

收入增长提速，盈利环比显著改善

2023 年 10 月 26 日

➤ **事件：**中顺洁柔发布 2023 年三季报，2023 年单 Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 21.38/0.81/0.69 亿元，同比增长 22.44%/72.69%/128.32%。2023 年前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 68.23/1.65/1.42 亿元，同比变动+11.60%/-39.74%/-43.21%。

➤ **新零售拓展叠加基数效应，单 Q3 收入同增 22%：**1) 22Q3 由于退出部分渠道及提价影响收入下滑，营收基数较低，23Q3 公司持续优化品类结构、进行渠道结构调整与精耕细作、加大重点品推广，推动营业收入稳定增长；2) 公司把握新零售渠道，在小红书、抖音、快手等平台开展直播及到家业务，收入快速增长；3) 公司组建了专业的电商运营团队，加大在电商平台的资源投入，已与市场主流平台达成长期战略合作，持续贡献收入增长。**就四季度看：考虑“双十一”叠加去年同期低基数，料同比&环比增长或有提速。**

➤ **盈利能力持续修复：**公司 23Q3 毛利率为 34.04%，同比/环比增长 2.57/4.84pct，已恢复至 21Q3 水平，公司 23 年单 Q3 净利率为 3.79%，同比/环比增长 1.10/3.97pct。**毛利率改善主因纸浆（占比 60%）价格下降**，2023 年 4-6 月，针叶浆/阔叶浆价格分别为 725/533 美元/吨，同比下降 27.7%/36.1%；**费用方面：**2023 单 Q3 公司期间费用率 29.92%，同比增加 0.71pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 20.92%/6.05%/3.02%/-0.05%，同比变动 +0.53/+0.07/+0.51/-0.39pct，销售费用率增长主因 23Q3 公司以保证收入增长为第一要务，适当增大营销投入；此外，公司 23Q3 存货 16.16 亿元，环比 23Q2 提升 30%，主要系备货“双十一”所致。

➤ **浆价中期承压，盈利仍有上行空间：**Q4 伴随高价浆库存逐步耗尽，公司盈利有望进入持续改善的空间；展望 2024 年，收入方面：伴随股权激励落地，叠加团队调整渐进尾声，看好收入进入稳定增长区间；利润方面：1) 随着 Arauco 以及 UPM 以及芬林芬宝产能脉冲式投放，叠加整体需求难有较大弹性，预计纸浆延续弱势；2) 受益于政府更为积极的财政政策，看好终端消费信心进入恢复区间。回顾上一轮浆价下行周期，2019&2020 年，洁柔毛利率期间升至 40%+，净利率达到 10%左右，相比当前毛利率及净利率，料仍有较大改善空间。**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.0/7.9/8.7 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别是 34X/17X/16X，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,570	10,000	11,009	12,011
增长率（%）	-6.3	16.7	10.1	9.1
归属母公司股东净利润（百万元）	350	401	787	874
增长率（%）	-39.8	14.5	96.5	11.0
每股收益（元）	0.26	0.30	0.59	0.65
PE	39	34	17	16
PB	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.21 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

1.生活用纸行业专题报告：先破再立，再论生活纸投资机遇-2023/08/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,570	10,000	11,009	12,011
营业成本	5,831	6,745	7,055	7,687
营业税金及附加	55	64	71	77
销售费用	1,749	2,030	2,213	2,426
管理费用	372	420	451	486
研发费用	204	260	275	294
EBIT	380	513	979	1,078
财务费用	-32	14	25	19
资产减值损失	-20	-38	-39	-43
投资收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	401	462	915	1,017
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	409	470	924	1,025
所得税	61	70	137	152
净利润	349	401	787	874
归属于母公司净利润	350	401	787	874
EBITDA	800	951	1,459	1,616

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,325	996	1,486	2,016
应收账款及票据	1,096	1,278	1,407	1,535
预付款项	15	18	19	20
存货	1,912	2,174	2,273	2,477
其他流动资产	352	1,063	1,065	1,067
流动资产合计	4,699	5,529	6,250	7,115
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,014	3,058	3,084	3,181
无形资产	214	214	213	212
非流动资产合计	3,636	3,887	3,996	4,088
资产合计	8,335	9,415	10,246	11,203
短期借款	608	1,008	1,008	1,008
应付账款及票据	1,289	1,491	1,559	1,699
其他流动负债	1,111	1,282	1,345	1,463
流动负债合计	3,008	3,780	3,912	4,170
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	146	116	116	116
非流动负债合计	146	116	116	116
负债合计	3,154	3,897	4,028	4,286
股本	1,315	1,335	1,335	1,335
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	5,181	5,519	6,217	6,917
负债和股东权益合计	8,335	9,415	10,246	11,203

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.34	16.69	10.09	9.10
EBIT 增长率	-45.12	34.78	91.07	10.11
净利润增长率	-39.77	14.47	96.51	10.97
盈利能力 (%)				
毛利率	31.96	32.55	35.92	36.00
净利率	4.08	4.01	7.15	7.27
总资产收益率 ROA	4.20	4.26	7.68	7.80
净资产收益率 ROE	6.76	7.26	12.67	12.64
偿债能力				
流动比率	1.56	1.46	1.60	1.71
速动比率	0.81	0.61	0.75	0.86
现金比率	0.44	0.26	0.38	0.48
资产负债率 (%)	37.84	41.38	39.32	38.26
经营效率				
应收账款周转天数	46.18	46.18	46.18	46.18
存货周转天数	119.66	119.66	119.66	119.66
总资产周转率	1.08	1.13	1.12	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.30	0.59	0.65
每股净资产	3.88	4.13	4.66	5.18
每股经营现金流	0.29	0.38	0.90	1.02
每股股利	0.06	0.07	0.13	0.14
估值分析				
PE	39	34	17	16
PB	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.31	13.71	8.94	8.07
股息收益率 (%)	0.61	0.65	1.28	1.42

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	349	401	787	874
折旧和摊销	420	439	480	538
营运资金变动	-405	-306	-140	-120
经营活动现金流	392	509	1,195	1,362
资本开支	-315	-548	-579	-620
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-475	-1,139	-580	-621
股权募资	25	19	0	0
债务募资	627	403	0	0
筹资活动现金流	504	302	-125	-211
现金净流量	451	-329	489	530

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026