开源证券

中顺洁柔（002511.SZ） 结构调整阵痛期，期待后续业绩改善

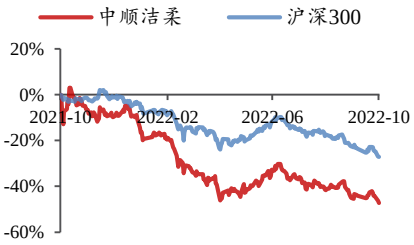
2022 年 10 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/25
当前股价(元)	9.59
一年最高最低(元)	19.66/9.50
总市值(亿元)	125.92
流通市值(亿元)	122.59
总股本(亿股)	13.13
流通股本(亿股)	12.78
近 3 个月换手率(%)	37.88

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022H1 营收韧性增长，高位浆价致盈利短暂承压—公司信息更新报告》-2022.9.1

《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

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790522030002

● 结构调整进行时，看好后续业绩改善，维持“买入”评级

2022Q1-Q3 营收 61.14 亿元(-2.56%)，归母净利 2.75 亿元(-43.33%)，扣非归母净利 2.51 亿元（-47.37%）。2022Q3 营收 17.46 亿元(-13.86%)，归母净利 0.47 亿元(-39.34%)，扣非归母净利 0.30 亿元(-61.06%)。考虑纸浆短期高位压力，我们下调盈利预测预计 2022-2024 归母净利润 3.71/4.58/5.75 亿元（原 5.82/6.52/7.26 亿元），对应 EPS 为 0.28/0.35/0.44 元，当前股价对应 PE 为 33.9/27.5/21.9 倍，看好未来公司产品及渠道调整稳定后外加浆价回落下的业绩回补，维持“买入”评级。

● 调结构致收入增长迎短暂阵痛，新零售延续亮丽态势

2022Q3 收入下滑量价拆分看我们判断主要系结构调整带来销量下滑。具体吨价方面，为应对成本压力公司自 2022 年初以来陆续采取分段式提价策略，截至三季度末提价也渐次落地，预计 2022Q3 吨价同比有双位数增长；销量下滑主因（1）渠道调整：主动缩减部分亏损业务，（2）产品结构调整：提升高毛利产品占比同时放弃部分低价产品。渠道方面，新零售渠道凭借更为下沉及贴近消费者的优势，预计 2022Q3 依然延续高增表现抢眼，GT 和 AFH 总体保持稳定，KA 渠道受来客数下滑及公司主动战略收缩调整影响预计销量有所下滑。

● 成本上涨致盈利承压，期间费用管控良好

2022Q3 毛利率 31.4%（-2.9pct），主因原材料纸浆价格持续上涨（阔叶浆/针叶浆 Q3 均价为 6674.25/7299 元/吨，较 Q1 累计上涨 11%/19%）挤压整体毛利率。2022Q3 期间费率 26.7%(-1.2pct)，具体管理费率 6.0%(+1.2pct)、销售费率 20.4%（-2.8pct）（系面对原材料持续上涨的压力，公司实行较为严格的费用管控政策，销售费用精准投放重点支持高端及高毛利产品），财务费率 0.3%（+0.4pct）（系公司原材料大部分采用进口纸浆并美元结算，人民币贬值产生一定的汇兑损益）。综合作用下 2022Q3 净利率 2.6%（-1.2pct）。2022Q3 现金流净额环比下滑（系收入下滑及原材料采购增加影响）。

● 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	9,278	10,391	11,742
YOY(%)	17.9	17.0	1.4	12.0	13.0
归母净利润(百万元)	906	581	371	458	575
YOY(%)	50.0	-35.9	-36.1	23.5	25.5
毛利率(%)	41.3	35.9	33.9	34.0	35.0
净利率(%)	11.6	6.4	4.0	4.4	4.9
ROE(%)	18.0	11.8	7.2	8.3	9.6
EPS(摊薄/元)	0.69	0.44	0.28	0.35	0.44
P/E(倍)	13.9	21.7	33.9	27.5	21.9
P/B(倍)	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1

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
流动资产	4040	3752	4221	5421	5463
现金	1125	875	1504	1685	1904
应收票据及应收账款	1052	1180	1083	1452	1413
其他应收款	16	12	16	16	20
预付账款	27	37	19	48	25
存货	1661	1468	1437	2039	1930
其他流动资产	159	181	161	181	170
非流动资产	3439	3771	3576	3776	4023
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2793	3129	2959	3160	3402
无形资产	169	168	169	172	177
其他非流动资产	477	473	448	443	443
资产总计	7478	7523	7797	9196	9486
流动负债	2285	2460	2497	3533	3362
短期借款	143	0	140	615	506
应付票据及应付账款	996	1164	1096	1431	1381
其他流动负债	1146	1296	1261	1487	1475
非流动负债	151	157	153	155	156
长期借款	0	0	-3	-2	-1
其他非流动负债	151	157	157	157	157
负债合计	2436	2616	2650	3688	3517
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	3688	4068	4543
归属母公司股东权益	5042	4904	5144	5505	5965
负债和股东权益	7478	7523	7797	9196	9486

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7824	9150	9278	10391	11742
营业成本	4591	5863	6133	6858	7632
营业税金及附加	56	66	64	72	83
营业费用	1545	1987	2041	2286	2583
管理费用	365	341	427	462	564
研发费用	190	212	232	229	258
财务费用	-18	-7	-41	-35	-32
资产减值损失	-16	-28	-19	-21	-23
其他收益	29	24	0	0	0
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
营业利润	1104	676	443	541	678
营业外收入	5	4	6	5	5
营业外支出	21	12	5	3	3
利润总额	1088	667	445	543	680
所得税	183	86	74	85	105
净利润	906	581	371	458	575
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	906	581	371	458	575
EBITDA	1375	1005	674	802	986
EPS(元)	0.69	0.44	0.28	0.35	0.44

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	17.0	1.4	12.0	13.0
营业利润(%)	53.4	-38.8	-34.4	22.2	25.3
归属于母公司净利润(%)	50.0	-35.9	-36.1	23.5	25.5
获利能力					
毛利率(%)	41.3	35.9	33.9	34.0	35.0
净利率(%)	11.6	6.4	4.0	4.4	4.9
ROE(%)	18.0	11.8	7.2	8.3	9.6
ROIC(%)	16.7	11.1	6.4	7.0	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	34.8	34.0	40.1	37.1
净负债比率(%)	-17.2	-15.4	-24.4	-17.5	-21.6
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.8	1.0	0.9	1.0
营运能力					
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
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.44	0.28	0.35	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.00	0.50	0.19	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.73	3.92	4.19	4.54
估值比率					
P/E	13.9	21.7	33.9	27.5	21.9
P/B	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.5	11.8	16.8	14.5	11.5

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	828	1320	656	248	982
净利润	906	581	371	458	575
折旧摊销	312	364	261	284	326
财务费用	-18	-7	-41	-35	-32
投资损失	-4	-0	-4	-2	-3
营运资金变动	-514	364	67	-458	114
其他经营现金流	146	18	2	1	1
投资活动现金流	-382	-647	-64	-482	-572
资本支出	512	636	-195	199	248
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	130	-11	-259	-283	-325
筹资活动现金流	-69	-919	-102	-60	-82
短期借款	128	-143	0	0	0
长期借款	-23	0	-3	2	1
普通股增加	3	1	1	0	0
资本公积增加	146	34	0	0	0
其他筹资现金流	-324	-811	-99	-62	-83
现金净增加额	374	-252	490	-295	328

数据来源：聚源、开源证券研究所

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