

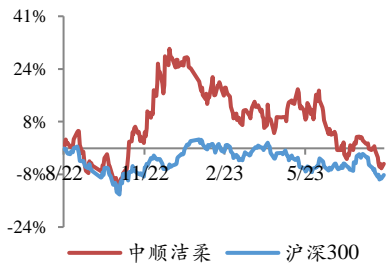
## Q2 收入端环比修复，盈利修复逐步演绎

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价(元)	10.18
近12个月最高/最低(元)	13.97/9.31
总股本(百万股)	1,335
流通股本(百万股)	1,296
流通股比例(%)	97.09
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	132

### 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

1.23Q1 营收企稳，看好浆价大幅下跌带来盈利弹性 2023-04-22

2.三季度利润承受成本压力，结构积极调整优化 2022-10-27

3.Q2 业绩承受成本压力，份额扩张关注后续弹性 2022-09-05

### 主要观点：

- **公司发布 2023 年半年报。**23H1 营收 46.85 亿元，同比+7.27%，归母净利润 0.84 亿元，同比-62.88%。23Q2 营收 26.25 亿元，同比/环比+5.7%/+27.4%，归母净利润-495 万元，同比/环比-105.3%/-105.5%。
- **23Q2 营收率先修复，环比改善显著。**分业务来看，23H1 公司生活用纸/个护营收分别 46.24/0.61 亿元，同比+7.27%/+7.21%。上半年行业需求修复放缓，叠加浆价下行行业促销活动增加，公司持续优化品类结构、渠道结构调整，加大重点品推广力度，高端、高毛利产品销售持续提升。展望 23H2，在后疫情消费习惯培育、传统促销旺季等背景下，前期渠道、产品改革成效有望进一步兑现。
- **高价浆与费用前置影响，盈利压力逐步减轻。**23H1 公司毛利率/净利率分别 28.43%/1.79%，同比-4.5/-3.4pct。23Q2 公司毛利率 29.2%，同比/环比-3.8/+1.7pct，净利率-0.2%，同比/环比-4.0/-4.5pct。23H1 浆价超跌带动纸价下滑，根据卓创资讯，23Q2 生活用纸均价 6398 元/吨，同比/环比-13.7%/-17.7%。前期高价浆库存消化、需求修复放缓、行业竞争加剧，公司毛利率阶段性承压。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费率分别 22.6%/4.4%/2.6%/-0.5%，同比+0.8/+0.4/+0.3/-0.5pct，其中期间费用提升系：1) 实施股权激励计划导致激励成本摊销增加、2) 加大研发投入。公司盈利阶段性触底，看好 23H2 迎接成本+需求双重提振。
- **新产能有序扩张，逆势提升市场份额。**在行业竞争加剧，成本压力高企背景下，公司积极推进四川达州竹浆纸一体化建设，项目包括 30 万吨生活用纸及配套竹浆项目，其中首期 10 万吨生活用纸预期 23 年末投产，届时公司生活用纸产能将达到 90 多万吨，逆势提升市场份额。
- **投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 4.77/5.65/6.72 亿元，同比分别+36%/+18.5%/+18.9%，对应 PE 为 28.5X/24X/20.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 需求恢复与产能投放不及预期、原料成本大幅上行、市场竞争加剧等。

### 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	9735	10994	11777
收入同比(%)	-6.3%	13.6%	12.9%	7.1%
归属母公司净利润	350	477	565	672
净利润同比(%)	-39.8%	36.4%	18.5%	18.9%
毛利率(%)	32.0%	32.2%	32.8%	34.2%
ROE(%)	6.8%	9.0%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.42	0.50
P/E	50.89	28.47	24.03	20.21
P/B	3.54	2.58	2.33	2.09
EV/EBITDA	21.70	5.55	5.92	7.12

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
<b>流动资产</b>	4699	5952	6844	7434	<b>营业收入</b>	8570	9735	10994	11777
现金	1325	2248	2577	2874	营业成本	5831	6595	7387	7751
应收账款	1084	1239	1396	1497	营业税金及附加	55	64	77	82
其他应收款	17	17	20	21	销售费用	1749	1896	2232	2450
预付账款	15	25	25	28	管理费用	372	409	440	483
存货	1912	1983	2281	2371	财务费用	-32	-8	-17	-21
其他流动资产	346	440	544	643	资产减值损失	-20	-6	-10	-10
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	401	563	662	804
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
<b>资产总计</b>	8335	8723	9382	10365	<b>利润总额</b>	409	560	665	805
<b>流动负债</b>	3008	3301	3394	3706	所得税	61	83	100	133
短期借款	608	581	354	513	<b>净利润</b>	349	477	565	672
应付账款	949	1026	1167	1218	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	1452	1694	1874	1975	<b>归属母公司净利润</b>	350	477	565	672
<b>非流动负债</b>	146	146	146	146	EBITDA	800	2151	1922	1577
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.36	0.42	0.50
其他非流动负债	146	146	146	146					
<b>负债合计</b>	3154	3447	3541	3852					
少数股东权益	3	2	2	2	<b>主要财务比率</b>				
股本	1315	1335	1335	1335	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	958	576	576	576	<b>成长能力</b>				
留存收益	2905	3362	3928	4600	营业收入	-6.3%	13.6%	12.9%	7.1%
归属母公司股东权益	5178	5273	5839	6511	营业利润	-40.7%	40.5%	17.7%	21.5%
<b>负债和股东权益</b>	8335	8723	9382	10365	归属于母公司净利	-39.8%	36.4%	18.5%	18.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	32.0%	32.2%	32.8%	34.2%
					净利率 (%)	4.1%	4.9%	5.1%	5.7%
					ROE (%)	6.8%	9.0%	9.7%	10.3%
					ROIC (%)	5.6%	8.0%	8.9%	9.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	37.8%	39.5%	37.7%	37.2%
					净负债比率 (%)	60.9%	65.3%	60.6%	59.1%
					流动比率	1.56	1.80	2.02	2.01
					速动比率	0.92	1.19	1.34	1.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.03	1.12	1.17	1.14
					应收账款周转率	7.90	7.86	7.87	7.87
					应付账款周转率	6.15	6.43	6.33	6.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.27	0.36	0.42	0.50
					每股经营现金流薄)	0.29	1.56	1.19	0.99
					每股净资产	3.88	3.95	4.37	4.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.89	28.47	24.03	20.21
					P/B	3.54	2.58	2.33	2.09
					EV/EBITDA	21.70	5.55	5.92	7.12

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。