

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中顺洁柔 (002511)

投资评级

上次评级 无评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1、《中顺洁柔 (002511): 业绩预告 Q2 盈利承压, 下半年修复可期》

2、《中顺洁柔 (002511): Q4 净利率回稳, 23 年盈利修复可期》

3、《中顺洁柔 (002511): 发布新一期股权激励, 成长动能充足》

4、《中顺洁柔 (002511): 业务结构积极调整, 成本高企影响 Q3 盈利》

1H23 新渠道增长较快, 下半年盈利修复可期

2023 年 08 月 28 日

事件: 中顺洁柔发布半年报, 2023 年上半年实现营业收入 46.85 亿元, 同比增长 7.27%, 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比下降 62.88%, 扣非归母净利润 0.74 亿元, 同比下降 66.59%。公司单 Q2 实现营业收入 26.25 亿元, 同比增长 5.69%, 实现归母净利润-495 万元, 同比下降 105%, 扣非归母净利润-819 万元, 同比下降 109%。

点评:

- **上半年新兴渠道取得较快增长, 产品与渠道调整效能有望逐步释放。**公司 2023 年上半年实现营业收入 46.85 亿元, 同比增长 7.27%, 单 Q2 实现营业收入 26.25 亿元, 同比增长 5.69%。公司上半年通过持续优化品类结构、渠道结构调整与精耕细作、加大重点品推广等有力措施, 推动营业收入稳定增长, 高端、高毛利产品销售持续提升。分产品看, 上半年公司生活用纸、个人护理及其他分别实现收入 46.2 亿元、0.61 亿元, 分别同比+7.27%、+7.21%。分渠道看, 上半年公司传统模式 (主要为经销商、连锁卖场渠道)、非传统模式 (主要为电商、新零售) 分别实现收入 21.5 亿元、25.4 亿元, 分别同比-1.12%、+19.59%。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, 目前已与市场主流知名平台达成长期战略合作; 同时, 积极强化新零售、O2O、内容营销等新兴业务的布局, 大力发展直播, 加大社区团购份额抢占; 公司亦成立了专业的商消服务团队, 以匹配不断成长的商用市场需求。针对现代 KA 渠道的市场变化, 积极调整策略, 注重提高资源投入的效率与效益。
- **Q2 毛利率同比下降, 环比提升, 期间费用率平稳。**1) **毛利率方面**, 公司上半年实现毛利率 28.43%, 同比-4.5pct; 单 Q2 实现毛利率 29.2%, 同比-3.8pct, 环比+1.7pct。上半年受高价浆库存及能源价格上涨影响, 公司生产成本对比去年同期大幅上升, 叠加市场竞争激烈等因素, 毛利率同比有所下降。2) **期间费用方面**, 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为 20%、4.0%、2.6%、-0.35%, 同比变化-0.01pct、-0.01pct、+0.16pct、-0.32pct。管理费用率平稳, 一方面因实施《2022 年股票期权与限制性股票激励计划》, 股权激励成本摊销大幅增加, 另一方面提效控费下总体费用率平稳。财务费用率同比下降主要为汇兑损益减少所致。3) **净利润方面**, 公司上半年实现归母净利润 0.84 亿元, 同比下降 62.88%, 净利率为 1.80%, 同比-3.41pct; 单 Q2 归母净利润-495 万元, 同比下降 105%, 净利率为-0.19%, 同比-3.99pct。4) **运营方面**, 公司上半年实现经营现金流净额为 7.7 亿元, 同比增长 10.6%; 投资活动现金流净额-10 亿元, 同比-308%, 主要是购买理财支付本金增加; 筹资活动现金流净额 6 亿元, 同比+1052%, 主要为取得借款收到的现金增加。
- **下半年随着高价库存浆逐步消化, 盈利有望逐步释放。**分季度看, 公司归母净利润自 2021 年 Q2 起至 2023 年 Q2 同比持续下降。据百川盈孚,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

进口阔叶浆、针叶浆价格自 2020 年底开始上涨，2023 年 3 月底进口阔叶浆、针叶浆价格开始下降。对比历史浆价数据及公司毛利率变化情况，我们认为公司成本对浆价约有一个季度左右滞后，2023 年 3 月底起的进口浆价格回落有望在下半年逐步反映在公司盈利端。

- **盈利预测：**公司为国内生活用纸领先企业，不断强化高端高毛利等多元化产品占比，精准品牌营销及布局线上线下多渠道，带动市场份额提升。发布激励计划彰显发展信心，生活用纸龙头成长信心充足。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.75 亿元、5.62 亿元、6.68 亿元，分别同比增长 36%、18%、19%，目前股价对应 23 年 PE 为 28X。

风险因素：行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,150	8,570	9,803	11,000	12,436
增长率 YoY %	17.0%	-6.3%	14.4%	12.2%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	581	350	475	562	668
增长率 YoY%	-35.9%	-39.8%	35.7%	18.4%	18.8%
毛利率%	35.9%	32.0%	32.9%	33.3%	33.6%
净资产收益率ROE%	11.9%	6.8%	8.5%	9.4%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.27	0.36	0.42	0.50
市盈率 P/E(倍)	37.74	51.62	28.22	23.83	20.05
市净率 P/B(倍)	4.47	3.49	2.41	2.23	2.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,752	4,699	4,788	5,342	6,114	
货币资金	875	1,325	1,006	1,601	1,958	
应收票据	2	11	13	15	17	
应收账款	1,178	1,084	1,241	905	1,023	
预付账款	37	15	17	19	22	
存货	1,468	1,912	2,156	2,406	2,709	
其他	193	352	354	395	386	
非流动资产	3,771	3,636	3,632	3,509	3,365	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	3,129	3,014	3,043	2,935	2,798	
无形资产	168	214	214	214	214	
其他	473	408	375	360	353	
资产总计	7,523	8,335	8,420	8,851	9,479	
流动负债	2,460	3,008	2,706	2,702	2,812	
短期借款	0	608	0	0	0	
应付票据	335	340	384	101	113	
应付账款	829	949	1,070	1,207	1,132	
其他	1,296	1,111	1,252	1,394	1,567	
非流动负债	157	146	146	146	146	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	157	146	146	146	146	
负债合计	2,616	3,154	2,852	2,848	2,959	
少数股东权益	3	3	1	-1	-4	
归属母公司股东权益	4,904	5,178	5,567	6,004	6,524	
负债和股东权益	7,523	8,335	8,420	8,851	9,479	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,150	8,570	9,803	11,000	12,436	
同比(%)	17.0%	-6.3%	14.4%	12.2%	13.1%	
归属母公司净利润	581	350	475	562	668	
同比(%)	-35.9%	-39.8%	35.7%	18.4%	18.8%	
毛利率(%)	35.9%	32.0%	32.9%	33.3%	33.6%	
ROE%	11.9%	6.8%	8.5%	9.4%	10.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.27	0.36	0.42	0.50	
P/E	37.74	51.62	28.22	23.83	20.05	
P/B	4.47	3.49	2.41	2.23	2.05	
EV/EBITDA	9,150	8,570	9,803	11,000	12,436	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,150	8,570	9,803	11,000	12,436	
营业成本	5,863	5,831	6,578	7,340	8,263	
营业税金及附加	66	55	63	71	80	
销售费用	1,987	1,749	2,000	2,267	2,563	
管理费用	341	372	402	451	510	
研发费用	212	204	228	262	298	
财务费用	-7	-32	0	-19	-26	
减值损失合计	-28	-20	0	0	0	
投资净收益	0	-1	-1	-1	-1	
其他	14	31	32	35	40	
营业利润	676	401	561	664	787	
营业外收支	-8	9	-6	-6	-6	
利润总额	667	409	555	658	781	
所得税	86	61	82	97	116	
净利润	581	349	473	560	666	
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	
归属母公司	581	350	475	562	668	
EBITDA	1,066	800	935	1,033	1,166	
EPS(当年)(元)	0.44	0.27	0.36	0.42	0.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,320	392	792	1,026	811	
净利润	581	349	473	560	666	
折旧摊销	373	420	404	423	444	
财务费用	7	37	12	0	0	
投资损失	0	1	1	1	1	
营运资金变动	376	-405	-101	39	-304	
其它	-18	-9	4	4	3	
投资活动现金流	-647	-475	-406	-306	-306	
资本支出	-625	-315	-405	-305	-304	
长期投资	0	1	0	0	0	
其他	-22	-161	-1	-1	-1	
筹资活动现金流	-919	504	-706	-125	-148	
吸收投资	35	25	20	0	0	
借款	187	993	-608	0	0	
支付利息或股息	-130	-134	-118	-125	-148	
现金流净增加额	-252	451	-319	596	356	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。