

# 持续回购股份彰显管理层信心，看好份额长期提升，建议积极布局

买入（维持）

2021年07月12日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

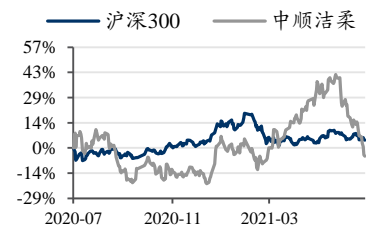
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,824	9,537	11,530	13,767
同比（%）	17.9%	21.9%	20.9%	19.4%
归母净利润（百万元）	906	1,356	1,780	2,138
同比（%）	50.0%	49.7%	31.2%	20.1%
每股收益（元/股）	0.69	1.03	1.36	1.63
P/E（倍）	33.45	22.34	17.03	14.17

## 投资要点

- **事件：7月9日公司回购股份39.77万股，成交金额921.7万元，21年1月27日至7月9日累计回购已达5.8亿元。**公司于21年1月5日披露回购方案，并于21年5月上调回购价格上限，并提高回购金额区间至3.3亿元-6.6亿元。21年1月27日-7月9日公司累计回购2050万股，成交金额总计5.8亿元。
- **持续回购彰显管理层信心，市场情绪扰动带来布局机会：**公司持续进行股票回购用于后续员工持股或股权激励计划，其中21年6月以来累计回购975.5万元，成交金额3.1亿元，彰显对公司后续成长性的信心。21年6月公司股价回调较多，基于对电商渠道数据跟踪及行业调研，我们认为公司基本面经营稳健，电商渠道份额持续提升，回调主要受浆价回调情绪影响。短期看，中小纸厂盈利压力较大，开工率仍处于低位，我们看好公司凭借前期低价原材料储备及积极的市场开拓策略抢占中小品牌份额。后续来看，浆价回落有望助公司明后年盈利水平保持高位。中长期看，公司不断完善原材料协议采购、期限联动等操作机制，持续降低原材料扰动的影响，周期性将逐渐减弱。
- **重申公司中长期成长机会：人才引进+双品牌运营+薄弱地区重点突破。**1) 从人才引进角度看，21年公司接连引入刘鹏总、邓雯曦总等核心高管，聘任李肇锦总为公司副总裁，扩充核心管理团队为后续成长蓄力。公司2015年引入原金红叶团队后重塑渠道步入高速成长期，而本轮人才引进为公司内部管理及品牌打造注入新活力，成长有望再加速。2) 太阳+洁柔双品牌运营打破单品牌成长天花板，并令公司产品区割更加明显。太阳品牌瞄准中低端市场补充空白，后续随着竹浆纸一体化项目的落地，成本优势将进一步提升。3) 公司在华东区域相对薄弱，21年1月宿迁40万吨高档生活用纸项目开始建设，蓄势发力华东区域，华东区市场份额有望加速提升。此外，公司积极培育个护品类，已布局棉柔巾、卫生巾、母婴用品等品类，为远期成长奠定基础。
- **盈利预测与投资评级：**公司基于其内部优质的管理梳理，中高端品牌的成功树立，以及积极拥抱电商的战略，洁柔已经成为生活用纸行业第三大品牌，未来洁柔有望向行业第一发起冲击，同时积极培育个护产品，打开第二增长曲线。我们预计2021-2023净利润为13.6、17.8、21.4亿元，对应PE分别为22.3、17.0、14.2x，估值安全边际高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.10
一年最低/最高价	18.64/35.22
市净率(倍)	5.93
流通A股市值(百万元)	29639.50

## 基础数据

每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	30.29
总股本(百万股)	1311.95
流通A股(百万股)	1283.10

## 相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511)：看好提价落地利润兑现，重申管理层优化蓄力长期成长》2021-05-31
- 2、《中顺洁柔 (002511)：20Q1盈利表现超预期，产品结构持续优化，电商渠道表现靓丽》2020-04-30

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,040</b>	<b>5,947</b>	<b>6,988</b>	<b>10,341</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,824</b>	<b>9,537</b>	<b>11,530</b>	<b>13,767</b>
现金	1,125	3,045	3,931	7,175	减:营业成本	4,591	5,420	6,460	7,672
应收账款	1,052	1,140	1,287	1,262	营业税金及附加	56	68	83	99
存货	1,661	1,527	1,549	1,647	营业费用	1,545	1,787	2,173	2,635
其他流动资产	201	236	220	256	管理费用	555	690	801	936
<b>非流动资产</b>	<b>3,439</b>	<b>3,332</b>	<b>3,199</b>	<b>3,044</b>	研发费用	190	248	288	330
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-18	-25	-96	-117
固定资产	2,793	2,774	2,684	2,547	资产减值损失	-16	0	0	0
在建工程	276	188	144	122	加:投资净收益	4	5	3	4
无形资产	169	170	171	176	其他收益	29	29	29	29
其他非流动资产	201	200	199	199	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>7,478</b>	<b>9,279</b>	<b>10,187</b>	<b>13,385</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,104</b>	<b>1,629</b>	<b>2,140</b>	<b>2,572</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,285</b>	<b>2,861</b>	<b>2,120</b>	<b>3,311</b>	加:营业外净收支	-15	0	-2	-4
短期借款	143	143	143	143	<b>利润总额</b>	<b>1,088</b>	<b>1,630</b>	<b>2,138</b>	<b>2,569</b>
应付账款	996	552	884	922	减:所得税费用	183	273	359	431
其他流动负债	1,146	2,166	1,093	2,247	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>151</b>	<b>151</b>	<b>151</b>	<b>151</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>906</b>	<b>1,356</b>	<b>1,780</b>	<b>2,138</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,063	1,576	2,042	2,411
其他非流动负债	151	151	151	151	EBITDA	1,375	1,893	2,389	2,784
<b>负债合计</b>	<b>2,436</b>	<b>3,012</b>	<b>2,271</b>	<b>3,462</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	1.03	1.36	1.63
归属母公司股东权益	5,042	6,268	7,916	9,923	每股净资产(元)	3.84	4.78	6.03	7.56
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,478</b>	<b>9,279</b>	<b>10,187</b>	<b>13,385</b>	发行在外股份(百万股)	1311	1312	1312	1312
					ROIC(%)	21.5%	38.4%	40.7%	68.2%
					ROE(%)	18.0%	21.6%	22.5%	21.5%
					毛利率(%)	41.3%	43.2%	44.0%	44.3%
					销售净利率(%)	11.6%	14.2%	15.4%	15.5%
					资产负债率(%)	32.6%	32.5%	22.3%	25.9%
					收入增长率(%)	17.9%	21.9%	20.9%	19.4%
					净利润增长率(%)	50.0%	49.7%	31.2%	20.1%
					P/E	33.45	22.34	17.03	14.17
					P/B	6.01	4.83	3.83	3.05
					EV/EBITDA	21.41	14.53	11.15	8.40

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

