消费升级与娱乐研究中心

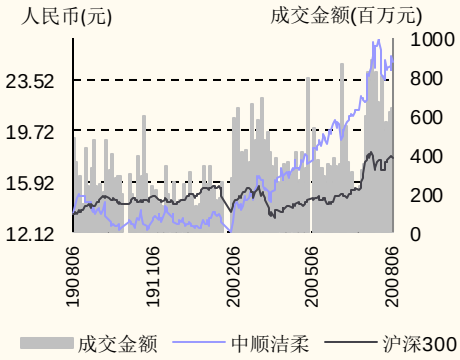
中顺洁柔 (002511.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：24.83 元
目标价格（人民币）：29.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.09
已上市流通 A 股(亿股)	12.72
总市值(亿元)	325.00
年内股价最高最低(元)	26.60/21.85
沪深 300 指数	4763
中小板综	13080



相关报告

1.《一季报大超预期，维持“买入”评级-一季报大超预期，维持“买入...》，2020.4.30

2.《毛利率提升预期强，优质增长基础价-中顺洁柔三季报点评》，2019.10.24

3.《年内盈利有望再提升，未来迈向一体化经营-中顺洁柔 2019 年中...》，2019.8.6

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

上调盈利预测，维持“买入”评级

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,766	9,070	10,820
营业收入增长率	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
归母净利润(百万元)	407	604	929	1,116	1,338
归母净利润增长率	16.60%	48.36%	53.90%	20.13%	19.87%
摊薄每股收益(元)	0.316	0.461	0.710	0.853	1.022
每股经营性现金流净额	0.34	1.04	0.79	1.06	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	14.81%	20.17%	21.16%	22.01%
P/E	26.94	27.44	34.97	29.11	24.29
P/B	3.31	4.06	7.05	6.16	5.35

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 上半年公司营收 36.2 亿元，同比+14.0%，其中 2Q 营收 19.45 亿元，同比+19.2%；1H2020 归母净利润 4.53 亿元，同比+64.7%，1H 股权激励费用 5298 万元，剔除此影响后实现归母净利 4.97 亿元，同比+68.3%。其中 2Q 归母净利 2.69 亿元，同比+77.7%，实际业绩增速处于预告区间上限，表现极为靓丽。

经营分析

- **补库存+电商发力+出口放量，2Q 收入增长提速。**公司 2Q 营收增速较 1Q 明显上升，首先我们认为是受益于渠道补库存，以及湖北工厂恢复正常运转；其次公司今年加大了电商的投入力度，我们判断上半年电商渠道增长 40-50%，尤其 6 月 16-18 日天猫洁柔旗舰店销售额突破 1900 万元，与京东推出的“洁柔粉 Face 抽纸”单品 6 月 18 日成交额破千万，达 5 月平均日销的 27 倍。再则，公司上半年出口业务同比+38.7%，我们判断主要是疫情刺激湿巾和口罩产品出口放量；最后，个护业务逐渐起量，锦上添花。
- **成本红利+产品结构优化+个护高毛利，驱动 2Q 毛利率创历史新高，预计 3Q 仍将环比提升。**2Q 毛利率为 47.9%，同比+8.6pcts，环比+2.7 pcts。盈利能力继续创单季度历史新高，主要因：1、2Q 浆价持续走低，2020 年截至目前，阔叶浆均价较 2019 年均价降低 755 元/吨；2、高毛利产品湿巾放量增长（毛利率预计 50%+），进一步优化了公司的产品结构；3、口罩、卫生巾等高毛利品类开始贡献盈利弹性；上半年公司纸巾业务的毛利率为 46.2%，同比+9pcts；我们预估个护产品的毛利率 60%+。考虑浆价于 7 月下旬开始企稳，且公司成本采用加权平均法，我们判断 3Q 盈利能力仍将继续环比提升。
  1H 期间费用率为 31.1%，同比+ 5.4pcts，主要因公司加大产品促销力度以及个护业务投入、计提股权激励费用增加所致。
- **浆价见底，但短中期难大涨，洁柔继续升级+太阳发力+个护完善。**短期看，我们预计 8 月下旬浆价见底，4Q 及 2021 年浆价小幅回暖，难以大涨，为国内生活用纸企业继续营造良好的经营环境，同时中报存货环比 1Q 增加 2.5 亿元，洁柔已经开始进行木浆的战略储备。中长期看，我们认为洁柔依然有许多细分领域可以继续发力，比如厨房纸巾、湿厕纸和逐渐完善品种、系列的湿巾产品；太阳品牌预计下半年将加大推广力度，同时处于起步阶段的个人护理业务也将为后续的增长打开空间，我们坚定看好洁柔中长期的发展前景。

