

业绩表现靓丽, 新品类拓展渐放异彩

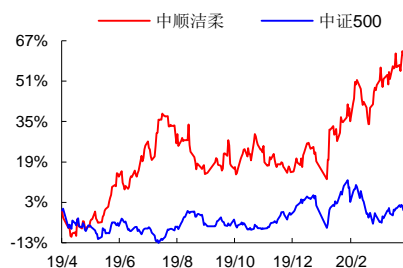
投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2019年年报及2020年一季报。2019年公司实现营业收入66.3亿元, 同比增长16.8%; 归母净利润6亿元, 同比增长48.4%; 扣非后净利润5.9亿元, 同比增长50%。其中Q4实现营收18.2亿元, 同比增长13.6%; 归母净利润1.7亿元, 同比增长76.2%; 扣非后净利润1.6亿元, 增长53.8%。业绩亮眼, 收益质量良好。2020年Q1, 公司营收达到16.7亿元, 较去年同期增长8.5%; 归母净利润为1.8亿元, 同比增长48.7%, 扣非后净利润为1.9亿元, 同比增长53.5%。
- 进军个护领域, 新品类拓展渐放异彩。** 2019年公司继续深耕生活用纸品类, 实现营收65.6亿元(+17.6%), 占总营收比重高达98.9%。同时公司为适应消费升级趋势和战略发展目标, 打造了全新个人护理品牌“朵蕾蜜”, 正式进军个人护理领域, 该品类实现收入321.9万元。分渠道看, 2019年GT/KA/电商/商销收入占比分别为42.7%/21.6%/28.2%/5.1%, 电商继续高增。19年公司综合毛利率同比提升5.6pp至39.6%, 得益于两方面原因: 1) 纸浆价格大幅回落叠加公司生产端规模效应, 单位成本明显下降; 2) 公司持续优化产品结构, 提升高端、高毛利产品占比, 新棉初白、Face、Lotion和自然木等高毛利产品收入占比提升至接近70%。随着高毛利产品占比的提高, 公司生活用纸毛利率达到近40%(+5.4pp), 位居国内生活用纸行业第一。
- 盈利能力继续稳步提升, 报表质量优异。** 19年公司整体费用率为28.1%, 同比增长3.8pp。其中销售费率为20.6%, 同比增长2.8pp, 主要系公司持续增加市场投入、加大促销力度及开拓销售网络所致。公司继续提高自主创新能力, 推出个人护理新品类并不断改良生产工艺, 全年研发费用为1.8亿元, 增幅高达64%, 从而提升研发费率至2.7%(+0.8pp); 管理费率为4.4%, 同比增长0.8pp, 主要受公司股权激励费用及员工薪酬增加的影响。得益于毛利率提升的贡献, 19年公司实现净利率9.1%(+1.9pp); 经营性现金流量净额13.6亿元, 同比增长211.2%; ROE14.8%, 同比提升2.5pp, 报表质量优异。
- 一季度电商渠道放量, 高端产品增长亮眼。** 一季度公司抓住疫情第一波高峰期, 积极转战线上, 电商销售迅速扩张, 增速达到45%, 新零售渠道同比增速接近200%; GT、KA渠道因疫情无法正常营业, 较去年同期下降1%/5%。在各品类中, 太阳生活用纸实现90%的高速增长, 毛利率约30%; 疫情爆发湿巾需求大增, 湿巾实现收入约3500万元, 毛利率维持在50%+, 个护产品实现600万+的收入, 在新品类中表现亮眼。得益于销售收入的增长和原材料成本的下降, 一季度公司毛利率达到45.1%, 同比提升11.1pp; 费用率增加7.3pp至30.8%, 其中销售费率为22.6%(+5.4pp), 主要是公司加大对经销商帮扶补贴、积极开拓线上渠道, 保障长远发展。净利率为11%, 同比提升3pp, 盈利能力再上一个台阶。
- 着力推进产能项目建设, 市场占有率有望进一步提高。** 2019年, 公司产能进一步释放, 生产量同比增长23.7%。目前, 公司在湖北中顺新建的高档生活用纸项目第一期工程10万吨/年已完成竣工验收并陆续投入使用, 新增产能的逐步

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.09
流通A股(亿股)	12.65
52周内股价区间(元)	9.73-18.09
总市值(亿元)	234.29
总资产(亿元)	61.32
每股净资产(元)	3.25

相关研究

- 中顺洁柔(002511): 竞争加剧影响收入增速, 盈利能力仍持续提升 (2019-10-24)
- 中顺洁柔(002511): 管理优质, 业绩持续释放 (2019-08-06)



释放可以有效提升公司生活用纸产能规模，满足华中市场的销售需求，从而进一步提高公司的市占率。此外，19年公司投资建设30万吨竹浆纸一体化项目，拟实现竹-浆-纸一体化的生产模式，充分参与高-中-低端生活用纸市场竞争，并且启用“太阳”作为该项目生活用纸品牌，该项目有利于为公司寻求新的业务利润增长点，助力公司实现双品牌战略发展和整体战略转型。

- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.57元、0.67元、0.79元，对应PE31倍、27倍、23倍。考虑到公司处于渠道快速拓展期，有较大的弯道超车机会，增速超越同行平均，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，终端产品销售低于预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6634.91	7946.39	9362.63	11033.09
增长率	16.84%	19.77%	17.82%	17.84%
归属母公司净利润（百万元）	603.83	745.98	877.73	1040.18
增长率	48.36%	23.54%	17.66%	18.51%
每股收益 EPS（元）	0.46	0.57	0.67	0.79
净资产收益率 ROE	14.81%	15.64%	15.73%	15.87%
PE	39	31	27	23
PB	5.75	4.91	4.20	3.58

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6634.91	7946.39	9362.63	11033.09	净利润	603.83	745.98	877.73	1040.18
营业成本	4005.42	4797.15	5657.85	6716.42	折旧与摊销	262.57	10.09	20.70	33.13
营业税金及附加	42.82	51.95	60.95	71.93	财务费用	21.48	-10.78	-12.27	-18.84
销售费用	1369.55	1629.01	1900.61	2206.62	资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	294.52	580.09	702.20	805.42	经营营运资本变动	137.61	-549.42	-215.91	-223.04
财务费用	21.48	-10.78	-12.27	-18.84	其他	353.94	-54.79	8.98	4.64
资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1360.37	141.08	679.23	836.07
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	2667.11	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3395.68	-12.65	-20.88	-30.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-728.57	-217.65	-236.88	-258.48
营业利润	719.47	898.98	1053.29	1251.55	短期借款	-332.45	242.20	-247.06	-9.86
其他非经营损益	1.53	6.23	6.05	6.11	长期借款	-52.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	721.00	905.21	1059.34	1257.66	股权融资	173.53	10.00	0.00	0.00
所得税	117.17	159.23	181.61	217.48	支付股利	0.00	-63.13	-65.94	-69.38
净利润	603.83	745.98	877.73	1040.18	其他	-116.59	-21.62	12.27	18.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-327.62	167.46	-300.73	-60.40
归属母公司股东净利润	603.83	745.98	877.73	1040.18	现金流量净额	304.87	90.89	141.62	517.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	703.75	794.64	936.26	1453.45	成长能力				
应收和预付款项	822.95	1030.64	1197.84	1417.14	销售收入增长率	16.84%	19.77%	17.82%	17.84%
存货	986.41	1045.13	1234.11	1540.11	营业利润增长率	43.06%	24.95%	17.17%	18.82%
其他流动资产	230.88	198.69	234.04	275.72	净利润增长率	48.36%	23.54%	17.66%	18.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.10%	-10.49%	18.19%	19.23%
投资性房地产	36.04	33.29	34.17	34.65	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	195.25	389.89	582.10	毛利率	39.63%	39.63%	39.57%	39.12%
无形资产和开发支出	168.80	168.45	169.11	171.77	三费率	25.40%	27.66%	27.67%	27.13%
其他非流动资产	3077.45	3092.45	3112.45	3142.45	净利率	9.10%	9.39%	9.37%	9.43%
资产总计	6026.27	6558.55	7307.87	8617.38	ROE	14.81%	15.64%	15.73%	15.87%
短期借款	14.72	256.92	9.86	0.00	ROA	10.02%	11.37%	12.01%	12.07%
应付和预收款项	1131.43	1203.65	1429.25	1719.40	ROIC	25.62%	49.74%	39.05%	36.80%
长期借款	22.50	22.50	22.50	22.50	EBITDA/销售收入	15.12%	11.30%	11.34%	11.47%
其他负债	780.62	305.62	264.62	323.04	营运能力				
负债合计	1949.27	1788.69	1726.23	2064.94	总资产周转率	1.19	1.26	1.35	1.39
股本	1308.89	1308.89	1308.89	1308.89	固定资产周转率	5.19	109.42	40.69	27.26
资本公积	760.73	770.73	770.73	770.73	应收账款周转率	8.58	8.84	8.72	8.74
留存收益	2112.17	2795.03	3606.82	4577.61	存货周转率	4.09	4.36	4.71	4.61
归属母公司股东权益	4077.00	4769.86	5581.65	6552.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.70%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4077.00	4769.86	5581.65	6552.44	资产负债率	32.35%	27.27%	23.62%	23.96%
负债和股东权益合计	6026.27	6558.55	7307.87	8617.38	带息债务/总负债	1.91%	15.62%	1.87%	1.09%
					流动比率	1.51	1.86	2.26	2.43
					速动比率	0.97	1.22	1.49	1.63
					股利支付率	0.00%	8.46%	7.51%	6.67%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.57	0.67	0.79
					每股净资产	3.11	3.64	4.26	5.01
					每股经营现金	1.04	0.11	0.52	0.64
					每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1003.51	898.29	1061.72	1265.84					
PE	38.80	31.41	26.69	22.52					
PB	5.75	4.91	4.20	3.58					
PS	3.53	2.95	2.50	2.12					
EV/EBITDA	19.55	21.97	18.20	14.82					
股息率	0.00%	0.27%	0.28%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn