

中顺洁柔(002511)

报告日期: 2022年09月01日

Q2 收入增速提速, 业绩弹性值得期待

——中顺洁柔点评报告

投资要点

- **公司发布 22 年中报:** 22H1 收入 43.68 亿元 (+2.82%), 归母净利润 2.28 亿元 (-44.09%), 扣非归母净利润 2.21 亿元 (-44.72%), 毛利率 32.93% (-6.75pct), 净利率 5.21% (-4.38pct)。其中 22Q2 收入 24.83 亿元 (+15.74%), 归母净利润 0.94 亿元 (-30.69%), 扣非归母净利润 0.94 亿元 (-28.92%), 毛利率 33.02% (同比-5.89pct, 环比+0.20pct), 净利率 3.79% (同比-2.55pct, 环比-3.28pct)。
- **Q2 收入表现靓丽, 线上&新零售渠道高增。** 22Q2 公司收入同比+15.74%至 24.83 亿元, 收入增速明显提速且略快于同行表现 (洁柔 Q1 收入增速-10.36%)。分渠道表现来看, 线上&零售渠道延续高增, 618 表现靓丽, 抖音&小红书等新零售渠道开始放量; GT 渠道持续下沉, 打开空白市场, 增速表现稳健; KA 因线下客流受损等因素影响略有下滑。
- **提价陆续落地、产品结构优化, 盈利能力环比小幅提升。** 22Q1-Q2 针叶浆、阔叶浆价格分别为 855/1005 美元、652/756 美元, 同比+0.54%/+2.15%、+1.78%/-3.15%, 环比+11.09%/+17.59%、+10.20%/+16.05%。成本压力上行的情况下, 公司 22Q2 毛利率环比+0.20pct 至 33.02%, 主要系期内提价陆续落地 (年内二次发布涨价函, 动态提价)、产品结构优化 (持续发力传统高端如黑粉 FACE、重点发展高毛利新品油画系列, 推出棉柔巾、湿巾/湿厕纸等高毛利产品)。公司当前木浆仅常规库存 (22H1 末原材料库存 5.2 亿), 成本压力预期延续; 7 月提价动态进行, 预期 22H2 盈利能力仍将小幅承压。考虑纸浆中期回落概率较大, 看好公司未来盈利弹性。
- **销售费用精准投放, 费用率收缩。** 22Q2 毛利率 33.02% (-5.89pct), 主要系期内原材料价格大幅上行、提价尚不能覆盖, 期间费用率 28.10% (-2.74pct), 其中销售费用率 21.76% (-2.69pct), 主要系广告宣传和促销费用收缩, 期内广宣精准投放注重效率, 预期未来费率维持稳定, 对应 22Q2 净利率 3.80% (-2.54pct); 22Q2 经营性现金流 4.52 亿元 (+0.49 亿元), 应收帐款 11.17 亿元 (+1.84 亿元)。
- **管理层陆续到位趋于稳定、中期盈利弹性值得期待。** 21 年起公司管理层开始更迭, 老洁柔核心骨干陆续上任, 当前高管团队陆续到位趋于稳定, 渠道和产品战略日益清晰, 注重渠道下沉、新渠道开拓和产品结构高端化, 看好管理层稳定后的经营改善; 成本方面, 纸浆中期供给释放后价格回落概率较大, 当前盈利底部后续改善弹性值得期待。
- **盈利预测及估值。** 生活纸龙头, 经营管理改善、产品结构高端化和中期盈利弹性值得期待, 我们预计 2022-2024 年公司预计实现营业收入 99.73、109.69、118.63 亿元, 同比增长 9.00%、9.98%、8.15%; 归母净利润 5.32、6.91、10.27 亿元, 同比-8.44%、29.93%、48.51%, 对应 PE26.86X、20.67X、13.92X, 给予买入评级。
- **风险提示:** 原材料上行、提价落地不及预期、行业格局恶化、渠道开拓不及预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	9,150	9,973	10,969	11,863
(+/-) (%)	16.95%	9.00%	9.98%	8.15%
归母净利润	581	532	691	1,027
(+/-) (%)	-35.85%	-8.44%	29.93%	48.51%
每股收益(元)	0.44	0.41	0.53	0.78
P/E	24.59	26.86	20.67	13.92

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

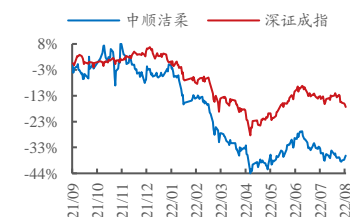
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.04
总市值(百万元)	14,501.31
总股本(百万股)	1,313.52

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商轻工】中顺洁柔: Q1 盈利表现靓丽, 产品结构持续优化 210428》 2021.04.29
- 2 《【浙商轻工】中顺洁柔: 收入增长环比提速, 低价囤浆保障盈利》 2021.03.01
- 3 《【浙商轻工】中顺洁柔: 回购彰显信心, 周期性趋弱, 消费属性强化 20210106》 2021.01.07

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,752	3,785	4,506	5,572
现金	875	208	1,087	1,652
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,180	1,215	1,429	1,433
其它应收款	12	16	17	18
预付账款	37	38	42	44
存货	1,468	2,128	1,750	2,244
其他	181	181	181	181
非流动资产	3,771	3,870	3,921	3,944
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,129	3,217	3,268	3,308
无形资产	168	175	179	183
在建工程	135	134	123	94
其他	338	344	351	359
资产总计	7,523	7,656	8,427	9,515
流动负债	2,460	2,851	2,931	2,993
短期借款	0	-29	-69	-123
应付款项	1,164	1,317	1,346	1,404
预收账款	0	36	20	25
其他	1,296	1,527	1,635	1,687
非流动负债	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0
其他	157	157	157	157
负债合计	2,616	3,008	3,088	3,150
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权益	4,904	4,645	5,336	6,363
负债和股东权益	7,523	7,656	8,427	9,515

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,320	667	1,435	1,145
净利润	581	532	691	1,027
折旧摊销	373	410	459	497
财务费用	7	0	0	0
投资损失	(0)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	376	(280)	279	(385)
其它	(18)	7	8	9
投资活动现金流	(647)	(514)	(515)	(527)
资本支出	(625)	(499)	(500)	(511)
长期投资	0	(18)	(18)	(18)
其他	(22)	2	2	2
筹资活动现金流	(919)	(820)	(41)	(54)
短期借款	(143)	(29)	(41)	(54)
长期借款	0	0	0	0
其他	(776)	(791)	(0)	0
现金净增加额	(252)	(667)	879	565

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9150	9973	10969	11863
营业成本	5863	6710	7155	7417
营业税金及附加	66	70	78	84
营业费用	1987	2102	2398	2583
管理费用	341	265	313	348
研发费用	212	241	261	283
财务费用	(7)	0	0	0
资产减值损失	(28)	(6)	(7)	(8)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2
其他经营收益	24	30	33	35
营业利润	676	610	790	1175
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	667	610	790	1175
所得税	86	78	99	149
净利润	581	532	691	1027
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	581	532	691	1027
EBITDA	1066	1025	1255	1679
EPS (最新摊薄)	0.44	0.41	0.53	0.78

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.95%	9.00%	9.98%	8.15%
营业利润	-38.79%	-9.74%	29.52%	48.79%
归属母公司净利润	-35.85%	-8.44%	29.93%	48.51%
获利能力				
毛利率	35.92%	32.72%	34.77%	37.48%
净利率	6.35%	5.33%	6.30%	8.65%
ROE	11.85%	11.45%	12.95%	16.13%
ROIC	12.26%	11.58%	13.18%	16.50%
偿债能力				
资产负债率	34.78%	39.29%	36.64%	33.10%
净负债比率	53.32%	64.71%	57.83%	49.48%
流动比率	1.53	1.33	1.54	1.86
速动比率	0.84	0.50	0.86	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.22	1.31	1.36	1.32
应收账款周转率	8.21	8.34	8.31	8.30
应付账款周转率	7.37	7.19	7.19	7.22
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.41	0.53	0.78
每股经营现金	1.00	0.51	1.09	0.87
每股净资产	3.73	3.54	4.06	4.84
估值比率				
P/E	24.59	26.86	20.67	13.92
P/B	2.91	3.08	2.68	2.25
EV/EBITDA	19.77	13.73	10.48	7.46

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>