

中顺洁柔 (002511.SZ)

2022 年净利润下滑 40%，成本上行致盈利承压

买入

核心观点

2022 年成本上行、低效渠道调整致盈利承压。2022 年公司收入 85.7 亿元，同比下降 6.3%，营收端主要受提价导致销量短期下滑、低效渠道优化影响；归母净利润 3.5 亿元，同比下降 39.8%。毛利率因原材料价格上行同比下降 4 个百分点至 32%，公司分阶段多次提价、提升高端产品及非卷纸类产品的销售占比，部分抵消成本压力。期间费用率总体稳定，其中销售费用率下降 1.3 个百分点，公司主动进行渠道结构优化、提升资源投入效率。归母净利率 4.1%，下降 2.3 个百分点。单看四季度收入因疫情冲击下滑 14.6%，扣非净利率 2.8%，环比三季度提升 1.1 个百分点。

生活用纸收入小幅下降、毛利率下滑明显；传统模式渠道因低效 KA 渠道调整高个位数下降。分品类：生活用纸收入下降 3.6%，毛利率下滑近 5 个百分点，个护业务规模尚小，因线上渠道调整下滑 34%，毛利率提升 10 个百分点；分渠道：传统渠道收入因线下客流下滑、部分低效 KA 渠道调整下降 7%（其中经销渠道稳定小幅增长），非传统模式渠道收入仅下降 0.5%（其中：新零售、商消渠道双位数增长，电商因产品结构调整小幅下降）。

2023 年一季度毛利率因浆价高点、小幅加大促销同环比下滑，致利润率下滑。公司实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 9.4%，归母净利润 0.9 亿元，同比下降 33%。毛利率 27.5%，同比下降 5.4 个百分点，环比下滑 3.1 个百分点，主要因：1) 1-2 月份浆价成本仍在高点；2) 公司在浆价下行趋势下逐步加大大盘品和非高端品的促销力度参与市场竞争。期间费用率合计下降 1.9 个百分点，其中销售费用率减少 1 个百分点，公司坚持降本增效。营业利润率、净利率分别为 5.0%、4.3%，同比下降 3.5、2.7 个百分点。

风险提示：原材料价格波动；渠道开拓不及预期；渠道市场盈利不及预期。
投资建议：浆价下行趋势下纸巾加大参与市场竞争，看好业绩拐点及盈利修复机遇。公司颁布股权激励计划绑定核心高管及员工，向百亿规模迈进。(1) 业务布局方面：生活用纸方面，公司在坚持推广高端系列产品的同时已经小幅加大大盘品促销力度、加大参与市场竞争，预计后期业绩有望加速增长；非传统干巾业务坚定推进，加大产能和研发建设，预计未来实现快速增长。

(2) 费用端，公司 2022 年与外部机构合作加强供应链系统和经营管理体系的梳理，提升数字化、信息化程度，预计 2023 年降本增效措施继续实现费用投放优化。自去年 12 月起外盘浆价下调，国内浆价回落持续兑现，小幅上调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 5.5/8.2/9.9 亿元(原 2023-2024 年 5.4/7.1 亿元)，同增 57%/49.8%/20.6%，上调合理估值为 14.8~16.0 元(前值：10.2~11.9 元)，对应 2024 年 24~26x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,150	8,570	10,050	11,021	12,138
(+/-%)	17.0%	-6.3%	17.3%	9.7%	10.1%
净利润(百万元)	581	350	550	823	992
(+/-%)	-35.9%	-39.8%	57.0%	49.8%	20.6%
每股收益(元)	0.44	0.27	0.41	0.62	0.74
EBIT Margin	7.4%	4.2%	6.3%	8.7%	9.5%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	6.8%	10.0%	13.7%	15.0%
市盈率 (PE)	26.6	44.3	28.7	19.1	15.9
EV/EBITDA	17.5	24.8	20.3	15.1	13.2
市净率 (PB)	3.16	2.99	2.86	2.62	2.37

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	14.80 - 16.00 元
收盘价	11.70 元
总市值/流通市值	15636/15181 百万元
52 周最高价/最低价	14.26/9.13 元
近 3 个月日均成交额	134.62 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.SZ) - 三季度收入下滑 14%，毛利率降幅收窄》——2022-10-28
 《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

2022 年成本上行、低效渠道调整致盈利承压

2022 年受提价和低效渠道调整影响收入下滑 6%，原材料价格上涨导致归母净利润下滑 40%。公司实现收入 85.7 亿元，同比下滑 6.3%，归母净利润 3.5 亿元，同比下降 39.8%。全年盈利承压原因有二：第一，营收端公司提价应对成本上行压力，同时部分抵消渠道和市场，导致收入下降；第二，原材料价格纸浆及包材、能源价格年内上涨，产品提价因分阶段性、滞后性未能完全抵消成本上行影响。

毛利率因原材料价格成本上行下降近 4 个百分点；销售费用率因渠道结构调整及降本增效等措施小幅下滑。2022 年公司毛利率为 32.0%，下降近 4 个百分点，主要因成本上行毛利率承压；公司坚定执行产品提价和品类结构调整策略，提升高端、高毛利产品及非卷纸类产品的销售占比，推出锦鲤系列，丰富艺术产品系列；推出鎏金系列、C&FACE 及其衍生产品，布局高端市场。期间费用率总体稳定，销售费用率下降 1.3 个百分点，公司主动进行渠道结构优化、提升资源投入效率，管理费用率小幅增加 0.7 个百分点。盈利能力因毛利率承压升同比下降。营业利润率为 4.7%，同比下降 2.7 个百分点；归母净利率 4.1%，同比下降 2.3 个百分点。

自三季度触底后，四季度随产品提价、费用端降本增效完成盈利环比修复。四季度收入因疫情冲击下滑 14.6%，扣非净利率 2.8%，环比三季度提升 1.1 个百分点。

图1：公司年度业务收入（百万）及变化情况



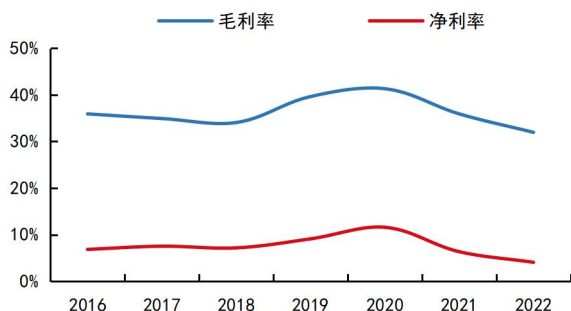
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润（百万）及变化情况



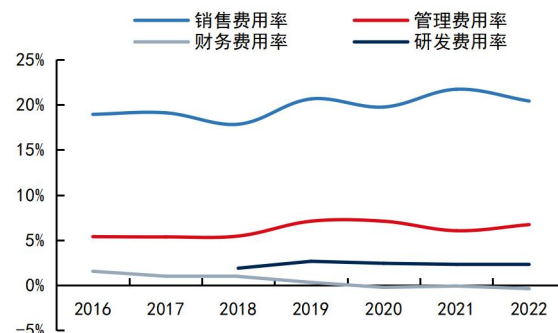
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

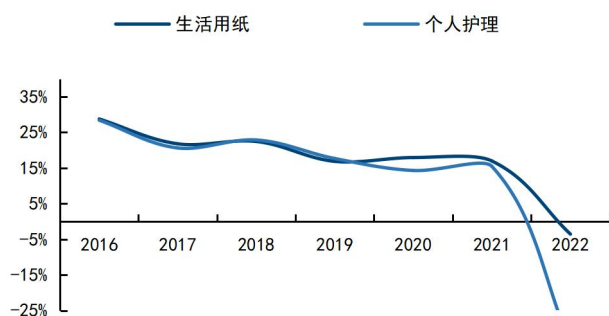
图4：公司费用率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分品类看，生活用纸收入小幅下滑。因浆材料占比高毛利率下滑明显，个人护理业务收入因线上渠道调整下滑 34%，毛利率提升近 10 个百分点。2022 年公司生活用纸收入 83.5 亿元，同比下滑 3.6%，毛利率因受到浆价上行压力大幅下滑近 5 个百分点；个人护理 0.5 亿元，小幅下滑 34%，主要原因是线下渠道调整，线下实现双位数增长，毛利率同比提升 10 个百分点。

图5：公司分品类营收增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

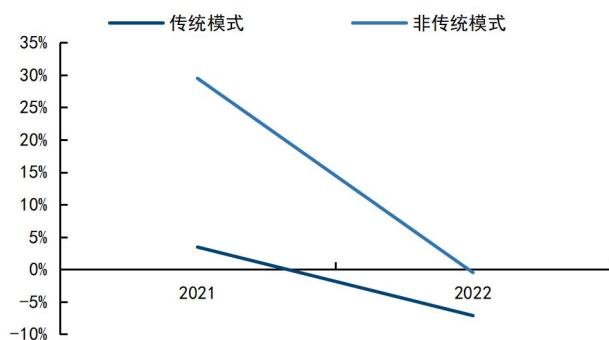
图6：公司分品类毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

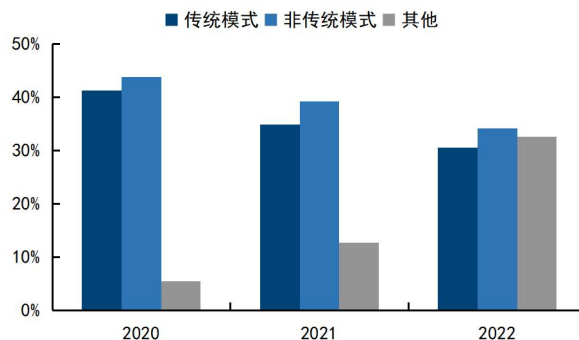
分渠道看，传统模式收入因调整部分低效 KA 渠道高个位数下滑，非传统模式收入基本持平；两渠道毛利率均下滑 4-5 个百分点。2022 年公司传统模式渠道（经销+KA）实现收入 40.8 亿元，同比下降 7%，主要因公司主动调整部分低效 KA 渠道，经销渠道小幅增长；毛利率 31%，同比下降约 4 个百分点。非传统模式（电商+新零售+商消）43.2 亿元，同比下降 0.5%，其中新零售同比增长 50%，商消增长 30%，电商因品类结构调整小幅下降；毛利率约 34%，同比下降约 5 个百分点。

图7：公司分渠道营收增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司分渠道毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

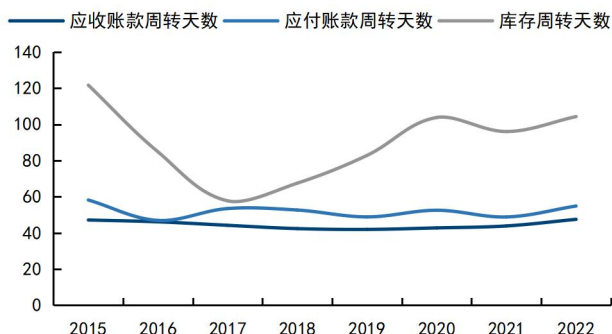
营运效率同比小幅下滑。2022 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 104/48/55 天，周转天数同比均有个位数提升。

盈利能力因成本上行压力同比下滑。公司 2022 年净资产收益率与投入资本回报率分别为 6.9%和 6.3%，同比下降 4.7、5.0 个百分点。

公司颁布新一轮股权激励计划绑定高管及员工，向百亿目标迈进。2022 年底公司颁布股权激励计划，本次股票期权合计激励对象 686 人，限制性股票期权合计激励对象 694 人，业绩目标为 2023-2024 年收入不低于 100、110、121 亿元，同比

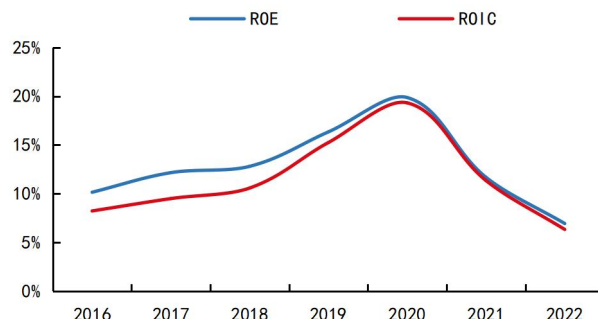
增速不低于 16.7%、10.0%、9.1%。

图9：公司库存/应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司净资产收益率/投入资本回报率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年一季度毛利率持续承压致利润率下滑

2023 年一季度毛利率因浆价高位、加大促销力度同环比下降，净利率同比下降近 3 个百分点。公司实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 9.4%，归母净利润 0.9 亿元，同比下降 33%。毛利率 27.5%，同比下降 5.4 个百分点，环比下滑 3.1 个百分点，主要因：1) 1-2 月份浆价成本仍在高位；2) 公司在浆价下行趋势下逐步加大大盘品和非高端品的促销力度参与市场竞争。期间费用率合计下降 1.9 个百分点，其中销售费用率减少 1 个百分点，公司坚持降本增效。营业利润率、净利率分别为 5.0%、4.3%，同比下降 3.5、2.7 个百分点。

图11：公司季度收入及变化情况



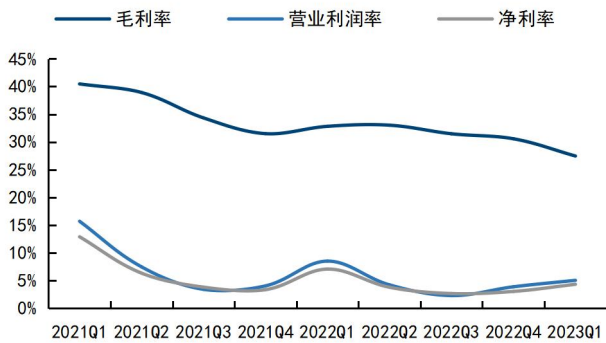
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司季度归母净利润及变化情况



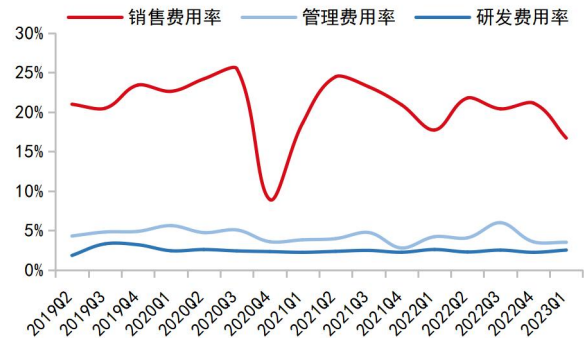
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司季度期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：浆价下行趋势下纸巾加大参与市场竞争，看好业绩拐点及盈利修复机遇

2022 年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。进入 2023 年一季度，1-2 月浆价库存达到最高点，后续预计生活用纸业务成本呈现下行趋势。（1）业务布局方面：生活用纸方面，公司在坚持推广高端系列产品的同时已经小幅加大大盘品促销力度、加大参与市场竞争，预计后期业绩有望加速增长；非传统干巾业务坚定推进，今年预计在广东产能基础上新增湖北产能，并加大和上游原材料商的材料研发合作、加强研发人才引进、寻求科研合作提升研发能力和产品性能，预计未来实现快速增长。（2）费用端，公司 2022 年已与外部机构合作加强供应链系统和经营管理体系的梳理，提升数字化、信息化程度，预计 2023 年降本增效措施继续实现费用投放优化。自去年 12 月起外盘浆价下调，国内浆价回落持续兑现，小幅上调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 5.5/8.2/9.9 亿元（原 2023-2024 年 5.4/7.1 亿元），同增 57%/49.8%/20.6%，上调合理估值为 14.8~16.0 元（前值：10.2~11.9 元），对应 2024 年 24~26x PE，维持“买入”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,150	8,570	10,050	11,021	12,138
(+/-%)	17.0%	-6.3%	17.3%	9.7%	10.1%
净利润(百万元)	581	350	550	823	992
(+/-%)	-35.9%	-39.8%	57.0%	49.8%	20.6%
每股收益(元)	0.44	0.27	0.41	0.62	0.74
经营利润率	7.4%	4.2%	6.3%	8.7%	9.5%
净资产收益率(ROE)	11.9%	6.8%	10.0%	13.7%	15.0%
市盈率(PE)	26.6	44.3	28.7	19.1	15.9
EV/EBITDA	17.5	24.8	20.3	15.1	13.2
市净率(PB)	3.16	2.99	2.86	2.62	2.37

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	875	1325	2368	2865	3485	营业收入	9150	8570	10050	11021	12138
应收款项	1193	1112	1305	1431	1576	营业成本	5863	5831	6839	7249	7895
存货净额	1468	1912	2289	2425	2645	营业税金及附加	66	55	65	71	78
其他流动资产	217	350	411	450	496	销售费用	1987	1749	1900	2073	2271
流动资产合计	3752	4699	6372	7171	8202	管理费用	341	372	380	416	458
固定资产	3264	3156	2384	2361	2317	研发费用	212	204	241	264	291
无形资产及其他	168	214	206	197	189	财务费用	(7)	(32)	8	9	10
投资性房地产	338	266	266	266	266	投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(28)	(20)	(19)	(21)	(23)
资产总计	7523	8335	9227	9995	10973	其他收入	(198)	(173)	(201)	(221)	(244)
短期借款及交易性金融负债	9	618	724	794	875	营业利润	676	401	637	960	1158
应付款项	1164	1289	1543	1635	1783	营业外净收支	(8)	9	9	11	12
其他流动负债	1287	1102	1282	1368	1495	利润总额	667	409	646	971	1170
流动负债合计	2460	3008	3549	3798	4153	所得税费用	86	61	98	148	178
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	0	0
其他长期负债	157	146	158	169	180	归属于母公司净利润	581	350	550	823	992
长期负债合计	157	146	158	169	180	现金流量表（百万元）					
负债合计	2616	3154	3707	3967	4333	净利润	581	350	550	823	992
少数股东权益	3	3	3	3	3	资产减值准备	15	(20)	761	(14)	(17)
股东权益	4904	5178	5517	6024	6636	折旧摊销	352	393	326	350	371
负债和股东权益总计	7523	8335	9227	9995	10973	公允价值变动损失	28	20	19	21	23
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(32)	8	9	10
每股收益	0.44	0.27	0.41	0.62	0.74	营运资本变动	229	(515)	577	(126)	(141)
每股红利	0.10	0.10	0.16	0.24	0.28	其它	(15)	20	(760)	14	17
每股净资产	3.74	3.94	4.13	4.51	4.97	经营活动现金流	1191	249	1472	1069	1245
ROIC	16%	9%	13%	20%	23%	资本开支	0	(237)	(325)	(325)	(325)
ROE	12%	7%	10%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	36%	32%	32%	34%	35%	投资活动现金流	0	(237)	(325)	(325)	(325)
EBIT Margin	7%	4%	6%	9%	10%	权益性融资	(5)	25	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	10%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	17%	-6%	17%	10%	10%	支付股利、利息	(130)	(134)	(211)	(316)	(381)
净利润增长率	-36%	-40%	57%	50%	21%	其它融资现金流	(1175)	681	107	70	81
资产负债率	35%	38%	40%	40%	40%	融资活动现金流	(1441)	438	(104)	(246)	(300)
息率	0.8%	0.9%	1.4%	2.0%	2.5%	现金净变动	(250)	450	1043	498	620
P/E	26.6	44.3	28.7	19.1	15.9	货币资金的期初余额	1125	875	1325	2368	2865
P/B	3.2	3.0	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	875	1325	2368	2865	3485
EV/EBITDA	17.5	24.8	20.3	15.1	13.2	企业自由现金流	0	(53)	1114	709	882
						权益自由现金流	0	628	1192	745	924

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