

消费升级与娱乐研究中心

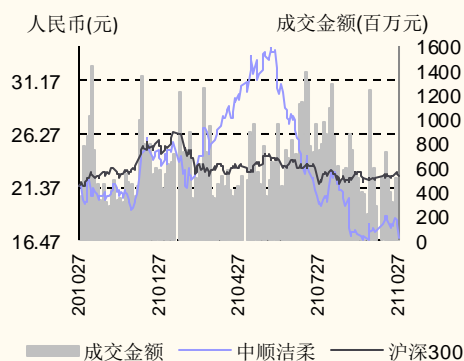
中顺洁柔 (002511.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.63 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.12
已上市流通 A 股(亿股)	12.82
总市值(亿元)	218.18
年内股价最高最低(元)	34.33/16.47
沪深 300 指数	4898
深证成指	14394



相关报告

- 《2Q 营收稳健利润承压，电商&多品类驱动成长-中顺洁柔点评》，2021.8.30
- 《1Q 业绩靓丽，电商+多品类驱动中长期发展-中顺洁柔点评》，2021.4.28
- 《4Q 业绩提速，中长期成长动力充沛-中顺洁柔业绩快报点评》，2021.2.28
- 《回购展现自信，竞争力是底气所在-中顺洁柔点评》，2021.1.6
- 《3Q 业绩持续靓丽，维持“买入”评级-中顺洁柔-三季报点评》，2020.10.29

姜浩

 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

3Q 业绩承压，电商&多品类驱动中长期成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,635	7,824	8,760	10,015	11,281
营业收入增长率	16.84%	17.91%	11.97%	14.34%	12.64%
归母净利润(百万元)	604	906	600	711	813
归母净利润增长率	48.36%	50.02%	-33.79%	18.54%	14.33%
摊薄每股收益(元)	0.461	0.691	0.457	0.542	0.620
每股经营性现金流净额	1.01	0.60	0.60	0.81	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.81%	17.97%	10.75%	11.50%	11.83%
P/E	27.44	30.21	36.36	30.67	26.83
P/B	4.06	5.43	3.91	3.53	3.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月27日公司发布三季报，3Q实现营收20.3亿元，同比+4.5%，实现归母净利润0.77亿元，同比-64.7%，前三季度实现营收62.8亿元，同比+13%，归母净利润4.8亿元，同比-27.9%，业绩低于预期。

经营分析

- 高基数下 3Q 营收表现稳健。** 3Q 收入同比+4.5%，环比+4.2%。预计主要受去年高基数、下游需求疲软，叠加今年居民家庭消费整体库存去化的影响，公司积极开拓社区零售等新零售渠道，预计线上、线下均保持稳健增长。
- 终端竞争激烈，高费用投入下，净利率环比下滑 2.5pct。** 1Q/2Q/3Q 毛利率分别为 40.5%/38.9%/34.3%，呈现前高后低，预计主要原因是原料成本中高价浆成本占比提升，以及能耗成本的提高。3Q 阔叶浆均价同比+1100 元/吨，环比-450 元/吨，预计伴随后续浆价下行，原料成本压力有望逐季减轻。1Q/2Q/3Q 毛销差分别为 21.9%/14.5%/11.1%，同比 -0.7/-9.2/-10.1pct，预计主要原因是终端竞争激烈导致促销加剧、以及新渠道、新品牌推广的高投入。1Q/2Q/3Q 净利率 13%/6.3%/3.8%，3Q 管理/研发费用率分别同比-0.32pct/+0.06pct。
- “太阳”入局+个护发力打开新空间，回购彰显公司发展信心。** 1) 品类端，短期生活用纸行业竞争仍较激烈，我们看好洁柔份额的提升。中低端品牌太阳、高端品牌 Lotion、自然木，以及高端品类湿巾、厨房纸巾等有望逐步发力，卫生巾、纸尿裤等个护品类打开中长期发展新空间。2) 渠道端，21 年双 11 提前开启，有望进一步提振 4Q 业绩；公司亦积极开拓社区团购、抖音等新零售渠道。3) 回购：21 年 1 月起公司发起回购用于员工股权激励，截至 10 月 8 日，公司已累计回购 2306 万股，占总股本 1.76%，回购金额 6.3 亿元。

盈利调整和投资建议

- 根据公司 3Q 业绩表现及我们对未来生活用纸行业竞争格局的判断，我们下调 21-23 年 EPS 至 0.46、0.54、0.62 元，下调幅度为 39%、39%、42%，当前股价对应 PE 分别为 36、31、27 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游消费需求不及预期的风险；销售费用率控制不力的风险；新产品销售低于预期的风险；公司高管刘金锋 6 月减持公司股份 60.12 万股

