天数	62	71	67	65	66
应收票据	2.3	11.4	3.4	6.1	6.9	总资产周转天数	295	333	325	323	319
预付账款	36.7	15.3	47.0	22.0	53.6	投资资本周转天数	149	166	149	136	126
存货	1,467.6	1,911.6	1,739.6	2,202.6	2,342.3						
其他流动资产	180.6	335.0	224.7	246.8	268.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.9%	6.8%	10.0%	11.8%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	4.2%	6.9%	8.3%	8.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	15.1%	8.5%	14.9%	21.1%	21.4%
投资性房地产	33.1	31.7	31.7	31.7	31.7	<b>费用率</b>					
固定资产	3,129.4	3,013.6	3,013.9	3,010.7	2,951.0	销售费用率	21.7%	20.4%	20.4%	20.3%	20.1%
在建工程	134.9	142.6	194.1	235.3	268.2	管理费用率	3.7%	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%
无形资产	168.5	214.2	205.1	196.0	186.9	研发费用率	2.3%	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	305.0	233.9	218.0	242.3	227.0	财务费用率	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
<b>资产总额</b>	7,523.3	8,335.1	9,357.5	10,210.8	11,660.4	四费/营业收入	27.7%	26.8%	25.6%	25.7%	25.6%
短期债务	-	607.8	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,682.6	1,756.0	1,980.5	2,044.1	2,594.3	资产负债率	34.8%	37.8%	31.0%	29.4%	30.6%
应付票据	335.0	340.3	325.8	416.7	448.2	负债权益比	53.3%	60.9%	44.8%	41.6%	44.1%
其他流动负债	442.3	304.0	439.0	386.3	375.2	流动比率	1.53	1.56	2.07	2.28	2.34
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.93	0.93	1.44	1.51	1.65
其他非流动负债	156.6	146.4	151.3	151.4	149.7	利息保障倍数	-97.75	-11.81	-22.53	-29.75	-33.66
<b>负债总额</b>	2,616.5	3,154.4	2,896.7	2,998.5	3,567.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3.2	2.6	1.8	0.4	-1.7	DPS(元)	0.10	-	0.06	0.07	0.06
股本	1,312.5	1,314.7	1,336.4	1,336.4	1,336.4	分红比率	22.1%	0.0%	12.1%	11.4%	7.9%
留存收益	4,313.3	4,552.3	5,122.5	5,875.5	6,758.2	股息收益率	0.8%	0.0%	0.5%	0.6%	0.5%
<b>股东权益</b>	4,906.8	5,180.7	6,460.8	7,212.3	8,093.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	581.0	348.7	649.0	850.0	958.0
						加:折旧和摊销	364.1	405.5	457.3	521.1	585.9
						资产减值准备	37.2	17.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	7.3	36.6	-32.0	-32.0	-32.0
						投资收益	-0.4	0.8	-	0.2	0.3
						少数股东损益	-0.1	-1.3	-0.8	-1.4	-2.1
						营运资金的变动	239.9	-644.6	365.9	-441.5	39.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	1,319.6	391.7	1,439.4	896.3	1,549.8
						投资活动产生现金流量	-647.2	-474.7	-500.0	-550.2	-550.3
						融资活动产生现金流量	-919.2	503.6	53.4	-63.2	-43.5
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.43	0.26	0.49	0.64	0.72
						BVPS(元)	3.67	3.87	4.83	5.40	6.06
						PE(X)	26.9	44.7	24.1	18.4	16.3
						PB(X)	3.2	3.0	2.4	2.2	1.9
						P/FCF	25.9	34.5	45.2	38.6	15.4
						P/S	1.7	1.8	1.6	1.4	1.3
						EV/EBITDA	19.5	22.2	11.1	8.7	7.1
						CAGR(%)	13.5%	40.0%	-10.6%	13.5%	40.0%
						PEG	2.0	1.1	-2.3	1.4	0.4
						ROIC/WACC	1.4	0.8	1.4	2.0	2.0
						REP	3.9	5.0	2.4	1.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034