消费升级与娱乐研究中心

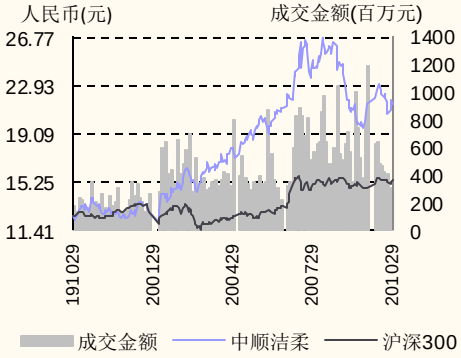
中顺洁柔 (002511.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：21.49 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.11
已上市流通 A 股(亿股)	12.72
总市值(亿元)	281.66
年内股价最高最低(元)	26.88/12.12
沪深 300 指数	4773
中小板综	12527



相关报告

1.《上调盈利预测，维持“买入”评级-中顺洁柔-中报点评》，2020.8.7

2.《一季报大超预期，维持“买入”评级-一季报大超预期，维持“买入...》，2020.4.30

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

3Q 业绩持续靓丽，维持“买入”评级

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,766	9,070	10,820
营业收入增长率	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
归母净利润(百万元)	407	604	903	1,115	1,338
归母净利润增长率	16.60%	48.36%	49.52%	23.55%	19.93%
摊薄每股收益(元)	0.316	0.4613	0.6888	0.8510	1.0206
每股经营性现金流净额	0.34	1.04	0.77	1.06	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	14.81%	19.67%	21.20%	22.06%
P/E	26.94	27.44	31.20	25.25	21.06
P/B	3.31	4.06	6.14	5.35	4.65

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年前三季度公司实现营收 55.6 亿元，同比+15.3%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比+53.4%。其中，3Q 实现营收 19.4 亿元，同比+17.7%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 34.4%，业绩符合预期。

经营分析

- **电商持续发力+品类优化共驱成长。**1Q/2Q/3Q 营收增速分别为+8.5%/+19.2%/17.7%。渠道方面，线上电商表现持续靓眼，3Q 电商增速预计 50%，电商营收预计达到 33%，同时公司积极探索社区电商等新型零售模式，3Q 新零售渠道增速预计超过 100%，占整体营收比重近 3%。线下渠道看，公司加速华北、东北地区渠道推进，其中华北地区营收增速预计超 50%。
- **毛利率环比略下滑，增加木浆库存导致经营净现金流下滑。**1Q/2Q/3Q 毛利率分别为 45.1%/47.9%/46.7%，其中 3Q 毛利率环比-1.2pct。前三季度期间费用率 31.6%，较去年同期上升 4.7pct。其中 3Q 销售费用率 25.5%，同比+5pct，主要原因有两点：一方面 3Q 行业竞争加剧，公司加大了促销费用的投入；另一方面公司加大经销商帮扶力度，加速进行线上线下的销售网络建设。3Q 公司经营性净现金流-0.93 亿元，我们认为主要由于公司主动增加木浆库存，9 月底公司账面存货 17.6 亿元，较 6 月底增加 5.8 亿元。
- **浆价难大涨，太阳+新品类+电商渠道实力明显增强驱动未来继续快增长。**鉴于当下国内港口木浆库存仍处高位，以及我们对木浆供需关系测算，我们预计 4Q 及 2021 年浆价将小幅反弹，难以大涨，生活用纸行业经营环境依然非常理想。中长期，新品牌“太阳”蓄势待发，个护新品类即将发力，以及公司近几年在电商方面的实力明显增强，我们继续坚定看好洁柔未来的发展前景。

盈利调整和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、0.85 和 1.02 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 31、25、21 倍，考虑到公司优秀的经营管理能力、强大的品牌竞争力和清晰的成长路径，当前股价对应的估值较为便宜，维持“买入”评级。

风险提示

- 纸巾行业竞争加剧的风险；费用率控制不力的风险；生活用纸和新产品销售低于预期的风险；木浆价格大幅上涨的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,638**	**5,679**	**6,635**	**7,766**	**9,070**	**10,820**
增长率		22.4%	16.8%	17.0%	16.8%	19.3%
主营业务成本	-3,019	-3,744	-4,005	-4,141	-4,949	-5,899
%销售收入	65.1%	65.9%	60.4%	53.3%	54.6%	54.5%
毛利	1,620	1,934	2,629	3,625	4,122	4,920
%销售收入	34.9%	34.1%	39.6%	46.7%	45.4%	45.5%
营业税金及附加	-39	-38	-43	-43	-54	-65
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-886	-1,013	-1,370	-1,895	-2,086	-2,489
%销售收入	19.1%	17.8%	20.6%	24.4%	23.0%	23.0%
管理费用	-249	-202	-295	-388	-417	-498
%销售收入	5.4%	3.6%	4.4%	5.0%	4.6%	4.6%
研发费用	0	-108	-176	-217	-245	-281
%销售收入	0.0%	1.9%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%
息税前利润（EBIT）	446	574	746	1,081	1,319	1,588
%销售收入	9.6%	10.1%	11.2%	13.9%	14.5%	14.7%
财务费用	-47	-56	-21	-1	-4	-6
%销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-6	-27	-19	-9	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	0	3	3	3
%税前利润	1.4%	2.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	414	503	719	1,089	1,332	1,598
营业利润率	8.9%	8.9%	10.8%	14.0%	14.7%	14.8%
营业外收支	7	8	2	-8	4	4
税前利润	421	510	721	1,081	1,336	1,602
利润率	9.1%	9.0%	10.9%	13.9%	14.7%	14.8%
所得税	-72	-103	-117	-178	-220	-264
所得税率	17.1%	20.3%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	349	407	604	903	1,115	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**349**	**407**	**604**	**903**	**1,115**	**1,338**
净利率	7.5%	7.2%	9.1%	11.6%	12.3%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	407	604	903	1,115	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	177	246	282	290	318	353
非经营收益	65	64	22	17	8	0
营运资金变动	-5	-280	450	-197	-49	-58
经营活动现金净流	**585**	**437**	**1,358**	**1,013**	**1,393**	**1,633**
资本开支	-398	-568	-602	-869	-707	-757
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-584	656	-127	3	3	3
投资活动现金净流	**-983**	**88**	**-729**	**-866**	**-704**	**-754**
股权募资	0	0	105	-28	0	0
债权募资	638	-944	-497	338	-98	-159
其他	-108	-285	65	-372	-461	-542
筹资活动现金净流	**531**	**-1,229**	**-327**	**-61**	**-560**	**-700**
现金净流量	**133**	**-704**	**302**	**86**	**129**	**179**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,086	415	704	790	919	1,097
应收款项	616	750	816	878	1,026	1,223
存货	547	858	986	976	1,166	1,390
其他流动资产	765	134	238	255	262	269
流动资产	3,014	2,157	2,744	2,899	3,372	3,980
%总资产	52.0%	41.9%	45.5%	42.9%	44.2%	46.0%
长期投资	37	35	36	36	36	36
固定资产	2,519	2,669	2,977	3,502	3,844	4,203
%总资产	43.5%	51.9%	49.4%	51.8%	50.4%	48.6%
无形资产	127	125	182	237	289	340
非流动资产	2,778	2,989	3,282	3,862	4,256	4,666
%总资产	48.0%	58.1%	54.5%	57.1%	55.8%	54.0%
资产总计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,761**	**7,628**	**8,646**
短期借款	1,348	494	47	385	287	128
应付款项	1,111	1,088	1,559	1,441	1,696	2,022
其他流动负债	113	119	208	207	248	296
流动负债	2,572	1,702	1,814	2,033	2,231	2,446
长期贷款	150	75	23	23	23	23
其他长期负债	26	59	112	114	114	114
负债	**2,748**	**1,835**	**1,949**	**2,170**	**2,368**	**2,583**
普通股股东权益	**3,044**	**3,311**	**4,077**	**4,591**	**5,260**	**6,063**
其中：股本	757	1,287	1,309	1,311	1,311	1,311
未分配利润	1,162	1,491	2,059	2,601	3,270	4,073
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,761**	**7,628**	**8,646**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.461	0.316	0.461	0.689	0.851	1.021
每股净资产	4.019	2.573	3.115	3.503	4.013	4.626
每股经营现金净流	0.773	0.340	1.037	0.773	1.062	1.245
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.275	0.340	0.408
回报率						
净资产收益率	11.47%	12.29%	14.81%	19.67%	21.20%	22.06%
总资产收益率	6.03%	7.91%	10.02%	13.35%	14.62%	15.47%
投入资本收益率	8.14%	11.75%	14.96%	17.94%	19.66%	21.23%
增长率						
主营业务收入增长率	21.76%	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
EBIT增长率	9.53%	28.59%	30.09%	44.86%	22.02%	20.37%
净利润增长率	34.04%	16.60%	48.36%	49.52%	23.55%	19.93%
总资产增长率	28.35%	-11.15%	17.11%	12.19%	12.83%	13.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.8	43.0	42.5	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	58.5	68.5	84.0	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	54.2	53.4	49.5	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	182.7	164.3	160.7	143.2	124.3	106.2
偿债能力						
净负债/股东权益	13.55%	4.65%	-15.55%	-8.32%	-11.58%	-15.61%
EBIT利息保障倍数	9.5	10.3	34.7	1,037.4	354.4	276.3
资产负债率	47.44%	35.65%	32.35%	32.09%	31.04%	29.88%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-16	买入	9.06	11.10～11.10
2	2019-04-15	买入	10.06	N/A
3	2019-08-06	买入	13.14	N/A
4	2019-10-24	买入	13.63	N/A
5	2020-04-30	买入	17.90	23.27～23.27
6	2020-08-07	买入	24.83	29.80～29.80

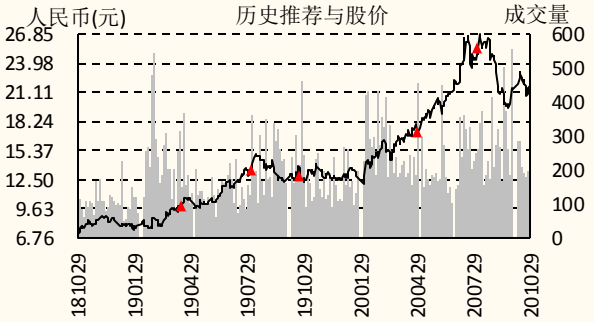
来源：国金证券研究所

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



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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH