

证券研究报告—动态报告

轻工

造纸

中顺洁柔(002511)

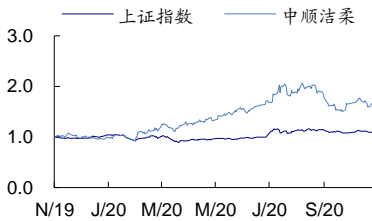
买入

2020年三季度报点评

(维持评级)

2020年11月04日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,311/1,275
总市值/流通(亿元)	26,539/25,796
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12个月最高/最低(元)	27.15/11.65

相关研究报告:

《国信证券-中顺洁柔-002511-2020年中报点评: 净利润超预期, 产品结构优化与渠道布局成效显现》——2020-08-11  
《中顺洁柔-002511-2019年年报&2021年一季报点评: 产品结构优化, 盈利质量更上层楼》——2020-05-06  
《中顺洁柔-002511-2019年三季报点评: 成本下行利润超预期, 经营现金流大幅改善》——2019-10-24  
《中顺洁柔-002511-2019年中报点评: 稳中求进, 推进全方位布局》——2019-08-07  
《中顺洁柔-002511-2019年一季报点评: 业绩表现良好, 产品结构持续优化》——2019-04-21

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307  
E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003  
联系人: 蔡志明  
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩平稳增长, 原料储备充足

● 收入利润维持增长, 毛利率大幅上行

2020前三季度收入 55.55 亿元(+15.3%), 净利润 6.72 亿元(+53.4%), 毛利率 46.6% (+8.3%), 净利率 12.1%(+3.0%)。毛利率上升或为线上渠道销售收入占比提升和高端产品收入占比增长所致。销售、管理费用率分别为 24.2% (+4.6%)、7.6% (+0.9%), 其中销售费用率上涨较多的主要原因是公司疫情期间扶持了部分经营困难的经销商。

● 原材料储备充足, 有效平抑未来浆价波动

20Q3 期末公司存货 17.58 亿元(+60.4%), 其中大部分为纸浆。公司大幅采购纸浆原因在于锁定原材料成本, 平抑未来浆价波动可能对公司利润率造成的影响, 从而增强盈利的稳定性和确定性。

● 线上业务高速增长, 未来或持续发力

近年来消费者线上购买生活用纸品类的比例提高趋势明显, 疫情更是推动了这一趋势。公司重视线上渠道发展, 专门成立了电商团队, 并搭建相应的供应链, 目前已形成覆盖主流电商平台的线上分销渠道。此外, 公司每个季度均会向线上投放新 SKU 来满足消费者更多细分需求。在公司持续投入下, 线上业务未来有望维持高速增长。

● 结构优化推升毛利率持续验证, 未来仍有空间

公司近年毛利率随中高端非卷纸品类收入占比提升而逐年攀升。前三季度毛利率提升也部分源于此。高端生活用纸 Face、Lotion、自然木、新棉初白等四个品牌毛利率从低到高依次上升。目前公司非卷纸品类占比已经较高, 2019FY 高端生活用纸占比约 70%。公司未来有望通过中高端用纸的内部结构优化, 叠加个人护理产品的发展壮大, 进一步维持乃至提升整体毛利率。

● 维持收入利润预测和“买入”评级

维持收入利润预测。预测 2020-2022 年的收入分别为 75.97、86.23 和 96.57 亿元, 净利润分别为 8.81、12.59 和 14.08 亿元。维持“买入”评级和合理估值区间至 28.7~29.4 元。

● 风险提示

公司的产能扩张和销售情况不及预期; 木浆和产品价格大幅波动。

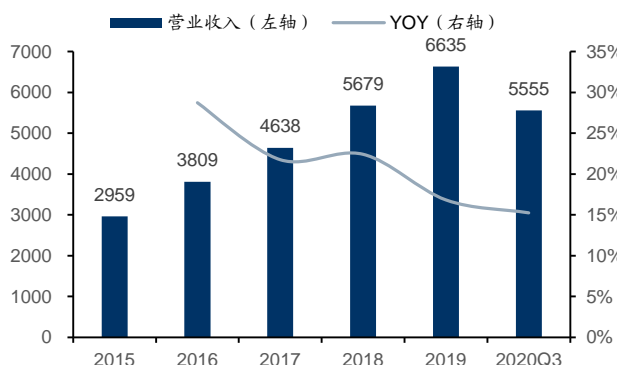
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,635	7,597	8,623	9,657
(+/-)%	16.84%	14.50%	13.50%	12.00%
净利润(百万元)	604	881	1,259	1,408
(+/-)%	48.36%	45.91%	42.94%	11.84%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.69	0.98	1.10
EBIT Margin	13.91%	15.20%	19.24%	19.24%
净资产收益率(ROE)	14.81%	18.42%	21.75%	20.37%
市盈率(PE)	43.87	29.54	20.67	18.48
EV/EBITDA	24.01	16.26	14.56	13.36
市净率(PB)	6.50	5.44	4.50	3.76

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

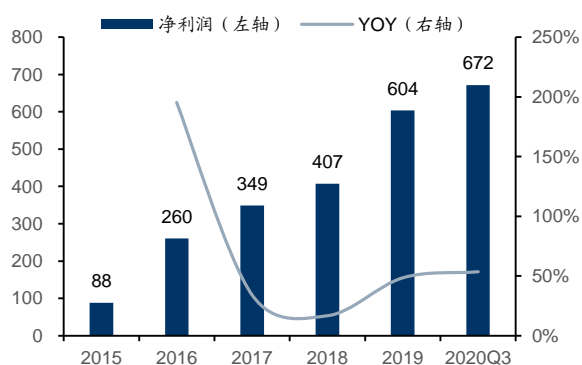
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营收和同比增速 (百万元)



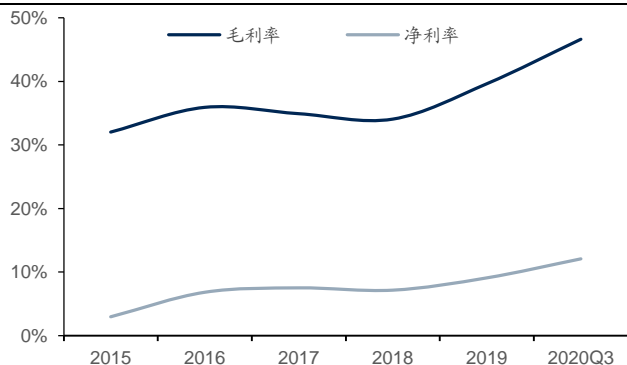
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润和同比增速 (百万元)



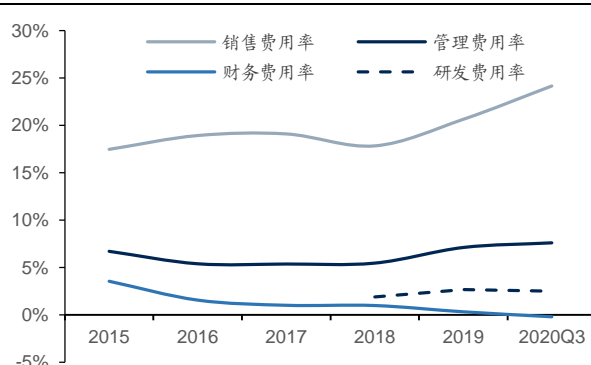
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利率和毛利率



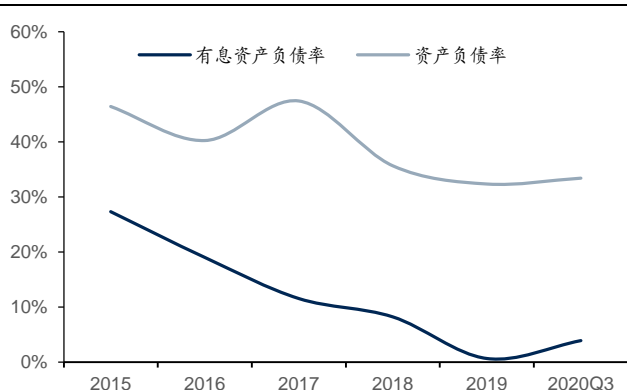
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各项费用率



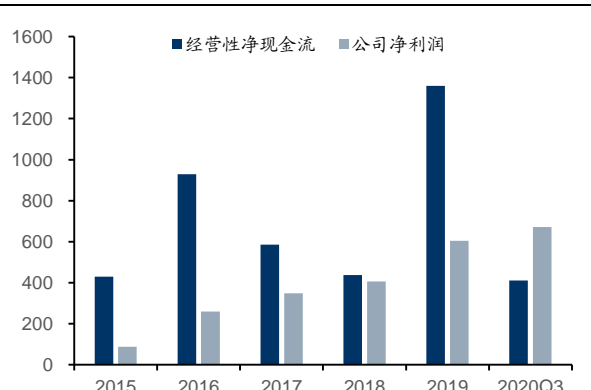
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司资产负债率和有息资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 净利润和经营现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

维持收入利润预测和“买入”评级。预测2020-2022年的收入分别为75.97、86.23和96.57亿元，同比增速分别为14.5%、13.5%和12.0%；净利润分别为8.81、12.59和14.08亿元，同比增速分别为45.9%、42.9%和11.8%。

10月30日公司收盘价20.24元对应的2020-2022年预测PE分别为29.5/20.7/18.5X。近期公司股价波动有所加大，我们认为系市场情绪波动所致，与公司基本面无关。我们看好公司在生活用品这一长坡厚雪赛道的长期表现，维持“买入”评级和合理估值区间28.7~29.4元。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	(19A)	(19A)
002511.SZ	中顺洁柔	20.24	265.39	0.46	*0.69	*0.98	*1.10	44.00	*29.33	*20.65	*18.40	22.59	0.91
1044.HK	恒安国际	53.75	554.55	3.29	3.87	4.19	4.53	16.34	13.89	12.84	11.86	21.86	5.75
3331.HK	维达国际	20.50	213.19	0.95	1.37	1.52	1.70	21.58	14.99	13.51	12.04	12.03	0.29

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测和整理

注: 带\*数值为国信证券经济研究所整理和预测, 恒安国际和维达国际2020-2022年预测PE为wind一致预期

### 风险提示

- 1.公司的产能扩张和产品销售情况不及预期;
- 2.木浆价格大幅波动影响公司盈利。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	704	1247	2185	3309	营业收入	6635	7597	8623	9657
应收款项	816	982	1105	1225	营业成本	4005	4178	4742	5312
存货净额	986	983	797	897	营业税金及附加	43	55	58	66
其他流动资产	238	716	813	911	销售费用	1370	1568	1780	1993
<b>流动资产合计</b>	<b>2744</b>	<b>3929</b>	<b>4901</b>	<b>6341</b>	管理费用	295	337	383	429
固定资产	2977	3194	3435	3655	财务费用	21	20	20	20
无形资产及其他	169	162	155	148	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	136	136	136	136	资产减值及公允价值变动	19	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(201)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6026</b>	<b>7422</b>	<b>8627</b>	<b>10281</b>	营业利润	719	1175	1679	1878
短期借款及交易性金融负债	47	630	390	356	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	781	747	833	977	<b>利润总额</b>	<b>721</b>	<b>1175</b>	<b>1679</b>	<b>1878</b>
其他流动负债	986	917	1040	1230	所得税费用	117	294	420	469
<b>流动负债合计</b>	<b>1814</b>	<b>2294</b>	<b>2263</b>	<b>2563</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	23	232	458	683	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>881</b>	<b>1259</b>	<b>1408</b>
其他长期负债	112	114	117	119					
<b>长期负债合计</b>	<b>135</b>	<b>346</b>	<b>574</b>	<b>802</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1949</b>	<b>2640</b>	<b>2838</b>	<b>3365</b>	净利润	604	881	1259	1408
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(6)	2	2	2
股东权益	4077	4782	5789	6916	折旧摊销	262	311	330	349
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6026</b>	<b>7422</b>	<b>8627</b>	<b>10281</b>	公允价值变动损失	(19)	0	0	0
					财务费用	21	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	368	(741)	180	21
每股收益	0.46	0.69	0.98	1.10	其它	6	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.04	0.14	0.20	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>1215</b>	<b>451</b>	<b>1769</b>	<b>1778</b>
每股净资产	3.11	3.72	4.50	5.38	资本开支	(578)	(523)	(565)	(564)
ROIC	19%	24%	24%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	18%	22%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(578)</b>	<b>(523)</b>	<b>(565)</b>	<b>(564)</b>
毛利率	40%	45%	45%	45%	权益性融资	105	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	19%	19%	负债净变化	(52)	209	226	226
EBITDA Margin	18%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(46)	(176)	(252)	(282)
收入增长	17%	15%	14%	12%	其它融资现金流	(257)	583	(239)	(35)
净利润增长率	48%	46%	43%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(348)</b>	<b>616</b>	<b>(265)</b>	<b>(91)</b>
资产负债率	32%	36%	33%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>289</b>	<b>543</b>	<b>938</b>	<b>1124</b>
股息率	0.2%	0.7%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	415	704	1247	2185
P/E	43.9	29.5	20.7	18.5	货币资金的期末余额	704	1247	2185	3309
P/B	6.5	5.4	4.5	3.8	企业自由现金流	825	(88)	1189	1199
EV/EBITDA	24.0	16.3	14.6	13.4	权益自由现金流	516	704	1175	1390

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032