

中顺洁柔 (002511.SZ) 生活用纸龙头，兼备必需品业绩韧性和长期成长性

2020年03月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

lvming@kysec.cn

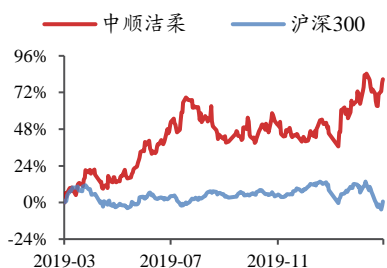
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

日期	2020/3/25
当前股价(元)	16.08
一年最高最低(元)	17.38/8.89
总市值(亿元)	210.47
流通市值(亿元)	203.43
总股本(亿股)	13.09
流通股本(亿股)	12.65
近3个月换手率(%)	102.33

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 国内中高端生活用纸龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内中高端生活用纸龙头生产商。我们认为公司的产品研发能力和产品品质领先行业，未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间，业绩兼具需求韧性和长期成长性，看好公司继续向生活用纸巨头迈进。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 6.07/7.40/8.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 35/28/24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 生活用纸行业兼具长期成长和需求韧性，集中度有望持续提升

2018 年我国生活用纸市场规模达到 1168 亿元，近 6 年行业增速均高于 4%。经济发展、人口增长、健康消费意识增强、原料及品类结构优化等因素驱动生活用纸行业量价齐升。并且生活用纸属于日用必需品兼具较强的需求韧性。根据产量口径估算，2018 年我国生活用纸行业 CR4 约为 45%。未来，在环保监管趋严、落后产能出清、中高端纸品需求提升等因素的驱动下，行业集中度有望持续提升。

● 产品优质，渠道扩张，营销升级，驱动公司快速发展

1) 产品: 公司中高端产品功能多样化，精准定位高端差异化人群。拓展中低端品牌“太阳”进一步覆盖中低端市场。研发能力领先行业，不断推陈出新，加速卫生巾等新品类拓展; 2) 渠道: 传统渠道稳步发展，GT 渠道仍有较大下沉空间，KA 和 EC 渠道占比快速提升，AFH 渠道发展潜力可期。新兴渠道积极布局，2018 年底公司开始拓展母婴、新零售等新兴渠道。3) 营销: 2015 年公司引入专业销售团队，并接连推出激励方案提高团队积极性。线上线下营销方法丰富多样。

● 产能全国化布局初步成型，浆价短期有望维持低位

公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成了覆盖华东、华南、华西、华北和华中五大区域的产能布局。由于供给端海外产能收缩有限，国内港口库存维持高位，需求端国内纸品增速长期下行，短期疫情也对其余纸类需求产生抑制，浆价短期回升动力有限。

● 风险提示: 新品拓展受阻; 浆价、汇率大幅波动; 市场竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,638	5,679	6,634	7,932	9,468
YOY(%)	21.8	22.4	16.8	19.6	19.4
净利润(百万元)	349	407	607	740	893
YOY(%)	34.0	16.6	49.1	22.0	20.7
毛利率(%)	34.9	34.1	37.1	36.4	36.1
净利率(%)	7.5	7.2	9.1	9.3	9.4
ROE(%)	11.5	12.3	15.6	16.3	16.7
EPS(摊薄/元)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.68
P/E(倍)	60.3	51.7	34.7	28.4	23.6
P/B(倍)	6.9	6.4	5.4	4.6	3.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中顺洁柔：中高端生活用纸龙头生产商	5
1.1、 发展历程：营销管理变革后发展驶入快车道	5
1.2、 产品结构持续优化，盈利能力不断提升	5
1.3、 股权集中结构稳定，股份回购彰显信心	7
2、 行业：长期成长兼具需求韧性，行业集中度有望提升	8
2.1、 行业长期稳健增长，必需消费兼具韧性	8
2.2、 竞争格局：四大品牌构成第一梯队，看好集中度继续提升	11
2.3、 财务数据对比：中顺洁柔增长较快，经营能力突出	12
3、 发展驱动力：产品优质，渠道扩张，营销升级	14
3.1、 产品：重点定位高端市场，研发优势推动品类拓展	14
3.1.1、 高端系列：功能多样化，占比持续提升	15
3.1.2、 中低端系列：重塑“太阳”品牌，完善产品矩阵	17
3.1.3、 品类拓展：加大研发投入，新品类厚积薄发	18
3.2、 渠道：传统渠道稳步发展，新兴渠道多元拓展	21
3.3、 营销：团队战略优化升级，营销方法丰富多样	24
3.3.1、 引入专业销售团队，激励提高团队积极性	24
3.3.2、 包装设计抓住需求痛点，线上线下营销方式多样	26
4、 产能全国化布局成型，浆价短期有望维持低位	28
4.1、 生产基地分布全国，产能投放提供增长动力	28
4.2、 浆价短期回升动力有限，公司高毛利有望持续	29
5、 盈利预测与投资建议	30
5.1、 关键假设	30
5.2、 盈利预测与估值	30
6、 风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1： 2015 年引入新的营销团队后，公司发展进入快车道	5
图 2： 2015-2019 年营业收入复合增长率达 22.37%	6
图 3： 2015-2019 年归母净利润复合增长率达 62.06%	6
图 4： 公司非卷纸收入占比不断提升	6
图 5： 非卷纸毛利率明显较高	6
图 6： 公司期间费用率呈现下降趋势	7
图 7： 公司盈利能力持续提升	7
图 8： 邓氏家族合计持有公司股份 50.01%	7
图 9： 国内生活用纸市场规模 2012-2018 年复合增长率达 9.18%	8
图 10： 2018 年国内生活用纸消费量达 889.60 万吨	8
图 11： 生活用纸单价 2015 年后提升加快	8
图 12： 人均用纸量与人均 GDP 高度相关	9
图 13： 我国人均用纸量与发达国家有较大差距	9
图 14： 我国人口增长率较为平稳	9
图 15： 新生儿人口中二胎占比明显提升	9

