2020 年 08 月 09 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

中顺洁柔（002511）轻工制造

买入（维持）

当前价：25.46 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩表现亮眼，品类渠道优化超预期

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年半年报。2020 年上半年公司实现营业收入 36.2 亿元，同比增长 14%；归母净利润 4.5 亿元，同比增长 64.7%；扣非后净利润 4.5 亿元，同比增长 65.6%。其中，2020Q2 实现营业收入 19.5 亿元，同比增长 19.2%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 77.7%。业绩表现亮眼，经营质量优异。
- **产品结构优化升级，新品类推动业绩提升。**2020 年公司继续深耕生活用纸品类，实现营收 35.3 亿元（+13.4%），占总营收比重达 97.7%。受疫情影响，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，并形成公司新的利润增长点。2020 年上半年公司综合毛利率同比提升 9.9pp 至 46.6%，净利率增长 3.8pp 至 12.5%，主要得益于两方面原因：1）主要原材料纸浆价格继续呈底部盘整态势，单位成本明显下降；2）公司持续优化产品结构，提升高端、高毛利及非卷纸类别产品占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品和高毛利产品的销售力度。随着高毛利品类占比的提高，生活用纸毛利率达到 46.2%，位居国内生活用纸行业第一。
- **渠道建设完善，电商销售持续扩张。**公司 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）六大渠道齐头并进，2020 年疫情影响传统渠道，刺激线上消费，公司抓住机会发展线上渠道，一季度电商销售迅速扩张，增速达到 45%，新零售渠道同比增速接近 200%；据淘数据显示，二季度洁柔品牌淘宝线上销售额同比增长 48.3%，线上渠道高增长拉动营收增速。
- **开拓市场费用率提升，经营质量保持优异。**2020 年上半年公司整体费用率为 31.1%，同比增长 5.4pp。其中销售费率为 23.5%，同比提升 4.3pp，主要系公司持续增加市场投入，加大促销力度，开拓销售网络所致。公司继续提高自主创新能力，推出个人护理新品类并不断改良生产工艺，管理费率为 5.1%，同比增长 1.1pp，主要是本报告期股份支付产生的费用、职工薪酬、折旧摊销费用增加所致。经营性现金流量净额 5 亿元，同比降低 31.4%，主要系支付材料款及支付各项税费增加所致；存货周转天数增加 22.63 天至 100.9 天，主要是公司低价囤积较多原材料，总的来看 ROE 达到 10.5%，同比提升 3.6pp，报表质量优异。
- **产能扩建推进顺利，市场占有率有望提高。**目前，公司在湖北中顺新建的高档生活用纸项目第二期工程 10 万吨/年顺利推进，未来新增产能的逐步释放可以有效提升公司生活用纸产能规模，满足华中市场的销售需求，从而进一步提高公司的市占率。此外，19 年公司投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，拟实现竹-浆-纸一体化的生产模式，充分参与高-中-低端生活用纸市场竞争，并且启用“太阳”作为该项目生活用纸品牌，该品牌定位更高质量、更低价格，面向国内 60%以上的中低端市场，是一款高性价比产品，也是提升公司产品市占率和实现双品牌战略发展和整体战略转型的关键点。
- **盈利预测与投资建议。**在浆价下行及高端产品占比提升下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、0.8 元、0.94 元，对应 PE 38 倍、32 倍、27 倍。考虑到公司处于渠道快速拓展期，有较大的弯道超车机会，增速超越同行平均，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，终端产品销售低于预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6634.91	7848.42	9247.02	10805.34
增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
归属母公司净利润（百万元）	603.83	869.40	1047.53	1230.58
增长率	48.36%	43.98%	20.49%	17.47%
每股收益 EPS（元）	0.46	0.66	0.80	0.94
净资产收益率 ROE	14.81%	17.77%	17.86%	17.55%
PE	55	38	32	27
PB	8.17	6.81	5.68	4.75

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

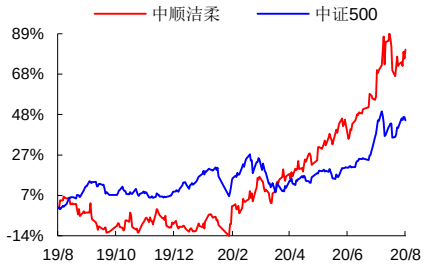
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.11
流通 A 股(亿股)	12.74
52 周内股价区间(元)	12.17-26.6
总市值(亿元)	333.90
总资产(亿元)	66.13
每股净资产(元)	3.46

相关研究

1. 中顺洁柔（002511）：业绩表现靓丽，新品类拓展渐放异彩 (2020-04-30)
2. 中顺洁柔（002511）：竞争加剧影响收入增速，盈利能力仍持续提升 (2019-10-24)

关键假设：

假设 1：今年内原材料价格保持稳定，针叶浆和阔叶浆价格保持在 600 美元/吨及 500 美元/吨的水平下。

假设 2：高端产品占比持续提升，Lotion、Face、新棉初白等高毛利产品占比达到 70%以上。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入成本预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	4638.35	5678.52	6634.91	7848.41	9247.01	10805.33
增速	21.76%	22.43%	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
成本	3018.61	3744.11	4005.42	4356.24	5309.92	6306.97
毛利率	34.92%	34.07%	39.63%	44.50%	42.58%	41.63%
成品						
收入	4507.88	5544.58	6531.53	7739.86	9133.04	10685.65
yoy	22.24%	23.00%	17.80%	18.50%	18.00%	17%
成本	2901.05	3618.60	3909.35	4256.92	5205.83	6197.68
毛利率	35.64%	34.74%	40.15%	45.0%	43.0%	42%
半成品						
收入	33.21	33.90	34.22	35.93	37.73	39.61
yoy	-57.35%	2.08%	0.94%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	30.96	32.00	32.40	33.95	35.46	37.24
毛利率	6.78%	5.62%	5.32%	5.5%	6%	6.00%
其他业务						
收入	97.26	100.04	69.16	72.62	76.25	80.06
yoy	121.61%	2.86%	-30.87%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	86.60	93.51	63.67	65.36	68.62	72.06
毛利率	10.96%	6.53%	7.94%	10.0%	10%	10%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6634.91	7848.42	9247.02	10805.34
营业成本	4005.42	4356.24	5309.92	6306.98
营业税金及附加	42.82	51.31	60.20	70.44
销售费用	1369.55	1828.68	1960.37	2215.09
管理费用	294.52	580.78	693.53	788.79
财务费用	21.48	-17.34	-35.21	-57.72
资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	719.47	1048.74	1258.22	1481.76
其他非经营损益	1.53	6.23	6.05	6.11
利润总额	721.00	1054.98	1264.27	1487.87
所得税	117.17	185.57	216.74	257.29
净利润	603.83	869.40	1047.53	1230.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	603.83	869.40	1047.53	1230.58

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	603.83	869.40	1047.53	1230.58
折旧与摊销	262.57	196.00	207.93	221.02
财务费用	21.48	-17.34	-35.21	-57.72
资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	137.61	-84.99	-16.70	-123.74
其他	353.94	-54.79	8.98	4.64
经营活动现金流净额	1360.37	908.28	1212.53	1274.77
资本支出	-310.01	-205.00	-216.00	-228.00
其他	-418.56	-12.65	-20.88	-30.48
投资活动现金流净额	-728.57	-217.65	-236.88	-258.48
短期借款	-332.45	-14.72	0.00	0.00
长期借款	-52.10	0.00	0.00	0.00
股权融资	173.53	10.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-63.13	-76.85	-82.80
其他	-116.59	-15.06	35.21	57.72
筹资活动现金流净额	-327.62	-82.91	-41.63	-25.08
现金流量净额	304.87	607.72	934.01	991.21

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	703.75	1311.47	2245.48	3236.69
应收和预付款项	831.19	1020.06	1188.08	1394.53
存货	986.41	943.72	1154.09	1441.84
其他流动资产	222.64	196.25	231.15	270.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	36.04	33.29	34.17	34.65
固定资产和在建工程	2977.13	2986.47	2993.89	2998.21
无形资产和开发支出	168.80	168.45	169.11	171.77
其他非流动资产	100.32	115.32	135.32	165.32
资产总计	6026.27	6775.04	8151.29	9713.05
短期借款	14.72	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1131.43	1110.84	1354.62	1627.73
长期借款	22.50	22.50	22.50	22.50
其他负债	780.62	748.42	910.21	1051.09
负债合计	1949.27	1881.76	2287.33	2701.32
股本	1308.89	1308.89	1308.89	1308.89
资本公积	760.73	770.73	770.73	770.73
留存收益	2112.17	2918.45	3889.13	5036.90
归属母公司股东权益	4077.00	4893.28	5863.96	7011.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4077.00	4893.28	5863.96	7011.73
负债和股东权益合计	6026.27	6775.04	8151.29	9713.05

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
营业利润增长率	43.06%	45.77%	19.97%	17.77%
净利润增长率	48.36%	43.98%	20.49%	17.47%
EBITDA 增长率	29.10%	22.31%	16.58%	14.96%
获利能力				
毛利率	39.63%	44.50%	42.58%	41.63%
三费率	25.40%	30.48%	28.32%	27.27%
净利率	9.10%	11.08%	11.33%	11.39%
ROE	14.81%	17.77%	17.86%	17.55%
ROA	10.02%	12.83%	12.85%	12.67%
ROIC	15.87%	20.64%	23.39%	25.88%
EBITDA/销售收入	15.12%	15.64%	15.47%	15.22%
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.23	1.24	1.21
固定资产周转率	2.42	2.69	3.18	3.72
应收账款周转率	8.58	8.79	8.72	8.71
存货周转率	4.09	4.15	4.78	4.61
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.70%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	32.35%	27.77%	28.06%	27.81%
带息债务/总负债	1.91%	1.20%	0.98%	0.83%
流动比率	1.51	1.99	2.24	2.47
速动比率	0.97	1.45	1.70	1.91
股利支付率	0.00%	7.26%	7.34%	6.73%
每股指标				
每股收益	0.46	0.66	0.80	0.94
每股净资产	3.11	3.74	4.48	5.36
每股经营现金	1.04	0.69	0.93	0.97
每股股利	0.00	0.05	0.06	0.06

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1003.51	1227.40	1430.94	1645.06
PE	55.19	38.33	31.81	27.08
PB	8.17	6.81	5.68	4.75
PS	5.02	4.25	3.60	3.08
EV/EBITDA	32.38	25.94	21.58	18.15
股息率	0.00%	0.19%	0.23%	0.25%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn