

中顺洁柔 (002511.SZ) 2020 年实现跨越式发展, 2021Q1 业绩超市场预期

2021 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
吕明 (分析师)
王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

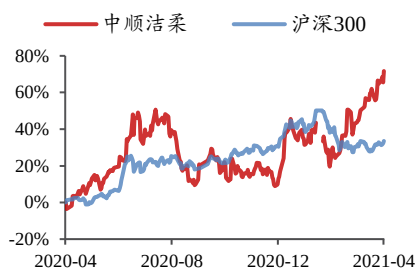
wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/4/29
当前股价(元)	30.62
一年最高最低(元)	31.00/16.79
总市值(亿元)	401.65
流通市值(亿元)	391.37
总股本(亿股)	13.12
流通股本(亿股)	12.78
近 3 个月换手率(%)	88.28

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩符合预期, Q4 收入增长环比继续提速》-2021.2.26

《公司信息更新报告-拟新建华东区生活用纸产能, 发展有望再提速》-2021.1.14

《公司信息更新报告-股份回购彰显信心, 原材料涨价有望推高短期盈利》-2021.1.5

● 2020 年实现跨越式发展, 2021Q1 业绩超市场预期, 维持“买入”评级

2020 年, 公司收入 78.2 亿元 (+17.9%), 归母净利润 9.1 亿元 (+50.0%), 扣非净利润 8.9 亿元 (+51.4%)。2021Q1, 公司收入 21.0 亿元 (+25.8%), 归母净利润 2.7 亿元 (+47.8%), 扣非净利润 2.7 亿元 (+43.0%)。2021Q1 业绩超市场预期, 上调 2021-2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 12.8/15.6/18.8 亿元 (2021-2022 年原为 10.74/12.77 亿元), 对应 EPS 为 0.98/1.19/1.43 元, 当前股价对应 PE 为 30.2/24.8/20.6 倍, 维持“买入”评级。

● 渠道、产品结构优化及原材料降价带动盈利能力持续提升, 原材料库存充足

2020 年, 毛利率为 41.3% (+1.7pct), 生活用纸毛利率为 42.1% (+2.2pct)。2020 年毛利率上升主要系电商、新零售等高毛利率渠道收入占比提升, 新品迭代不断推动产品升级以及原材料降价带动。2021Q1, 毛利率为 40.5% (-4.6pct)。单季度毛利率有所下滑主要系运费口径调整、2020Q1 由于疫情影响部分产品短缺导致价格较高等影响。整体看, 2020 年公司净利率达 11.58% (+2.5pct), 2021Q1 净利率为 12.9% (+1.9pct)。考虑到公司产品、渠道结构持续优化, 原材料库存充足 (2021Q1 期末, 公司存货金额达 16.2 亿元, 与 2020 年末接近), 控费力度提升, 产品提价落地, 我们预计公司 2021 全年净利率都有望维持在较高水平。

● 引领行业新渠道变革趋势, 补齐传统渠道区域短板, 个护+太阳后劲充足

2020 年在疫情推动下, 生活用纸行业渠道加速变革, 线上、新零售等渠道重要性和占比显著提升。而在传统生活用纸龙头中, 公司在线上和新零售渠道优势显著, 进而得以在这轮行业渠道变革中实现跨越式发展。而在 GT 等传统渠道中, 公司近年接连在华东、华北等薄弱区域取得突破, 逐渐实现全国化均衡发展。长期看, 一方面, 公司依靠渠道和产品结构优化, 盈利能力中枢有望不断上移。另一方面, 在洁柔品牌体量扩大的同时, 公司定位下沉市场的太阳品牌有望接力增长, 个护品类朵蕾蜜系列卫生巾和 OKBEBE 系列新生儿护理品牌也有望逐渐发力。

● 风险提示: 新品拓展受阻; 浆价、汇率大幅波动; 市场竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,635	7,824	9,391	11,222	13,263
YOY(%)	16.8	17.9	20.0	19.5	18.2
归母净利润(百万元)	604	906	1,284	1,560	1,878
YOY(%)	48.4	50.0	41.7	21.5	20.4
毛利率(%)	39.6	41.3	41.0	41.3	41.3
净利率(%)	9.1	11.6	13.7	13.9	14.2
ROE(%)	14.8	18.0	20.7	20.4	19.9
EPS(摊薄/元)	0.46	0.69	0.98	1.19	1.43
P/E(倍)	64.1	42.7	30.2	24.8	20.6
P/B(倍)	9.5	7.7	6.3	5.1	4.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020 年实现跨越式发展，2021Q1 业绩超出市场预期.....	3
2、 渠道、产品结构优化及原材料降价带动盈利能力持续提升.....	4
3、 公司存货维持高位，低价原材料库存充足	5
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

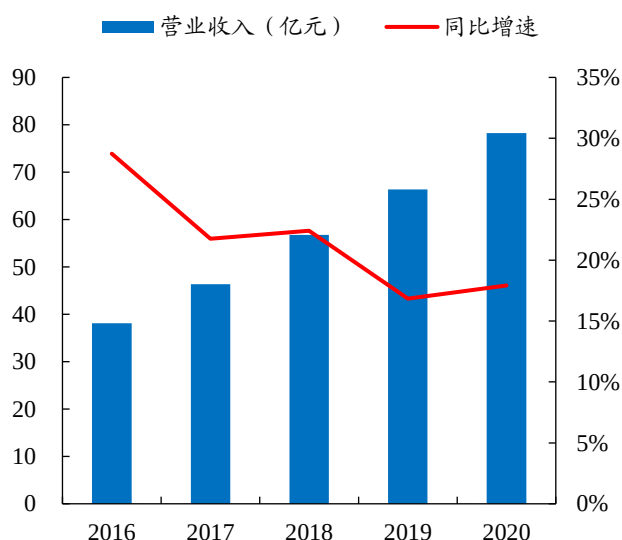
图 1： 2020 年公司收入同比增长 17.9%.....	3
图 2： 2021Q1 公司收入同比增长 25.8%.....	3
图 3： 2020 年公司归母净利润同比增长 50.0%.....	3
图 4： 2021Q1 公司归母净利润同比增长 47.8%.....	3
图 5： 2020 年公司整体毛利率提升	4
图 6： 公司毛利率仍处于较高水平	4
图 7： 2020 年公司销售费用率受运费口径调整影响	5
图 8： 公司净利率持续提升，全年预计相对乐观	5
图 9： 2021Q1 期末，公司存货金额仍达到 16.2 亿元.....	5
表 1： 公司销售商品回款现金流正常，现金流净额下滑主要系加大原材料采购.....	5

1、2020 年实现跨越式发展，2021Q1 业绩超出市场预期

2020 年，公司收入 78.2 亿元（+17.9%），归母净利润 9.1 亿元（+50.0%），扣非后净利润 8.9 亿元（+51.4%）。其中，2020Q4，公司收入 22.7 亿元（+25.0%），归母净利润 2.3 亿元（+41.1%），扣非后净利润 2.3 亿元（+41.4%）。

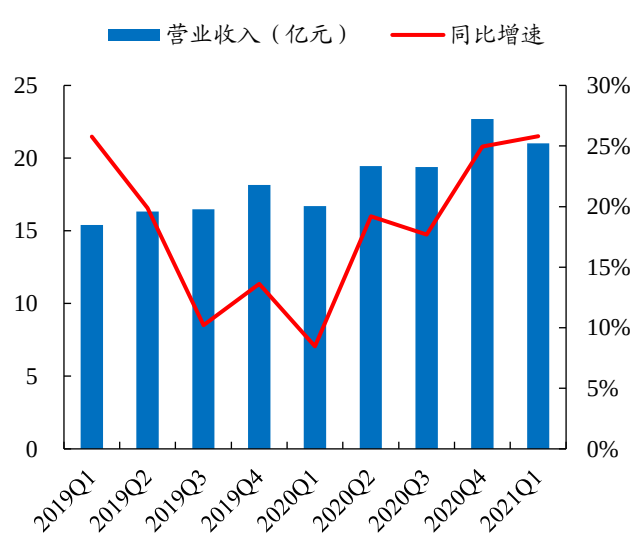
2021Q1，公司收入 21.0 亿元（+25.8%），归母净利润 2.7 亿元（+47.8%），扣非后净利润 2.7 亿元（+43.0%）。2021Q1 业绩超出市场预期。

图1：2020 年公司收入同比增长 17.9%



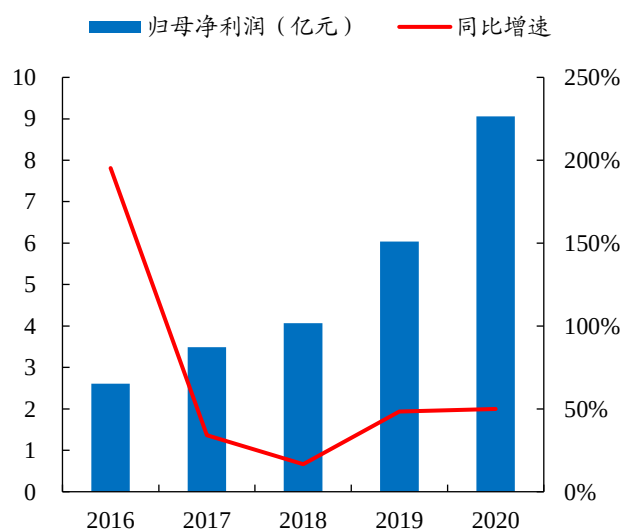
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q1 公司收入同比增长 25.8%



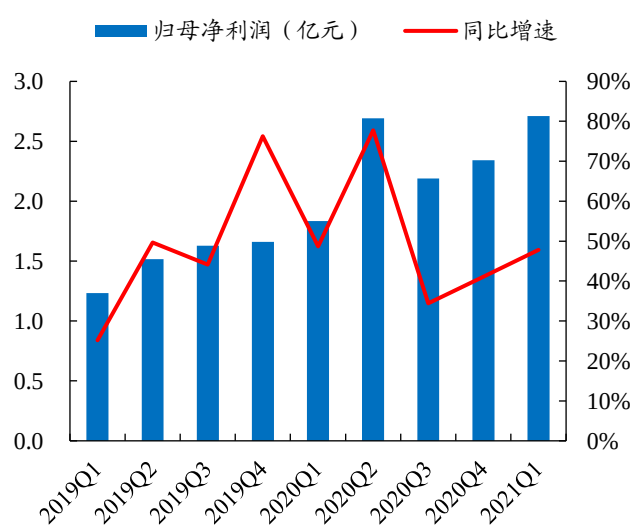
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司归母净利润同比增长 50.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021Q1 公司归母净利润同比增长 47.8%



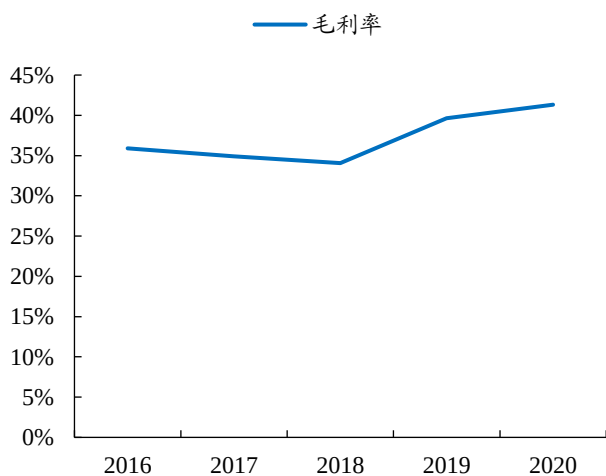
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、渠道、产品结构优化及原材料降价带动盈利能力持续提升

2020 年,公司毛利率为 41.3%(+1.7pct),生活用纸毛利率为 42.1%(+2.2pct)。2020 年,公司毛利率上升主要系电商、新零售等高毛利率渠道收入占比提升,新品迭代不断推动产品升级以及原材料降价带动。2020Q4 单季度看毛利率出现大幅波动,主要系会计准则变动将全年部分运费一次性调整至成本中。

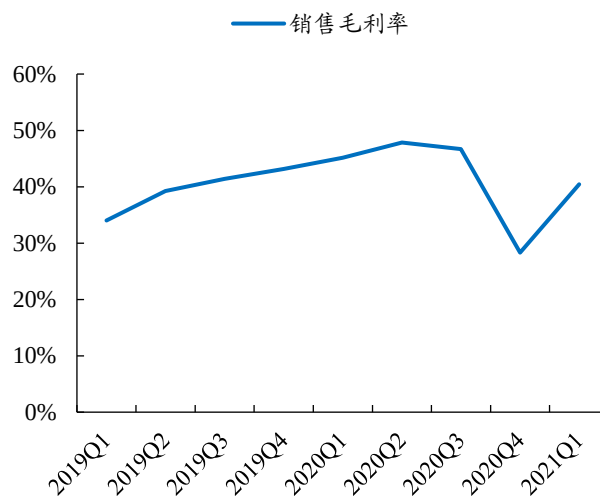
2021Q1,公司毛利率为 40.5%(-4.6pct)。单季度看毛利率有所下滑主要系,运费口径调整、2020Q1 由于疫情影响部分产品短缺导致价格较高等影响。整体来看,在渠道、产品结构继续优化以及低价原材料库存依然充足的情况下,公司 2021Q1 毛利率仍处于较高水平。

图5: 2020 年公司整体毛利率提升



数据来源:公司公告、开源证券研究所

图6: 公司毛利率仍处于较高水平

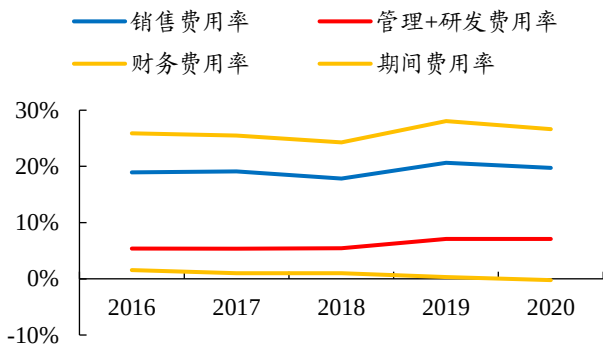


数据来源:公司公告、开源证券研究所

- (1) **销售费用率:** 2020 年为 19.7%(-0.9pct), 同比下降主要系运费口径调整。产品促销费仍同比上升 46.7%, 公司对于线上、新零售等新渠道积极开拓, 快速抢占市场份额。2021Q1 为 18.6%(-4.0pct), 同比下降主要系部分口径调整以及季度末适当控制了费用投放的力度。
- (2) **管理费用率:** 2020 年为 4.66%(+0.2pct), 同比提升主要系股权激励以及折旧摊销费用增加。2021Q1 为 3.81%(-1.8pct)。
- (3) **研发费用率:** 2020 年为 2.43%(-0.2pct), 2021Q1 为 2.23%(-0.2pct)。公司继续保持较高的研发投入力度。2020 年, 公司主要研发推出洁柔油画系列产品、抑菌纸巾纸、卫生纸系列产品、高品质医用外科口罩、抑菌洗手液和元气包卫生巾。
- (4) **财务费用率:** 2020 年为 -0.23%(-0.55pct), 2021Q1 为 -0.16%(-0.28pct), 2020 年同比下滑主要系银行利息费用减少及汇兑损益减少所致。

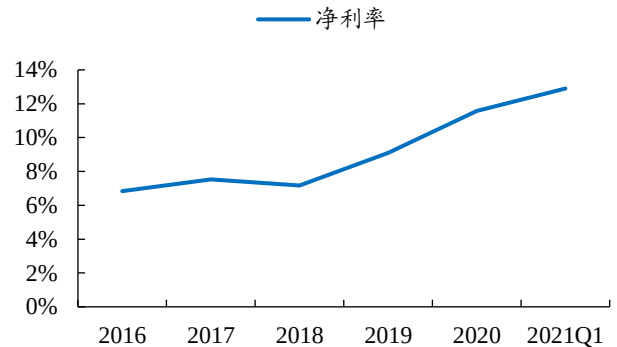
整体来看, 2020 年公司净利率达 11.58%(+2.5pct), 2021Q1 净利率为 12.9%(+1.9pct)。考虑到公司产品、渠道结构持续优化, 原材料库存充足, 控费力度或相对有所提升, 产品提价落地, 我们预计公司 2021 全年净利率都有望维持在较高水平。

图7: 2020 年公司销售费用率受运费口径调整影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 公司净利率持续提升, 全年预计相对乐观



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、公司存货维持高位, 低价原材料库存充足

公司销售回款现金流良好, 积极加大原材料采购力度。2020 年, 公司经营性现金流净额为 8.3 亿元, 同比下滑 39.1%。其中, 公司销售回款现金流入 76.4 亿元, 同比增长 10.0%, 维持正常水平。购买商品及接受劳务流出现金 50.0 亿元, 同比增长 18.7%。2021Q1, 公司继续维持较大的原材料采购力度, 购买商品、接受劳务支付的现金达 13.6 亿元, 同比增长 53%。

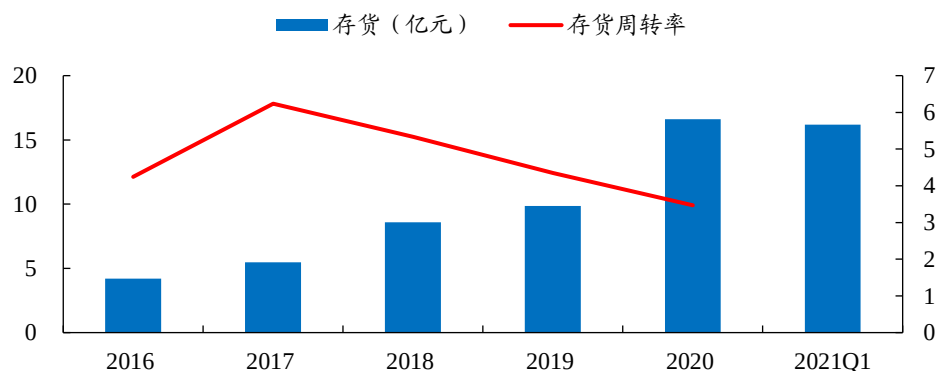
表1: 公司销售商品回款现金流正常, 现金流净额下滑主要系加大原材料采购

	2020	同比	2021Q1	同比
经营性现金流净额 (单位: 亿元)	8.3	-39.1%	3.4	1.3%
销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)	76.4	10.0%	22.6	34.9%
经营活动现金流入小计 (单位: 亿元)	78.0	8.0%	22.9	35.4%
购买商品、接受劳务支付的现金 (亿元)	50.0	18.7%	13.6	53.0%
经营活动现金流出小计 (单位: 亿元)	69.7	18.9%	19.6	43.6%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2021Q1 期末, 公司存货金额仍达到 16.2 亿元, 我们预计公司低价原材料库存仍较为充足。在规模不断提升之时, 公司已具有能力去平滑原材料成本的周期性波动。

图9: 2021Q1 期末, 公司存货金额仍达到 16.2 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2021Q1 业绩超市场预期，上调 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 12.8/15.6/18.8 亿元（2021-2022 年原为 10.74/12.77 亿元），对应 EPS 为 0.98/1.19/1.43 元，当前股价对应 PE 为 30.2/24.8/20.6 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

