

着眼长期, 渠道和品类结构持续向好

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2020 年三季度报, 前三季度营收为 55.6 亿元, 同比增长 15.3%; 归母净利润为 6.7 亿元, 同比增长 53.4%; 扣非后归母净利润为 6.6 亿元, 同比增长 55.3%。其中, 公司 Q3 单季度营收为 19.4 亿元, 同比增长 17.7%; 归母净利润为 2.2 亿元, 同比增长 34.4%; 扣非后归母净利润为 2.2 亿元, 同比增长 37.5%。业绩表现亮眼, 经营质量优异。
- **产品结构持续优化, 毛利率水平大幅提升。** 2020 年前三季度公司持续调整产品结构, 加速推广 Face、Lotion 和自然木等重点品和高毛利产品。同时, 在疫情影响下, 消费者卫生护理需求提升, 公司迅速适应市场消费趋势, 不断丰富产品矩阵, 推出了口罩产品、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品, 有效提升品牌效应, 并形成公司新的利润增长点。高毛利品类占比不断提升叠加国际原材料市场价格下降的影响, 公司前三季度毛利达到 46.6%, 同比提升 8.3pp。Q1-Q3 单季度毛利率分别为 45.1%/47.8%/46.7%, 单季度毛利率维持高位, 盈利能力大幅增强。
- **市场开拓力度加大, 经营质量保持优异。** 2020 年前三季度公司整体费用率为 31.5%, 同比增长 4.7pp。其中销售费率为 24.2%, 同比提升 4.6pp, 主要系公司持续增加市场投入, 加大电商、新零售等渠道开拓。管理费率为 5.1%, 同比增长 0.8pp, 主要是本报告期股份支付产生的费用、职工薪酬、折旧摊销费用增加。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, 研发费率为 2.5%, 与去年同期持平。因本报告期银行利息费用减少及汇兑收益增加, 公司财务费率下降 0.7pp 至 -0.2%。在毛利率大幅增长支撑下, 前三季度净利率也大幅提升, 达到 12.1% (+3pp)。前三季度经营性现金流量净额 4.1 亿元, 同比降低 60.4%, 主要是加大对低价原材料的购买力度; 存货周转天数同比增加 36.3 天至 125 天, 主要是公司低价囤积较多原材料, 总的来看 ROE (摊薄) 达到 14.1%, 同比提升 2.6pp, 报表质量优异。
- **多渠道齐头并进, 电商表现尤为亮眼。** 公司 GT (传统经销商渠道)、KA (大型连锁卖场渠道)、AFH (商用消费品渠道)、EC (电商渠道)、RC (新零售渠道)、SC (母婴渠道) 六大渠道齐头并进, 2020 年疫情影响下传统渠道客流减少, 消费者消费习惯向线上转变, 公司抓住机会加大线上投入, 除了传统电商天猫、淘宝、京东、拼多多等大平台外, 公司还在 KA 系统卖场的 O2O 业务, 线下 600 万家小店的新零售, 传统 GT 的社区电商, 社群团购, 商消办公平台, 母婴渠道平台都成立了专人负责, 线上渠道快速增长, 收入占比达到 30%+, 贡献重要增强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69 元、0.84 元、1.01 元, 对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍, 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。

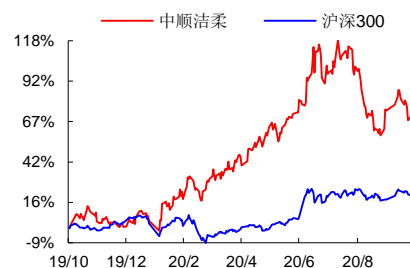
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6634.91	7848.42	9247.02	10805.34
增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
归属母公司净利润(百万元)	603.83	907.40	1107.89	1328.98
增长率	48.36%	50.27%	22.09%	19.96%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.69	0.84	1.01
净资产收益率 ROE	14.81%	18.48%	18.78%	18.75%
PE	44	29	24	20
PB	6.51	5.41	4.50	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

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)	13.11
流通 A 股(亿股)	12.75
52 周内股价区间(元)	12.17-26.88
总市值(亿元)	265.39
总资产(亿元)	71.81
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1. 中顺洁柔(002511): 业绩表现亮眼, 品类渠道优化超预期 (2020-08-09)
2. 中顺洁柔(002511): 业绩表现靓丽, 新品类拓展渐放异彩 (2020-04-30)

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	7848.42	9247.02	10805.34	净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98
营业成本	4005.42	4216.92	4990.27	5858.18	折旧与摊销	262.57	273.46	285.39	298.49
营业税金及附加	42.82	51.31	60.20	70.44	财务费用	21.48	-18.31	-38.07	-62.87
销售费用	1369.55	1922.86	2219.29	2539.25	资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	294.52	580.78	684.28	799.59	经营营运资本变动	137.61	-100.74	-39.04	-134.97
财务费用	21.48	-18.31	-38.07	-62.87	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	1007.02	1325.15	1434.27
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-310.01	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-418.56	-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	1094.85	1331.07	1600.73	短期借款	-332.45	-14.72	0.00	0.00
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	1101.08	1337.12	1606.84	股权融资	173.53	10.00	0.00	0.00
所得税	117.17	193.68	229.23	277.87	支付股利	-29.72	-85.18	-118.86	-138.14
净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98	其他	-86.87	-14.09	38.07	62.87
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	-103.99	-80.79	-75.27
归属母公司股东净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98	现金流量净额	304.87	685.39	1007.49	1100.51
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	1389.14	2396.62	3497.14	成长能力				
应收和预付款项	831.19	1019.06	1186.15	1391.65	销售收入增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
存货	986.41	911.68	1080.57	1334.13	营业利润增长率	43.06%	52.18%	21.58%	20.26%
其他流动资产	222.64	196.25	231.15	270.04	净利润增长率	48.36%	50.27%	22.09%	19.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.10%	34.53%	16.92%	16.34%
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	2977.13	2910.09	2841.13	2769.07	毛利率	39.63%	46.27%	46.03%	45.78%
无形资产和开发支出	168.80	167.37	166.94	168.51	三费率	25.40%	31.67%	30.99%	30.32%
其他非流动资产	100.32	115.32	135.32	165.32	净利率	9.10%	11.56%	11.98%	12.30%
资产总计	6026.27	6742.20	8072.05	9630.51	ROE	14.81%	18.48%	18.78%	18.75%
短期借款	14.72	0.00	0.00	0.00	ROA	10.02%	13.46%	13.72%	13.80%
应付和预收款项	1131.43	1082.39	1289.11	1534.62	ROIC	15.87%	21.70%	25.25%	28.90%
长期借款	22.50	22.50	22.50	22.50	EBITDA/销售收入	15.12%	17.20%	17.07%	16.99%
其他负债	780.62	728.08	862.18	984.30	营运能力				
负债合计	1949.27	1832.97	2173.80	2541.42	总资产周转率	1.19	1.23	1.25	1.22
股本	1308.89	1311.21	1311.21	1311.21	固定资产周转率	2.42	2.73	3.31	3.98
资本公积	760.73	768.41	768.41	768.41	应收账款周转率	8.58	8.79	8.72	8.71
留存收益	2112.17	2934.40	3923.42	5114.26	存货周转率	4.09	4.08	4.71	4.59
归属母公司股东权益	4077.00	4909.23	5898.25	7089.09	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	4909.23	5898.25	7089.09	资产负债率	32.35%	27.19%	26.93%	26.39%
负债和股东权益合计	6026.27	6742.20	8072.05	9630.51	带息债务/总负债	1.91%	1.23%	1.04%	0.89%
					流动比率	1.51	2.07	2.40	2.70
					速动比率	0.97	1.53	1.87	2.14
					股利支付率	4.92%	9.39%	10.73%	10.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1003.51	1350.00	1578.39	1836.35	每股收益	0.46	0.69	0.84	1.01
PE	43.95	29.25	23.95	19.97	每股净资产	3.11	3.74	4.50	5.41
PB	6.51	5.41	4.50	3.74	每股经营现金	1.04	0.77	1.01	1.09
PS	4.00	3.38	2.87	2.46	每股股利	0.02	0.06	0.09	0.11
EV/EBITDA	25.57	18.50	15.17	12.42					
股息率	0.11%	0.32%	0.45%	0.52%					

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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn