

## 中顺洁柔 (002511.SZ) 买入 (维持评级)

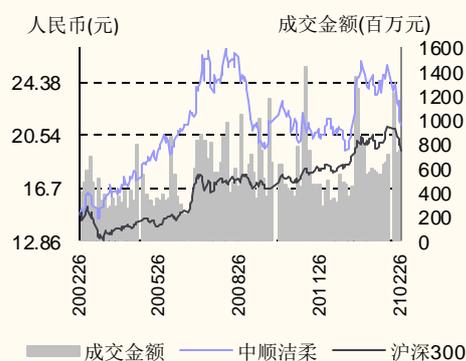
公司点评

市场价格 (人民币): 21.33 元

## 4Q 业绩提速, 中长期成长动力充沛

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.12
已上市流通 A 股(亿股)	12.78
总市值(亿元)	279.79
年内股价最高最低(元)	26.88/14.47
沪深 300 指数	5337
中小板综	12778



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,850	9,190	10,675
营业收入增长率	22.43%	16.84%	18.31%	17.07%	16.16%
归母净利润(百万元)	407	604	905	1,161	1,398
归母净利润增长率	16.60%	48.36%	49.82%	28.39%	20.32%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.46	0.69	0.89	1.07
每股经营性现金流净额	0.34	1.01	0.77	1.09	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	14.81%	19.70%	21.96%	22.81%
P/E	26.94	27.44	30.25	23.57	19.59
P/B	3.31	4.06	5.96	5.18	4.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2020 年业绩快报: 全年实现营收 78.5 亿元, 同比+18.3%; 归母净利润 9.05 亿元, 同比+49.8%; 其中 4Q 营收 22.95 亿元, 同比+26.43%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比+40.32%, 净利率 10.15%, 环比-1.14pct, 同比+1.01pct。

## 经营分析

- **4Q 营收同比+26.4%, 电商表现持续亮眼。**4Q 增速环比+8.7pct, 4Q/1 月公司在阿里全网销售额同比+30.3%/+41.6%, 同时公司积极开拓社区零售等新零售渠道, 加速华北、东北地区渠道推进。12 月湖北 20 万吨高档生活用纸项目第一期工程完成, 2021 年有望加速公司在华中市场的开拓。产品方面, 不断开发高端新品投入市场优化产品结构, 提升高毛利产品占比。
- **浆价走势已经出现趋势性扭转, 龙头企业竞争优势凸显。**受全球经济复苏预期、国际海运运费上扬以及浆厂迫切改善盈利的刺激, 近期浆价连续上涨。当前阔叶浆/针叶浆均价 5830/7197 元/吨, 较 11 月底拉涨 2293/2425 元/吨, 我们预计 1Q-3Q2021 年, 浆价有望保持升势或呈现高位震荡的局面, 但随着 4Q 巴西和智利合计 410 万吨阔叶浆产能释放, 浆价大概率将呈现回落的走势。公司对低价木浆进行了充足的战略备库, 本轮浆价猛烈上涨的过程中, 公司的基本面将受益。
- **行业竞争格局将改善, 预计公司将在 3 月调价。**在浆价猛烈上行的过程中, 小型生活用纸企业将面临成本急剧上升, 但品牌缺乏溢价的窘境, 行业竞争格局将朝着有利于龙头企业的方面出现改善。同时, 随着全行业成本的上涨, 我们预计 3 月公司有望提价。
- **电商强发力+个护布局, 中长期依然具备不俗的成长空间。**最近三年公司的电商团队成长迅速, 线上业务规模有望在 2021 年超越金红叶, 跃居行业第三。鉴于 1Q2020 年基数较低, 我们预计今年一季度电商业务有望增长超过 40%。从品牌和品类角度看, 太阳今年已经入局, 卫生巾、纸尿裤和棉柔巾等精品个护产品也将逐渐崭露头角, 为公司中长期的成长打开新的空间。

## 盈利调整和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 0.69、0.89 和 1.07 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30、24、20 倍, 考虑到公司优秀的成长性以及逐渐在个护领域厉兵秣马, 近期公司股价回调, 我们认为当前估值水平较低, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 木浆价格大幅上涨的风险; 销售费用率控制不力的风险; 新产品销售低于预期的风险; 过去 6 个月内公司高管戴振吉、岳勇、周启超进行过股票减持。

## 相关报告

- 1.《回购展现自信, 竞争力是底气所在-中顺洁柔点评》, 2021.1.6
- 2.《3Q 业绩持续靓丽, 维持“买入”评级-中顺洁柔-三季报点评》, 2020.10.29
- 3.《上调盈利预测, 维持“买入”评级-中顺洁柔-中报点评》, 2020.8.7
- 4.《一季报大超预期, 维持“买入”评级-一季报大超预期, 维持“买入...》, 2020.4.30

