2020 年 8 月 7 日

张楠
H70294@capital.com.tw

目标价(元) 28

中顺洁柔(002511.SZ) BUY 买入

产品结构持续优化、渠道拓张驱动业绩增长

公司基本信息

產業別	轻工制造
A 股价(2020/8/6)	24.83
深证成指(2020/8/6)	13863.13
股價 12 個月高/低	26.82/11.61
總發行股數(百萬)	1311.47
A 股數(百萬)	1274.10
A 市值(億元)	316.36
主要股東	广东中顺纸业集团有限公司(28.64%)
每股淨值(元)	3.46
股價/賬面淨值	7.18

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.4	33.4	83.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.7.13	24.33	买入
2020.4.30	17.9	买入
2020.2.19	14.83	买入
2019.12.24	12.64	买入

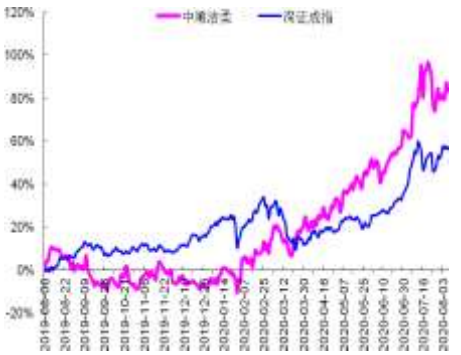
产品组合

生活用纸	97.71
个人护理	1.86%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.7%
一般法人	59.0%

股价相对大盘走势



結論與建議：

- **事件：**公司发布 2020 年半年报业绩，2020H1 实现营收 36.16 亿元，同比增长 13.99%，归母净利润 4.53 亿元，同比增长 64.70%，毛利率同比提升 10pct 至 46.59%，净利率同比提升 3.85pct 至 12.52%，业绩略超预期。其中 2Q 单季实现营收 19.45 亿元，同比增长 19.21%，归母净利润 2.69 亿元，同比增长 77.74%，毛利率同比提升 8.62pct 至 47.85%。

- **产品结构进一步优化，带动业绩持续增长：**公司积极推进产品结构的优化调整，加速推广新品、重点单品，持续提升高毛利产品占比。分产品来看，20H1 生活用纸实现营收 35.33 亿元，同比增长 13.35%，高毛利产品收入占比提升至 70%。具体看，公司加大对 Face、Lotion、自然木、新棉初白等高毛利生活用纸产品的销售力度，尤其是 Face 系列作为公司主打产品，20H1 同比增速 120%，收入占比接近 60%，Lotion、自然木、新棉初白等重点单品同比增速 80%、30%、60%。此外，个人护理实现收入 6721 万元，其中卫生巾业务收入 2000 万元左右，在经过 2019 年的产品培育，2020 年有望加速终端铺货，未来或将成为新的业绩增长点，预计全年营收有望实现 6000 万元。其次，疫情爆发公司新增口罩业务，20H1 实现营收约 4000 万，随着国外疫情的蔓延，出口业务增加，有望持续贡献业绩增量。同时，疫情改变消费习惯，公司不断丰富产品品类，除口罩业务外推出酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，有效提升品牌效应，并推动公司业绩持续提升。

- **强化线上渠道布局，完善营销网络：**疫情刺激了线上消费增长，公司强化渠道建设，加快网络平台布局，尤其是电商渠道的拓展。20H1 电商渠道增速近 50%，尤其“618”期间，天猫家清行业销售排名为例第二，超越清风、心相印且天猫洁柔旗舰店销售额近 2000 万元，与京东推出各类促销活动，是 5 月平均日销的 27 倍，并在京东 618 开始 1 小时内成交金额是去年同期的 330%。此外，线下渠道虽在 20Q1 受疫情和运输受阻影响，但随着二季度物流运输恢复，经销商等传统渠道快速恢复，线上线下全渠道布局，助力业绩稳健增长。