盈利调整和投资建议

- 鉴于公司 2Q 盈利能力超出预期，我们将 2020-2021 年 EPS 分别上调 12.8%、6.7%至 0.71、0.85 元，并预计 2022 年 EPS 为 1.02 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 35、29 和 24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 费用率超预期的风险；生活用纸和个护产品销售低于预期的风险；木浆价格大幅上涨的风险；纸巾行业竞争加剧的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,638**	**5,679**	**6,635**	**7,766**	**9,070**	**10,820**
增长率		22.4%	16.8%	17.0%	16.8%	19.3%
主营业务成本	-3,019	-3,744	-4,005	-4,141	-4,949	-5,899
%销售收入	65.1%	65.9%	60.4%	53.3%	54.6%	54.5%
毛利	1,620	1,934	2,629	3,625	4,122	4,920
%销售收入	34.9%	34.1%	39.6%	46.7%	45.4%	45.5%
营业税金及附加	-39	-38	-43	-43	-54	-65
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-886	-1,013	-1,370	-1,864	-2,086	-2,489
%销售收入	19.1%	17.8%	20.6%	24.0%	23.0%	23.0%
管理费用	-249	-202	-295	-388	-417	-498
%销售收入	5.4%	3.6%	4.4%	5.0%	4.6%	4.6%
研发费用	0	-108	-176	-217	-245	-281
%销售收入	0.0%	1.9%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%
息税前利润（EBIT）	446	574	746	1,112	1,319	1,588
%销售收入	9.6%	10.1%	11.2%	14.3%	14.5%	14.7%
财务费用	-47	-56	-21	0	-3	-5
%销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	-27	-19	-9	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	0	3	3	3
%税前利润	1.4%	2.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	414	503	719	1,121	1,333	1,599
营业利润率	8.9%	8.9%	10.8%	14.4%	14.7%	14.8%
营业外收支	7	8	2	-8	4	4
税前利润	421	510	721	1,113	1,337	1,603
利润率	9.1%	9.0%	10.9%	14.3%	14.7%	14.8%
所得税	-72	-103	-117	-184	-221	-264
所得税率	17.1%	20.3%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	349	407	604	929	1,116	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**349**	**407**	**604**	**929**	**1,116**	**1,338**
净利率	7.5%	7.2%	9.1%	12.0%	12.3%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	407	604	929	1,116	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	177	246	282	290	318	353
非经营收益	65	64	22	17	7	-1
营运资金变动	-5	-280	450	-197	-49	-58
经营活动现金净流	**585**	**437**	**1,358**	**1,039**	**1,393**	**1,633**
资本开支	-398	-568	-602	-869	-707	-757
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-584	656	-127	3	3	3
投资活动现金净流	**-983**	**88**	**-729**	**-866**	**-704**	**-754**
股权募资	0	0	105	-28	0	0
债权募资	638	-944	-497	320	-96	-143
其他	-108	-285	65	-382	-461	-542
筹资活动现金净流	**531**	**-1,229**	**-327**	**-90**	**-557**	**-685**
现金净流量	**133**	**-704**	**302**	**83**	**132**	**195**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,086	415	704	787	919	1,113
应收款项	616	750	816	878	1,026	1,223
