

20Q1 盈利表现超预期，产品结构持续优化， 电商渠道表现靓丽

买入 (维持)

2020年04月30日

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,635	7,923	9,322	10,932
同比 (%)	16.8%	19.4%	17.7%	17.3%
归母净利润 (百万元)	604	824	1,065	1,338
同比 (%)	48.4%	36.5%	29.3%	25.6%
每股收益 (元/股)	0.46	0.63	0.81	1.02
P/E (倍)	38.80	28.43	21.99	17.51

投资要点

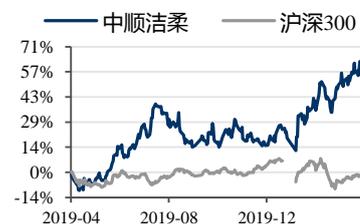
■ 公司发布 2019 年报及 2020 年一季报。(1) 19 年公司实现营收 66.35 亿元 (+16.84%)，归母净利 6.04 亿元 (+48.36%)，扣非归母净利 5.89 亿元 (+49.98%)；Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别为 25.78%/19.88%/10.21%/13.61%，归母净利润增速分别为 25.18%/49.66%/44.16%/76.28%，盈利弹性得到验证。(2) 20Q1 公司营收 16.71 亿元 (+8.46%)，归母净利 1.83 亿元 (+48.67%)，扣非归母净利 1.87 亿元 (+53.52%)，利润表现略超预期。

■ 原料成本下降、产品结构优化，盈利表现靓丽。公司 19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 34.01%/39.23%/41.37%/43.19%，20Q1 增至 45.12%，逐季走高。(1) 原材料维持低位：主要原料针叶浆、阔叶浆单吨价格 19 年分别为 655/609 (同比 18 年-26%/-22%)，跌至目前价格分别为 598/475 美元/吨。由于疫情拖累，需求相对低迷，预期 20 上半年维持弱势，且公司木浆备货充足 (存货+14.92%)，利好公司盈利持续释放；(2) 产品结构优化成效逐渐显现，19 年生活纸 Lotion、新棉初白、Face 等高毛利产品占比近 70%，带动毛利增至 39.95% (+5.39pct)；中长期来看，公司 10 万吨/年高档生活纸项目陆续投入使用，卫生巾、湿巾等高毛利产品逐渐放量，产品结构持续优化。整体来看，受益于木浆等原材料成本处于低位及产品结构优化，公司盈利水平将持续走强。

■ 品类、品牌矩阵持续优化，充分参与高-中-低端生活用纸市场竞争。生活纸 19 年实现营收 65.63 亿 (+17.64%)，保持稳定增长。公司于 19 年 7 月针对中低端市场推出“太阳”白色生活纸品牌，20Q1 销售增速达 90%，此外公司投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目服务于“太阳品牌”，预期成为公司未来三年增长的重要驱动。未来“太阳”将携手“洁柔”，充分参与高-中-低端生活用纸市场竞争，扩大客户基数，为公司未来稳定增长奠定基础。公司 19 年进军个人护理品类，陆续推出新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾等个护产品，聘请马思纯作为朵蕾蜜代言人，市场口碑表现优秀，未来有望通过渠道协同成为新的收入驱动。

■ 渠道建设齐头并进，电商渠道表现靓丽。预期公司传统经销商渠道表现平稳，预期保持个位数增速，仍有下沉空间；电商渠道表现靓丽，19 年增速预期超 40%，潜力较大；此外新增母婴及新零售渠道，进一步完善渠道布局，预期将贡献增量，20Q1 新零售渠道预期增速 200%+，未来公司渠道红利有望释放。20Q1 受疫情影响，经销商、KA 渠道预期收入小幅下降，消费线上化带动电商渠道预期增速超 40%。生活纸韧性强，疫情过后预计传统渠道销售修复，线上渠道保持高增长，20 年业绩有望保持高增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.90
一年最低/最高价	9.30/18.47
市净率(倍)	5.51
流通 A 股市值(百万元)	22645.76

基础数据

每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	30.54
总股本(百万股)	1308.89
流通 A 股(百万股)	1265.13

相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511)：产品、渠道、管理优异，中期成长动能充沛》2020-03-01
- 2、《中顺洁柔 (002511)：短期波动不改长期成长，渠道产品管理三优》2019-10-24
- 3、《中顺洁柔 (002511)：中报业绩靓丽，长期期待个护成长》2019-08-06

