

中顺洁柔 (002511): 业绩增长强劲, 产品与渠道优势稳固

2021年04月30日

推荐/维持

中顺洁柔 公司报告

公司公布 2020 年业绩及 2021 年一季度业绩: 2020 年实现营业收入 78.24 亿元, 同比增长 17.91%; 归母净利润 9.06 亿元, 同比增长 50.02%。2021 年 Q1 实现营业收入 21.02 亿元, 同比增长 25.81%; 归母净利润 2.71 亿元, 同比+47.81%。

收入增速稳健, 低浆价与产品结构优化助力盈利能力提升。 凭借品牌力、渠道建设与产品结构优化, 生活用纸销售收入同比+14.28%, 在行业龙头企业之间保持增速领先。个护产品经过培育, 收入达到 1 亿元, 同比+3006.87%; 防疫相关产品销售旺盛, 其他类产品实现收入 2.24 亿元, 同比+223.34%。2020 年公司毛利率达到 41.3%, 同比+1.7 pct.; 净利率达到 11.6%, 同比+2.5pct., 判断主要由于原材料价格处于低位、产品结构持续优化。公司在浆价低位时期提前储备原材料, 2021 年 Q1 毛利率/净利率仍处于 40.5%/12.9% 的高位。后续公司产品提价将一定程度对冲原材料成本上涨的影响。

中高端市场品牌力领先, 持续创新巩固竞争优势。 公司拥有成熟品牌“洁柔”和新品牌“太阳”, 分别针对生活用纸“消费升级”和“经济实惠”两大共存的发展方向。其中“洁柔”已在中高端市场树立较强品牌力, 体现为公司产品结构优化进程领先行业, 高毛利产品收入占比约 70% (竞争对手维达为 31%), 毛利率水平位居全行业第一。面对其他品牌在中高端市场的陆续布局, 公司产品仍具备较强竞争力。主打湿水强韧的 Face 系列消费者认知度较高, 针对母婴和鼻敏感人群的 Lotion 系列以及低白度的自然木系列等仍有较强增长潜力。同时公司持续推动中高端产品创新, 不断巩固产品力优势, 例如 2020 年以来新推出 Face 油画系列、抑菌纸巾等差异化新品。

渠道布局全面, 线上消费趋势下公司仍有能力保持市占率领先。 公司全面布局经销商、KA、电商、商销、新零售、母婴六大渠道, 线下营销网络覆盖绝大部分地县级市, 线上与新兴渠道布局及时, 紧跟流量变化趋势。在生活用纸消费逐渐转移至线上的过程中, 公司凭借品牌力、产品力和积极营销, 将继续保持市场份额领先。品牌和产品品质对于中高端纸品消费者的决策有较强影响力, 公司在品牌力与产品力方面占优, 同时组建专业电商运营团队, 与天猫、京东、拼多多、快手、抖音等网络平台合作, 充分把握线上流量。以 2020 年“双十一”为例, 纸品方面公司销售额仅次于维达。

渠道与成本优势助力新品牌成长, 个护品类具备发展潜力。 中低端生活用纸对于看重性价比的消费者吸引力较强, 市场空间较大且集中度低。公司推出主打性价比的“太阳”品牌, 有望借助已有的线下、线上渠道优势, 实现新品牌的快速渗透, 并在规模化与竹浆纸一体化项目支持下实现相对于中小纸企的成本优势。公司沿家庭生活用品方向培育个护品类, 目前已推出卫生巾品牌“朵蕾蜜”与婴儿护理品牌“OKBEBE”, 具备长期发展潜力。

盈利预测与投资评级: 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.80 亿元、13.79 亿元、16.20 亿元人民币, EPS 为 0.90、1.05、1.24 元, 目前股价对应 PE 分别为 34.27、29.34、24.97 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 新产品销售不及预期, 原材料价格大幅上涨。

公司简介:

公司是生活用纸行业龙头企业, 拥有知名品牌“洁柔”“太阳”, 主要产品为高档生活用纸系列产品、卫生用品、无纺布制品。公司采取 GT、KA、AFH、EC、RC、SC 六大渠道齐头并进的发展模式, 新增母婴和新零售渠道。近年来, 公司营收利润均取得较快增长。
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示:

2021-05-19 年度股东大会

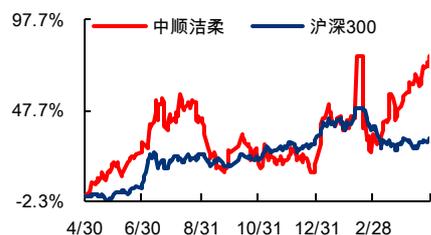
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

| | |
|-----------------|-----------------|
| 52 周股价区间 (元) | 30.62-17.2 |
| 总市值 (亿元) | 401.65 |
| 流通市值 (亿元) | 391.37 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 131,174/127,815 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 1.67 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

研究助理: 常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070055

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,634.91 | 7,823.53 | 9,300.00 | 10,982.00 | 12,860.00 |
| 增长率(%) | 16.84% | 17.91% | 18.87% | 18.09% | 17.10% |
| 归母净利润(百万元) | 603.83 | 905.89 | 1,180.35 | 1,378.62 | 1,620.00 |
| 增长率(%) | 48.36% | 50.02% | 30.30% | 16.80% | 17.51% |
| 净资产收益率(%) | 14.81% | 17.97% | 19.26% | 18.95% | 18.78% |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.70 | 0.90 | 1.05 | 1.24 |
| PE | 65.62 | 44.06 | 34.27 | 29.34 | 24.97 |
| PB | 9.90 | 8.02 | 6.60 | 5.56 | 4.69 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 2744 | 4040 | 5389 | 6848 | 8780 | 营业收入 | 6635 | 7824 | 9300 | 10982 | 12860 |
| 货币资金 | 704 | 1125 | 2350 | 3544 | 5059 | 营业成本 | 4005 | 4591 | 5469 | 6444 | 7530 |
| 应收账款 | 808 | 1051 | 1191 | 1441 | 1667 | 营业税金及附加 | 43 | 56 | 65 | 77 | 90 |
| 其他应收款 | 8 | 16 | 19 | 22 | 26 | 营业费用 | 1370 | 1545 | 1814 | 2141 | 2508 |
| 预付款项 | 15 | 27 | 8 | 5 | 13 | 管理费用 | 295 | 365 | 372 | 439 | 514 |
| 存货 | 986 | 1661 | 1663 | 1677 | 1857 | 财务费用 | 21 | -18 | 47 | 22 | 26 |
| 其他流动资产 | 166 | 102 | 102 | 102 | 102 | 研发费用 | 176 | 190 | 209 | 247 | 289 |
| 非流动资产合计 | 3282 | 3439 | 3254 | 3212 | 3026 | 资产减值损失 | -19.05 | -15.86 | -17.46 | -16.66 | -17.06 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 2921 | 2793 | 2695 | 2462 | 2230 | 投资净收益 | 0.33 | 3.87 | 2.10 | 2.98 | 2.54 |
| 无形资产 | 169 | 169 | 164 | 159 | 155 | 加:其他收益 | 16.01 | 29.22 | 22.62 | 25.92 | 24.27 |
| 其他非流动资产 | 6 | 28 | 17 | 23 | 20 | 营业利润 | 719 | 1104 | 1418 | 1656 | 1946 |
| 资产总计 | 6026 | 7478 | 8643 | 10060 | 11806 | 营业外收入 | 5.85 | 5.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 1814 | 2285 | 2366 | 2636 | 3029 | 营业外支出 | 4.32 | 20.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 15 | 143 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 721 | 1088 | 1418 | 1656 | 1946 |
| 应付账款 | 578 | 762 | 837 | 1020 | 1172 | 所得税 | 117 | 183 | 238 | 278 | 326 |
| 预收款项 | 142 | 0 | -26 | -142 | -129 | 净利润 | 604 | 906 | 1180 | 1379 | 1620 |
| 一年内到期的非流动负债 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 135 | 151 | 148 | 150 | 149 | 归属母公司净利润 | 604 | 906 | 1180 | 1379 | 1620 |
| 长期借款 | 23 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 1949 | 2436 | 2514 | 2785 | 3178 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 16.84% | 17.91% | 18.87% | 18.09% | 17.10% |
| 实收资本(或股本) | 1309 | 1311 | 1311 | 1311 | 1311 | 营业利润增长 | 43.06% | 53.43% | 28.47% | 16.80% | 17.51% |
| 资本公积 | 761 | 907 | 907 | 907 | 907 | 归属于母公司净利润增长 | 48.36% | 50.02% | 30.30% | 16.80% | 17.51% |
| 未分配利润 | 2059 | 2859 | 3838 | 4971 | 6309 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 4077 | 5042 | 6129 | 7275 | 8628 | 毛利率(%) | 39.63% | 41.32% | 41.20% | 41.32% | 41.45% |
| 负债和所有者权益 | 6026 | 7478 | 8643 | 10060 | 11806 | 净利率(%) | 9.10% | 11.58% | 12.69% | 12.55% | 12.60% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 1360 | 828 | 1512 | 1589 | 1791 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 604 | 906 | 1180 | 1379 | 1620 | 资产负债率(%) | 32% | 33% | 29% | 28% | 27% |
| 折旧摊销 | 262.57 | 311.62 | 242.11 | 245.75 | 244.95 | 流动比率 | 1.51 | 1.77 | 2.28 | 2.60 | 2.90 |
| 财务费用 | 21 | -18 | 47 | 22 | 26 | 速动比率 | 0.97 | 1.04 | 1.58 | 1.96 | 2.29 |
| 应收帐款减少 | -70 | -244 | -140 | -250 | -226 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 83 | -142 | -26 | -116 | 13 | 总资产周转率 | 1.19 | 1.16 | 1.15 | 1.17 | 1.18 |
| 投资活动现金流 | -729 | -382 | -5 | -141 | 17 | 应收账款周转率 | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 12.20 | 11.68 | 11.64 | 11.83 | 11.73 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 4 | 2 | 3 | 3 | 每股收益(最新摊薄) | 0.47 | 0.70 | 0.90 | 1.05 | 1.24 |
| 筹资活动现金流 | -328 | -69 | -283 | -255 | -293 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.23 | 0.29 | 0.93 | 0.91 | 1.16 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 3.11 | 3.84 | 4.67 | 5.55 | 6.58 |
| 长期借款增加 | -52 | -23 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 22 | 3 | 0 | 0 | 0 | P/E | 65.62 | 44.06 | 34.27 | 29.34 | 24.97 |
| 资本公积增加 | 151 | 146 | 0 | 0 | 0 | P/B | 9.90 | 8.02 | 6.60 | 5.56 | 4.69 |
| 现金净增加额 | 304 | 377 | 1225 | 1194 | 1515 | EV/EBITDA | 39.63 | 28.39 | 22.37 | 19.21 | 15.98 |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--|------------|
| 公司普通报告 | 中顺洁柔 (002511.SZ): 低浆价助力业绩高增, 看好生活用纸龙头强者恒强 | 2020-03-02 |
| 公司普通报告 | 中顺洁柔 (002511.SZ): 低浆价下业绩释放, 看好双品牌协同拓展市场 | 2019-10-24 |
| 公司普通报告 | 中顺洁柔 (002511.SZ): 浆价下行助推业绩, 渠道强化品类优化提供中期下沉长期扩品逻辑确认 | 2019-08-08 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526