中顺洁柔（002511.SZ）

2020 年 07 月 13 日

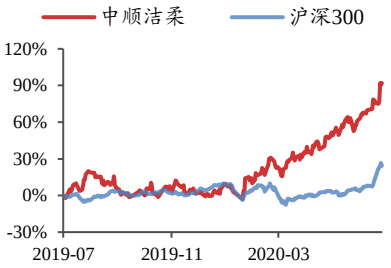
品类拓展继续提速，2020H1 业绩预告再超市场预期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/7/10
当前股价(元)	23.99
一年最高最低(元)	24.51/11.65
总市值(亿元)	314.00
流通市值(亿元)	305.13
总股本(亿股)	13.09
流通股本(亿股)	12.72
近 3 个月换手率(%)	83.89

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-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 业绩预告再超预期，全年业绩有望延续高增长，维持“买入”评级

公司预计 2020H1 归母净利润为 4.12 亿元-4.67 亿元，同比增长 50%-70%，其中 2020Q2 归母净利润 2.29 亿元-2.84 亿元，同比增长 52%-88 %。公司业绩再超预期，主要基于：①疫情催化生活用纸需求旺盛，口罩预计贡献增量利润；②品类、渠道拓展的长逻辑不变；③原材料价格持续下行。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 8.15/9.62/11.39 亿元（此前预测为 7.68/9.06/10.82 亿元），对应 EPS 为 0.62/0.73/0.87 元，当前股价对应 PE 为 29/24/21 倍，维持“买入”评级。

● 个护、口罩等新品推广加速，电商等渠道拓展顺利推进

1）产品端：2020H1 公司产品结构继续优化，疫情推动湿巾等高毛利产品较快增长，预计高毛利品类占比有望持续提升。同时，新品推广继续加速：口罩产能于 2020Q2 陆续释放。产能随需求提升，预计逐步增加至约 200 万片/日，带来一定利润贡献；个护方面，继续稳步推进。“朵蕾蜜”卫生巾基数较低，但增长势头较快。2020 年 4 月，推出新品“洁仕嘉”漱口水，进一步丰富个护产品矩阵。

2）渠道端：公司六大渠道继续稳步拓展。①线上：由于疫情影响，2020H1 公司线上渠道快速增长，EC 渠道和新零售渠道均有良好表现。同时，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。②线下： GT、KA 及 AFH 等传统渠道营销网络已覆盖全国绝大部分地（县）级市。2020Q1 线下渠道客流和运输物流受到疫情影响，但 4 月运输物流已恢复正常，线下客流也陆续恢复，预计 2020H2 线下渠道出货端增长将回到较快水平。

● 原材料价格持续下行，公司低价库存充足，预计全年业绩有望维持高位

根据卓创资讯，2020H1 国内木浆价格维持低位，主流参考均价同比下降约 23%，且呈持续下行趋势。若按 6 个月的原材料库存储备计算，公司低价原材料库存预计将至少能够满足 2020 年全年需求。因此原材料价格下行叠加高毛利产品占比持续提升、2020Q1 计提了较多费用端投入，公司全年业绩预计有望维持高位。

● 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	7,988	9,515	11,388
YOY(%)	22.4	16.8	20.4	19.1	19.7
归母净利润(百万元)	407	604	815	962	1,139
YOY(%)	16.6	48.4	34.9	18.0	18.4
毛利率(%)	34.1	39.6	41.1	40.3	39.5
净利率(%)	7.2	9.1	10.2	10.1	10.0
ROE(%)	12.3	14.8	17.0	17.0	17.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.62	0.73	0.87
P/E(倍)	57.6	38.8	28.8	24.4	20.6
P/B(倍)	7.1	5.7	4.9	4.1	3.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	3540	4263	5074
现金	415	704	1220	1454	1740
应收票据及应收账款	741	808	1057	1165	1494
其他应收款	9	8	14	12	20
预付账款	53	15	88	20	118
存货	858	986	881	1287	1475
其他流动资产	81	223	280	326	227
非流动资产	2989	3282	3819	4340	4962
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2556	2921	3451	3959	4561
无形资产	125	169	168	170	172
其他非流动资产	308	192	200	211	229
资产总计	5146	6026	7359	8602	10036
流动负债	1702	1814	2364	2715	3097
短期借款	347	15	584	270	493
应付票据及应付账款	577	781	814	1110	1226
其他流动负债	777	1019	966	1334	1378
非流动负债	133	135	202	230	232
长期借款	75	23	89	117	120
其他非流动负债	59	112	112	112	112
负债合计	1835	1949	2566	2945	3329
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	2795	3609	4591
归属母公司股东权益	3311	4077	4794	5658	6707
负债和股东权益	5146	6026	7359	8602	10036

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	437	1360	819	1463	1165
净利润	407	604	815	962	1139
折旧摊销	219	263	233	287	346
财务费用	56	21	63	56	59
投资损失	-11	-0	-5	-5	-5
营运资金变动	-281	398	-289	163	-375
其他经营现金流	48	75	2	2	2
投资活动现金流	88	-729	-767	-804	-966
资本支出	568	603	537	520	623
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	-105	-113	-136
短期借款	-171	-332	0	0	0
长期借款	-75	-52	67	28	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	-171	-141	-139
现金净增加额	-704	305	-52	547	63

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5679	6635	7988	9515	11388
营业成本	3744	4005	4705	5677	6890
营业税金及附加	38	43	61	70	80
营业费用	1013	1370	1598	1874	2221
管理费用	202	295	359	428	456
研发费用	108	176	216	257	307
财务费用	56	21	63	56	59
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	999	1169	1390
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	1006	1175	1395
所得税	103	117	191	213	257
净利润	407	604	815	962	1139
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	407	604	815	962	1139
EBITDA	743	965	1230	1451	1721
EPS(元)	0.31	0.46	0.62	0.73	0.87

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	16.8	20.4	19.1	19.7
营业利润(%)	21.4	43.1	38.8	17.1	18.9
归属于母公司净利润(%)	16.6	48.4	34.9	18.0	18.4
获利能力					
毛利率(%)	34.1	39.6	41.1	40.3	39.5
净利率(%)	7.2	9.1	10.2	10.1	10.0
ROE(%)	12.3	14.8	17.0	17.0	17.0
ROIC(%)	10.6	13.9	14.5	15.5	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	35.7	32.3	34.9	34.2	33.2
净负债比率(%)	6.0	-13.5	-9.2	-16.8	-14.9
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.0	1.1
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	0.62	0.73	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.04	0.63	1.12	0.89
每股净资产(最新摊薄)	2.53	3.11	3.66	4.32	5.12
估值比率					
P/E	57.6	38.8	28.8	24.4	20.6
P/B	7.1	5.7	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	31.8	23.7	18.7	15.5	13.0

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