开源证券

轻工制造/造纸

中顺洁柔（002511.SZ） 2021H1 收入表现稳健，短期归母净利润承压

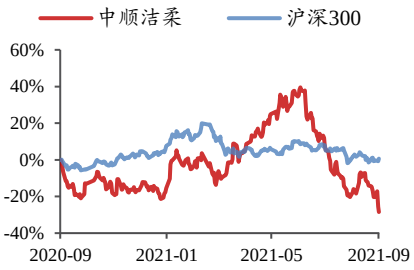
2021 年 09 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/9/1
当前股价(元)	17.60
一年最高最低(元)	35.22/17.25
总市值(亿元)	230.90
流通市值(亿元)	225.66
总股本(亿股)	13.12
流通股本(亿股)	12.82
近 3 个月换手率(%)	155.35

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020 年实现跨越式发展，2021Q1 业绩超市场预期》-2021.4.29

《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

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

王宇俊（联系人）
wangyujun@kysec.cn
证书编号：S0790120080064

● 2021H1 收入表现稳健，归母净利润承压，维持“买入”评级

公司 2021H1 营业收入 42.48 亿元（同比+17.46%），归母净利润 4.07 亿元（同比-10.06%），扣非归母净利润 3.99 亿元（同比-10.65%），2021Q2 单季度营业收入 21.46 亿元（同比+10.29%），归母净利润 1.36 亿元（同比-49.48%），扣非归母净利润 1.32 亿元（同比-49.28%）。纸浆成本以及海运费上升，Q2 毛利率有所下滑，我们下调 2021-2023 盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 9.80/11.31/13.45 亿元（原为 12.65/15.08/17.92 亿元），对应 EPS 为 0.75/0.86/1.03 元，当前股价对应 PE 为 23.6/20.4/17.2 倍，公司积极优化产品结构，提升高端品牌占比，多元渠道齐发力，旺季到来公司盈利有望改善，维持“买入”评级。

● 生活用纸收入增速稳定，个护业务由于高基数有所下滑

2021H1 生活用纸营收 40.83 亿元（同比+15.55%），个护营收 0.40 亿元（同比-40.05%），生活用纸收入表现稳健，个护业务下滑主要由于 2020H1 防疫用品基数较高。长期来看，洁柔品牌规模不断扩大，聚焦高端和超高端市场，太阳品牌定位下沉市场接力生活用纸增长，同时个护品类朵蕾蜜系列卫生巾和 OKBEBE 系列新生婴儿护理品牌也有望逐渐发力，未来公司收入有望继续保持稳健增长。

● 受纸浆成本、海运费上涨影响毛利率下滑，竞争加剧广告投入加大

2021H1 公司毛利率为 39.68%（同比-6.91pcts），Q1、Q2 毛利率分别为 40.46%、38.91%（同比-4.66、8.94pcts），毛利率下滑主要由于上半年纸浆价格大幅上涨、疫情原因导致的海运费上升以及低毛利产品太阳品牌占比的提升。净利率 9.59%（同比-2.93pcts），销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 21.55%、6.18%、2.29%、-0.04%（同比-1.90、-1.47、-0.22、-0.01pcts），Q2 销售费用率 24.45%（环比+5.85pcts），主要由于市场竞争加剧，公司加大广告宣传投入。下半年来看，原材料成本维持高位，中小企业产能有望进一步出清，竞争格局有望改善，公司凭借多元品牌矩阵提升份额，长期看有较大成长空间。

● 风险提示：原材料、能源价格波动；新品拓展受阻；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	9,245	10,870	12,586
YOY(%)	16.8	17.9	18.2	17.6	15.8
归母净利润(百万元)	604	906	980	1,131	1,345
YOY(%)	48.4	50.0	8.2	15.4	18.9
毛利率(%)	39.6	41.3	41.0	41.2	41.3
净利率(%)	9.1	11.6	10.6	10.4	10.7
ROE(%)	14.8	18.0	16.6	16.3	16.4
EPS(摊薄/元)	0.46	0.69	0.75	0.86	1.03
P/E(倍)	38.2	25.5	23.6	20.4	17.2
P/B(倍)	5.7	4.6	3.9	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	4901	6316	7008
现金	704	1125	2822	2386	3976
应收票据及应收账款	808	1052	1146	1438	1554
其他应收款	8	16	10	22	14
预付账款	15	27	38	28	54
存货	986	1661	590	2253	1193
其他流动资产	223	159	295	189	217
非流动资产	3282	3439	3896	4371	4808
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2921	2793	3281	3769	4217
无形资产	169	169	170	171	176
其他非流动资产	192	477	446	430	415
资产总计	6026	7478	8797	10687	11816
流动负债	1814	2285	2723	3574	3447
短期借款	15	143	143	743	143
应付票据及应付账款	781	996	1115	1360	1500
其他流动负债	1019	1146	1465	1471	1804
非流动负债	135	151	183	189	188
长期借款	23	0	32	38	37
其他非流动负债	112	151	151	151	151
负债合计	1949	2436	2906	3762	3636
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	3754	4735	5882
归属母公司股东权益	4077	5042	5891	6924	8180
负债和股东权益	6026	7478	8797	10687	11816

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1360	828	2426	-236	2993
净利润	604	906	980	1131	1345
折旧摊销	263	312	244	301	360
财务费用	21	-18	-59	-61	-80
投资损失	-0	-4	-5	-5	-4
营运资金变动	398	-514	1265	-1604	1370
其他经营现金流	75	146	2	2	1
投资活动现金流	-729	-382	-699	-772	-795
资本支出	603	512	458	474	437
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-126	130	-241	-298	-358
筹资活动现金流	-328	-69	-31	-28	-7
短期借款	-332	128	0	0	0
长期借款	-52	-23	32	5	-0
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	-64	-33	-7
现金净增加额	305	374	1697	-1036	2191

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6635	7824	9245	10870	12586
营业成本	4005	4591	5453	6391	7388
营业税金及附加	43	56	66	75	87
营业费用	1370	1545	1988	2391	2769
管理费用	295	365	444	500	566
研发费用	176	190	203	239	277
财务费用	21	-18	-59	-61	-80
资产减值损失	-19	-16	-18	-22	-25
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	1189	1376	1626
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	1189	1374	1622
所得税	117	183	209	244	277
净利润	604	906	980	1131	1345
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	604	906	980	1131	1345
EBITDA	965	1375	1383	1625	1915
EPS(元)	0.46	0.69	0.75	0.86	1.03

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	17.9	18.2	17.6	15.8
营业利润(%)	43.1	53.4	7.7	15.7	18.2
归属于母公司净利润(%)	48.4	50.0	8.2	15.4	18.9
获利能力					
毛利率(%)	39.6	41.3	41.0	41.2	41.3
净利率(%)	9.1	11.6	10.6	10.4	10.7
ROE(%)	14.8	18.0	16.6	16.3	16.4
ROIC(%)	13.9	16.7	15.2	13.9	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	32.6	33.0	35.2	30.8
净负债比率(%)	-13.5	-17.2	-42.8	-21.3	-44.8
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.8	2.0
速动比率	0.8	1.0	1.5	1.1	1.6
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	0.75	0.86	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.63	1.85	-0.18	2.28
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.84	4.49	5.28	6.23
估值比率					
P/E	38.2	25.5	23.6	20.4	17.2
P/B	5.7	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	23.4	16.2	14.9	13.3	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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（underperform）	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（underperform）	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