

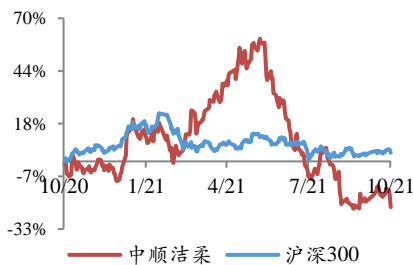
# 成本上行盈利承压，电商持续发力

## 投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-10-28

收盘价(元)	16.63
近12个月最高/最低(元)	34.33/16.47
总股本(百万股)	1,312
流通股本(百万股)	1,282
流通股比例(%)	97.73
总市值(亿元)	218
流通市值(亿元)	213

## 公司价格与沪深300走势比较



## 分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

## 分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

## 相关报告

1. 华安证券\_公司研究\_公司点评\_中顺洁柔 (002511.SZ): 生活用纸营收稳健增长，盈利能力阶段性承压  
2021-08-31

2. 中高端纸品领军者，全渠道稳健成长  
2021-08-05

## 主要观点：

### ● 事件：公司发布 2021 年三季报。

公司前三季度实现营业收入 62.75 亿元，同比增长 12.95%；实现归母净利润 4.84 亿元，同比下降 27.88%；其中，单 Q3 实现营业收入 20.27 亿元，同比增长 4.54%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比下降 64.72%。

### ● Q3 收入增速放缓，电商表现亮眼。

Q3 社会消费水平持续低迷，月度社零增速连续维持低个位数增长，其中日用品类 8 月零售额同比出现负增长。受消费疲软影响，公司 Q3 营收增速放缓至 4.54%。此外，局部地区受疫情管控、极端天气等因素影响，线上购物需求增加，报告期内公司持续强化电商渠道建设，尤其是直播带货等新电商渠道的拓展布局，使得公司 Q3 电商销售数据表现亮眼：根据 7-9 月的淘数据显示，四家生活用纸头部企业中只有洁柔每月均保持销售额的同比正增长。

### ● 成本抬升毛利承压，个护等新品培育初期加大费用投放。

公司 Q3 综合毛利率为 34.3%，环比-4.58pct，同比-12.37pct。毛利率下滑主要因为 1) 浆价 Q3 回落有限，仍较去年同期+200~300 美元/吨，且原材料价格变动反映至报表中存在滞后；2) 消费低迷使得终端提价受阻；3) 毛利率较低的“太阳”品牌等占比提升拉低整体利润水平。受毛利率下滑影响，公司 Q3 销售净利率为 3.81%，同比-7.48pct。费用方面，公司 Q3 销售费率/管理费/研发费率分别为 23.19%/4.74%/2.47%，同比-2.29/-0.32/+0.06pct；环比-1.26/+1.74/+0.15pct。展望 Q4，浆价受新增产能投放略有松动下调迹象，公司生产成本预计将边际改善；同时受“双十一”等电商促销活动影响，消费需求有望回暖。前期费用投放下其市场份额有望持续扩大并在未来浆价下行周期逐步兑现业绩弹性。

### ● 投资建议

公司聚焦提升高端产品占比，加大个护品类的拓展培育，我们预计公司 2021-2023 营收分别为 91.02/106.59/122.17 亿元，同比分别+16.3%、17.1%/14.6%；归母净利润分别为 7.61/8.62/9.52 亿元，同比-16.0%/13.3%/10.5%。公司高中低品牌矩阵完整，产品结构吻合消费发展趋势，聚焦生活用纸主业抢占市场份额。全渠道齐头并进，电商渠道表现突出。完善全国产能布局，进一步降低运输成本。伴随规模持续扩张，公司平抑采购成本的能力也将不断强化。10 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 28.7X/25.3X/22.9X，**维持“增持”评级。**

