

2020年7月14日

张楠  
H70294@capital.com.tw  
目标价(元)

27

### 公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价(2020/7/13)	24.33		
深证成指(2020/7/13)	14149.14		
股價 12 個月高/低	25.85/11.61		
總發行股數(百萬)	1308.89		
A 股數(百萬)	1271.89		
A 市值(億元)	321.79		
主要股東	广东中顺纸业集团有限公司 (28.70%)		
每股淨值(元)	3.18		
股價/賬面淨值	7.96		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	28.5	44.7	106.4

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.4.30	17.9	买入
2020.2.19	14.83	买入
2019.12.24	12.64	买入

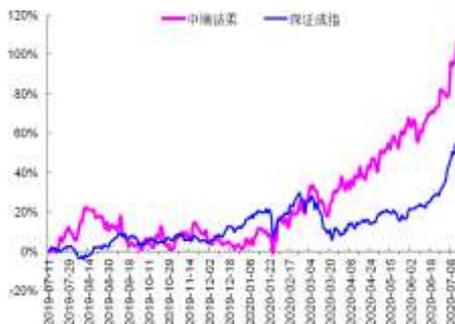
### 产品组合

成品纸	97.82%
-----	--------

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.7%
一般法人	58.8%

### 股价相对大盘走势



## 中顺洁柔(002511.SZ)

BUY 买入

### 20H1 业绩预告点评：高毛利产品驱动业绩增长

#### 結論與建議：

- **事件：**公司发布 2020H1 业绩预告，预计 20H1 实现净利 4.12—4.67 亿元，YOY+50%—70%。我们测算 20Q2 实现净利为 2.29—2.84 亿元，YOY+51%—87%，公司业绩符合预期。
- **产品结构持续优化，高毛利产品占比提升：**随着消费理念的不断升级，人们对家居清洁用品的品质需求日渐提高。尤其是在疫情期间，消费者更加重视个人卫生及家居清洁。公司积极推进“太阳”、“洁柔”双品牌运行，实现低中高端市场全覆盖，并快速推出抑菌可湿水面巾、酒精湿巾、卸妆湿巾、女性护理卫生湿巾等新产品，同时，加速推广重点中高端单品，目前高毛利产品占比提升至近 70%。此外，19 年推出卫生巾产品“朵蕾蜜”，进军个人护理领域，有望今年加速终端铺货，未来可成为新的业绩增长点。
- 受疫情的影响，公司开拓了口罩、洗手液、漱口水等卫生防疫产品，尤其是口罩业务已得到欧洲 CE 认证，随着国外疫情的蔓延，出口业务增加，有望持续贡献业绩增量。
- **线上渠道持续发力：**受疫情影响，20H1 线上渠道快速增长，公司在 618 天猫家清行业销售排名为例第二，超越清风、心相印。同时 618 期间公司联合京东推出各类促销活动，是 5 月平均日销的 27 倍，并在 618 购物节开始 1 小时内成交金额是去年同期的 330%。此外，线下渠道虽在 20Q1 受疫情和运输受阻影响，但随着二季度物流运输恢复，经销商等传统渠道快速恢复，并计划每年新增 200-300 家经销商。线上线下全渠道布局，助力业绩稳健增长。
- **原材料价格低位波动，盈利能力持续增强：**20H1 原材料木浆价格持续走低，截至 6 月底针叶浆、阔叶浆分别为 570、490 美元，同比下降 8%、24%。而下游纸厂原料采购积极性偏低，导致主要地区及港口去库存速度迟缓，其次国外浆厂未来仍有新增产能，预计 2020 年原材料木浆价格将持续低位震荡，公司有望受益于原料价格下降带来的成本降低，盈利能力将持续提升。
- **盈利预测：**疫情带动生活用纸需求增加，公司不断提升高毛利产品占比的同时对原有产品持续优化升级，差异化竞争将提升客户粘性。我们预计公司 20、21 年净利为 8.09 亿元和 9.15 亿元，YOY+34%和+13%，EPS 为 0.62 元和 0.7 元，当前股价对应 PE 为 40 倍和 35 倍，维持买入的投资建议。
- 风险提示：新产品销售不及预期，木浆价格上涨等

.....接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	349.07	406.99	603.83	808.62	914.88
同比增减	%	34.04%	16.59%	48.36%	33.92%	13.14%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.46	0.32	0.46	0.62	0.70
同比增减	%	-10.54%	-31.36%	45.85%	33.92%	13.14%
A 股市盈率(P/E)	X	20.61	26.87	27.44	39.38	34.81
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.02	0.08	0.08	0.08
股息率 (Yield)	%	0.69%	0.23%	0.63%	0.33%	0.33%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
營業收入	4,638.35	5,678.52	6,634.91	8,041.51	9,421.43
經營成本	3,018.61	3,744.11	4,005.42	4,566.18	5,429.19
毛利	1,619.74	1,934.41	2,629.49	3,475.33	3,992.25
營業稅金及附加	39.04	38.09	42.82	56.29	65.95
銷售費用	886.08	1,013.01	1,369.55	1,769.13	2,072.72
管理費用	165.81	202.13	294.52	442.28	471.07
財務費用	46.75	55.84	21.48	12.06	28.26
資產減值損失	5.72	27.48	(19.05)	25.00	25.00
投資收益	5.78	10.64	0.33	10.00	10.00
營業利潤	414.42	502.90	719.47	939.32	1,103.71
稅前利潤	421.32	510.46	721.00	951.32	1,115.71
所得稅	72.25	103.47	117.17	142.70	200.83
少數股東權益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	349.07	406.99	603.83	808.62	914.88

## 附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	1,085.72	415.03	703.75	1,012.62	1,299.03
应收账款	546.94	857.56	986.41	1,035.73	1,087.52
存货	598.72	738.24	807.77	848.16	890.57
流动资产合计	3,014.17	2,156.87	2,743.99	2,996.51	3,377.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,321.22	2,555.60	2,921.39	3,067.46	3,220.83
在建工程	197.63	113.66	55.73	58.52	61.44
非流动资产合计	126.61	125.03	168.73	177.17	186.02
资产总计	5,791.85	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97
流动负债合计	2,572.39	1,701.51	1,814.38	2,218.60	1,944.18
非流动负债合计	175.51	133.16	134.88	141.62	148.71
负债合计	2,747.90	1,834.67	1,949.27	2,360.22	2,092.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,043.94	3,311.24	4,077.00	4,780.91	5,591.08
负债及股东权益合计	5,791.85	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97

## 附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	585.44	437.25	1,360.37	1,088.30	870.64
投资活动产生的现金流量净额	(982.81)	88.34	(728.57)	(582.86)	(466.28)
筹资活动产生的现金流量净额	550.24	(1,238.31)	(327.62)	(196.57)	(117.94)
现金及现金等价物净增加额	133.42	(703.63)	304.87	308.87	286.41

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。