

## 2021 年三季度报点评：成本压力有望于 21Q4 逐步缓解

增持（维持）

2021 年 10 月 28 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

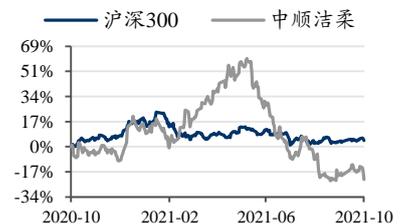
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,824	9,046	10,411	11,955
同比（%）	17.9%	15.6%	15.1%	14.8%
归母净利润（百万元）	906	583	860	1,050
同比（%）	50.0%	-35.6%	47.4%	22.0%
每股收益（元/股）	0.69	0.45	0.66	0.80
P/E（倍）	23.17	35.97	24.40	19.99

### 投资要点

- **成本压力下业绩低于市场预期。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 62.75 亿元，同比+13.0%；归母净利润 4.84 亿元，同比-27.9%。其中 2021Q3 实现营业收入 20.27 亿元，同比+4.5%；归母净利润 0.77 亿元，同比-64.7%。
- **成本压力环比仍有增加，我们预计 2021Q4 成本压力将开始逐步缓解。**公司 2021Q1-3 毛利率为 38.0%，同比-8.68pp，较 2019 年同期-0.34pp；销售净利率为 7.7%，同比-4.37pp。2021Q3 毛利率为 34.3%，同比-12.37pp，环比-4.58pp；销售净利率为 3.8%，同比-7.48pp，环比-2.53pp。2021Q3 公司盈利能力同比及环比均有较大幅度回落，原因主要有：1) 公司采取加权平均法进行原材料成本核算对于浆价变动有一定的滞后期，2021Q3 木浆价格已出现较多回落但公司成本压力进一步提升。我们预计 2021Q4 浆价将延续下行，成本端压力有望减轻。2) 公司加大品牌宣传和品牌推广力度，销售费用投放有所增加。
- **经营现金流表现良好，运营效率稳定。**2021Q1-3 公司实现经营现金流 8.79 亿元，同比+113.73%；经营现金流/经营活动净收益比值为 161.77%，销售现金流/营业收入同比+0.73pcpts 至 101.37%。2021Q1-3 净营业周期 107.58 天，同比下降 1.67 天。其中，存货周转天数 118.64 天，同比下降 6.34 天；应收账款周转天数 43.88 天，同比上升 2.89 天；应付账款周转天数 54.94 天，同比下降 1.79 天。
- **短期调整不改中长期逻辑，品牌持续健康成长。**公司在 2021 年处于调整阶段，外部环境来看，原材料及能源价格波动对成本端带来一定压力，高基数及渠道变迁对行业增速带来一定扰动，但我们预计 2021Q4 扰动因素将逐步消退，行业需求及成本端有望逐步修复。从公司内部来看，2021 年公司接连引入刘鹏总、邓雯曦总等核心高管，随着新管理团队逐渐磨合成熟，内部管理效率有望提升。根据淘数据测算，洁柔品牌 2021Q1-3 在阿里平台的销售额占比为 12.4%，同比+2.7pp，品牌市场占有率持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 2021 年三季度业绩下调盈利预测，我们预计 2021-2023 净利润为 5.8、8.6、10.5 亿元（原值为 9.1、12.1、15.3 亿元），对应 PE 分别为 36、24、20x。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，维持“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)	16.02
一年最低/最高价	16.08/35.10
市净率(倍)	4.33
流通 A 股市值(百万元)	20540.52

### 基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	35.15
总股本(百万股)	1309.93
流通 A 股(百万股)	1282.18

### 相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511)：2021 年中报点评：短期业绩承压，阵痛后成长性有望显现》2021-09-02
- 2、《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
- 3、《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>4,622</b>	<b>4,946</b>	<b>5,912</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,824</b>	<b>9,046</b>	<b>10,411</b>	<b>11,955</b>
现金	1,125	1,416	1,834	2,386	减:营业成本	4,591	5,896	6,578	7,434
应收账款	1,052	1,102	1,438	1,478	营业税金及附加	56	65	75	86
存货	1,661	1,912	1,461	1,843	营业费用	1,545	1,759	2,076	2,420
其他流动资产	201	192	213	205	管理费用	365	434	458	526
<b>非流动资产</b>	<b>3,439</b>	<b>3,704</b>	<b>4,148</b>	<b>4,605</b>	研发费用	190	226	250	299
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-18	-20	-40	-55
固定资产	2,793	3,024	3,498	4,002	资产减值损失	16	18	10	12
在建工程	276	239	184	157	加:投资净收益	4	5	3	4
无形资产	169	208	216	219	其他收益	29	29	29	29
其他非流动资产	201	233	249	228	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>7,478</b>	<b>8,325</b>	<b>9,094</b>	<b>10,517</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,104</b>	<b>701</b>	<b>1,035</b>	<b>1,265</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,285</b>	<b>2,682</b>	<b>2,721</b>	<b>3,225</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>701</b>	<b>1,033</b>	<b>1,261</b>
应付账款	996	1,229	1,208	1,495	减:所得税费用	183	118	173	211
其他流动负债	1,146	1,310	1,370	1,587	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>583</b>	<b>860</b>	<b>1,050</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,063	671	993	1,207
其他非流动负债	151	151	151	151	EBITDA	1,375	1,007	1,388	1,660
<b>负债合计</b>	<b>2,436</b>	<b>2,833</b>	<b>2,872</b>	<b>3,376</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	0.45	0.66	0.80
归属母公司股东权益	5,042	5,493	6,222	7,141	每股净资产(元)	3.85	4.19	4.75	5.45
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,478</b>	<b>8,325</b>	<b>9,094</b>	<b>10,517</b>	发行在外股份(百万股)	1311	1310	1310	1310
					ROIC(%)	21.5%	13.1%	18.0%	20.3%
					ROE(%)	18.0%	10.6%	13.8%	14.7%
					毛利率(%)	41.3%	34.8%	36.8%	37.8%
					销售净利率(%)	11.6%	6.4%	8.3%	8.8%
					资产负债率(%)	32.6%	34.0%	31.6%	32.1%
					收入增长率(%)	17.9%	15.6%	15.1%	14.8%
					净利润增长率(%)	50.0%	-35.6%	47.4%	22.0%
					P/E	23.17	35.97	24.40	19.99
					P/B	4.16	3.82	3.37	2.94
					EV/EBITDA	14.63	19.70	13.98	11.36

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>