- **盈利能力提升，增加销售费用持续布局渠道。**(1) 19年公司毛利率 39.63% (+5.57pct)，主要受益于原料价格下行和产品结构优化；期间费用率小幅上升 3.79pct 达 28.06%，其中销售费用率为 20.64%(+2.80pct)，主要系提高广告费用及布局渠道所致；管理+研发费率 7.10% (+1.64pct)，主要因为股权激励费用和员工薪酬增加，同时研发投入上升；财务费用率 0.32% (-0.66pct)；综合来看公司净利率达 9.1% (+1.93pct)，盈利能力增强。(2) 20Q1 毛利率上升 11.11pct 至 45.12%；期间费用率为 30.77% (+7.26pct)，其中销售费率 22.60%(5.37pct)；管理+研发费率 8.04% (+2.15pct)，主要系发生股权激励摊销费用约 2600 万；财务费用率 0.12% (-0.26pct)。
- **现金流表现亮眼，营运效率小幅下滑。**从现金流表现来看，19 年公司经营性现金流量净额 13.60 亿(+211.21%)；20Q1 经营性现金流净额为 3.31 亿 (-34.81%)，或为部分材料支付从 19 年延至 20Q1 所致。从营运效率来看，(1) 19 年公司应收账款及票据合计 8.08 亿元 (+9.42%)，应收周转天数较去年同期减少 0.44 天至 41.94 天；存货 9.86 亿元 (+15.02%)，周转天数增加 15.35 天至 82.88 天；应付账款及票据合计 7.81 亿元 (+35.36%)，周转天数上升 8.38 天至 61.03 天。整体来看公司现金流表现亮眼，营运效率小幅下滑。(2) 20Q1 应收账款及票据合计 7.72 亿元，较 19 期末减少 0.36 亿；应付账款及票据 8.10 亿元，较 19 期末增加 0.29 亿。
- **盈利预测及投资评级：**2020 年 3 月 19 日-3 月 20 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量合计 189.59 万股，占公司总股本的 0.1448%，最高成交价为 15 元/股，最低成交价为 14.34 元/股，彰显公司发展信心。我们预计 20-22 年分别实现营收 79.23/ 93.22/ 109.32 亿，同增 19.42%/ 17.66%/ 17.27%；归母净利 8.24/ 10.65/ 13.38 亿，同增 36.5%/ 29.3%/ 25.6%。当前股价对应 PE 为 28.43X/ 21.99X/ 17.51X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，行业竞争加剧。

表 1：中顺洁柔季度数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	1,224.79	1,361.27	1,494.92	1,597.53	1,540.52	1,631.87	1,647.49	1,815.03	1,670.91
YOY	18.65%	24.78%	21.65%	24.20%	25.78%	19.88%	10.21%	13.61%	8.46%
归母净利润	98.56	101.22	113.02	94.18	123.38	151.50	162.93	166.02	183.43
YOY	30.93%	24.76%	25.31%	-8.08%	25.18%	49.66%	44.16%	76.28%	48.67%
扣非归母净利润	91.45	98.53	96.83	105.72	121.74	147.92	156.47	162.60	186.89
YOY	13.68%	10.50%	10.50%	10.50%	33.13%	50.13%	53.80%	53.80%	53.52%
毛利率	38.84%	34.38%	33.18%	30.96%	34.01%	39.23%	41.37%	43.19%	45.12%
期间费用率	28.95%	24.00%	24.14%	21.05%	23.51%	27.65%	29.23%	31.24%	30.77%
其中：销售费用	256.86	236.77	274.44	244.95	265.54	342.23	337.04	424.74	377.69
销售费用率	20.97%	17.39%	18.36%	15.33%	17.24%	20.97%	20.46%	23.40%	22.60%
其中：管理费用	82.72	72.72	50.64	54.91	56.65	70.13	79.12	88.61	93.76
研发费用	0.00	0.00	23.09	25.58	34.10	29.94	54.41	57.92	40.58
管理+研发费用率	6.75%	5.34%	4.93%	5.04%	5.89%	6.13%	8.11%	8.07%	8.04%
其中：财务费用	15.00	17.23	12.72	10.90	5.90	8.93	10.93	-4.28	2.07
财务费用率	1.22%	1.27%	0.85%	0.68%	0.38%	0.55%	0.66%	-0.24%	0.12%
归母净利率	8.05%	7.44%	7.56%	5.90%	8.01%	9.28%	9.89%	9.15%	10.98%
存货	865.76	1,050.85	986.01	857.56	799.15	889.00	1,096.64	986.41	926.03
较上年同期增减	60.27%	71.18%	56.79%	-7.69%	-15.40%	11.22%	15.02%	15.88%	15.88%
应收票据	6.86	12.77	8.08	2.83	1.48	3.41	10.64	0.30	1.15
较上年同期增减	4.27	8.68	-1.53	-6.60	-5.39	-9.36	2.55	-2.53	-0.33
应收账款	568.65	566.03	707.68	738.24	697.61	726.66	707.64	807.77	770.64
较上年同期增减	43.18	42.56	127.42	139.51	128.96	160.63	-0.03	69.54	73.03
应付账款及应付票据	481.09	439.97	380.50	577.36	804.35	841.56	1048.99	780.87	810.33
较上年同期增减	160.24	122.26	-36.90	-8.64	323.26	401.59	668.49	203.51	5.99
预收账款	24.33	32.08	37.15	59.37	29.01	25.53	60.44	142.48	0.00
较上年同期增减	-13.87	11.10	-14.53	-2.22	4.68	-6.55	23.29	83.10	-29.01
经营性现金流净额	-209.59	-94.99	262.52	479.32	507.08	227.91	304.67	320.72	330.55
较上年同期增减	-93.05	-257.29	-57.91	260.08	716.67	322.90	42.15	-158.61	-176.53
筹资性现金流净额	-688.37	244.86	-208.67	-586.13	-58.68	-115.00	-102.47	-51.46	-73.96
较上年同期增减	-640.05	234.53	-168.45	-1214.58	629.69	-359.86	106.20	534.67	-15.27
资本开支	148.74	138.16	158.87	122.65	139.78	218.40	163.83	80.94	117.26
较上年同期增减	69.89	50.61	34.04	15.12	-8.97	80.24	4.97	-41.71	-22.52
ROE	3.19%	3.20%	3.49%	2.85%	3.65%	4.28%	4.37%	4.20%	4.40%
YOY (±)	0.44%	0.31%	0.35%	-0.59%	0.47%	1.08%	0.88%	1.35%	0.75%
资产负债率	38.21%	41.35%	38.54%	35.65%	36.41%	34.91%	36.04%	32.35%	30.54%
YOY (±)	0.06%	2.43%	-2.27%	-11.79%	-1.80%	-6.44%	-2.49%	-3.30%	-5.87%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：中顺洁柔收入拆分一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	1,224.79	1,361.27	1,494.92	1,597.53	1,540.52	1,631.87	1,647.49	1,815.03	1,670.91
其中：纸品	1,180.00	1,310.00	1,450.00	1,550.00	1,490.00	1,580.00	1,590.00	1,750.00	1,620.00
其他	44.79	51.27	44.92	47.53	50.52	51.87	57.49	65.03	50.91
营业成本	745.00	850.00	950.00	1,000.00	990.00	1,040.00	1,050.00	1,000.00	900.00
其中：纸品	730.00	830.00	930.00	980.00	970.00	1,020.00	1,030.00	980.00	880.00
其他	15.00	20.27	20.92	20.53	20.52	20.87	20.00	20.00	20.91
毛利	479.79	511.27	544.92	597.53	550.52	591.87	597.49	815.03	770.91
其中：纸品	450.00	480.00	520.00	570.00	520.00	560.00	560.00	730.00	740.00
其他	29.79	31.27	24.92	27.53	30.52	31.87	37.49	85.03	30.91
期间费用	289.56	240.00	241.44	210.55	235.11	276.55	292.33	312.44	307.77
其中：销售费用	256.86	236.77	274.44	244.95	265.54	342.23	337.04	424.74	377.69
管理费用	82.72	72.72	50.64	54.91	56.65	70.13	79.12	88.61	93.76
研发费用	0.00	0.00	23.09	25.58	34.10	29.94	54.41	57.92	40.58
财务费用	15.00	17.23	12.72	10.90	5.90	8.93	10.93	-4.28	2.07
其他	1.22	1.27	0.85	0.68	0.38	0.55	0.66	-0.24	0.12
归母净利润	98.56	101.22	113.02	94.18	123.38	151.50	162.93	166.02	183.43
扣非归母净利润	91.45	98.53	96.83	105.72	121.74	147.92	156.47	162.60	186.89

