

中顺洁柔(002511)

报告日期: 2023年04月20日

## 23Q1 收入有序修复, 看好浆价回落盈利快速回升

### ——中顺洁柔 22A 及 23Q1 业绩点评报告

#### 投资要点

##### □ 中顺洁柔披露 22A 及 23Q1 业绩

22A 公司实现营收 85.70 亿元 (-6.34%), 实现归母净利润 3.50 亿元 (-39.77%), 扣非后归母净利润 3.20 亿元 (-43.58%)。其中 22Q4 公司实现营收 24.56 亿元 (-14.58%), 实现归母净利润 0.75 亿元 (-21.94%), 扣非后归母净利润 0.70 亿元 (-23.91%)。23Q1 公司实现营收 20.61 亿元 (+9.35%), 归母净利润 0.89 亿元 (-32.93%), 扣非后归母净利润 0.82 亿元 (-35.51%)。22 年经营表现受疫情及原材料成本高位运行影响承压, 23Q1 收入虽消费有序复苏逐步回暖。

##### □ 22 年受疫情及调整阵痛影响承压, 23Q1 随消费复苏收入回暖

**分业务:** 22A 公司生活用纸业务实现收入 83.50 亿元 (-3.56%), 其中 22H2 生活用纸业务实现收入 40.84 亿元 (-10.73%)。受疫情下需求疲弱、主动退出低效 KA 渠道、推动产品结构优化放弃部分低端产品份额等因素影响, 22 年生活纸业务增速下滑。22A 公司个人护理业务实现收入 0.51 亿元 (-34.12%), 其中 22H2 个人护理业务收入 0.23 亿元 (-44.85%)。22 年公司对个护产品及渠道进行调整梳理, 看好调整后公司个人护理业务步入增长正轨。

**分渠道:** 22A 公司传统渠道 (经销、KA 渠道) 实现收入 40.78 亿元 (-7.13%)。其中 GT 渠道表现稳健, KA 渠道受公司进行渠道体系优化, 主动退出低效 KA 系统影响, 收入有所下滑。22A 公司非传统渠道 (商消、电商、新零售) 实现收入 43.23 亿元 (-0.49%)。其中商消渠道受 22 年提价影响未能充分发挥效能, 传统电商渠道受新零售等渠道冲击增速有所趋缓, 新零售渠道则实现靓丽增长。

**23Q1 收入有效修复, 看好全年表现:** 受益疫情影响的快速减弱, 线下消费有序复苏。公司于 23Q1 适度调整促销力度, 推动收入端有效修复。看好 23 年生活纸业务在适度促销、持续推动产品高端化升级、及把握新零售、电商等快速成长渠道作用下恢复稳健增长。同时个护业务在 22 年调整后产品矩阵逐步完善, 看好 23 年实现靓丽增长表现。

##### □ 浆价回落或在 Q2 后逐步体现在报表端, 看好 23 年利润弹性

**毛利率:** 22A 公司毛利率同比-3.96pct 至 31.96%, 22Q4 单季毛利率同比-0.92pct 至 30.57%。受浆价持续高位运行影响, 22 年公司毛利率承压。23Q1 公司毛利率同比-5.35pct 至 27.46%。毛利率同比下滑较多原因主要为: (1) 库存影响 23Q1 实际用浆成本仍在高位; (2) 消费复苏公司适度调整促销力度。截至 23 年 4 月 14 日, 针叶浆/阔叶浆外盘报价分别为 911/710 美元/吨, 较年初已分别-24/-132 美元/吨, 后续随着 Arauco 及 UPM 产能供应市场, 浆价有望进一步下滑。我们预计低价浆或于 23Q2 后逐步体现在报表端, 带动公司盈利能力快速修复。

**净利率:** 22A 公司净利率同比-2.27pct 至 4.07%, 22Q4 单季净利率同比-0.32pct 至 3.04%。高浆价下公司为稳固盈利能力适度缩减营销力度, 致使 22A 期间费用率同比-0.92pct 至 26.75%, 其中销售/管理+研发/财务费用率分别同比-1.30/+0.68/-0.29pct 至 20.41%/6.72%/-0.37%。23Q1 公司单季净利率 4.33%, 同比-2.75pct, 环比+1.28pct。净利率环比提升原因主要为销售费用投放效率提高及公司持续通过数字化赋能等手段优化内部管理效率。看好 23 年在毛利率随成本回落改善及效率持续优化下, 净利率进一步提高。

**现金流&运营效率:** 22A 公司实现经营现金流净额 3.92 亿元, 同比-70.32%, 收现比同比+2.12pct 至 100.77%。经营现金流下滑较多原因主要为高原材料成本压力下公司支付采购金额同比大幅提升。运营效率方面, 22A 公司应收账款周转天数为 47.51 天 (同比+3.66 天), 存货周转天数 104.31 天 (同比+8.26 天)。

##### □ 管理团队更迭完毕, 看好公司份额进一步提升

公司于 22Q4 发布股权激励计划草案, 标志着公司管理团队更迭告一段落, 内部管理得到理顺。洁柔新管理团队均在公司拥有多年从业经验, 对行业理解深刻且

#### 投资评级: 买入(维持)

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

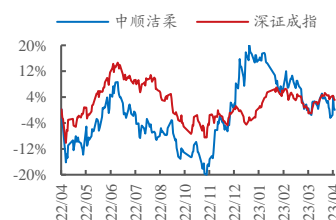
分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 11.70
总市值(百万元)	15,625.62
总股本(百万股)	1,335.52

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《22Q4 净利率触底回升, 看好 23 年盈利弹性》2023.03.01
- 《股权激励绑定新管理团队, 生活纸龙头注入新活力——中顺洁柔点评报告》2022.12.22
- 《Q2 收入增速提速, 业绩弹性值得期待——中顺洁柔点评报告》2022.09.01

对公司文化高度认同，看好公司新管理团队为公司战略及经营管理注入活力。公司持续推动品牌升级及高毛利品类布局，持续发力棉柔巾、湿厕纸、湿巾、卫生巾、厨房用纸等新品类。看好23年公司市场份额在内部管理理顺、品牌持续升级、产品和渠道结构不断优化等因素影响进一步提升。

#### □ 盈利预测与估值

公司为生活用纸龙头，内部管理得到理顺，品牌及产品端持续优化升级，且盈利弹性有望随中期浆价回落及提价和渠道优化释放，持续看好公司长期价值。我们预计2023-2025年公司预计实现营业收入99.42、112.21、124.24亿元，同比+16.01%、+12.87%、+10.72%；归母净利润6.73、8.19、9.35亿元，同比+92.24%、+21.72%、+14.21%，对应PE分别为23X、19X、17X，维持“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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,570	9,942	11,221	12,424
(+/-) (%)	-6.34%	16.01%	12.87%	10.72%
归母净利润	350	673	819	935
(+/-) (%)	-39.77%	92.24%	21.72%	14.21%
每股收益(元)	0.26	0.50	0.61	0.70
P/E	44.68	23.24	19.09	16.72

资料来源：浙商证券研究所

图1: 中顺洁柔收入拆分

单位: 百万元	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022
<b>主营业务收入</b>	3616.20	4207.33	4247.64	4902.23	9149.87	4367.62	4202.07	8569.69
<b>YOY</b>	13.99%	21.51%	17.46%	16.52%	16.95%	2.82%	-14.28%	-6.34%
<b>分产品</b>								
<b>成品</b>								
营业收入	<b>3595.01</b>	<b>3990.44</b>	<b>4116.08</b>	<b>4597.03</b>	<b>8713.11</b>	<b>4268.65</b>	<b>4094.10</b>	<b>8362.75</b>
占比	99.41%	94.84%	96.90%	93.77%	95.23%	97.73%	97.43%	97.59%
<b>YOY</b>	15.85%	16.39%	14.49%	15.20%	14.87%	3.71%	-10.94%	-4.02%
毛利率	46.77%	38.51%	40.31%	34.21%	37.09%	33.45%	31.59%	32.54%
<b>半成品</b>								
营业收入	<b>5.69</b>	<b>8.77</b>	<b>7.10</b>	<b>15.06</b>	<b>22.16</b>	<b>25.22</b>	<b>12.94</b>	<b>38.16</b>
占比	0.16%	0.21%	0.17%	0.31%	0.24%	0.58%	0.31%	0.44%
<b>YOY</b>	-61.32%	-55.05%	24.71%	71.77%	53.25%	255.41%	-14.13%	72.15%
毛利率	16.27%	14.51%	-	-	10.88%	13.56%	-	-
<b>其他</b>								
营业收入	<b>15.50</b>	<b>208.12</b>	<b>124.46</b>	<b>290.14</b>	<b>414.60</b>	<b>73.75</b>	<b>95.04</b>	<b>168.79</b>
占比	0.43%	4.95%	2.93%	5.92%	4.53%	1.69%	2.26%	1.97%
<b>YOY</b>	-71.62%	1331.36%	702.99%	39.41%	85.40%	-40.75%	-67.24%	-59.29%
毛利率	14.88%	4.70%	19.91%	9.61%	12.70%	9.67%	-	-
<b>分行业</b>								
<b>生活用纸</b>								
营业收入	<b>3533.49</b>	<b>3966.42</b>	<b>4082.88</b>	<b>4575.43</b>	<b>8658.31</b>	<b>4265.94</b>	<b>4084.26</b>	<b>8350.20</b>
占比	97.71%	94.27%	96.12%	93.33%	94.63%	97.67%	97.20%	97.44%
<b>YOY</b>	13.35%	15.13%	15.55%	15.35%	15.45%	4.48%	-10.73%	-3.56%
毛利率	46.19%	38.46%	40.26%	34.07%	36.99%	33.24%	31.38%	32.33%
<b>个人护理</b>								
营业收入	<b>67.21</b>	<b>32.79</b>	<b>40.30</b>	<b>41.30</b>	<b>76.97</b>	<b>27.93</b>	<b>22.77</b>	<b>50.70</b>
占比	1.86%	0.78%	0.95%	0.84%	0.84%	0.64%	0.54%	0.59%
<b>YOY</b>	15902.38%	1071.07%	-40.05%	25.94%	-23.03%	-30.69%	-44.85%	-34.12%
毛利率	75.18%	38.92%	-	-	40.75%	47.12%	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,699	5,820	7,619	9,100
现金	1,325	2,173	3,177	4,378
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,096	1,423	1,442	1,743
其它应收款	17	12	23	16
预付账款	15	28	30	32
存货	1,912	1,733	2,331	2,176
其他	335	452	616	756
<b>非流动资产</b>	3,636	3,589	3,523	3,417
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,014	2,971	2,908	2,799
无形资产	214	237	263	292
在建工程	143	121	90	68
其他	266	259	262	258
<b>资产总计</b>	8,335	9,409	11,142	12,517
<b>流动负债</b>	3,008	3,411	4,328	4,769
短期借款	608	761	1,231	1,526
应付款项	1,289	1,293	1,618	1,614
预收账款	0	0	0	0
其他	1,111	1,357	1,478	1,630
<b>非流动负债</b>	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0
其他	146	146	146	146
<b>负债合计</b>	3,154	3,558	4,474	4,916
少数股东权益	3	1	(0)	(3)
归属母公司股东权益	5,178	5,850	6,669	7,604
<b>负债和股东权益</b>	8,335	9,409	11,142	12,517

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	392	1,086	954	1,312
净利润	349	672	817	933
折旧摊销	420	435	463	484
财务费用	37	17	25	34
投资损失	1	(0)	0	0
营运资金变动	(405)	(44)	(372)	(153)
其它	(9)	7	21	14
<b>投资活动现金流</b>	(475)	(374)	(394)	(372)
资本支出	(315)	(363)	(374)	(357)
长期投资	0	(19)	(19)	(19)
其他	(160)	8	(2)	4
<b>筹资活动现金流</b>	504	135	445	261
短期借款	608	154	469	295
长期借款	0	0	0	0
其他	(104)	(18)	(25)	(34)
<b>现金净增加额</b>	451	848	1,004	1,201

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,570	9,942	11,221	12,424
营业成本	5,831	6,492	7,270	8,022
营业税金及附加	55	68	76	83
营业费用	1,749	2,009	2,269	2,518
管理费用	372	425	457	507
研发费用	204	207	245	283
财务费用	(32)	(23)	(40)	(61)
资产减值损失	(20)	(14)	(18)	(13)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	0	(0)	(0)
其他经营收益	27	31	34	38
<b>营业利润</b>	401	777	959	1,095
营业外收支	9	11	0	0
<b>利润总额</b>	409	788	959	1,095
所得税	61	117	142	162
<b>净利润</b>	349	672	817	933
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	350	673	819	935
EBITDA	800	1,211	1,407	1,534
EPS (最新摊薄)	0.26	0.50	0.61	0.70

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.34%	16.01%	12.87%	10.72%
营业利润	-40.72%	93.99%	23.40%	14.19%
归属母公司净利润	-39.77%	92.24%	21.72%	14.21%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.96%	34.70%	35.21%	35.43%
净利率	4.08%	6.77%	7.30%	7.53%
ROE	6.76%	11.50%	12.28%	12.30%
ROIC	5.59%	9.99%	10.16%	9.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.84%	37.81%	40.15%	39.27%
净负债比率	60.89%	60.81%	67.09%	64.67%
流动比率	1.56	1.71	1.76	1.91
速动比率	0.81	1.06	1.07	1.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.08	1.12	1.09	1.05
应收账款周转率	7.58	7.93	7.87	7.83
应付账款周转率	6.56	6.86	6.84	6.80
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.26	0.50	0.61	0.70
每股经营现金	0.29	0.81	0.71	0.98
每股净资产	3.87	4.38	4.99	5.69
<b>估值比率</b>				
P/E	44.68	23.24	19.09	16.72
P/B	3.02	2.67	2.34	2.06
EV/EBITDA	21.70	11.75	9.74	8.34

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>