

中信证券研究部

 李鑫
 轻工首席分析师
 S1010510120016

 汤彦新
 轻工分析师
 S1010517070004

核心观点

股权激励持续推进，核心管理团队深度绑定。伴随“洁柔”与“太阳”双品牌驱动、新兴渠道快速崛起以及个护品类拓展，公司长期有望突破行业百亿营收的增长瓶颈。

事项：公司于2019年9月11日将2018年股权激励计划中预留的240万份股票期权和350万股限制性股票分别授予114和64名激励对象。

股权激励持续推进，核心团队深度绑定。公司2018年底的股权激励计划已于2019年3月1日共计向3687名对象授予3341万份股票期权及限制性股票，其中股票期权行权价格为8.67元，限制性股票授予价格为4.33元/股。激励方案2019-2021年收入考核目标分别为65.7亿/77.5亿/90.0亿元，CAGR为17.1%。本次激励将预留的590万份股票期权或限制性股票授予共178名中高层管理人员（副总经理刘金峰约占35.3%），预留部分占总股本的0.45%，本次期权行权价格为14.04元，限制性股票授予价格为7.02元/股，对应2019-2022年待摊费用402万/1414万/743万/328万元。我们认为，持续激励保障了企业上下利益一致以及职业经理人团队的稳定，体现了管理层对未来业绩持续快速增长的信心。

“洁柔&太阳”双轮驱动，开启生活用纸业务增长空间。公司“洁柔”品牌定位高端，产品均价较竞品高出约20%-30%。过去5年深耕高端新品研发及全渠道建设，2019Q1公司高毛利生活用纸产品占比达到65%，在高价格带产品渗透方面已取得明显进展。此外，随着竹浆纸一体化项目的推进，公司于7月推出“太阳”品牌竹木混合纸，加强对中低端价格带产品的渗透，计划立足现有渠道优势抢占区域品牌市场份额。“洁柔&太阳”的差异化定位有望丰富公司产品组合，在放大规模效应的同时，突破单一企业生活用纸百亿营收的增长瓶颈，持续缩小与行业头部三强的差距。

品类拓展与新兴渠道崛起利好长期发展。公司高毛利产品“Face+Lotion+自然木”2019年收入占比有望增至70%，产品结构升级还将延续，预计毛利率仍有上行空间；品类拓展稳步推进，卫生巾已于6月投放市场，逐步构建全产品矩阵，新生品牌紧随新渠道、新卖点，未来仍有突围潜力；新兴渠道延续释放红利，预计2019-2021年电商+商销渠道占比将达36%/44%/51%。新兴渠道崛起既有助于新品投放，又强化了对渠道和产品终端价格的掌控力。公司长期发展值得期待。

19Q3浆价继续下行，毛利率持续修复逻辑不变。进入19Q3浆价延续下行趋势，年初至今跌幅近30%，原料价格下行驱动盈利能力逐季修复，19Q1/Q2公司综合毛利率为34.01%/39.23%，环比大幅提升3.05pcts/5.22pcts。因木浆下游整体需求不振、港口库存高企叠加人民币贬值压力，判断短期浆价仍有压力。假设汇率7、外盘浆价年均下跌15%，考虑潜在的渠道让利，预计2019年毛利率有望修复至37.3%，同比提升3.22pcts，短期为公司带来业绩弹性。

风险因素：原料价格波动；新品销售、渠道拓展、产能投放不及预期等。

盈利预测与投资评级。19Q3浆价继续下行，短期业绩增长有望继续逐季升高。中长期看，“洁柔”产品结构持续升级、中低端的“太阳”品牌为发展护航、新兴渠道收入维持高增长以及个护品类稳步推进，前景值得期待。维持2019-2021年EPS预测0.46/0.55/0.66元，目标价格上调为16.50元，对应2020年30X PE，维持“买入”评级。

中顺洁柔 002511.SZ

评级	买入（维持）
当前价	13.64元
目标价	16.50元
总股本	13.06亿股
流通股本	12.75亿股
52周最高/最低价	15.29/6.71元
近1月绝对涨幅	-7.34%
近6月绝对涨幅	69.12%
近12月绝对涨幅	80.04%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,638.35	5,678.52	6,759.00	8,011.00	9,567.00
增长率 YoY%	22%	22%	19%	19%	19%
净利润（百万元）	349.07	406.99	594.85	712.36	855.58
增长率 YoY%	34%	17%	46%	20%	20%
每股收益 EPS（元）	0.27	0.31	0.46	0.55	0.66
ROE%	11.47%	12.29%	15.41%	16.15%	16.86%
PE	51	44	30	25	21

资料来源：中信证券研究部预测

注：股价为2019年9月11日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,638	5,679	6,759	8,011	9,567
营业成本	3,019	3,744	4,239	5,005	5,937
毛利率	34.92%	34.07%	37.28%	37.53%	37.95%
营业税金及附加	39	38	54	52	68
营业费用	886	1,013	1,242	1,513	1,872
营业费用率	19.10%	17.84%	18.37%	18.89%	19.57%
管理费用	249	310	433	489	549
管理费用率	5.36%	5.45%	6.41%	6.11%	5.74%
财务费用	47	56	60	73	76
财务费用率	1.01%	0.98%	0.89%	0.92%	0.79%
其他经营损益	6	11	6	8	8
营业利润	414	503	737	885	1,073
营业利润率	8.93%	8.86%	10.91%	11.05%	11.21%
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	3	3	2	3	3
利润总额	421	510	745	893	1,080
所得税	72	103	150	181	225
所得税率	17.15%	20.27%	20.15%	20.22%	20.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	349	407	595	712	856
净利率	7.53%	7.17%	8.80%	8.89%	8.94%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	421	510	745	893	1,080
所得税支出	-72	-103	-150	-181	-225
折旧和摊销	171	219	232	257	354
营运资金的变化	113	28	-128	-104	-93
其他经营现金流	-47	-216	54	66	69
经营现金流合计	585	437	753	932	1,185
资本支出	-399	-568	-811	-684	-679
投资收益	6	11	6	8	8
其他投资现金流	-590	646	-37	-38	-51
投资现金流合计	-983	88	-842	-714	-722
发行股票	0	0	84	0	0
负债变化	806	3,998	272	78	-102
股息支出	-76	-129	-129	-162	-191
其他融资现金流	-180	-5,107	-60	-73	-76
融资现金流合计	550	-1,238	168	-158	-370

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,086	415	493	553	646
存货	547	858	885	960	1,080
应收账款	599	738	933	1,060	1,277
其他流动资产	783	146	183	251	308
流动资产	3,014	2,157	2,494	2,825	3,311
固定资产	2,321	2,556	2,944	3,082	4,660
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	127	125	121	115	108
其他长期资产	330	308	540	873	-322
非流动资产	2,778	2,989	3,605	4,070	4,446
资产总计	5,792	5,146	6,099	6,895	7,757
短期借款	518	347	603	647	513
应付账款	586	509	627	726	861
其他流动负债	1,468	845	858	927	1,093
流动负债	2,572	1,702	2,089	2,300	2,467
长期借款	150	75	85	110	130
其他长期负债	26	59	65	74	85
非流动性负债	176	133	149	183	215
负债合计	2,748	1,835	2,238	2,483	2,682
股本	757	1,287	1,306	1,306	1,306
资本公积	1,133	609	674	674	674
归属于母公司所有者权益合计	3,044	3,311	3,861	4,411	5,075
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,044	3,311	3,861	4,411	5,075
负债股东权益总计	5,792	5,146	6,099	6,895	7,757

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	21.76%	22.43%	19.03%	18.52%	19.42%
营业利润增长率	27.85%	21.35%	46.60%	20.09%	21.16%
净利润增长率	34.04%	16.59%	46.16%	19.75%	20.10%
毛利率	34.92%	34.07%	37.28%	37.53%	37.95%
EBITDA Margin	14.34%	22.34%	33.36%	17.96%	23.48%
净利率	7.53%	7.17%	8.80%	8.89%	8.94%
净资产收益率	11.47%	12.29%	15.41%	16.15%	16.86%
总资产收益率	6.03%	7.91%	9.75%	10.33%	11.03%
资产负债率	47.44%	35.65%	36.69%	36.02%	34.57%
所得税率	17.15%	20.27%	20.15%	20.22%	20.80%
股利支付率	21.70%	31.61%	27.29%	26.87%	28.59%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。