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总收入	1856.26	2339.45	2501.72	2521.78	2958.98	3809.35	4638.35	5678.52	6634.91
YOY		26.03%	6.94%	0.80%	17.34%	28.74%	21.76%	22.43%	16.84%
品类拆分									
成品									
营业收入	1,839.94	2,316.90	2,480.80	2,450.78	2,883.39	3,687.59	4,507.88	5544.58	6,531.53
YOY		25.92%	7.07%	-1.21%	17.65%	27.89%	22.24%	23.00%	17.80%
占总收入比重	99.12%	99.04%	99.16%	97.18%	97.45%	96.80%	97.10%	97.64%	98.44%
营业成本	1,360.64	1,584.30	1,724.63	1,695.61	1,939.51	2,323.59	2,901.05	3,618.60	3,909.35
毛利率	26.05%	31.62%	30.48%	30.81%	32.74%	36.99%	35.64%	34.74%	40.15%
半成品									
营业收入				55.13	49.49	77.87	33.21	33.90	34.22
YOY					-10.23%	57.35%	-57.35%	2.00%	0.94%
占总收入比重				2.19%	1.67%	2.04%	0.72%	0.60%	0.52%
营业成本				53.04	47.62	75.75	30.96	32.00	32.40
毛利率				3.79%	3.78%	2.72%	6.78%	5.62%	5.32%
其他									
营业收入	16.31	22.55	20.92	15.87	26.09	43.89	97.25	100.03	69.16
YOY		38.23%	-7.25%	-24.13%	64.44%	68.20%	121.59%	2.85%	-30.86%
占总收入比重	0.88%	0.96%	0.84%	0.63%	0.88%	1.15%	2.10%	1.76%	1.04%
营业成本	16.28	24.16	20.41	15.56	24.15	41.85	86.60	93.51	63.67
毛利率	0.18%	-7.14%	2.41%	1.94%	7.46%	4.65%	10.95%	6.52%	7.94%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2744	2627	4111	4313	营业收入	6635	7923	9322	10932
现金	704	779	1858	2362	减:营业成本	4005	4324	5605	6363
应收账款	808	992	909	1114	营业税金及附加	43	51	60	71
存货	986	586	1139	558	营业费用	1370	1831	1715	2121
其他流动资产	246	269	204	279	管理费用	471	703	631	732
非流动资产	3282	3499	3722	3923	财务费用	21	26	30	35
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-19	26	30	35
固定资产	2921	3130	3329	3527	加:投资净收益	0	6	6	4
在建工程	56	56	56	56	其他收益	0	0	0	0
无形资产	169	126	126	127	营业利润	719	980	1270	1597
其他非流动资产	136	188	210	212	加:营业外净收支	2	4	2	0
资产总计	6026	6126	7833	8236	利润总额	721	984	1272	1598
流动负债	1814	1150	2004	1337	减:所得税费用	117	160	207	260
短期借款	15	500	600	601	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	578	282	909	247	归属母公司净利润	604	824	1065	1338
其他流动负债	1221	368	496	489	EBIT	789	1065	1372	1716
非流动负债	135	135	135	135	EBITDA	1051	1135	1445	1792
长期借款	23	23	23	23					
其他非流动负债	112	112	112	112	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1949	1285	2139	1472	每股收益(元)	0.46	0.63	0.81	1.02
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.11	3.70	4.35	5.17
归属母公司股东权益	4077	4841	5693	6764	发行在外股份(百万股)	1309	1309	1309	1309
负债和股东权益	6026	6126	7833	8236	ROIC(%)	15.3%	16.6%	18.2%	19.5%
					ROE(%)	16.3%	18.5%	20.2%	21.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	39.6%	45.4%	39.9%	41.8%
经营活动现金流	1360	243	2153	433	销售净利率(%)	9.1%	10.4%	11.4%	12.2%
投资活动现金流	-729	-782	-652	-695	资产负债率(%)	32.3%	21.0%	27.3%	17.9%
筹资活动现金流	-328	615	-422	765	收入增长率(%)	16.8%	19.4%	17.7%	17.3%
现金净增加额	305	76	1079	503	净利润增长率(%)	48.4%	36.5%	29.3%	25.6%
折旧和摊销	262	70	73	76	P/E	38.80	28.43	21.99	17.51
资本开支	603	525	525	525	P/B	5.75	4.84	4.12	3.46
营运资本变动	474	547	629	870	EV/EBITDA	23.48	21.09	16.41	12.58

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

