

中顺洁柔 (002511)

2021 年报及 2022 年一季报点评：业绩基本符合我们预期，加强新品类培育

增持（维持）

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	9,150	10,521	12,064	13,729
同比	17%	15%	15%	14%
归属母公司净利润（百万元）	581	705	878	1,084
同比	-36%	21%	25%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.44	0.54	0.67	0.83
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.01	18.97	15.23	12.34

投资要点

■ **2021Q4 收入端增长稳健，2022Q1 受提价及疫情扰动表现偏弱。**2021 年实现营业收入 91.5 亿元，同比+17.0%；归母净利润 5.81 亿元，同比-35.9%。其中 2021Q4 收入 28.75 亿元，同比+26.8%；归母净利润 0.97 亿元，同比-58.7%。2022Q1 收入 18.84 亿元，同比-10.4%；归母净利润 1.33 亿元，同比-50.8%。收入端看，2021Q4 公司收入增长态势较好，2021 年收入增速领先行业；2022Q1 收入下滑主要受提价及疫情扰动。利润端由于成本压力仍有较大幅度下滑。

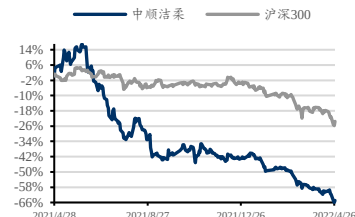
■ **新品类逐渐放量，生活用纸增长稳健。**分业务看，2021 年生活用纸收入 86.6 亿元，同比+15.5%，收入占比 94.6%；个护产品收入 7696.6 万元，同比-23.03%，收入占比 0.84%；其他产品收入 4.15 亿元，同比+85.4%，收入占比 4.53%。分渠道看，2021 年传统模式（包括经销、商超）收入 43.91 亿元，同比+3.5%；非传统模式（包括电商、商销、新零售）收入 43.44 亿元，同比+29.5%。

■ **重新梳理业务板块，加强非传统干巾品类培育。**公司着眼长远发展，对产品和品牌矩阵进行重新规划和优化升级：1）完善并优化生活用纸、护理用品及健康精品三大业务板块，并将高端、高毛利的非传统干巾品类列为未来重点发展的战略品类。2）生活用纸板块一方面持续推动洁柔品牌的高端化，另一方面重新组建太阳品牌经营队伍，独立核算、扁平运营，向年轻化方向发展。3）加速个护及健康精品业务培育，储备了酒精湿巾、压缩毛巾、一次性浴巾、漱口水、宠物护理产品等新品类，同时持续引入个护领域优秀人才，优化组织架构。

■ **2021 年原材料及能源成本压制盈利能力，2022Q1 销售净利率环比小幅改善。**2021 年毛利率同比-5.4pp 至 35.92%；销售净利率同比-5.23pp 至 6.35%。期间费用率同比+1.07pp 至 27.68%；其中，销售费用率+1.97pp 至 21.71%；管理费用率（含研发费用率 2.32%）同比-1.05pp 至 6.05%；财务费用率同比+0.15pp 至-0.08%。2022Q1 毛利率 32.81%，同比-7.65pp，环比-3.11pp；销售净利率 7.07%，同比-5.83pp，环比+0.72pp。2021 年销售净利率逐季下降，主要受成本高位、营销投入增加影响；2022Q1 盈利能力环比小幅改善，主要得益于销售费用率回落。

■ **现金流及经营效率表现较为优秀。**现金流方面，2021 年公司实现经营现金净流量 13.2 亿元，同比+59.33%；经营现金净流量/经营活动净收益比值为 202.47%；2022Q1 实现经营现金净流量 2.47 亿元，同比-26.1%；经营现金净流量/经营活动净收益比值为 162.73%。运营效率方面，2021 年存货周转天数 96.06 天，同比下降 7.75 天；应收账款周转天数 43.85

