

2023年06月13日

王睿哲
H70266@capital.com.tw
赵旭东
SH0001@capital.com.tw
目标价(元) 14.5

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2023/6/12)	12.46
深证成指(2023/6/12)	10873.74
股价 12 个月高/低	14.19/9.08
总发行股数(百万)	1334.55
A 股数(百万)	1295.65
A 市值(亿元)	161.44
主要股东	广东中顺纸业集团有限公司 (28.22%)
每股净值(元)	3.89
股价/账面净值	3.20
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.6 8.0 6.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

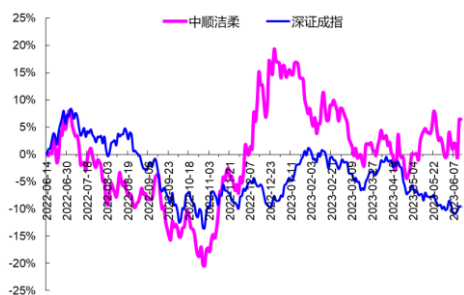
产品组合

生活用纸	97.4%
个人护理	0.6%
其他	2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	57.2%

股价相对大盘走势



中顺洁柔(002511.SZ)

买进 (Buy)

品类与渠道优化, 浆价逐步下行

点评: 公司是国内生活用纸龙头企业, 目前拥有洁柔、太阳、朵蕾蜜三大品牌, 产品涵盖生活用纸、个人护理产品等。当前消费逐渐复苏, 公司优化品类与渠道结构, 提升销量和毛利。此外, 浆价处于下行通道, 进一步增厚公司利润, 看好公司基本面改善, 给予“买进”评级。

- 品类与渠道结构不断优化, 消费逐步复苏:** 2023 年 Q1 公司实现营收 20.61 亿元, 同比提升 9.35%, 主要是因为公司执行品类结构优化策略, 重点发展高端、高毛利的非传统干巾产品, 同时公司主动调整部分低效渠道, 除 KA (大型连锁卖场渠道) 渠道外其他渠道均保持稳定增长。从消费复苏趋势来看, 4 月消费品零售总额达 3.49 万亿, 同比增 18.4%, 其中, 商品零售实现收入 3.1 万亿, 同比增 15.9%, 在低基数作用下, 增速较 3 月 (yoy+9.10%) 有所提升。整体来看, 当前消费逐季复苏, 公司销量或伴随需求进一步增长。
- 高价浆库存压制 Q1 盈利表现:** 毛利率方面, 2023 年 Q1 公司毛利率同比下降 5.35pcts 至 27.46%, 由于生活用纸主要使用进口木浆, 我们估计公司 2023 年 Q1 仍在消化高价浆库存。费用率方面, 2023 年 Q1 销售、管理、财务、研发费用率分别为 16.69%、6.02%、-0.15%、2.52%, 同比分别变动 -1.02pcts、-0.77pcts、-0.07pcts、-0.07pcts, 公司自 2022 年开始完善信息化和数据化建设, 建立驱动型财务管理和供应链管理体系, 销售费用的管控能力得到提高。
- 年初以来浆价回落, 23H2 盈利或将恢复:** 从木浆外盘报价来看, 以智利“明星”牌阔叶木浆、“银星”牌针叶木浆为例, 年初至今分别下跌 46.33%、26.09%, 市场呈现供强需弱的格局。海外库存方面, 据 Europulp 数据显示, 2023 年 4 月欧洲港口纸浆库存量环比上涨 5.0%, 同比上涨 78.4%, 海外需求疲弱下港口库存高位运行; 供给方面, 4 月 UPM 乌拉圭 210 万吨漂桉浆正式投产, 供给增加下纸浆外盘报价仍有下行空间。当前国内对进口木浆的依存度较高, 5 月底国内主要港口纸浆库存达 187 万吨, 处于近年同期高位, 而 UPM 首批纸浆也将于 7 月达到国内, 纸浆价格仍有下行压力。我们预计公司消耗完库存浆后将充分受益于原料成本降低, 23H2 盈利能力有望修复。
- 盈利预测及投资建议:** 短期来看, 消费复苏叠加浆价回落, 考虑到 2022Q2 产品提价叠加物流复苏使得公司营收基数较高, 2023H2 公司基本面有望迎来改善; 长期来看, 公司江苏 40 万吨高档生活用纸与四川 30 万吨浆纸一体化项目将逐步落地, 全国产能布局将不断完善, 公司将持续受益于生活用纸品类与渠道不断优化。我们预计 2023、2024 年公司实现净利润 6.41 亿元、7.50 亿元, yoy 分别为 +70.03%、+22.47%, EPS 为 0.45 元、0.55 元, 当前 A 股价对应 PE 分别为 27.51 倍、22.46 倍, 对此给予公司“买进”的投资建议。
- 风险提示:** 价格竞争加剧、新产品销售不及预期、汇率风险

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	906	581	350	595	729
同比增减	%	50.02	-35.85	-39.77	70.03	22.47
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.70	0.45	0.27	0.45	0.55
同比增减	%	48.94	-35.71	-40.00	64.91	22.47
A 股市盈率(P、E)	X	17.50	27.22	45.37	27.51	22.46
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.062	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.82	0.82	0.51	0.82	0.82

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	7824	9150	8570	9838	11093
经营成本	4591	5863	5831	6496	7269
营业税金及附加	56	66	55	64	74
销售费用	1545	1987	1749	1994	2273
管理费用	365	341	372	408	429
财务费用	-18	-7	-32	-24	-24
资产减值损失	-16	-28	-20	10	10
投资收益	4	0	-1	0	0
营业利润	1104	676	401	701	858
营业外收入	5	4	17	9	10
营业外支出	21	12	8	10	10
利润总额	1088	667	409	701	858
所得税	183	86	61	106	130
少数股东损益	0	0	-1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	906	581	350	595	729

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	1125	875	1325	2149	2329
应收帐款	1051	1178	1084	1138	1195
存货	1661	1468	1912	1720	1806
流动资产合计	4040	3752	4699	5639	6767
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	2793	3129	3014	3104	3228
在建工程	276	135	143	200	190
无形资产	3439	3771	3636	3527	3421
资产总计	7478	7523	8335	9166	10188
流动负债合计	2285	2460	3008	3459	3390
长期负债合计	151	157	146	158	168
负债合计	2436	2616	3154	3617	3558
少数股东权益	0	3	3	3	6
股东权益合计	5042	4904	5178	5546	6625
负债和股东权益总计	7478	7523	8335	9166	10188

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	828	1320	392	994	1036
投资活动产生的现金流量净额	-382	-647	-475	-547	-414
筹资活动产生的现金流量净额	-69	-919	504	377	-442
现金及现金等价物净增加额	374	-252	451	824	180

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买进,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。