

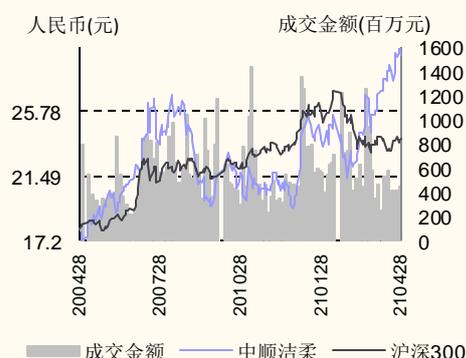
中顺洁柔 (002511.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.52 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.11
已上市流通 A 股(亿股)	12.72
总市值(亿元)	387.15
年内股价最高最低(元)	30.03/17.20
沪深 300 指数	5119
深证成指	14398



相关报告

- 1.《4Q 业绩提速，中长期成长动力充沛-中顺洁柔业绩快报点评》，2021.2.28
- 2.《回购展现自信，竞争力是底气所在-中顺洁柔点评》，2021.1.6
- 3.《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
- 4.《上调盈利预测，维持“买入”评级-中顺洁柔-中报点评》，2020.8.7
- 5.《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

1Q 业绩靓丽，电商+多品类驱动中长期发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,635	7,824	9,702	11,649	13,845
营业收入增长率	16.84%	17.91%	24.01%	20.06%	18.86%
归母净利润(百万元)	604	906	1,177	1,455	1,795
归母净利润增长率	48.36%	50.02%	29.93%	23.59%	23.37%
摊薄每股收益(元)	0.461	0.691	0.897	1.109	1.368
每股经营性现金流净额	1.01	0.60	1.32	1.19	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.81%	17.97%	20.14%	21.65%	23.02%
P/E	27.44	30.21	32.89	26.61	21.57
P/B	4.06	5.43	6.62	5.76	4.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月28日公司发布2020年报及2021一季报: 2020年实现营收78.2亿元, 同比+17.9%; 归母净利润9.1亿元, 同比+50%; 其中4Q营收22.7亿元, 同比+25%, 归母净利润2.3亿元, 同比+41.1%。1Q21公司营收/归母净利润分别同比+25.8%/47.8%至21/2.7亿元, 1Q净利润超预期。

经营分析

- **电商表现持续亮眼，华北区域加速开拓。**2020年公司生活用纸/个护营收分别74.5/1亿元，其中生活用纸营收同比+14.3%。2020电商营收同比+47.7%，公司积极开拓社区零售等新零售渠道，线下渠道也加速原来相对弱势的华北地区市场开拓。1Q21营收同比+25.8%，其中华北/华东/电商营收同比+50%/30%/45.7%。
- **产品结构持续优化，净利率创历史新高。**2020毛利率41.3%，同比+1.7pct，其中纸巾/个护毛利率分别为42.1%/63.3%。公司先后推出油画系列、抑菌纸、元气包卫生巾等高毛利的高端细分品类。成本方面，12月起浆价从底部大幅上涨，公司对低价木浆进行了充足的战略备库，4Q报表存货16.6亿元。2020年净利率11.6%，同比+2.5pct。
- **竞争格局改善+Q2提价落地，看好高盈利能力的保持。**虽当前阔叶浆价格高位有所回落，但仍较1月初拉涨1460元/吨(涨幅36.7%)。原材料涨价压力下，中小企业成本曲线上移导致利润受挤压，当前行业开工率仅54.7%，竞争格局呈改善趋势，公司市场份额有望进一步加速提升的同时，促销费用有望进一步改善。同时得益于前期较高的木浆战略备库继续保持成本端优势，预计伴随2Q提价的逐步落地，年内高净利率有望保持。
- **区域开拓+“太阳”入局提份额，看好个护打开长期第二成长曲线。**公司前期公布新建华东地区40万吨产能计划，彰显加速华东市场拓张的信心。中低端品牌太阳今年已经入局，卫生巾、棉柔巾等个护品类已逐渐崭露头角，2021年初新推出婴儿护理品牌OKBEBE系列，个护品类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2021-2023年公司的EPS分别为0.9、1.1和1.4元，当前股价对应PE分别为33、27、22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，我们认为当前估值水平较低，维持“买入”评级。

