

轻工制造

2018年04月25日

中顺洁柔 (002511)

——2018年一季报点评：产品升级和提价逐步落地促进盈利稳步提升

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

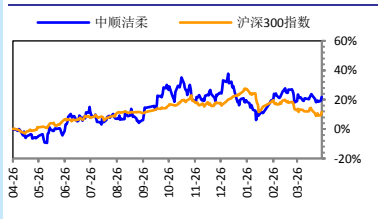
- **公司公告 2018 年一季报，完全符合我们预期：**公司 2018Q1 实现收入 12.25 亿元，同比增长 18.7%，实现归母净利润 9856.04 万元，同比增长 30.9%，完全符合我们一季报前瞻中的预期（30%）。扣非净利润 9144.52 万元，同比增长 29.0%。预计 2018 年 1-6 月归母净利润变动区间为 1.80 亿元-1.03 亿元 (yoy15%-30%)。公司 2018 年一季度收入业绩增长稳健，产品升级，提价逐步落地和费用端控制力度显著，毛利率同比提升 3.44 个百分点，整体经营情况保持良好发展态势。
- **收入端：新品开发+渠道扩张+产能拓增全面推进，带动公司收入持续增长。**公司 18 年一季度销售增长稳健，其中 Q1 量价拆分为：销量贡献 10-11% 增长、价格贡献 5-6% 增长 (vs 17 年增长 21% 全部为销量增长贡献)。1) **产品结构不断优化，加强新品研发：**2018 年公司产品系列结构不断优化，高端产品 Face 和 Lotion 和自然木等系列占比提升持续贡献收入规模；新品开发力度加强，新品“表白”系列对应电商渠道开展营销、以及对标学生客群品种也将直击年轻化消费矩阵。2) **线上渠道发力明显，线下渠道全方位开拓：**公司目前共有四大渠道包括 KA、GT 经销、AFH 商销、电商；18Q1 电商增速最高达到接近三位数增长，自 17 年下半年开始公司加强电商投入以及和大型 B2C 平台合作，积极开展电商新零售模式，为收入增长贡献亮点；KA 渠道增速较慢但渠道张力有望逐渐显现；GT 经销和 AFH 商销增速稳健，未来 GT 经销有望开发 29 个地级市以及 1108 个空白县城，18 年有望实现 750 个新客户的开拓目标，进一步加速夯实渠道下沉进程。3) **产能瓶颈逐渐突破，保障收入规模有效扩张：**17 年底公司拥有产能 65 万吨；18 年 6-7 月预计浙江 1 万吨产能将投产，湖北 10 万吨和唐山 2.5 万吨产能也将于未来陆续释放，有效解决目前产能瓶颈，确保产能计划顺利进行。公司未来在不断拓展经销商的同时，有望提升经销商网点的质量并帮助经销商打造运营团队，提升公司自下而上竞争实力。
- **盈利端：及时定价策略+涨价高位回落+产品结构升级，盈利能力有望持续改善。**公司 18Q1 毛利率增长 3.44 个百分点至 38.8%，主要系 1) **提价策略逐步落地：**公司通过收窄促销力度从而提升毛利，18 年 1 月提升售价提升毛利；2) **产品结构升级：**公司高毛利产品的占比也在提升，促使毛利端提升；公司优化品类结构调整，18 年大区和营业层级增加利润考核，因此公司品类结构层面取得比较大的进展，Face 和 Lotion 品类提升至 51%，黄色纸提升至 9.3% 的占比。**费用端：**18Q1 销售费用率同比增长 21.5%，主要系费用的先导投入，新品和渠道进场、广告签订的投入提前于 18Q1 进行准备。18Q1 管理费用同比增长 53.8% 主要系研发费用和人员薪酬提升。预计公司未来销售费用、管理费用的合理使用，从而保持盈利的稳定性。
- **渠道持续扩张，产品结构调整升级，精细化管理挖潜盈利潜能，公司基本面持续改善。**新销售团队与公司磨合完成，在充分激励机制下推挤公司渠道不断下沉、KA 渠道合作拓宽、线上平台获得突破进展，渠道建设多点开花，叠加全国产能布局逐步投放，公司收入将稳健增长。产品结构调整，高毛利率产品占比提升，并推进原有产品升级换代，有效对冲成本上升压力。高度自动化设备+精细化管理保证盈利能持续改善。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 为 0.59 元、0.76 元、0.95 元的盈利预测，目前股价 (14.89 元) 对应 2018-2020 年 PE 分别为 25 倍、20 倍和 16 倍，对应增速为 29%/27%/25%，看好公司在生活用纸行业的品牌价值和发展战略，维持增持评级！

收盘价(元)	14.89
一年内最高/最低(元)	18.5/10.41
市净率	3.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10912
上证指数/深证成指	3128.93/10556.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	4.15
资产负债率%	38.21
总股本/流通A股(百万)	757/733
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中顺洁柔 (002511) 2017 年年报点评：渠道+产能驱动收入放量，结构升级+效率提升对冲成本压力，绑定人才夯实长期发展逻辑！》 2018/04/17

《中顺洁柔 (002511) 2017 年业绩快报点评：渠道和产能双向驱动业绩提升，深度绑定彰显长期发展信心》 2018/03/01

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,638	1,225	5,673	7,034	8,736
同比增长率(%)	21.76	18.65	22.30	24.00	24.20
净利润(百万元)	349	99	449	572	716
同比增长率(%)	34.04	30.92	28.70	27.30	25.20
每股收益(元/股)	0.46	0.13	0.59	0.76	0.95
毛利率(%)	34.9	38.8	35.5	35.7	35.8
ROE(%)	11.5	3.1	12.9	14.1	15.0
市盈率	32		25	20	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2016A	2017A	18Q1A	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	3,809	4,638	1,225	5,673	7,034	8,736
二、营业总成本	3,487	4,245	1,109	5,134	6,341	7,877
其中：营业成本	2,441	3,019	749	3,659	4,523	5,609
营业税金及附加	35	39	8	45	56	70
销售费用	721	886	257	1,078	1,336	1,677
管理费用	205	249	83	312	387	489
财务费用	59	47	15	30	27	24
资产减值损失	26	6	(2)	10	11	8
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	6	8	5	4	5
三、营业利润	323	414	125	544	697	864
加：营业外收入	13	10	0	12	14	13
减：营业外支出	1	3	0	2	2	2
四、利润总额	335	421	125	554	709	875
减：所得税	74	72	26	104	138	159
五、净利润	260	349	99	449	572	716
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	260	349	99	449	572	716
六、全面摊薄每股收益	0.34	0.46	0.13	0.59	0.76	0.95
发行后总股本（百万）	757	757	757	757	757	757

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。