

业绩实现亮眼增长，产能配合渠道发力有望快速提升市占率

——中顺洁柔（002511）2020 年报&2021 一季报点评

买入（维持）

2021 年 04 月 29 日

报告关键要素：

2020 年，公司实现营收 78.24 亿元，同比+17.91%；实现归母净利润 9.06 亿元，同比+50.02%，拟每 10 股分红 1.00 元，现金分红总额占 2020 年归母净利润的 17.42%。2021 年 Q1，公司实现营收 21.02 亿元，同比+25.81%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+47.81%。

投资要点：

原材料价格低位叠加产品结构优化，公司毛利率和净利率提升：2020 年，公司毛利率为 41.32%，同比+1.69 个 pct，主要是由于 2020 年 Q1-Q3 原材料价格低位使得公司成本降低，以及高毛利产品占比的提高拉高了公司毛利率。另外，公司三费率管控良好，其中销售费用率同比-0.90 个 pct 至 19.74%，管理费用率同比+0.22 个 pct 至 4.66%，财务费用率同比-0.55 个 pct 至-0.23%。得益于毛利率的提升与期间费用率的下降，公司净利率同比+2.48 个 pct 至 11.58%。

生活用纸毛利率行业第一，产品提价+成本锁定低位提升公司盈利能力，个护品类放量增长：2020 年，公司生活用纸毛利率 42.1%，位列全行业第一。在木浆价格飙涨、生活用纸终端厂商集体提价的背景下，公司在今年 4 月 1 日起调高生活用纸产品价格，在锁定成本的前提下，预计将对公司的盈利能力产生较大的正面影响。另外，公司个护品类收入在 2020 年达到 1 亿元，取得同比+3006.87%的亮眼增长。

全国性布局的产能稳步释放，配合渠道销售保收入高增：2020 年公司在湖北中顺工程一期的产能得到有效释放，同时 2021 年在江苏宿迁新建 40 万吨高档生活用纸产能抢占华东市场，未来全国性布局的产能预计将保持每年新增 10 万吨左右的节奏逐步释放。同时，公司的电商渠道飞速扩张，2020 年有将近 50% 的增长，占比也进一步提升至 35% 左右，而新零售渠道亦表现亮眼，预计公司的六大渠道将配合产能释放确保维持收入的高速增长。

基础数据

总股本（百万股）	1,311.49
流通A股（百万股）	1,272.29
收盘价（元）	30.62
总市值（亿元）	401.58
流通A股市值（亿元）	389.57

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210302-公司事项点评
-AAA-中顺洁柔（002511）2020 年业绩快报点评

万联证券研究所 20210116-公司事项点评
-AAA-中顺洁柔（002511）公司事项点评
万联证券研究所 20201030-中顺洁柔

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李滢

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7823.53	9670.87	11417.56	13722.98
增长比率（%）	18	24	18	20
净利润（百万元）	905.89	1377.31	1664.60	2042.56
增长比率（%）	50	52	21	23
每股收益（元）	0.69	1.05	1.27	1.56
市盈率（倍）	44.35	29.17	24.13	19.67
市净率（倍）	7.97	6.46	5.26	4.29

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

不断引进优秀人才扩充管理队伍，股权激励+员工持股计划力度充足。

公司近年来不断招揽业内优秀人才，近期先后聘任此前在金红叶担任制造总经理的李总，以及此前在恒安国际担任品牌总经理的邓总为公司副总裁。并且公司采用职业经理人模式，原先的实控人家族统领公司战略，新任总裁则负责管理公司经营事务，将公司经营权和所有权分开。另外，公司将员工持股计划与股权激励相嵌套，激励力度充足的同时，有利于留住优秀人才以及增添公司未来发展信心。

盈利预测与投资建议：短期终端提价叠加成本锁定低位，公司利润有望快速释放；中长期深耕生活用纸领域，凭借品牌力、规模以及渠道力等优势，公司市占率有望快速提高，冲击行业第一的地位。我们预计，公司 2021-2022 年归母净利润增速分别为 52%/21%/23%，对应 PE 分别为 29/24/20 倍，维持“买入”评级。

风险因素：产品拓展不及预期、汇率大幅波动、竞争加剧风险。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7824	9671	11418	13723
%同比增速	18%	24%	18%	20%
营业成本	4591	5300	6237	7502
毛利	3233	4371	5181	6221
%营业收入	41%	45%	45%	45%
税金及附加	56	66	80	95
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1545	1886	2204	2607
%营业收入	20%	20%	19%	19%
管理费用	365	503	605	741
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	190	251	297	343
%营业收入	2%	3%	3%	3%
财务费用	-18	16	9	-7
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-16	-3	-3	-3
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	29	30	39	44
投资收益	4	1	6	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	-1	-2	-2
营业利润	1104	1676	2026	2486
%营业收入	14%	17%	18%	18%
营业外收支	-15	-7	-9	-11
利润总额	1088	1669	2018	2476
%营业收入	14%	17%	18%	18%
所得税费用	183	292	353	433
净利润	906	1377	1665	2043
%营业收入	12%	14%	15%	15%
归属于母公司的净利润	906	1377	1665	2043
%同比增速	50%	52%	21%	23%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.69	1.05	1.27	1.56

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.69	1.05	1.27	1.56
BVPS	3.84	4.74	5.82	7.14
PE	44.35	29.17	24.13	19.67
PEG	0.60	0.56	1.16	0.87
PB	7.97	6.46	5.26	4.29
EV/EBITDA	19.01	19.90	16.31	12.89
ROE	18%	22%	22%	22%
ROIC	17%	21%	21%	21%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1125	2140	3644	5685
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1052	1192	1408	1692
存货	1661	2178	2221	2261
预付款项	27	32	37	45
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	174	198	212	226
流动资产合计	4040	5740	7522	9909
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2793	2787	2790	2784
在建工程	276	226	276	226
无形资产	169	174	179	184
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	111	111	111	111
其他非流动资产	89	91	93	95
资产总计	7478	9130	10973	13309
短期借款	143	250	250	250
应付票据及应付账款	996	1162	1333	1603
预收账款	0	193	240	302
合同负债	137	0	0	0
应付职工薪酬	124	148	178	218
应交税费	113	145	171	206
其他流动负债	915	1116	1266	1468
流动负债合计	2285	2764	3187	3796
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	36	36	36	36
其他非流动负债	115	115	115	115
负债合计	2436	2915	3338	3947
归属于母公司的所有者权益	5042	6215	7634	9362
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	5042	6215	7634	9362
负债及股东权益	7478	9130	10973	13309

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	828	1337	2085	2585
投资	0	-3	-3	-3
资本性支出	-463	-167	-270	-172
其他	81	-1	4	2
投资活动现金流净额	-382	-171	-269	-173
债权融资	0	0	0	0
股权融资	28	0	0	0
银行贷款增加（减少）	384	107	0	0
筹资成本	-100	-259	-311	-371
其他	-381	0	0	0
筹资活动现金流净额	-69	-151	-311	-371
现金净流量	374	1014	1504	2041

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场