

中顺洁柔 (002511.SZ)

三季度收入下滑 14%，毛利率降幅收窄

买入

核心观点

三季度收入下滑 14%，利润因浆价高位下滑 39%。前三季度公司实现收入 61.1 亿元，同比-2.6%；归母净利润 2.7 亿元，同比-43.3%。单三季度收入 17.5 亿元，同比-13.9%，为缓解浆价上行压力，公司执行产品提价、调整 KA 渠道导致收入下滑；归母净利润 0.47 亿元，同比-39.3%。毛利率 31.5%，材料成本上涨同比下降 2.9 个百分点；销售费用率受益于渠道优化、费用投放有效控制同比下降 2.8 个百分点，管理同比增加 1.2 个百分点，财务费用率因浆价进口人民币汇率影响提升 0.4 个百分点。净利率 2.7%，同比下跌 1.2 个百分点。库存金额环比增加 5.4 亿元，双十一备货致半成品增加，三季度提价后销量下滑致提前采购的浆板库存增加，未来根据产能需要对采购进一步调整。

终端应对原材料高成本提价落地，推进产品高端化发展。1) 浆价方面，今年以来因浆厂罢工、自然灾害、疫情供应链受阻等因素供给下降成本持续上升，三季度呈双位数上涨。2) 终端多次提价涨幅超双位数，三季度末产品毛利率基本恢复至相对合理水平。洁柔品牌优化产品矩阵结构，降低金尊与其他系列占比，主要为低毛利的卷纸以及部分软抽，主推高端定位的油画、黑 FACE 系列产品。太阳品牌主要动作为提升纸品吨售价。公司将持续推进品牌化、系列化、高端化的产品发展策略。

通路结构调整，加强费用管控。三季度公司主动调整、削减部分亏损 KA 渠道，战略性放弃局部现金回款风险较大的客户，导致同比下降，电商渠道因产品提价销量下滑收入承压，目前已恢复至正常水平，传统经销商渠道实现个位数增长，新零售渠道与商消渠道双位数增长。费用投放上，广宣费、促销费等同比减少，有效提高投放效率。未来公司将持续调整 KA 渠道至良性状态，加大其他渠道的扩张。

风险提示：原材料价格波动；产品提价销售不及预期；系统性风险。

投资建议：产品提价与渠道良性调整，看好后续盈利逐步修复。三季度浆价双位数增长，成本压力显著，公司终端提价落地、渠道结构调整导致短期收入下滑，同时加强费用管控缓解盈利压力。随着产品提价、渠道结构调整完成，同时预计明年一季度末 UPM 浆厂投产 210 万吨，或部分释放浆价压力，盈利有望修复。看好公司“洁柔”、“太阳”品牌力，持续发力干巾品类高端化，卫生巾与健康精品有望形成第二增长曲线，良性渠道结构协同发展，保持长期增长潜力。因浆价压力以及产品、渠道结构调整动作，下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 3.7/5.4/7.1 亿元(前值:5.2/6.3/7.4 亿元)，同增-36%/45%/30%，合理估值为 10.2~11.9 元(前值:12.4~14.3 元)，对应 2023 年 25~29x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,824	9,150	9,244	10,515	11,858
(+/-%)	17.9%	17.0%	1.0%	13.7%	12.8%
净利润(百万元)	906	581	373	541	705
(+/-%)	50.0%	-35.9%	-35.8%	45.1%	30.3%
每股收益(元)	0.69	0.44	0.28	0.41	0.54
EBIT Margin	13.8%	7.4%	4.8%	5.9%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	11.9%	7.2%	9.8%	11.8%
市盈率 (PE)	13.9	21.6	33.7	23.2	17.8
EV/EBITDA	10.9	14.7	21.1	17.2	14.6
市净率 (PB)	2.49	2.56	2.44	2.29	2.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师: 丁诗洁

联系人: 刘璇

0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.20 - 11.90 元
收盘价	9.77 元
总市值/流通市值	12838/12642 百万元
52 周最高价/最低价	19.66/9.38 元
近 3 个月日均成交额	85.75 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中顺洁柔-002511-2021 年中报点评: 收入稳健, 成本提升较快》——2021-09-10

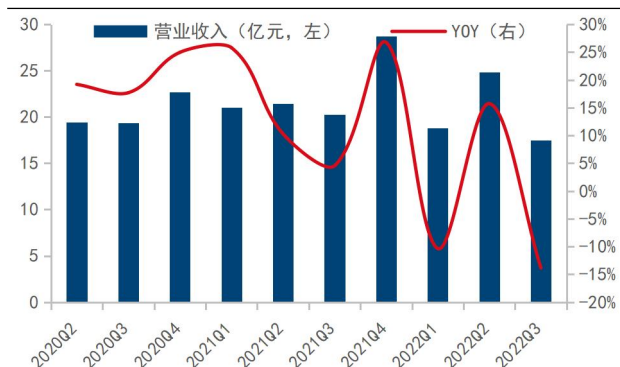
《中顺洁柔-002511-2020 年报和 2021 年一季报点评: 净利润超预期, 产能持续扩张》——2021-05-19

