

营收稳健, 成本上行盈利承压

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2021年半年报, 2021年H1实现收入42.5亿元(+17.5%), 同比19H1增33.4%; 实现归母净利润4.1亿元(-10.1%); 实现扣非归母净利润4亿元(-10.7%)。其中, 单Q2公司实现营业收入21.5亿元(+10.3%); 归母净利润1.4亿元(-49.5%); 实现扣非归母净利润1.3亿元(-49.3%), 收入保持稳健增长, 盈利能力有所承压。
- 原材料价格高位, 短期盈利能力承压。** 2021H1公司整体毛利率为39.7%, (-6.9pp), 其中生活用纸毛利率下降5.9pp至40.3%, 毛利率下降主要由于原材料价格上涨以及运费增加等。3-6月纸浆价格处于震荡高位(目前仍维持在6300元/吨), 而生活用纸市场价格从3月7000元/吨下降至7月底的5900元/吨, 吨盈利下行。费用率方面, 2021H1公司整体费率为27.7%(+1.2pp)。其中销售费用率为21.6%(-1.9pp); 管理费用率为3.9%(-1.3pp), 主要由于股权激励成本下降; 研发/财务费用率为2.3%, (-0.2pp)/-0.04%(-0.01pp)。综合来看, 公司H1净利率为9.6%(-2.9pp), Q2净利率为6.3%(-7.5pp), 公司在纸浆成本大幅增加情况下, 盈利能力短期承压。21H1公司经营现金流产生的现金流量净额为7.4亿元(+46.2%), 现金流大幅改善; 筹资活动产生的现金流量净额为-8.2亿元(20H1为-4582万), 主要系借款所收到的现金减少及支付公司回购股份增加所致。
- 生活用纸价格带延伸, 个人护理产品矩阵不断丰富。** 分行业来看, 2021H1生活用纸/个人护理产品营收40.8亿元(+15.6%)/4029.6万元(-40.1%); 其它品类包括新棉初白系列棉柔巾、医用外科口罩等其它健康精品实现营收1.2亿元(+703.2%)。生活用纸方面, 公司重启太阳品牌, 定位高质低价, 有望成为未来提升公司产品市占率的关键点。个人护理产品方面, 2021年初公司推出新生儿护理品牌OKBEBE系列, 产品包括婴儿纸尿裤与拉拉裤, 个人护理品类矩阵进一步丰富。
- 中长期来看, 公司的品牌性突出, 品类矩阵成型、渠道扩张空间充分, 值得关注。** 现阶段的洁柔尚处于渠道和产品协同发力时期, 产品紧跟新消费趋势, 多品牌结构矩阵成型。洁柔近几年在强化高端品Face、Lotion基础上推出了湿巾、自然木、便携式洗脸巾、新棉初白、朵蕾蜜等新品类, 高端产品占比提升。全国产能布局完善, 宿迁拟建40万吨生活用纸产能, 满足华东市场未来扩张需求, 成长空间广阔。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.82元、0.95元、1.09元, 对应PE分别为22倍、19倍、17倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险; 新产能投产不及预期的风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7823.53	9237.25	10738.27	12364.79
增长率	17.91%	18.07%	16.25%	15.15%
归属母公司净利润(百万元)	905.89	1069.66	1241.47	1432.00
增长率	50.02%	18.08%	16.06%	15.35%
每股收益EPS(元)	0.69	0.82	0.95	1.09
净资产收益率ROE	17.97%	17.85%	7.51%	17.16%
PE	27	22	19	17
PB	4.77	4.01	3.39	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.12
流通A股(亿股)	12.82
52周内股价区间(元)	18.33-34.45
总市值(亿元)	240.48
总资产(亿元)	71.39
每股净资产(元)	3.70

相关研究

- 中顺洁柔(002511): 盈利能力提升, 全年业绩亮眼 (2021-04-29)
- 中顺洁柔(002511): 盈利、份额有望双升, 消费品成长逻辑持续演绎 (2021-04-06)
- 中顺洁柔(002511): 业绩表现亮眼, 渠道和品类结构持续优化 (2021-02-28)
- 中顺洁柔(002511): 把握消费品成长因子, 长期逻辑持续演绎 (2021-01-04)
- 中顺洁柔(002511): 着眼长期, 渠道和品类结构持续向好 (2020-10-31)

关键假设:

假设 1: 上半年原材料价格上涨对公司盈利能力有一定影响, 考虑到当前木浆价格仍处相对高位, 因此我们调整公司的毛利率预期, 预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 39.2%、39.5% 和 39.9%。

假设 2: 考虑到新零售渠道崛起对传统渠道分流, 公司调整策略应对变化, 行业竞争有出现加剧的可能, 因此我们对公司的成品系列增速进行调整, 预计 2021-2023 年成品收入增速分别为 18%、16% 和 15%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表:

表 1: 分业务收入成本预测

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
收入	7823.53	9237.25	10738.28	12364.80
增速	17.91%	18.07%	16.25%	15.15%
成本	4590.9	5613.05	6496.05	7435.04
毛利率	41.32%	39.23%	39.51%	39.87%
成品				
收入	7585.45	8950.83	10382.96	11940.41
yoy	16.14%	18.00%	16%	15%
成本	4367.12	5370.50	6209.01	7104.54
毛利率	42.43%	40.0%	40.2%	40.5%
半成品				
收入	14.46	18.08	19.88	21.87
yoy	-57.74%	25.00%	10.00%	10.00%
成本	12.26	14.46	18.69	20.56
毛利率	15.21%	20.0%	6%	6.00%
其他业务				
收入	223.62	268.34	335.43	402.52
yoy	223.34%	20.00%	25.00%	20.00%
成本	211.52	228.09	268.34	309.94
毛利率	5.41%	15.0%	20%	23%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7823.53	9237.25	10738.27	12364.79	净利润	905.89	1069.66	1241.47	1432.00
营业成本	4590.90	5613.05	6496.04	7435.04	折旧与摊销	311.62	286.15	303.31	319.02
营业税金及附加	56.11	64.04	75.30	86.38	财务费用	-18.00	-37.03	-68.08	-95.81
销售费用	1544.56	1736.60	2061.75	2411.13	资产减值损失	-15.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	364.91	572.71	676.51	803.71	经营营运资本变动	-622.59	632.25	-18.36	-124.89
财务费用	-18.00	-37.03	-68.08	-95.81	其他	267.15	-55.16	9.21	4.59
资产减值损失	-15.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	828.20	1895.87	1467.54	1534.91
投资收益	3.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-138.37	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-243.51	-15.42	-20.54	-29.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-381.88	-220.42	-236.54	-257.89
营业利润	1103.87	1287.88	1496.75	1724.34	短期借款	128.22	-142.94	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.48	-5.38	-7.23	-6.61	长期借款	-22.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	1088.39	1282.50	1489.52	1717.73	股权融资	148.87	10.00	0.00	0.00
所得税	182.50	212.84	248.05	285.72	支付股利	-97.93	-128.23	-146.55	-177.18
净利润	905.89	1069.66	1241.47	1432.00	其他	-225.77	37.03	68.08	95.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-69.11	-224.14	-78.47	-81.37
归属母公司股东净利润	905.89	1069.66	1241.47	1432.00	现金流量净额	374.04	1451.31	1152.54	1195.66
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1125.20	2576.51	3729.04	4924.70	成长能力				
应收和预付款项	1094.79	1247.72	1467.35	1683.45	销售收入增长率	17.91%	18.07%	16.25%	15.15%
存货	1661.27	1233.16	1427.04	1712.77	营业利润增长率	53.43%	16.67%	16.22%	15.21%
其他流动资产	158.66	120.34	139.83	160.95	净利润增长率	50.02%	18.08%	16.06%	15.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.26%	9.98%	12.69%	12.45%
投资性房地产	34.58	34.60	35.13	35.02	获利能力				
固定资产和在建工程	3068.49	2988.97	2902.29	2809.91	毛利率	41.32%	39.23%	39.51%	39.87%
无形资产和开发支出	169.42	167.79	167.16	168.53	三费率	24.18%	24.60%	24.87%	25.23%
其他非流动资产	166.03	181.03	201.03	231.03	净利率	11.58%	11.58%	11.56%	11.58%
资产总计	7478.44	8550.11	10068.89	11726.36	ROE	17.97%	17.85%	17.51%	17.16%
短期借款	142.94	0.00	0.00	0.00	ROA	12.11%	12.51%	12.33%	12.21%
应付和预收款项	1232.54	1478.88	1750.09	1999.35	ROIC	20.89%	23.66%	28.44%	31.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.86%	16.64%	16.13%	15.75%
其他负债	1060.81	1077.66	1230.30	1383.69	营运能力				
负债合计	2436.29	2556.54	2980.39	3383.04	总资产周转率	1.16	1.15	1.15	1.13
股本	1311.49	1311.95	1311.95	1311.95	固定资产周转率	2.74	3.30	3.86	4.54
资本公积	907.01	916.55	916.55	916.55	应收账款周转率	8.42	8.20	8.21	8.15
留存收益	2920.13	3861.57	4956.49	6211.31	存货周转率	3.32	3.66	4.66	4.54
归属母公司股东权益	5042.15	5993.58	7088.50	8343.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5042.15	5993.58	7088.50	8343.32	资产负债率	32.58%	29.90%	29.60%	28.85%
负债和股东权益合计	7478.44	8550.11	10068.89	11726.36	带息债务/总负债	5.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.77	2.15	2.39	2.62
					速动比率	1.04	1.64	1.89	2.09
					股利支付率	10.81%	11.99%	11.80%	12.37%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.82	0.95	1.09
					每股净资产	3.84	4.57	5.40	6.36
					每股经营现金	0.63	1.45	1.12	1.17
					每股股利	0.07	0.10	0.11	0.14
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1397.49	1537.00	1731.98	1947.55					
PE	26.55	22.48	19.37	16.79					
PB	4.77	4.01	3.39	2.88					
PS	3.07	2.60	2.24	1.94					
EV/EBITDA	16.33	13.80	11.57	9.66					
股息率	0.41%	0.53%	0.61%	0.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn