

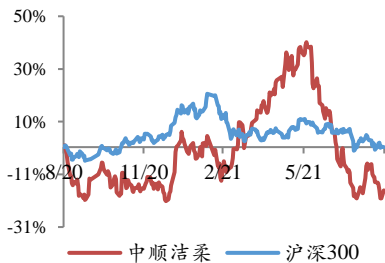
生活用纸营收稳健增长，盈利能力阶段性承压

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-31

收盘价(元)	20.37
近12个月最高/最低(元)	34.33/19.34
总股本(百万股)	1,312
流通股本(百万股)	1,283
流通股比例(%)	97.80
总市值(亿元)	267
流通市值(亿元)	261

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 中高端纸品领军者，全渠道稳健成长 2021-08-05

主要观点：

● 事件：中顺洁柔发布 2021 年半年报。

公司发布公告，2021 年上半年公司实现营收 42.48 亿元，同比增长 17.46%；实现归母净利润 4.07 亿元，同比下降 10.06%；实现扣非归母净利润 3.99 亿元，同比下降 10.65%。

单 Q2 来看，公司 Q2 实现营收 21.46 亿元，对比 2020 年增长 10.29%，对比 2019 年增长 31.50%；实现归母净利润 1.36 亿元，对比 2020 年下降 49.48%，对比 2019 年下降 9.93%；实现扣非归母净利润 1.32 亿元，对比 2020 年下降 49.28%，对比 2019 年下降 10.81%。

● 收入端：产品结构调整，生活用纸营收表现稳健。

分产品来看，公司 21H1 生活用纸/个人护理分别实现营收 40.83/0.4 亿元，同比分别+15.5%/ -40.5%，收入占比分别为 96.112%/0.95%，较去年同期-1.59/-0.91pct。个护业务营收表现主因口罩、消毒湿巾等防疫用品收入下滑所致。生活用纸在去年同期渠道补库存的高基数下同比增长 15.5%，营收表现较为稳健。公司不断优化产品结构，积极发力全渠道建设，进一步提升高毛利产品及线上渠道收入占比，我们预计公司收入将持续保持稳健增长。

● 利润端：受原材料、运费上涨、竞争加剧等影响，21H1 盈利承压。

上半年公司盈利能力承压，综合毛利率同比下滑 6.91pct 至 39.68%。公司主要原材料纸浆占生产成本 40%-60%，21H1 纸浆价格大幅上涨，进口针叶浆/阔叶浆均价涨幅最高分别为 318.3/258 美元/吨，公司虽然低位增加储备，终端提价传导，但短期仍难以完全平抑原材料价格波动带来的生产成本上涨。6 月以来浆价震荡下行，但相比去年同期仍维持在较高位置。同时受疫情影响全球海运运力紧张，运费飙升至历史高位。此外，Q2 市场竞争加剧，公司加大广宣和促销投入力度，Q2 销售费用比例环比提升 5.86pct 至 24.45%。展望下半年，浆价持续高位下将加速中小产能出清继而优化竞争格局，公司前期提价有望逐步落地，叠加传统旺季带来的下游需求提升，公司盈利能力有望逐季修复。

● 股份回购彰显信心，新增产能有序投建。

公司 2021 年 1 月 5 日发布公告称拟使用自有资金回购股份用于股权激励或员工持股计划，8 月 3 日公司宣布已完成 2197 万股（占总股本 1.67%）的回购，预计下半年员工持股计划有望落地，彰显公司未来发展信心。

此外，公司 70 万吨在建产能项目稳步推进中，预计每年投产 10 万吨，公司加速产能建设完善全国产能布局，尤其是补充华东地区和西南地区的产能缺口，加快抢占华东、西南区域的市场份额，提升整体的市场占有率。

● 投资建议

由于原材料、海运成本短期大幅回落可能性较小，行业盈利普遍承压，

我们下调盈利预测，预计 2021-2023 营收分别为 92.45/109.6/129.35 亿元，同比+18.2%/19.6%/18.0%；归母净利润分别为 9.98/11.93/14.62 亿元，同比+10.2%/19.5%/22.5%。公司高中低品牌矩阵完整，产品结构吻合消费发展趋势，聚焦生活用纸主业抢占市场份额。全渠道齐头并进，电商渠道表现突出。完善全国产能布局，进一步降低运输成本。伴随规模持续扩张，公司平抑采购成本的能力也将不断强化。此外，公司于 2019 年开始协同渠道资源开拓个护产品，该业务有望在未来贡献业绩弹性。2021 年 8 月 30 日收盘价 20.37 元，对应 PE26.8X/22.4X/18.3X。维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格波动风险；核心员工流失风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7824	9245	10960	12935
收入同比 (%)	17.9%	18.2%	18.6%	18.0%
归属母公司净利润	906	998	1193	1462
净利润同比 (%)	50.0%	10.2%	19.5%	22.5%
毛利率 (%)	41.3%	40.2%	41.2%	41.6%
ROE (%)	18.0%	17.7%	17.5%	17.6%
每股收益 (元)	0.00	0.76	0.91	1.11
P/E	29.81	26.78	22.41	18.29
P/B	5.43	4.74	3.91	3.22
EV/EBITDA	18.64	21.00	16.65	12.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4040	5206	6798	8751	营业收入	7824	9245	10960	12935
现金	1125	1712	2985	4395	营业成本	4591	5527	6448	7558
应收账款	1051	1216	1351	1595	营业税金及附加	56	61	72	85
其他应收款	16	18	20	21	销售费用	1545	1960	2247	2613
预付账款	27	28	32	38	管理费用	365	324	504	621
存货	1661	2120	2297	2588	财务费用	-18	0	0	0
其他流动资产	159	113	113	113	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	3439	3436	3436	3436	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	1	11	13
固定资产	2793	2793	2793	2793	营业利润	1104	1195	1431	1754
无形资产	169	169	169	169	营业外收入	5	6	6	6
其他非流动资产	477	474	474	474	营业外支出	21	4	4	4
资产总计	7478	8642	10233	12186	利润总额	1088	1197	1433	1756
流动负债	2285	2875	3273	3765	所得税	183	199	240	294
短期借款	143	143	143	143	净利润	906	998	1193	1462
应付账款	762	954	1025	1139	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1381	1778	2106	2483	归属母公司净利润	906	998	1193	1462
非流动负债	151	129	129	129	EBITDA	1416	1197	1433	1756
长期借款	0	-23	-23	-23	EPS (元)	0.00	0.76	0.91	1.11
其他非流动负债	151	151	151	151					
负债合计	2436	3004	3402	3894					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	1311	1312	1312	1312	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	907	525	525	525	成长能力				
留存收益	2824	3802	4994	6456	营业收入	17.9%	18.2%	18.6%	18.0%
归属母公司股东权	5042	5639	6831	8293	营业利润	53.4%	8.3%	19.7%	22.6%
负债和股东权益	7478	8642	10233	12186	归属于母公司净利	50.0%	10.2%	19.5%	22.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	41.3%	40.2%	41.2%	41.6%
					净利率 (%)	11.6%	10.8%	10.9%	11.3%
					ROE (%)	18.0%	17.7%	17.5%	17.6%
					ROIC (%)	17.7%	17.3%	17.2%	17.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	32.6%	34.8%	33.2%	31.9%
					净负债比率 (%)	48.3%	53.3%	49.8%	47.0%
					流动比率	1.77	1.81	2.08	2.32
					速动比率	1.00	1.04	1.35	1.61
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.07	1.07	1.06
					应收账款周转率	7.44	7.60	8.11	8.11
					应付账款周转率	6.03	5.79	6.29	6.64
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.70	0.76	0.91	1.11
					每股经营现金流薄)	0.63	0.77	0.96	1.06
					每股净资产	3.84	4.30	5.21	6.32
					估值比率				
					P/E	29.81	26.78	22.41	18.29
					P/B	5.43	4.74	3.91	3.22
					EV/EBITDA	18.64	21.00	16.65	12.78

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	828	1006	1260	1396
净利润	906	998	1193	1462
折旧摊销	312	0	0	0
财务费用	6	0	0	0
投资损失	-4	-1	-11	-13
营运资金变动	-418	10	80	-51
其他经营现金流	1350	986	1111	1510
投资活动现金流	-382	5	13	15
资本支出	-463	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	81	4	11	13
筹资活动现金流	-69	-424	0	0
短期借款	128	0	0	0
长期借款	-23	-23	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	146	-382	0	0
其他筹资现金流	-324	-20	0	0
现金净增加额	374	587	1273	1411

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。