

## 中顺洁柔 (002511)

# 股权激励绑定新任管理层, 看好 23 年需求修复及成本下行

买入 (上调)

2022 年 12 月 21 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 | 9,168 | 10,406 | 11,790 |
| 同比                | 17%   | 0.20% | 14%    | 13%    |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 581   | 371   | 806    | 1,001  |
| 同比                | -36%  | -36%  | 117%   | 24%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.44  | 0.28  | 0.61   | 0.76   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 28.43 | 44.52 | 20.50  | 16.51  |

关键词: #股权激励

### 投资要点

■ **事件: 公司公告股权激励计划 (草案)**。1) 股票期权: 拟授予股票期权合计 1716.5 万份, 占总股本的 1.31%; 其中首次授予 1566.5 万份 (共计 686 人), 预留 150 万份。2) 限制性股票: 拟授予限制性股票合计 2326.5 万股, 占总股本的 1.77%; 其中首次授予 2176.5 万股, 预留授予 150 万股。

■ **管理层调整已基本落地, 股权激励绑定核心人才**。本次股票期权合计激励对象 686 人, 限制性股票期权合计激励对象 694 人, 其中董事长、总裁刘鹏获授 150 万股; 董事、副总裁张杨获授 150 万股; 副总裁岳勇获授 110 万股。我们认为本次股权激励计划标志着公司的管理层调整基本结束, 进入稳定发展期。同时, 本次激励计划覆盖范围较广, 有望充分绑定公司核心人才, 激发团队战斗活力。

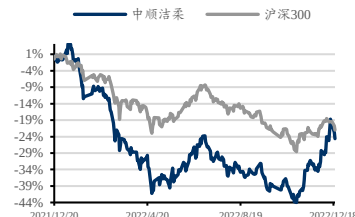
■ **考核目标符合我们预期, 可完成行较强**。本次股权激励计划考核目标为 2023-2025 年营业收入分别不低于 100、110、121 亿元, 符合我们预期, 具有较强的可完成性, 有助于充分绑定核心管理层。费用方面, 公司预计本次股权激励计划总成本 1.9 亿元, 2023-2026 年摊销分别为 9957、6079、2513、464 万元。

■ **看好 2023 年生活用纸需求修复叠加成本下行释放利润弹性**。需求层面看, 22 年受疫情封控影响, 生活用纸部分使用场景受限 (如商销、社交场景等); 随着管控放松, 生活用纸使用场景将得到修复, 同时卫生意识增强、社会库存囤积等因素, 有望带动生活用纸、湿巾等品类出货量高增。成本层面看, Arauco 和 UPM 新增产能投放在即; 欧洲木浆港口库存环比+16.2%至 131.3 万吨, 较 7 月最低点 97.5 万吨上升 34.6%, 进入累库周期; Suzano 12 月报价较上月下调 40 美元至 820 美元/吨; 浆价拐点初现。我们测算若 23 年木浆平均采购成本较 22 年下降 10%, 则成本节约约 4 亿元。

■ **盈利预测与投资评级**: 考虑成本下行及需求修复上调盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.7、8.1、10.0 亿元 (原预测为 4.0、7.0、8.9 亿元), 对应 PE45、21、17X, 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, 上调至“买入”评级。

■ **风险提示**: 成本下行不及我们预期, 需求复苏不及我们预期, 市场竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 12.57      |
| 一年最低/最高价      | 9.13/17.66 |
| 市净率(倍)        | 3.24       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,273.72  |
| 总市值(百万元)      | 16,520.11  |

### 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) | 1,294.65 |

### 相关研究

《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》  
2022-10-26

《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

中顺洁柔三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E         | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E         | 2024E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>3,752</b> | <b>3,713</b> | <b>4,429</b> | <b>5,506</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>9,150</b> | <b>9,168</b> | <b>10,406</b> | <b>11,790</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 875          | 530          | 1,140        | 2,114         | 营业成本(含金融类)      | 5,863        | 6,179        | 6,649         | 7,439         |
| 经营性应收款项          | 1,217        | 1,065        | 1,343        | 1,368         | 税金及附加           | 66           | 66           | 75            | 85            |
| 存货               | 1,468        | 1,725        | 1,600        | 1,707         | 销售费用            | 1,987        | 1,879        | 1,977         | 2,275         |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0             | 管理费用            | 341          | 422          | 572           | 625           |
| 其他流动资产           | 193          | 394          | 346          | 318           | 研发费用            | 212          | 220          | 229           | 248           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>3,771</b> | <b>4,098</b> | <b>4,332</b> | <b>4,526</b>  | 财务费用            | -7           | 0            | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0             | 加:其他收益          | 24           | 29           | 31            | 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            | <b>营业利润</b>     | <b>676</b>   | <b>416</b>   | <b>919</b>    | <b>1,143</b>  |
| 其他非流动资产          | 307          | 307          | 307          | 307           | 营业外净收支          | -8           | 8            | 7             | 7             |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,523</b> | <b>7,811</b> | <b>8,761</b> | <b>10,032</b> | <b>利润总额</b>     | <b>667</b>   | <b>424</b>   | <b>926</b>    | <b>1,150</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,460</b> | <b>2,509</b> | <b>2,652</b> | <b>2,923</b>  | 减:所得税           | 86           | 53           | 120           | 150           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 9            | 9            | 9            | 9             | <b>净利润</b>      | <b>581</b>   | <b>371</b>   | <b>806</b>    | <b>1,001</b>  |
| 经营性应付款项          | 1,164        | 1,308        | 1,352        | 1,541         | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 合同负债             | 164          | 124          | 133          | 149           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>581</b>   | <b>371</b>   | <b>806</b>    | <b>1,001</b>  |
| 其他流动负债           | 1,123        | 1,069        | 1,158        | 1,225         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.44         | 0.28         | 0.61          | 0.76          |
| 非流动负债            | 157          | 157          | 157          | 157           | EBIT            | 693          | 431          | 934           | 1,153         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0             | EBITDA          | 1,066        | 857          | 1,406         | 1,672         |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0             | 毛利率(%)          | 35.92        | 32.60        | 36.10         | 36.90         |
| 租赁负债             | 6            | 6            | 6            | 6             | 归母净利率(%)        | 6.35         | 4.05         | 7.75          | 8.49          |
| 其他非流动负债          | 151          | 151          | 151          | 151           | 收入增长率(%)        | 16.95        | 0.20         | 13.50         | 13.30         |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,616</b> | <b>2,665</b> | <b>2,809</b> | <b>3,080</b>  | 归母净利润增长率(%)     | -35.85       | -36.14       | 117.21        | 24.14         |
| 归属母公司股东权益        | 4,904        | 5,143        | 5,949        | 6,949         |                 |              |              |               |               |
| 少数股东权益           | 3            | 3            | 3            | 3             |                 |              |              |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>4,907</b> | <b>5,146</b> | <b>5,952</b> | <b>6,953</b>  |                 |              |              |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>7,523</b> | <b>7,811</b> | <b>8,761</b> | <b>10,032</b> |                 |              |              |               |               |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,320 | 547   | 1,323 | 1,690 | 每股净资产(元)       | 3.74  | 3.91  | 4.53  | 5.29  |
| 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 | 7.48  | 14.61 | 15.51 |
| 现金净增加额     | -252  | -345  | 610   | 974   | ROE-摊薄(%)      | 11.85 | 7.22  | 13.55 | 14.40 |
| 折旧和摊销      | 373   | 426   | 471   | 519   | 资产负债率(%)       | 34.78 | 34.12 | 32.06 | 30.70 |
| 资本开支       | -625  | -763  | -714  | -714  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 28.43 | 44.52 | 20.50 | 16.51 |
| 营运资本变动     | 376   | -257  | 38    | 167   | P/B(现价)        | 3.36  | 3.21  | 2.78  | 2.38  |

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>

