

## 业绩修复持续向好，23 年盈利弹性可期

### 核心观点：

- 事件：**公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 85.7 亿元，同比下降 6.34%；归母净利润 3.5 亿元，同比下降 39.77%；基本每股收益 0.27 元/股。其中，公司第四季度单季实现营收 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%。2023Q1，公司实现营收 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%。
- 浆价维持高位，公司毛利率持续下行。**2022 年，公司综合毛利率为 31.96%，同比下降 3.96 pct。其中，Q4 单季毛利率为 30.57%，同比下降 0.92 pct，环比下降 0.9 pct。23Q1 单季毛利率为 27.46%，同比下降 5.35 pct，环比下降 3.11 pct。公司毛利率下滑主要是因为：报告期内，公司原材料纸浆价格维持高位。
- 费用率同比微降，净利率整体下滑。**费用率方面，2022 年，公司期间费用率为 26.75%，同比下降 0.92 pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.41%/4.34%/2.38%/-0.37%，分别同比变动 -1.3 pct/+0.61 pct/+0.06 pct/-0.29 pct。2023Q1，公司期间费用率为 22.56%，同比下降 1.87 pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.69%/3.5%/2.52%/-0.15%，分别同比下降 1.02 pct/0.71 pct/0.07 pct/0.07 pct。**净利率方面**，2022 年，公司净利率为 4.07%，同比下降 2.28 pct，其中，Q4 单季净利率为 3.04%，同比下降 0.32 pct，环比提升 0.38 pct。23Q1 单季公司净利率为 4.33%，同比下降 2.75 pct，环比提升 1.28 pct。
- UPM 浆厂开始投产，浆价快速下行释放盈利弹性。**UPM 已经从环境部门获得新纸浆厂的最终运营许可，并立刻启动生产，预计首批纸浆将于 5 月份发货。浆价来看，外盘智利阔叶浆报价上周由 690 美元/吨下调至 550 美元/吨；内盘阔叶浆/针叶浆/化机浆价格分别较高点下降 36.12%/22.24%/13.24%。我们认为，未来浆价或有进一步下降空间，伴随公司高价浆库存消耗完毕，并使用低价浆生产，后续报表端盈利能力有望持续改善。
- 稳步推进高端市场布局，生活用纸均价明显提升。**公司持续推动高端化策略，对各领域产品矩阵及序列进行升级迭代，全面提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的销售占比，22 年推出锦鲤系列、鎏金系列、C&FACE 及其衍生产品。2022 年，公司生活用纸实现营收 83.5 亿元，同比下降 3.56%，平均价格为 64.65 元/箱，同比提升 10.2%；个人护理实现营收 0.51 亿元，同比下降 34.12%。
- 投资建议：**公司为我国生活用纸龙头，行业市占率持续提升，持续推进产品结构升级，看好浆价下行释放业绩弹性，预计公司 2023/24/25 年能够实现基本每股收益 0.53/0.65/0.8 元，对应 PE 为 22X/18X/15X，维持“推荐”评级。

## 中顺洁柔 (002511.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

特此鸣谢: 刘立思

### 市场数据

2023/4/19

A 股收盘价(元)	11.79
股票代码	002511.SZ
A 股一年内最高价(元)	14.26
A 股一年内最低价(元)	9.13
上证指数	3,370.13
市盈率 TTM	51.48
总股本(万股)	133,645
实际流通 A 股(万股)	129,606
流通 A 股市值(亿元)	152.81

### 市场表现

2023/4/19



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	8569.69	9915.99	11164.42	12430.46
同比增速 (%)	-6.34	15.71	12.59	11.34
归母净利润	349.97	710.35	873.41	1063.17
同比增速 (%)	-39.77	102.97	22.95	21.73
EPS(元/股)	0.26	0.53	0.65	0.80
PE	45.02	22.18	18.04	14.82

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023/4/19 收盘价)