风险提示

- 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个月内公司高管岳勇、周启超进行过股票减持。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,679	6,635	7,824	9,702	11,649	13,845	货币资金	415	704	1,125	1,419	1,985	3,141
增长率		16.8%	17.9%	24.0%	20.1%	18.9%	应收账款	750	816	1,068	885	1,097	1,317
主营业务成本	-3,744	-4,005	-4,591	-5,808	-7,193	-8,524	存货	858	986	1,661	1,082	1,464	1,695
%销售收入	65.9%	60.4%	58.7%	59.9%	61.8%	61.6%	其他流动资产	134	238	185	259	268	280
毛利	1,934	2,629	3,233	3,894	4,456	5,321	流动资产	2,157	2,744	4,040	3,644	4,814	6,433
%销售收入	34.1%	39.6%	41.3%	40.1%	38.2%	38.4%	%总资产	41.9%	45.5%	54.0%	47.5%	53.7%	61.2%
营业税金及附加	-38	-43	-56	-44	-55	-64	长期投资	35	36	35	35	35	35
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,669	2,977	3,068	3,599	3,696	3,618
销售费用	-1,013	-1,370	-1,545	-1,915	-2,086	-2,455	%总资产	51.9%	49.4%	41.0%	46.9%	41.2%	34.4%
%销售收入	17.8%	20.6%	19.7%	19.7%	17.9%	17.7%	无形资产	125	182	196	210	226	241
管理费用	-202	-295	-365	-393	-423	-491	非流动资产	2,989	3,282	3,439	4,034	4,147	4,084
%销售收入	3.6%	4.4%	4.7%	4.0%	3.6%	3.5%	%总资产	58.1%	54.5%	46.0%	52.5%	46.3%	38.8%
研发费用	-108	-176	-190	-196	-248	-278	资产总计	5,146	6,026	7,478	7,678	8,961	10,517
%销售收入	1.9%	2.7%	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%	短期借款	494	47	143	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	574	746	1,077	1,346	1,643	2,033	应付款项	1,029	1,417	1,751	1,443	1,788	2,196
%销售收入	10.1%	11.2%	13.8%	13.9%	14.1%	14.7%	其他流动负债	179	351	391	272	338	408
财务费用	-56	-21	18	10	20	17	流动负债	1,702	1,814	2,285	1,716	2,126	2,605
%销售收入	1.0%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	长期贷款	75	23	0	0	0	0
资产减值损失	-27	22	22	-9	-2	-2	其他长期负债	59	112	151	117	117	117
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,835	1,949	2,436	1,833	2,243	2,722
投资收益	11	0	4	3	3	3	普通股股东权益	3,311	4,077	5,042	5,845	6,718	7,794
%税前利润	2.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	其中：股本	1,287	1,309	1,311	1,314	1,314	1,314
营业利润	503	719	1,104	1,366	1,679	2,066	未分配利润	1,491	2,059	2,859	3,565	4,438	5,514
营业利润率	8.9%	10.8%	14.1%	14.1%	14.4%	14.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	8	2	-15	-9	4	4	负债股东权益合计	5,146	6,026	7,478	7,678	8,961	10,517
税前利润	510	721	1,088	1,357	1,683	2,070	比率分析						
利润率	9.0%	10.9%	13.9%	14.0%	14.5%	14.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-103	-117	-183	-179	-229	-275	每股指标						
所得税率	20.3%	16.3%	16.8%	13.2%	13.6%	13.3%	每股收益	0.316	0.461	0.691	0.897	1.109	1.368
净利润	407	604	906	1,177	1,455	1,795	每股净资产	2.573	3.115	3.845	4.457	5.122	5.943
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.340	1.008	0.603	1.323	1.191	1.630
归属于母公司的净利润	407	604	906	1,177	1,455	1,795	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.358	0.443	0.546
净利率	7.2%	9.1%	11.6%	12.1%	12.5%	13.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.29%	14.81%	17.97%	20.14%	21.65%	23.02%
净利润	407	604	906	1,177	1,455	1,795	总资产收益率	7.91%	10.02%	12.11%	15.33%	16.23%	17.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	11.75%	14.96%	17.17%	19.87%	21.03%	22.52%
非现金支出	246	244	296	286	314	340	增长率						
非经营收益	64	22	6	21	-7	-7	主营业务收入增长率	22.43%	16.84%	17.91%	24.01%	20.06%	18.86%
营运资金变动	-280	450	-418	254	-196	15	EBIT增长率	28.59%	30.09%	44.29%	25.03%	22.07%	23.73%
经营活动现金净流	437	1,319	790	1,739	1,566	2,142	净利润增长率	16.60%	48.36%	50.02%	29.93%	23.59%	23.37%
资本开支	-568	-602	-463	-893	-421	-271	总资产增长率	-11.15%	17.11%	24.10%	2.67%	16.71%	17.36%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	656	-127	81	3	3	3	应收账款周转天数	43.0	42.5	43.4	41.0	41.0	41.0
投资活动现金净流	88	-729	-382	-890	-418	-268	存货周转天数	68.5	84.0	105.3	86.0	92.0	86.0
股权募资	0	105	28	97	0	0	应付账款周转天数	53.4	49.5	53.3	49.9	49.9	49.9
债权募资	-944	-497	83	-176	0	0	固定资产周转天数	164.3	160.7	130.3	110.0	93.1	74.9
其他	-285	65	-183	-475	-582	-718	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,229	-327	-72	-555	-582	-718	净负债/股东权益	4.65%	-15.55%	-19.48%	-24.28%	-29.55%	-40.30%
现金净流量	-704	264	336	294	566	1,156	EBIT利息保障倍数	10.3	34.7	-59.8	-134.3	-82.1	-122.3
							资产负债率	35.65%	32.35%	32.58%	23.87%	25.03%	25.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	7	29	36	97
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.03	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	2019-08-06	买入	13.14	N/A
2	2019-10-24	买入	13.63	N/A
3	2020-04-30	买入	17.90	23.27~23.27
4	2020-08-07	买入	24.83	29.80~29.80
5	2020-10-29	买入	21.76	N/A
6	2021-01-06	买入	24.05	N/A
7	2021-02-28	买入	21.33	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