

中顺洁柔(002511)

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业

证券研究报告

# 收入增长环比提速，低价囤浆保障盈利

——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、姜文镗  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

## 报告导读

公司发布 20 年业绩快报：全年实现营收 78.50 亿元，同比+18.3%；归母净利润 9.05 亿元，同比+49.8%。单季度表现来看，20Q1/20Q2/20Q3/20Q4 公司收入的同比增速分别为 8.46%/19.21%/17.70%/26.45%，20Q4 环比 20Q3 提升 18.36pct；归母净利润的同比增速分别为 48.67%/77.74%/34.41%/40.3%。20Q4 收入增长环比提速，业绩表现符合预期。

## 投资要点

### □ 低价囤浆保障盈利，格局优化利好龙头

2020 年基于产品结构优化、原料成本下降（针叶浆、阔叶浆的平均价格分别较 2019 年下降 8%、22%），公司同期的净利率同比提升 2.43pct 至 11.53%。但是自 2020 年 7 月起，主要原料针叶浆、阔叶浆的价格开始提涨（目前较低点的涨幅分别达到 53%、47%），市场担忧生活纸企业的盈利情况。**我们认为：**1) 公司此前已经加大低价原料备货（20Q3 报表库存 17.58 亿、其中除少量成本库存外均是低价浆、且 20Q4 加大低价浆的备货力度），预期基本能够锁定未来一年的成本。2) 在成本大幅上涨的期间，中小生活纸企由于没有低价原料而备受压力，利润压缩导致格局优化，生活纸龙头从中受益。考虑后续行业存有涨价动力，我们判断龙头纸企的净利率能够维持较好表现。

### □ 产品结构持续优化，太阳贡献中期成长

公司的品牌定位中高端，产品研发及迭代能力市场领先（可湿面巾纸、可抑菌干纸巾等率先推广）。报告期内，公司持续调整产品结构，预期截至年末高毛利产品 Lotion、自然木占比提升至 75%（Lotion、自然木毛利率约 50%、60%），Face 占比 60%+。另公司最近也继续推出油画樱花系列，消费升级趋势下满足消费者追求高颜值心理，彰显公司的品牌定位。中期来看，公司的“太阳”品牌定位大众市场、个护品类进行补足，有效助力持续提高市场份额。

### □ 线下渠道拓展平衡，电商增长预期靓丽

报告期内，公司 KA、GT、AFH、EC、SC、RC 六大渠道同步建设，表现良好。其中（1）**线下：**预期 2020 年 KA 渠道持平、GT 渠道实现高个位数的增长（占比约 40%），其余渠道能够维持双位数增长；公司过去线下渠道下沉通畅但仍存在不平衡，华南、西南和西北区域表现强势，近年华东区域明显改善，而华北、东北区域趋势向上。（2）**线上：**疫情期间加速拓展线上渠道，保持靓丽表现；报告期内预期公司电商收入增速能够达到 50%，收入占比达到 35%。

### □ 产品渠道保持领先，看好市占率长期提升

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%），对应产业的 CR4 仅有 30%，龙头市场份额有较大的向上空间。公司重视产品结构优化，线下渠道质量优异，线上积极拥抱电商（双 11 期间全网累计销售额超 5 亿），市场份额提升逻辑通顺。产能建设来看，公司 2020 年产销（预期产能利用率达到 95%），2021 年伴随湖北二期项目的 10 万吨落地，2022 年后伴随

## 评级

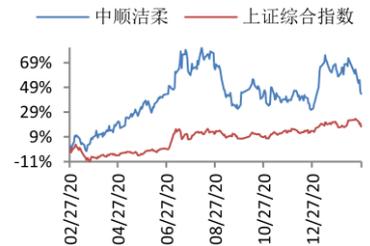
## 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥21.33

## 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

中高端生活纸品牌，产品结构持续优化，渠道拓展顺利

## 相关报告

- 1 《【浙商轻工】中顺洁柔：回购彰显信心，周期性趋弱，消费属性强化 20210106》2021.01.06
- 2 《【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
- 3 《【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、姜文镗

