

## 相关研究

- 1、《中顺洁柔(002511): Q2 收入增长亮眼, 多举应对成本压力》
- 2、《中顺洁柔(002511): 基础管理强化年, 一季度盈利环比改善》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 业务结构积极调整, 成本高企影响 Q3 盈利

2022年10月26日

**事件:** 公司发布三季报, 3Q22 实现收入 17.46 亿元, 同比下降 13.86%, 实现归母净利润 0.47 亿元, 同比下降 39.34%, 扣非归母净利润 0.30 亿元, 同比下降 61.06%; 公司 22 年 1-9 月实现收入 61.14 亿元, 同比下降 2.56%, 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比下降 43.44%, 扣非归母净利润 2.51 亿元, 同比下降 47.37%。

## 点评:

- **产品与渠道结构阶段性调整, Q3 收入同比下降。** 公司 3Q22 实现收入 17.46 亿元, 同比下降 13.86%, 22 年 1-9 月实现收入 61.14 亿元, 同比下降 2.56%。上半年受到疫情、市场竞争加剧、经济下行等因素扰动, 生活用纸行业承压, 公司通过优化产品结构、渠道调整等方式积极应对; Q3 来看, 因公司产品提价调整陆续完成, 同时对部分低效渠道进行结构调整, 导致单季度收入有所下降; 我们认为, 未来随着经济和消费环境逐步改善, 以及公司渠道调整后, 收入表现有望回归正常发展趋势。
- **利润端受原材料扰动持续承压, 毛利率表现相对稳健。** 1) **毛利率:** 3Q22 公司实现毛利率 31.47%, 同比-2.9pct, 环比-1.55pct; 22 年 1-9 月实现毛利率 32.51%, 同比-5.4pct; 毛利率降幅较大主要由于原材料价格上涨导致生产成本上升, 公司自 22Q1 开始实施调价政策, 一定程度缓解成本上涨带来的扰动, 另外公司持续优化产品结构, 提升高端化产品占比, 积极应对成本端压力。我们认为, 随着后续木浆新产能投入, 原材料成本压力有望逐步缓解, 同时公司持续推进产品结构优化, 未来毛利率仍有较大改善空间。2) **期间费用:** 3Q22 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.4%、6.0%、2.5%、0.3%, 分别同比变化-2.8pct、+1.2pct、+0.0pct、+0.4pct, 成本管控下销售费用率同比有较大改善, 而汇兑损益增加导致财务费用率同比提升。3) **净利润:** 3Q22 公司实现归母净利润 0.47 亿元, 同比下降 39.34%, 扣非归母净利润 0.30 亿元, 同比下降 61.06%, 净利率为 2.68%, 同比-1.13pct; 22 年 1-9 月公司实现归母净利润 2.75 亿元, 同比下降 43.44%, 扣非归母净利润 2.51 亿元, 同比下降 47.37%, 净利率为 4.49%, 同比-3.23pct。4) **运营方面:** 22 年 1-9 月公司实现经营活动现金流 4.7 亿元, 同比-46.57%, 主要为公司支付材料款增加所致; 实现投资活动现金流-4.01 亿元, 同比+14.72%; 筹资活动现金流为 0.21 亿元, 同比+102.81%, 主要为本报告期支付的公司回购股份资金减少所致。
- **盈利预测:** 公司为国内生活用纸领先企业, 不断强化高端高毛利等多元化产品占比, 精准品牌营销及布局线上线下多渠道, 带动市场份额不断提升。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.64 亿元、5.61 亿元、6.82 亿元, 分别同比-20.2%、+20.9%、+21.7%, 目前股价对应 22 年 PE 为 27x。
- **风险因素:** 行业竞争加剧风险, 原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,824	9,150	9,471	10,915	12,733
增长率 YoY %	17.9%	17.0%	3.5%	15.2%	16.7%
归属母公司净利润 (百万元)	906	581	464	561	682
增长率 YoY%	50.0%	-35.9%	-20.2%	20.9%	21.7%
毛利率%	41.3%	35.9%	33.2%	33.7%	33.9%
净资产收益率ROE%	18.0%	11.9%	8.7%	9.7%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.44	0.36	0.43	0.53
市盈率 P/E(倍)	30.22	37.74	26.87	22.22	18.27
市净率 P/B(倍)	5.43	4.47	2.35	2.16	1.96

