

# 中顺洁柔 (002511.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 3Q 盈利环比修复，品牌&产品优化升级值得期待

### 业绩简评

10月25日公司披露三季报，23Q1-3实现营收68.23亿元，同比+11.60%，归母净利润1.65亿元，同比-39.74%。其中23Q3实现营收21.38亿元，同比+22.44%，归母净利润0.81亿元，同比+72.69%。

### 经营分析

需求修复+低基数下收入表现提速，产品结构持续优化。Q1/Q2/Q3营收20.6/26.2/21.4亿元，同比+9.4%/+5.7%/+22.4%，公司持续优化品类结构、渠道结构调整，加大油画系列、王者荣耀联名款、无极乌龙手帕纸等中高端升级系列推广。

低价浆计入报表成本压力减弱，毛销差环比修复。上半年原材料木浆价格高位下行幅度超30%，公司成本压力减弱，3Q毛利率30.57%（同/环比+2.6/+4.8pct），Q1/Q2毛利率分别为27.46%/29.2%，销售/管理&研发费用率分别为20.9%/9.1%，同比+0.53/+0.57pct，期间费用率提升主因实施股权激励计划导致激励成本摊销增加、加大研发投入。3Q净利率3.8%（同/环比+1.1/+4pct）。

6月起浆价底部反弹但整体格局仍供大于求，11月阔叶浆明星现货报涨50美元/吨至630美元/吨（较5月低点+155美金），Q3阔叶浆现货均价4750元/吨（9月底较6月底+1200元/吨），行业中小产能成本稳步上行，行业价格战竞争预计趋缓，看好短期盈利能力修复。

产品高端化升级、拓品类持续推进，中期看好纸巾龙头蜕变成长。持续推进油画系列等高端化产品升级，优化价格带，同时积极探索性价比市场成长机遇；非传统干巾领域，积极开拓酒精湿巾、棉柔巾、卫生巾等产品矩阵，为第二成长曲线打下坚实基础，股权激励落地看好内部管理体系的理顺。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好公司品牌运营力及中长期拓品类战略的推进，预计23-25年公司归母净利润分别为3.6、6.5、7.3亿元，当前股价对应PE分别为38、21、19倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游消费需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；销售费用率控制不力的风险；新产品销售低于预期的风险。

轻工组

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.21元

相关报告：

- 《中顺洁柔公司点评：收入稳健修复，浆价下行超预期盈利弹性可期》，2023.4.20
- 《新推股权激励计划彰显成长信心-中顺洁柔点评》，2022.12.21
- 《成本压力导致短期业绩承压-中顺洁柔三季度业绩点评》，2022.10.26



### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,150	8,570	9,819	10,949	11,954
营业收入增长率	16.95%	-6.34%	14.58%	11.50%	9.18%
归母净利润(百万元)	581	350	361	654	728
归母净利润增长率	-35.85%	-39.77%	3.08%	81.31%	11.37%
摊薄每股收益(元)	0.443	0.266	0.270	0.489	0.545
每股经营性现金流净额	1.01	0.30	0.73	0.68	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.85%	6.76%	6.67%	11.04%	11.17%
P/E	37.74	36.03	37.82	20.86	18.73
P/B	4.47	2.43	2.52	2.30	2.09

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,824</b>	<b>9,150</b>	<b>8,570</b>	<b>9,819</b>	<b>10,949</b>	<b>11,954</b>
增长率		17.0%	-6.3%	14.6%	11.5%	9.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,591</b>	<b>-5,863</b>	<b>-5,831</b>	<b>-6,650</b>	<b>-7,156</b>	<b>-7,812</b>
%销售收入	58.7%	64.1%	68.0%	67.7%	65.4%	65.3%
<b>毛利</b>	<b>3,233</b>	<b>3,287</b>	<b>2,739</b>	<b>3,170</b>	<b>3,793</b>	<b>4,142</b>
%销售收入	41.3%	35.9%	32.0%	32.3%	34.6%	34.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-56</b>	<b>-66</b>	<b>-55</b>	<b>-69</b>	<b>-77</b>	<b>-84</b>
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>销售费用</b>	<b>-1,545</b>	<b>-1,987</b>	<b>-1,749</b>	<b>-2,013</b>	<b>-2,223</b>	<b>-2,415</b>
%销售收入	19.7%	21.7%	20.4%	20.5%	20.3%	20.2%
<b>管理费用</b>	<b>-365</b>	<b>-341</b>	<b>-372</b>	<b>-442</b>	<b>-526</b>	<b>-574</b>
%销售收入	4.7%	3.7%	4.3%	4.5%	4.8%	4.8%
<b>研发费用</b>	<b>-190</b>	<b>-212</b>	<b>-204</b>	<b>-255</b>	<b>-252</b>	<b>-275</b>
%销售收入	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%	2.3%	2.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,077</b>	<b>682</b>	<b>359</b>	<b>391</b>	<b>717</b>	<b>795</b>
%销售收入	13.8%	7.4%	4.2%	4.0%	6.5%	6.7%
<b>财务费用</b>	<b>18</b>	<b>7</b>	<b>32</b>	<b>-15</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.4%	0.2%	-0.1%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>22</b>	<b>37</b>	<b>18</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
%税前利润	0.4%	0.1%	n.a	0.7%	0.4%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>1,104</b>	<b>676</b>	<b>401</b>	<b>398</b>	<b>735</b>	<b>820</b>
营业利润率	14.1%	7.4%	4.7%	4.0%	6.7%	6.9%
<b>营业外收支</b>	<b>-15</b>	<b>-8</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,088</b>	<b>667</b>	<b>409</b>	<b>415</b>	<b>752</b>	<b>837</b>
利润率	13.9%	7.3%	4.8%	4.2%	6.9%	7.0%
<b>所得税</b>	<b>-183</b>	<b>-86</b>	<b>-61</b>	<b>-54</b>	<b>-98</b>	<b>-109</b>
所得税率	16.8%	12.9%	14.8%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>906</b>	<b>581</b>	<b>349</b>	<b>361</b>	<b>654</b>	<b>728</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>906</b>	<b>581</b>	<b>350</b>	<b>361</b>	<b>654</b>	<b>728</b>
净利率	11.6%	6.4%	4.1%	3.7%	6.0%	6.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>906</b>	<b>581</b>	<b>349</b>	<b>361</b>	<b>654</b>	<b>728</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>334</b>	<b>410</b>	<b>437</b>	<b>367</b>	<b>383</b>	<b>425</b>
<b>非经营收益</b>	<b>6</b>	<b>-48</b>	<b>10</b>	<b>55</b>	<b>-9</b>	<b>-20</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-418</b>	<b>376</b>	<b>-405</b>	<b>197</b>	<b>-122</b>	<b>-107</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>828</b>	<b>1,320</b>	<b>392</b>	<b>979</b>	<b>905</b>	<b>1,026</b>
<b>资本开支</b>	<b>-463</b>	<b>-625</b>	<b>-315</b>	<b>-489</b>	<b>-458</b>	<b>-508</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>81</b>	<b>-22</b>	<b>-161</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-382</b>	<b>-647</b>	<b>-475</b>	<b>-486</b>	<b>-455</b>	<b>-505</b>
<b>股权募资</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>83</b>	<b>-142</b>	<b>627</b>	<b>-285</b>	<b>-323</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-180</b>	<b>-812</b>	<b>-149</b>	<b>-164</b>	<b>-144</b>	<b>-134</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-69</b>	<b>-919</b>	<b>504</b>	<b>-449</b>	<b>-467</b>	<b>-134</b>
<b>现金净流量</b>	<b>374</b>	<b>-252</b>	<b>451</b>	<b>44</b>	<b>-17</b>	<b>388</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>1,125</b>	<b>875</b>	<b>1,325</b>	<b>1,368</b>	<b>1,351</b>	<b>1,739</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,068</b>	<b>1,193</b>	<b>1,112</b>	<b>1,223</b>	<b>1,387</b>	<b>1,514</b>
<b>存货</b>	<b>1,661</b>	<b>1,468</b>	<b>1,912</b>	<b>1,785</b>	<b>1,960</b>	<b>2,140</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>185</b>	<b>217</b>	<b>350</b>	<b>275</b>	<b>279</b>	<b>284</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,040</b>	<b>3,752</b>	<b>4,699</b>	<b>4,652</b>	<b>4,978</b>	<b>5,678</b>
%总资产	54.0%	49.9%	56.4%	55.5%	56.5%	59.1%
<b>长期投资</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,068</b>	<b>3,264</b>	<b>3,156</b>	<b>3,203</b>	<b>3,286</b>	<b>3,372</b>
%总资产	41.0%	43.4%	37.9%	38.2%	37.3%	35.1%
<b>无形资产</b>	<b>196</b>	<b>185</b>	<b>226</b>	<b>241</b>	<b>258</b>	<b>274</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,439</b>	<b>3,771</b>	<b>3,636</b>	<b>3,725</b>	<b>3,825</b>	<b>3,927</b>
%总资产	46.0%	50.1%	43.6%	44.5%	43.5%	40.9%
<b>资产总计</b>	<b>7,478</b>	<b>7,523</b>	<b>8,335</b>	<b>8,377</b>	<b>8,803</b>	<b>9,605</b>
<b>短期借款</b>	<b>143</b>	<b>9</b>	<b>618</b>	<b>331</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,751</b>	<b>2,019</b>	<b>2,096</b>	<b>2,124</b>	<b>2,286</b>	<b>2,472</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>391</b>	<b>432</b>	<b>294</b>	<b>379</b>	<b>444</b>	<b>464</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,285</b>	<b>2,460</b>	<b>3,008</b>	<b>2,833</b>	<b>2,738</b>	<b>2,945</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>151</b>	<b>157</b>	<b>146</b>	<b>136</b>	<b>136</b>	<b>136</b>
<b>负债</b>	<b>2,436</b>	<b>2,616</b>	<b>3,154</b>	<b>2,969</b>	<b>2,874</b>	<b>3,081</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,042</b>	<b>4,904</b>	<b>5,178</b>	<b>5,406</b>	<b>5,926</b>	<b>6,521</b>
其中：股本	<b>1,311</b>	<b>1,312</b>	<b>1,315</b>	<b>1,335</b>	<b>1,335</b>	<b>1,335</b>
未分配利润	<b>2,859</b>	<b>3,266</b>	<b>3,448</b>	<b>3,675</b>	<b>4,196</b>	<b>4,791</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,478</b>	<b>7,523</b>	<b>8,335</b>	<b>8,377</b>	<b>8,803</b>	<b>9,605</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.691	0.443	0.266	0.270	0.489	0.545
每股净资产	3.844	3.736	3.939	4.045	4.434	4.880
每股经营现金净流	0.631	1.005	0.298	0.733	0.678	0.769
每股股利	0.023	0.075	0.100	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.97%	11.85%	6.76%	6.67%	11.04%	11.17%
总资产收益率	12.11%	7.72%	4.20%	4.31%	7.43%	7.58%
投入资本收益率	17.17%	11.96%	5.23%	5.89%	10.44%	10.53%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.91%	16.95%	-6.34%	14.58%	11.50%	9.18%
EBIT 增长率	44.29%	-36.70%	-47.39%	8.97%	83.35%	10.97%
净利润增长率	50.02%	-35.85%	-39.77%	3.08%	81.31%	11.37%
总资产增长率	24.10%	0.60%	10.79%	0.50%	5.09%	9.11%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	43.4	44.5	48.2	45.0	46.0	46.0
存货周转天数	105.3	97.4	105.8	98.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.3	49.5	55.6	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	130.3	124.8	128.4	113.7	106.5	98.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.48%	-17.66%	-13.65%	-19.19%	-22.66%	-26.54%
EBIT 利息保障倍数	-59.8	-93.9	-11.2	25.9	-119.1	-124.2
资产负债率	32.58%	34.78%	37.84%	35.44%	32.65%	32.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-28	买入	16.63	N/A
2	2022-04-27	买入	9.90	N/A
3	2022-08-31	买入	10.88	N/A
4	2022-10-26	买入	9.59	N/A
5	2022-12-21	买入	12.57	N/A
6	2023-04-20	买入	11.79	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

## 特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806