

## 2021 年中报点评：短期业绩承压，阵痛后成长性有望显现

增持（下调）

2021 年 09 月 02 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	9,251	10,893	12,771
同比（%）	17.9%	18.2%	17.7%	17.2%
归母净利润（百万元）	906	909	1,213	1,532
同比（%）	50.0%	0.3%	33.5%	26.3%
每股收益（元/股）	0.69	0.69	0.92	1.17
P/E（倍）	24.51	24.43	18.31	14.49

### 投资要点

- **收入端增长较为稳定，利润端低于市场预期。**公司 2021H1 实现营业收入 42.48 亿元，同比+17.46%；归母净利润 4.07 亿元，同比-10.06%。2021Q2 实现营业收入 21.46 亿元，同比+10.29%；归母净利润 1.36 亿元，同比-49.48%。2021H1 销售净利率同比-2.93pp 至 9.59%。
- **生活用纸收入增速稳健。**收入端看，公司 2021H1 生活用纸、个护产品收入分别为 40.83 亿元、0.4 亿元，同比分别+15.55%、-40.05%。生活用纸收入增速稳定，个护品类收入下滑主要与 2020H1 口罩销售带来增量收入有关。
- **费用投放增加及原材料成本上涨令盈利承压。**公司 2021H1 毛利率为 39.68%（同比-6.91pp），其中 2021Q1/2021Q2 毛利率分别为 40.46%/38.91%。2021H1 毛利率下降的原因主要有：1）会计准则调整，2021H1 及 2020H1 销售费用中运输费占营业收入的比例分别为 1.05%、4.58%；2）2020H1 口罩业务贡献增量毛利；3）木浆价格上涨。销售费用方面，2021H1 销售人员工资薪酬及广告宣传费用增加较多，其中销售人员工资薪酬占营业收入的比例为 4.44%（较 2020H1 提升 0.73pp），广告宣传费用占营业收入的比例为 14.68%（较 2020H1 提升 1.77pp）。
- **经营现金流表现良好，运营效率稳定。**公司 2021H1 实现经营现金流 7.38 亿元，同比+46.24%，较 2019H1+0.41%，表现良好。运营效率稳定，净营业周期为 105.3 天，较 2021Q1 略降 2.5 天，其中存货周转天数为 115.4 天，同比提升 14.5 天，环比略降 2.5 天，我们判断原材料库存仍处于高位。
- **调整期扰动不改中长期逻辑，持续看好中长期成长空间。**2021 年公司接连引入刘鹏总、邓雯曦总等核心高管，短期看新管理团队处于磨合期业绩或受一定扰动，但中长期有望为内部管理及品牌打造注入新活力。重申公司中长期成长逻辑：1）太阳+洁柔双品牌运营打破单品牌成长天花板 2）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。3）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：**根据 2021H1 业绩下调盈利预测，我们预计 2021-2023 净利润为 9.1、12.1、15.3 亿元（原值为 13.6、17.8、21.4 亿元），对应 PE 分别为 24、18、14x。管理层磨合期叠加外部原材料高位因素，短期业绩或有所波动，但中长期看个护品类有望带来第二增长曲线，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨；行业竞争加剧；个护推广不及我们预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.93
一年最低/最高价	16.90/35.22
市净率(倍)	4.58
流通 A 股市值(百万元)	21707.33

### 基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	32.02
总股本(百万股)	1311.95
流通 A 股(百万股)	1282.18

### 相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511)：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》2021-07-12
- 2、《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

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>4,635</b>	<b>5,579</b>	<b>6,798</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,824</b>	<b>9,251</b>	<b>10,893</b>	<b>12,771</b>
现金	1,125	1,561	2,320	3,283	减:营业成本	4,591	5,595	6,370	7,277
应收账款	1,052	1,150	1,506	1,609	营业税金及附加	56	66	78	92
存货	1,661	1,730	1,537	1,697	营业费用	1,545	1,942	2,319	2,758
其他流动资产	201	194	215	210	管理费用	555	611	735	856
<b>非流动资产</b>	<b>3,439</b>	<b>3,819</b>	<b>4,258</b>	<b>4,717</b>	研发费用	190	213	251	294
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-18	-32	-50	-37
固定资产	2,793	3,169	3,590	4,111	资产减值损失	16	9	11	13
在建工程	276	279	296	235	加:投资净收益	4	5	3	4
无形资产	169	180	189	198	其他收益	29	29	29	29
其他非流动资产	201	192	183	174	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>7,478</b>	<b>8,454</b>	<b>9,837</b>	<b>11,516</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,104</b>	<b>1,092</b>	<b>1,459</b>	<b>1,845</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,285</b>	<b>2,483</b>	<b>2,784</b>	<b>3,061</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>1,092</b>	<b>1,458</b>	<b>1,841</b>
应付账款	996	1,115	1,244	1,402	减:所得税费用	183	183	244	309
其他流动负债	1,146	1,225	1,396	1,516	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>909</b>	<b>1,213</b>	<b>1,532</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,063	1,060	1,408	1,766
其他非流动负债	151	151	151	151	EBITDA	1,375	1,413	1,810	2,228
<b>负债合计</b>	<b>2,436</b>	<b>2,634</b>	<b>2,935</b>	<b>3,212</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	0.69	0.92	1.17
归属母公司股东权益	5,042	5,820	6,902	8,304	每股净资产(元)	3.84	4.44	5.26	6.33
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,478</b>	<b>8,454</b>	<b>9,837</b>	<b>11,516</b>	发行在外股份(百万股)	1311	1312	1312	1312
					ROIC(%)	21.5%	19.8%	24.5%	28.2%
					ROE(%)	18.0%	15.6%	17.6%	18.5%
					毛利率(%)	41.3%	39.5%	41.5%	43.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	11.6%	9.8%	11.1%	12.0%
经营活动现金流	828	1,266	1,680	1,976	资产负债率(%)	32.6%	31.2%	29.8%	27.9%
投资活动现金流	382	-730	-839	-919	收入增长率(%)	17.9%	18.2%	17.7%	17.2%
筹资活动现金流	-69	-99	-82	-94	净利润增长率(%)	50.0%	0.3%	33.5%	26.3%
现金净增加额	374	436	759	962	P/E	24.51	24.43	18.31	14.49
折旧和摊销	312	353	402	462	P/B	4.40	3.82	3.22	2.67
资本开支	512	381	439	459	EV/EBITDA	15.52	14.79	11.13	8.61
营运资本变动	-514	39	116	20					

数据来源: Wind, 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>