

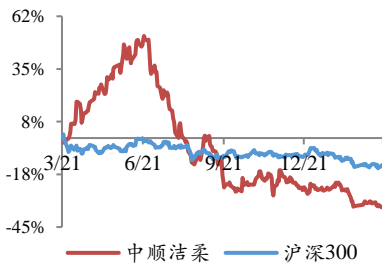
## Q4 营收高增，看好提价落地盈利改善

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-03-02

收盘价(元)	14.74
近12个月最高/最低(元)	34.33/14.66
总股本(百万股)	1,313
流通股本(百万股)	1,286
流通股比例(%)	97.99
总市值(亿元)	193
流通市值(亿元)	190

### 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

### 相关报告

1. 华安证券\_公司研究\_公司点评\_中顺洁柔 (002511.SZ): 成本上行盈利承压, 电商持续发力 2021-10-28

2. 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

### 主要观点:

#### ● 事件：公司发布 2021 年业绩快报。

公司预计 2021 年实现营收 91.94 亿元，同比增长 17.52%；实现归母净利润 5.82 亿元，同比下降 35.8%。**单 Q4 来看**，公司 Q4 预计实现营收 29.19 亿元，同比增长 28.7%，环比增长 44.02%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比下降 58.3%，环比增长 26.68%。

#### ● Q4 营收亮眼，利润承压但环比改善明显。

公司 Q4 营收增速亮眼，前期费用投放成效逐渐显现，其中线上渠道在电商购物节助力下继续保持良好增长势头。**利润端**：公司 Q4 利润继续承压，主因 1) 国际原材料价格与包材价格上涨，生产成本有所抬升；2) 年内行业产能投放阶段性过剩，市场竞争加剧，终端提价不畅，促销力度加大+渠道建设增加费用投入。此外，Q4 利润环比提升 26.9%，主因 Q3 浆价下行+Q4 能源成本逐月下降，成本端压力有所缓解。

#### ● 纸价普涨修复行业利润，精准营销强化中高端定位。

2 月生活用纸行业发布新一轮涨价函，原纸价格普遍上调 200 元/吨，根据卓创资讯，当前生活纸原纸的市场报价已达到 6700-6900 元/吨，此轮集中提价有望改善行业盈利。公司此前 (10 月 28 日) 也发布调价通知函，拟将旗下产品自 2022 年 1 月 1 日起进行价格调整。目前公司绝大多数产品已实施提价，提价幅度根据区域、卖场及具体产品有所不同。此外，根据公司公开交流信息，2022 年公司销售费用将保持相对稳定，将针对高毛利和重点单品进行精准化投入，同时将减少部分产品的促销力度。此前公司于春节档期联动人民网推出的“中国面孔”宣传活动反响较好。公司通过精准营销不断强化中高端定位抢占消费者心智，资源进一步向高毛利产品倾斜并提升占比，持续优化产品结构。

#### ● 投资建议

公司持续提升高端产品占比，加大个护品类的拓展培育，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，电商及新兴渠道表现突出。当前在手产能约 80 万吨，计划每年产能扩张 10 万吨，逐渐提升规模效应和市场份额。公司管理制度向职业经理人转变，2021 年业绩顺利达成激励目标，公司将持续优化管理制度并提高管理效率。我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 91.94/104.77/116.50 亿元，同比增长 17.5%/14.0%/11.2%；归母净利润为 5.83/7.05/8.39 亿元，同比-35.6%/+20.8%/+19.1%，对应 PE 为 33.18X、27.45X、23.05X。维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、产能投放不及预期。

## ● 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	9194	10477	11650
收入同比 (%)	17.9%	17.5%	14.0%	11.2%
归属母公司净利润	906	583	705	839
净利润同比 (%)	50.0%	-35.6%	20.8%	19.1%
毛利率 (%)	41.3%	37.0%	36.9%	36.7%
ROE (%)	18.0%	11.2%	11.9%	12.4%
每股收益 (元)	0.70	0.44	0.54	0.64
P/E	29.81	33.18	27.45	23.05
P/B	5.43	3.70	3.26	2.86
EV/EBITDA	18.65	8.97	8.95	11.77

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	5847	7679	8881	<b>营业收入</b>	7824	9194	10477	11650
现金	1125	2320	3840	4748	营业成本	4591	5793	6610	7380
应收账款	1051	1209	1320	1436	营业税金及附加	56	61	73	77
其他应收款	16	18	19	19	销售费用	1545	2115	2284	2447
预付账款	27	29	33	37	管理费用	365	349	419	466
存货	1661	2159	2354	2527	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	10	12
固定资产	2793	1701	929	811	<b>营业利润</b>	1104	699	844	1007
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	8296	9315	10504	<b>利润总额</b>	1088	694	847	1009
<b>流动负债</b>	2285	2943	3258	3607	所得税	183	111	142	169
短期借款	143	143	143	143	<b>净利润</b>	906	583	705	839
应付账款	762	984	1050	1152	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1381	1816	2064	2312	<b>归属母公司净利润</b>	906	583	705	839
<b>非流动负债</b>	151	129	129	129	EBITDA	1415	1912	1745	1251
长期借款	0	-23	-23	-23	EPS (元)	0.70	0.44	0.54	0.64
其他非流动负债	151	151	151	151					
<b>负债合计</b>	2436	3071	3386	3736					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1311	1313	1313	1313					
资本公积	907	525	525	525					
留存收益	2824	3387	4091	4931					
归属母公司股东权益	5042	5224	5929	6769					
<b>负债和股东权益</b>	7478	8296	9315	10504					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	828	1850	1592	1124	<b>成长能力</b>				
净利润	906	583	705	839	营业收入	17.9%	17.5%	14.0%	11.2%
折旧摊销	312	1217	898	242	营业利润	53.4%	-36.7%	20.7%	19.3%
财务费用	6	1	1	1	归属于母公司净利	50.0%	-35.6%	20.8%	19.1%
投资损失	-4	-1	-10	-12	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-418	45	3	56	毛利率 (%)	41.3%	37.0%	36.9%	36.7%
其他经营现金流	1350	543	699	782	净利率 (%)	11.6%	6.3%	6.7%	7.2%
<b>投资活动现金流</b>	-382	-231	-72	-214	ROE (%)	18.0%	11.2%	11.9%	12.4%
资本支出	-463	-235	-82	-226	ROIC (%)	17.7%	10.9%	11.7%	12.2%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	81	4	10	12	资产负债率 (%)	32.6%	37.0%	36.4%	35.6%
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-424	-1	-1	净负债比率 (%)	48.3%	58.8%	57.1%	55.2%
短期借款	128	0	0	0	流动比率	1.77	1.99	2.36	2.46
长期借款	-23	-23	0	0	速动比率	1.00	1.22	1.61	1.74
普通股增加	3	1	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	146	-382	0	0	总资产周转率	1.05	1.11	1.12	1.11
其他筹资现金流	-324	-21	-1	-1	应收账款周转率	7.44	7.60	7.93	8.11
<b>现金净增加额</b>	374	1194	1520	909	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	0.44	0.54	0.64
					每股经营现金流薄)	0.63	1.41	1.21	0.86
					每股净资产	3.84	3.98	4.52	5.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.81	33.18	27.45	23.05
					P/B	5.43	3.70	3.26	2.86
					EV/EBITDA	18.65	8.97	8.95	11.77

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。

## 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。