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	4,040	3,752	4,328	5,144	6,092	
货币资金	1,125	875	1,289	2,147	2,649	
应收票据	1	2	2	3	3	
应收账款	1,051	1,178	1,220	898	1,048	
预付账款	27	37	40	45	53	
存货	1,661	1,468	1,584	1,811	2,106	
其他	174	193	193	240	233	
<b>非流动资产</b>	3,439	3,771	3,782	3,675	3,547	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,793	3,129	3,170	3,076	2,953	
无形资产	169	168	168	168	168	
其他	477	473	444	431	425	
<b>资产总计</b>	7,478	7,523	8,111	8,820	9,638	
<b>流动负债</b>	2,285	2,460	2,648	2,876	3,110	
短期借款	143	0	0	0	0	
应付票据	235	335	362	99	115	
应付账款	762	829	895	1,189	1,153	
其他	1,146	1,296	1,392	1,588	1,842	
<b>非流动负债</b>	151	157	157	157	157	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	151	157	157	157	157	
<b>负债合计</b>	2,436	2,616	2,804	3,033	3,266	
少数股东权益	0	3	3	3	3	
归属母公司	5,042	4,904	5,303	5,784	6,369	
<b>负债和股东权益</b>	7,478	7,523	8,111	8,820	9,638	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,824	9,150	9,471	10,915	12,733	
同比(%)	17.9%	17.0%	3.5%	15.2%	16.7%	
归属母公司净利润	906	581	464	561	682	
同比(%)	50.0%	-35.9%	-20.2%	20.9%	21.7%	
毛利率(%)	41.3%	35.9%	33.2%	33.7%	33.9%	
ROE%	18.0%	11.9%	8.7%	9.7%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.44	0.36	0.43	0.53	
P/E	30.22	37.74	26.87	22.22	18.27	
P/B	5.43	4.47	2.35	2.16	1.96	
EV/EBITDA	18.73	19.77	12.64	10.30	8.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	7,824	9,150	9,471	10,915	12,733	
营业成本	4,591	5,863	6,328	7,235	8,414	
营业税金及附加	56	66	68	78	91	
销售费用	1,545	1,987	1,960	2,281	2,661	
管理费用	365	341	398	442	516	
研发费用	190	212	219	282	329	
财务费用	-18	-7	-12	-21	-29	
减值损失合计	-16	-28	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	4	0	0	0	1	
其他	21	14	29	33	39	
<b>营业利润</b>	1,104	676	539	650	790	
营业外收支	-15	-8	-6	-6	-6	
<b>利润总额</b>	1,088	667	533	644	784	
所得税	183	86	69	83	102	
<b>净利润</b>	906	581	464	561	682	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	906	581	464	561	682	
EBITDA	1,409	1,066	885	1,003	1,150	
EPS(当年)(元)	0.69	0.44	0.36	0.43	0.53	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	828	1,320	884	1,244	906	
净利润	906	581	464	561	682	
折旧摊销	312	373	388	407	429	
财务费用	6	7	0	0	0	
投资损失	-4	0	0	0	-1	
营运资金变动	-418	376	27	271	-210	
其它	26	-18	5	6	6	
<b>投资活动现金流</b>	-382	-647	-406	-306	-306	
资本支出	-463	-625	-406	-307	-307	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	81	-22	0	0	1	
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-919	-65	-80	-98	
吸收投资	28	35	16	0	0	
借款	384	187	0	0	0	
支付利息或股息	-100	-130	-66	-80	-98	
<b>现金流净增加额</b>	374	-252	414	858	502	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。