业绩再超预期，品类优化与成本红利提升盈利弹性

—— 2020 年中报点评 公司点评

● 事件：公司公布 2020 年半年度报告

2020 年上半年营收 36.16 亿元（+13.99%），归母净利润 4.53 亿元（+64.69%）；其中 2020Q2 营收 19.45 亿元（+19.21%），归母净利润 2.69 亿元（+77.74%）。

● 成本红利期助力业绩弹性向上，全年增长确定性强

公司业绩再超预期，我们认为主要受益于原材料木浆价格低位与上半年生活用纸销量高增长所致，全年预计盈利弹性较好。报告期内，公司营业成本同比减少 3.83%；毛利率、净利率分别为 46.59%、12.52%，较上年同期分别提升 9.9pct、3.86pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 23.45%（+4.29pct）、7.65%（+1.63pct）、-0.03%（-0.5pct），主要原因是加大促销力度与开拓网络销售、股权激励以及银行利息费用减少、汇兑收益增加所致。

● 疫情促使消费习惯改变，品类拓展培育新盈利增长点

受“新冠”疫情影响，消费者习惯有所改变，公司迅速适应市场消费趋势、拓展个人护理品类产品，推出口罩、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，推动公司业绩持续提升，并形成又一利润增长点。2020 年上半年，公司个人护理类产品营业收入 6721 万元，同比大幅增长约 159 倍；占营收总额 1.86%，较去年同期提升 1.85pct。此外，口罩产能于二季度逐步释放，叠加需求稳步增长，预计未来利润贡献将持续提升，公司拓品类战略稳步推进。

● 加强高毛利品类占比提升，全渠道建设顺利推进

公司加速推广新品、重点单品，持续提升高毛利产品的占比，生活用纸毛利率达到 46.19%（+8.98%），居国内生活用纸行业第一。此外，公司不断完善六大销售渠道（GT、KA、AFH、EC、RC、SC），细分与扁平化市场经营、扩大经销商网络布局；同时积极应对疫情影响与未来消费场景变化趋势，进一步加大了在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台的投入与布局。2020H1，由于疫情居家影响，公司电商渠道维持高速增长，并通过多元化营销方式夯实线上渠道流量基础，预计电商平台全年都有较为出色的表现。

● 财务预测预估值

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.47、10.08、11.75 亿元，EPS 分别为 0.65、0.77、0.90 元，对应 PE 为 39.1/32.9/28.2X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：1）原材料价格上涨；2）新品销售与产能投放不及预期；

财务摘要和估值指标

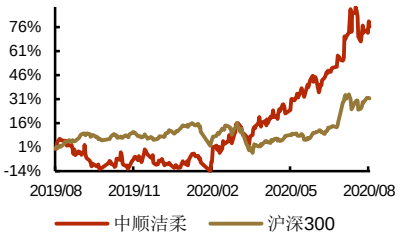
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,995	9,530	11,455
YoY(%)	22.4	16.8	20.5	19.2	20.2
净利润(百万元)	407	604	847	1,008	1,175
YoY(%)	16.6	48.4	40.2	19.1	16.5
毛利率(%)	34.1	39.6	40.0	40.3	40.3
净利率(%)	7.2	9.1	10.6	10.6	10.3
ROE(%)	12.3	14.8	17.5	17.6	17.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.65	0.77	0.90
P/E(倍)	81.4	54.9	39.1	32.9	28.2
P/B(倍)	10.0	8.1	6.9	5.8	4.9

强烈推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2020.08.06
收盘价(元):	24.83
一年最低/最高(元):	11.65/26.82
总股本(亿股):	13.11
总市值(亿元):	325.64
流通股本(亿股):	12.74
流通市值(亿元):	316.36
近 3 月换手率:	99.13%

股价一年走势



相关报告

《业绩高速增长，拓品类、扩渠道有望助力量价齐升》

《高端生活用纸领军者，新品类助力业绩高成长性》2020-04-19

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**	**3816**	**4280**	**5353**
现金	415	704	1221	1456	1750
应收票据及应收账款合计	741	808	1071	1162	1526
其他应收款	9	8	12	12	17
预付账款	53	15	67	31	86
存货	858	986	1222	1397	1751
其他流动资产	81	223	223	223	223
非流动资产	**2989**	**3282**	**3812**	**4322**	**4946**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2556	2921	3453	3960	4578
无形资产	125	169	168	170	172
其他非流动资产	308	192	191	192	196
资产总计	**5146**	**6026**	**7628**	**8602**	**10299**
流动负债	**1702**	**1814**	**2602**	**2631**	**3247**
短期借款	347	15	1606	1323	1860
应付票据及应付账款合计	577	781	0	0	0
其他流动负债	777	1019	996	1308	1387
非流动负债	**133**	**135**	**201**	**228**	**231**
长期借款	75	23	88	116	119
其他非流动负债	59	112	112	112	112
负债合计	**1835**	**1949**	**2803**	**2859**	**3478**
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	2803	3643	4630
归属母公司股东权益	3311	4077	4825	5742	6821
负债和股东权益	**5146**	**6026**	**7628**	**8602**	**10299**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5679**	**6635**	**7995**	**9530**	**11455**
营业成本	3744	4005	4797	5689	6839
营业税金及附加	38	43	58	65	78
营业费用	1013	1370	1535	1832	2255
管理费用	202	295	356	396	498
研发费用	108	176	121	193	237
财务费用	56	21	80	118	129
资产减值损失	27	-19	9	10	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	16	8	9	11
投资净收益	11	0	5	5	5
营业利润	**503**	**719**	**1052**	**1241**	**1437**
营业外收入	10	6	12	10	10
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	**510**	**721**	**1061**	**1248**	**1443**
所得税	103	117	214	240	269
净利润	**407**	**604**	**847**	**1008**	**1175**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**407**	**604**	**847**	**1008**	**1175**
EBITDA	743	965	1316	1586	1843
EPS（元）	0.31	0.46	0.65	0.77	0.90

单位:百万元

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**437**	**1360**	**-192**	**1480**	**938**
净利润	407	604	847	1008	1175
折旧摊销	219	263	233	287	347
财务费用	56	21	80	118	129
投资损失	-11	-0	-5	-5	-5
营运资金变动	-281	398	-1348	70	-709
其他经营现金流	48	75	1	2	2
投资活动现金流	**88**	**-729**	**-759**	**-793**	**-968**
资本支出	568	603	530	509	624
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	657	-126	-230	-283	-343
筹资活动现金流	**-1238**	**-328**	**-122**	**-169**	**-213**
短期借款	-171	-332	0	0	0
长期借款	-75	-52	66	27	3
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	-188	-197	-216
现金净增加额	**-704**	**305**	**-1074**	**518**	**-242**

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	16.8	20.5	19.2	20.2
营业利润(%)	21.4	43.1	46.2	18.0	15.8
归属于母公司净利润(%)	16.6	48.4	40.2	19.1	16.5
获利能力					
毛利率(%)	34.1	39.6	40.0	40.3	40.3
净利率(%)	7.2	9.1	10.6	10.6	10.3
ROE(%)	12.3	14.8	17.5	17.6	17.2
ROIC(%)	12.4	16.9	16.1	18.1	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	35.7	32.3	36.7	33.2	33.8
净负债比率(%)	6.0	-13.5	12.0	1.7	5.2
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
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	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.4	5.9	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.46	0.65	0.77	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.87	-0.15	1.13	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.53	3.11	3.69	4.39	5.21
估值比率					
P/E	81.4	54.9	39.1	32.9	28.2
P/B	10.0	8.1	6.9	5.8	4.9
EV/EBITDA	44.9	33.8	25.6	20.9	18.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/