

中顺洁柔 (002511)

2022Q3 业绩点评：提价、渠道调整及原材料成本压力下，业绩短期承压

增持（维持）

2022 年 10 月 26 日

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	9,150	9,968	10,874	11,720
同比	17%	9%	9%	8%
归属母公司净利润（百万元）	581	403	700	893
同比	-36%	-31%	74%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.44	0.31	0.53	0.68
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.69	31.26	18.00	14.12

#产品价格上涨

投资要点

■ **短期业绩承压。**公司 22Q1-3 实现营业收入 61.14 亿元，同比-2.56%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比-43.33%；扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比-47.37%。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 18.84/24.83/17.46 亿元，同比分别-10.36%/+15.74%/-13.86%；实现归母净利润 1.33/0.94/0.47 亿元，同比分别-50.82%/-30.69%/-39.34%；扣非后归母净利润 1.27/0.94/0.3 亿元，同比分别-52.5%/-28.92%/-61.06%。

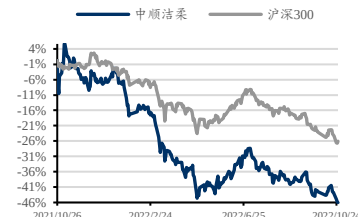
■ **渠道调整&提价导致收入波动。**22Q3 收入波动的主要原因包括：1）提价短期冲击。22Q3 浆价延续高位，原材料成本压力较 22Q2 进一步增加。为应对成本压力公司进行较大幅度（双位数）提价，对短期销量（特别是对价格敏感的电商渠道）造成一定冲击。后续随着行业提价普遍落地及经销商库存消化，提价造成的销量冲击有望缓解。2）渠道策略调整。为保证回款及盈利能力，公司主动退出部分亏损 KA。3）产品结构调整。为深化中高端化战略，进一步优化产品结构，公司加大对于高端产品的战略倾斜，主动放弃部分低端产品份额。上述因素均属于短期影响因素，后续来看，随着提价冲击缓解、产品及渠道调整逐渐过渡，收入端有望恢复良性增长。

■ **毛利率尚有承压，销售费用控制得力，23 年成本压力有望缓解。**22Q3 毛利率同比-2.86pp 至 31.47%，环比-1.55pp；销售净利率同比-1.15pp 至 2.66%，环比-1.55pp。22Q3 期间费用率同比-1.14pp 至 29.21%；其中，销售费用率-2.8pp 至 20.39%；管理费用率同比+1.24pp 至 5.98%；研发费用率同比+0.04pp 至 2.51%；财务费用率同比+0.38pp 至 0.33%。毛利率受成本压力影响进一步下行，销售费用率控制得力，综合盈利能力尚有承压但随着提价逐步落地有望开始修复。展望 23 年，海外商品阔叶浆新增产能较多，其中 Arauco 预计 22Q4 投产 156 万吨，UPM 预计 23Q1 投产 210 万吨（已开始调试）；同时国内多家纸企预计 23 年投产自用配套浆。纸浆供给紧张局面将有所缓解，浆价中枢有望下行，成本压力有望缓解。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑成本压力及渠道短期调整下调盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润 4、7、8.9 亿元（原预测为 7.1、8.8、10.8 亿元），对应 PE31、18、14X，23 年浆价中枢有望下行释放利润弹性，加速非传统干巾品类发展打造第二增长曲线，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**行业需求承压，原材料价格上涨，市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.57
一年最低/最高价	9.38/19.66
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	12,382.30
总市值(百万元)	12,577.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.88
资产负债率(% ,LF)	34.56
总股本(百万股)	1,314.25
流通 A 股(百万股)	1,293.87

相关研究

《中顺洁柔(002511)：2021 年报及 2022 年一季报点评：业绩基本符合我们预期，加强新品类培育》

2022-04-28

《中顺洁柔(002511)：2021 年三季报点评：成本压力有望于 21Q4 逐步缓解》

2021-10-28

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,752	4,064	4,442	5,425	营业总收入	9,150	9,968	10,874	11,720
货币资金及交易性金融资产	875	404	1,258	1,865	营业成本(含金融类)	5,863	6,719	7,166	7,606
经营性应收款项	1,217	1,260	1,259	1,441	税金及附加	66	72	78	84
存货	1,468	2,004	1,579	1,801	销售费用	1,987	2,048	2,120	2,262
合同资产	0	0	0	0	管理费用	341	461	485	509
其他流动资产	193	396	345	318	研发费用	212	239	250	270
非流动资产	3,771	4,098	4,332	4,526	财务费用	-7	-6	-6	-5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	24	32	33	35
固定资产及使用权资产	3,144	3,375	3,540	3,684	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	135	234	304	353	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	168	168	167	167	减值损失	-37	-15	-15	-10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	14	13	15	营业利润	676	453	798	1,019
其他非流动资产	307	307	307	307	营业外净收支	-8	8	7	7
资产总计	7,523	8,162	8,773	9,951	利润总额	667	461	805	1,026
流动负债	2,460	2,827	2,738	3,023	减:所得税	86	58	105	133
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	581	403	700	893
经营性应付款项	1,164	1,523	1,343	1,615	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	164	134	143	152	归属母公司净利润	581	403	700	893
其他流动负债	1,123	1,161	1,243	1,248	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.31	0.53	0.68
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	693	462	807	1,024
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,066	887	1,278	1,543
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.92	32.60	34.10	35.10
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	6.35	4.04	6.44	7.62
其他非流动负债	151	151	151	151	收入增长率(%)	16.95	8.94	9.09	7.78
负债合计	2,616	2,984	2,895	3,180	归母净利润增长率(%)	-35.85	-30.63	73.70	27.52
归属母公司股东权益	4,904	5,175	5,875	6,768					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	4,907	5,178	5,878	6,771					
负债和股东权益	7,523	8,162	8,773	9,951					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,320	420	1,567	1,323	每股净资产(元)	3.74	3.94	4.47	5.15
投资活动现金流	-647	-760	-713	-716	最新发行在外股份(百万股)	1,314	1,314	1,314	1,314
筹资活动现金流	-919	-132	0	0	ROIC(%)	11.94	7.99	12.67	14.06
现金净增加额	-252	-471	854	607	ROE-摊薄(%)	11.85	7.79	11.92	13.19
折旧和摊销	373	426	471	519	资产负债率(%)	34.78	36.56	33.00	31.95
资本开支	-625	-763	-714	-714	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.69	31.26	18.00	14.12
营运资本变动	376	-415	387	-91	P/B(现价)	2.57	2.44	2.15	1.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>