

中顺洁柔(002511)

他山之石，厚积薄发，公司开启发展新篇章 买入(上调)

2017年10月20日

证券分析师 马莉
执业证书编号：
S0600517050002
010-66573557
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军
执业证书编号：
S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

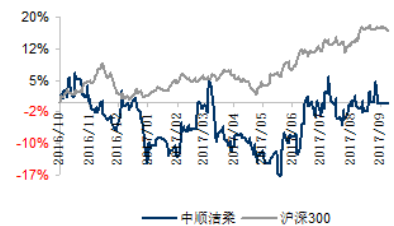
证券分析师 史凡可
执业证书编号：
S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

投资要点

- **新营销团队已证明优秀，公司发展迈入平稳：**公司旧有的营销团队动力不足，渠道扩张不利，2015年以前，公司以低于行业前三龙头的增速发展，15年一季度公司引进了原金红叶核心营销团队，对渠道扩张下足力度。新团队上任以来，公司规模及业绩都实现快速的增长，并且内部管理效率都有极大幅度的改善。
- **从维达国际看生活纸龙头成长路径：**从维达国际的成长路径中我们梳理出生活纸龙头应具备以下三点：**1、全国化产能布局：**维达上市10年来，产能扩大85万吨，17年公司总产能将达到110万吨。地区覆盖华东、华南、华西、华北、华中所有区域，奠定发展基础。**2、多品类，多品牌深度发展：**公司上市之初以卫生纸为主，近年高端产品软抽面巾和纸巾占比提升，同时，公司大力拓展个人护理业务，打开新增长极。**3、多元渠道协同发展：**公司在大力拓展线下传统渠道的同时（经销商、大卖场），积极发展电商及B2B渠道，使得公司渠道结构呈现均匀发展趋势。
- **他山之石，中顺洁柔具备长期成长逻辑：****1、产能全国布局，规模直逼龙头：**公司在全国拥有7大基地，地区涵盖所有大区，根据公司规划，未来将在全国新增近40万吨产能，产能规模直逼行业龙头。**2、产品聚焦中高端，质量领先：**公司产品聚焦中高端化，在研发和创新方面一直走在行业前端，公司未来将不断推出差异化新品，覆盖不同层次的消费人群，为全国化发展奠定基础。**3、员工利益绑定，渠道拓展到位：**继15年推出股权激励后，公司再推员工持股，使得核心人员再绑定，有利于长远发展。渠道拓展方面，销售人员从300人发展到目前2000人以上，KA渠道转直营，AFC渠道成立专门团队，电商渠道发力，公司未来销售渠道有望呈多点开花趋势。
- **高端产品占比提升，费用存改善空间：**公司近年高端产品占比逐年提升，销售结构逐步优化，费用率方面，公司正处于加速推广时期，销售费用率呈上升趋势，未来随着生活纸推广逐步稳定，整体费用率有改善空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2017、18年收入规模为47.46、58.74亿元，同比增长24.6%、23.8%；归母净利润3.51、4.61亿元，同比增长34.6%、31.6%，EPS分别为0.46、0.61元，当前市值对应17、18年34、26倍PE。对比龙头恒安、维达17、18年PE（万得一致预期），中顺PE略高，但参考PEG指标，中顺明显优于行业龙头，且考虑到公司具备长期发展逻辑，我们上调公司至“买入”评级。

■ **风险提示：**纸浆成本上涨风险、渠道推广不达预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 15.68 |
| 一年最低/最高价 | 10.41/15.68 |
| 市净率(倍) | 4.20 |
| 流通A股市值(百万元) | 11934 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 3.73 |
| 资本负债率(%) | 38.93 |
| 总股本(百万股) | 758 |
| 流通A股(百万股) | 733 |

相关研究

员工持股核心再绑定，第二阶段发展拉开序幕 -20170821

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 新营销团队已证明优秀，公司发展迈入平稳 | 4 |
| 1.1. 公司 15 年前增速低于同行，发展见瓶颈，内部急需改善 | 4 |
| 1.2. 新团队入驻，业绩大幅改善，进入平稳发展期 | 4 |
| 2. 从维达国际看生活纸龙头成长路径 | 6 |
| 2.1. 产能奠定基础：全国化基地布局奠定龙头扩张基础 | 7 |
| 2.2. 产品成就高度：注重品牌价值，实现多品类多品牌深度发展 | 9 |
| 2.3. 渠道决定发展：着力开拓不同分销渠道，加速网点下沉 | 13 |
| 3. 他山之石，中顺洁柔具备长期成长逻辑 | 17 |
| 3.1. 产能：布局完善，全国 7 大基地奠定渠道铺设基础 | 17 |
| 3.2. 产品：聚焦中高端，产品质量领先 | 18 |
| 3.3. 市场：新销售团队磨合期已过，渠道开启多元发展 | 19 |
| 3.3.1. 引入强有力销售团队、完善管理层、员工激励到位 | 19 |
| 3.3.2. 营销结构调整，多元渠道铺路 | 21 |
| 4. 高端产品提升，费用存改善空间，净利率仍可提升 | 23 |
| 4.1. 高毛利非卷纸占比提升，产品结构优化明显 | 23 |
| 4.2. 毛利率受纸浆价格影响较大，净利率有待提高 | 25 |
| 4.3. 生活纸龙头必经之路，进军空间更大的一次性卫生用品市场 | 27 |
| 5. 生活用纸市场空间广阔，多因素催化产业集中 | 29 |
| 5.1. 需求端：市场规模逐步扩大，人均用纸水平仍较低 | 29 |
| 5.2. 供给端：产能过剩依然存在，龙头企业市场份额提升 | 30 |
| 6. 盈利预测及投资建议 | 32 |
| 7. 风险提示 | 34 |

目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 2015 年以前公司发展增速低于同行 | 4 |
| 图表 2: 公司历年主要业绩指标一览 (单位: 亿元) | 5 |
| 图表 3: 维达国际历年收入、利润及同比增速 (亿港元) | 6 |
| 图表 4: 维达国际历年产能投放 (万吨) | 7 |
| 图表 5: 维达国际 16 年产能布局 | 8 |
| 图表 6: 截止 16 年行业前四大生活纸产能 | 8 |
| 图表 7: 维达国际旗下品牌 | 9 |
| 图表 8: 维达生活用纸分产品收入及销量 (百万港元) | 11 |
| 图表 9: 维达国际收入拆分 | 13 |
| 图表 10: 维达国际销售渠道变化 | 14 |
| 图表 11: 维达国际分渠道收入 | 14 |
| 图表 12: 维达国际销售渠道变化 | 15 |
| 图表 13: 维达天猫、京东旗舰店 | 16 |
| 图表 14: 公司七大生产基地分布 | 18 |
| 图表 15: 公司历年生产量及产能利用率 | 18 |
| 图表 16: 公司产品品牌定位 | 19 |
| 图表 17: 公司主要经营管理层一览 | 20 |
| 图表 18: 员工持股计划持有人 | 21 |
| 图表 19: 销售区域划分更加精细 | 22 |
| 图表 20: 中顺天猫、1 号店旗舰店 | 23 |
| 图表 21: 公司历年收入利润增速及收入结构占比 | 24 |
| 图表 22: 公司历年产品结构拆分 (单位: 亿元) | 24 |
| 图表 23: 公司逐季度毛利率走势 | 26 |
| 图表 24: 17 年以来针叶浆、阔叶浆价格呈上涨趋势 (美元/吨) | 26 |
| 图表 25: 维达 09-12 年费用率一览 | 27 |
| 图表 26: 中顺近年费用率一览 | 27 |
| 图表 27: 纸尿裤市场规模测算 | 28 |
| 图表 28: 生活用纸销量及 YOY (万吨) | 29 |
| 图表 29: 生活用纸产量及 YOY (万吨) | 29 |
| 图表 30: 生活用纸国内市场规模 (亿元) | 30 |
| 图表 31: 市场规模增速及消费量增速对比 | 30 |
| 图表 32: 我国生活用纸人均消费量 (KG) | 30 |
| 图表 33: 生活用纸人均消费量对比 (KG) | 30 |
| 图表 34: 销售收入口径下生活用纸行业集中度 | 31 |
| 图表 35: 主要生活用纸生产商产能情况 | 31 |
| 图表 36: 公司与恒安、维达未来两年估值指标 (净利润单位: 亿元) | 32 |
| 图表 37: 公司按行业收入预测 (百万元) | 33 |
| 图表 38: 公司按产品收入预测 (百万元) | 33 |

1. 新营销团队已证明优秀，公司发展迈入平稳

1.1. 公司 15 年前增速低于同行，发展见瓶颈，内部急需改善

公司主要业务是生产、加工和销售高档生活用纸系列产品，主要产品包括洁柔、太阳两大品牌生活用纸系列产品。公司是生活用纸行业排名第四的生活用纸公司，属于行业内第一梯队成员，产品销售覆盖全国。

公司产品在研发和创新方面一直走到行业最前端，高质量也是业内公认，全国 7 大基地布局也具备全国化扩张的基础，但公司旧有的营销团队动力不足，渠道扩张不利，2015 年以前，公司以低于行业前三龙头的增速发展，尤其是 13、14 年，公司收入规模只实现低个位数的增长，分别仅增长 6.94% 和 0.80%，同期恒安国际 13/14 年的收入增速为 14.37% 和 12.50%，维达国际为 12.86%、17.45%。在收入规模基数大幅少于恒安、维达两大巨头的情况下，公司的成长性反而慢于前两者，尤其是 2014 年，公司利润仅有 6800 万元，同比减少 41.78%，上市以来首次出现大幅度下滑，显示出公司销售及管理能力的出现一定的瓶颈。

图表 1: 2015 年以前公司发展增速低于同行 (单位: 恒安、维达亿港币, 中顺亿元)

| | 指标 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 恒安国际 | 收入 | 108.49 | 134.45 | 170.56 | 185.31 | 211.94 | 238.44 |
| | yoy | 35.59% | 23.93% | 26.86% | 8.65% | 14.37% | 12.50% |
| 维达国际 | 收入 | 27.76 | 36.02 | 47.65 | 60.27 | 68.02 | 79.89 |
| | yoy | 14.52% | 29.76% | 32.29% | 26.48% | 12.86% | 17.45% |
| 中顺洁柔 | 收入 | 16.19 | 17.79 | 18.56 | 23.39 | 25.02 | 25.22 |
| | yoy | 11.95% | 9.88% | 4.33% | 26.02% | 6.97% | 0.80% |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.2. 新团队入驻，业绩大幅改善，进入平稳发展期

管理层意识到营销的重要性，下决心对公司整个营销团队实施改革。2015 年一季度公司引进了原金红叶核心营销团队，其中刘金锋是原金红叶生活用纸事业部 BU 副总经理，负责全国渠道营销工作。新团队到位后，对旧有营销体系进行重新的梳理，销售人员数量也从 15 年初的 300 人扩张至目前 2000 人以上，对渠道扩张下足力度。新团队上任以来，公司规模及业绩都实现快速的增长，并且内部管理效率都有极大幅度的改善。

规模增长突破瓶颈, 毛利率提升明显: 公司在新销售团队的带领下, 收入增长有极大的改善, 15、16 年公司收入分别为 29.59 亿元和 38.09 亿元, 同比增长 17.34% 和 28.74%。同期毛利率从 30.04% 上升到 35.92%, 产品盈利能力得到很大的提升, 这主要得益于在新任销售团队带领下, 公司中高端产品(非卷纸)开始发力, 并且 16 年进口木浆价格大幅下降, 致使原材料成本下降。

加大市场投入力度, 内部管理优化: 公司旧有的营销团队开拓市场部不利, 致使市场投入的费用达不到应有的回报, 新销售团队的市场开拓能力优秀, 因此公司在 15、16 年加大市场投入, 销售费用率逐年提升, 16 年销售费用率为 18.93%, 相较 14 年增长 3.26%, 预计未来产品规模做大做强后, 消费费用率会稳定下来。同时, 公司内部优化管理效率, 16 年管理费用率相较 14 年下降 1.27 个百分点, 2016 年公司财务费用率下降至 1.55%。

净利率达近年新高, 现金流健康: 16 年净利率达到 6.84%, 比 14 年提高了 4.16%, 公司整体盈利水平实现了大幅度改善。2016 年公司经营性现金流 9.29 亿元, 同比增长 116.55%, 增速大幅高于收入规模的增长, 占收入规模比重提升至 24.39%。

图表 2: 公司历年主要业绩指标一览 (单位: 亿元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 营业总收入 | 17.79 | 18.56 | 23.39 | 25.02 | 25.22 | 29.59 | 38.09 |
| yoy | 9.90% | 4.35% | 26.03% | 6.94% | 0.80% | 17.34% | 28.74% |
| 毛利率 (%) | 30.06 | 25.82 | 31.25 | 30.25 | 30.04 | 32.03 | 35.92 |
| 销售费用率 (%) | 14.70 | 14.65 | 14.69 | 16.56 | 15.67 | 17.47 | 18.93 |
| 管理费用率 (%) | 5.03 | 5.57 | 5.72 | 6.66 | 6.66 | 6.70 | 5.39 |
| 财务费用率 (%) | 1.67 | 0.29 | 0.98 | 1.62 | 2.88 | 3.54 | 1.55 |
| 净利率 (%) | 6.73 | 4.35 | 6.79 | 4.64 | 2.68 | 2.98 | 6.84 |
| 归母净利润 | 1.09 | 0.81 | 1.59 | 1.16 | 0.68 | 0.88 | 2.60 |
| yoy | -1.41% | -26.03% | 97.31% | -27.04% | -41.78% | 30.66% | 195.27% |
| 现金流 | 0.87 | -0.37 | 2.94 | 2.16 | 2.62 | 4.29 | 9.29 |
| 现金流/营收 | 4.89% | -1.99% | 12.57% | 8.63% | 10.39% | 14.50% | 24.39% |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

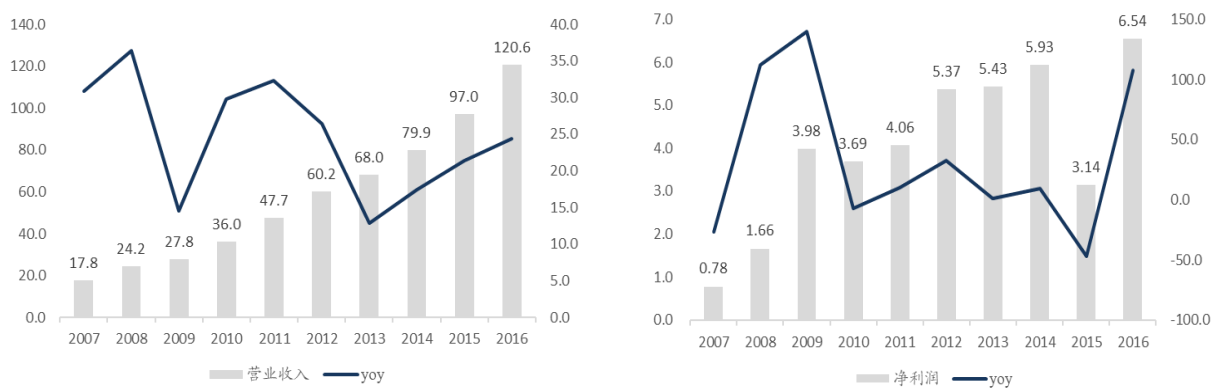
公司 15、16 年的各项指标均表明新任销售团队就位后, 给公司带来了很大的改善。我们把 15、16 年的成长看做是公司起步的第一阶段, 第一阶段的逻辑为公司更换核心团队后, 短期内渠道销售和内部管理的大幅改善, 业绩弹性释放明显。虽然公司在生活用纸行业中排名第四, 但相较前三大生活用纸公司(恒安、金红叶、维达), 中顺的规模仍然偏低。我们认为当前公司发展进入稳定阶段, 渠道方面尚有空白市场待以挖掘。另外, 公司在产品研发端有着明显的优势, 产品质量和品类都有着很强的竞争力, 参考国内生活用纸龙头维达国际的成长路径, 我们认为公司具备长期成长逻辑, 依旧是长期可值得投资的标的。

2. 从维达国际看生活纸龙头成长路径

维达国际成立于1985年，2007年7月10日成功于香港联交所主板上市。作为生活用纸龙头企业，公司业务包括卷纸、纸巾、面巾纸、餐巾纸、抽纸、湿巾等纸类生产及销售，伴随生活用纸业务逐渐成熟，公司于13年起引入个人护理业务，并逐渐涵盖婴儿护理、女性护理、失禁护理业务，立足于多品类多品牌深度发展，成为一家拥有四大品类、十大品牌的亚洲领先卫生用品公司。截至2016年底，公司合计拥有九大生产基地，年产能104万吨。

自上市以来，维达收入规模迅速扩大，其中07、10年受木浆价格持续上涨影响，生产成本承压，净利润未能同步增长。13年经济及零售市场增速放缓，生活用纸刚性需求增长步伐放慢，加上业界产能释放加促竞争以及木浆成本上涨，公司整体盈利表现受到影响，收入及净利润增速均有所下滑。15年受人民币贬值影响，净利润下降至3.14亿港元。16年宏观经济放缓，人民币汇价续跌，线下零售市场持续疲软，但由于公司加大电商渠道占比并取得较大增长，加之原材料价格利好，全年实现营业收入120.57亿港元，同比增加增长24.3%，净利润6.54亿港元，同比增长107.8%。

图表 3: 维达国际历年收入、利润及同比增速 (亿港元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

上市至今，维达收入规模从17.8亿港元增长至120.6亿港元，净利润从0.78亿港元增长至6.54亿港元，CAGR分别为23.7%、26.7%，成长至行业排名前三的龙头。回顾梳理维达的发展轨迹，我们发现维达国际之所以可以发展为生活纸龙头公司，其关键的因素是具备全国化布局的产能、多元化渠道和多结构的产品。

2.1 产能奠定基础：全国化基地布局奠定龙头扩张基础

生活用纸有着体积大、单价低的特点使得运输成本相对较高，而且生活纸属于快消品，走货快，因此为了更好的控制渠道，提供稳定的供货，龙头生活纸需要全国化的产能布局，才能保证产品覆盖全国渠道。通过全国性的生产基地布局，可拉近与客户的距离，降低运输成本，提高运输效率。

上市 10 年，产能扩大 85 万吨，地区覆盖面逐渐加大：产能扩充在维达发展历程上扮演着重要角色，公司自上市以来稳定扩大产能规模，以配合快速增长的消费需求，发挥更大的规模经济效应、降低成本及提高生产效率。上市之初，公司共拥有五个生产基地和 14 台造纸机器，地处北京、广东、湖北及四川的战略位置，年产能 19 万吨。至 2016 年总产能扩张至 104 万吨，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局，产品得以实现全国化深度覆盖。以产能计算，维达国际 2016 年在中国主要生活用纸生产商中位居第三，仅次于金红叶纸业与恒安国际。17 年 7 月份浙江厂房 6 万吨产能投产，公司总产能达到了 110 万吨/年。此外，公司位于广东阳江第十个厂房 6 万吨产能预计 2018 年底落成，未来随着新增产能的不断扩充，将继续推动公司产品渠道的广度和深度。

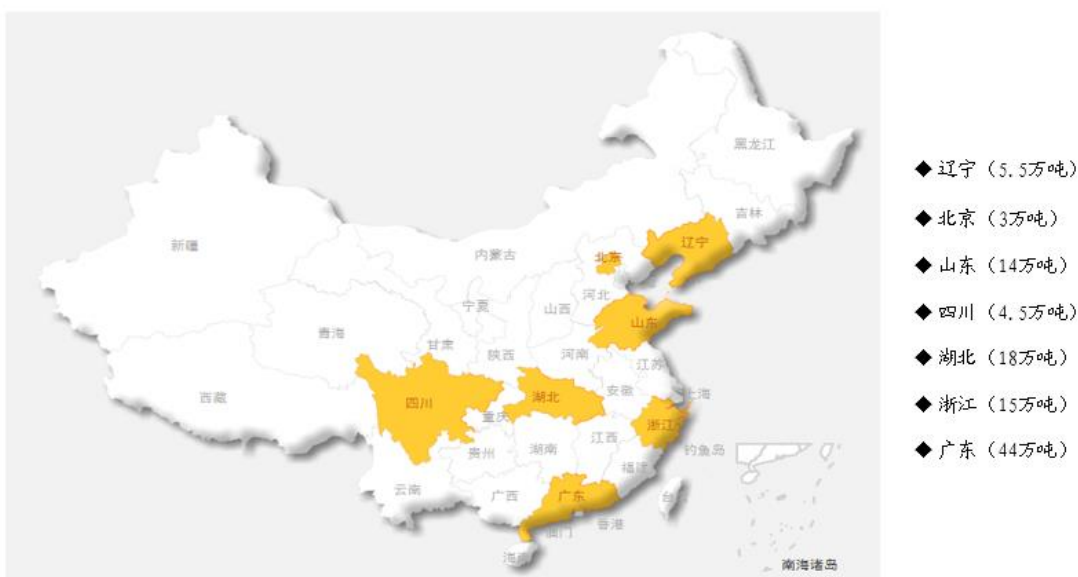
图表 4：维达国际历年产能投放（万吨）

| 投产日期 | 地点 | 新增产能 | 累计产能 | 产能同比增速 |
|--------|------|------|------|--------|
| 2017 年 | 浙江 | 6 | 110 | 5.77% |
| 2016 年 | 山东莱芜 | 3 | 104 | 7.11% |
| | 广东江门 | 6 | | |
| 2015 年 | 山东莱芜 | 6 | 95 | 18.90% |
| 2014 年 | 广东 | 7 | 89 | 16.21% |
| | 浙江 | 6 | | |
| 2013 年 | 广东江门 | 9 | 76 | 12.42% |
| | 湖北孝感 | 8 | | |
| | 山东莱芜 | 5 | | |
| 2012 年 | 辽宁鞍山 | 3 | 54 | 26.41% |
| | 广东江门 | 4 | | |
| 2011 年 | 辽宁鞍山 | 2.5 | 47 | 27.03% |
| | 四川 | 2.5 | | |
| | 浙江 | 5 | | |
| 2010 年 | 湖北孝感 | 5 | 37 | 15.63% |
| 2009 年 | 广东江门 | 2 | 32 | 6.67% |
| 2008 年 | 浙江龙游 | 4 | 30 | 25.00% |
| | 广东江门 | 2 | | |

| | | | | |
|--------|------|----|----|--------|
| 2007 年 | 北京 | 2 | 24 | 41.18% |
| | 广东江门 | 4 | | |
| | 四川 | 1 | | |
| 2006 年 | 广东 | 10 | 17 | |
| | 湖北 | 5 | | |
| | 北京 | 1 | | |
| | 四川 | 1 | | |

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 5: 维达国际 16 年产能布局



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 6: 截止 16 年行业前四大生活纸产能

| 生产商 | 品牌 | 产能 (万吨) |
|-----|------------|---------|
| 金红叶 | 唯洁雅、清风、真真 | 119.4 |
| 恒安 | 心相印、品诺、优选 | 114 |
| 维达 | 维达、得宝、Tork | 104 |
| 中顺 | 洁柔、C&S、太阳 | 50 |

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2 产品成就高度：注重品牌价值，实现多品类多品牌深度发展

品牌是快消品行业致胜的关键：维达以生活用纸生产起家，成立三十余年来，悉心经营“维达”品牌，并凭此品牌优势发挥最大效益。多年来，维达针对不同细分消费群的需求，推出多种产品系列及主推市场，有效提升品牌形象。优化产品结构及提高产品盈利能力一直是维达多年坚持的目标，09年成立合资公司维安洁并首次推出个人护理产品。发展至今，维达由最初以做大做强，扩充造纸产能规模为目标，逐渐转至专心转型升级，力图保持生活用纸领先地位、扩大个人护理业务规模，走向国际化。

图表 7：维达国际旗下品牌

| 品类 | 品牌 | 来源 |
|------|---------|---|
| 生活用纸 | 维达 |  维达自创品牌 |
| | 得宝 |  爱生雅旗下品牌 |
| | 多康 |  爱生雅旗下品牌 |
| 婴儿护理 | 贝爱多 |  维达自创品牌 |
| | 丽贝乐 |  爱生雅旗下品牌 |
| | 嘘嘘乐 |  爱生雅旗下品牌 |
| | Deypers |  爱生雅旗下品牌 |
| 女性护理 | 薇尔 |  维达自创品牌 |
| | 轻曲线 |  爱生雅旗下品牌 |
| 失禁护理 | 添宁 |  爱生雅旗下品牌 |
| | 包大人 |  爱生雅旗下品牌 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

总结其历史发展来看，维达产品结构从最早的普通生活用纸产品卷纸，手帕纸、抽纸，到生活用纸衍生产品软抽纸巾、湿纸巾，到近年发力个人护理业务纸尿裤、卫生巾、失禁护理等，定位从中低端逐渐向高端市场延伸，产品结构逐步呈现多元化发展，并且未来产品结构占比还将持续不断优化。

12年前生活用纸业务依靠中低端产品实现快速放量：公司的传统业务为厕纸、纸巾、面巾纸、餐巾纸等生活用纸，是全国卫生纸产品类别的市场领导者。凭借生产的规模效益以及品牌知名度，公司自上市以来生活用纸业务持续保持强劲增长。作为公司的核心业务，目前旗下的维达 Vinda 及得宝 Tempo 已成为强势领先的优质纸巾品牌。拓展核心纸巾业务一直是维达的首要业务。2007-2016年，公司生活用纸业务收入从 17.78 亿港元增长至 100.23 亿港元，近 10 年保持复合 21.18% 的稳定增长。在 2012 年以前，生活用纸业务保持较快的增长，尤其是在规模体量较大的 2010、2011、2012 年，其收入增速达到 29.76%、32.29%、26.41%。促进收入快速增长的是公司比较大众、中低端的卫生纸产品，卫生纸产品占生活用纸比重最大，2012 年前占比均在 60% 以上，10、11、12 年保持 25% 以上的增长。

12年后中低端卫生纸增速下滑，中高端产品开始放量：随着卫生纸业务规模的不断扩大，其发展增速在 12 年后开始下降，14、15、16 年下滑至个位数增长，导致生活用纸板块收入也整体开始呈现下滑。但公司中高端产品开始逐渐放量，软抽面巾纸产品 2007 收入仅 7100 万港币，占生活纸总收入比重的 4%，到了 2015 年，软抽面巾纸收入达到 24.32 亿港元，占比提升至 26%，成为生活纸业务发展的主要动力。

图表 8: 维达生活用纸分产品收入及销量 (百万港元)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 生活用纸 | | | | | | | | | |
| 收入 | 2,424.04 | 2,776.12 | 3,602.17 | 4,765.30 | 6,024.05 | 6,772.04 | 7,870.00 | 9,357.22 | 10,022.82 |
| yoy (%) | 36.36 | 14.52 | 29.76 | 32.29 | 26.41 | 12.42 | 16.21 | 18.9 | 7.11 |
| 销量 (万吨) | | 22.42 | 28.18 | 33.5 | 42.42 | 48.19 | 55.57 | 65.7 | 70.58 |
| 卫生纸 | | | | | | | | | |
| 收入 | 1,505.33 | 1,732.30 | 2,200.93 | 2,925.89 | 3,668.65 | 3,968.41 | 4,328.50 | 4,678.61 | |
| yoy (%) | 39.73 | 15.08 | 27.05 | 32.94 | 25.39 | 8.17 | 9.07 | 8.09 | |
| 占比 (%) | 62.1 | 62.4 | 61.1 | 61.4 | 60.9 | 58.6 | 55 | 50 | |
| 销量 (万吨) | | 14.82 | 18.57 | 22.34 | 28.46 | 31.52 | 34.4 | | |
| 盒装面巾 | | | | | | | | | |
| 收入 | 157.56 | 158.24 | 198.12 | 276.39 | 265.06 | 250.57 | 236.1 | 374.29 | |
| yoy (%) | 16.62 | 0.43 | 25.2 | 39.51 | -4.1 | -5.47 | -5.77 | 58.53 | |
| 占比 (%) | 6.5 | 5.7 | 5.5 | 5.8 | 4.4 | 3.7 | 3 | 4 | |
| 销量 (万吨) | | 0.74 | 0.93 | 1.17 | 1.15 | 1.11 | 1.17 | | |
| 软抽面巾 | | | | | | | | | |
| 收入 | 116.35 | 172.12 | 342.21 | 571.84 | 975.90 | 1,313.77 | 1,810.10 | 2,432.88 | |
| yoy (%) | 63.63 | 47.93 | 98.82 | 67.1 | 70.66 | 34.62 | 37.78 | 34.41 | |
| 占比 (%) | 4.8 | 6.2 | 9.5 | 12 | 16.2 | 19.4 | 23 | 26 | |
| 销量 (万吨) | | 1.21 | 2.25 | 3.42 | 5.81 | 8.1 | 11.5 | | |
| 纸巾 | | | | | | | | | |
| 收入 | 273.92 | 299.82 | 414.25 | 486.06 | 632.53 | 677.2 | 865.7 | 1,122.87 | |
| yoy (%) | 28.4 | 9.46 | 38.17 | 17.34 | 30.13 | 7.06 | 27.83 | 29.71 | |
| 占比 (%) | 11.3 | 10.8 | 11.5 | 10.2 | 10.5 | 10 | 11 | 12 | |
| 销量 (万吨) | | 1.73 | 2.31 | 2.51 | 3.35 | 3.66 | 4.33 | | |
| 餐巾纸 | | | | | | | | | |
| 收入 | 113.93 | 124.93 | 133.28 | 276.39 | 192.77 | 196.39 | 157.40 | 187.14 | |
| yoy (%) | 14.44 | 9.65 | 6.69 | 107.37 | -30.25 | 1.88 | -19.85 | 18.9 | |
| 占比 (%) | 4.7 | 4.5 | 3.7 | 5.8 | 3.2 | 2.9 | 2 | 2 | |
| 销量 (万吨) | | 0.99 | 1.1 | 1.44 | 1.44 | 1.4 | 1.28 | | |
| 湿巾 | | | | | | | | | |
| 收入 | | | | | | 94.81 | 157.4 | 187.14 | |
| yoy (%) | | | | | | | 66.02 | 18.9 | |
| 占比 (%) | | | | | | 1.4 | 2 | 2 | |
| 销量 (万吨) | | | | | | 0.39 | 0.67 | | |
| 其他 | | | | | | | | | |
| 收入 | 256.95 | 288.72 | 313.39 | 324.04 | 289.15 | 270.88 | 314.80 | 374.29 | |
| yoy (%) | 41.7 | 12.36 | 8.55 | 3.4 | -10.77 | -6.32 | 16.21 | 18.9 | |
| 占比 (%) | 10.6 | 10.4 | 8.7 | 6.8 | 4.8 | 4 | 4 | 4 | |

| | | | | | | |
|---------|------|------|------|------|------|------|
| 销量 (万吨) | 2.94 | 3.02 | 2.61 | 2.21 | 2.02 | 2.22 |
|---------|------|------|------|------|------|------|

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

拓展个人护理产品, 业务迈向新高度: 在主业发展逐渐成熟的同时, 维达开始将其业务拓展至个人护理, 力图实现产品多元化, 以开拓更多利润增长点。公司首先借助持股 41% 的联营公司——维安洁进军渗透率较低的婴儿纸尿裤市场, 并逐步开拓女性卫生巾、成人纸尿裤市场, 扩阔未来盈利空间。2011 年维安洁以自有婴儿纸尿裤品牌“贝爱多”推出三个系列产品线共 24 个单品, 分别针对中高档、中档及低档市场, 三条产品线均于 2012 年 7 月投产。2013 年起以轻资产模式生产及试销自创女性卫生巾品牌产品“薇尔”, 主要针对中高档年轻时尚大学生及少女群, 为公司长远增长开辟另一条跑道。整合爱生雅亚洲区业务后进一步增加婴儿护理与女性护理品牌, 并切入失禁护理业务, 未来有望在三大个人护理领域占据重要席位。

创立于 1929 年的爱生雅 (SCA) 是全球个人护理业务领导者, 2013 年爱生雅成为维达国际大股东, 2014 年维达国际收购爱生雅得宝 (Tempo) 品牌, 整合维达护理用品及爱生雅中国区业务, 力图向多品类多品牌深度发展, 2016 年进一步收购爱生雅位于东南亚、台湾及韩国业务, 将维达的业务版图有效延伸至亚洲市场, 业务组合由单一纸巾类别逐渐拓展至多品类产品。在整合爱生雅的亚洲业务后, 也将并入亚洲更多产能, 个人护理产能的增加将有利于在研发、采购及生产成本上将发挥协同效益, 也将成为公司未来新的增长点。

整合爱生雅后, 公司个人护理收入比重大幅提升, 2016 年维达个人护理业务收入达 20.34 亿港元, 同比增长 500.3%, 收入占比增至 16.87%。分部收入贡献主要来自于合并的爱生雅亚洲区业务, 中国区个人护理业务由于尚在培育阶段, 品牌建设及管道铺货需投入较多前期资源, 仍处于亏损状态, 预计 17 年伴随生产线落成及产能并入将逐步改善盈利。

从维达历年产品结构变化的趋势来看, 产品种类多元化、中高端化是生活纸企业未来发展的主要方向。当前国内个人护理品牌基本都处于前期培育阶段, 国内品牌号召力不强, 品牌的培育尚需时日。维达整合爱生雅后, 未来将重点发展个人护理业务, 随着品牌打造的愈发成熟, 有望成为维达新的收入增长点。

图表 9: 维达国际收入拆分

| 单位: 百万港元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 | 2776.12 | 3602.17 | 4765.30 | 6024.05 | 6797.96 | 7985.22 | 9696.00 | 12056.55 |
| yoy | 14.52% | 29.76% | 32.29% | 26.41% | 12.85% | 17.46% | 21.42% | 24.35% |
| 其中: 生活用纸收入 | 2776.12 | 3602.17 | 4765.30 | 6024.05 | 6772.04 | 7870.00 | 9357.22 | 10022.82 |
| yoy | 14.52% | 29.76% | 32.29% | 26.41% | 12.42% | 16.21% | 18.90% | 7.11% |
| 占比 | | | | | 99.62% | 98.56% | 96.51% | 83.13% |
| 其中: 个人护理收入 | | | | | 25.92 | 115.23 | 338.78 | 2033.73 |
| yoy | | | | | | 344.48% | 194.00% | 500.31% |
| 占比 | | | | | 0.38% | 1.44% | 3.49% | 16.87% |

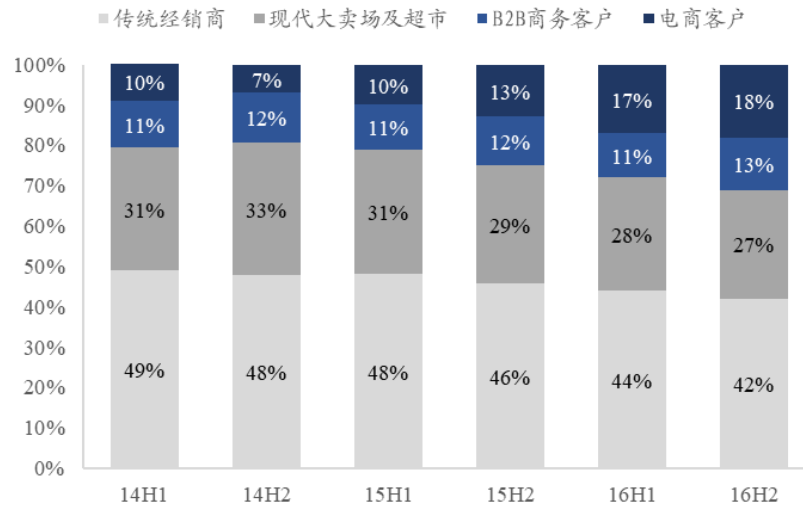
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.3 渠道决定发展: 着力开拓不同分销渠道, 加速网点下沉

渠道乃竞争之根源动力。由于生活用纸行业进入门槛较低, 因而总体处于产能过剩状态, 竞争较为激烈。伴随着消费者收入提高以及消费升级, 未来行业集中度有望进一步提升。在这一过程中, 公司的业绩增长除了依靠产品的种类及品质, 另外一块主要来自于渠道开拓的能力。因此, 渠道掌控力与渠道网点数量对于公司能否快速提升销量、取得竞争优势地位起着至关重要的作用。

维达目前主要销售渠道包括传统经销商、现代超市大卖场、B2B 商务客户及电子商务, 收入占比分别为 42%、27%、13%及 18%。2016 年由于宏观经济放缓, 线下零售市场持续疲软, 传统经销商收入增速下滑, 全年实现 50.6 亿港元, 同比增长 14%, 收入占比下滑至 42%。但电商渠道保持高速发展, 渠道收入 21.7 亿, 同比增长 73.5%。

图表 10: 维达国际销售渠道变化



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

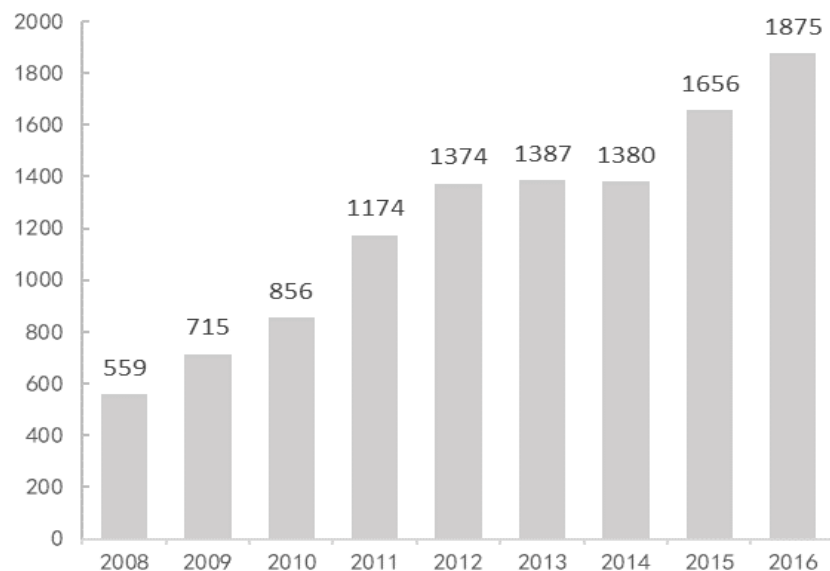
图表 11: 维达国际分渠道收入

| 单位: 百万港元 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 传统经销商收入 | 3181.45 | 3816.94 | 4440.77 | 5063.75 |
| yoy | | 20.0% | 16.3% | 14.0% |
| 占比 | 47% | 48% | 46% | 42% |
| 现代大卖场及超市收入 | 2556.03 | 2635.12 | 2831.23 | 3255.27 |
| yoy | | 3.1% | 7.4% | 15.0% |
| 占比 | 38% | 33% | 29% | 27% |
| B2B 商务客户收入 | 883.73 | 974.20 | 1173.22 | 1567.35 |
| yoy | | 10.2% | 20.4% | 33.6% |
| 占比 | 13% | 12% | 12% | 13% |
| 电商客户收入 | 176.75 | 558.97 | 1250.78 | 2170.18 |
| yoy | | 216.3% | 123.8% | 73.5% |
| 占比 | 3% | 7% | 13% | 18% |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

经销商数量稳定增加，销售网点逐渐下沉。传统经销商是公司产品销售的主要渠道，上市之初，公司的分销网络主要依赖于五大生产基地（位于人口密集区的战略位置），能够有效降低运输成本、提升运输效率。为扩大市场份额，公司深耕销售网络，网点不断下沉至三、四线城市包括省级以下乡镇市场。截至 2015 年底经销商总数达 1656 家，销售网点足印遍及全国，2016 年市场覆盖面进一步扩大，估计推算经销商达 1875 家，销售网点数量达到 100 万个，渠道网络覆盖中国 80% 县乡，渠道密度仅次于恒安。在积极加强区域覆盖的同时，公司着力与经销商建立紧密伙伴关系，改善经销商管理方式，举办全国性经销商大会，为经销商提供精心设计及度身定造的宣传工具，不但提升宣传效用，还有效地控制了推广成本。

图表 12: 维达国际销售渠道变化



资料来源：公司年报，东吴证券研究所（注：2016 年公司未披露经销商数，此处为估计推算值）

拓展现代销售渠道，有效提升市场份额。近年来，现代渠道如超市、大卖场作为销售渠道日渐重要，城镇化发展加速成为超市及大卖场迅速扩张的催化剂。面对国内不断扩大的生活用纸市场，在深耕经销网络的同时，维达加快铺建大型超市等现代渠道，从而构建更强大的分销网络。通过“百城万店”形象店的策略，并增加大型超市及连锁店的宣传，使得公司产品覆盖全国，有效提升市场份额。

搭上电子商务早班车，电商渠道爆发式增长。作为行业先驱，维达国际的电商进程也尤为领先。2012年，公司率先成立发展电子商务团队，与各个大型B2C网络商城搭建长远伙伴关系。在之后的几年里，电商渠道销售表现突出，14、15年收益增幅均超100%，2016年电商渠道继续保持高速发展，渠道收入21.7亿，同比增长73.5%，收入占比上升至18%，市场份额居主要电商平台首位，2017年上半年收入占比达20%，继续保持市场领导地位。

图表 13: 维达天猫、京东旗舰店



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

在分销渠道上，通过多年发展，维达已形成强大且成熟的销售网络平台，协同效应优势日益明显。**通过梳理维达销售渠道可以发现，未来渠道发展趋势**将分为线上线下两个方面，线上充分利用电商渠道，进一步扩大市场份额，线下深耕经销网点布局，拓展店铺网络工作，加大三、四线城市及乡镇销售覆盖面，对于大卖场及超市，通过终端销售人员，加强对终端门店的掌控及开拓能力，从而实现渠道全面发展。

3. 他山之石，中顺洁柔具备长期成长逻辑

从维达国际的成长路径来看，产能布局全国化，产品结构合理化，渠道布局多元化是规模做大做强根本条件。而中顺洁柔虽然当下规模相比行业前三的恒安、维达、金红叶仍处偏低水平，但无论从产能、产品质量、销售团队来看，中顺已具备做到全国化的基础。

3.1 产能：布局完善，全国 7 大基地奠定渠道铺设基础

2017 年，公司新增云浮 12 万吨、唐山 2.5 万吨产能建设，以满足华南以西和华北、东北的产能需求，全部投产后，公司总产能将达到 65 万吨。未来将根据行业发展态势，依托下属子公司江门中顺、江门洁柔、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司进一步扩大规模，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局，产品覆盖全国。通过全国性的生产基地布局，可拉近与客户的距离，降低运输成本，提高运输效率，这也是公司具备全国化市场运作的基本条件。

公司 2010 年-2012 年产能利用率均保持 80% 以上，但自 13 年后产能利用率开始下滑，2013 年为 70%，2014 年 48%。随着公司 15 年初更换销售团队以来，产品销售上一台阶，随之带来产能利用率的恢复，2015 年产能利用率恢复到 54%，16 年公司生产量 35 万吨，产能利用率提升至 70%。要想长远的稳定发展，扩充产能是公司的重中之重。根据公司 16 年末的规划，公司在未来共计新增近 40 万吨产能，其中广东云浮 12 万吨、湖北孝感 20 万吨、河南唐山 7.5 万吨，未来总产能将达到 90 万吨。而行业前三大生活纸公司恒安国际、金红叶、维达国际的产能均在 100 万吨以上。因此，公司产能依旧具备较大的提升空间。从产能建设区域来看，原有强势区域华南市场仍需要进一步下沉，而未来将在华中、华北和华中市场做大规模的布局。

图表 14: 公司七大生产基地分布



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 15: 公司历年生产量及产能利用率

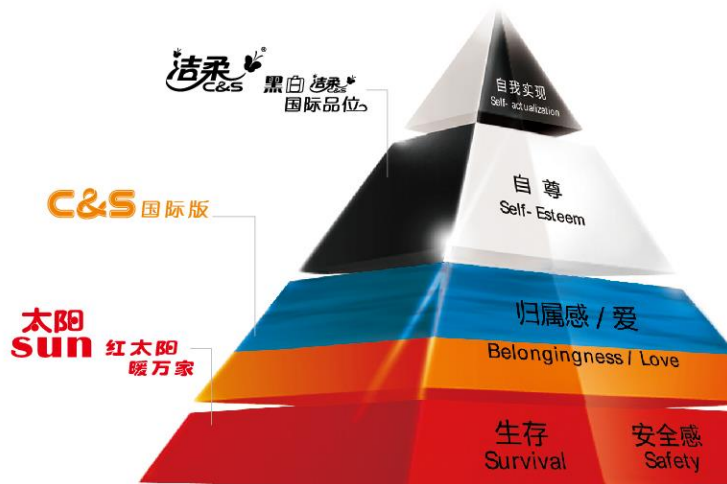
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 产能 (万吨) | 18.6 | 21 | 25 | 33 | 45 | 48.1 | 50 |
| 生产量 (万吨) | 15.4 | 18.1 | 20.5 | 23 | 21.5 | 25.9 | 35 |
| 产能利用率 | 83% | 86% | 82% | 70% | 48% | 54% | 70% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2 产品: 聚焦中高端, 产品质量领先

公司的产品主要为洁柔、太阳两大品牌生活用纸系列产品, 定位中高端消费人群。其中最主要的是洁柔 Face 和洁柔 Lotion, 产品覆盖了面巾纸、抽纸和卷纸三类, 这也是公司最具核心竞争力的产品, 其他还包括洁柔料理用纸、C&S 系列、商销品, 以及香港洁柔系列。

图表 16: 公司产品品牌定位



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

产品研发和创新方面，中顺一直走在业内前端，高质量也是业内公认。公司推出的三层复卷、可湿水、柔滑产品，上市 5 年深受消费者认可。目前，公司相继推出了婴儿用湿巾、方形包装等产品，另外，公司的迷你型纸巾，在市场中也首屈一指。17 年中旬公司推出更加高端的自然木系列，贴近消费升级人士。公司未来将不断推出差异化新品，覆盖不同层次的消费人群，为全国化发展奠定基础。

3.3 市场：新销售团队磨合期已过，渠道开启多元发展

3.3.1 引入强有力销售团队、完善管理层、员工激励到位

公司拥有全国化产能基地布局，产品品质领先，但原有销售团队动力不足，渠道扩张不利，管理层也意识到营销的重要性，下决心对公司整体营销团队实施改革。公司 15 年一季度引进了原金红叶核心营销团队，其中营销负责人刘金锋是原金红叶生活用纸事业部 BU 副总经理，负责全国渠道营销工作，在生活纸渠道建设方面有着充足的经验和资源。新团队到位后，整个团队人数从 15 年初的 300 人增加至目前 2000 人规模，对渠道扩张下足力度。在管理层方面，公司 7 月份聘任周启超先生为公司董事会秘书，公司副总经理。周启超先生先后在香港合基集团、湖北日报传媒、格林美、任子行网络技术股份有限公司担任重要职务，具备丰富的资本市场经验。整个管理层实施了大规模的改革，足以体现公司发展的决心。

图表 17: 公司主要经营管理层一览

| 姓名 | 职务 | 个人简历 |
|-----|------|--|
| 邓冠彪 | 总经理 | 男, 1978 年出生, 大学本科, 1999 年起在中山市中顺纸业制造有限公司工作, 2000 年至 2004 年在日本大学商学部学习, 取得学士学位; 2005 年至 2008 年担任中山市中顺纸业制造有限公司董事, 副总经理, 2008 年至 2011 年 12 月担任公司总经理(总裁), 董事; 2011 年 12 月至今担任公司副董事长; 现任公司副董事长, 总经理. 兼任广东省造纸行业协会第五届副会长, 全国造纸工业标准化技术委员会生活用纸委员. |
| 邓冠杰 | 副总经理 | 男, 1984 年出生, 大学本科, 2004 年至 2007 年就读于英国牛津布鲁克斯大学, 并获取学士学位; 2005 年至 2007 年担任中山市中顺纸业制造有限公司董事长助理; 2008 年至 2011 年 2 月担任公司董事长助理; 2011 年 3 月至 2012 年 1 月担任公司董事长助理兼人力资源部总监; 2012 年 2 月至 2013 年 3 月担任公司董事长助理; 2011 年 12 月起担任公司董事, 2013 年 4 月起担任公司副总经理. |
| 张扬 | 副总经理 | 男, 1977 年出生, 2006 年至 2007 年 9 月历任中顺洁柔(四川)纸业有限公司销售经理; 2007 年 10 月至 2014 年 6 月历任成都中顺纸业股份有限公司销售经理, 销售总经理, 商贸总经理; 2014 年 7 月至今担任成都中顺纸业股份有限公司华西区总经理; 2015 年 1 月至今任公司副总经理. |
| 刘金锋 | 董事 | 1976 年出生, 大学本科, EMBA 硕士, 2007 年 1 月至 2008 年 7 月担任 APP 生活用纸事业部华中大区湖南省办经理; 2008 年 8 月至 2009 年 1 月担任 APP 中国生活用纸事业部华中, 西北大区总经理; 2009 年 2 月至 2013 年 5 月担任 APP 中国生活用纸事业部华中, 西北大区 BU 运营部总经理; 2013 年 6 月至 2014 年 8 月担任 APP 中国生活用纸事业部中区 BU 副总经理; 2014 年 9 月至 2015 年 3 月担任 APP 中国生活用纸事业部中区 BU 副总经理兼全国 GT 通路专案总监兼上海元则胜贸易有限公司销售总经理; 2015 年 4 月至今担任公司营销副总裁. |
| 周启超 | 副总经理 | 男, 1980 年出生, 研究生学历, 中国国籍. 先后在香港合基集团, 湖北日报传媒集团, 格林美股份有限公司, 任子行网络技术股份有限公司担任公共事务总监, 媒介总监, 副总裁兼董事会秘书等职务, 2017 年 7 月起在中顺洁柔纸业股份有限公司担任副总经理职务. |
| 董晔 | 财务总监 | 男, 1964 年出生, 大专, 助理会计师, 2006 年至 2008 年历任公司财务主管, 财务经理, 财务副总监; 2009 年至 2012 年 1 月担任公司会计机构负责人; 2011 年 12 月至 2014 年 12 月担任公司董事, 财务总监; 现任公司财务总监. |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权激励+员工持股双绑定, 管理层动力十足: 公司 15 年初引入新销售团队后, 通过股权激励将核心业务人员绑定。股权激励计划对象总人数为 242 人, 包括公司董事、高级管理人员、核心技术(业务)骨, 授予价格 4.25 元/股。解锁条件以 2014 年业绩为基础, 16 年营收增长不低于 37%, 扣非后净利润增长不低于 129%。17 年营收增长不低于 60%, 净利润增长不低于 249%; 18 年营收增长不低于 83%, 净利润不低于 352%。公司 16 年收入 38.09 亿元, 归母净利润 2.6 亿元, 相较 14 年分别增长 51.03%、282.35%; 大幅度超越股权激励的限定条件。为了再次充分激励管理层, 公司于 17 年 8 月中旬发布员工持股计划, 此次持股计划拟筹集

资金总额上限为 1 亿元，委托资产管理机构，并全额认购其设立的集合资金信托计划的劣后级份额。资产管理计划的上限为 3 亿，按照 2:1 的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额，通过二级市场购买的方式获得，锁定期 1 年。此次员工持股计划将公司核心团队再次利益绑定，人员涵盖董事长，总裁，副总，到核心管理人员共十人，业务上涵盖决策层、销售端、产品端、采购端，管理端，目标定位一致，有助于公司长远发展。

图表 18: 员工持股计划持有人

| 持有人 | 职务 | 持有份额 (万份) | 占持股计划总份额的比例 |
|------------|----------|-----------|-------------|
| 邓颖忠 | 董事长 | 2000 | 20% |
| 邓冠彪 | 总经理、副董事长 | 1600 | 16% |
| 邓冠杰 | 董事、副总经理 | 700 | 7% |
| 刘金峰 | 董事 | 1600 | 16% |
| 周启超 | 副总经理 | 700 | 7% |
| 其他核心骨干人员 | | 3400 | 34% |
| 合计: 共 10 人 | | 10000 | 100% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3.2 营销结构调整, 多元渠道铺路

在新管理团队的治理下, 公司做出一系列的改变, 对比原先销售模式, 公司现在的营销结构更加精细化, 营销方式更为主动, 资源分配上也更加合理, 使得公司在渠道拓展上打开新的局面。

销售大区划分精细, 拓展销售网络, 完善区域布局。渠道方面, 公司在原来的 5 大区的基础上划分为八大区。将东北从原先华北大区分离, 新加西北大区, 甚至作出进一步的细分, 将港澳从华南划出。收入增速方面, 原有空白区域的增速明显, 例如华北、东北、西北。而原有老区域, 像华南、西南, 也有快速的增长, 因其基数大, 绝对额增加较多, 但增速小于新区域。总体来说, 新区域增速很快, 但是原有优势区域增长的绝对额更大。

销售渠道管理架构调整, 资源分配合理把控。在管理架构上, 原来渠道的管理层次是营销副总经理—各大区副总—城市经理—业务员(粗放式管理模式)。新团队到任以后, 营销层级调整为全国营销总监—大区总监—增加省级总监—城市经理—业务员, 实行军事化管理模式, 划分更明细。在原有基础上, 增加一层市场营销架构。改革后, 公司能对大区各省市之间的营销资源进行最有效的分配, 对大区终端销售渠道的营销更为精准。

营销理念转变，营销方式更加主动。除渠道拓宽外，公司的营销理念发生变化，也是实现快速增长的一大原因。原有销售模式是单纯的发货，出售给经销商，但对经销商缺乏主动的引导。新的营销理念引入后，新的团队注重主动引导经销商，进行现场指导等。以前经销商不愿意接受公司开发的新品，因为毛利、销量等都是未知，现在通过对新品的主动引导（向经销商解释卖点在哪儿，如何营销等）加返点折让，使得经销商很愿意接受高毛利的新产品。这也体现了公司营销政策的转变，提升了对终端市场掌控力，及时把控终端销售情况。

图表 19：销售区域划分更加精细



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

全渠道开发客户，助力业绩增长。中顺目前主要的销售渠道包括传统经销商（GT）、直营卖场（KA）、商销（AFC）、电商（EC）四大渠道。**GT 数量逐年增加，渠道逐步下沉。**公司新团队采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略，细分市场、扩大经销商网络布局。自从 15 年公司渠道变革开始，经销商数量显著增加，销售网络逐步盖全国绝大部分地(县)级城市，渠道网点逐步下沉至乡镇市场。**转卖场为直营，KA 渠道强势发力。**KA 渠道是继 GT 之后的第二大销售渠道，一直在营业收入中占比很大。目前，公司在与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福和百佳等大型连锁卖场建立良好的合作关系的同时，逐步将重点卖场转为公司直营，通过直营的方式加强销售管理，提高销售能力，更好更快的销售产品。**AFC 渠道建设逐渐专业化，未来发展潜力大。**公司一直以来与中石化、中石油、中国移动和建设银行等企业有着良好的业务往来，但 AFC 渠道比重一直较小。为此公司成立了专业的 AFC 渠道服务团队来针对商用消费的客户群体，深入开发该市场，挖掘消费潜力。**开辟 EC 新渠道，线上线下互动**

销售。近年来天猫、淘宝、京东、一号店、苏宁等电商平台快速发展，公司紧追互联网潮流，加大 EC 渠道投入。从 15 年起公司开始开拓 EC 新渠道，并搭配相应的物流体系，完善线上销售。截止目前，公司已经建立完善的销售网络，GT、KA、AFC、EC 各渠道协同发展，线上线下互动销售，助力公司业绩稳健增长。

图表 20：中顺天猫、1 号店旗舰店



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 高端产品提升，费用存改善空间，净利率仍可提升

4.1 高毛利非卷纸占比提升，产品结构优化明显

生活用纸细分产品中卷纸一般指厕用卫生纸，为消费品里面最刚需的产品。非卷纸包括抽纸、面巾纸、手帕纸等，这类纸种近年发展趋势向好，且毛利水平较高。公司营业收入主要以生活用纸为主，占比达到 99% 以上，公司呈现出非卷纸类产品收入占比逐年上升，卷纸类逐年下降的趋势。2014 年卷纸-非卷纸基本 50-50，到了 2016 年，非卷纸产品收入占比已经达到 55%，较 14 年上升近 5 个 pct；2015 年，受公司营销渠道调整、高毛利非卷纸产品收入占比上升的影响，公司营业收入，归属母公司净利润同比增速均实现两位数的增长，2016 年更是受益于纸浆成本下降，高端产品继续提升，费用率改善等影响，归母净利润实现 195.27% 的增长。

图表 21: 公司历年收入利润增速及收入结构占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 22: 公司历年产品结构拆分 (单位: 亿元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成品类 | | | | | | |
| 收入 | 18.40 | 23.17 | 24.81 | 24.51 | 28.83 | 36.88 |
| 成本 | 13.61 | 15.84 | 17.25 | 16.96 | 19.40 | 23.24 |
| 毛利 | 4.79 | 7.33 | 7.56 | 7.55 | 9.44 | 13.64 |
| 毛利率 (%) | 26.05 | 31.62 | 30.48 | 30.81 | 32.74 | 36.99 |
| 卷纸 | | | | | | |
| 收入 | 10.62 | 12.70 | 12.76 | 11.79 | 13.32 | 16.48 |
| 成本 | 8.32 | 9.34 | 9.72 | 8.92 | 9.77 | 11.39 |
| 毛利 | 2.30 | 3.36 | 3.04 | 2.88 | 3.56 | 5.09 |
| 毛利率 (%) | 21.66 | 26.47 | 23.85 | 24.40 | 26.70 | 30.90 |
| 非卷纸类 | | | | | | |
| 收入 | 7.78 | 10.47 | 12.05 | 12.71 | 15.51 | 20.40 |
| 成本 | 5.29 | 6.51 | 7.53 | 8.04 | 9.63 | 11.85 |
| 毛利 | 2.49 | 3.96 | 4.52 | 4.67 | 5.88 | 8.55 |
| 毛利率 (%) | 32.04 | 37.86 | 37.50 | 36.76 | 37.92 | 41.91 |
| 半成品 | | | | | | |
| 收入 | | | | 0.55 | 0.49 | 0.78 |
| 成本 | | | | 0.53 | 0.48 | 0.76 |
| 毛利 | | | | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 毛利率 (%) | | | | 3.79 | 3.78 | 2.73 |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司以前卷纸-非卷纸比例是 60-40, 现在已经达到 45-55。高毛利的软抽, 纸中的产品逐渐占有公司收入的一定规模, 整体毛利率相较前几年有较大的提高。未来产品结构将会持续优化。从行业来看, 软抽消费潜力被挖掘, 销量开始慢慢超过卷纸, 反映了消费者偏好的转变。软抽毛利超过 60%, 高峰时能达到 68%。

目前，公司吨纸售价 1.2 万，而软抽吨纸售价可达 2 万/吨。产品研发和创新方面，如前部分所述，中顺洁柔一直处于领先地位。公司推出的三层复卷、可湿水、柔滑产品，目前市面上仍未碰到有竞争力额同类产品。迷你型、可湿水面巾纸已推出 2、3 年，目前占比 20%。

迷你型面巾纸，具有一定的用户粘性，体积小，容易携带，6 片装已能够满足日常需求。迷你型纸巾，因在一定程度上垄断了大陆的生产设备的供应，所以在短时间内行业很难出现同类型的产品。此外，公司推出的婴儿用湿巾、放行包装的手帕纸，都具有领先优势。

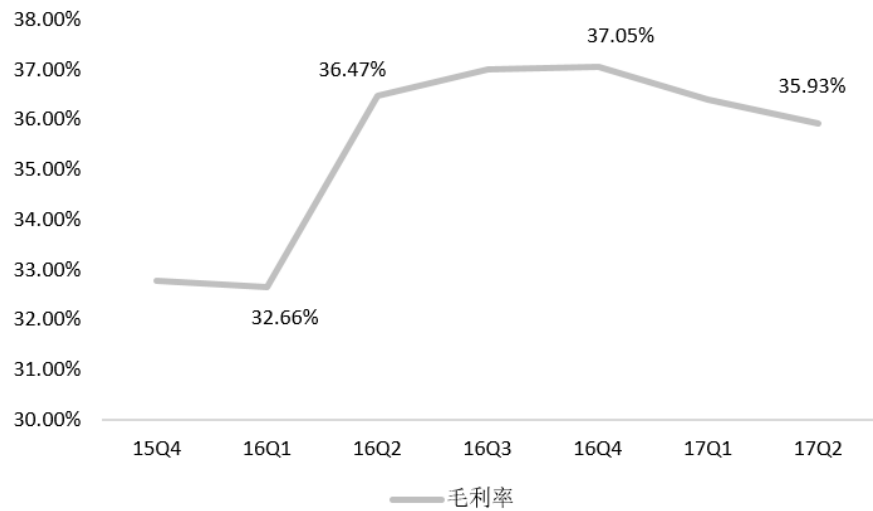
品牌建设方面，因为造纸企业属于重资产型行业，产品单价低，资金压力大，广告投放的长期效用差，故整体来看，生活用纸行业广告投入不多。行业特点也不支持企业大幅度投入广告，所以渠道推广是生活用纸企业的首选。以前公司渠道做的不是很好，新品推出后推广力度不够。但是随着新营销团队对终端渠道的建设逐步完善，高毛利产品依靠其高质量的品质可实现快速的增长。总体来说，公司产品质量、种类均处于行业领先水平，之前唯一短板为营销渠道，不过在团队更换后，以现有狼性的营销团队推动渠道建设利于高端品牌的持续推广。

4.2 毛利率受纸浆价格影响较大，净利率有待提高

公司销售毛利率近年稳中有升，2014 年公司整体毛利率为 30.04%，2015 年高毛利非卷纸产品占比提升，公司整体销售毛利率上升 2 个百分点，2016 年叠加纸浆价格下降，产品生产成本低，16 全年毛利率达到 35.92%，提升 3.89pct。2017 年，进口阔叶浆和针叶浆价格有大幅提升，1 月针叶浆外商报价 605 美元/吨，截止 10 月 3 日，针叶浆价格上升至 729 美元/吨，每吨浆价格增加 124 美元，同期阔叶浆价格从每吨 539 美元上涨至 688 美元/吨。公司积极推进高毛利产品占比，虽然成本有所对冲，但整体毛利率水平受到影响，16Q4、17Q1、17Q2 毛利率分别为 37.05%、36.40%、35.93%，逐季度下降，我们预计下半年公司毛利率仍然呈下降趋势。

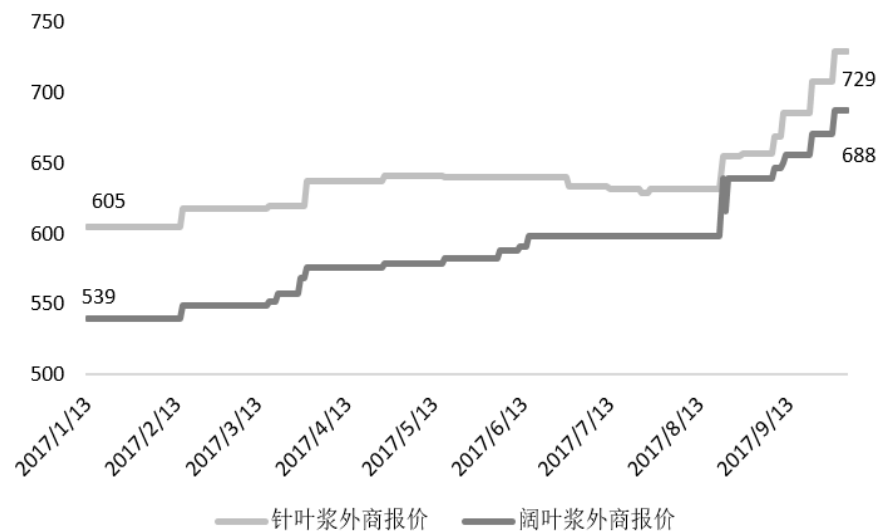
对于纸浆价格的后市判断，我们认为下半年纸浆价格仍居高位，主要由于主要纸浆出口国巴西正值浆厂改革，印尼雨季延长，短期内纸浆供应受到影响。而从供需角度来看，国际纸浆市场依旧是供大于求的局面，未来随着负面事件逐步消化，纸浆价格有望回落，公司毛利率水平有望再次回升。

图表 23: 公司逐季度毛利率走势



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 24: 17 年以来针叶浆、阔叶浆价格呈上涨趋势 (美元/吨)



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

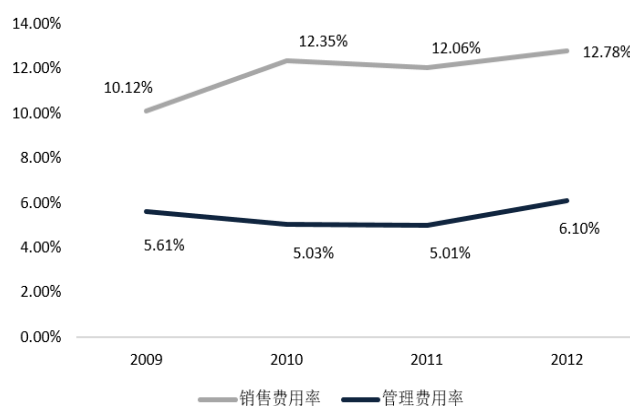
参考龙头维达国际, 净利率仍有提升空间。生活纸龙头维达国际 16 年销售净利率为 5.42%, 低于中顺的 6.84%, 但考虑到维达 14 年-16 年整合爱生雅中国以及亚太地区一次性卫生用品业务以及内部大力推广自身的一次性卫生用品品牌, 造成 14/15/16 年净利率下降。所以维达在发展一次性卫生用品前专注于传统生活用纸业务推广时的指标更具参考性。通过对比, 我们认为中顺除了产品毛利率优于维达外, 其销售费用率未来有较大的改善空间。

维达国际高速发展传统生活业务，且尚未大力推广一次性卫生用品业务是在 2009 年-2012 年，收入增速分别为 14.52%、29.76%、32.29%、26.41%，收入体量从 09 年 27.76 亿增长至 12 年的 60.24 亿港元。同期销售费用率分别为 10.12%、12.35%、12.06 和 12.78%，可以看出维达在快速推广生活用纸时的销售费用率稳定在 12-13% 之间。中顺 2016 年收入是 38.09 亿元，接近维达 2011 年体量。公司在 15 年更换销售团队大力推广生活用纸业务后，14-16 年销售费用率分别为 15.67%、17.47%、18.93%，呈逐年提升趋势，当前水平显著高于维达。

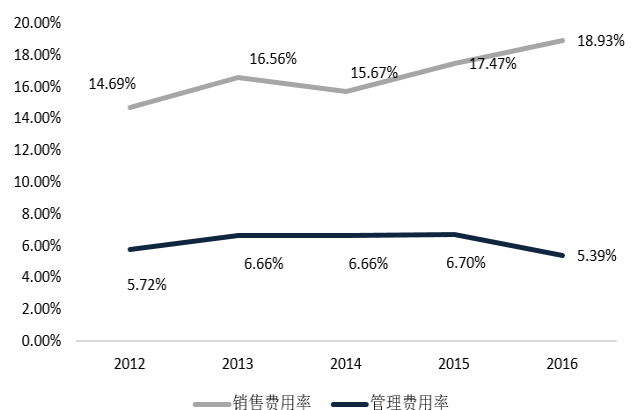
管理费用方面，公司 15 年业绩改善的同时，也逐步加强内部的管理效率，管理费用率在 16 年降到 5.39%，费用率要优于行业龙头恒安国际和维达国际。

我们认为公司正处于生活纸全国化推广的攻坚阶段，销售费用率的提升是正常现象，随着公司生活纸业务在空白市场覆盖的越来越广，规模优势体现，销售费用率在未来有很大的改善空间。

图表 25: 维达 09-12 年费用率一览



图表 26: 中顺近年费用率一览



资料来源: wind, 东吴证券研究所

4.3 生活纸龙头必经之路，进军空间更大的一次性卫生用品市场

参考维达国际的发展路径可以看出，传统生活纸业务是有一定的发展瓶颈的，因此想要规模继续做大，进军市场空间更大，且行业集中度更低的一次性生活用纸领域是生活纸企业的必经之路。维达 13 年开始试销卫生巾产品，当时其传统生活纸业务的规模是 67.72 亿港元。行业龙头恒安国际 16 年收入 215.83 亿港元，其生活用纸业务占比 47.03%，个人护理业务占比 45.23%。中顺 16 年收入为 38.09 亿元，公司要想在规模上保持长期稳定的增长，在大力推广传统生活纸的基础上，参考同业龙头的发展，公司有望在未来开始逐步布局个人护理用品市场。

从个人护理行业空间上看，我国行业空间尚未见顶，具备较大的发展潜力：城镇化发展推动生活用纸消费增长及产品质量的追求，二胎政策施行使得婴儿纸尿裤用品需求倍增，老年人口急速上升致使成人失禁卫生用品产生较大需求，不断收紧的环保条例使得具有规模及可持续发展性的卫生用品供货商优势凸显。这些因素也将成为支持维达长远发展的催化剂。

市场渗透+二胎政策共驱婴儿纸尿裤高增长。2015 年我国婴儿纸尿裤市场渗透率为 59%，2016 年预计渗透率可达 62%，而美国及日本等发达国家渗透率已经达到 95%以上。随着父母对婴儿纸尿裤的接受度越来越高，未来渗透率有望实现快速的增长。此外，随着二胎政策的全面放开，新生儿数量也将迎来增长。根据中国社科院测算，2018 年婴儿纸尿裤市场规模将达到 485 亿元，市场空间远未见顶。

图表 27：纸尿裤市场规模测算

| 时间 | 0-2 岁婴儿人口 (万人) | 渗透率 (%) | 纸尿裤日均使 用量(片) | 婴儿纸尿裤消 费量(亿片) | 婴儿纸尿裤均价 (元/片) | 市场规模 (亿元) |
|-------|-------------------|------------|-----------------|------------------|------------------|--------------|
| 2013 | 3864.44 | 47 | 2.8 | 185.62 | 1.16 | 215.32 |
| 2014 | 3891.45 | 53.6 | 3 | 228.39 | 1.17 | 267.22 |
| 2015 | 3917.67 | 58.98 | 3.2 | 269.88 | 1.23 | 331.95 |
| 2016E | 3944.54 | 62.3 | 3.3 | 295.99 | 1.3 | 384.79 |
| 2017E | 3971.12 | 67.5 | 3.3 | 322.86 | 1.35 | 435.87 |
| 2018E | 3997.77 | 70.8 | 3.4 | 351.25 | 1.38 | 484.73 |

数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

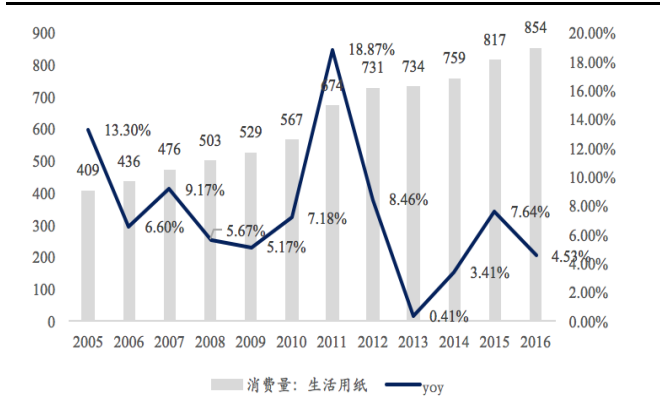
成人失禁用品刚刚起步，人口老龄化加速市场规模扩张。中国社会正逐步迈入老龄化，据国务院发展研究中心预测，2020 年中国 65 岁以上老年人口占比将达到 12%左右，未来人口老龄化率会再提升至 20%左右。2015 年，我国成人纸尿裤市场规模接近 50 亿元，但市场渗透率不足 3%。若按照世界平均渗透率 12%的水平计算，我国成人失禁用品的市场规模在 100 亿元左右，未来发展空间可观。

5. 生活用纸市场空间广阔，多因素催化产业集中

5.1 需求端：市场规模逐步扩大，人均用纸水平仍较低

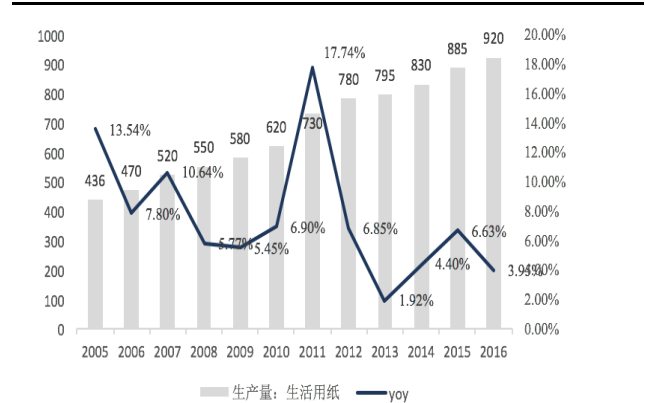
生活用纸作为快速消费品，相比其它行业受经济周期影响较小，且主要以内需市场为主。伴随我国居民收入和生活质量的提升，生活用纸行业也呈现快速增长态势。根据造纸协会数据，2006至2016年，我国生活用纸消费量、生产量复合增速均接近7%，在全球市场中居于前列。2016年生活用纸销量达854万吨，同比增长4.53%；生产量达920万吨，同比增长3.95%。国内市场规模也由2009年454亿元增至2016年988亿元，复合增速接近12%。此外，通过对比生活用纸市场规模增速及消费量增速，我们发现市场规模增速高于消费量增速，反应出当前消费单价上升，生活用纸市场逐步向中高端发展，消费结构升级。

图表 28: 生活用纸销量及 yoy (万吨)



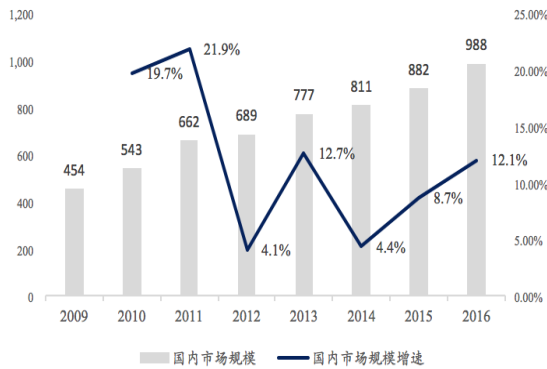
资料来源：中国造纸协会，东吴证券研究所

图表 29: 生活用纸产量及 yoy (万吨)



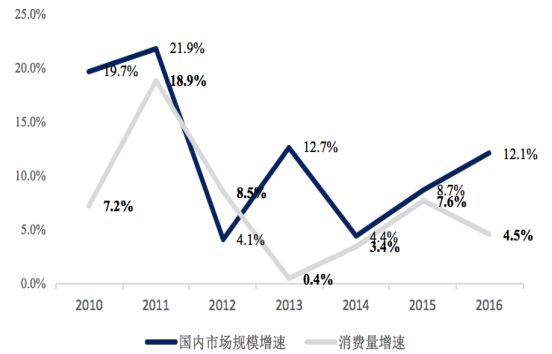
资料来源：中国造纸协会，东吴证券研究所

图表 30: 生活用纸国内市场规模 (亿元)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 31: 市场规模增速及消费量增速对比



资料来源: 中国造纸协会, 东吴证券研究所

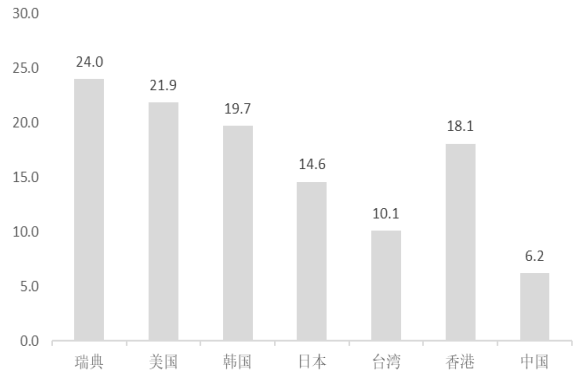
从人均用纸水平来看, 我国生活用纸人均消费量稳步增长, 但仍旧低于全球平均水平。按照 13.8 亿人口数计算, 2016 年人均消费量仅达 6.18kg, 远低于世界发达国家和地区。在人均消费量的较大增长空间以及消费结构升级带来的需求升级影响下, 我国生活用纸特别是中高端用纸市场未来发展空间较为广阔。

图表 32: 我国生活用纸人均消费量 (kg)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 33: 生活用纸人均消费量对比 (kg)



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

5.2 供给端: 产能过剩依然存在, 龙头企业市场份额提升

从供给端来看, 由于生活用纸行业产能过剩情况依然存在。为缓解产能过剩情况, 大量厂商选择将新增产能延期投放, 目前行业内大企业合理投放产能, 签订和投产的项目以已有的生活用纸企业扩产为主, 新进入生活用纸行业的企业较少。此外, 环保标准趋严也在一定程度上限制中小企业的发展, 大批落后产能被淘汰, 大企业、大品牌的优势开始凸显, 进一步推动生活用纸行业集中度的提高。

行业集中度仍有提升空间：以销售收入口径下的集中度来看，行业 CR4 的集中度呈上行趋势，2009 年 CR4 为 24.6%，之后呈现稳步上涨，到了 2016 年，CR4 达到 32.0%。其中恒安国际和维达国际近三年市场份额均保持在 10%左右，维达国际市场份额有所提升，16 年为 9.1%，行业前三甲龙头市场份额差距不大且较为稳定。中顺市场份额占比较小，但自 15 年更换销售团队以来，16 年份额提升至 3.9%，相较 14 年市场份额提高了 0.8%，我们认为行业 CR4 还有进一步的集中趋势，而且其主要的增量来源于中顺。

图表 34：销售收入口径下生活用纸行业集中度

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 恒安国际 | 8.6% | 9.6% | 9.8% | 10.8% | 10.3% | 10.6% | 10.3% | 9.2% |
| 金红叶纸业 | 7.0% | 7.9% | 8.0% | 8.7% | 9.1% | 10.0% | 10.8% | 9.9% |
| 维达国际 | 5.4% | 5.6% | 5.8% | 7.1% | 6.9% | 7.7% | 8.9% | 9.1% |
| 中顺洁柔 | 3.6% | 3.3% | 2.8% | 3.4% | 3.2% | 3.1% | 3.4% | 3.9% |
| CR4 | 24.6% | 26.4% | 26.5% | 30.0% | 29.5% | 31.4% | 33.3% | 32.0% |

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

龙头企业在行业内也拥有绝对的产能优势，其中金红叶纸业 119.4 万吨产能位居第一，恒安国际、维达国际紧随其后，2016 年产能分别达 114、104 万吨，中顺洁柔作为行业第四大品牌产能虽达 50 万吨，但与前三大品牌相比仍有较大差距。

图表 35：主要生活用纸生产商产能情况

| 生产商 | 品牌 | 16 年产能 | 未来投产计划 |
|-----|------------|--------|--|
| 金红叶 | 唯洁雅、清风、真真 | 119.4 | |
| 恒安 | 心相印、品诺、优选 | 114 | 2016 年底向意大利拓斯克公司订购 2 台卫生纸机，计划安装在其新疆昌吉工厂，并将于 2017 年内开机 |
| 维达 | 维达、得宝、Tork | 104 | 17 年 7 月份浙江厂房 6 万吨产能投产，广东阳江第十个厂房 6 万吨产能预计 2018 年底落成 |
| 中顺 | 洁柔、C&S、太阳 | 50 | 计划在湖北扩建 20 万吨高档生活用纸项目，在唐山扩建 7.5 万吨高档生活用纸项目，云浮二期的 12 万吨高档生活用纸项目也将逐步实施 |

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

核心假设

产品单售价稳定，未来呈微增长趋势：虽然公司近年中高端产品占比提升，单位售价却一直维持稳定，主要是市场推广加速导致促销较多，预计未来随着规模的提升，中高端占比提升的效应将有所体现。

扩容销售人员，加大对空白市场的推广：公司强势区域在西南、华南区域，未来除了在原有强势市场不断下沉外，加速推广华中、华东以及华北地区。

产品结构不断优化：公司持续推广中高端产品，我们预计未来中高端产品占比将继续得到提升。

销售费用率有改善空间：公司正处于高速发展期，未来随着市场推广趋于稳定，销售费用率将向龙头公司靠拢。

我们预计公司 2017、18 年收入规模为 47.46、58.74 亿元，同比增长 24.6%、23.8%；归母净利润 3.51、4.61 亿元，同比增长 34.6%、31.6%，EPS 分别为 0.46、0.61 元，当前市值对应 17、18 年 34、26 倍 PE。对比龙头恒安、维达 17、18 年 PE（万得一致预期），中顺 PE 略高，但参考 PEG 指标，中顺明显优于行业龙头，且考虑到公司具备长期发展逻辑，我们上调公司至“买入”评级。

图表 36：公司与恒安、维达未来两年估值指标（净利润单位：亿元）

| 公司 | 指标 | 2017E | 2018E | 2017PE | 2018PE | 17PEG | 18PEG |
|------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 维达国际 | 净利润 | 6.89 | 7.97 | 21 | 18 | 2.24 | 1.15 |
| | yoy | 5.35% | 15.67% | | | | |
| 恒安国际 | 净利润 | 40.26 | 43.05 | 19 | 18 | 158.33 | 2.6 |
| | yoy | 0.12% | 6.93% | | | | |
| 中顺洁柔 | 净利润 | 3.51 | 4.59 | 34 | 26 | 0.98 | 0.82 |
| | yoy | 34.6% | 31.6% | | | | |

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所（恒安、维达为万得一致预期）

图表 37: 公司按行业收入预测 (百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生活用纸 | | | | | |
| 营业收入 | 2933 | 3765 | 4680 | 5664 | 6785 |
| YOY | 17.04% | 28.39% | 24.29% | 21.03% | 19.79% |
| 销售量 | 24.9 | 32.33 | 40 | 48 | 57.5 |
| yoy | 15.81% | 29.84% | 23.72% | 20.00% | 19.79% |
| 单吨均价 (元/吨) | 11779 | 11647 | 11700 | 11800 | 11800 |
| 占总收入比重 | 99.12% | 98.85% | 98.61% | 98.40% | 98.26% |
| 其他 | | | | | |
| 营业收入 | 26 | 44 | 66 | 92 | 120 |
| YOY | 64.44% | 68.20% | 50.00% | 40.00% | 30.00% |
| 占总收入比重 | 0.88% | 1.15% | 1.39% | 1.60% | 1.74% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 38: 公司按产品收入预测 (百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 卷纸类 | | | | | | |
| 营业收入 | 1179.33 | 1332.37 | 1647.91 | 1993.25 | 2360.03 | 2761.93 |
| YOY | -7.58% | 12.98% | 23.68% | 20.96% | 18.40% | 17.03% |
| 占总收入比重 | 46.77% | 45.03% | 43.26% | 42.00% | 41.00% | 40.00% |
| 非卷纸类 | | | | | | |
| 营业收入 | 1271.46 | 1551.03 | 2039.68 | 2591.83 | 3188.85 | 3884.98 |
| YOY | 5.53% | 21.99% | 31.50% | 27.07% | 23.03% | 21.83% |
| 占总收入比重 | 50.42% | 52.42% | 53.54% | 54.61% | 55.40% | 56.26% |
| 半成品 | | | | | | |
| 营业收入 | 55.13 | 49.49 | 77.87 | 94.92 | 115.12 | 138.10 |
| YOY | | -10.23% | 57.35% | 21.89% | 21.29% | 19.96% |
| 占总收入比重 | 2.19% | 1.67% | 2.04% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 其他 | | | | | | |
| 营业收入 | 15.87 | 26.09 | 43.89 | 65.84 | 92.17 | 119.82 |
| YOY | -24.13% | 64.44% | 68.20% | 50.00% | 40.00% | 30.00% |
| 占总收入比重 | 0.63% | 0.88% | 1.15% | 1.39% | 1.60% | 1.74% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7. 风险提示

纸浆成本上涨风险：纸浆占公司生产成本 50%-60%，且生活纸成本传导能力较弱，因此纸浆成本持续上涨将对公司整体盈利造成影响。

市场推广不达预期：公司整处于空白市场大力推广阶段，由于空白市场面临其他强势竞争对手，渠道铺设面临一定风险。

中顺洁柔三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 2,074.04 | 2,053.04 | 2,029.40 | 2,129.65 | 营业收入 | 3,809.35 | 4,745.84 | 5,874.17 | 6,904.82 |
| 现金 | 959.28 | 820.31 | 656.98 | 721.92 | 营业成本 | 2,441.19 | 3,051.57 | 3,794.71 | 4,439.80 |
| 应收款项 | 540.32 | 573.75 | 660.04 | 717.71 | 营业税金及附加 | 34.51 | 34.58 | 42.80 | 50.31 |
| 存货 | 421.19 | 450.69 | 497.99 | 488.63 | 营业费用 | 721.19 | 882.49 | 1,062.06 | 1,239.08 |
| 其他 | 153.25 | 208.29 | 214.39 | 201.39 | 管理费用 | 205.15 | 246.45 | 291.23 | 336.54 |
| 非流动资产 | 2,438.42 | 2,533.94 | 2,597.22 | 2,727.98 | 财务费用 | 59.19 | 61.86 | 64.58 | 58.53 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 1.93 | 2.87 | 3.74 | 2.85 |
| 固定资产 | 2,176.86 | 2,232.48 | 2,228.32 | 2,314.14 | 其他 | - | - | - | - |
| 无形资产 | 137.91 | 164.30 | 170.34 | 176.39 | 营业利润 | 324.13 | 444.74 | 589.29 | 752.05 |
| 其他 | 123.65 | 137.16 | 198.55 | 237.45 | 营业外净收支 | 10.68 | 10.59 | 13.00 | 11.42 |
| 资产总计 | 4,512.46 | 4,586.97 | 4,626.62 | 4,857.63 | 利润总额 | 334.82 | 455.33 | 602.29 | 763.47 |
| 流动负债 | 963.20 | 1,102.29 | 1,603.17 | 1,740.52 | 所得税费用 | 74.40 | 104.73 | 140.99 | 174.66 |
| 短期借款 | 30.00 | 30.00 | 400.00 | 400.00 | 少数股东损益 | - | - | - | - |
| 应付账款 | 310.80 | 591.93 | 648.60 | 800.69 | 归属母公司净利润 | 260.42 | 350.60 | 461.30 | 588.81 |
| 其他 | 622.40 | 480.36 | 554.56 | 539.83 | EBIT | 441.81 | 565.33 | 726.17 | 889.40 |
| 非流动负债 | 852.88 | 851.32 | 423.95 | 423.95 | EBITDA | 607.01 | 597.23 | 764.28 | 935.21 |
| 长期借款 | - | - | 400.00 | 400.00 | | | | | |
| 其他 | 852.88 | 851.32 | 23.95 | 23.95 | 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债总计 | 1,816.08 | 1,953.61 | 2,027.11 | 2,164.46 | 每股收益(元) | 0.52 | 0.46 | 0.61 | 0.78 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | 每股净资产(元) | 5.34 | 3.47 | 3.43 | 3.55 |
| 归属母公司股东权益 | 2,696.39 | 2,633.36 | 2,599.51 | 2,693.17 | 发行在外股份(百万股) | 505.26 | 757.89 | 757.89 | 757.89 |
| 负债和股东权益总计 | 4,512.46 | 4,586.97 | 4,626.62 | 4,857.63 | ROIC(%) | 9.32% | 12.60% | 16.45% | 19.50% |
| | | | | | ROE(%) | 10.15% | 13.16% | 17.63% | 22.25% |
| | | | | | 毛利率(%) | 35.92% | 35.70% | 35.40% | 35.70% |
| | | | | | EBIT Margin(%) | 11.60% | 11.91% | 12.36% | 12.88% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 6.84% | 7.39% | 7.85% | 8.53% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 40.25% | 42.59% | 43.81% | 44.56% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 28.74% | 24.58% | 23.78% | 17.55% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 195.27% | 34.63% | 31.57% | 27.64% |
| | | | | | P/E | 43.22 | 32.10 | 24.40 | 19.11 |
| | | | | | P/B | 4.39 | 4.22 | 4.30 | 4.25 |
| | | | | | EV/EBITDA | 19.95 | 20.74 | 16.52 | 13.58 |
| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 928.87 | 704.72 | 638.17 | 984.76 | | | | | |
| 投资活动现金流 | (130.72) | (219.31) | (147.70) | (238.78) | | | | | |
| 筹资活动现金流 | (462.46) | (624.37) | (653.81) | (681.04) | | | | | |
| 现金净增加额 | 349.16 | (138.96) | (163.33) | 64.94 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 165.20 | 31.90 | 38.12 | 45.81 | | | | | |
| 资本开支 | 128.02 | 165.58 | 93.99 | 184.75 | | | | | |
| 营运资本变动 | 412.35 | 248.96 | 59.65 | 276.76 | | | | | |
| 企业自由现金流 | 1036.91 | 886.15 | 750.91 | 1188.53 | | | | | |

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>