宿迁 40 万吨(个护+生活纸)、四川 30 万吨(竹浆配套、预期 2021 年底开始落地), 公司中期成长得到保障。

#### □ 盈利预测及估值

公司产品、渠道具备明确竞争优势, 周期性趋弱背景下估值体系有望重构。我们预计 20-22 年公司分别实现收入 78.50/92.73/109.43 亿元, 同增 18.3%/18.1%/18.0%; 归母净利 9.05/11.24/13.30 亿元, 同增 49.8%/24.3%/18.3%。当前股价对应 PE 为 30.86X/24.84X/20.99X, 维持“买入”评级。

#### □ 盈利预测及估值

渠道拓展不及预期, 原材料持续提涨

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	6634.91	7850.35	9273.30	10943.12
(+/-)	16.84%	18.32%	18.13%	18.01%
净利润	603.84	904.67	1124.15	1330.13
(+/-)	48.37%	49.82%	24.26%	18.32%
每股收益(元)	0.46	0.69	0.86	1.02
P/E	46.24	30.86	24.84	20.99

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2744	3912	5124	6890	<b>营业收入</b>	6635	7850	9273	10943
现金	704	1892	2671	4523	营业成本	4005	4404	5246	6255
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	43	51	60	71
应收账款	808	1003	1175	1373	营业费用	1370	1646	1858	2121
其它应收款	8	12	13	15	管理费用	471	576	646	780
预付账款	15	49	51	51	研发费用	176	196	232	274
存货	986	615	999	669	财务费用	21	63	74	88
其他	223	341	215	259	资产减值损失	22	26	30	35
<b>非流动资产</b>	3282	3389	3443	3511	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	16	13	12	14
固定资产	2921	2993	3072	3144	<b>营业利润</b>	719	1099	1371	1609
无形资产	169	175	188	207	营业外收支	2	3	2	2
在建工程	56	57	12	0	<b>利润总额</b>	721	1102	1373	1611
其他	136	164	171	159	所得税	117	197	249	281
<b>资产总计</b>	6026	7301	8567	10400	<b>净利润</b>	604	905	1124	1330
<b>流动负债</b>	1814	2126	2255	2752	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	15	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	604	905	1124	1330
应付款项	781	797	927	1153	EBITDA	994	1297	1585	1840
预收账款	142	118	145	190	EPS (最新摊薄)	0.46	0.69	0.86	1.02
其他	876	1210	1183	1408	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	135	88	101	108		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	23	23	23	23	<b>成长能力</b>				
其他	112	65	79	86	营业收入	16.84%	18.32%	18.13%	18.01%
<b>负债合计</b>	1949	2214	2356	2860	营业利润	43.06%	52.77%	24.71%	17.35%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	48.37%	49.82%	24.26%	18.32%
归属母公司股东权益	4077	5086	6211	7541	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6026	7301	8567	10400	毛利率	39.63%	43.90%	43.43%	42.84%
					净利率	9.10%	11.52%	12.12%	12.15%
					ROE	16.35%	19.75%	19.90%	19.35%
					ROIC	14.76%	16.61%	17.55%	17.18%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.35%	30.33%	27.51%	27.50%
					净负债比率	3.57%	16.21%	8.25%	7.09%
					流动比率	1.51	1.84	2.27	2.50
					速动比率	0.97	1.55	1.83	2.26
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.19	1.18	1.17	1.15
					应收帐款周转率	8.58	8.70	8.56	8.62
					应付帐款周转率	7.37	6.91	7.17	7.35
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.46	0.69	0.86	1.02
					每股经营现金	1.04	0.87	1.00	1.74
					每股净资产	3.11	3.89	4.74	5.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	46.24	30.86	24.84	20.99
					P/B	6.85	5.49	4.50	3.70
					EV/EBITDA	16.04	20.34	16.05	12.83

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 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>