

中顺洁柔 (002511.SZ) 2021Q3 收入表现稳健，成本端压力上行

2021年10月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

王宇俊（联系人）

lvming@kysec.cn

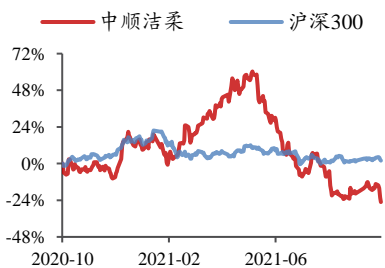
wangyujun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120080064

日期	2021/10/29
当前股价(元)	17.04
一年最高最低(元)	35.22/15.05
总市值(亿元)	209.85
流通市值(亿元)	204.78
总股本(亿股)	13.10
流通股本(亿股)	12.78
近3个月换手率(%)	136.17

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-2021H1 收入表现稳健，短期归母净利润承压》-2021.9.1

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

● 2021Q3 营收稳健，成本端压力上行，维持“买入”评级

公司 2021Q1-Q3 营业收入 62.75 亿元（同比+12.95%），归母净利润 4.84 亿元（同比-27.88%），2021Q3 单季度营业收入 20.27 亿元（同比+4.54%），归母净利润 0.77 亿元（同比-64.72%）。Q3 成本压力大增短期业绩下滑，下调盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 6.11/7.02/7.92 亿元（原为 9.80/11.31/13.45 亿元），对应 EPS 为 0.47/0.54/0.60 元，当前股价对应 PE 为 34.4/29.9/26.5 倍，随着公司积极内部调整，管理效率有望提升，维持“买入”评级。

● 收入增长较为稳健，线上渠道收入快速扩张

2021 公司单季度收入同比增加 4.54%，由于 2020 年同期基数较高，在整体消费市场低迷情况下公司营收水平相对稳定，公司继续保持较高销售投入，积极进行电商渠道优化，线上渠道发力，占比快速提升。

● 成本端压力较大，终端市场提价不畅，费用率同比下降

2021Q1-Q3 公司整体毛利率为 37.95% (-8.68pcts)，2021Q3 单季度毛利率为 34.33% (-12.37 pcts)，公司毛利率有所下滑主要由于原材料价格上涨，虽然浆价在 Q3 有所回落但是仍处高位，Q3 阔叶浆均价同比上涨 1100 元/吨，环比下降 450 元/吨；公司对成本进行加权平均法核算，报表上成本对浆价回落反应存在滞后；Q3 消费终端相对低迷，产品提价一定程度受阻。2021Q1-Q3 公司净利率为 7.72% (-4.37pcts)，2021Q3 单季度净利率为 3.81% (-7.48 pcts)。2021Q1-Q3 公司期间费用率为 28.55%（同比-3.00pcts），销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 22.08%（同比-0.47pcts）/6.51%（同比-1.07pcts）/2.35%（同比-0.13pcts）/-0.05%（+0.15pcts），公司有效控制费用，期间费用率下降。

● 经营性现金流水平保持良好，营运能力稳健

2021Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 8.79 亿元（同比+113.73%），应收账款及应收票据 9.93 亿元（同比+12.63%），存货周转天数 118.64 天（同比-6.34 天），应收账款周转天数 43.88 天（+2.89 天），应付账款周转天数 54.94 天（-1.79 天）。

● **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	8,856	10,034	11,389
YOY(%)	16.8	17.9	13.2	13.3	13.5
归母净利润(百万元)	604	906	611	702	792
YOY(%)	48.4	50.0	-32.6	14.9	13.0
毛利率(%)	39.6	41.3	37.0	37.3	37.2
净利率(%)	9.1	11.6	6.9	7.0	7.0
ROE(%)	14.8	18.0	11.1	11.5	11.6
EPS(摊薄/元)	0.46	0.69	0.47	0.54	0.60
P/E(倍)	34.8	23.2	34.4	29.9	26.5
P/B(倍)	5.1	4.2	3.8	3.4	3.1

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	4789	5926	6131
现金	704	1125	2754	2202	3299
应收票据及应收账款	808	1052	1054	1332	1376
其他应收款	8	16	9	20	12
预付账款	15	27	35	26	48
存货	986	1661	642	2156	1179
其他流动资产	223	159	295	189	217
非流动资产	3282	3439	3714	4000	4307
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2921	2793	3105	3413	3735
无形资产	169	169	170	171	176
其他非流动资产	192	477	439	415	396
资产总计	6026	7478	8503	9926	10438
流动负债	1814	2285	2811	3627	3435
短期借款	15	143	143	964	143
应付票据及应付账款	781	996	1164	1272	1497
其他流动负债	1019	1146	1504	1391	1796
非流动负债	135	151	170	174	174
长期借款	23	0	19	23	23
其他非流动负债	112	151	151	151	151
负债合计	1949	2436	2981	3800	3610
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1309	1311	1311	1311	1311
资本公积	761	907	907	907	907
留存收益	2112	2920	3440	4048	4724
归属母公司股东权益	4077	5042	5522	6125	6828
负债和股东权益	6026	7478	8503	9926	10438

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1360	828	2187	-768	2576
净利润	604	906	611	702	792
折旧摊销	263	312	237	280	326
财务费用	21	-18	-58	-50	-60
投资损失	-0	-4	-5	-5	-4
营运资金变动	398	-514	1400	-1696	1519
其他经营现金流	75	146	2	2	1
投资活动现金流	-729	-382	-510	-563	-631
资本支出	603	512	276	286	307
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-126	130	-234	-277	-324
筹资活动现金流	-328	-69	-49	-42	-27
短期借款	-332	128	0	0	0
长期借款	-52	-23	19	3	1
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	-68	-46	-28
现金净增加额	305	374	1629	-1373	1918

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6635	7824	8856	10034	11389
营业成本	4005	4591	5579	6291	7152
营业税金及附加	43	56	64	69	79
营业费用	1370	1545	1948	2208	2506
管理费用	295	365	425	482	547
研发费用	176	190	195	221	251
财务费用	21	-18	-58	-50	-60
资产减值损失	-19	-16	-18	-20	-23
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	741	854	960
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	741	853	956
所得税	117	183	131	151	163
净利润	604	906	611	702	792
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	604	906	611	702	792
EBITDA	965	1375	929	1092	1234
EPS(元)	0.46	0.69	0.47	0.54	0.60

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	17.9	13.2	13.3	13.5
营业利润(%)	43.1	53.4	-32.9	15.3	12.3
归属于母公司净利润(%)	48.4	50.0	-32.6	14.9	13.0
获利能力					
毛利率(%)	39.6	41.3	37.0	37.3	37.2
净利率(%)	9.1	11.6	6.9	7.0	7.0
ROE(%)	14.8	18.0	11.1	11.5	11.6
ROIC(%)	13.9	16.7	9.8	9.2	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	32.6	35.1	38.3	34.6
净负债比率(%)	-13.5	-17.2	-44.8	-17.9	-44.1
流动比率	1.5	1.8	1.7	1.6	1.8
速动比率	0.8	1.0	1.4	1.0	1.4
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	0.47	0.54	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.63	1.67	-0.59	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.85	4.22	4.68	5.21
估值比率					
P/E	34.8	23.2	34.4	29.9	26.5
P/B	5.1	4.2	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	21.2	14.7	20.0	18.2	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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人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的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	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	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

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

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

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