- **毛利率持续提升，费用率有所增加：**公司 20H1 综合毛利率为 46.59%，同比提升 10pct。主要是 20H1 原材料木浆价格持续走低，同比下跌约 23%，受益于低成本浆价以及公司产品结构持续优化，高毛利产品占比提升，带动生活用纸毛利率提升 9pct 至 46.19%，位居国内生活用纸行业第一。费用方面，20H1 费用率 31.07%，同比增 5.43pct，其中，销售费用率同比提升 4.29pct 至 23.45%，主要是公司加大营销推广和渠道建设，管理费用率同比提升 1.14pct 至 5.14%，主要因摊销今年股权激励费用 5174 万元所致。

- **盈利预测：**作为生活用纸龙头企业，不断完善渠道建设、拓宽产品线，提升高毛利产品的占比的同时对原有产品持续优化升级，不断提升品牌效应，叠加原材料木浆价格低位运行，公司仍会受益于原料价格下降带来的成本降低，以及基于疫情所需公司新增口罩等防疫产品将会贡献业绩增量，推动业绩持续提升。我们上调公司 20、21 年盈利预测，预计净利为 9.38 亿元、11.28 亿元（原预测为 8.1 亿元、9.2 亿元），YOY+55%、20%，EPS 为 0.72 元和 0.86 元，当前股价对应 PE 为 35 倍和 29 倍，维持买入的投资建议。
- 风险提示：新产品销售不及预期，木浆价格上涨等

.....接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	349.07	406.99	603.83	937.99	1,127.99
同比增减	%	34.04%	16.59%	48.36%	55.34%	20.26%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.46	0.32	0.46	0.72	0.86
同比增减	%	-10.54%	-31.36%	45.85%	55.03%	20.26%
A 股市盈率(P/E)	X	20.61	26.87	27.44	34.72	28.87
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.02	0.08	0.08	0.08
股息率 (Yield)	%	0.69%	0.23%	0.63%	0.32%	0.32%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营業收入	4,638.35	5,678.52	6,634.91	8,041.51	9,374.79
經營成本	3,018.61	3,744.11	4,005.42	4,421.98	5,144.89
毛利	1,619.74	1,934.41	2,629.49	3,619.53	4,229.90
營業税金及附加	39.04	38.09	42.82	56.29	65.62
銷售費用	886.08	1,013.01	1,369.55	1,769.13	2,062.45
管理費用	165.81	202.13	294.52	442.28	468.74
財務費用	46.75	55.84	21.48	12.06	28.12
資產減值損失	5.72	27.48	(19.05)	0.00	0.00
投資收益	5.78	10.64	0.33	10.00	10.00
營業利潤	414.42	502.90	719.47	1,108.51	1,380.59
税前利潤	421.32	510.46	721.00	1,103.51	1,375.59
所得税	72.25	103.47	117.17	165.53	247.61
少數股東權益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	349.07	406.99	603.83	937.99	1,127.99

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	1,085.72	415.03	703.75	1,012.62	1,299.03
应收账款	546.94	857.56	986.41	1,035.73	1,087.52
存货	598.72	738.24	807.77	848.16	890.57
流动资产合计	3,014.17	2,156.87	2,743.99	2,996.51	3,377.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,321.22	2,555.60	2,921.39	3,067.46	3,220.83
在建工程	197.63	113.66	55.73	58.52	61.44
非流动资产合计	126.61	125.03	168.73	177.17	186.02
资产总计	5,791.85	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97
流动负债合计	2,572.39	1,701.51	1,814.38	2,089.44	1,602.13
非流动负债合计	175.51	133.16	134.88	141.62	148.71
负债合计	2,747.90	1,834.67	1,949.27	2,231.06	1,750.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,043.94	3,311.24	4,077.00	4,910.07	5,933.14
负债及股东权益合计	5,791.85	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	585.44	437.25	1,360.37	1,088.30	870.64
投资活动产生的现金流量净额	(982.81)	88.34	(728.57)	(582.86)	(466.28)
筹资活动产生的现金流量净额	550.24	(1,238.31)	(327.62)	(196.57)	(117.94)
现金及现金等价物净增加额	133.42	(703.63)	304.87	308.87	286.41

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。