存货	547	858	986	976	1,166	1,390
其他流动资产	765	134	238	255	262	269
流动资产	3,014	2,157	2,744	2,896	3,372	3,996
%总资产	52.0%	41.9%	45.5%	42.8%	44.2%	46.1%
长期投资	37	35	36	36	36	36
固定资产	2,519	2,669	2,977	3,502	3,844	4,203
%总资产	43.5%	51.9%	49.4%	51.8%	50.4%	48.5%
无形资产	127	125	182	237	289	340
非流动资产	2,778	2,989	3,282	3,862	4,256	4,666
%总资产	48.0%	58.1%	54.5%	57.2%	55.8%	53.9%
资产总计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,758**	**7,628**	**8,662**
短期借款	1,348	494	47	367	271	128
应付款项	1,111	1,088	1,559	1,438	1,696	2,022
其他流动负债	113	119	208	209	248	296
流动负债	2,572	1,702	1,814	2,014	2,215	2,445
长期贷款	150	75	23	23	23	23
其他长期负债	26	59	112	114	114	114
负债	**2,748**	**1,835**	**1,949**	**2,151**	**2,352**	**2,582**
普通股股东权益	**3,044**	**3,311**	**4,077**	**4,607**	**5,277**	**6,080**
其中：股本	757	1,287	1,309	1,309	1,309	1,309
未分配利润	1,162	1,491	2,059	2,617	3,286	4,089
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,758**	**7,628**	**8,662**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.461	0.316	0.461	0.710	0.853	1.022
每股净资产	4.019	2.573	3.115	3.520	4.031	4.645
每股经营现金净流	0.773	0.340	1.037	0.794	1.064	1.248
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.284	0.341	0.409
回报率						
净资产收益率	11.47%	12.29%	14.81%	20.17%	21.16%	22.01%
总资产收益率	6.03%	7.91%	10.02%	13.75%	14.63%	15.45%
投入资本收益率	8.14%	11.75%	14.96%	18.47%	19.66%	21.17%
增长率						
主营业务收入增长率	21.76%	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
EBIT 增长率	9.53%	28.59%	30.09%	49.03%	18.61%	20.37%
净利润增长率	34.04%	16.60%	48.36%	53.90%	20.13%	19.87%
总资产增长率	28.35%	-11.15%	17.11%	12.14%	12.88%	13.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.8	43.0	42.5	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	58.5	68.5	84.0	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	54.2	53.4	49.5	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	182.7	164.3	160.7	143.2	124.3	106.2
偿债能力						
净负债/股东权益	13.55%	4.65%	-15.55%	-8.63%	-11.86%	-15.84%
EBIT 利息保障倍数	9.5	10.3	34.7	2,509.9	511.1	311.6
资产负债率	47.44%	35.65%	32.35%	31.83%	30.83%	29.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.67**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

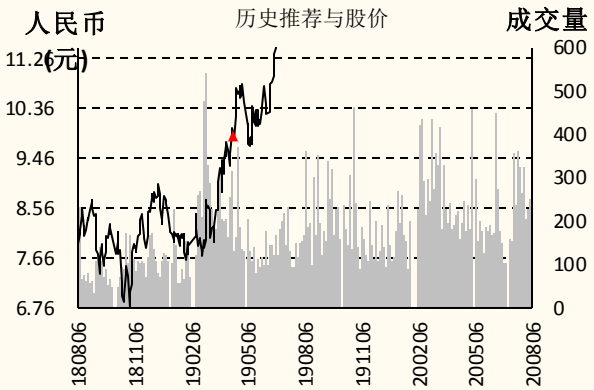
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-16	买入	9.06	11.10～11.10
2	2019-04-15	买入	10.06	N/A
3	2019-08-06	买入	13.14	N/A
4	2019-10-24	买入	13.63	N/A
5	2020-04-30	买入	17.90	23.27～23.27

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH