

中顺洁柔（002511）：看好成本回落与销售提振，业绩反弹可期

2023 年 4 月 25 日

推荐/维持

中顺洁柔

公司报告

事件：公司公布 2022 年度及 2023 年一季度业绩。2022 年公司实现收入 85.70 亿元，同比-6.34%；归母净利润 3.50 亿元，同比-39.77%。2022 年 Q1 至 2023 年 Q1，公司各季度实现收入 18.84 / 24.83 / 17.46 / 24.56 / 20.61 亿元，同比-10.36% / +15.74% / -13.86% / -14.58% / +9.35%；归母净利润 1.33 / 0.94 / 0.46 / 0.75 / 0.89 亿元，同比-50.82% / -30.69% / -39.34% / -21.94% / -32.93%。公司收入增速在最近一个季度回正，利润仍存在压力。

提价调结构应对原料涨价与行业竞争，业绩暂时承压。（1）公司 2022 年生活用纸板块（含湿巾、湿厕纸、洁面巾等）收入 83.50 亿元（-3.56%），毛利率 32.33%（-4.66 pct.）。全年造纸原料成本大涨，阔叶/针叶浆市场价同比+28%/+12%；同时品牌商产品与渠道竞争加剧，行业产能快速增长（同比+11%），整体供过于求。公司在经营策略上坚定执行提价，侧重高毛利产品、高效率渠道，主动调整低效率的 KA 渠道，销量承压同比-12%，毛利率相比其他头部品牌则降幅有限。（2）个护板块（卫生巾等）收入 0.51 亿元（-34.12%），毛利率 50.50%（+9.75 pct.），市场开拓或受主业承压的影响，暂处于调整期。

2023 年以来，浆价持续快速回落，阔叶/针叶浆市场价回落 35%/23%，带动生活用纸原纸降价。公司及时针对部分大众产品、系列单品加大促销力度，Q1 单季收入增速回归正增长；由于高价木浆库存仍需消化，公司毛利率暂时承压，同比-5.35/环比-3.11 pct.

浆价下行有望提振业绩，同时有利于发力非传统干巾。展望未来，由于浆厂产能释放与海外需求疲软，浆价预期持续承压，公司原料成本将逐步回落。低浆价下各品牌商或将加大促销力度，预期公司将针对大众产品进行促销，同时加强产品力与品牌力较好、价格韧性较强的高端产品销售。公司主要品牌及产品结构定位中高端，综合来看有望实现收入增速与毛利率的同比回升。同时，盈利改善有利于公司加大对于非传统干巾的资源投入，适应新兴品类高增长的市场趋势，推动市占率进一步提升。

费用控制良好，信息化建设提升费用投放效率。2022 年公司期间费用率 26.75%，同比-0.92 pct.；其中销售费用率 20.41%，同比-1.30 pct.。2023 年 Q1，公司期间费用率 22.56%，同比-1.87 pct.；其中销售费用率 16.69%，同比-1.02 pct.。面对成本压力，公司费用投放控制良好，同时 2022 年通过完善信息化和数据化建设，公司在销售费用投放效率上得到优化提升。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.72、8.92、10.02 亿元人民币，增速分别为 93%、33%、12%，目前股价对应 PE 分别为 23、17、15 倍。公司在中高端生活用纸领域具备较强的产品力和品牌力，未来随着产品矩阵完善、基础管理强化，业绩有望回归较快增长。维持“推荐”评级。

风险提示：经济回暖不及预期，行业竞争加剧，原材料供应端扰动。

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 五大渠道齐头并进的发展模式。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	14.04-9.36
总市值（亿元）	156.5
流通市值（亿元）	151.94
总股本/流通 A 股（万股）	133,645/133,645
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.97

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、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

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,149.87	8,569.69	9,802.84	10,963.20	12,351.95
增长率（%）	16.95%	-6.34%	14.39%	11.84%	12.67%
归母净利润（百万元）	581.10	349.97	671.92	892.46	1,002.17
增长率（%）	-35.86%	-39.99%	92.71%	32.82%	12.29%
净资产收益率（%）	11.85%	6.76%	10.83%	13.42%	14.02%
每股收益(元)	0.44	0.27	0.51	0.68	0.76
PE	26.45	43.99	22.91	17.25	15.36
PB	3.13	2.97	2.48	2.32	2.15

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					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	3752	4699	4996	5430	6064	营业收入	9150	8570	9803	10963	12352
货币资金	875	1325	1564	1680	1883	营业成本	5863	5831	6288	6874	7745
应收账款	1178	1084	1240	1387	1563	营业税金及附加	66	55	63	71	80
其他应收款	12	17	19	22	24	营业费用	1987	1749	2000	2237	2521
预付款项	37	15	15	15	15	管理费用	341	372	426	476	536
存货	1468	1912	1809	1977	2228	财务费用	-7	-32	-5	-16	-18
其他流动资产	124	335	335	335	335	研发费用	212	204	245	274	309
非流动资产合计	3771	3636	3844	3983	4041	资产减值损失	-27.33	-19.11	-24.51	-27.41	-30.88
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	3129	3014	3158	3258	3319	投资净收益	0.37	-0.85	0.00	0.00	0.00
无形资产	168	214	231	247	263	加：其他收益	24.09	27.30	27.30	27.30	27.30
其他非流动资产	106	16	16	16	16	营业利润	676	401	788	1047	1176
资产总计	7523	8335	8839	9414	10105	营业外收入	3.81	17.03	10.42	10.42	10.42
流动负债合计	2460	3008	2487	2615	2806	营业外支出	12.06	8.42	10.24	10.24	10.24
短期借款	0	608	0	0	0	利润总额	667	409	789	1047	1176
应付账款	829	949	1009	1103	1243	所得税	86	61	117	155	174
预收款项	164	97	97	97	97	净利润	581	349	672	892	1002
一年内到期的非流动负债	9	10	10	10	10	少数股东损益	0	-1	0	0	0
非流动负债合计	157	146	146	146	146	归属母公司净利润	581	350	672	892	1002
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	2616	3154	2634	2762	2952	成长能力					
少数股东权益	3	3	3	3	3	营业收入增长	16.95%	-6.34%	14.39%	11.84%	12.67%
实收资本（或股本）	1312	1315	1315	1315	1315	营业利润增长	-38.79%	-40.72%	96.81%	32.83%	12.30%
资本公积	941	958	958	958	958	归属于母公司净利润增长	-35.85%	-39.77%	91.99%	32.82%	12.29%
未分配利润	3266	3448	3717	4074	4475	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4904	5178	6203	6649	7150	毛利率(%)	35.92%	31.96%	35.85%	37.30%	37.30%
负债和所有者权益	7523	8335	8839	9414	10105	净利率(%)	6.35%	4.07%	6.85%	8.14%	8.11%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.72%	4.20%	7.60%	9.48%	9.92%
单位：百万元						ROE(%)	11.85%	6.76%	10.83%	13.42%	14.02%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	1320	392	1114	1168	1305	资产负债率(%)	35%	38%	30%	29%	29%
净利润	581	349	672	892	1002	流动比率	1.53	1.56	2.01	2.08	2.16
折旧摊销	364.14	405.48	442.42	510.38	592.18	速动比率	0.93	0.93	1.28	1.32	1.37
财务费用	-7	-32	-5	-16	-18	营运能力					
应收帐款减少	-126	94	-156	-147	-176	总资产周转率	1.22	1.08	1.14	1.20	1.27
预收帐款增加	27	-68	0	0	0	应收账款周转率	8	8	8	8	8
投资活动现金流	-647	-475	-625	-623	-619	应付账款周转率	11.50	9.64	10.02	10.38	10.53
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)	0.44	0.27	0.51	0.68	0.76
投资收益	0	-1	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.19	0.32	0.18	0.09	0.15
筹资活动现金流	-919	504	-250	-430	-483	每股净资产(最新摊薄)	3.74	3.94	4.72	5.06	5.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	26.45	43.99	22.91	17.25	15.36
普通股增加	1	2	0	0	0	P/B	3.13	2.97	2.48	2.32	2.15
资本公积增加	34	17	0	0	0	EV/EBITDA	14.21	19.29	11.42	8.94	7.77
现金净增加额	-247	421	239	116	203						

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
公司普通报告	中顺洁柔：收入稳增盈利承压，立足优势主业探索多元化品类	2022-05-09
公司普通报告	中顺洁柔：业绩增长强劲，产品与渠道优势稳固	2021-04-30

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，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

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，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

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，美国市场基准为标普500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，美国市场基准为标普500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

传真：010-66554008

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

传真：021-25102881

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：0755-23824526