

中顺洁柔（002511）：收入稳增盈利承压，立足优势主业探索多元化品类

2022 年 5 月 9 日

推荐/维持

中顺洁柔

公司报告

事件：公司公布 2021 年与 2022 年一季度业绩。2021 年公司实现收入 91.50 亿元，同比+16.95%；归母净利润 5.81 亿元，同比-35.85%。2022 年一季度公司实现收入 18.84 亿元，同比-10.36%；归母净利润 1.33 亿元，同比-50.82%。

主业收入增速领先竞争对手，浆价上涨叠加行业竞争压制盈利能力。2021 年公司生活用纸业务收入 86.58 亿元，同比+15.45%，增速高于恒安（纸巾核心品牌收入同比持平）、维达（纸巾收入同比+7.2%）等其他头部纸企，延续追赶势头。量价分别来看：（1）销量实现较快增长，以箱为单位（非标准箱）同比+26%，公司顺应消费趋势，渠道端强化电商和新兴渠道布局发展，产品端进行结构优化和持续创新。（2）销售价格承压，主要由于产能过剩等因素加剧行业竞争，且消费者对价格更加敏感，纸企提价能力受限。2022 年一季度公司收入同比下滑，主要受到调价策略（1 月提价影响销量）和 2 月以来东北、华东等地区疫情的影响。

2021 年公司生活用纸业务毛利率 36.99%，同比-5.11 个百分点，主要由于全年阔叶/针叶浆均价同比上涨约 35%，推升公司原材料成本，而产品价格承压致使成本压力未能得到消化。同时，行业竞争激烈亦促使公司加大产品促销、渠道拓展和品牌宣传投入，2021 年公司销售费用率 21.71%，同比+1.97 个百分点。2022 年一季度毛利率 32.81%，同比-7.65 个百分点，环比+1.32 个百分点，环比改善主要由于产品提价落地。

收入有望保持稳健增长，静待成本压力缓解。短期来看，公司 Q2 销售预计仍受到疫情影响，但随着疫情逐步得到管控、物流运输情况好转，销售有望边际改善；同时公司积极备战 618 大促，有利于支撑 Q2 销售。未来，公司凭借渠道力、品牌力和产品力优势，销售增速预计仍将超越行业整体增速：（1）生活用纸购买渠道逐渐从传统线下零售转向电商，新零售渠道亦逐渐兴起；公司布局电商渠道时间较早，运营成熟，常年位居电商购物节纸品销售排名前列，同时公司亦积极抢占社区团购等新零售渠道。（2）“洁柔”品牌定位中高端，兼具品牌力和产品力，顺应更多消费者追求纸巾品质提升的趋势。此外，公司重新组建“太阳”品牌经营队伍，定位年轻消费群体。盈利能力方面，通过产品提价与结构优化，公司毛利率有望边际改善，但进一步修复或仍需等待浆价的回落。

推进多元化布局，战略性发力非传统干巾业务。2021 年，公司个人护理业务实现收入 7697 万元，同比-23.03%，若剔除口罩业务仍取得正增长；毛利率 40.75%，同比-22.54 个百分点，主要由于基数较高（2020 上半年毛利率达到 75.18%，或受益于防疫相关产品）。公司将护理用品（卫生巾、纸尿裤等）和健康精品（棉柔巾、压缩毛巾、漱口水等）定义为非传统干巾，作为未来重点发展的战略品类，长期来看有望打造为第二条增长曲线。2021 年公司重新梳理护理用品业务，基于消费者需求完善产品布局，吸纳专业人才作为管理者，未来将以线上电商为核心搭建自营销售渠道，实现全域零售。

管理能力有望得到强化。公司将 2022-2024 年定位为“基础管理强化年”，包括全面梳理优化销售、市场、财务、生产、采购、供应链等各经营管理板块的业务流程、管理制度和架构，逐步完善信息化和数据化建设，逐步完善人

公司简介：

公司是生活用纸行业龙头企业，拥有知名品牌“洁柔”“太阳”，主要产品为高档生活用纸系列产品、护理用品、健康精品。公司采取 GT、KA、AFH、EC、RC、SC 六大渠道齐头并进的发展模式。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

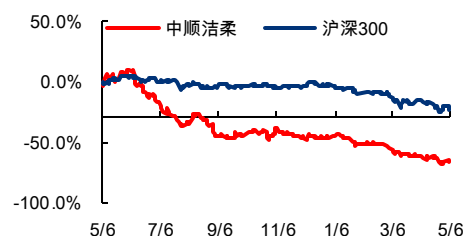
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	9.62-35.10
总市值（亿元）	135.75
流通市值（亿元）	135.75
总股本/流通 A 股（万股）	131,286/128,665
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.57

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

力管理、人才培养发展机制和体系等。公司基础管理能力的强化将成为公司长期健康发展的基础。

投资建议：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.84、8.36、10.14 亿元人民币，EPS 为 0.52、0.64、0.77 元，目前股价对应 PE 分别为 20、16、13 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，疫情影响持续时间超预期，项目投产进度不及预期。

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	10,265.83	11,641.93	13,201.16
增长率（%）	17.91%	16.95%	12.20%	13.40%	13.39%
归母净利润（百万元）	905.89	581.10	683.54	835.54	1,013.85
增长率（%）	50.02%	-35.86%	17.64%	22.24%	21.34%
净资产收益率（%）	17.97%	11.85%	10.89%	11.81%	12.60%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.52	0.64	0.77
PE	14.77	22.98	19.85	16.24	13.39
PB	2.69	2.77	2.16	1.92	1.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4040	3752	5193	6103	7257	营业收入	7824	9150	10266	11642	13201
货币资金	1125	875	1428	1854	2462	营业成本	4591	5863	6757	7590	8527
应收账款	1051	1178	1322	1499	1700	营业税金及附加	56	66	74	83	95
其他应收款	16	12	90	102	116	营业费用	1545	1987	2053	2328	2640
预付款项	27	37	47	58	71	管理费用	365	341	383	434	492
存货	1661	1468	1666	1872	2103	财务费用	-18	-7	-1	-3	-6
其他流动资产	102	124	580	658	746	研发费用	190	212	257	291	330
非流动资产合计	3439	3771	3910	4004	4050	资产减值损失	-22.33	-37.15	-25.00	-25.00	-25.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2793	3129	3181	3186	3192	投资净收益	3.87	0.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	169	168	167	165	163	加：其他收益	29.22	24.09	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	28	106	95	86	77	营业利润	1104	676	793	968	1173
资产总计	7478	7523	9103	10107	11308	营业外收入	5.43	3.81	4.00	4.00	4.00
流动负债合计	2285	2460	2665	2871	3104	营业外支出	20.91	12.06	12.00	12.00	12.00
短期借款	143	0	0	0	0	利润总额	1088	667	785	960	1165
应付账款	762	829	944	1061	1191	所得税	183	86	102	124	151
预收款项	137	164	195	230	270	净利润	906	581	684	836	1014
一年内到期的非流动负债	0	9	9	9	9	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	151	157	157	157	157	归属母公司净利润	906	581	684	836	1014
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	2436	2616	2822	3028	3260	成长能力					
少数股东权益	0	3	3	3	3	营业收入增长	17.91%	16.95%	12.20%	13.40%	13.39%
实收资本（或股本）	1311	1312	1312	1312	1312	营业利润增长	53.43%	-38.79%	17.39%	22.01%	21.16%
资本公积	907	941	941	941	941	归属于母公司净利润增长	50.02%	-35.85%	17.63%	22.24%	21.34%
未分配利润	2859	3266	3865	4597	5486	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5042	4904	6278	7076	8044	毛利率(%)	41.32%	35.92%	34.18%	34.80%	35.41%
负债和所有者权益	7478	7523	9103	10107	11308	净利率(%)	11.58%	6.35%	6.66%	7.18%	7.68%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.11%	7.72%	7.51%	8.27%	8.97%
单位：百万元						ROE(%)	17.97%	11.85%	10.89%	11.81%	12.60%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	828	1320	353	953	1141	资产负债率(%)	33%	35%	31%	30%	29%
净利润	906	581	684	836	1014	流动比率	1.77	1.53	1.95	2.13	2.34
折旧摊销	311.62	364.14	377.01	423.34	472.44	速动比率	1.04	0.93	1.32	1.47	1.66
财务费用	-18	-7	-1	-3	-6	营运能力					
应收帐款减少	-244	-126	-144	-177	-201	总资产周转率	1.16	1.22	1.23	1.21	1.23
预收帐款增加	-5	27	31	35	40	应收账款周转率	8	8	8	8	8
投资活动现金流	-382	-647	-491	-492	-493	应付账款周转率	11.68	11.50	11.58	11.61	11.72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.45	0.52	0.64	0.77
投资收益	4	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	-0.19	0.42	0.32	0.46
筹资活动现金流	-69	-919	692	-35	-40	每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.74	4.78	5.39	6.13
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	14.77	22.98	19.85	16.24	13.39
普通股增加	3	1	0	0	0	P/B	2.69	2.77	2.16	1.92	1.69
资本公积增加	146	34	0	0	0	EV/EBITDA	9.05	12.44	10.40	8.46	6.79
现金净增加额	377	-247	553	426	608						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券纺服轻工行业周专题：2021A 及 2022Q1 总结，静待否极泰来	2022-05-05
公司普通报告	中顺洁柔（002511.SZ）：业绩增长强劲，产品与渠道优势稳固	2021-04-30
公司普通报告	中顺洁柔（002511.SZ）：低浆价助力业绩高增，看好生活用纸龙头强者恒强	2020-03-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526