

成本上涨业绩短期承压 Q2 收入亮眼

——中顺洁柔 (002511.SZ)

美容护理/个护用品


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

近期,公司发布 2022 年半年度报告。公司 2022 年 H1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比变动+2.82%/-44.09%/-44.72%。公司 2022Q2 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比变动+15.70%/-30.88%/-28.79%。业绩承压主要原因系原材料价格上涨、国内疫情导致部分地区物流不畅所致。

产品端: 原材料价格上涨, 生活用纸毛利率承压。

- 分产品看, 2022 年 H1 公司生活用纸营收 40.83 亿元, 同比增加 4.48%, 营收占比 97.67%, 同比增长 1.55pct; 个人护理产品营收 0.28 亿元, 同比减少 30.69%, 营收占比 0.64%, 同比下降 0.31pct。
- 2022 年 H1, 生活用纸、个人护理产品营业成本分别同比变动+16.77%/-37.44%, 生活用纸成本上涨主要系原材料价格上涨。生活用纸、个人护理产品毛利率分别同比变动-7.02pct/+5.67pct 至 33.24%/47.12%。

渠道端: 传统模式与非传统模式销售额占比持平, 境内外结构不变。

- 2022H1 公司传统模式、非传统模式销售额占比基本持平, 分别为 49.75%、48.56%。二者分别创造营收 21.73、21.21 亿元。
- 2022H1 境内外销售额占比与 2021H1 持平, 境内外营收分别同比增长 2.89%、0.09%。

22Q2 营收较快增长, 成本上升+净利润下降

- 2022Q2 公司营收 18.84 亿元, 同比增长 15.70%, 环比增长 31.79%。主要系公司 Q2 调整渠道策略, 开展大促活动, 电商渠道销售业绩表现亮眼。由于 22Q2 营业成本同比上涨 19.63%, 归母净利润下降 30.88%。

以高端、高毛利品类为发展核心, 稳步提升销售份额。

- 公司将持续优化产品结构, 提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的销售占比, 加大油画、Face、Lotion 等高端、高毛利产品终端推广, 精准的品牌营销策略结合多渠道销售布局, 提升高端、高毛利产品铺货与渗透力, 驱动高端、高毛利产品销售份额持续增长, 稳步提升产品毛利率与盈利能力。
- 投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 103.76 亿元、117.66 亿元、132.19 亿元, 归母净利润为 5.67 亿元、6.84 亿元、8.03 亿元, 对应 PE 为 25.24X、20.94X、17.84X。维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险, 汇率波动风险, 产业政策风险, 疫情风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,823.53	9,149.87	10,375.95	11,766.33	13,219.47
增长率 (%)	17.91%	16.95%	13.40%	13.40%	12.35%
归母净利润 (百万元)	905.89	581.10	567.43	684.18	802.82
增长率 (%)	50.02%	-35.85%	-2.35%	20.57%	17.34%
净资产收益率 (%)	17.97%	11.85%	9.29%	10.23%	10.89%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.43	0.52	0.61
PE	15.59	24.24	25.24	20.94	17.84
PB	2.84	2.92	2.34	2.14	1.94

资料来源: wind, 申港证券研究所

评级

买入 (首次)

2022 年 09 月 01 日

孔天祯

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030001

18624107608

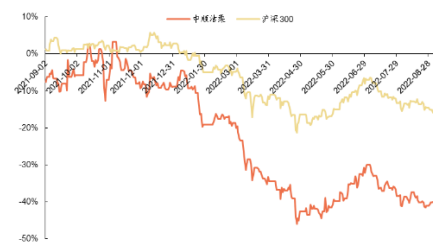
kongtianyi@shgsec.com

交易数据

时间 2022.09.01

总市值/流通市值 (亿元)	143/141
总股本 (亿股)	13.14
资产负债率 (%)	35.83
每股净资产 (元)	3.83
收盘价 (元)	10.91
一年内最低价/最高价 (元)	9.53/19.48

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 《中顺洁柔 (002511.SZ): 原材料价格上涨, 毛利率承压》2022-05-05
- 《中顺洁柔 (002511.SZ): 纸中贵族, 洁柔不“柔”》2021-12-02

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7824	9150	10376	11766	13219	流动资产合计	4040	3752	5154	6127	7210
营业成本	4591	5863	6839	7718	8630	货币资金	1125	875	2246	3209	4041
营业税金及附加	56	66	74	84	95	应收账款	1051	1178	1251	1289	1376
营业费用	1545	1987	2253	2543	2857	其他应收款	16	12	14	16	18
管理费用	365	341	387	439	493	预付款项	27	37	55	62	69
研发费用	190	212	240	273	306	存货	1661	1468	1312	1269	1419
财务费用	-18	-7	-10	-12	-13	其他流动资产	102	124	148	150	151
资产减值损失	-16	-28	-32	-36	-40	非流动资产合计	3439	3771	3555	3249	2946
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	2	2	2	固定资产	2793	3129	2834	2534	2231
营业利润	1104	676	664	796	933	无形资产	169	168	152	136	123
营业外收入	5	4	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	21	12	16	14	15	其他非流动资产	28	92	208	235	264
利润总额	1088	667	652	786	922	资产总计	7478	7523	8709	9375	10156
所得税	183	86	84	102	119	流动负债合计	2285	2460	2441	2526	2624
净利润	906	581	567	684	803	短期借款	143	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	762	829	824	930	1040
归属母公司净利润	906	581	567	684	803	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1553	1182	985	1116	1251	一年内到期的非流动负债	0	9	14	14	14
EPS (元)	0.70	0.45	0.43	0.52	0.61	非流动负债合计	151	157	157	157	157
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	2436	2616	2598	2682	2780
营业收入增长	17.91%	16.95%	13.40%	13.40%	12.35%	少数股东权益	0	3	3	3	3
营业利润增长	53.43%	-38.79%	-1.79%	19.93%	17.24%	实收资本（或股本）	1311	1312	1313	1313	1313
归属于母公司净利润增长	50.02%	-35.85%	-2.35%	20.57%	17.34%	资本公积	907	941	941	941	941
获利能力						未分配利润	2859	3266	3703	4231	4851
毛利率(%)	41.32%	35.92%	34.09%	34.41%	34.72%	归属母公司股东权益合计	5042	4904	6109	6690	7372
净利率(%)	11.58%	6.35%	5.47%	5.81%	6.07%	负债和所有者权益	7478	7523	8709	9375	10156
总资产净利润(%)	12.11%	7.72%	6.52%	7.30%	7.91%	现金流量表					
ROE(%)	17.97%	11.85%	9.29%	10.23%	10.89%	单位:百万元					
						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
偿债能力						经营活动现金流	828	1320	746	1042	926
资产负债率(%)	33%	35%	30%	29%	27%	净利润	906	581	567	684	803
流动比率	1.77	1.53	2.11	2.43	2.75	折旧摊销	304	352	332	332	331
速动比率	1.04	0.93	1.57	1.92	2.21	财务费用	-18	-7	-10	-12	-13
营运能力						应付账款减少	-244	-126	-73	-39	-87
总资产周转率	1.16	1.22	1.28	1.30	1.35	预收账款增加	-142	0	0	0	0
应收账款周转率	8	8	9	9	10	投资活动现金流	-382	-647	-27	11	13
应付账款周转率	11.68	11.50	12.55	13.41	13.42	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.45	0.43	0.52	0.61	投资收益	4	0	2	2	2
每股净现金流(最新摊薄)	0.29	-0.19	1.04	0.73	0.63	筹资活动现金流	-69	-919	653	-91	-107
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.74	4.65	5.10	5.62	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-23	0	0	0	0
P/E	15.59	24.24	25.24	20.94	17.84	普通股增加	3	1	0	0	0
P/B	2.84	2.92	2.34	2.14	1.94	资本公积增加	146	34	0	0	0
EV/EBITDA	8.58	11.38	12.27	9.97	8.23	现金净增加额	377	-247	1371	963	832

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师介绍

孔天祚, 上海财经大学学士, 美国东北大学硕士, 曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验, 善于挖掘消费行业投资机会, 2021 年加入申港证券, 现任轻工纺织行业分析师。

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独立研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处, 不受任何第三方的影响和授意。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, 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。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

申港证券股份有限公司 (简称“本公司”) 是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性和完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正, 但报告中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断, 本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动, 在不同时期, 申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有, 未经事先许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用, 需注明出处为申港证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系: 增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系: 买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上