

业绩符合预期，低价木浆成本促进盈利增长

—— 2020年度业绩快报点评

公司点评

● 事件：公司公布 2020 年度业绩快报

2020 年公司营收 78.50 亿元 (+18.31%)，归母净利润 9.05 亿元 (+49.82%)；其中 2020Q4 营收 22.95 亿元 (+26.43%)，归母净利润 2.33 亿元 (+40.32%)；分季度看，公司归母净利润与同比增速分别为 1.83 亿元(+48.67%)、2.69 亿元(+77.74%)、2.19 亿元(+34.41%)、2.33 亿元(+40.32%)，业绩增长符合预期，Q4 继续改善。

● 低价原材料储备抵御上游涨价风险，助力业绩持续改善

报告期内，公司 2020Q4 营收 22.95 亿元 (+26.43%)，环比提升 8.73pct，归母净利润 2.33 亿元 (+40.32%)，环比提升 5.91pct，我们认为主要是一方面近期浆价急涨背景下，公司前期原材料储备锁定低成本；另一方面，公司营销能力突出与线上线下销售恢复助力收入端增长。报告期末，公司总资产为 74.47 亿元(+23.58%)，主要是货币资金、应收账款、存货、在建工程增加所致，预计目前公司原材料库存较为充足、具有明显的成本优势，伴随公司规模与议价能力提升，未来有更强的能力进行原材料储备，进而平滑周期波动。

● 产品紧跟新消费趋势，多品类布局培育新盈利增长点

公司产品结构持续优化、迅速适应市场消费趋势，如推出口罩、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等卫生护理产品，以及推出洗脸巾、厨房用纸、婴儿用纸等高端产品。多元化品类布局、高端产品占比提升将推动公司业绩持续增长，形成又一利润增长点，同时公司毛利率有望进一步抬升。

● 产能持续扩张，全渠道建设巩固核心优势

产能端，公司新增产能持续释放。截至 2020 年末，公司生活用纸总产能已超过 80 万吨/年，未来 40 万吨高档生活用纸项目有助于公司进一步抢占华东市场。渠道端，公司不断巩固六大销售渠道 (GT、KA、AFH、EC、RC、SC)，细分与扁平化市场经营、扩大经销商网络布局，新零售、母婴等渠道红利持续释放。传统渠道上，公司立足华南、西南等优势区域稳扎稳打，华北、华东等地区均保持着良好的增长趋势。

● 财务预测预估值

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 9.05 亿元/11.40 亿元/13.35 亿元，EPS 分别为 0.69 元/0.87 元/1.02 元，对应 PE 为 30.9/24.5/21.0X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：1) 原材料价格暴涨；2) 新品销售与产能投放不及预期；

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,849	9,356	11,181
增长率(%)	22.4	16.8	18.3	19.2	19.5
净利润(百万元)	407	604	905	1,140	1,335
增长率(%)	16.6	48.4	49.8	26.0	17.1
毛利率(%)	34.1	39.6	40.8	41.6	41.6
净利率(%)	7.2	9.1	11.5	12.2	11.9
ROE(%)	12.3	14.8	18.5	19.2	18.6
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.69	0.87	1.02
P/E(倍)	68.7	46.3	30.9	24.5	21.0
P/B(倍)	8.4	6.9	5.7	4.7	3.9

强烈推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2021.02.26
收盘价(元):	21.33
一年最低/最高(元):	14.01/27.15
总股本(亿股):	13.12
总市值(亿元):	279.79
流通股本(亿股):	12.78
流通市值(亿元):	272.58
近 3 月换手率:	105.73%

股价一年走势



相关报告

《业绩再超预期，品类优化与成本红利提升盈利弹性》2020-08-07

《业绩高速增长，拓品类、扩渠道有望助力量价齐升》

《高端生活用纸领军者，新品类助力业绩高成长性》2020-04-19

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2157	2744	3688	4213	5142	营业收入	5679	6635	7849	9356	11181
现金	415	704	1199	1429	1708	营业成本	3744	4005	4645	5464	6529
应收票据及应收账款合计	741	808	1036	1155	1468	营业税金及附加	38	43	56	63	76
其他应收款	9	8	12	12	17	营业费用	1013	1370	1507	1799	2201
预付账款	53	15	65	30	84	管理费用	202	295	349	388	486
存货	858	986	1152	1363	1643	研发费用	108	176	119	189	231
其他流动资产	81	223	223	223	223	财务费用	56	21	51	52	41
非流动资产	2989	3282	3734	4235	4817	资产减值损失	27	-19	8	9	-3
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2556	2921	3376	3874	4451	其他收益	7	16	8	9	11
无形资产	125	169	168	170	172	投资净收益	11	0	5	5	5
其他非流动资产	308	192	190	191	194	营业利润	503	719	1125	1404	1634
资产总计	5146	6026	7421	8447	9958	营业外收入	10	6	12	10	10
流动负债	1702	1814	2344	2293	2562	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	347	15	680	89	204	利润总额	510	721	1134	1411	1640
应付票据及应付账款合计	577	781	721	922	1050	所得税	103	117	229	271	305
其他流动负债	777	1019	944	1282	1308	净利润	407	604	905	1140	1335
非流动负债	133	135	190	219	223	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	75	23	78	107	110	归属母公司净利润	407	604	905	1140	1335
其他非流动负债	59	112	112	112	112	EBITDA	743	965	1358	1679	1945
负债合计	1835	1949	2535	2512	2785	EPS (元)	0.31	0.46	0.69	0.87	1.02
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	1287	1309	1312	1312	1312	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	609	761	761	761	761	成长能力					
留存收益	1538	2112	2850	3801	4922	营业收入(%)	22.4	16.8	18.3	19.2	19.5
归属母公司股东权益	3311	4077	4886	5935	7174	营业利润(%)	21.4	43.1	56.3	24.8	16.4
负债和股东权益	5146	6026	7421	8447	9958	归属于母公司净利润(%)	16.6	48.4	49.8	26.0	17.1
						获利能力					
						毛利率(%)	34.1	39.6	40.8	41.6	41.6
						净利率(%)	7.2	9.1	11.5	12.2	11.9
						ROE(%)	12.3	14.8	18.5	19.2	18.6
						ROIC(%)	12.4	16.9	20.0	23.7	22.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.7	32.3	34.2	29.7	28.0
						净负债比率(%)	6.0	-13.5	-7.0	-18.9	-17.7
						流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0
						速动比率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	8.4	8.6	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	6.4	5.9	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.31	0.46	0.69	0.87	1.02
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.87	0.47	1.30	0.92
						每股净资产(最新摊薄)	2.52	3.11	3.72	4.52	5.47
						估值比率					
						P/E	68.7	46.3	30.9	24.5	21.0
						P/B	8.4	6.9	5.7	4.7	3.9
						EV/EBITDA	37.9	28.4	20.3	16.0	13.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工制造和家电领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>