

## 美容护理

2022 年 04 月 30 日

## 中顺洁柔 (002511)

——2021 年报及 2022 年一季报点评：浆价上行及格局变化，盈利阶段性承压

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2022 年 04 月 29 日

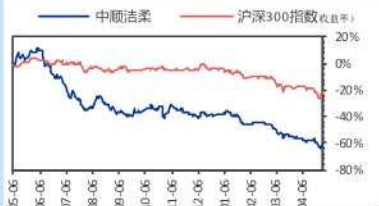
|                |                  |
|----------------|------------------|
| 收盘价 (元)        | 10.52            |
| 一年内最高/最低 (元)   | 35.22/9.62       |
| 市净率            | 2.7              |
| 息率 (分红/股价)     | -                |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 13536            |
| 上证指数/深证成指      | 3047.06/11021.44 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 03 月 31 日

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 每股净资产 (元)       | 3.84      |
| 资产负债率           | 31.07     |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 1313/1287 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-       |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《中顺洁柔 (002511) 点评：2020 年报及 2021 年一季报点评：低价木浆库存优势+产品和渠道结构优化，盈利表现亮眼》  
2021/04/29

《中顺洁柔 (002511) 点评：2020 年业绩快报点评：收入增长环比提速，渠道、产品和营销发力塑造中长期竞争力》  
2021/02/27

## 证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
黄莎 A0230522010002  
huangsha@swsresearch.com

## 联系人

丁智艳  
(8621)23297818x7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公告 2021 年报，收入稳健增长**：收入 91.50 亿元，yoy+17.0%；归母净利润 5.81 亿元，yoy-35.9%，略低于预期；扣非归母净利润 5.68 亿元，yoy-36.3%；经营活动现金流净额 13.20 亿元，yoy+59.3%。拟每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)，其中 21Q4 收入 28.75 亿元，yoy+26.8%；归母净利润 0.97 亿元，yoy-58.7%，扣非归母净利润 0.92 亿元，yoy-60.1%。
- **公告 2022 年一季报，业绩受国内疫情反复及浆价高位扰动明显**。22Q1 收入 18.84 亿元，yoy-10.4%；归母净利润 1.33 亿元，yoy-50.8%；扣非归母净利润 1.27 亿元，yoy-52.5%，基本符合预期；经营活动现金流净额 2.47 亿元，yoy-26.1%。
- **生活用纸板块增速稳健，稳定基本盘；个护板块调整再出发**。1) **生活用纸**：2021 年收入 86.58 亿元，同比增长 15.4%；其中销量同比增加 28%；竞争格局变化，公司促销力度加大，单吨价格仍延续 2019 年来的回落趋势。2021 年生活用纸毛利率 37.0%，同比下滑 5.1pct，反映了行业竞争加剧、纸浆价格高位运行的经营压力；2) **个护**：2021 年收入 0.77 亿元，同比下降 23%；毛利率 40.8%，回落较多，主要系 2020 年疫情期间健康护理需求爆发，基数较高；此外，2021 年个护团队和业务线调整较大。后续随着新团队渡过适应期、品牌矩阵梳理和线上自营渠道的搭建，收入及利润增速有望回升。
- **厘清品牌定位，迎合消费分层趋势**。为应对行业激烈的价格竞争局面，增强盈利能力，公司通过产品和渠道策略调整，提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的销售占比，同时增加对下沉市场的覆盖率。具体来看：1) **洁柔品牌定位高端，持续加大品牌投入**：加大油画、Face、Lotion 等高端、高毛利产品推广；持续优化产品组合，顺应后疫情时代消费者日趋强化的健康防护意识，积极开发酒精湿巾、卫生湿巾、洁面巾、漱口水、口罩等非传统干巾产品，将其作为未来重点发展的战略品类；通过高铁广告、综艺软广告植入等方式，打造精致品牌的印象；2) **太阳品牌定位性价比品牌，强调渠道下沉和电商布局**：聚焦 3-5 线城市，通过时尚化、年轻化的包装设计，吸引年轻消费群体；在渠道端，注重低线城市空白市场的经销、KA 渠道布局；强化电商运营，重点发力抖音、小红书等新零售平台，加大社区团购生意抢占。
- **原材料维持高位，利润率下行；22Q1 通过提价，部分对冲涨价压力，利润率环比修复**。2021 年公司毛利率同比下降 5.4pct 至 35.9%，主要系木浆价格维持高位影响；此外，由于公司品牌投入持续加大，销售费用率上行，2021 年销售、管理、研发、财务费用同比分别变动+2、-0.9、-0.1、+0.2pct 至 21.7%、3.7%、2.3%、-0.1%。2022 年以来，木浆价格仍然高位运行，22Q1 内盘针叶浆银星/阔叶浆布阔分别为 6624/5579 元/吨，环比+21.4%/+20.8%，公司通过提价传导部分成本压力，22Q1 毛利率、净利率分别录得 32.8%、7.1%，同比降幅明显，但环比 21Q4 分别上涨 1.3、3.7pct。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2021  | 2022Q1 | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 9,150 | 1,884  | 10,399 | 11,938 | 13,484 |
| 同比增长率 (%)   | 17.0  | -10.4  | 13.6   | 14.8   | 13.0   |
| 归母净利润 (百万元) | 581   | 133    | 678    | 769    | 861    |
| 同比增长率 (%)   | -35.9 | -50.8  | 16.8   | 13.3   | 12.0   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.44  | 0.10   | 0.52   | 0.59   | 0.66   |
| 毛利率 (%)     | 35.9  | 32.8   | 37.9   | 37.8   | 37.7   |
| ROE (%)     | 11.9  | 2.6    | 12.2   | 12.1   | 11.9   |
| 市盈率         | 24    |        | 20     | 18     | 16     |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **品牌梳理、渠道拓展持续，搭乘内部管理改革东风，基本面持续改善。**公司将未来三年定位为**基础管理强化年**，全面梳理市场、品牌、供应链等业务流程和架构，有望释放改革红利。后续产能储备充足，规划华东 40 万吨高档生活用纸项目，一期项目 10 万吨产能已经开始建设，预计 2023 年投产；四川 30 万吨竹浆纸一体化项目，主要用于“太阳”品牌，预计 2022-2024 年每年投放 10 万吨产能；中期产能有望超 150 万吨，支撑超 200 亿元销售额。考虑木浆价格仍维持高位、疫情对生产及终端运输和销售均造成影响，我们下调 2022-2023 年归母净利润预测至 6.78/7.69 亿元（前值为 12.1/14.7 亿元），新增 2024 年归母净利润预测 8.61 亿元，2022-2024 年同比增速分别为 17%/13%/12%，当前市值对应 PE 为 20X/18X/16X，给予“增持”评级！
- **风险提示：**疫情反复影响生产、运输和需求，行业竞争加剧，木浆价格维持高位。

### 财务摘要

| 百万元，百万股            | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入              | 7,824 | 9,150 | 10,399 | 11,938 | 13,484 |
| 其中：营业收入            | 7,824 | 9,150 | 10,399 | 11,938 | 13,484 |
| 减：营业成本             | 4,591 | 5,863 | 6,462  | 7,429  | 8,400  |
| 减：税金及附加            | 56    | 66    | 73     | 84     | 94     |
| 主营业务利润             | 3,177 | 3,221 | 3,864  | 4,425  | 4,990  |
| 减：销售费用             | 1,545 | 1,987 | 2,288  | 2,626  | 2,967  |
| 减：管理费用             | 365   | 341   | 520    | 597    | 674    |
| 减：研发费用             | 190   | 212   | 250    | 287    | 324    |
| 减：财务费用             | -18   | -7    | 8      | 13     | 11     |
| 经营性利润              | 1,095 | 689   | 798    | 902    | 1,014  |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | -6    | -9    | 0      | 0      | 0      |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -16   | -28   | -5     | 0      | 0      |
| 加：投资收益及其他          | 31    | 24    | 21     | 21     | 21     |
| 营业利润               | 1,104 | 676   | 815    | 924    | 1,036  |
| 加：营业外净收入           | -15   | -8    | 2      | 2      | 1      |
| 利润总额               | 1,088 | 667   | 817    | 926    | 1,037  |
| 减：所得税              | 183   | 86    | 139    | 157    | 176    |
| 净利润                | 906   | 581   | 678    | 769    | 861    |
| 少数股东损益             | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 906   | 581   | 678    | 769    | 861    |
| 全面摊薄总股本            | 1,311 | 1,313 | 1,313  | 1,313  | 1,313  |
| 每股收益（元）            | 0.70  | 0.45  | 0.52   | 0.59   | 0.66   |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                     |
|--------|-----|---------------|---------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | chentao1@swhysc.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | xiewenni@swhysc.com |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | lidan4@swhysc.com   |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | Lisheng5@swhysc.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。