

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1、《中顺洁柔(002511):发布新一期股权激励,成长动能充足》

2、《中顺洁柔(002511):业务结构积极调整,成本高企影响Q3盈利》

3、《中顺洁柔(002511):Q2收入增长亮眼,多举应对成本压力》

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

Q4 净利率回稳, 23 年盈利修复可期

2023 年 02 月 27 日

事件: 公司发布业绩快报, 2022 年实现收入 85.70 亿元, 同比下降 6.34%, 实现归母净利润 3.52 亿元, 同比下降 39.43%, 扣非归母净利润 3.22 亿元, 同比下降 43.24%; 公司单 Q4 实现收入 24.56 亿元, 同比下降约 14.6%, 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比下降约 19.9%, 扣非归母净利润 0.72 亿元, 同比下降 25.8%。

点评:

- **多举应对经营压力影响, 四季度收入环比上升。** 公司 2022 年实现收入 85.70 亿元, 同比下降 6.34%, 单 Q4 实现收入 24.56 亿元, 同比下降约 14.6%, 环比增长 40.62%。2022 年公司受原材料价格上涨、市场竞争日益加剧以及消费疲软等因素影响, 经营面临挑战。公司管理层通过产品提价、优化品类结构、调整渠道结构以及降本增效等有力措施积极应对。Q4 国内部分地区受疫情管控影响, 叠加产品提价策略及渠道结构调整, 短期内销售受到一定影响。
- **单 Q4 净利率同比回稳, 产品与渠道优化, 有效缓解成本上涨影响。** 2022 年公司实现归母净利润 3.52 亿元, 同比下降 39.43%, 扣非归母净利润 3.22 亿元, 同比下降 43.24%; 单 Q4 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比下降约 19.9%, 扣非归母净利润 0.72 亿元, 同比下降 25.8%。2022 年内公司成本端受国际原材料、包材及能源价格上涨影响, 叠加消费市场疲软不振、市场竞争激烈等原因, 毛利率同比有所下降; 同时公司通过优化产品、渠道结构提升高毛利产品占比, 一定程度缓解成本压力。公司 2022 年实现归母净利率 4.11%, 同比下降 2.24pct; 单 Q4 归母净利率为 3.15%, 同比基本稳定、略降 0.21pct, 环比 Q3 提升约 0.47pct。
- **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, 带动市场份额提升。近期发布激励计划彰显发展信心, 生活用纸龙头成长信心充足。我们预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 6.40 亿元、7.67 亿元, 分别同比增长 81.9%、19.8%, 目前股价对应 23 年 PE 为 26X。
- **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	8,570	10,077	11,591
增长率 YoY %	17.9%	17.0%	-6.3%	17.6%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	906	581	352	640	767
增长率 YoY%	50.0%	-35.9%	-39.4%	81.9%	19.8%
毛利率%	41.3%	35.9%	32.9%	34.1%	34.7%
净资产收益率 ROE%	18.0%	11.9%	6.8%	11.1%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.44	0.27	0.49	0.59
市盈率 P/E(倍)	30.22	37.74	46.97	25.82	21.56
市净率 P/B(倍)	5.43	4.47	3.17	2.87	2.58

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 02 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	4,040	3,752	3,994	4,882	5,829	
货币资金	1,125	875	888	1,755	2,322	
应收票据	1	2	2	3	3	
应收账款	1,051	1,178	1,104	829	954	
预付账款	27	37	36	42	47	
存货	1,661	1,468	1,571	1,818	2,074	
其他	174	193	392	436	428	
非流动资产	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	
资产总计	7,478	7,523	7,777	8,557	9,375	
流动负债	2,285	2,460	2,410	2,642	2,802	
短期借款	143	0	0	0	0	
应付票据	235	335	329	91	104	
应付账款	762	829	814	1,091	1,037	
其他	1,146	1,296	1,267	1,460	1,662	
非流动负债	151	157	157	157	157	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	151	157	157	157	157	
负债合计	2,436	2,616	2,566	2,798	2,959	
少数股东权益	0	3	3	3	3	
归属母公司	5,042	4,904	5,207	5,756	6,413	
负债和股东权益	7,478	7,523	7,777	8,557	9,375	

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	8,570	10,077	11,591	
同比 (%)	17.9%	17.0%	-6.3%	17.6%	15.0%	
归属母公司净利润	906	581	352	640	767	
同比 (%)	50.0%	-35.9%	-39.4%	81.9%	19.8%	
毛利率 (%)	41.3%	35.9%	32.9%	34.1%	34.7%	
ROE%	18.0%	11.9%	6.8%	11.1%	12.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.44	0.27	0.49	0.59	
P/E	30.22	37.74	46.97	25.82	21.56	
P/B	5.43	4.47	3.17	2.87	2.58	
EV/EBITDA	18.73	19.77	20.80	13.62	11.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,824	9,150	8,570	10,077	11,591	
营业成本	4,591	5,863	5,754	6,637	7,569	
营业税金及附加	56	66	60	71	81	
销售费用	1,545	1,987	1,791	2,015	2,353	
管理费用	365	341	386	433	498	
研发费用	190	212	214	242	278	
财务费用	-18	-7	-12	-18	-27	
减值损失合计	-16	-28	-5	0	0	
投资净收益	4	0	0	0	0	
其他	21	14	26	31	35	
营业利润	1,104	676	398	728	873	
营业外收支	-15	-8	5	5	5	
利润总额	1,088	667	403	733	878	
所得税	183	86	51	93	112	
净利润	906	581	352	640	767	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	906	581	352	640	767	
EBITDA	1,409	1,066	753	1,086	1,240	
EPS(当年)(元)	0.69	0.44	0.27	0.49	0.59	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	828	1,320	457	1,253	973	
净利润	906	581	352	640	767	
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	0	
营运资金变动	-418	376	-283	211	-217	
其它	26	-18	-1	-5	-5	
投资活动现金流	-382	-647	-395	-295	-295	
资本支出	-463	-625	-395	-296	-296	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	81	-22	0	0	0	
筹资活动现金流	-69	-919	-49	-92	-110	
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	-50	-92	-110	
现金流净增加额	374	-252	13	866	568	

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，曾任职于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
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@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	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
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。