

# 中顺洁柔 (002511.SZ) 2022H1 营收韧性增长，高位浆价致盈利短暂承压

2022年09月01日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**吕明（分析师）**
**周嘉乐（分析师）**

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/9/1
当前股价(元)	10.91
一年最高最低(元)	19.66/9.62
总市值(亿元)	143.31
流通市值(亿元)	141.03
总股本(亿股)	13.14
流通股本(亿股)	12.93
近3个月换手率(%)	68.23

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

- 《承压因素逐步释放，预期盈利逐季改善——公司信息更新报告》-2022.6.29
- 《2021/2022Q1 营收稳健增长，盈利阶段性承压——公司信息更新报告》-2022.4.28
- 《2021Q3 收入表现稳健，成本端压力上行——公司信息更新报告》-2021.10.29

### ● 收入韧性增长，高位浆价致盈利短暂承压，维持“买入”评级

2022H1 实现营收 43.68 亿元(+2.82%)，实现归母净利润 2.28 亿元(-44.09%)（系原材料价格上涨及终端消费疲软），扣非归母净利润 2.21 亿元(-44.72%)。2022Q2 实现营收 24.83 亿元(+15.74%)，归母净利润 0.94 亿元(-30.69%)（系毛利率同比 -5.9pct，2021 年同期有低位库存浆的优势），扣非归母净利润 0.94 亿元(-28.92%)。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 归母净利润 5.82/6.52/7.26 亿元，对应 EPS 为 0.44/0.50/0.55 元，当前股价对应 PE 为 24.6/22.0/19.7 倍，看好未来浆价回落下的业绩回补，维持“买入”评级。

### ● 应当时令发力电商业务，Q2 收入环比大幅增长

在部分地区疫情管控导致物流运输不畅及消费疲软等不利因素下，公司灵活应对积极调整销售策略发力电商业务，使 2022Q2 实现收入 24.8 亿元（同比+15.74%，环比+31.8%）。从而带动 2022H1 营收实现同比+2.82%的稳健增长。具体分产品看：生活用纸/个人护理收入分别为 42.66 亿元/0.28 亿元，同比+4.48%/-30.69%；分地区：境内/境外收入分别为 42.7 亿元/0.98 亿元，同比+2.89%/0.09%。渠道看非传统渠道（主要为电商）发展迅速，收入占比提升至 49%。

### ● 成本上涨致盈利承压，现金流环比增加

公司从 2022Q1 开始对部分产品实施提价，带动毛利率逐季提升（2022Q2 毛利率环比+0.2pct 至 33.0%），但因提价幅度并未覆盖成本端的上涨，外加终端需求疲软及 2021H1 具有低位库存浆优势，整体上 2022H1 毛利率同比下滑 6.7pct 至 32.9%。期间费率同比-1.3pct 至 24.1%，其中销售费用同比-4.5%，销售费率/管理费率/财务费率同比-1.5pct/+0.2pct/略持平至 20.0%/4.1%/-0.02%，综合作用下净利率同比-4.4pct 至 5.2%。现金流：2022Q2 现金流净额环比+83%（系收入增加），应收账款周转天数略增，存货周转率提高。

### ● 风险提示：纸浆价格高居不下，终端需求持续低迷，提价落地不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,824	9,150	10,000	11,000	12,100
YOY(%)	17.9	17.0	9.3	10.0	10.0
归母净利润(百万元)	906	581	582	652	726
YOY(%)	50.0	-35.9	0.1	12.0	11.4
毛利率(%)	41.3	35.9	35.9	36.0	36.0
净利率(%)	11.6	6.4	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	18.0	11.8	10.9	11.0	11.1
EPS(摊薄/元)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55
P/E(倍)	15.8	24.6	24.6	22.0	19.7
P/B(倍)	2.8	2.9	2.7	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4040	3752	4652	5452	5737
现金	1125	875	1622	1784	1962
应收票据及应收账款	1052	1180	1260	1424	1528
其他应收款	16	12	18	15	22
预付账款	27	37	24	47	28
存货	1661	1468	1568	2000	2027
其他流动资产	159	181	161	181	170
<b>非流动资产</b>	3439	3771	3883	4013	4140
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2793	3129	3253	3388	3516
无形资产	169	168	169	172	177
其他非流动资产	477	473	462	453	447
<b>资产总计</b>	7478	7523	8535	9464	9877
<b>流动负债</b>	2285	2460	3020	3394	3196
短期借款	143	0	484	537	207
应付票据及应付账款	996	1164	1198	1396	1457
其他流动负债	1146	1296	1338	1461	1531
<b>非流动负债</b>	151	157	158	159	159
长期借款	0	0	2	2	2
其他非流动负债	151	157	157	157	157
<b>负债合计</b>	2436	2616	3178	3553	3354
少数股东权益	0	3	3	3	3
股本	1311	1312	1313	1313	1313
资本公积	907	941	941	941	941
留存收益	2920	3373	3866	4406	5006
<b>归属母公司股东权益</b>	5042	4904	5354	5908	6519
<b>负债和股东权益</b>	7478	7523	8535	9464	9877

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	828	1320	750	609	1046
净利润	906	581	582	651	726
折旧摊销	312	364	273	306	343
财务费用	-18	-7	-33	-31	-46
投资损失	-4	-0	-4	-2	-3
营运资金变动	-514	364	-69	-316	25
其他经营现金流	146	18	2	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-382	-647	-383	-434	-469
资本支出	512	636	112	129	127
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	130	-11	-271	-305	-341
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-919	-105	-66	-69
短期借款	128	-143	0	0	0
长期借款	-23	0	2	1	0
普通股增加	3	1	0	0	0
资本公积增加	146	34	0	0	0
其他筹资现金流	-324	-811	-107	-66	-69
<b>现金净增加额</b>	374	-252	263	109	509

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	7824	9150	10000	11000	12100
营业成本	4591	5863	6410	7040	7744
营业税金及附加	56	66	69	76	85
营业费用	1545	1987	2200	2420	2662
管理费用	365	341	480	528	581
研发费用	190	212	220	242	266
财务费用	-18	-7	-33	-31	-46
资产减值损失	-16	-28	-20	-22	-24
其他收益	29	24	19	22	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	4	2	3
资产处置收益	-2	-0	-2	-1	-1
<b>营业利润</b>	1104	676	695	770	857
营业外收入	5	4	6	5	5
营业外支出	21	12	5	3	3
<b>利润总额</b>	1088	667	697	772	859
所得税	183	86	115	121	133
<b>净利润</b>	906	581	582	651	726
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	906	581	582	652	726
EBITDA	1375	1005	947	1058	1168
EPS(元)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.9	17.0	9.3	10.0	10.0
营业利润(%)	53.4	-38.8	2.9	10.8	11.2
归属于母公司净利润(%)	50.0	-35.9	0.1	12.0	11.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.3	35.9	35.9	36.0	36.0
净利率(%)	11.6	6.4	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	18.0	11.8	10.9	11.0	11.1
ROIC(%)	16.7	11.1	9.5	9.7	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.6	34.8	37.2	37.5	34.0
净负债比率(%)	-17.2	-15.4	-19.1	-19.2	-25.2
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.0	0.8	1.0	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	8.4	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.01	0.57	0.46	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.74	4.08	4.50	4.97
<b>估值比率</b>					
P/E	15.8	24.6	24.6	22.0	19.7
P/B	2.8	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.8	13.5	14.0	12.5	10.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn