

投资评级 优于大市 维持

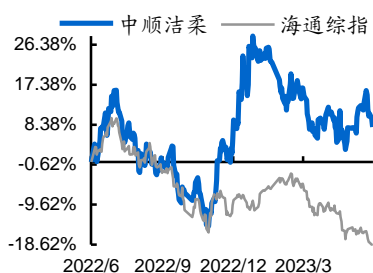
成本端压力改善&全渠道优化，长期有望释放利润弹性

股票数据

06月01日收盘价(元)	11.71
52周股价波动(元)	9.13-14.26
总股本/流通A股(百万股)	1335/1296
总市值/流通市值(百万元)	15628/15172

相关研究

《非传统渠道表现亮眼，22Q1净利率环比修复》2022.05.02

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.1	-2.7	-7.8
相对涨幅(%)	5.4	3.3	0.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 公司2022年和23一季度经营概况：**2022年全年公司实现营业收入85.7亿元，同比降低6.3%；归母净利润3.5亿元，同比降低39.8%；扣非后归母净利润3.2亿元，同比降低43.6%。22Q4公司实现营业收入24.6亿元，YoY-14.6%；归母净利润7546.2万元，YoY-21.9%；扣非后归母净利润6978.7万元，YoY-23.9%。23Q1公司实现营业收入20.6亿元，YoY+9.4%；归母净利润8943.7万元，YoY-32.9%；扣非后归母净利润8187.8万元，YoY-35.5%。
- 生活用纸&个人护理整体受压，看好公司长期业绩改善：**分行业来看，公司2022生活用纸板块实现收入83.5亿元，YoY-3.6%，22H2实现收入40.8亿元，YoY-10.7%；个人护理板块22年实现收入0.5亿元，YoY-34.1%，22H2实现收入0.2亿元，YoY-37.9%。分产品来看，公司2022年成品端营收83.6亿元，YoY-4.0%，22H2实现收入40.9亿元，YoY-10.9%；半成品端22年营收0.4亿元，YoY+72.2%，22H2实现收入0.1亿元，YoY-14.2%。受原材料纸浆、包材和能源价格大幅上涨影响，叠加2022年行业整体竞争加剧，公司2022年主营业务经营承压。公司通过产品提价、扩大高毛利产品覆盖、渠道结构深入调整等措施维持盈利水平，缓和经营压力。我们认为，公司通过产品提价、品类结构优化、渠道结构调整、降本增效等，长期看业绩有望改善。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2023-2025年净利润分别为6.53、7.48、8.17亿元，同比增长86.5%、14.6%、9.3%，当前收盘价对应2023-2024年PE为24、21倍，公司作为护理领域龙头企业，参考可比公司给予公司2023年27~28倍PE估值，对应合理价值区间13.20~13.69元，对应2023年1.83~1.89倍PS，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动，市场竞争加剧，下游客户订单不及预期。

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Tel:(021)23185623

Email:lkj14091@haitong.com

证书:S0850522060001

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9150	8570	9644	10664	11770
(+/-)YoY(%)	17.0%	-6.3%	12.5%	10.6%	10.4%
净利润(百万元)	581	350	653	748	817
(+/-)YoY(%)	-35.9%	-39.8%	86.5%	14.6%	9.3%
全面摊薄EPS(元)	0.44	0.26	0.49	0.56	0.61
毛利率(%)	35.9%	32.0%	35.8%	36.0%	36.0%
净资产收益率(%)	11.9%	6.8%	11.1%	11.3%	10.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 全渠道优化, 电商快速增长:** 分渠道来看, 公司 2022 年传统模式 (以传统经销、大卖场 KA 等为主) 营收 40.8 亿元, YoY-7.1%, 占比 47.6%; 非传统模式 (以线上电商、新零售为主) 营收 43.2 亿元, YoY-0.5%, 占比 50.4%, 同比增加 3.0pct。2022 年公司紧跟行业内电商份额增长的大势, 加大在电商、新零售、直播等非传统渠道的布局, 营收维稳。公司现已形成传统经销、KA 卖场、商用、电商、新零售五大渠道并进的发展格局。我们认为, 公司持续在电商&直播等成长型渠道发力, 趁新零售东风, 通过强化供应链、运营管理、线上营销等方式扩大销售。与此同时, 公司注重渠道下沉和 KA 渠道优化, 看好公司未来全渠道发力, 稳定持续增长。

- 22H2 原材料价格高位拖累利润表现:** 2022 年公司净利率为 4.1%, 同比降低 2.3pct; 22H2 净利率为 2.9%, 同比下降 0.6pct; 2022 年公司毛利率为 32.0%, 同比降低 4.0pct; 22H2 毛利率为 31.0%, 同比下降 1.7pct; 23Q1 净利率 4.3%, 同比下降 2.7pct, 毛利率 27.5%, 同比下降 5.4pct, 成本压力仍在。22 年整体来看, 行业因核心原材料纸浆成本上涨和竞争加剧而集体受压, 公司利润端同比下降。费用率方面, 22H2 公司销售、管理、研发费用率分别为 20.8%、4.6%、2.4%, YoY 分别-1.0pct、+1.0pct、持平。