《中顺洁柔-002511-2020 年三季报点评: 业绩平稳增长, 原料储备充足》——2020-11-04

《国信证券-中顺洁柔-002511-2020 年中报点评: 净利润超预期, 产品结构优化与渠道布局成效显现》——2020-08-11

《中顺洁柔-002511-2019 年年报&2021 年一季报点评: 产品结构优化, 盈利质量更上层楼》——2020-05-06

图1：公司分季度营业收入及增速



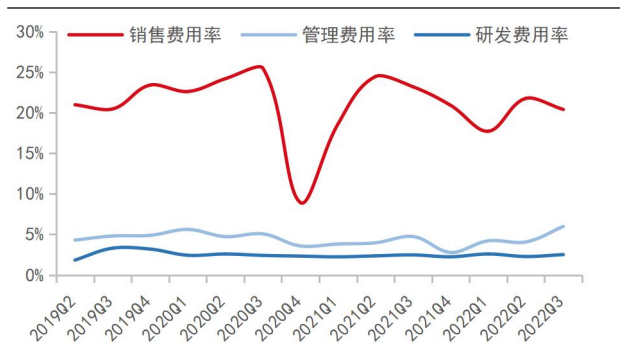
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



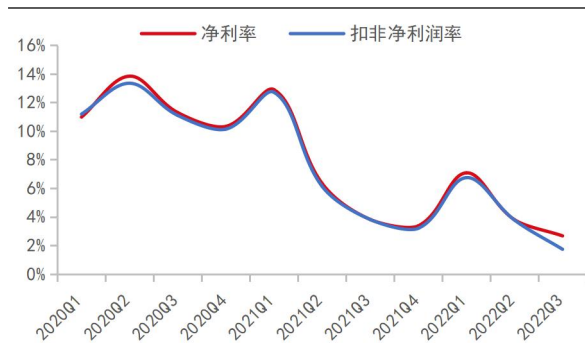
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



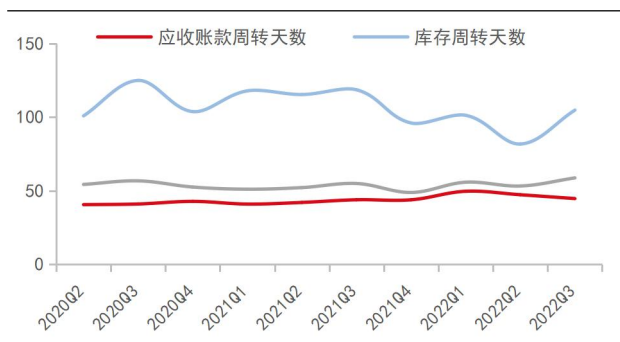
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度净利率/扣非净利率



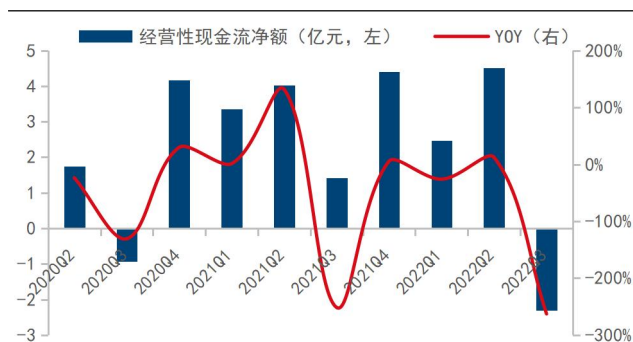
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度经营性现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：产品提价与渠道良性调整，看好后续盈利逐步修复

三季度浆价双位数增长，成本压力显著，公司终端提价落地、渠道结构调整导致短期收入下滑，加强费用管控缓解盈利压力。随着产品提价、渠道结构调整完成，同时预计明年一季度末 UPM 浆厂投产 210 万吨，或部分释放浆价压力，盈利有望修复。看好公司“洁柔”、“太阳”品牌力，持续发力干巾品类高端化，卫生巾与健康精品构建，良性渠道结构协同发展，保持长期增长潜力。下调盈利预测，预计 2022–2024 年净利润为 3.7/5.4/7.1 亿元（前值：5.2/6.3/7.4 亿元），同增–36%/45%/30%，合理估值为 10.2~11.9 元（前值：12.4~14.3 元），对应 2023 年 25~29x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,824	9,150	9,244	10,515	11,858
(+/-%)	17.9%	17.0%	1.0%	13.7%	12.8%
净利润(百万元)	906	581	373	541	705
(+/-%)	50.0%	-35.9%	-35.8%	45.1%	30.3%
每股收益(元)	0.69	0.44	0.28	0.41	0.54
经营利润率	13.8%	7.4%	4.8%	5.9%	6.9%
净资产收益率(ROE)	18.0%	11.9%	7.2%	9.8%	11.8%
市盈率(PE)	13.9	21.6	33.7	23.2	17.8
EV/EBITDA	10.9	14.7	21.1	17.2	14.6
市净率(PB)	2.49	2.56	2.44	2.29	2.11

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002511	中顺洁柔	买入	9.8	0.5	0.3	0.4	0.5	21.7	34.4	23.7	18.2
同类公司	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6993	蓝月亮集团	买入	4.3	0.1	0.1	0.2	0.2	29.8	31.8	24.3	20.2
003006	百亚股份	买入	8.5	0.5	0.5	0.6	0.7	16.0	18.0	14.3	11.5
1044	恒安国际	增持	29.4	2.8	2.3	2.8	3.1	10.6	13.0	10.6	9.5
3331	维达国际	无评级	14.4	1.1	1.5	1.7	-	12.9	9.7	8.3	-
605009	豪悦护理	无评级	38.5	2.3	2.2	2.7	3.0	16.9	17.2	14.2	12.9
301009	可靠股份	无评级	10.2	0.2	0.2	0.5	0.6	60.2	45.7	22.6	15.7
001206	依依股份	无评级	26.1	1.4	1.2	1.4	1.7	19.3	22.1	18.6	15.5
6601	朝云集团	无评级	1.3	0.1	0.2	0.3	-	18.4	6.1	5.0	-

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1125	875	1814	2144	2596	营业收入	7824	9150	9244	10515	11858
应收款项	1068	1193	1773	2017	2274	营业成本	4591	5863	6227	6891	7614
存货净额	1661	1468	2287	2535	2808	营业税金及附加	56	66	66	75	85
其他流动资产	185	217	220	250	282	销售费用	1545	1987	1867	2187	2514
流动资产合计	4040	3752	6093	6945	7960	管理费用	365	341	432	501	564
固定资产	3068	3264	2480	2463	2423	研发费用	190	212	213	242	273
无形资产及其他	169	168	162	155	148	财务费用	(18)	(7)	6	8	10
投资性房地产	201	338	338	338	338	投资收益	4	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(16)	(28)	(30)	(24)	(27)
资产总计	7478	7523	9072	9901	10869	其他收入	(169)	(198)	(182)	(207)	(235)
短期借款及交易性金融负债	143	9	9	10	11	营业利润	1104	676	435	621	810
应付款项	996	1164	1470	1630	1805	营业外净收支	(15)	(8)	(6)	0	0
其他流动负债	1146	1287	2255	2538	2839	利润总额	1088	667	428	621	810
流动负债合计	2285	2460	3734	4178	4655	所得税费用	183	86	55	80	105
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	151	157	189	222	255	归属于母公司净利润	906	581	373	541	705
长期负债合计	151	157	189	222	255	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2436	2616	3923	4400	4910	净利润	906	581	373	541	705
少数股东权益	0	3	3	3	3	资产减值准备	0	15	773	(13)	(16)
股东权益	5042	4904	5146	5498	5956	折旧摊销	304	352	338	363	386
负债和股东权益总计	7478	7523	9072	9901	10869	公允价值变动损失	16	28	30	24	27
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(18)	(7)	6	8	10
每股收益	0.69	0.44	0.28	0.41	0.54	营运资本变动	(525)	229	678	(60)	(69)
每股红利	0.08	0.10	0.10	0.14	0.19	其它	(0)	(15)	(773)	13	16
每股净资产	3.84	3.74	3.92	4.18	4.53	经营活动现金流	701	1191	1419	868	1048
ROIC	23%	16%	13%	20%	24%	资本开支	0	(528)	(350)	(350)	(350)
ROE	18%	12%	7%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	41%	36%	33%	34%	36%	投资活动现金流	0	(528)	(350)	(350)	(350)
EBIT Margin	14%	7%	5%	6%	7%	权益性融资	(3)	35	0	0	0
EBITDA Margin	18%	11%	8%	9%	10%	负债净变化	(22)	0	0	0	0
收入增长	18%	17%	1%	14%	13%	支付股利、利息	(100)	(130)	(131)	(189)	(247)
净利润增长率	50%	-36%	-36%	45%	30%	其它融资现金流	(32)	(687)	0	1	1
资产负债率	33%	35%	43%	44%	45%	融资活动现金流	(280)	(912)	(130)	(188)	(245)
息率	0.8%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	现金净变动	421	(250)	939	330	453
P/E	13.9	21.6	33.7	23.2	17.8	货币资金的期初余额	704	1125	875	1814	2144
P/B	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	1125	875	1814	2144	2596
EV/EBITDA	10.9	14.7	21.1	17.2	14.6	企业自由现金流	0	647	1054	498	676
						权益自由现金流	0	(41)	1049	492	668

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032