

原材料价格上涨 毛利率承压

——中顺洁柔 (002511.SZ)

美容护理/个护用品



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

近期,公司发布 2021 年年度报告和 2022 年一季度报告。公司 2021 年营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比变动+16.95%/-35.85%/-36.30%。公司 2022Q1 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比下降 10.36%/50.82%/52.50%。营收符合预期,净利润不及预期主要原因系原材料价格上涨。

产品端:生活用纸产销齐增,原材料涨价致毛利率承压。

- 21 年公司生活用纸营收 86.6 亿元,同比增加 15.45%,营收占比 94.63%,同比下降 1.23pct;个人护理产品营收 0.77 亿元,同比减少 23.03%,营收占比 0.84%,同比下降 0.44pct。
- 2021 年,生活用纸、个人护理产品营业成本分别同比增加 25.63%、24.61%,主要系原材料价格上涨。生活用纸、个人护理产品毛利率分别同比减少 5.11pct/22.54pct 至 36.99%/40.75%。
- 从产销情况来看,主销产品生活用纸 2021 年生产量/销售量分别为 14982.63 万箱/14758.23 万箱,分别同比增加 26.23%/28.14%,产销动态平衡,库存量较少。
- 从平均单价及单件成本看,2021 年生活用纸平均单价为 59 元,单件成本为 37 元,分别较去年同比下降 8.54%/0.48%。

渠道端:非传统模式销售额增速明显,境内外结构不变。

- 2021 年公司传统模式、非传统模式销售额占比分别为 47.99%、47.48%。二者分别创造营收 43.91、43.44 亿元,营收分别同比增长 3.45%、29.48%。非传统销售模式增速更明显,系公司强化电商、社区团购等新零售渠道布局所致。
- 2021 年境内外销售额占比与 2020 年持平。

品牌宣传投入力度增强,汇兑损益增加。

- 2021 年归属于上市公司股东净利润 5.81 亿元,同比减少 35.85%,主要原因为销售费用及财务费用增加,分别同比增长 28.62%、59.66%,前者系公司加大品牌宣传投入,后者系报告期汇兑损益增加。

2022Q1 营收不及预期,营收下降+成本增加。

- 2022Q1 公司营收 18.84 亿元,同比下降 10.36%,环比下降 34.46%。营业总成本同比增加 17.39%。营业收入下降叠加成本增加导致公司利润收缩,净利润同比下降 50.85%。

强化核心产品,拓展高端、高毛利品类。

- 2022 年,公司将坚持以生活用纸为核心业务,进一步强化传统纸巾、护理用品、健康精品的统筹管理,将高端、高毛利的非传统干巾定义为未来重点发展的战略品类。整合资源加大对油画、Lotion、厨房纸巾、湿巾湿厕纸、洁面巾、朵蕾蜜卫生巾、一次性用品等高端、高毛利系列产品的推广,驱动高端、高毛利产品销售份额持续增长,稳步提升公司产品毛利率与盈利能力。

投资建议:我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 109.08 亿元、120.26 亿元、132.59 亿元,归母净利润为 7.34 亿元、8.76 亿元、10.28 亿元,对应

评级

买入 (首次)

2022 年 05 月 05 日

孔天祎

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030001

kongtiany@shgsec.com

交易数据

时间 2022.05.05

| | |
|----------------|------------|
| 总市值/流通市值 (亿元) | 140/138 |
| 总股本 (亿股) | 13.13 |
| 资产负债率 (%) | 31.07 |
| 每股净资产 (元) | 3.84 |
| 收盘价 (元) | 10.70 |
| 一年内最低价/最高价 (元) | 9.62/35.10 |

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

1. 《中顺洁柔 (002511.SZ): 纸中贵族, 洁柔不“柔”》2021-12-02

PE 为 18.82X、15.77X、13.43X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，汇率波动风险，产业政策风险。

财务指标预测

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 7,823.53 | 9,149.87 | 10,908.02 | 12,026.09 | 13,258.76 |
| 增长率 (%) | 17.91% | 16.95% | 19.22% | 10.25% | 10.25% |
| 归母净利润 (百万元) | 905.89 | 581.10 | 733.83 | 875.97 | 1,028.20 |
| 增长率 (%) | 50.02% | -35.85% | 26.28% | 19.37% | 17.38% |
| 净资产收益率 (%) | 17.97% | 11.85% | 11.74% | 12.52% | 13.07% |
| 每股收益 (元) | 0.70 | 0.45 | 0.56 | 0.67 | 0.78 |
| PE | 15.03 | 23.38 | 18.82 | 15.77 | 13.43 |
| PB | 2.74 | 2.82 | 2.21 | 1.97 | 1.76 |