（1）新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾尚处于产品培育期，存在新品拓展不及预期的风险；（2）原材料木浆价格和汇率对公司盈利能力有较显著影响，存在未来木浆价格大幅上升、汇率大幅波动的风险；（3）存在未来生活用纸市场竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2744	4040	5204	6496	8204
现金	704	1125	3053	2463	4922
应收票据及应收账款	808	1052	1181	1487	1666
其他应收款	8	16	11	22	16
预付账款	15	27	39	29	57
存货	986	1661	625	2304	1326
其他流动资产	223	159	295	189	217
非流动资产	3282	3439	3965	4528	5095
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2921	2793	3347	3920	4492
无形资产	169	169	170	171	176
其他非流动资产	192	477	449	437	426
资产总计	6026	7478	9169	11023	13299
流动负债	1814	2285	2786	3172	3657
短期借款	15	143	143	260	143
应付票据及应付账款	781	996	1148	1402	1612
其他流动负债	1019	1146	1495	1509	1903
非流动负债	135	151	188	195	196
长期借款	23	0	37	44	45
其他非流动负债	112	151	151	151	151
负债合计	1949	2436	2974	3366	3853
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1309	1311	1312	1312	1312
资本公积	761	907	907	907	907
留存收益	2112	2920	4012	5366	6967
归属母公司股东权益	4077	5042	6195	7657	9446
负债和股东权益	6026	7478	9169	11023	13299

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1360	828	2719	168	3493
净利润	604	906	1284	1560	1878
折旧摊销	263	312	246	309	377
财务费用	21	-18	-63	-80	-110
投资损失	-0	-4	-5	-5	-4
营运资金变动	398	-514	1255	-1617	1350
其他经营现金流	75	146	2	2	1
投资活动现金流	-729	-382	-770	-869	-942
资本支出	603	512	526	563	567
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-126	130	-243	-306	-375
筹资活动现金流	-328	-69	-22	-7	25
短期借款	-332	128	0	0	0
长期借款	-52	-23	37	7	1
普通股增加	22	3	0	0	0
资本公积增加	151	146	0	0	0
其他筹资现金流	-117	-324	-59	-13	25
现金净增加额	305	374	1928	-707	2576

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6635	7824	9391	11222	13263
营业成本	4005	4591	5539	6587	7785
营业税金及附加	43	56	68	77	92
营业费用	1370	1545	1690	2020	2387
管理费用	295	365	432	516	597
研发费用	176	190	207	247	292
财务费用	21	-18	-63	-80	-110
资产减值损失	-19	-16	-19	-22	-27
其他收益	16	29	17	17	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	5	5	4
资产处置收益	0	-2	-2	-2	-1
营业利润	719	1104	1558	1898	2269
营业外收入	6	5	8	7	7
营业外支出	4	21	8	9	10
利润总额	721	1088	1558	1896	2265
所得税	117	183	274	336	387
净利润	604	906	1284	1560	1878
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	604	906	1284	1560	1878
EBITDA	965	1375	1751	2136	2545
EPS(元)	0.46	0.69	0.98	1.19	1.43

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	17.9	20.0	19.5	18.2
营业利润(%)	43.1	53.4	41.1	21.8	19.6
归属于母公司净利润(%)	48.4	50.0	41.7	21.5	20.4
获利能力					
毛利率(%)	39.6	41.3	41.0	41.3	41.3
净利率(%)	9.1	11.6	13.7	13.9	14.2
ROE(%)	14.8	18.0	20.7	20.4	19.9
ROIC(%)	13.9	16.7	19.1	18.6	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	32.6	32.4	30.5	29.0
净负债比率(%)	-13.5	-17.2	-44.4	-26.5	-48.7
流动比率	1.5	1.8	1.9	2.0	2.2
速动比率	0.8	1.0	1.5	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.6	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	5.9	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	0.98	1.19	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.63	2.07	0.13	2.66
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.84	4.72	5.84	7.20
估值比率					
P/E	64.1	42.7	30.2	24.8	20.6
P/B	9.5	7.7	6.3	5.1	4.1
EV/EBITDA	39.6	27.5	20.5	17.2	13.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn