

中顺洁柔 (002511)

2022 年业绩快报点评：盈利能力环比改善，成本下行利润有望释放

买入（维持）

2023 年 02 月 28 日

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

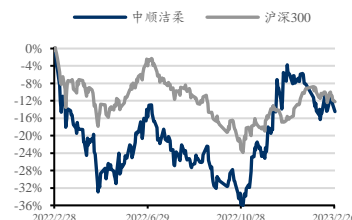
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	9,150	8,570	10,408	11,792
同比	17%	-6%	21%	13%
归属母公司净利润（百万元）	581	352	806	1,000
同比	-36%	-39%	129%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.44	0.27	0.61	0.76
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.43	46.97	20.49	16.53

关键词：#产品价格上涨

投资要点

- **事件：公司披露 2022 年业绩快报。**公司 2022 年实现营收 85.70 亿元，同比下降 6.34%。公司实现归母净利润 3.52 亿元，同比下降 39.43%；扣非后归母净利润 3.22 亿元，同比下降 43.24%。
- **Q4 业绩仍有承压，盈利能力环比小幅回升。**22 年收入端承压主要受：1) 疫情封控下部分使用场景缺失，整体需求偏弱；2) 产品提价对需求造成短期影响；3) 公司渠道结构调整优化影响短期收入。分季度来看，公司 22Q4 实现营收 24.56 亿元，同比下降 14.6%，环比增长 40.6%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比下降 19.9%，环比增长 65.3%。盈利能力方面，国际原材料、包材及能源价格上涨导致生产成本上升，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。公司管理层为确保盈利能力及推进产品高端化发展，通过对渠道改进、优化产品结构等措施提升高毛利产品的销售占比，从而缓解成本压力并保持有竞争力的毛利水平。22Q4 归母净利润率环比+0.5pp 至 3.2%，盈利能力初步改善。
- **看好 23 年生活用纸成本下行释放利润弹性。**展望 23 年，从产品端来看，优化产品结构并全力发展中高端产品，提升高端产品对营收的贡献占比；从需求端来看，防疫管控放开后生活用纸的使用场景或将修复，同时伴随消费者更加看重品牌产品对生活品质的提升，生活用纸等品类的出货量有望上涨。从成本端来看，提价冲击将逐步缓解，海外芬兰 UPM 和智利 Arauco 两大纸浆厂新增 366 万吨产能陆续落地；2 月 Arauco 明星阔叶浆外盘报价下调 95 美元/吨至 750 美元/吨；截至 2 月 27 日，阔叶浆/针叶浆价格分别为 5786.4/7038.4 元/吨，较 22 年高点分别下降 7.7%/15.2%，同时纸浆库存约为 90 天，成本下行将逐步反映至利润端。
- **盈利预测与投资评级：**考虑成本下行及需求修复维持此前盈利预测，我们预计 2023-2024 年归母净利润 8.1、10.0 亿元，对应 PE20、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，维持“买入”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)	12.49
一年最低/最高价	9.13/14.87
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	16,175.93
总市值(百万元)	16,418.52

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)	1,314.53
流通 A 股(百万股)	1,295.11

相关研究

《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》

2022-12-21

《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	3,456	4,685	5,363	营业总收入	9,150	8,570	10,408	11,792
货币资金及交易性金融资产	875	629	942	2,327	营业成本(含金融类)	5,863	5,776	6,848	7,653
经营性应收款项	1,217	918	1,488	1,226	税金及附加	66	60	73	80
存货	1,468	1,517	1,907	1,494	销售费用	1,987	1,753	1,875	2,117
合同资产	0	0	0	0	管理费用	341	394	500	590
其他流动资产	193	392	348	316	研发费用	212	206	208	236
非流动资产	3,771	4,098	4,332	4,526	财务费用	-7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	24	27	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	营业利润	676	394	920	1,142
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	7,554	9,017	9,889	利润总额	667	402	927	1,149
流动负债	2,460	2,270	2,927	2,800	减:所得税	86	50	120	149
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	581	352	806	1,000
经营性应付款项	1,164	1,146	1,593	1,383	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	164	116	137	153	归属母公司净利润	581	352	806	1,000
其他流动负债	1,123	1,000	1,189	1,255	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.27	0.61	0.76
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	693	409	935	1,152
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,066	835	1,406	1,671
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.92	32.60	34.20	35.10
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	6.35	4.10	7.75	8.48
其他非流动负债	151	151	151	151	收入增长率(%)	16.95	-6.34	21.44	13.30
负债合计	2,616	2,427	3,084	2,957	归母净利润增长率(%)	-35.85	-39.47	129.21	24.01
归属母公司股东权益	4,904	5,124	5,930	6,929					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	4,907	5,127	5,933	6,933					
负债和股东权益	7,523	7,554	9,017	9,889					

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	645	1,026	2,101	每股净资产(元)	3.74	3.90	4.51	5.27
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	7.11	14.67	15.55
现金净增加额	-252	-246	313	1,385	ROE-摊薄(%)	11.85	6.86	13.60	14.43
折旧和摊销	373	426	471	519	资产负债率(%)	34.78	32.13	34.20	29.90
资本开支	-625	-763	-714	-714	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.43	46.97	20.49	16.53
营运资本变动	376	-139	-259	580	P/B(现价)	3.36	3.22	2.79	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>

