

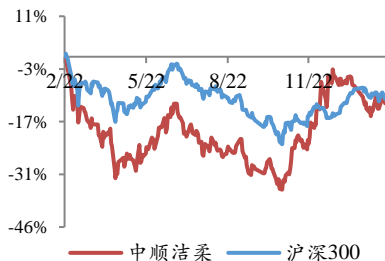
23Q1 营收企稳, 看好浆价大幅下跌带来盈利弹性

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-04-22

收盘价 (元)	11.71
近 12 个月最高/最低 (元)	14.61/9.36
总股本 (百万股)	1,336
流通股本 (百万股)	1,298
流通股比例 (%)	97.16
总市值 (亿元)	156
流通市值 (亿元)	152

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

相关报告

1. 三季度利润承受成本压力, 结构积极调整优化 2022-10-27

2. Q2 业绩承受成本压力, 份额扩张关注后续弹性 2022-09-05

3. Q4 营收高增, 看好提价落地盈利改善 2022-03-02

主要观点:

- **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年公司营收/归母净利润 85.7/3.5 亿元, 同比-6.34%/-39.77%。22Q4 营收 24.56 亿元, 同比/环比-15%/+41%; 归母净利润 7546.18 万元, 同比/环比-22%/+61%。23Q1 营收 20.61 亿元, 同比/环比+9.4%/-16.1%, 归母净利润 8943.67 万元, 同比/环比-32.93%/+18.52%。
- **优品类、调渠道, 转型期营收短暂承压。**受疫情、产品提价与渠道结构调整影响, 2022 年公司营收阶段性承压。**分产品来看**, 2022 年公司生活用纸/个护营收 83.5/0.51 亿元, 同比-3.56%/-34.12%。公司逆势中持续优化品类结构, 重点发力高端、高毛利产品。**分渠道看**, 传统 (GT、KA) 渠道/非传统 (EC、AFH、RC 等) 渠道营收 40.78/43.23 亿元, 同比-7.13%/-0.49%, 渠道端收缩部分业绩不佳的 KA 渠道, 积极布局商销、新零售等新兴渠道。23Q1 营收增速已有小幅回暖, 叠加经济复苏与品类、渠道持续优化, 全年看公司营收有望在低基数下逐季高增。
- **浆价超预期下行将带来盈利拐点。**在成本高位与行业竞争加剧下, 2022 年公司毛利率/净利率 31.96%/4.07%, 同比-3.96/-2.28pct; 费用方面, 2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率-1.3/+0.68/+0.06pct 至 20.41%/6.72%/2.38%。自 22Q3 起公司坚定调价与渠道优化策略, 22Q4 调价陆续落地, 盈利边际改善。22Q4-23Q1 公司归母净利率环比分别 +0.38/+1.29pct 至 3.04%/4.33%。随阔叶浆供给改善, 当前阔叶浆进入快速下行通道, 同时带动针叶浆报价向下, 2023 年 4 月阔叶浆/针叶浆外盘报价部分低至 550/930 美金/吨。公司产品迭代布局高端化, 浆价快速回落将显著增厚盈利空间, 预计自 23Q2 起业绩弹性将逐季兑现。
- **新团队调整到位, 股权激励焕发活力。**22 年 12 月公司发布新一轮股权激励计划, 考核目标为 23-25 年营收分别不低于 100/110/121 亿元。短期看好管理团队改革+疫后需求修复, 长期看好高潜品类培育推广, 渠道质量提升。预计 23-25 年净利润 6.43/8.52/10.10 亿元, 同比+83.7%、+32.6%、+18.5%。对应 PE 为 24.5X/18.5X/15.6X。维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料成本大幅波动、市场竞争加剧、需求恢复不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8570	10052	11114	12173
收入同比 (%)	-6.3%	17.3%	10.6%	9.5%
归属母公司净利润	350	643	852	1010
净利润同比 (%)	-39.8%	83.7%	32.6%	18.5%
毛利率 (%)	32.0%	34.6%	36.1%	36.9%
ROE (%)	6.8%	11.8%	13.5%	13.8%
每股收益 (元)	0.27	0.48	0.64	0.76
P/E	50.89	24.51	18.49	15.61
P/B	3.55	2.90	2.50	2.16
EV/EBITDA	21.70	5.95	5.81	6.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4699	6114	7187	8203	营业收入	8570	10052	11114	12173
现金	1325	2380	2993	3611	营业成本	5831	6573	7105	7686
应收账款	1084	1279	1412	1547	营业税金及附加	55	66	78	85
其他应收款	17	18	20	22	销售费用	1749	2020	2256	2471
预付账款	15	25	24	27	管理费用	372	413	467	511
存货	1912	1971	2194	2351	财务费用	-32	-7	-18	-24