资料来源: wind, 申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

| 利润表 | 单位:百万元 | | | | | 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 7824 | 9150 | 10908 | 12026 | 13259 | 流动资产合计 | 4040 | 3752 | 5130 | 6052 | 7118 |
| 营业成本 | 4591 | 5863 | 6957 | 7597 | 8295 | 货币资金 | 1125 | 875 | 2122 | 3116 | 3992 |
| 营业税金及附加 | 56 | 66 | 78 | 86 | 95 | 应收账款 | 1051 | 1178 | 1315 | 1318 | 1380 |
| 营业费用 | 1545 | 1987 | 2368 | 2599 | 2865 | 其他应收款 | 16 | 12 | 15 | 16 | 18 |
| 管理费用 | 365 | 341 | 407 | 448 | 494 | 预付款项 | 27 | 37 | 56 | 61 | 66 |
| 研发费用 | 190 | 212 | 253 | 279 | 307 | 存货 | 1661 | 1468 | 1334 | 1249 | 1364 |
| 财务费用 | -18 | -7 | -11 | -12 | -13 | 其他流动资产 | 102 | 124 | 159 | 160 | 161 |
| 资产减值损失 | -16 | -28 | -33 | -37 | -40 | 非流动资产合计 | 3439 | 3771 | 3742 | 3606 | 3473 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 4 | 0 | 2 | 2 | 2 | 固定资产 | 2793 | 3129 | 2999 | 2865 | 2729 |
| 营业利润 | 1104 | 676 | 929 | 1105 | 1296 | 无形资产 | 169 | 168 | 162 | 157 | 151 |
| 营业外收入 | 5 | 4 | 5 | 4 | 4 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 21 | 12 | 16 | 14 | 15 | 其他非流动资产 | 28 | 92 | 218 | 241 | 265 |
| 利润总额 | 1088 | 667 | 917 | 1095 | 1285 | 资产总计 | 7478 | 7523 | 8872 | 9658 | 10591 |
| 所得税 | 183 | 86 | 183 | 219 | 257 | 流动负债合计 | 2285 | 2460 | 2462 | 2504 | 2563 |
| 净利润 | 906 | 581 | 734 | 876 | 1028 | 短期借款 | 143 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款 | 762 | 829 | 839 | 916 | 1000 |
| 归属母公司净利润 | 906 | 581 | 734 | 876 | 1028 | 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 1553 | 1182 | 1074 | 1249 | 1439 | 一年内到期的非流动负债 | 0 | 9 | 14 | 14 | 14 |
| EPS (元) | 0.70 | 0.45 | 0.56 | 0.67 | 0.78 | 非流动负债合计 | 151 | 157 | 157 | 157 | 157 |
| 主要财务比率 | | | | | | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 成长能力 | | | | | | 负债合计 | 2436 | 2616 | 2619 | 2660 | 2720 |
| 营业收入增长 | 17.91% | 16.95% | 19.22% | 10.25% | 10.25% | 少数股东权益 | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业利润增长 | 53.43% | -38.79% | 37.49% | 18.93% | 17.30% | 实收资本(或股本) | 1311 | 1312 | 1313 | 1313 | 1313 |
| 归属于母公司净利润增长 | 50.02% | -35.85% | 26.28% | 19.37% | 17.38% | 资本公积 | 907 | 941 | 941 | 941 | 941 |
| 获利能力 | | | | | | 未分配利润 | 2859 | 3266 | 3832 | 4508 | 5301 |
| 毛利率(%) | 41.32% | 35.92% | 36.23% | 36.83% | 37.43% | 归属母公司股东权益合计 | 5042 | 4904 | 6250 | 6995 | 7868 |
| 净利率(%) | 11.58% | 6.35% | 6.73% | 7.28% | 7.75% | 负债和所有者权益 | 7478 | 7523 | 8872 | 9658 | 10591 |
| 总资产净利润(%) | 12.11% | 7.72% | 8.27% | 9.07% | 9.71% | 现金流量表 | | | | | |
| ROE(%) | 17.97% | 11.85% | 11.74% | 12.52% | 13.07% | 单位:百万元 | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | 828 | 1320 | 655 | 1096 | 1000 |
| 资产负债率(%) | 33% | 35% | 30% | 28% | 26% | 净利润 | 906 | 581 | 734 | 876 | 1028 |
| 流动比率 | 1.77 | 1.53 | 2.08 | 2.42 | 2.78 | 折旧摊销 | 304 | 352 | 156 | 156 | 156 |
| 速动比率 | 1.04 | 0.93 | 1.54 | 1.92 | 2.25 | 财务费用 | -18 | -7 | -11 | -12 | -13 |
| 营运能力 | | | | | | 应付账款减少 | -244 | -126 | -137 | -3 | -62 |
| 总资产周转率 | 1.16 | 1.22 | 1.33 | 1.30 | 1.31 | 预收账款增加 | -142 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款周转率 | 8 | 8 | 9 | 9 | 10 | 投资活动现金流 | -382 | -647 | -36 | 18 | 17 |
| 应付账款周转率 | 11.68 | 11.50 | 13.08 | 13.71 | 13.84 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股指标(元) | | | | | | 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.70 | 0.45 | 0.56 | 0.67 | 0.78 | 投资收益 | 4 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.29 | -0.19 | 0.95 | 0.76 | 0.67 | 筹资活动现金流 | -69 | -919 | 628 | -119 | -141 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.84 | 3.74 | 4.76 | 5.33 | 5.99 | 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款增加 | -23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/E | 15.03 | 23.38 | 18.82 | 15.77 | 13.43 | 普通股增加 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| P/B | 2.74 | 2.82 | 2.21 | 1.97 | 1.76 | 资本公积增加 | 146 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA | 8.25 | 10.94 | 10.90 | 8.57 | 6.83 | 现金净增加额 | 377 | -247 | 1247 | 994 | 877 |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师介绍

孔天祚, 上海财经大学学士, 美国东北大学硕士, 曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验, 善于挖掘消费行业投资机会, 2021年加入申港证券, 现任轻工纺服行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处, 不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司(简称“本公司”)是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性和完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正, 但报告中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断, 本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动, 在不同时期, 申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有, 未经事先许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用, 需注明出处为申港证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系: 增持、中性、减持

| | |
|----|--|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系: 买入、增持、中性、减持

| | |
|----|--|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |