

中顺洁柔(002511)

回购彰显信心, 周期性趋弱, 消费属性强化

——中顺洁柔点评报告

✍ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008  
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ☎ 联系人: 傅嘉成、姜文疆  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司拟回购 1.8 亿元-3.6 亿元, 回购价格不超过 31.515 元/股, 回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划。公司第二期员工持股计划已经出售完毕并终止、激励效果显著, 此次重启回购, 彰显公司长期发展信心。

投资要点

木浆备货锁定成本、盈利确定性强, 周期性趋弱

2020 年 7 月起, 木浆下游需求逐步恢复、汇率&汇率提升, 针叶、阔叶浆价格自 574、469 美元/吨提升至 670、521 美元/吨, 涨幅分别达 17%、11%。从当前视点来看, 洁柔通过原材料备货+下游价格传导两大措施平滑盈利波动, 周期性趋弱。(1) 从原材料备货来看, 公司规模成长支撑其上游备货能力增强, 目前低价木浆囤货超 12 个月, 基本锁定 21 年成本且可长期平滑。(2) 从下游提振价格来看, 生活纸行业竞争格局分散, 但头部 4 家企业地位相对稳固且已建立一定品牌优势, 洁柔品牌定位中高端(中高端产品占比 75%), 规避中低端市场红海竞争; 此外, 洁柔产品研发能力领先(可湿面巾纸、可抑菌干纸中等热销产品领先推出, 产品迭代能力强), 通过差异化产品、包装提振价格能力较强(2018 年底已验证提价能力)。

原材料提价利好竞争格局优化, 看好洁柔市占率长期向上

根据欧睿数据, 2015-2019 年生活用纸市场规模从 1004 亿元提升至 1344 亿元(CAGR 为 7.6%), 行业充分竞争, 目前龙头 CR4 仅约 30%。由于行业采用成本加成定价, 木浆价格上涨趋势确立情形下原纸出厂价预期走高, 而终端零售价相对稳固, 因此不具备生产能力的中小企业盈利空间持续压缩, 格局优化加速。洁柔重视产品优化, 线下仍有下沉空间(华北、东北等弱势区域发展势头良好), 线上积极拥抱电商、打法成熟(双 11 期间全网累计销售额超 5 亿, 全年电商预期+50%), 因此市占率明显提升(2015-2019 年由 3.5%提至 5.5%, 2020 年疫情下加速提升)。

产品结构优化延续毛利率向上, 品牌、品类矩阵拓宽打开市场空间

产品结构方面, 预期目前公司 Face、Lotion、新棉初白等高毛利产品占比近 75%; 报告期公司产品结构继续调整, 高毛利品类占比继续提升, Lotion、自然木系列占比持续提升(Face、Lotion、自然木毛利率预计约 40%、50%、60%), 此外卫生巾等高毛利个护产品逐渐放量, 产品结构优化仍有空间。品牌、品类矩阵方面, (1) 生活纸: Face、Lotion、自然木覆盖国内低中高端生活纸市场, 19 年 7 月针对中低端市场推出“太阳”白色生活纸品牌, 预期成为公司未来三年增长的重要驱动。(2) 个人护理产品: 公司 19 年进军个人护理品类, 推出朵蕾蜜卫生巾系列, 聘请马思纯作为朵蕾蜜代言人, 市场口碑表现优秀; 20H1 营收 6721 万元, 同比增长 15933.3%, 快速放量, 未来有望通过渠道协同成为新的收入驱动。

盈利预测及估值

公司具备明确竞争优势、成长性确定; 周期性趋弱背景下估值体系有望向消费

评级

买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥ 24.05

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.17  
 2Q/2020 0.21  
 1Q/2020 0.14  
 4Q/2019 0.13



公司简介

生活纸龙头, 渠道布局领先, 多品类协同发展

相关报告

- 1 《【浙商轻工】中顺洁柔三季度业绩预告点评: 20Q3 业绩符合预期, 产品结构&渠道建设升级保障中长期发展》2020.10.11
- 2 《【浙商轻工】中顺洁柔: 20Q2 表现超预期, 品类扩充、电商渠道高增逻辑持续兑现》2020.08.07

报告撰写人: 史凡可、马莉  
 联系人: 傅嘉成、姜文疆

品公司重构。我们预计 20-22 年公司分别实现收入 78.21/ 92.38/ 109.02 亿，同增 17.9%/ 18.1%/ 18.0%；归母净利 9.53/ 11.20/ 13.23 亿，同增 57.8%/ 17.5%/ 18.2%。当前股价对应 PE 为 33.04X/ 28.11X/ 23.79X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

渠道拓展不及预期、品类拓展不及预期、原材料价格持续上升

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	6634.91	7820.82	9238.45	10902.00
(+/-)	16.84%	17.87%	18.13%	18.01%
净利润	603.84	952.88	1119.69	1323.37
(+/-)	48.37%	57.80%	17.51%	18.19%
每股收益(元)	0.46	0.73	0.86	1.01
P/E	52.13	33.04	28.11	23.79

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2743.99	3940.79	5160.55	6917.96
现金	703.75	1954.45	2689.04	4584.68
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	808.07	999.52	1170.50	1367.45
其它应收款	8.24	11.92	13.33	15.30
预付账款	14.88	48.15	50.49	50.93
存货	986.41	586.00	1022.24	640.16
其他	222.64	340.76	214.94	259.45
<b>非流动资产</b>	3282.29	3388.87	3442.75	3510.50
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2921.39	2993.08	3072.19	3144.39
无形资产	168.73	174.63	187.64	206.75
在建工程	55.73	57.19	12.11	0.00
其他	136.43	163.98	170.81	159.36
<b>资产总计</b>	6026.27	7329.66	8603.30	10428.47
<b>流动负债</b>	1814.38	2107.00	2247.62	2742.68
短期借款	14.72	0.00	0.00	0.00
应付款项	780.87	783.08	923.84	1148.72
预收账款	142.48	117.86	144.73	189.73
其他	876.32	1206.07	1179.05	1404.23
<b>非流动负债</b>	134.88	87.98	101.31	108.06
长期借款	22.50	22.50	22.50	22.50
其他	112.38	65.48	78.81	85.56
<b>负债合计</b>	1949.27	2194.99	2348.93	2850.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	4077.00	5134.68	6254.37	7577.73
<b>负债和股东权益</b>	6026.27	7329.66	8603.30	10428.47
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1360.37	1205.51	1269.65	2315.82
净利润	603.84	952.88	1119.69	1323.37
折旧摊销	262.57	195.49	211.57	228.76
财务费用	21.48	62.57	73.91	87.22
投资损失	(0.33)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
营运资金变动	430.64	(388.74)	273.12	246.78
其它	42.19	383.64	(408.30)	430.04
<b>投资活动现金流</b>	(728.57)	(274.23)	(258.06)	(295.00)
资本支出	(307.86)	(263.93)	(240.73)	(270.84)
长期投资	(0.62)	(0.03)	0.23	(0.14)
其他	(420.09)	(10.27)	(17.55)	(24.02)
<b>筹资活动现金流</b>	(327.62)	345.52	(246.90)	(77.89)
短期借款	(332.45)	(14.72)	0.00	0.00
长期借款	(52.10)	0.00	0.00	0.00
其他	56.94	360.24	(246.90)	(77.89)
<b>现金净增加额</b>	304.19	1276.80	764.70	1942.94

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6634.91	7820.82	9238.45	10902.00
营业成本	4005.42	4324.11	5226.78	6234.01
营业税金及附加	42.82	50.47	59.62	70.35
营业费用	1369.55	1639.44	1851.39	2112.97
管理费用	470.89	573.93	643.93	776.76
研发费用	176.37	195.52	230.96	272.55
财务费用	21.48	62.57	73.91	87.22
资产减值损失	21.83	26.10	30.11	34.52
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.33	0.33	0.33	0.33
其他经营收益	16.21	13.34	12.27	13.94
<b>营业利润</b>	719.47	1157.89	1365.31	1600.44
营业外收支	1.53	2.60	2.44	2.19
<b>利润总额</b>	721.00	1160.49	1367.76	1602.64
所得税	117.17	207.61	248.07	279.27
<b>净利润</b>	603.84	952.88	1119.69	1323.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	603.84	952.88	1119.69	1323.37
<b>EBITDA</b>	993.52	1355.98	1579.33	1831.40
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.46	0.73	0.86	1.01
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.84%	17.87%	18.13%	18.01%
营业利润	43.06%	60.94%	17.91%	17.22%
归属母公司净利润	48.37%	57.80%	17.51%	18.19%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.63%	44.71%	43.42%	42.82%
净利率	9.10%	12.18%	12.12%	12.14%
ROE	16.35%	20.69%	19.66%	19.13%
ROIC	14.76%	17.35%	17.36%	17.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.35%	29.95%	27.30%	27.34%
净负债比率	3.57%	16.35%	8.28%	7.11%
流动比率	1.51	1.87	2.30	2.52
速动比率	0.97	1.59	1.84	2.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.19	1.17	1.16	1.15
应收帐款周转率	8.58	8.69	8.56	8.62
应付帐款周转率	7.37	6.85	7.22	7.35
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.73	0.86	1.01
每股经营现金	1.04	0.92	0.97	1.77
每股净资产	3.11	3.92	4.78	5.79
<b>估值比率</b>				
P/E	53.24	33.74	28.71	24.29
P/B	7.88	6.26	5.14	4.24
EV/EBITDA	16.04	22.53	18.77	15.16

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>