其他流动资产	346	440	544	644	资产减值损失	-20	-11	-10	-10
非流动资产	3636	2770	2538	2931	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	1	11	12
固定资产	3014	2054	1622	1869	营业利润	401	759	999	1209
无形资产	214	237	271	299	营业外收入	17	3	4	4
其他非流动资产	408	480	645	763	营业外支出	8	6	1	4
资产总计	8335	8884	9724	11134	利润总额	409	756	1002	1209
流动负债	3008	3295	3283	3683	所得税	61	113	150	200
短期借款	608	581	354	513	净利润	349	642	852	1010
应付账款	949	1023	1122	1208	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	1452	1691	1807	1962	归属母公司净利润	350	643	852	1010
非流动负债	146	146	146	146	EBITDA	800	2348	2258	1978
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.48	0.64	0.76
其他非流动负债	146	146	146	146					
负债合计	3154	3441	3429	3829					
少数股东权益	3	2	2	2					
股本	1315	1336	1336	1336					
资本公积	958	576	576	576					
留存收益	2905	3528	4380	5390					
归属母公司股东权益	5178	5441	6293	7302					
负债和股东权益	8335	8884	9724	11134					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	392	2211	1875	1643	成长能力				
净利润	350	643	852	1010	营业收入	-6.3%	17.3%	10.6%	9.5%
折旧摊销	420	1599	1273	793	营业利润	-40.7%	89.4%	31.7%	20.9%
财务费用	37	12	9	9	归属于母公司净利	-39.8%	83.7%	32.6%	18.5%
投资损失	1	-1	-11	-12	获利能力				
营运资金变动	-405	-56	-255	-167	毛利率 (%)	32.0%	34.6%	36.1%	36.9%
其他经营现金流	744	713	1114	1186	净利率 (%)	4.1%	6.4%	7.7%	8.3%
投资活动现金流	-475	-736	-1027	-1174	ROE (%)	6.8%	11.8%	13.5%	13.8%
资本支出	-315	-739	-1039	-1188	ROIC (%)	5.6%	10.6%	12.6%	12.6%
长期投资	1	1	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	-161	1	11	12	资产负债率 (%)	37.8%	38.7%	35.3%	34.4%
筹资活动现金流	504	-419	-236	150	净负债比率 (%)	60.9%	63.2%	54.5%	52.4%
短期借款	608	-27	-227	159	流动比率	1.56	1.86	2.19	2.23
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.92	1.25	1.51	1.58
普通股增加	2	22	0	0	营运能力				
资本公积增加	17	-382	0	0	总资产周转率	1.03	1.13	1.14	1.09
其他筹资现金流	-124	-32	-9	-9	应收账款周转率	7.90	7.86	7.87	7.87
现金净增加额	451	1055	612	619	应付账款周转率	6.15	6.43	6.33	6.36
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.48	0.64	0.76
					每股经营现金流薄)	0.29	1.65	1.40	1.23
					每股净资产	3.87	4.07	4.71	5.46
					估值比率				
					P/E	50.89	24.51	18.49	15.61
					P/B	3.55	2.90	2.50	2.16
					EV/EBITDA	21.70	5.95	5.81	6.40

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 马远方, 新加坡管理大学量化金融硕士, 曾任职国盛证券研究所, 2020年新财富轻工纺服第4名团队, 2021年加入华安证券研究所, 2022年水晶球轻工造纸行业(公募榜)第五名, 2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师, 2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架, 擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。