### ● 风险提示

原材料价格波动风险；核心员工流失风险等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7824	9102	10659	12217
收入同比 (%)	17.9%	16.3%	17.1%	14.6%
归属母公司净利润	906	761	862	952
净利润同比 (%)	50.0%	-16.0%	13.3%	10.5%
毛利率 (%)	41.3%	38.6%	39.3%	38.6%
ROE (%)	18.0%	14.1%	13.8%	13.2%
每股收益 (元)	0.00	0.58	0.66	0.73
P/E	29.81	28.67	25.31	22.91
P/B	5.43	4.04	3.48	3.02
EV/EBITDA	18.64	9.16	9.20	12.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4040	5932	7956	9397	<b>营业收入</b>	7824	9102	10659	12217
现金	1125	2494	4145	5149	营业成本	4591	5589	6465	7505
应收账款	1051	1197	1343	1506	营业税金及附加	56	60	75	81
其他应收款	16	17	19	20	销售费用	1545	2002	2345	2639
预付账款	27	28	32	38	管理费用	365	364	490	562
存货	1661	2082	2303	2570	财务费用	-18	1	1	1
其他流动资产	159	113	113	113	资产减值损失	-16	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3439	2449	1636	1623	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	1	11	12
固定资产	2793	1701	929	811	<b>营业利润</b>	1104	911	1033	1143
无形资产	169	174	184	188	营业外收入	5	3	4	6
其他非流动资产	477	574	524	624	营业外支出	21	8	1	4
<b>资产总计</b>	7478	8381	9592	11019	<b>利润总额</b>	1088	906	1036	1145
<b>流动负债</b>	2285	2850	3200	3675	所得税	183	145	174	192
短期借款	143	143	143	143	<b>净利润</b>	906	761	862	952
应付账款	762	949	1027	1172	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1381	1758	2029	2360	<b>归属母公司净利润</b>	906	761	862	952
<b>非流动负债</b>	151	129	129	129	EBITDA	1416	2123	1934	1387
长期借款	0	-23	-23	-23	EPS (元)	0.00	0.58	0.66	0.73
其他非流动负债	151	151	151	151					
<b>负债合计</b>	2436	2979	3328	3803					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	1311	1312	1312	1312	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	907	525	525	525	<b>成长能力</b>				
留存收益	2824	3565	4427	5379	营业收入	17.9%	16.3%	17.1%	14.6%
归属母公司股东权	5042	5402	6264	7216	营业利润	53.4%	-17.5%	13.4%	10.6%
<b>负债和股东权益</b>	7478	8381	9592	11019	归属于母公司净利	50.0%	-16.0%	13.3%	10.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	41.3%	38.6%	39.3%	38.6%
					净利率 (%)	11.6%	8.4%	8.1%	7.8%
					ROE (%)	18.0%	14.1%	13.8%	13.2%
					ROIC (%)	17.7%	13.8%	13.5%	13.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	32.6%	35.5%	34.7%	34.5%
					净负债比率 (%)	48.3%	55.1%	53.1%	52.7%
					流动比率	1.77	2.08	2.49	2.56
					速动比率	1.00	1.32	1.74	1.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.05	1.09	1.11	1.11
					应收账款周转率	7.44	7.60	7.93	8.11
					应付账款周转率	6.03	5.89	6.29	6.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.70	0.58	0.66	0.73
					每股经营现金流薄)	0.63	1.54	1.31	0.93
					每股净资产	3.84	4.12	4.77	5.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.81	28.67	25.31	22.91
					P/B	5.43	4.04	3.48	3.02
					EV/EBITDA	18.64	9.16	9.20	12.11

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	828	2024	1724	1218
净利润	906	761	862	952
折旧摊销	312	1217	898	242
财务费用	6	1	1	1
投资损失	-4	-1	-11	-12
营运资金变动	-418	42	-23	38
其他经营现金流	1350	724	882	912
<b>投资活动现金流</b>	-382	-231	-71	-214
资本支出	-463	-235	-82	-226
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	81	4	11	12
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-425	-1	-1
短期借款	128	0	0	0
长期借款	-23	-23	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	146	-382	0	0
其他筹资现金流	-324	-21	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	374	1368	1652	1004

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：马远方**，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

**分析师：虞晓文**，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。