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,638	5,679	6,635	7,850	9,190	10,675
增长率		22.4%	16.8%	18.3%	17.1%	16.2%
主营业务成本	-3,019	-3,744	-4,005	-4,210	-5,004	-5,729
%销售收入	65.1%	65.9%	60.4%	53.6%	54.4%	53.7%
毛利	1,620	1,934	2,629	3,640	4,186	4,946
%销售收入	34.9%	34.1%	39.6%	46.4%	45.6%	46.3%
营业税金及附加	-39	-38	-43	-44	-55	-64
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-886	-1,013	-1,370	-1,915	-2,086	-2,455
%销售收入	19.1%	17.8%	20.6%	24.4%	22.7%	23.0%
管理费用	-249	-202	-295	-393	-423	-491
%销售收入	5.4%	3.6%	4.4%	5.0%	4.6%	4.6%
研发费用	0	-108	-176	-196	-248	-278
%销售收入	0.0%	1.9%	2.7%	2.5%	2.7%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	446	574	746	1,092	1,374	1,658
%销售收入	9.6%	10.1%	11.2%	13.9%	15.0%	15.5%
财务费用	-47	-56	-21	-1	-3	-5
%销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	-27	19	-9	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	0	3	3	3
%税前利润	1.4%	2.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	414	503	719	1,100	1,387	1,670
营业利润率	8.9%	8.9%	10.8%	14.0%	15.1%	15.6%
营业外收支	7	8	2	-9	4	4
税前利润	421	510	721	1,091	1,391	1,674
利润率	9.1%	9.0%	10.9%	13.9%	15.1%	15.7%
所得税	-72	-103	-117	-186	-230	-276
所得税率	17.1%	20.3%	16.3%	17.1%	16.5%	16.5%
净利润	349	407	604	905	1,161	1,398
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	349	407	604	905	1,161	1,398
净利率	7.5%	7.2%	9.1%	11.5%	12.6%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	407	604	905	1,161	1,398
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	177	246	244	290	318	353
非经营收益	65	64	22	19	8	-1
营运资金变动	-5	-280	450	-198	-52	-44
经营活动现金净流	585	437	1,319	1,016	1,436	1,706
资本开支	-398	-568	-602	-870	-707	-757
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-584	656	-127	3	3	3
投资活动现金净流	-983	88	-729	-867	-704	-754
股权募资	0	0	105	-28	0	0
债权募资	638	-944	-497	348	-124	-143
其他	-108	-285	65	-373	-480	-565
筹资活动现金净流	531	-1,229	-327	-53	-604	-708
现金净流量	133	-704	264	96	128	244

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,086	415	704	800	927	1,172
应收账款	616	750	816	888	1,039	1,207
存货	547	858	986	992	1,179	1,350
其他流动资产	765	134	238	256	262	268
流动资产	3,014	2,157	2,744	2,935	3,408	3,997
%总资产	52.0%	41.9%	45.5%	43.2%	44.5%	46.1%
长期投资	37	35	36	36	36	36
固定资产	2,519	2,669	2,977	3,502	3,844	4,203
%总资产	43.5%	51.9%	49.4%	51.5%	50.2%	48.5%
无形资产	127	125	182	237	289	340
非流动资产	2,778	2,989	3,282	3,862	4,256	4,666
%总资产	48.0%	58.1%	54.5%	56.8%	55.5%	53.9%
资产总计	5,792	5,146	6,026	6,797	7,664	8,663
短期借款	1,348	494	47	395	271	128
应付款项	1,111	1,088	1,559	1,461	1,713	1,970
其他流动负债	113	119	208	213	254	300
流动负债	2,572	1,702	1,814	2,068	2,238	2,398
长期贷款	150	75	23	23	23	23
其他长期负债	26	59	112	114	114	114
负债	2,748	1,835	1,949	2,205	2,375	2,535
普通股股东权益	3,044	3,311	4,077	4,592	5,289	6,128
其中：股本	757	1,287	1,309	1,311	1,312	1,312
未分配利润	1,162	1,491	2,059	2,602	3,299	4,137
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,792	5,146	6,026	6,797	7,664	8,663

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.461	0.316	0.461	0.690	0.885	1.065
每股净资产	4.019	2.573	3.115	3.502	4.032	4.672
每股经营现金净流	0.773	0.340	1.008	0.775	1.094	1.301
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.276	0.354	0.426
回报率						
净资产收益率	11.47%	12.29%	14.81%	19.70%	21.96%	22.81%
总资产收益率	6.03%	7.91%	10.02%	13.31%	15.16%	16.13%
投入资本收益率	8.14%	11.75%	14.96%	17.96%	20.43%	21.94%
增长率						
主营业务收入增长率	21.76%	22.43%	16.84%	18.31%	17.07%	16.16%
EBIT 增长率	9.53%	28.59%	30.09%	46.36%	25.80%	20.69%
净利润增长率	34.04%	16.60%	48.36%	49.82%	28.39%	20.32%
总资产增长率	28.35%	-11.15%	17.11%	12.79%	12.76%	13.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.8	43.0	42.5	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	58.5	68.5	84.0	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	54.2	53.4	49.5	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	182.7	164.3	160.7	141.7	122.7	107.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13.55%	4.65%	-15.55%	-8.33%	-12.00%	-16.67%
EBIT 利息保障倍数	9.5	10.3	34.7	840.6	404.9	348.4
资产负债率	47.44%	35.65%	32.35%	32.44%	30.99%	29.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	32	36	80
增持	0	0	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.06	1.12	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-15	买入	10.06	N/A
2	2019-08-06	买入	13.14	N/A
3	2019-10-24	买入	13.63	N/A
4	2020-04-30	买入	17.90	23.27~23.27
5	2020-08-07	买入	24.83	29.80~29.80
6	2020-10-29	买入	21.76	N/A
7	2021-01-06	买入	24.05	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402