

中顺洁柔 (002511.SZ)

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 11.71 元

Q1 收入稳增, 成本压力缓解利润弹性释放可期

事件: 公司发布 2022 年度及 2023 年 Q1 报告, 2022 年公司实现营业总收入 86.7 亿元, 同比下降 6.34%, 实现归母净利润 3.5 亿元, 同比减少 39.77%; 其中, 单 Q4 公司实现营业总收入 24.56 亿元, 同比减少 14.58%, 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比减少 21.94%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 20.61 亿元, 同比增加 9.35%, 实现归母净利润 0.89 亿元, 同比减少 32.93%。

- 产品结构不断优化, 生活用纸主业 23Q1 恢复良性增长。分行业看, 公司 22 年生活用纸行业实现营收 83.5 亿元, 同比下降 4%, 占总收入比例 97% 左右, 个人护理用品行业实现营收 0.5 亿元, 同比下降 34%。公司一方面继续提升高端高毛利产品收入占比, 锦鲤、油画等系预计增速亮眼, 另一方面进一步明确副品牌“太阳”定位, 通过优选原材料, 极致性价比, 主打年轻化和下沉市场, 有望进一步提升公司下沉市场份额。
- KA 渠道短暂承压, 新兴渠道高增趋势持续可期。分销售模式看, 公司 22 年传统销售模式和非传统销售模式实现营收 41/43 亿元, 分别同比下降 7%/0.49%, 传统渠道下滑较多预计主因公司进行渠道结构优化, 调整部分低效渠道和市场, 主动收缩有回款风险的 KA 渠道, Q1 预计仍有压力, 非传统渠道略微下滑预计与公司成本压力下提价导致价格敏感型渠道短暂承压, 预计 23Q1 已迎来明显改善。
- 原材料价格上涨致公司盈利承压, 23 年成本压力释放下利润弹性可期。公司 22 年毛利率 32.0%, 同比下降 4pcts, 22 年 Q4 毛利率 30.6%, 23 年 Q1 毛利率为 27.5%, 同比下降 5pcts, 环比亦有所下滑, 预计与消耗高价原材料存货有关。公司控费效果良好, 22 年全年销售/管理/研发费用率分别为 20.4%/4.3%/2.4%, 22 年及 23Q1 销售费用率均同比下降 1pcts。综上所述, 公司 22 年和 23 年 Q1 分别实现归母净利率 3.0%/4.3%, 环比保持改善趋势, 成本压力高点 Q1 已过, 根据当前成本走势测算, 后续利润率有望保持逐季改善趋势。
- 盈利预测及投资建议: 我们预计公司 23-25 年实现归母净利润 6.75/9.19/9.92 亿元, 同比增长 93%/36%/8%, 21 日股价对应 23 年 PE 为 23X, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、需求不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9150	8570	10027	11036	12140
同比增长	17%	-6%	17%	10%	10%
营业利润(百万元)	676	401	782	1059	1148
同比增长	-39%	-41%	95%	35%	8%
归母净利润(百万元)	581	350	675	919	992
同比增长	-36%	-40%	93%	36%	8%
每股收益(元)	0.43	0.26	0.51	0.69	0.74
PE	26.9	44.7	23.2	17.0	15.8
PB	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2

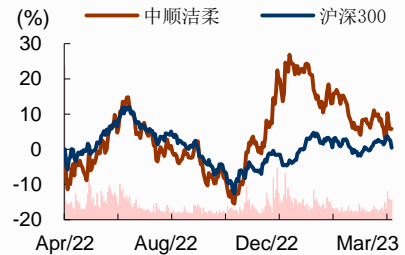
资料来源: 公司数据、招商证券

基础数据

总股本(万股)	133645
已上市流通股(万股)	129755
总市值(亿元)	156
流通市值(亿元)	152
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	38.8%
主要股东	广东中顺纸业集团有限公司
主要股东持股比例	28.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	15	2
相对表现	-4	5	1



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中顺洁柔 (002511) —Q4 盈利能力修复, 23 年成本压力缓解业绩高增可期》2023-03-01
- 2、《中顺洁柔 (002511) 一股权激励激发新管理层活力, 浆价现拐点利润修复可期》2022-12-26
- 3、《中顺洁柔 (002511) —Q3 提价及结构调整致收入承压, 看好中长期发展优势》2022-10-29

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3752	4699	4924	5920	6976
现金	875	1325	1309	2040	2636
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	11	8	10	11
应收款项	1178	1084	1266	1387	1525
其它应收款	12	17	18	20	22
存货	1468	1912	1999	2093	2365
其他	217	350	324	371	417
非流动资产	3771	3636	3537	3348	3183
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3129	3014	2936	2769	2623
无形资产商誉	169	214	193	174	156
其他	473	408	407	405	403
资产总计	7523	8335	8461	9268	10159
流动负债	2460	3008	2534	2629	2810
短期借款	0	608	0	0	0
应付账款	1164	1289	1394	1490	1651
预收账款	164	97	133	132	150
其他	1131	1015	1006	1007	1009
长期负债	157	146	155	153	152
长期借款	0	0	0	0	0
其他	157	146	155	153	152
负债合计	2616	3154	2689	2782	2961
股本	1312	1315	1315	1315	1315
资本公积金	218	269	269	269	269
留存收益	3373	3594	4188	4905	5620
少数股东权益	3	3	0	(3)	(7)
归属于母公司所有者权益	4904	5178	5772	6489	7204
负债及权益合计	7523	8335	8461	9268	10159

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1320	392	958	1095	1028
净利润	581	349	673	916	988
折旧摊销	364	405	401	389	366
财务费用	7	37	8	(13)	(19)
投资收益	(0)	1	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	425	(371)	(102)	(171)	(283)
其它	(57)	(29)	4	2	3
投资活动现金流	(647)	(475)	(275)	(173)	(173)
资本支出	(636)	(325)	(300)	(200)	(200)
其他投资	(11)	(149)	25	27	27
筹资活动现金流	(919)	504	(698)	(192)	(259)
借款变动	(199)	561	(618)	0	0
普通股增加	1	2	0	0	0
资本公积增加	(592)	51	0	0	0
股利分配	(131)	(131)	(82)	(203)	(276)
其他	2	21	1	11	17
现金净增加额	(247)	421	(16)	731	596

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9150	8570	10027	11036	12140
营业成本	5863	5831	6528	6898	7672
营业税金及附加	66	55	65	71	78
营业费用	1987	1749	2056	2373	2549
管理费用	341	372	351	386	425
研发费用	212	204	239	263	289
财务费用	(7)	(32)	8	(13)	(19)
资产减值损失	(38)	(16)	(26)	(27)	(23)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	27	27	27	27
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	676	401	782	1059	1148
营业外收入	4	17	17	17	17
营业外支出	12	8	8	8	8
利润总额	667	409	790	1068	1157
所得税	86	61	118	152	169
少数股东损益	(0)	(1)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	581	350	675	919	992

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	17%	-6%	17%	10%	10%
营业利润	-39%	-41%	95%	35%	8%
归母净利润	-36%	-40%	93%	36%	8%
获利能力					
毛利率	35.9%	32.0%	34.9%	37.5%	36.8%
净利率	6.4%	4.1%	6.7%	8.3%	8.2%
ROE	11.7%	6.9%	12.3%	15.0%	14.5%
ROIC	11.5%	5.9%	11.6%	14.6%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	37.8%	31.8%	30.0%	29.2%
净负债比率	0.1%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	1.9	2.3	2.5
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	3.7	3.5	3.3	3.4	3.4
应收账款周转率	8.2	7.5	8.5	8.3	8.3
应付账款周转率	5.4	4.8	4.9	4.8	4.9
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.26	0.51	0.69	0.74
每股经营净现金	0.99	0.29	0.72	0.82	0.77
每股净资产	3.67	3.87	4.32	4.86	5.39
每股股利	0.10	0.06	0.15	0.21	0.22
估值比率					
PE	26.9	44.7	23.2	17.0	15.8
PB	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.0	22.9	14.5	12.0	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。