

中顺洁柔(002511)

报告日期: 2022年12月22日

股权激励绑定新管理团队，生活纸龙头注入新活力

——中顺洁柔点评报告

投资要点

□ 中顺洁柔发布 2022 年股票期权与限制性股票激励计划草案:

2022年12月21日，公司公告计划授予权益总计4043万份，占总股本3.08%。其中计划授予股票期权合计1716.5万份，占总股本1.31%，行权价格9.48元/股；限制性股票2326.5万股，占总股本1.77%，授予价格6.32元/股。业绩考核目标为23/24/25年公司营业收入分别不低于100/110/121亿元，以22年营收一致预期95.38亿元计算，对应23-25年公司营收增速分别为+5%/+10%/+10%。

□ 管理团队更迭完毕，推出股权激励激发内部活力

此次计划对包括公司董事、高级管理人员、及董事会认定应当激励的其他人员等共计694人进行激励，激励范围广且考核指标完成难度相对较低，有利于绑定核心团队利益，充分激发内部活力。此次激励计划的推出也标志着公司管理团队有序更迭告一段落，新管理团队均在公司拥有多年从业经验，对行业理解深刻且对公司文化高度认同，看好公司新管理团队为公司战略及经营管理注入新能量，帮助公司重拾增长势头。

□ 收入端阵痛后逐步回暖，盈利弹性随浆价回落有望打开

收入端: 公司提价短期影响销量及坚持优化产品结构进行渠道调整，致使Q3收入端承压。Q3后行业普遍提价，消费者对价格敏感度减弱，叠加疫情下生活用纸需求量提升，因此我们判断提价对销量压制偏短期，后续有望逐步回暖。同时公司积极布局棉柔巾、湿厕纸、湿巾、卫生巾、厨房用纸等高毛利率品类，为公司收入增长提供新增长点。

利润端: 此次激励计划总成本1.90亿元，23-26年分别摊销9957.35/6079.32/2513.82/464.20万元，短期影响公司业绩。浆价回落趋势初显，截至目前针叶浆价格较Q3末已回落24美元/吨，阔叶浆大厂Suzano下调报价至820美元/吨。后续浆价有望随Arauco及UPM产能释放进一步向下，叠加公司产品提价逐步在报表端体现，盈利弹性有望打开。

市场份额: 根据Euromonitor数据，2021年洁柔市场份额为6.3%，位居行业第三（维达市场份额9.0%，位居行业第一）。高浆价压力下中小纸厂加速出清，洁柔通过优化内部管理、顺应行业消费升级趋势、把握线上渠道崛起机遇，市占率仍有进一步向上空间。

□ 盈利预测与估值

公司为生活用纸龙头，经营管理有效改善，盈利弹性有望随中期浆价回落及提价和渠道优化释放，持续看好公司长期价值。我们预计2022-2024年公司预计实现营业收入94.74、109.74、120.74亿元，同比增长3.54%、15.83%、10.02%；归母净利润3.75、7.32、10.86亿元，同比-35.46%、95.06%、48.48%，对应PE分别为45X、23X、16X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

原材料上行、提价落地不及预期、行业格局恶化、渠道开拓不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥12.84
总市值(百万元)	16,874.96
总股本(百万股)	1,314.25

股票走势图



相关报告

- 《Q2收入增速提速，业绩弹性值得期待——中顺洁柔点评报告》2022.09.01
- 《【浙商轻工】中顺洁柔：Q1盈利表现靓丽，产品结构持续优化210428》2021.04.29
- 《【浙商轻工】中顺洁柔：收入增长环比提速，低价囤浆保障盈利》2021.03.01

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,150	9,474	10,974	12,074
(+/-) (%)	16.95%	3.54%	15.83%	10.02%
归母净利润	581	375	732	1,086
(+/-) (%)	-35.85%	-35.46%	95.06%	48.48%
每股收益(元)	0.44	0.29	0.56	0.83
P/E	29.02	44.97	23.05	15.53

资料来源: 浙商证券研究所

用户651701673于2023-06-29日下载, 仅供本人内部使用, 不可传播与转载

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,752	3,568	4,572	5,741
现金	875	207	903	1,940
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,180	1,095	1,550	1,363
其它应收款	12	14	18	17
预付账款	37	37	43	45
存货	1,468	2,035	1,877	2,197
其他	181	181	181	181
非流动资产	3,771	3,870	3,921	3,944
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,129	3,217	3,268	3,308
无形资产	168	175	179	183
在建工程	135	134	123	94
其他	338	344	351	359
资产总计	7,523	7,439	8,493	9,685
流动负债	2,460	2,791	3,114	3,220
短期借款	0	19	12	103
应付款项	1,164	1,253	1,434	1,372
预收账款	0	34	20	25
其他	1,296	1,485	1,648	1,721
非流动负债	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0
其他	157	157	157	157
负债合计	2,616	2,948	3,270	3,377
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权益	4,904	4,488	5,219	6,306
负债和股东权益	7,523	7,439	8,493	9,685

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,320	618	1,219	1,473
净利润	581	375	732	1,086
折旧摊销	373	410	459	497
财务费用	7	0	0	0
投资损失	(0)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	376	(172)	22	(117)
其它	(18)	7	8	9
投资活动现金流	(647)	(514)	(515)	(527)
资本支出	(625)	(499)	(500)	(511)
长期投资	0	(18)	(18)	(18)
其他	(22)	2	2	2
筹资活动现金流	(919)	(772)	(7)	91
短期借款	(143)	19	(7)	91
长期借款	0	0	0	0
其他	(776)	(791)	(0)	0
现金净增加额	(252)	(669)	696	1,037

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,150	9,474	10,974	12,074
营业成本	5,863	6,537	7,220	7,567
营业税金及附加	66	67	78	86
营业费用	1,987	1,926	2,238	2,510
管理费用	341	299	362	401
研发费用	212	238	267	295
财务费用	(7)	0	0	0
资产减值损失	(28)	(6)	(7)	(8)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2
其他经营收益	24	28	33	35
营业利润	676	430	836	1,244
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	667	430	836	1,244
所得税	86	55	104	158
净利润	581	375	732	1,086
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	581	375	732	1,086
EBITDA	1,066	845	1,301	1,748
EPS (最新摊薄)	0.44	0.29	0.56	0.83

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	17%	4%	16%	10%
营业利润	-39%	-36%	94%	49%
归属母公司净利润	-36%	-35%	95%	48%
获利能力				
毛利率	36%	31%	34%	37%
净利率	6%	4%	7%	9%
ROE	12%	8%	14%	17%
ROIC	12%	8%	14%	17%
偿债能力				
资产负债率	35%	40%	39%	35%
净负债比率	53%	66%	63%	54%
流动比率	1.53	1.28	1.47	1.78
速动比率	0.84	0.47	0.79	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.22	1.27	1.38	1.33
应收账款周转率	8.21	8.34	8.31	8.30
应付账款周转率	7.37	7.19	7.19	7.22
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.29	0.56	0.83
每股经营现金	1.00	0.47	0.93	1.12
每股净资产	3.73	3.42	3.97	4.80
估值比率				
P/E	29.02	44.97	23.05	15.53
P/B	3.44	3.76	3.23	2.67
EV/EBITDA	19.77	16.71	10.31	7.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>