

# 中顺洁柔（002511）：低浆价下业绩释放，看好双品牌协同拓展市场

## ——中顺洁柔 2019 三季度报点评

2019 年 10 月 24 日

强烈推荐/上调

中顺洁柔 公司报告

### 报告摘要：

**事件：**公司发布 2019 年第三季度报告，业绩增速符合预期。2019 年前三季度，公司实现营业收入 48.20 亿元（+18.11%），归母净利润 4.38 亿元（+39.96%）。单季度看，公司第三季度实现营业收入 16.47 亿元（+10.21%），归母净利润 1.63 亿元（+44.16%）。

**促销调价致营收增速单季放缓，低浆价持续助力业绩高增。**公司竞争对手于 Q2 加大促销力度，叠加浆价下行后小品牌复产，公司于 Q3 跟进采取促销调价措施，致营收增速环比暂时性回落。浆价持续低位运行（同比 18Q3 下降超 30%）助力公司业绩保持高增。公司前三季度毛利率同比提升 3.01 个百分点至 38.29%，Q3 毛利率环比提升 2.14 个百分点至 41.37%。目前港口木浆高库存仍有待消化，短期浆价承压有利公司业绩；中长期仍看好公司渠道强化+品类优化+品类扩展带来的高成长性。

**“太阳”品牌开拓中低端市场，与“洁柔”协同提升营收增长能力。**公司于 7 月启用“太阳”作为中低端生活用纸品牌，与已建立高端品牌形象的“洁柔”实现差异化，开辟营收增长新板块。中低端生活用纸功能性差异不大，“太阳”凭借公司投资建设中的竹浆纸一体化项目，有望以低成本优势抢占市场份额。同时，“太阳”和“洁柔”有望实现协同发展：对于已开拓市场，公司可借助“洁柔”培养的经销商粘性推广“太阳”品牌；对于未开拓市场，公司可凭借“太阳”打开销售渠道，再逐渐推动“洁柔”品牌的渗透。

**渠道产品双轮驱动，长期增长动能不断。**（1）渠道端，公司在 GT、KA、EC、AFH 四大渠道建设上齐头并进，18 年底新增新零售和母婴渠道，持续深挖渠道红利。GT 渠道未覆盖区域占全国县市区比例超 30%，AFH 渠道占收入比重与同业相比差距仍大，可拓展空间依然广阔。EC 渠道持续高增，成为业绩增长新动能；公司营销手段灵活，有力助推新品推广。（2）产品端，

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,638.35	5,678.52	6,761.22	8,129.17	9,863.41
增长率（%）	21.76%	22.43%	19.07%	20.23%	21.33%
净利润（百万元）	349.07	406.99	601.89	743.11	882.23
增长率（%）	34.04%	16.60%	47.89%	23.46%	18.72%
净资产收益率（%）	11.47%	12.29%	15.49%	16.73%	17.28%
每股收益（元）	0.47	0.32	0.47	0.58	0.69
PE	29.00	42.59	29.14	23.60	19.88
PB	3.39	5.30	4.51	3.95	3.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（按照 2019 年 10 月 23 日收盘价计算）

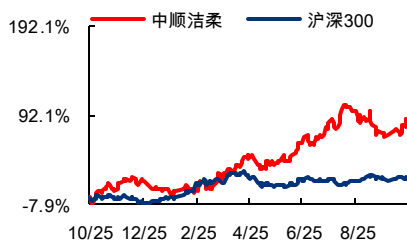
### 公司简介：

公司是生活用纸行业龙头企业，拥有知名品牌“洁柔”“太阳”，主要产品为高档生活用纸系列产品、卫生用品、无纺布制品。公司采取 GT、KA、AFH、EC 四大渠道齐头并进的发展模式，新增母婴和新零售渠道。近年来，公司营收利润均取得较快增长。

### 交易数据

52 周股价区间（元）	13.63-7.5
总市值（亿元）	178.02
流通市值（亿元）	171.48
总股本/流通 A 股（万股）	130610/125812
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.11

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

公司依靠各具特色的系列产品提高消费者粘性, 并提升高端纸巾产品占比, 增强盈利能力。公司布局个人护理领域, 现已推出棉花柔巾品牌“新棉初白”和卫生巾品牌“朵蕾蜜”, 长期来看将大有可为。

**盈利预测与投资评级:** 公司近期通过 2018 年股权激励计划中预留的股票期权和限制性股票进一步绑定核心团队利益, 护航公司发展。我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 67.61 亿元、81.29 亿元、98.63 亿元; 归母净利润分别为 6.02 亿元、7.43 亿元和 8.82 亿元; EPS 分别为 0.47 元、0.58 元和 0.69 元, 对应 PE 分别为 29.14X、23.60X 和 19.88X。我们坚定看好公司业绩长期增长, 给予 2020 年 30 倍估值, 对应目标价 17.33 元, 股价上涨空间 27.15%, 给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 1、原材料价格大幅波动; 2、渠道建设不及预期; 3、新品推广不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	3014	2157	2818	3547	4298	<b>营业收入</b>	4638	5679	6761	8129	9863
货币资金	1086	415	879	1219	1480	<b>营业成本</b>	3019	3744	4134	5058	6226
应收账款	599	738	880	1058	1284	营业税金及附加	39	38	47	57	69
其他应收款	8	9	11	13	15	营业费用	886	1013	1339	1545	1825
预付款项	47	53	57	62	68	管理费用	249	202	311	333	385
存货	547	858	906	1109	1365	财务费用	47	56	22	32	41
其他流动资产	718	81	81	81	81	资产减值损失	5.72	27.48	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2778	2989	3506	3822	3818	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.78	10.64	0.00	0.00	0.00
固定资产	2321	2556	2973	3273	3265	<b>营业利润</b>	414	503	747	924	1099
无形资产	127	125	172	168	163	营业外收入	9.67	10.22	10.87	10.25	10.45
其他非流动资产	24	104	104	104	104	营业外支出	2.77	2.66	2.49	2.64	2.60
<b>资产总计</b>	5792	5146	6323	7368	8116	<b>利润总额</b>	421	510	755	932	1107
<b>流动负债合计</b>	2572	1702	2328	2816	2902	所得税	72	103	153	189	224
短期借款	518	347	442	834	830	<b>净利润</b>	349	407	602	743	882
应付账款	586	509	1019	1109	1194	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	62	59	59	59	59	归属母公司净利润	349	407	602	743	882
一年内到期的非流动	830	147	147	147	147	EBITDA	755	899	1002	1240	1459
<b>非流动负债合计</b>	176	133	65	65	65	<b>EPS (元)</b>	0.47	0.32	0.47	0.58	0.69
长期借款	150	75	65	65	65	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	2748	1835	2393	2881	2967	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	21.76%	22.43%	19.07%	20.23%	21.33%
实收资本 (或股本)	757	1287	1287	1287	1287	营业利润增长	27.85%	21.35%	48.44%	23.83%	18.85%
资本公积	1133	609	609	609	609	归属于母公司净利	47.89%	23.46%	47.89%	23.46%	18.72%
未分配利润	1162	1491	1925	2461	3098	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	3044	3311	3886	4443	5105	毛利率 (%)	34.92%	34.07%	38.86%	37.78%	36.88%
<b>负债和所有者权益</b>	5792	5146	6279	7324	8071	净利率 (%)	7.53%	7.17%	8.90%	9.14%	8.94%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					<b>ROE (%)</b>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	585	437	1179	766	841	<b>偿债能力</b>					
净利润	349	407	602	743	882	资产负债率 (%)	47%	36%	38%	39%	37%
折旧摊销	293.66	339.77	0.00	279.48	314.92	流动比率	1.17	1.27	1.21	1.26	1.48
财务费用	47	56	22	32	41	速动比率	0.96	0.76	0.82	0.87	1.01
应付账款的变化	0	0	-142	-178	-226	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	1.04	1.18	1.20	1.28
<b>投资活动现金流</b>	-983	88	-750	-600	-315	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.34	10.37	8.85	7.64	8.57
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	6	11	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.32	0.47	0.58	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	550	-1238	35	174	-266	每股净现金流 (最新)	0.20	-0.55	0.36	0.26	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	4.02	2.57	3.02	3.45	3.97
长期借款增加	0	0	-10	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	252	529	0	0	0	P/E	29.00	42.59	29.14	23.60	19.88
资本公积增加	-229	-523	0	0	0	P/B	3.39	5.30	4.51	3.95	3.44
<b>现金净增加额</b>	153	-713	464	340	260	EV/EBITDA	14.22	19.69	17.28	14.00	11.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。