

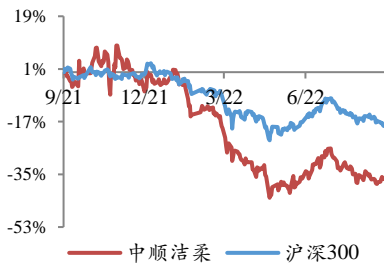
Q2 业绩承受成本压力，份额扩张关注后续弹性

投资评级：买入（上调）

报告日期：2022-09-05

收盘价(元)	10.93
近12个月最高/最低(元)	18.76/9.81
总股本(百万股)	1,314
流通股本(百万股)	1,293
流通股比例(%)	98.41
总市值(亿元)	144
流通市值(亿元)	141

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.Q4 营收高增，看好提价落地盈利改善 2022-03-02

2.华安证券_公司研究_公司点评_中顺洁柔(002511.SZ): 成本上行盈利承压，电商持续发力 2021-10-28

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**公司上半年实现营收 43.68 亿元，同比+2.82%；归母净利润 2.28 亿元，同比-44.09%。22Q2 公司实现营收 24.83 亿元，同比+15.74%；归母净利润 0.94 亿元，同比-30.69%。
- **Q2 业绩增速修复，产品结构持续优化。**分产品来看，22H1 公司生活用纸/个护营收分别 42.7/0.28 亿元，同比分别+4.48%/-30.69%；公司持续优化产品结构，提升中高端产品占比，改善整体毛利率。**渠道方面**，公司坚定渠道拓展，五大渠道齐头并进。线下渠道持续下沉与精细化运作，扩大全国经销网络布局；此外，疫情管控导致的物流不畅也使得公司加强线上渠道投入，618 电商节期间公司线上渠道依旧表现亮眼。此外，22Q1 公司提价逐渐落地。Q2 增速修复同比提升 15.74%。
- **成本抬升短期业绩承压，看好格局优化下公司份额持续提升。**公司 22H1 毛利率/净利率分别 32.93%/5.21%，同比分别-6.75/-4.38pct，生活用纸业务毛利率同比下滑 7.02pct 至 33.24%。上半年木浆持续维持高位，叠加消费疲软、市场竞争激烈等因素，公司盈利能力短期承压。其中 22Q2 毛利率 33.02%，同比/环比分别-5.89/+0.21pct，毛利率环比小幅改善。Q2 净利率 3.79%，同比/环比分别-2.55/-3.28pct。费用方面，22H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-1.54/+0.24/+0.11pct 至 20.01%/4.13%/2.41%。上半年木浆供应链干扰持续，加速行业中小产能出清，公司加强品类优化与渠道扩张，逆势提升市场份额。22Q3 起随海外阔叶浆产能投放，木浆供需格局边际缓解，浆价有望逐步回落，看好公司成本压力松动下释放盈利弹性。
- **投资建议** 公司管理团队改革逐渐步入正轨，当前公司管理线条捋顺，研发-生产-品牌-营销团队持续迭代，提升内生动力，改革成效有望陆续兑现。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别 5.5/7.36/8.58 亿元，同比分别-5.3%/33.9%/16.6%。对应 PE 分别 26.1X/19.5X/16.73X。上调为“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、产能投放不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9150	10044	10967	11866
收入同比(%)	17.0%	9.8%	9.2%	8.2%
归属母公司净利润	581	550	736	858
净利润同比(%)	-35.9%	-5.3%	33.9%	16.6%
毛利率(%)	35.9%	34.0%	35.8%	35.5%
ROE(%)	11.9%	10.9%	12.7%	12.9%
每股收益(元)	0.45	0.42	0.56	0.65
P/E	37.13	26.10	19.50	16.73
P/B	4.48	2.84	2.48	2.16
EV/EBITDA	19.77	5.44	3.83	2.72

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3752	5482	7727	10381	营业收入	9150	10044	10967	11866
现金	875	2027	4123	6449	营业成本	5863	6625	7037	7658
应收账款	1178	1312	1426	1545	营业税金及附加	66	66	77	78
其他应收款	12	16	16	18	销售费用	1987	2089	2358	2492
预付账款	37	41	43	47	管理费用	341	422	461	498
存货	1468	1905	1936	2138	财务费用	-7	-30	-63	-107
其他流动资产	183	183	183	183	资产减值损失	-28	-6	-10	-8
非流动资产	3771	2577	1212	-307	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	0	1	11	12
固定资产	3129	1917	620	-876	营业利润	676	650	863	1008
无形资产	168	168	168	167	营业外收入	4	3	4	6
其他非流动资产	473	492	425	402	营业外支出	12	6	1	4
资产总计	7523	8059	8940	10074	利润总额	667	647	866	1010
流动负债	2460	2870	3014	3290	所得税	86	97	130	151
短期借款	0	0	0	0	净利润	581	550	736	858
应付账款	829	991	1033	1132	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1631	1879	1981	2159	归属母公司净利润	581	550	736	858
非流动负债	157	134	134	134	EBITDA	1066	2263	2667	2899
长期借款	0	-23	-23	-23	EPS (元)	0.45	0.42	0.56	0.65
其他非流动负债	157	157	157	157					
负债合计	2616	3004	3148	3424					
少数股东权益	3	3	3	3					
股本	1312	1314	1314	1314					
资本公积	941	559	559	559					
留存收益	2650	3180	3917	4775					
归属母公司股东权益	4904	5053	5789	6647					
负债和股东权益	7523	8059	8940	10074					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1320	2035	2590	2796	成长能力				
净利润	581	550	736	858	营业收入	17.0%	9.8%	9.2%	8.2%
折旧摊销	373	1646	1864	1996	营业利润	-38.8%	-3.8%	32.8%	16.7%
财务费用	7	-1	-1	-1	归属于母公司净利	-35.9%	-5.3%	33.9%	16.6%
投资损失	0	-1	-11	-12	获利能力				
营运资金变动	376	-168	-4	-51	毛利率 (%)	35.9%	34.0%	35.8%	35.5%
其他经营现金流	187	728	747	915	净利率 (%)	6.4%	5.5%	6.7%	7.2%
投资活动现金流	-647	-461	-495	-471	ROE (%)	11.9%	10.9%	12.7%	12.9%
资本支出	-625	-466	-507	-484	ROIC (%)	12.3%	10.4%	11.8%	11.6%
长期投资	0	1	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	-22	4	11	12	资产负债率 (%)	34.8%	37.3%	35.2%	34.0%
筹资活动现金流	-919	-423	1	1	净负债比率 (%)	53.3%	59.4%	54.4%	51.5%
短期借款	-143	0	0	0	流动比率	1.53	1.91	2.56	3.16
长期借款	0	-23	0	0	速动比率	0.89	1.21	1.89	2.47
普通股增加	1	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	34	-382	0	0	总资产周转率	1.22	1.25	1.23	1.18
其他筹资现金流	-811	-19	1	1	应收账款周转率	7.77	7.66	7.69	7.68
现金净增加额	-252	1152	2097	2326	应付账款周转率	7.07	6.69	6.81	6.77

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，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述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。