- 股权激励计划看重人才价值, 热心公益彰显企业担当:** 公司 2022 年进一步优化组织架构、职级体系和薪酬体系, 推出适用 600+ 名员工的《2022 年股票期权与限制性股票激励计划》, 充分打造多样化激励机制, 看重人才价值。2022 年公司积极投身公益事业, 例如疫情期间向全国多地捐赠口罩、生活用纸、消毒湿巾、护理用品等保障类物资累计超 800 万元; 公司持续赞助全国性赛事, 彰显企业担当, 提升社会认可度, 助力企业长期可持续发展。

表 1 中顺洁柔分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
成品				
销售收入	8363	9469	10489	11595
增长率 (YoY)	-4.0%	13.2%	10.8%	10.5%
半成品				
销售收入	38	25	25	25
增长率 (YoY)	72.1%	-34.5%	0.0%	0.0%
其他收入				
销售收入	169	150	150	150
增长率 (YoY)	-59.3%	-11.1%	0.0%	0.0%
合计				
销售收入	8570	9644	10664	11770
增长率 (YoY)	-6.3%	12.5%	10.6%	10.4%
毛利率	32.0%	35.8%	36.0%	36.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)	PS (2023E, 倍)
维达国际	03331.HK	生活用纸及个护领域龙头	18.76	15.8	1.1
恒安国际	01044.HK	生活用纸及个护领域龙头	33.05	12.6	1.6
百亚股份	003006.SZ	个护领域龙头	17.50	30.3	3.8
可靠股份	301009.SZ	个护领域龙头	11.97	32.9	2.3
平均				22.9	2.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 06 月 01 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8570	9644	10664	11770
每股收益	0.26	0.49	0.56	0.61	营业成本	5831	6194	6819	7537
每股净资产	3.88	4.40	4.97	5.60	毛利率%	32.0%	35.8%	36.0%	36.0%
每股经营现金流	0.29	0.76	0.99	1.08	营业税金及附加	55	62	69	76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1749	1968	2176	2402
P/E	44.65	23.95	20.90	19.13	营业费用率%	20.4%	20.4%	20.4%	20.4%
P/B	3.02	2.66	2.35	2.09	管理费用	372	434	480	530
P/S	1.80	1.62	1.47	1.33	管理费用率%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	21.70	10.81	9.09	7.78	EBIT	380	766	878	959
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-32	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.0%	35.8%	36.0%	36.0%	资产减值损失	-20	-15	-14	-13
净利润率	4.1%	6.8%	7.0%	6.9%	投资收益	-1	5	6	6
净资产收益率	6.8%	11.1%	11.3%	10.9%	营业利润	401	769	881	963
资产回报率	4.2%	7.5%	7.7%	7.5%	营业外收支	9	0	0	0
投资回报率	5.6%	11.1%	11.2%	10.9%	利润总额	409	769	881	963
盈利增长 (%)					EBITDA	800	1332	1494	1625
营业收入增长率	-6.3%	12.5%	10.6%	10.4%	所得税	61	114	130	142
EBIT 增长率	-45.1%	101.6%	14.6%	9.3%	有效所得税率%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润增长率	-39.8%	86.5%	14.6%	9.3%	少数股东损益	-1	3	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	350	653	748	817
资产负债率	37.8%	32.1%	31.7%	31.5%					
流动比率	1.56	1.92	2.12	2.30	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.92	1.04	1.25	1.44	货币资金	1325	1239	2056	2996
现金比率	0.44	0.47	0.70	0.91	应收账款及应收票据	1096	1163	1281	1407
经营效率指标					存货	1912	2291	2522	2788
应收账款周转天数	46.18	44.00	43.80	43.60	其它流动资产	367	379	389	400
存货周转天数	119.66	135.00	135.00	135.00	流动资产合计	4699	5072	6248	7590
总资产周转率	1.03	1.11	1.10	1.08	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.84	3.27	3.76	4.41	固定资产	3014	2948	2833	2667
					在建工程	143	143	143	143
					无形资产	214	219	224	229
					非流动资产合计	3636	3588	3487	3335
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8335	8660	9735	10925
净利润	350	653	748	817	短期借款	608	0	0	0
少数股东损益	-1	3	3	3	应付票据及应付账款	1289	1375	1554	1763
非现金支出	437	585	633	681	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	10	-1	-6	-6	其它流动负债	1111	1263	1390	1534
营运资金变动	-405	-221	-52	-49	流动负债合计	3008	2638	2944	3298
经营活动现金流	392	1018	1326	1447	长期借款	0	0	0	0
资产	-315	-505	-505	-505	其它长期负债	146	146	146	146
投资	1	0	0	0	非流动负债合计	146	146	146	146
其他	-161	-7	-4	-2	负债总计	3154	2784	3091	3444
投资活动现金流	-475	-512	-509	-507	实收资本	1315	1335	1335	1335
债权募资	627	-608	0	0	归属于母公司所有者权益	5178	5871	6636	7469
股权募资	25	20	0	0	少数股东权益	3	5	8	12
其他	-149	-4	0	0	负债和所有者权益合计	8335	8660	9735	10925
融资活动现金流	504	-592	0	0					
现金净流量	451	-86	817	940					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。