

中顺洁柔 (002511)

盈利能力创历史新高，看好全年稳定增长

公司业绩维持高速增长。2019年公司实现营业收入66.35亿元，同比增长16.84%，Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为15.41/16.32/16.47/18.15亿元，YOY分别为25.78%/19.88%/10.21%/13.62%；归母净利6.04亿元，同比增长48.36%，Q1/Q2/Q3/Q4分别为1.23/1.52/1.63/1.66亿元，YOY分别为25.18%/49.66%/44.16%/76.28%；扣非归母净利5.89亿元，同比增长49.98%，Q1/Q2/Q3/Q4分别为1.22/1.48/1.56/1.63亿元，YOY分别为33.13%/50.13%/61.59%/53.80%。**公司营收维持稳步增长，利润保持较高增长，主要系公司产品与渠道多点布局，结构进一步优化。**

2020年一季度实现营业收入16.71亿元，同比增长8.46%；归母净利润1.83亿元，同比增长48.67%；扣非归母净利润1.87亿元，同比增长53.52%。**公司一季度受疫情影响，生产、物流运输受限，营收增速有所下降，但生活用纸是生活必需品，整体依然维持较好水平，利润增速维持高位。**

渠道和产品双轮驱动，保障长期稳定成长。产品方面，定位中高端市场，产品结构不断优化，依托“洁柔”“太阳”生活用纸品牌，**新棉初白、Face、Lotion、自然木等高毛利产品在销售额占比持续提升，19年占比近70%**，19年公司生活用纸产品收入65.63亿元，同比增长17.64%。**19年6月推出“朵蕾蜜”品牌拓展在个人护理产品领域布局，19年个人护理产品实现营收321.9万元**，同时公司开发了女性护理卫生湿巾、卸妆湿巾和婴儿湿巾、婴儿吸汗巾等多样高端的生活用品，逐步向“大健康”的方向迈进。公司近期开展医用口罩生产销售业务，共采购了5条医用外科口罩生产线，生产能力约为35万片/日。投产后，公司将视需求继续增加生产线以扩大产能至200万片/日左右。**渠道方面**，GT、KA、AFH、EC、RC、SC等渠道共同发力构建全面销售网络，加速空白区域覆盖。依托经销商渠道加速空白区域覆盖，电商、重点卖场、商销渠道共同发力，加强消费者对公司产品可得性，将支撑公司产能向销量的顺利转化，提高市场占有率。

浆价持续下行，产品结构提升，毛利率持续提升。2019年公司销售毛利率为39.63%，同比提升5.57pct，Q1/Q2/Q3/Q4销售毛利率分别为34.01%/39.23%/41.37%/43.19%，其中19年生活用纸毛利率为39.95%，同比提升5.40pct，个人护理类产品毛利率为60.90%。公司毛利率逐季提升，主要系19年浆价持续回调，生产成本保持低位。**20Q1公司实现毛利率45.12%，同比增加11.11pct，达新高，主要系一、浆价目前维持在4000元/吨的低位水平；二、公司产品结构进一步提升，卫生巾、湿巾等高毛利产品维持高速增长。**

费用率略有上升，整体盈利能力创历史新高。公司2019年期间费用率为28.06%，同比上升3.79pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为20.64%、4.44%、0.32%、2.66%，销售、管理、研发费用率同比分别上升2.80pct、0.88pct、0.76pct，财务费用率同比下降0.66pct。公司19Q4期间费用为5.67亿元，费用率为31.24%，同比上升10.18pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为23.40%、4.88%、-0.24%、3.19%，销售、管理、研发费用率同比分别上升8.07pct、1.44pct、1.59pct，财务费用率同比下降0.92pct，**公司整体费用率上升，其中主要系销售费用率增加较大，主要系公司持续增加市场投入，加大促销力度，开拓销售网络。**2019年公司归母净利率为9.10%，同比增长1.93pct，扣非归母净利率为8.87%，同比增长1.96pct，盈利能力进一步提升。

20Q1公司费用率为30.77%，同比增加7.26pct。其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为22.60%、5.61%、2.43%、0.12%，同比分别增加5.37pct、1.93pct、0.22pct、-0.26%。销售费用率增加较多，主要系公司加大对经销商费用支持，管理费用率增加主要系公司股权激励费用摊销。**公司归母净利率10.98%，扣非归母净利率11.19%，同比分别增加**

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.26元
目标价格	元

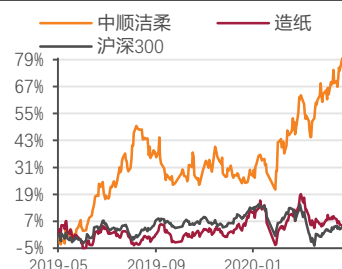
基本数据

A股总股本(百万股)	1,308.89
流通A股股本(百万股)	1,265.13
A股总市值(百万元)	22,591.46
流通A股市值(百万元)	21,836.08
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	30.54
一年内最高/最低(元)	18.55/9.32

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-公司点评:用于员工持股的回购计划正式启动，维持买入评级》2020-03-20
- 《中顺洁柔-公司点评:19Q4营收增速有所回暖，盈利水平仍保持高位》2020-03-01
- 《中顺洁柔-季报点评:Q3营收增速略有放缓，成本下降盈利水平创新高》2019-10-24

2.97pct、3.28pct，净利率创历史新高。

产能全国布局。公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局。2019年，湖北中顺新建高档生活用纸项目第一期工程10万吨/年完成了竣工验收工作并陆续投入使用。随着产能的逐步释放，可以有效提升公司生活用纸产能规模，提高市场占有率。此外公司推动在四川建设30万吨竹浆纸一体化项目，其中31.8万吨竹浆+30万吨生活纸，总投资40.87亿元，竹浆纸一体化项目将提升浆自给率，缓解原材料和汇率带来的波动，同时延伸产业链布局，进一步强化长期盈利能力。

生活必需品，短期需求提振，长期人均消费量提升空间较大。2003年生活用纸产量和消费量同比增速均较上年有所增加，生活用纸产量增速较2002年提升1.08pct至9.58%，销量增速同比提升0.31pct至8.09%，疫情期间消费者会加大对生活用纸类卫生产品的使用，我们预计会提升生活用纸的使用时间和使用频次，短期来看疫情对生活用纸销量有提振作用。长期来看我国人均用纸消费量提升空间较大，看好销量增长和集中度提升。

公司持续激励，绑定管理层利益，彰显信心。19年7月拟实施第二期员工持股计划，受让公司18年回购的1170.96万股（价格为8.08元/股）；18年12月实施股权激励计划覆盖公司4618人。19年9月通过激励计划预留部分授予方案，拟向符合条件的114名激励对象授予240万份预留部分股票期权，向64名激励对象授予350万股预留部分限制性股票。公司对核心管理团队激励充足，有利于公司未来长期发展。**公司2-4亿元回购计划正式启动。**2020年3月19日公司首次以集中竞价交易方式实施了回购股份，回购股份数量109.59万股，约占公司总股本的0.0837%，最高成交价为14.45元/股，最低成交价为14.34元/股，成交总金额1572.97万元（不含交易费用）。公司如期完成首次回购，彰显未来发展决心。

公司依托产品高端化/差异化和渠道管理优势，对核心团队充分激励，冲击百亿销售目标。公司业务拓展超预期，我们上调盈利预测，预计2020/2021/2022年归母净利润分别为8.0亿/9.6亿/11.3亿（YOY分别为32.5%/19.6%/18.5%）（原值20/21为8.0/9.0亿）的盈利预测，对应PE分别为28.2X/23.6/19.9X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，市场竞争加剧，渠道拓展不顺利等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,678.52	6,634.91	7,932.00	9,374.48	10,241.70
增长率(%)	22.43	16.84	19.55	18.19	9.25
EBITDA(百万元)	882.80	1,203.70	1,101.66	1,288.55	1,500.84
净利润(百万元)	406.99	603.83	800.33	957.04	1,133.88
增长率(%)	16.60	48.36	32.54	19.58	18.48
EPS(元/股)	0.31	0.46	0.61	0.73	0.87
市盈率(P/E)	55.51	37.41	28.23	23.61	19.92
市净率(P/B)	6.82	5.54	4.61	3.89	3.28
市销率(P/S)	3.98	3.40	2.85	2.41	2.21
EV/EBITDA	12.37	13.13	19.49	15.35	12.70

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	415.03	703.75	1,295.73	2,823.11	3,554.13
应收票据及应收账款	741.07	808.07	1,092.85	607.27	1,250.12
预付账款	52.92	14.88	107.61	24.74	114.55
存货	857.56	986.41	906.99	1,450.75	1,066.26
其他	90.30	230.88	355.98	226.42	276.60
流动资产合计	2,156.87	2,743.99	3,759.15	5,132.29	6,261.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,555.60	2,921.39	2,837.59	2,764.28	2,684.27
在建工程	113.66	55.73	69.44	89.66	83.80
无形资产	125.03	168.73	162.68	156.62	150.57
其他	194.74	136.43	161.74	166.20	151.39
非流动资产合计	2,989.04	3,282.29	3,231.45	3,176.77	3,070.03
资产总计	5,145.91	6,026.27	6,990.60	8,309.05	9,331.70
短期借款	347.18	14.72	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	577.36	780.87	783.75	1,086.18	1,024.36
其他	776.98	1,018.80	1,236.65	1,336.51	1,338.30
流动负债合计	1,701.51	1,814.38	2,020.40	2,422.69	2,362.66
长期借款	74.60	22.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	58.56	112.38	65.48	78.81	85.56
非流动负债合计	133.16	134.88	65.48	78.81	85.56
负债合计	1,834.67	1,949.27	2,085.88	2,501.49	2,448.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,286.69	1,308.89	1,308.89	1,308.89	1,308.89
资本公积	609.40	760.73	760.73	760.73	760.73
留存收益	2,147.47	2,872.91	3,595.82	4,498.67	5,574.59
其他	(732.32)	(865.52)	(760.73)	(760.73)	(760.73)
股东权益合计	3,311.24	4,077.00	4,904.72	5,807.56	6,883.48
负债和股东权益总	5,145.91	6,026.27	6,990.60	8,309.05	9,331.70

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	406.99	603.83	800.33	957.04	1,133.88
折旧摊销	218.54	262.57	136.15	139.14	141.93
财务费用	42.59	12.78	(5.17)	(12.90)	(19.98)
投资损失	(10.64)	(0.33)	(4.27)	(4.27)	(4.27)
营运资金变动	330.89	472.21	(578.74)	729.88	(445.13)
其它	(551.12)	9.33	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	437.25	1,360.37	348.30	1,808.89	806.43
资本支出	334.26	559.44	106.90	66.68	43.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(245.92)	(1,288.01)	(162.63)	(142.41)	(88.98)
投资活动现金流	88.34	(728.57)	(55.73)	(75.73)	(45.73)
债权融资	568.88	69.62	336.47	171.99	180.29
股权融资	(118.97)	171.10	110.89	13.83	20.90
其他	(1,688.22)	(568.33)	(147.95)	(391.59)	(230.88)
筹资活动现金流	(1,238.31)	(327.62)	299.41	(205.78)	(29.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(712.72)	304.19	591.98	1,527.39	731.02

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,678.52	6,634.91	7,932.00	9,374.48	10,241.70
营业成本	3,744.11	4,005.42	4,912.77	5,793.47	6,458.59
营业税金及附加	38.09	42.82	57.05	63.60	69.75
营业费用	1,013.01	1,369.55	1,586.40	1,846.77	1,741.09
管理费用	202.13	294.52	285.55	416.23	454.73
研发费用	107.53	176.37	118.98	103.12	163.87
财务费用	55.84	21.48	(5.17)	(12.90)	(19.98)
资产减值损失	27.48	(19.05)	10.01	6.15	(0.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.64	0.33	4.27	4.27	4.27
其他	(23.22)	24.01	(8.54)	(8.54)	(8.54)
营业利润	502.90	719.47	970.68	1,162.31	1,378.89
营业外收入	10.22	5.85	8.58	8.22	7.55
营业外支出	2.66	4.32	3.25	3.41	3.66
利润总额	510.46	721.00	976.01	1,167.12	1,382.78
所得税	103.47	117.17	175.68	210.08	248.90
净利润	406.99	603.83	800.33	957.04	1,133.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	406.99	603.83	800.33	957.04	1,133.88
每股收益(元)	0.31	0.46	0.61	0.73	0.87

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.43%	16.84%	19.55%	18.19%	9.25%
营业利润	21.35%	43.06%	34.92%	19.74%	18.63%
归属于母公司净利润	16.60%	48.36%	32.54%	19.58%	18.48%
获利能力					
毛利率	34.07%	39.63%	38.06%	38.20%	36.94%
净利率	7.17%	9.10%	10.09%	10.21%	11.07%
ROE	12.29%	14.81%	16.32%	16.48%	16.47%
ROIC	13.40%	18.97%	23.94%	24.91%	37.26%
偿债能力					
资产负债率	35.65%	32.35%	29.84%	30.11%	26.24%
净负债率	4.65%	-15.55%	-19.56%	-45.65%	-49.01%
流动比率	1.27	1.51	1.86	2.12	2.65
速动比率	0.76	0.97	1.41	1.52	2.20
营运能力					
应收账款周转率	8.42	8.57	8.35	11.03	11.03
存货周转率	8.09	7.20	8.38	7.95	8.14
总资产周转率	1.04	1.19	1.22	1.23	1.16
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.46	0.61	0.73	0.87
每股经营现金流	0.33	1.04	0.27	1.38	0.62
每股净资产	2.53	3.11	3.75	4.44	5.26
估值比率					
市盈率	55.51	37.41	28.23	23.61	19.92
市净率	6.82	5.54	4.61	3.89	3.28
EV/EBITDA	12.37	13.13	19.49	15.35	12.70
EV/EBIT	16.44	16.77	22.24	17.20	14.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com