

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.57
总股本/流通股本(亿股)	13.14 / 12.82
总市值/流通市值(亿元)	165 / 161
52周内最高/最低价	17.50 / 9.36
资产负债率(%)	34.8%
市盈率	27.93
第一大股东	广东中顺纸业集团有限 公司
持股比例(%)	28.6%

研究所

分析师: 杨维维
 SAC 登记编号: S1340522090007
 Email: yangweiwei@cnpsec.com

中顺洁柔(002511)
股权激励计划发布，深度绑定核心员工
● 事件：

公司发布股票期权与限制性股票激励计划（草案），进一步深度绑定核心员工，本次激励计划覆盖人员广，激励人员包括公司董事、高级管理人员在内的 694 人；授予数量多，合计拟授予数量 4043 万份，占公司股本 3.08%；业绩考核年度为 2023-2025 年，业绩考核目标为 2023-2025 年营业收入分别不低于 100、110、120 亿元。

● 股权激励计划发布，深度绑定核心员工

本次股票期权与限制性股票激励计划（草案）包括：

1) 股票期权激励计划：拟授予股票期权 1,716.50 万份，占公告时公司股本 1.31%，其中，首次授予 1,566.50 万份，占公告时公司股本 1.19%。授予人员共计 686 人，行权价格为 9.48 元/股，业绩考核年度为 2023-2025 年，业绩考核目标为 2023-2025 年营业收入分别不低于 100、110、121 亿元；

2) 限制性股票激励计划：拟授予限制性股票 2,326.50 万股，占公告时公司股本 1.77%。其中，首次授予 2,176.50 万股，占公告时公司股本 1.66%，授予价格为 6.32 元/股。授予人员包括刘鹏等高管在内的 694 人，授予价格 6.32 元/股，业绩考核年度为 2023-2025 年，业绩考核目标为 2023-2025 年营业收入分别不低于 100、110、121 亿元。

本次激励计划股票来源为公司向激励对象定向发行，覆盖人员广，授予数量多，深度绑定核心员工，管理团队稳定性提高。

● 管理层优化调整，团队经验丰富

公司自 2021 年开始公司进行管理层优化调整，新引入拥有银行工作经验的刘鹏担任公司董事长、总经理岗位，并提拔包括岳勇、张扬、张海军、林天德、赵明、董晔等在内的公司内部培养高管。刘鹏上任以来致力于打破团队之间沟通的壁垒，提高团队凝聚力，并且在公司廉政纪律上采取了一系列整顿风纪的行动，同时将把品牌市场从销售中分离出来，新增品牌市场副总裁，发挥品牌更高效能。其他高管团队经验丰富，专业能力强，能够基于公司的实际情况、行业发展水平和市场需求制定符合公司长远发展的战略规划，能够对公司的研发、生产、营销和投融资等经营管理问题进行合理决策并有效实施。

● 渠道&产品结构改善，木浆价格下行利润弹性有望释放

今年以来公司持续夯实基础，且面对原材料价格上涨、市场竞争日益加剧、经济下行以及消费疲软等因素影响，公司管理层积极应对，持续优化品类结构，并实施调价政策，调整渠道销售策略，提高运营

效率和管理水平，短期业绩虽有所承压，但公司经营质量提升，渠道发展更加多元化，产品结构进一步向中高端发展。此外，木浆价格自2020Q4开始，因受多重因素影响，供给不足，价格一路向上，对公司利润端形成较大影响。近期部分阔叶浆外盘报价下调，原材料价格下行预期初步兑现，随着 Arauco 156 万吨阔叶浆、UPM 210 万吨阔叶浆等新增产能陆续投产及释放，预计明年木浆价格逐步下行，公司成本端压力缓解。

● 投资建议：

公司作为生活用纸行业领先企业，品牌、产品、渠道、产能等优势明显，近几年渠道持续优化&产品中高端发展，经营质量提升，此外，木浆等原材料价格下行预期初步兑现，成本端压力释放。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 93.78、105.76、118.04 亿元，同比分别+2.5%、+12.8%、+11.6%；归母净利润分别为 3.70、6.04、7.48 亿元，同比分别-36.3%、+63.3%、+23.9%，对应 2022 年 12 月 20 日市值，PE 分别为 45、27、22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

木浆价格下行幅度及进展不及预期风险；渠道拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9150	9378	10576	11804
增长率(%)	17.0%	2.5%	12.8%	11.6%
EBITDA（百万元）	1066	663	949	1109
归属母公司净利润（百万元）	581	370	604	748
增长率(%)	-35.9%	-36.3%	63.3%	23.9%
EPS（元/股）	0.44	0.28	0.46	0.57
市盈率（P/E）	28.44	44.67	27.36	22.08
市净率（P/B）	3.73	3.91	4.37	4.94
EV/EBITDA	19.77	23.57	15.80	13.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	9150	9378	10576	11804	营业收入	17.0%	2.5%	12.8%	11.6%
营业成本	5863	6316	7006	7795	营业利润	-38.8%	-38.7%	67.2%	24.0%
税金及附加	66	68	76	84	归属于母公司净利润	-35.9%	-36.3%	63.3%	23.9%
销售费用	1987	2001	2115	2337	获利能力				
管理费用	341	358	497	543	毛利率	35.9%	32.6%	33.8%	34.0%
研发费用	212	272	243	260	净利率	6.4%	3.9%	5.7%	6.3%
财务费用	-7	-22	-23	-39	ROE	11.9%	7.2%	10.5%	11.5%
资产减值损失	-28	0	0	0	ROIC	12.3%	6.6%	10.1%	11.0%
营业利润	676	414	692	858	偿债能力				
营业外收入	4	20	10	10	资产负债率	34.8%	33.5%	32.6%	31.5%
营业外支出	12	9	8	8	流动比率	1.53	1.63	1.84	2.07
利润总额	667	425	694	860	营运能力				
所得税	86	55	90	112	应收账款周转率	8.21	8.37	9.00	9.00
净利润	581	370	604	748	存货周转率	5.85	6.29	6.97	7.79
归母净利润	581	370	604	748	总资产周转率	1.22	1.23	1.30	1.31
每股收益(元)	0.44	0.28	0.46	0.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.44	0.28	0.46	0.57
货币资金	875	909	1543	1746	每股净资产	3.73	3.91	4.37	4.94
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1180	1071	1288	2122	PE	28.44	44.67	27.36	22.08
预付款项	37	51	53	55	PB	3.37	3.21	2.87	2.54
存货	1468	1515	1521	1511	现金流量表				
流动资产合计	3752	3963	4821	5854	净利润	581	370	604	748
固定资产	3129	3089	3011	2922	折旧和摊销	373	270	279	289
在建工程	135	135	135	135	营运资本变动	376	-202	-39	-624
无形资产	168	218	228	238	其他	-11	-10	-1	-1
非流动资产合计	3771	3776	3707	3628	经营活动现金流净额	1320	428	843	412
资产总计	7523	7739	8528	9483	资本开支	-625	-270	-209	-209
短期借款	0	0	0	0	其他	-22	5	0	0
应付票据及应付账款	1164	1391	1373	1442	投资活动现金流净额	-647	-265	-209	-209
其他流动负债	1296	1044	1247	1384	股权融资	35	0	0	0
流动负债合计	2460	2434	2619	2826	债务融资	-142	0	0	0
其他	157	157	157	157	其他	-812	-129	0	0
非流动负债合计	157	157	157	157	筹资活动现金流净额	-919	-129	0	0
负债合计	2616	2591	2776	2982	现金及现金等价物净增加额	-252	34	634	203
股本	1312	1315	1315	1315					
资本公积金	941	938	938	938					
未分配利润	3266	3451	3965	4601					
少数股东权益	3	3	3	3					
其他	-615	-560	-469	-357					
所有者权益合计	4907	5148	5752	6500					
负债和所有者权益总计	7523	7739	8528	9483					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048