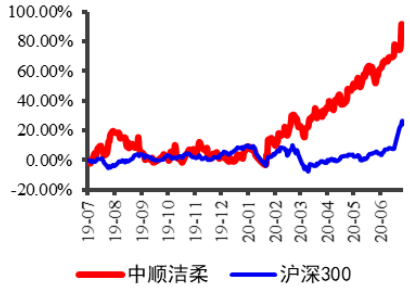
轻工/造纸 中顺洁柔（002511.SZ） 维持评级

报告原因：公司公告 **股份回购彰显公司发展信心，看好盈利能力继续提升** **买入**

2021 年 1 月 5 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 1 月 5 日

收盘价(元)：	24.05
年内最高/最低（元）：	11.61/27.15
流通 A 股/总股本（亿）：	12.78/13.12
流通 A 股市值（亿）：	307
总市值（亿）：	315

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.52
摊薄每股收益：	0.51
每股净资产(元)：	3.65
净资产收益率：	15.16%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel：15011180295

Email：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】中顺洁柔（002511.SZ）：20Q3 净利润增速超 30%，高毛利新品、线上渠道贡献动能》2020-10-12

事件描述

- **中顺洁柔拟以 1.8~3.6 亿元回购公司股份：**公司拟使用自有资金公司以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份，回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划。此次回购总金额为 1.8~3.6 亿元，回购价格不超过 31.515 元/股(含)，预计回购股份 571.1566~1142.3131 万股，占公司总股本的比例为 0.44%~0.87%，回购实施期限为自董事会审议通过之日起 12 个月内。
- **中顺洁柔第二期员工持股计划出售完毕：**公司第二期员工持股计划持有的约 1170.96 万股公司股票已出售完毕。

事件点评

- **本次股份回购彰显公司对于未来发展的信心，有利于增强投资者信心，完善长效激励机制。**回购股份将全部用于用于股权激励计划或员工持股计划，有助于建立健全公司长效激励机制，提升团队凝聚力和企业核心竞争力，有效地将股东、公司和员工三方利益结合在一起，有效推动公司长期、持续、健康发展。
- **受益于产品结构优化、原材料成本低位，2020 三季报公司毛利率、净利率大幅提升，再度创下历史新高。随着近期生活用纸价格上涨，预计盈利能力继续提升。**2020 前三季度，公司毛利率、净利率分别为 46.63%（+8.34pct）、12.09%（+3.01pct），公司持续提升高毛利品类产品占比，产品结构进一步优化调整，同时主要原材料纸浆的价格有所下降，生产成本降低，盈利能力显著提升。同时，公司持续增加市场投入，加大促销力度，开拓销售网络，2020 前三季度期间费用率为 31.55%，同比增加 4.68pct。随着进口木浆现货市场价格走高，部分生活用纸企业在 2020 年 12 月 7 日发布第一波涨价函不到 10 天后，陕西、河北、山西、江西、浙江等地企业陆续发布第二波涨价函，普遍“上调 200 元/吨”。
- **产品结构持续优化，中高端、高毛利品类占比持续提升，重点单品、新品加速推广，优秀的研发实力和高研发支出推动公司产品向多元化、品质化、个性化发展。**从具体产品来看，公司持续积极优化产品结构，开发高端新品投入市场，加速推动 Face、Lotion、自然木等高端、高毛利产品推广，提升重点品的销售占比。新棉初白、Face、Lotion 和自然木等高毛

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

利产品收入占比提升至接近 70%，生活用纸毛利率达到 46%，位居国内生活用纸行业第一。此外，公司拥有完备的产品开发体系，下属研发部门具备较强的自主研发能力和优秀的产品配方工艺。报告期内，受肺炎疫情影响，消费者消费习惯有所改变，公司迅速适应市场消费趋势，不断丰富渠道内容，推出了口罩产品、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，有效提升品牌效应，并形成公司又一利润增长点。

- **渠道建设日趋完善，产品渗透率和覆盖率显著提升，已实现线上线下全方位立体营销布局。**线下：GT（传统经销商渠道）、KA（大型连锁卖场渠道）、AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）、SC（母婴渠道）六大传统渠道营销网络已覆盖全国绝大部分地（县）级市。疫情防控刺激了线上消费增长，公司同时也加大了线上业务投入、布局和发展，组建专业的电商运营团队和商消服务团队，包括天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润 9.00、11.42、13.67 亿元，同比增长 49.05%、26.93%、19.65%，对应 EPS 为 0.69/0.87/1.04 元，PE 为 35.05/27.61/23.08 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增长不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期；产能过剩风险。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		5,678.52	6,634.91	7,792.71	9,257.74	10,794.52
	同比增长	22.43%	16.84%	17.45%	18.80%	16.60%
归母净利润（百万元）		406.99	603.83	900.02	1,142.42	1,366.91
	同比增长	16.60%	48.36%	49.05%	26.93%	19.65%
每股收益（元）		0.32	0.46	0.69	0.87	1.04
PE		76.03	52.13	35.05	27.61	23.08
PB		9.35	7.72	6.19	5.06	4.23

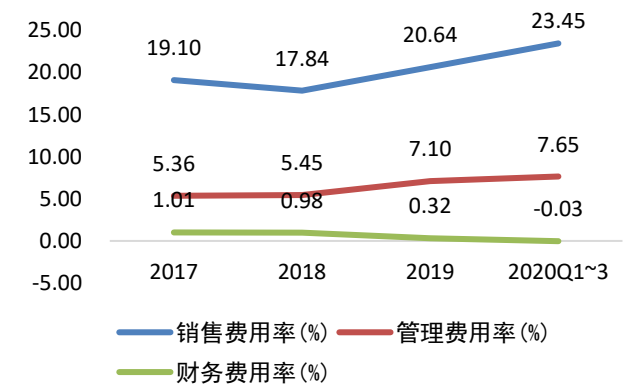
数据来源：wind、山西证券研究所

表：中顺洁柔单季度财务摘要

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
报告类型	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	16.32	16.47	18.15	16.71	19.45	19.39
同比(%)	19.88	10.21	13.61	8.46	19.21	17.70
归属母公司股东的净利润	1.51	1.63	1.66	1.83	2.69	2.19
同比(%)	49.66	44.16	76.28	48.67	77.74	34.41
扣非后归属母公司股东的净利润	1.48	1.56	1.63	1.87	2.60	2.15
同比(%)	50.13	61.59	53.80	53.52	75.53	37.51
EPS	0.12	0.12	0.13	0.14	0.21	0.17
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	16.78	17.73	18.26	16.72	19.41	19.22
经营活动现金净流量	2.28	3.05	3.21	3.31	1.74	-0.93
购建固定无形长期资产支付的现金	2.18	1.64	0.81	1.17	0.72	1.42
投资支付的现金						
投资活动现金净流量	-2.18	-1.64	-2.08	-1.49	-0.92	0.60
吸收投资收到的现金	0.00	0.20	0.00			0.25
取得借款收到的现金	1.20	0.09	1.53	0.95	1.63	1.26
筹资活动现金净流量	-1.15	-1.02	-0.51	-0.74	0.28	1.41
现金流量净额	-1.04	0.42	0.60	1.09	1.11	1.05
关键比率						
ROE(%)	4.28	4.37	4.20	4.40	6.13	4.70
扣非后 ROE(%)	4.18	4.19	4.12	4.48	5.91	4.62
ROA(%)	2.75	2.82	2.77	3.02	4.23	3.18
销售毛利率(%)	39.23	41.37	43.19	45.12	47.85	46.70
销售净利率(%)	9.28	9.89	9.15	10.98	13.84	11.29

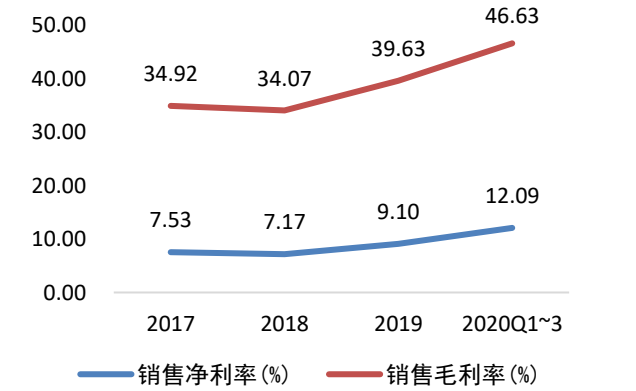
资料来源：山西证券研究所、wind

图：中顺洁柔近三年一期期间费用率



数据来源：山西证券研究所、wind

图：中顺洁柔近三年一期毛利率、净利率



数据来源：山西证券研究所、卓创资讯

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,678.5**	**6,634.9**	**7,792.7**	**9,257.7**	**10,794.5**
减:营业成本	3,744.1	4,005.4	4,173.0	4,943.6	5,763.2
营业税费	38.1	42.8	61.6	66.4	81.4
销售费用	1,013.0	1,369.6	1,905.3	2,240.4	2,601.5
管理费用	202.1	294.5	588.3	635.1	712.4
财务费用	55.8	21.5	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	27.5	-19.1	2.0	9.0	4.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	10.6	0.3	0.3	0.3	0.3
营业利润	**502.9**	**719.5**	**1,072.7**	**1,362.5**	**1,630.5**
加:营业外净收支	7.6	1.5	-	0.8	0.4
利润总额	**510.5**	**721.0**	**1,072.7**	**1,363.3**	**1,630.8**
减:所得税	103.5	117.2	172.7	220.8	263.9
净利润	**407.0**	**603.8**	**900.0**	**1,142.4**	**1,366.9**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	415.0	703.7	1,707.6	1,945.9	2,867.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	747.1	816.0	1,030.8	1,224.6	1,427.8
应收票据	2.8	0.3	-	-	-
预付帐款	52.9	14.9	55.0	65.2	76.0
存货	857.6	986.4	571.7	677.2	789.5
其他流动资产	81.4	222.6	229.3	236.2	243.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	35.4	36.0	36.0	36.0	36.0
固定资产	2,555.6	2,921.4	3,155.5	3,399.5	3,532.9
在建工程	113.7	55.7	132.4	249.3	239.6
无形资产	125.0	168.7	162.7	156.6	150.6
其他非流动资产	159.1	86.6	89.2	91.9	94.7
资产总额	**5,145.9**	**6,026.3**	**7,182.7**	**8,093.5**	**9,466.8**
短期借款	347.2	14.7	293.4	293.4	237.2
应付票据	68.2	202.7	238.0	282.8	329.7
应付账款	509.1	578.2	627.8	743.7	867.0
其他流动负债	58.6	112.4	118.0	123.9	130.1
长期借款	74.6	22.5	-	-	-
其他非流动负债	58.6	112.4	118.0	123.9	130.1
负债总额	**1,834.7**	**1,949.3**	**2,086.5**	**1,854.9**	**2,009.5**
股本	1,286.7	1,308.9	1,311.7	1,311.7	1,311.7
资本公积与留存收益	1,538.1	2,112.2	3,012.2	4,154.6	5,384.8
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	**3,311.2**	**4,077.0**	**5,096.2**	**6,238.6**	**7,457.3**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	407.0	603.8	900.0	1,142.4	1,366.9
加:折旧和摊销	27.5	21.8	-	-	-
资产减值准备	218.5	262.6	245.4	245.4	382.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	42.6	12.8	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-10.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	293.6	471.5	66.4	-549.0	-123.6
经营活动产生现金流量	**437.3**	**1,360.4**	**1,201.6**	**839.5**	**1,626.7**
投资活动产生现金流量	**88.3**	**-728.6**	**-550.3**	**-600.2**	**-499.7**
融资活动产生现金流量	**-1,238.3**	**-327.6**	**73.8**	**-1.0**	**-149.3**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	22.4%	16.8%	17.5%	18.8%	16.6%
营业利润增长率	21.4%	43.1%	49.1%	27.0%	19.7%
净利润增长率	43.0%	36.4%	8.7%	23.0%	25.2%
EBITDA增长率	48.9%	41.8%	12.8%	28.3%	19.7%
EBIT增长率	16.6%	39.3%	43.7%	28.1%	19.7%
NOPLAT增长率	16.6%	48.4%	49.1%	26.9%	19.7%
投资资本增长率	-1.6%	1.1%	7.2%	25.5%	5.4%
净资产增长率	8.8%	23.1%	25.0%	22.4%	19.5%
利润率					
毛利率	34.1%	39.6%	46.5%	46.6%	46.6%
营业利润率	8.9%	10.8%	13.8%	14.7%	15.1%
净利润率	7.2%	9.1%	11.5%	12.3%	12.7%
EBITDA/营业收入	15.5%	18.1%	16.8%	17.4%	18.7%
EBIT/营业收入	11.7%	14.2%	13.6%	14.7%	15.1%
投资回报率					
ROE	12.3%	14.8%	17.7%	18.3%	18.3%
ROA	7.9%	10.0%	12.5%	14.1%	14.4%
ROIC	13.4%	19.0%	27.0%	32.2%	30.7%
费用率					
销售费用率	17.8%	20.6%	24.5%	24.2%	24.1%
管理费用率	3.6%	4.4%	7.6%	6.9%	6.6%
财务费用率	1.0%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	22.4%	25.4%	31.9%	31.1%	30.7%
运营效率					
固定资产周转天数	155	149	140	127	116
流动资产周转天数	164	133	146	151	159
应收帐款周转天数	43	42	53	53	49
存货周转天数	68	83	67	45	65
总资产周转天数	347	303	305	297	293
偿债能力					
资产负债率	35.7%	32.3%	29.0%	22.9%	21.2%
负债权益比	55.4%	47.8%	40.9%	29.7%	26.9%
流动比率	1.27	1.51	1.83	2.40	2.88
速动比率	0.76	0.97	1.54	2.01	2.46
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.32	0.46	0.69	0.87	1.04
BVPS(元)	2.57	3.11	3.89	4.76	5.69
PE(X)	76.0	52.1	35.1	27.6	23.1
PB(X)	9.3	7.7	6.2	5.1	4.2
P/FCF	-66.1	459.7	35.6	131.8	29.5
P/S	5.4	4.7	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	12.4	13.1	22.9	18.5	14.3
CAGR(%)	41.1%	31.3%	37.1%	41.1%	31.3%
PEG	185.2%	166.5%	94.4%	67.2%	73.7%

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336