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.19
一年最低/最高价	9.90/34.45
市净率(倍)	2.65
流通 A 股市值(百万元)	13,110.93
总市值(百万元)	13,378.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.84
资产负债率(% ,LF)	31.07
总股本(百万股)	1,312.86
流通 A 股(百万股)	1,286.65

相关研究

《中顺洁柔(002511): 2021 年三季报点评：成本压力有望于 21Q4 逐步缓解》

2021-10-28

《中顺洁柔(002511): 2021 年中报点评：短期业绩承压，阵痛后成长性有望显现》

2021-09-02

《中顺洁柔(002511): 持续回购股份彰显管理层信心，看好份额长期提升，建议积极布局》

2021-07-12

天，同比上升 1.07 天。2022Q1 存货周转天数 101.29 天，同比下降 16.62 天；应收账款周转天数 49.65 天，同比上升 8.71 天；应付账款周转天数 55.82 天；同比上升 4.76 天。

- **盈利预测与投资评级：**考虑原材料价格及疫情影响下调 2022-2023 年盈利预测，我们预计 2022-2024 净利润为 7.1、8.8、10.8 亿元（原 2022-2023 年预测为 8.6、10.5 亿元），对应 PE 分别为 19、15、12x。公司生活用纸业务增长较稳健，同时积极培育个护品类有望打开第二增长曲线，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨；行业竞争加剧；个护推广不及我们预期。

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,752	4,136	4,979	6,152	营业总收入	9,150	10,521	12,064	13,729
货币资金及交易性金融资产	875	835	1,334	2,160	营业成本(含金融类)	5,863	6,847	7,754	8,715
经营性应收款项	1,217	1,398	1,602	1,822	税金及附加	66	76	87	99
存货	1,468	1,688	1,806	1,910	销售费用	1,987	2,190	2,535	2,912
合同资产	0	0	0	0	管理费用	341	389	440	497
其他流动资产	193	215	237	259	研发费用	212	247	284	323
非流动资产	3,771	4,484	4,853	5,109	财务费用	-7	-25	-32	-52
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	24	27	31	36
固定资产及使用权资产	3,144	3,409	3,680	3,888	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	135	585	685	735	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	168	166	164	162	减值损失	-37	-5	-5	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	676	820	1,023	1,266
其他非流动资产	307	307	307	307	营业外净收支	-8	-7	-7	-6
资产总计	7,523	8,621	9,832	11,261	利润总额	667	813	1,015	1,260
流动负债	2,460	2,852	3,186	3,531	减:所得税	86	108	137	176
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	581	705	878	1,084
经营性应付款项	1,164	1,313	1,445	1,576	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	164	192	217	244	归属母公司净利润	581	705	878	1,084
其他流动负债	1,123	1,339	1,515	1,702	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.54	0.67	0.83
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	682	772	964	1,184
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,055	1,245	1,512	1,796
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.92	34.92	35.72	36.52
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	6.35	6.70	7.28	7.89
其他非流动负债	151	151	151	151	收入增长率(%)	16.95	14.99	14.66	13.80
负债合计	2,616	3,009	3,342	3,687	归母净利润增长率(%)	-35.85	21.30	24.59	23.41
归属母公司股东权益	4,904	5,608	6,487	7,570					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	4,907	5,612	6,490	7,574					
负债和股东权益	7,523	8,621	9,832	11,261					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,320	1,159	1,429	1,706	每股净资产(元)	3.74	4.27	4.94	5.77
投资活动现金流	-647	-1,198	-929	-880	最新发行在外股份(百万股)	1,312	1,312	1,312	1,312
筹资活动现金流	-919	0	0	0	ROIC(%)	11.74	12.70	13.75	14.45
现金净增加额	-252	-40	499	826	ROE-摊薄(%)	11.85	12.57	13.54	14.32
折旧和摊销	373	473	548	613	资产负债率(%)	34.78	34.90	33.99	32.74
资本开支	-625	-1,198	-929	-880	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.01	18.97	15.23	12.34
营运资本变动	364	-225	-165	-167	P/B(现价)	2.73	2.38	2.06	1.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