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,679	6,635	7,824	8,760	10,015	11,281
增长率	22.4%	16.8%	17.9%	12.0%	14.3%	12.6%
主营业务成本	-3,744	-4,005	-4,591	-5,401	-6,175	-6,917
%销售收入	65.9%	60.4%	58.7%	61.7%	61.7%	61.3%
毛利	1,934	2,629	3,233	3,359	3,840	4,364
%销售收入	34.1%	39.6%	41.3%	38.3%	38.3%	38.7%
营业税金及附加	-38	-43	-56	-61	-70	-79
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-1,013	-1,370	-1,545	-1,997	-2,284	-2,595
%销售收入	17.8%	20.6%	19.7%	22.8%	22.8%	23.0%
管理费用	-202	-295	-365	-394	-451	-508
%销售收入	3.6%	4.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-108	-176	-190	-210	-230	-259
%销售收入	1.9%	2.7%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	574	746	1,077	696	805	924
%销售收入	10.1%	11.2%	13.8%	7.9%	8.0%	8.2%
财务费用	-56	-21	18	-1	6	7
%销售收入	1.0%	0.3%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-27	22	22	-10	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	0	4	3	3	3
%税前利润	2.1%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	503	719	1,104	704	830	949
营业利润率	8.9%	10.8%	14.1%	8.0%	8.3%	8.4%
营业外收支	8	2	-15	2	7	7
税前利润	510	721	1,088	706	837	956
利润率	9.0%	10.9%	13.9%	8.1%	8.4%	8.5%
所得税	-103	-117	-183	-106	-125	-143
所得税率	20.3%	16.3%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	407	604	906	600	711	813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	407	604	906	600	711	813
净利率	7.2%	9.1%	11.6%	6.8%	7.1%	7.2%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	415	704	1,125	1,056	1,305	1,986
应收款项	750	816	1,068	970	1,109	1,268
存货	858	986	1,661	1,384	1,480	1,692
其他流动资产	134	238	185	259	265	271
流动资产	2,157	2,744	4,040	3,667	4,159	5,217
%总资产	41.9%	45.5%	54.0%	47.6%	50.1%	56.1%
长期投资	35	36	35	35	35	35
固定资产	2,669	2,977	3,068	3,599	3,696	3,618
%总资产	51.9%	49.4%	41.0%	46.7%	44.5%	38.9%
无形资产	125	182	196	210	226	241
非流动资产	2,989	3,282	3,439	4,034	4,147	4,084
%总资产	58.1%	54.5%	46.0%	52.4%	49.9%	43.9%
资产总计	5,146	6,026	7,478	7,701	8,306	9,301
短期借款	494	47	143	278	0	0
应付款项	1,029	1,417	1,751	1,448	1,680	1,928
其他流动负债	179	351	391	280	325	382
流动负债	1,702	1,814	2,285	2,005	2,006	2,310
长期贷款	75	23	0	0	0	0
其他长期负债	59	112	151	117	117	117
负债	1,835	1,949	2,436	2,123	2,123	2,427
普通股股东权益	3,311	4,077	5,042	5,578	6,183	6,874
其中：股本	1,287	1,309	1,311	1,312	1,312	1,312
未分配利润	1,491	2,059	2,859	3,369	3,973	4,664
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,146	6,026	7,478	7,701	8,306	9,301

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.316	0.461	0.691	0.457	0.542	0.620
每股净资产	2.573	3.115	3.845	4.254	4.714	5.241
每股经营现金净流	0.340	1.008	0.603	0.598	0.806	0.813
每股股利	0.023	0.075	0.100	0.069	0.081	0.093
回报率						
净资产收益率	12.29%	14.81%	17.97%	10.75%	11.50%	11.83%
总资产收益率	7.91%	10.02%	12.11%	7.79%	8.56%	8.74%
投入资本收益率	11.75%	14.96%	17.17%	10.05%	11.01%	11.36%
增长率						
主营业务收入增长率	22.43%	16.84%	17.91%	11.97%	14.34%	12.64%
EBIT增长率	28.59%	30.09%	44.29%	-35.34%	15.66%	14.69%
净利润增长率	16.60%	48.36%	50.02%	-33.79%	18.54%	14.33%
总资产增长率	-11.15%	17.11%	24.10%	2.98%	7.85%	11.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.0	42.5	43.4	45.0	46.0	46.0
存货周转天数	68.5	84.0	105.3	110.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.4	49.5	53.3	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	164.3	160.7	130.3	121.8	108.2	92.0
偿债能力						
净负债/股东权益	4.65%	-15.55%	-19.48%	-13.94%	-21.11%	-28.89%
EBIT利息保障倍数	10.3	34.7	-59.8	757.1	-141.9	-123.9
资产负债率	35.65%	32.35%	32.58%	27.56%	25.56%	26.09%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	407	604	906	600	711	813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	246	244	296	287	314	339
非经营收益	64	22	6	19	-1	-10
营运资金变动	-280	450	-418	-122	35	-75
经营活动现金净流	437	1,319	790	784	1,058	1,067
资本开支	-568	-602	-463	-882	-418	-268
投资	0	0	0	0	0	0
其他	656	-127	81	3	3	3
投资活动现金净流	88	-729	-382	-879	-415	-265
股权募资	0	105	28	26	0	0
债权募资	-944	-497	83	102	-278	0
其他	-285	65	-183	-104	-116	-122
筹资活动现金净流	-1,229	-327	-72	25	-394	-122
现金净流量	-704	264	336	-70	250	680

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	16	20	69
增持	0	0	4	6	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.29	1.30	1.04

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

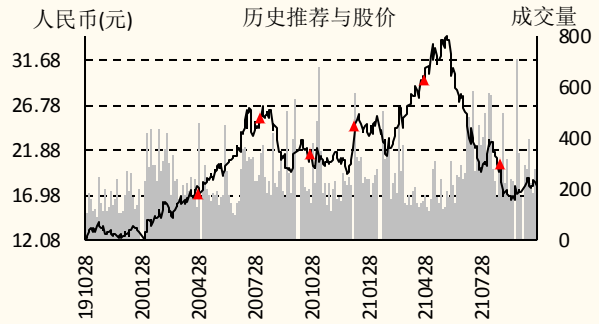
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-30	买入	17.90	23.27 ~ 23.27
2	2020-08-07	买入	24.83	29.80 ~ 29.80
3	2020-10-29	买入	21.76	N/A
4	2021-01-06	买入	24.05	N/A
5	2021-02-28	买入	21.33	N/A
6	2021-04-28	买入	30.03	N/A
7	2021-08-30	买入	19.60	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；
增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；
中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402