中顺洁柔（002511.SZ）

2020 年 08 月 07 日

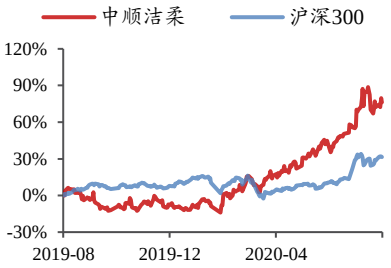
2020H1 业绩高于预告中枢，盈利能力环比继续提升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/6
当前股价(元)	24.83
一年最高最低(元)	26.82/11.65
总市值(亿元)	325.00
流通市值(亿元)	315.81
总股本(亿股)	13.09
流通股本(亿股)	12.72
近 3 个月换手率(%)	99.31

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-品类拓展继续提速，2020H1 业绩预告再超市场预期》-2020.7.13

《公司信息更新报告-2020Q1 业绩超出预期，全年盈利有望维持高位》-2020.4.30

《公司首次覆盖报告-生活用纸龙头，兼备必需品业绩韧性和长期成长性》-2020.3.26

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 2020H1 业绩高于预告中枢，2020Q2 表现亮眼，维持“买入”评级

2020H1 公司收入 36.16 亿元（+13.99%），归母净利润 4.53 亿元（+64.69%）。其中，2020Q2 公司收入 19.45 亿元（+19.21%），归母净利润 2.69 亿元（+77.74%）。公司 2020H1 业绩超预期，主要基于：①疫情催化生活用纸需求旺盛；②口罩等新品贡献增量利润；③产品结构优化+渠道建设完善的长逻辑不变；④原材料价格持续下行带动毛利率提升；⑤线下渠道逐步恢复。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 9.13/10.69/12.70 亿元（原为 8.15/9.62/11.39 亿元），对应 EPS 为 0.70/0.82/0.97 元，当前股价对应 PE 为 36/30/26 倍，维持“买入”评级。

● 盈利端：毛利率环比继续提升，费用端：持续加大销售费用投入

受益于产品结构优化和原材料价格下降，2020H1 公司整体毛利率为 46.59%（+9.90pct），净利率为 12.52%（+3.86pct）。其中 2020Q2，公司毛利率达 47.85%（+8.62pct），环比继续提升 2.73pct。2020H1 销售费用率达 23.45%，同比提升 4.29pct，其中产品促销费用 4.11 亿元，同比增长 68.87%。公司上半年加大促销投入的可能原因为：①疫情期间，继续加大线上渠道开拓力度；②个护新品推广的需要；③报告期利润率较高，适当让利于渠道和经销商。管理费用率受股权激励摊销费用较多影响略有提升(+1.14pct)，研发费用率仍持续提升（+0.49pct）。

● 积极储备低价原材料库存，短期盈利维持高位无忧，长期发展逻辑不变

1）2020H1，公司经营性现金流净额为 5.05 亿元，2019H1 同期为 7.35 亿元，主要系公司积极储备低价原材料库存。报告期末原材料库存达 7.42 亿元，相较期初增加 41.45%。由于国内木浆价格仍处低位震荡，且公司原材料低价库存充足，我们认为 2020 年全年公司成本端压力都较小，短期盈利维持高位无忧。

2）渠道完善+品类拓展的长逻辑不变。2020H1，公司 EC、RC 等线上渠道受疫情催化快速拓展，线下渠道也逐步恢复。此外，报告期内公司接连推出口罩、消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，有望为公司长期发展提供持续动力。

● 风险提示： 新品拓展受阻；浆价、汇率大幅波动；市场竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,796	9,287	11,115
YOY(%)	22.4	16.8	17.5	19.1	19.7
归母净利润(百万元)	407	604	913	1,069	1,270
YOY(%)	16.6	48.4	51.3	17.0	18.8
毛利率(%)	34.1	39.6	44.8	42.5	42.0
净利率(%)	7.2	9.1	11.7	11.5	11.4
ROE(%)	12.3	14.8	18.7	18.2	18.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.70	0.82	0.97
P/E(倍)	79.9	53.8	35.6	30.4	25.6
P/B(倍)	9.8	8.0	6.6	5.5	4.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020H1 业绩高于预告中枢，超出市场预期 3
2、 盈利能力：毛利率环比继续提升，持续加大销售费用投入 4
3、 未来展望：短期盈利维持高位无忧，长期发展逻辑不变 5
4、 盈利预测与投资建议 6
5、 风险提示 7
附：财务预测摘要 8

图表目录

图 1： 2020H1 公司收入同比增长 14.0% 3
图 2： 2020Q2 公司收入单季增速环比显著提升 3
图 3： 2020H1 公司归母净利润增长 64.7% 3
图 4： 2020Q2 公司归母净利润单季增速环比提升 3
图 5： 2020H1 公司整体毛利率快速提升 4
图 6： 2020Q2 公司毛利率环比继续提升 4
图 7： 2020H1 公司持续加大销售费用投入 5
图 8： 公司净利率持续提升，全年预计相对乐观 5
图 9： 2020H1 公司推出 UZI 联名款进行线上引流 6
图 10： “618”洁柔推出多项精彩促销活动 6
图 11： 疫情期间，公司积极捐赠口罩等产品 6
图 12： 2020H1 公司推出“洁仕嘉”漱口水 6

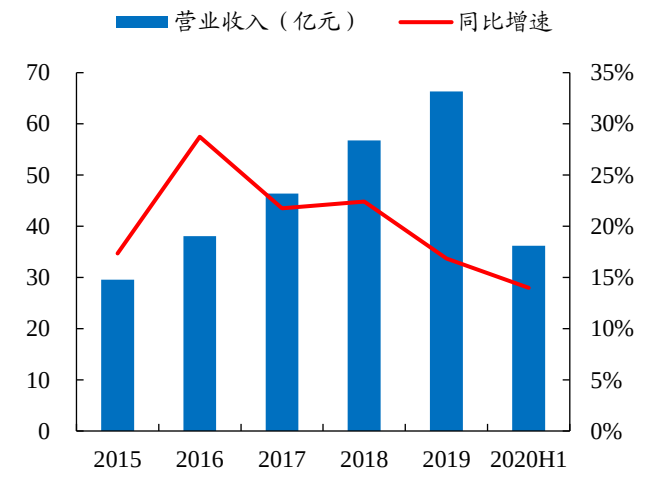
表 1： 2020H1 公司加大原材料采购力度 5

1、 2020H1 业绩高于预告中枢，超出市场预期

2020 年公司实现营收 36.16 亿元(+13.99%)，归母净利润 4.53 亿元(+64.69%)。其中，二季度疫情对线下渠道的冲击减弱，口罩等新品释放业绩，公司单季收入和净利润增速环比显著提升。**2020Q2 单季度公司收入 19.45 亿元（+19.21%），归母净利润 2.69 亿元（+77.74%）。**

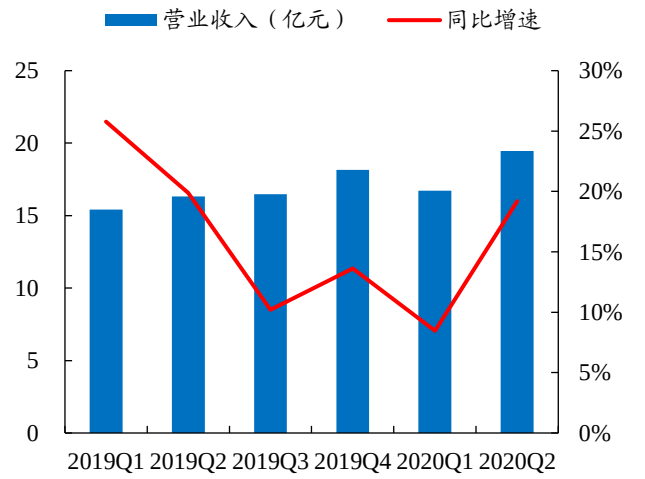
公司 2020H1 业绩超预期，主要基于：①疫情催化生活用纸需求旺盛；②品类持续拓展，口罩产品、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品推出市场，预计贡献增量利润；③产品结构持续优化+渠道建设完善的长逻辑不变，2020H1 个人护理产品收入达 0.67 亿元，收入占比同比提升 1.85pct 至 1.86%；④原材料价格持续下行带动毛利率提升，公司报告期内生活用纸毛利率达 46.19%，位居国内同业第一。

图1：2020H1 公司收入同比增长 14.0%



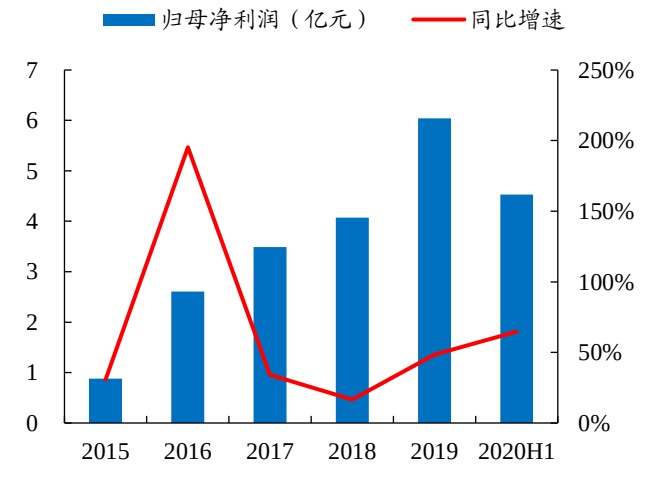
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q2 公司收入单季增速环比显著提升



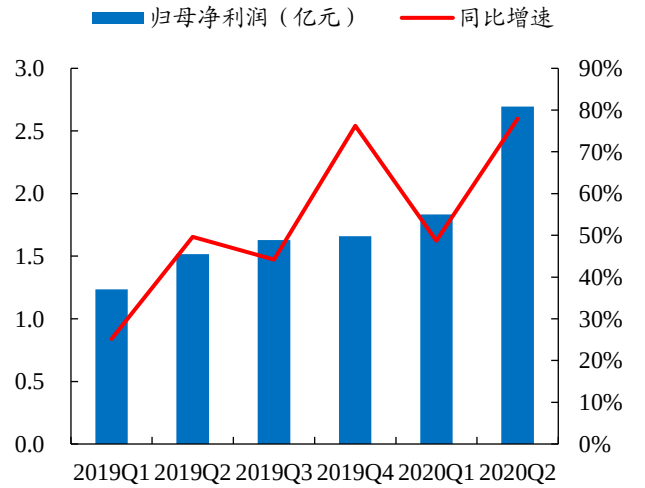
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020H1 公司归母净利润增长 64.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q2 公司归母净利润单季增速环比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

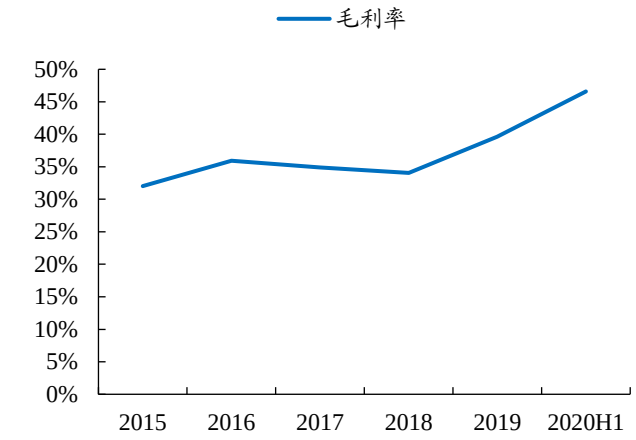
2、 盈利能力：毛利率环比继续提升，持续加大销售费用投入

产品结构优化和原材料价格下降继续推动公司毛利率持续上行。2020H1，公司整体毛利率为 46.59%(+9.90pct)，生活用纸毛利率达 46.19%(+8.98cpt)。其中 2020Q2，公司毛利率达 47.85%（+8.62pct），环比 2020Q1 继续提升 2.73pct。毛利率提升仍然主要受益于产品结构优化和原材料价格下降。

1）**产品结构优化：**①公司继续重点推广 Face、Lotion、自然木和新棉初白等高毛利产品。②卫生巾等个护新品于 2020H1 取得突破，收入占比提升至 1.86%。公司个护产品 2019 年毛利率高达 60.9%，显著高于生活用纸品类。③疫情催化下，湿巾等高毛利品类增长较快。

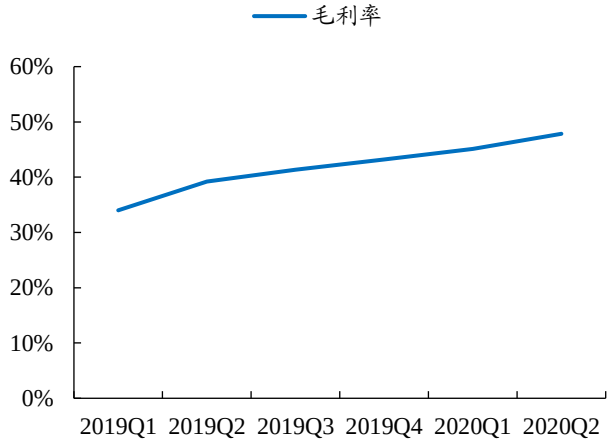
2）**原材料价格下跌：**公司生产耗用的纸浆成本占总成本的 40%-60%。而根据卓创资讯，2020H1 国内原材料木浆半年均价同比下降 23.2%。

图5：2020H1 公司整体毛利率快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q2 公司毛利率环比继续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1 公司显著加大销售费用投入，期间费用率较 2019H1 增长 5.43pct。

（1） **销售费用率达 23.45%，同比提升 4.29pct，主要系公司产品促销费用支出 4.11 亿元，同比增长 68.87%。我们认为公司加大促销投入的可能原因如下：**①疫情期间，公司进一步加大线上渠道开拓力度；②个护新品推广的需要；③报告期利润率较高，适当让利于渠道和经销商。

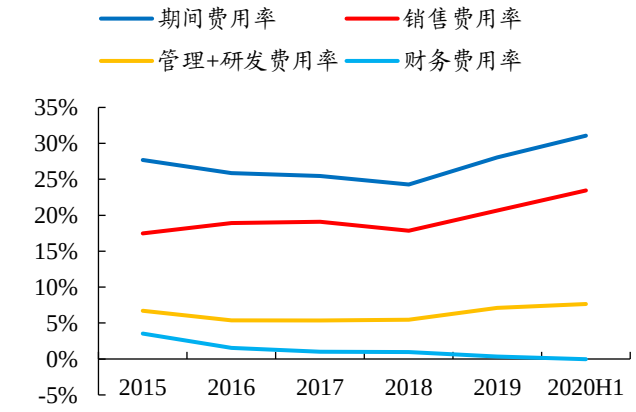
（2） 管理费用率达 5.14%，同比提升 1.14pct，主要系一季度计提了较多股权激励摊销费用（2020Q2-2020Q4 压力有所减轻）以及折旧摊销费用同比有所提升。

（3） 研发费用率达 2.51%，同比提升 0.49pct，主要系公司持续加大研发投入，卫生巾等个护新品开发提速。

（4） 财务费用率为-0.03%，同比降低 0.50pct，主要系银行利息费用减少所致。

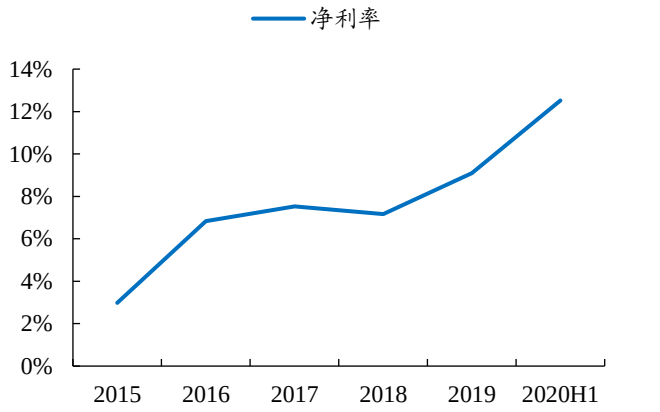
整体来看，2020H1 公司净利率持续提升。2020H1 公司净利率达 12.52%（+3.86pct），其中 2020Q2 公司净利率为 13.84%（+4.56pct）。

图7：2020H1 公司持续加大销售费用投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司净利率持续提升，全年预计相对乐观



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 未来展望：短期盈利维持高位无忧，长期发展逻辑不变

公司销售回款现金流良好，积极加大原材料采购力度。2020H1，公司经营性现金流净额为 5.05 亿元，2019H1 同期为 7.35 亿元。其中，公司销售回款现金流入 36.13 亿元，同比增长 7.92%，购买商品及接受劳务流出现金 22.27 亿元，同比增长 16.47%。**因此经营现金流净额下降主要是由于公司在原材料价格处于低位之际，加大了原材料采购力度。公司报告期末原材料库存达 7.42 亿元，相较期初增加 41.45%。**

由于截止到 2020 年 8 月初，国内原材料木浆价格仍处于低位震荡，且公司已积极对低价原材料进行储备，我们认为 2020 年全年公司成本端压力都较小，短期盈利维持高位无忧。

表1：2020H1 公司加大原材料采购力度

	2019H1	2020H1	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	7.35	5.05	-31.35%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	33.48	36.13	7.92%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	33.89	36.91	8.91%
购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	19.12	22.27	16.47%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	26.54	31.86	20.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

长期看，公司渠道建设完善+品类优化拓展的成长逻辑保持不变。

1）渠道建设完善：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。**其中，线上 EC 等线上渠道受疫情催化，2020H1 增长较快。**公司也通过打造电竞知名选手 UZI 联名款、“618”大促等系列营销活动，提升线上渠道流量。线下渠道在二季度时受疫情的负面影响已逐渐减弱，预计 2020H2 环比将继续改善。

图9：2020H1 公司推出 UZI 联名款进行线上引流



资料来源：洁柔只在乎您公众号

图10：“618”洁柔推出多项精彩促销活动



资料来源：洁柔只在乎您公众号

2）品类优化拓展：公司产品研发能力领先行业，产品品类不断丰富。公司目前有芯卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉花柔巾、个人护理产品七大类。其中，报告期内，公司接连推出了口罩产品、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品。口罩、消毒湿巾等产品在疫情催化下发展超出预期；卫生巾、漱口水等个护产品拓展顺利，有望为公司长期发展提供持续动力。

图11：疫情期间，公司积极捐赠口罩等产品



资料来源：洁柔只在乎您公众号

图12：2020H1 公司推出“洁仕嘉”漱口水



资料来源：洁柔只在乎您公众号

4、 盈利预测与投资建议

上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 9.13/10.69/12.70 亿元（原为 8.15/9.62/11.39 亿元），对应 EPS 为 0.70/0.82/0.97 元，当前股价对应 PE 为 36/30/26 倍，维持“买入”评级。

5、 风险提示

（1）新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾尚处于产品培育期，存在新品拓展不及预期的风险；（2）原材料木浆价格和汇率对公司盈利能力有较显著影响，存在未来木浆价格大幅上升、汇率大幅波动的风险；（3）存在未来生活用纸市场竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2157	2744	3304	4356	4765
现金	415	704	1191	1526	1698
应收票据及应收账款	741	808	1012	1156	1439
其他应收款	9	8	13	11	19
预付账款	53	15	86	20	115
存货	858	986	722	1318	1267
其他流动资产	81	223	280	326	227
非流动资产	2989	3282	3715	4224	4832
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2556	2921	3349	3846	4434
无形资产	125	169	168	170	172
其他非流动资产	308	192	197	208	226
资产总计	5146	6026	7019	8580	9597
流动负债	1702	1814	1939	2498	2329
短期借款	347	15	427	15	64
应付票据及应付账款	577	781	678	1132	1054
其他流动负债	777	1019	834	1351	1211
非流动负债	133	135	188	218	224
长期借款	75	23	75	106	111
其他非流动负债	59	112	112	112	112
负债合计	1835	1949	2127	2717	2553
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1287	1309	1309	1309	1309
资本公积	609	761	761	761	761
留存收益	1538	2112	2878	3783	4878
归属母公司股东权益	3311	4077	4892	5863	7044
负债和股东权益	5146	6026	7019	8580	9597

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	437	1360	787	1580	1136
净利润	407	604	913	1069	1270
折旧摊销	219	263	230	279	337
财务费用	56	21	-6	-6	-3
投资损失	-11	-0	-5	-5	-5
营运资金变动	-281	398	-347	241	-464
其他经营现金流	48	75	2	2	2
投资活动现金流	88	-729	-659	-784	-943
资本支出	568	603	433	509	609
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	657	-126	-227	-275	-334
筹资活动现金流	-1238	-328	-53	-49	-71
短期借款	-171	-332	0	0	0
长期借款	-75	-52	53	30	5
普通股增加	529	22	0	0	0
资本公积增加	-523	151	0	0	0
其他筹资现金流	-998	-117	-106	-79	-77
现金净增加额	-704	305	75	747	123

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5679	6635	7796	9287	11115
营业成本	3744	4005	4303	5340	6447
营业税金及附加	38	43	60	68	78
营业费用	1013	1370	1793	1932	2279
管理费用	202	295	335	418	478
研发费用	108	176	203	251	300
财务费用	56	21	-6	-6	-3
资产减值损失	27	-19	0	0	0
其他收益	7	16	10	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	0	5	5	5
资产处置收益	-5	0	-2	-2	-2
营业利润	503	719	1120	1300	1551
营业外收入	10	6	10	9	9
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	510	721	1127	1306	1557
所得税	103	117	214	237	287
净利润	407	604	913	1069	1270
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	407	604	913	1069	1270
EBITDA	743	965	1343	1560	1851
EPS(元)	0.31	0.46	0.70	0.82	0.97

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	16.8	17.5	19.1	19.7
营业利润(%)	21.4	43.1	55.7	16.0	19.3
归属于母公司净利润(%)	16.6	48.4	51.3	17.0	18.8
获利能力					
毛利率(%)	34.1	39.6	44.8	42.5	42.0
净利率(%)	7.2	9.1	11.7	11.5	11.4
ROE(%)	12.3	14.8	18.7	18.2	18.0
ROIC(%)	10.6	13.9	16.4	17.2	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	35.7	32.3	30.3	31.7	26.6
净负债比率(%)	6.0	-13.5	-12.0	-22.0	-19.9
流动比率	1.3	1.5	1.7	1.7	2.0
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	8.4	8.6	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	6.4	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.46	0.70	0.82	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.04	0.60	1.21	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.53	3.11	3.74	4.48	5.38
估值比率					
P/E	79.9	53.8	35.6	30.4	25.6
P/B	9.8	8.0	6.6	5.5	4.6
EV/EBITDA	44.0	33.1	23.8	20.0	16.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835