中顺洁柔（002511）

公司研究/点评报告

产品结构优化+浆价持续走低，带动业绩大幅增长

—中顺洁柔（002511）2020 年半年度报告点评

点评报告/轻工制造　　2020 年 08 月 07 日

一、事件概述

公司发布 2020 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 36.16 亿元，同比增长 13.99%；实现归母净利润 4.53 亿元，同比增长 64.69%。基本每股收益 0.35 元。

二、分析与判断

➢ 拓品类+完善渠道建设，公司收入端实现较好增长

报告期内，公司针对疫情影响推出了口罩、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，成为新的收入与利润增长点。另外，公司朵蕾蜜系列个护产品自去年 6 月上市以来，较好的迎合了消费升级需求，终端销售持续发力。同时，公司持续优化营销体系，疫情期间线上消费激增，公司加大了线上业务投入和布局，与其他渠道一并深耕发力，带动公司收入端实现较好增长。第二季度，公司实现营收入 19.45 亿元，同比增长 19%。环比一季度明显提升。

➢ 费用率有所增加，但产品结构优化叠加浆价走低，仍带动上半年利润大幅提升

报告期内，公司期间费用率 31.07%，同比增加 5.43pct。其中，销售费用率 23.45%，同比增加 4.29pct，主要是持续增加市场投入、加大促销力度、开拓销售网络所致；管理费用率 7.65%，同比增加 1.63pct，主要是报告期股份支付、职工薪酬、折旧摊销费用增加所致，研发费用率 2.51%，同比增加 0.49pct，主要是报告期内公司研发投入费用增加所致。

虽然上半年公司费用率有所提升，但公司毛利率较去年同期提升 9.9pct 至 46.59%，使得净利率提升 3.86pct 至 12.52%。其中，公司 Q2 实现归母净利润 2.69 亿元，同比增长 78%，单季度毛利率和净利率分别 47.9%和 13.8%。报告期内公司毛利率大幅提升主要有以下两个原因：1、公司加速推广新品、重点单品，持续提升高毛利品类产品占比，产品结构进一步优化调整，其中生活用纸毛利率达到 46.19%，位居国内生活用纸行业第一；2、上半年浆价持续震荡下行，纸浆占公司生产成本比重为 40%-60%，浆价下跌直接带动生产成本下降、毛利水平提升，从而带动盈利大幅增长。

➢ 纸浆价格低位震荡，公司成本红利有望进一步延续

2019 年以来，受中国市场需求转弱、全球贸易争端、汇率变动及浆市库存升高等因素影响，纸浆价格大幅回落。据卓创资讯监测数据显示，截至 8 月 6 日，进口针叶浆周均价 4450 元/吨，同比下降 2.71%；进口阔叶浆周均价 3555 元/吨，同比下降 10.87%；进口本色浆周均价 4399 元/吨，同比下降 3.05%。就目前全球疫情的影响来看，短期内纸浆需求难以改善，同时全球纸浆产能充足，未来浆价抬头向上的概率较小，公司有望进一步享受浆价低位震荡带来的成本红利。

三、投资建议

预计公司 2020/21/22 年能够实现基本每股收益 0.67、0.86、1.1 元/股,对于 PE 为 37X、29X、23X，参考造纸板块平均 PE 估值 35X，考虑到公司的行业龙头地位，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

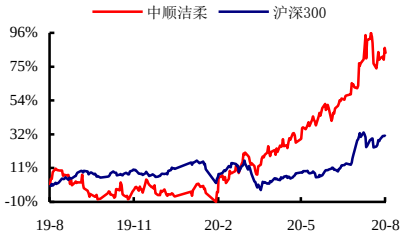
原材料及汇率波动风险。

推荐　　首次覆盖

当前价格：　**24.83 元**

交易数据	2020-8-6
近 12 个月最高/最低(元)	26.6/12.17
总股本（百万股）	1,311
流通股本（百万股）	1,274
流通股比例（%）	97.15
总市值（亿元）	326
流通市值（亿元）	316

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：　S0100512100003

电话：　010-85127729

邮箱：　chenbairu@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,635	7,825	9,307	11,024
增长率（%）	16.8%	17.9%	18.9%	18.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	604	882	1,121	1,436
增长率（%）	48.4%	46.0%	27.2%	28.1%
每股收益（元）	0.47	0.67	0.86	1.10
PE（现价）	52.8	36.9	29.0	22.6
PB	8.0	6.6	5.3	4.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,635	7,825	9,307	11,024
营业成本	4,005	4,410	5,234	6,186
营业税金及附加	43	52	61	73
销售费用	1,370	1,722	1,954	2,205
管理费用	295	356	428	513
研发费用	176	211	254	300
EBIT	746	1,075	1,375	1,748
财务费用	21	25	28	30
资产减值损失	(19)	0	0	0
投资收益	0	6	6	4
营业利润	719	1,068	1,365	1,736
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	721	1,074	1,370	1,740
所得税	117	192	248	303
净利润	604	882	1,121	1,436
归属于母公司净利润	604	882	1,121	1,436
EBITDA	1,009	1,370	1,699	2,104

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	704	683	1508	2951
应收账款及票据	808	1000	1179	1383
预付款项	15	35	52	74
存货	986	1047	1381	1506
其他流动资产	223	223	223	223
流动资产合计	2744	3003	4354	6156
长期股权投资	0	6	11	15
固定资产	2921	3170	3452	3751
无形资产	169	183	197	210
非流动资产合计	3282	3227	3191	3148
资产合计	6026	6230	7546	9304
短期借款	15	0	0	0
应付账款及票据	781	799	925	1140
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1814	1137	1331	1653
长期借款	23	23	23	23
其他长期负债	112	112	112	112
非流动负债合计	135	135	135	135
负债合计	1949	1272	1466	1788
股本	1309	1309	1309	1309
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4077	4959	6080	7516
负债和股东权益合计	6026	6230	7546	9304

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	17.9%	18.9%	18.5%
EBIT 增长率	30.1%	44.0%	28.0%	27.1%
净利润增长率	48.4%	46.0%	27.2%	28.1%
盈利能力				
毛利率	39.6%	43.6%	43.8%	43.9%
净利润率	9.1%	11.3%	12.0%	13.0%
总资产收益率 ROA	10.0%	14.1%	14.9%	15.4%
净资产收益率 ROE	14.8%	17.8%	18.4%	19.1%
偿债能力				
流动比率	1.5	2.6	3.3	3.7
速动比率	1.0	1.7	2.2	2.8
现金比率	0.4	0.6	1.1	1.8
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	41.9	42.8	42.4	42.4
存货周转天数	82.9	83.0	83.5	84.0
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.3
每股指标（元）				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.1
每股净资产	3.1	3.8	4.6	5.7
每股经营现金流	1.0	0.2	0.8	1.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	52.8	36.9	29.0	22.6
PB	8.0	6.6	5.3	4.3
EV/EBITDA	26.9	20.2	15.9	12.3
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	604	882	1,121	1,436
折旧和摊销	282	295	324	356
营运资金变动	450	(943)	(332)	(37)
经营活动现金流	1,358	223	1,103	1,748
资本开支	602	229	278	305
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(729)	(229)	(278)	(305)
股权募资	105	0	0	0
债务募资	(497)	0	0	0
筹资活动现金流	(328)	(15)	0	0
现金净流量	301	(21)	825	1,443

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。