



股票投资评级

买入 | 维持

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)	10.86
总股本/流通股本(亿股)	13.35 / 12.96
总市值/流通市值(亿元)	145 / 141
52周内最高/最低价	14.04 / 9.67
资产负债率(%)	37.8%
市盈率	40.22
第一大股东	广东中顺纸业集团有限公司

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com
研究助理: 熊婉婷
SAC 登记编号: S1340122120008
Email: xiongwanting@cnpsec.com

中顺洁柔(002511)

收入增长环比提速，盈利水平有所提升

● 事件

公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现收入 68.23 亿元，同比+11.60%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比-39.74%。其中，2023Q3 收入为 21.38 亿元，同比+22.44%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比+72.69%，Q3 单季业绩修复，盈利水平向上。

● Q3 收入同比+22.44%，增长环比提速

Q3 单季公司收入同比+22.44%，增速较今年上半年有所提升，公司归母净利润同比+72.69%，业绩增速大于收入增速，我们预计，一方面，公司核心原材料木浆高价库存的消耗以及木浆价格下滑，成本端改善；另一方面，公司持续优化产品结构，通过加大油画、锦鲤、Face、Lotion 以及健康精品等高端、高毛利产品终端推广，精准的品牌营销策略结合多渠道销售布局，预计高端、高毛利的产品收入占比进一步提升。Q3 单季公司经营性现金流达 0.18 亿元，同比由负转正，大幅改善。

● 盈利水平有所提升，期间费用率管控良好

2023 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 30.19%、2.41%，同比分别-2.32pct、-2.07pct。其中，2023Q3 公司毛利率、净利率分别为 34.04%、3.78%，同比分别+2.57pct、+1.12pct。受益于公司原材料木浆高价库存消耗以及木浆价格下滑，公司 Q3 盈利水平同比有所提升。

费用端来看，2023 年前三季度公司期间费用率为 27.40%，同比+0.12pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.29%、4.66%、2.71%、-0.26%，分别同比+0.17pct、+0.01pct、+0.27pct、-0.33pct。分季度看，2023Q3 公司期间费用率为 29.92%，同比+0.71pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.92%、6.05%、3.02%、-0.05%，分别同比+0.53pct、+0.07pct、+0.51pct、-0.39pct。公司期间费用率整体保持稳定。

● 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。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.55、5.10、7.01 亿元，同比分别+1.54%、+43.65%、+37.35%，对应 PE 分别为 41、28、21 倍，维持“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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8570	9542	10779	12004
增长率	-6.34%	11.34%	12.97%	11.37%
EBITDA（百万元）	800	676	855	1080
归属母公司净利润（百万元）	345	355	510	701
增长率	-39.77%	1.54%	43.65%	37.35%
EPS（元/股）	0.26	0.27	0.38	0.53
市盈率（P/E）	41.41	40.79	28.39	20.67
市净率（P/B）	2.80	2.66	2.43	2.17
EV/EBITDA	21.70	19.36	15.14	11.48

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8570	9542	10779	12004	营业收入	-6.3%	11.3%	13.0%	11.4%
营业成本	5831	6571	7279	7933	营业利润	-40.7%	-0.8%	47.1%	37.5%
税金及附加	55	69	78	85	归属于母公司净利润	-39.8%	1.5%	43.6%	37.4%
销售费用	1749	1889	2134	2401	获利能力				
管理费用	372	410	485	540	毛利率	32.0%	31.1%	32.5%	33.9%
研发费用	204	239	269	300	净利率	4.1%	3.7%	4.7%	5.8%
财务费用	-32	-3	-20	-24	ROE	6.8%	6.5%	8.6%	10.5%
资产减值损失	-20	0	0	0	ROIC	5.6%	5.7%	7.5%	9.3%
营业利润	401	397	585	804	偿债能力				
营业外收入	17	20	10	10	资产负债率	37.8%	37.0%	37.2%	34.5%
营业外支出	8	9	8	8	流动比率	1.56	1.65	1.75	2.00
利润总额	409	408	587	806	营运能力				
所得税	61	53	76	105	应收账款周转率	7.58	8.37	9.00	9.00
净利润	349	355	510	701	存货周转率	5.07	6.15	6.83	7.78
归母净利润	350	355	510	701	总资产周转率	1.08	1.12	1.19	1.22
每股收益(元)	0.26	0.27	0.38	0.53	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.26	0.27	0.38	0.53
货币资金	1325	2018	2164	2707	每股净资产	3.88	4.09	4.47	4.99
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1096	1196	1200	2268	PE	41.41	40.79	28.39	20.67
预付款项	15	53	55	56	PB	2.80	2.66	2.43	2.17
存货	1912	1191	1963	1122	现金流量表				
流动资产合计	4699	5025	5958	6723	净利润	349	355	510	701
固定资产	3014	2963	2873	2774	折旧和摊销	420	281	289	299
在建工程	143	143	143	143	营运资本变动	-405	412	-444	-248
无形资产	214	264	274	284	其他	28	20	29	29
非流动资产合计	3636	3630	3551	3461	经营活动现金流净额	392	1068	386	781
资产总计	8335	8655	9508	10184	资本开支	-315	-270	-209	-209
短期借款	608	608	608	608	其他	-160	5	0	0
应付票据及应付账款	1289	1369	1503	1362	投资活动现金流净额	-475	-265	-209	-209
其他流动负债	1111	1076	1285	1400	股权融资	25	2	0	0
流动负债合计	3008	3052	3395	3370	债务融资	627	0	0	0
其他	146	146	146	146	其他	-149	-112	-30	-30
非流动负债合计	146	146	146	146	筹资活动现金流净额	504	-110	-30	-30
负债合计	3154	3198	3542	3516	现金及现金等价物净增加额	451	693	146	542
股本	1315	1317	1317	1317					
资本公积金	958	957	957	957					
未分配利润	3448	3669	4103	4699					
少数股东权益	3	3	3	3					
其他	-543	-490	-413	-308					
所有者权益合计	5181	5456	5967	6668					
负债和所有者权益总计	8335	8655	9508	10184					

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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