- **风险提示:** 需求不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8569.69	9915.99	11164.42	12430.46	<b>流动资产</b>	<b>4699.09</b>	<b>5981.95</b>	<b>7671.77</b>	<b>9388.51</b>
营业成本	5831.05	6464.24	7222.26	7953.01	现金	1324.79	2268.24	3395.82	4727.44
营业税金及附加	55.22	71.40	80.38	89.50	应收账款	1084.13	1615.22	1548.03	2112.05
营业费用	1748.82	1933.62	2177.06	2423.94	其它应收款	16.92	19.99	24.66	27.13
管理费用	372.09	406.56	435.41	472.36	预付账款	15.29	12.93	13.72	22.27
财务费用	-32.02	8.17	3.44	-2.78	存货	1911.63	1732.73	2340.67	2164.83
资产减值损失	-20.24	0.00	0.00	0.00	其他	346.33	332.83	348.86	334.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>非流动资产</b>	<b>3636.02</b>	<b>3506.25</b>	<b>3364.48</b>	<b>3210.71</b>
投资净收益	-0.85	0.46	-0.04	-0.03	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	400.61	829.34	1017.43	1240.18	固定资产	3013.56	2883.79	2742.02	2588.24
营业外收入	17.03	0.00	0.00	0.00	无形资产	214.24	214.24	214.24	214.24
营业外支出	8.42	0.00	0.00	0.00	其他	408.22	408.22	408.22	408.22
利润总额	409.22	829.34	1017.43	1240.18	<b>资产总计</b>	<b>8335.11</b>	<b>9488.20</b>	<b>11036.25</b>	<b>12599.22</b>
所得税	60.55	120.33	145.95	179.51	<b>流动负债</b>	<b>3008.06</b>	<b>3453.40</b>	<b>4129.96</b>	<b>4632.26</b>
净利润	348.67	709.01	871.48	1060.67	短期借款	607.80	864.05	1170.95	1511.12
少数股东损益	-1.30	-1.34	-1.92	-2.50	应付账款	948.55	935.78	1177.36	1162.98
归属母公司净利润	349.97	710.35	873.41	1063.17	其他	1451.71	1653.57	1781.65	1958.17
EBITDA	800.00	1166.68	1362.20	1590.60	<b>非流动负债</b>	<b>146.36</b>	<b>146.36</b>	<b>146.36</b>	<b>146.36</b>
EPS (元/股)	0.26	0.53	0.65	0.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其他	146.36	146.36	146.36	146.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>391.69</b>	<b>919.87</b>	<b>1064.51</b>	<b>1249.23</b>	<b>负债合计</b>	<b>3154.42</b>	<b>3599.76</b>	<b>4276.32</b>	<b>4778.62</b>
净利润	348.67	709.01	871.48	1060.67	少数股东权益	2.63	1.29	-0.63	-3.13
折旧摊销	419.74	329.77	341.77	353.77	归属母公司股东权益	5178.06	5887.16	6760.56	7823.73
财务费用	36.58	32.02	44.27	58.34	<b>负债和股东权益</b>	<b>8335.11</b>	<b>9488.20</b>	<b>11036.25</b>	<b>12599.22</b>
投资损失	0.85	-0.46	0.04	0.03	<b>主要财务比率(%)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营运资金变动	-404.83	-150.33	-192.58	-222.99	营业收入	-6.34%	15.71%	12.59%	11.34%
其它	-9.31	-0.14	-0.48	-0.60	营业利润	-40.72%	107.02%	22.68%	21.89%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-474.72</b>	<b>-199.40</b>	<b>-199.56</b>	<b>-199.43</b>	归属母公司净利润	-39.77%	102.97%	22.95%	21.73%
资本支出	-314.83	-199.86	-199.52	-199.40	毛利率	31.96%	34.81%	35.31%	36.02%
长期投资	1.27	0.00	0.00	0.00	净利率	4.08%	7.16%	7.82%	8.55%
其他	-161.16	0.46	-0.04	-0.03	ROE	6.76%	12.07%	12.92%	13.59%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>503.56</b>	<b>222.98</b>	<b>262.63</b>	<b>281.82</b>	ROIC	5.59%	10.58%	11.01%	11.32%
短期借款	607.80	256.25	306.90	340.17	P/E	45.02	22.18	18.04	14.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.04	2.68	2.33	2.01
其他	-104.24	-33.27	-44.27	-58.34	EV/EBITDA	21.70	12.31	9.94	7.89
<b>现金净增加额</b>	<b>451.10</b>	<b>943.45</b>	<b>1127.58</b>	<b>1331.62</b>	PS	1.81	1.56	1.39	1.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐媛玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)