图 16:	非典期间卫生纸消费增速有所提升	10
图 17:	非典期间面巾纸消费增速明显提升	10
图 18:	木浆和竹浆纸占比持续提升	10
图 19:	生活用纸消费品类呈现多样化	11
图 20:	生活用纸高端品类增速较快	11
图 21:	限额以上零售额累计同比中,日用品类增长最具韧性	11
图 22:	中顺洁柔位于生活用纸行业第一梯队	12
图 23:	2018 年生活用纸行业 CR4 约为 45% (以产量计)	12
图 24:	2018 年生活用纸行业产能利用率有所回升	12
图 25:	生活用纸行业现代化产能投放增加	12
图 26:	中顺洁柔生活用纸营收规模仍有提升空间 (亿元)	13
图 27:	中顺洁柔生活用纸增速领先行业第一梯队	13
图 28:	中顺洁柔生活用纸毛利率更稳定	13
图 29:	恒安卫生巾、纸尿裤毛利率明显高于纸巾	13
图 30:	中顺洁柔 ROE 持续提升	14
图 31:	中顺洁柔权益乘数较低	14
图 32:	中顺洁柔总资产周转率明显提升	14
图 33:	中顺洁柔净利率呈上升趋势	14
图 34:	2018 年非卷纸类营业收入达 35 亿元	15
图 35:	非卷纸类产品增速较快	15
图 36:	洁柔 Face 超迷你装体积更小,轻松入袋	17
图 37:	创新易开口设计独特弧形开口轻松完成第一抽	17
图 38:	太阳品牌产品种类已较为齐全	18
图 39:	2017 年后研发费用显著增加	19
图 40:	2017 年后研发人员数量明显增加	19
图 41:	中顺洁柔持续进行产品创新	19
图 42:	2018 年公司推出“新棉初白”棉柔巾	20
图 43:	新棉初白聘请陈妍希作为形象代言人	20
图 44:	中国卫生巾出厂规模 2018 年增速回升	20
图 45:	卫生巾平均出厂单价呈上升趋势	20
图 46:	恒安国际卫生巾毛利率稳定在较高水平	21
图 47:	朵蕾蜜”卫生巾定位中高端年轻女性	21
图 48:	中顺洁柔渠道布局多元化	21
图 49:	中顺洁柔经销商数量持续提升	22
图 50:	中顺洁柔经销商定价模式明确	22
图 51:	公司 AFH 渠道占比与维达有较大差距	23
图 52:	中顺洁柔为酒店客户提供了全面的解决方案	23
图 53:	中顺洁柔覆盖多家主流电商平台	23
图 54:	中顺洁柔线上销售额持续高增长	23
图 55:	中顺洁柔引入分销制度	24
图 56:	中顺洁柔建立了会员等级制度	24
图 57:	公司销售人员数量逐年上升	25
图 58:	销售费用中工资福利费占比逐年上升	25
图 59:	中顺洁柔推出“故宫十二美人”系列	26
图 60:	中顺洁柔携手《一人之下》推出系列产品	26

图 61: 公司推出洁柔文艺范系列	27
图 62: 公司推出纸想撩你系列	27
图 63: 公司结合赛事冠名推出系列产品	27
图 64: 公司携手苏宁打造趣味互动快闪店	27
图 65: 洁柔邀请头部流量主播与著名主持人直播宣传	28
图 66: 洁柔旗舰店直播时间长、优惠大	28
图 67: 公司生产基地分布全国	28
图 68: 公司产能持续投放	29
图 69: 2018 年公司产能主要集中于华南、西南区域	29
图 70: 2019 年外盘木浆价格持续走低 (单位: 美元/吨)	29
图 71: 纸浆港口库存仍然较高 (单位: 千吨)	30
图 72: 我国纸浆、纸及纸板消费增速持续下行	30
表 1: 公司拟斥资 2 亿-4 亿元回购股份, 彰显未来发展信心	7
表 2: 中顺洁柔产品类型丰富, 主要定位中高端	15
表 3: 洁柔 lotion 系列与竞品相比分别在价格、品牌上具有一定优势	16
表 4: 洁柔 Face 系列与竞品相比价格适中	16
表 5: 市场上以木浆为原料的低白度纸仍较少	17
表 6: 竹浆纸一体化项目完全达产后预计收入达 30.3 亿元	18
表 7: 2019 年 12 月公司为部分经销商提供融资担保	22
表 8: 公司引入多名经验丰富、业务能力出众的高管	24
表 9: 2015 年股权激励计划超额完成目标	25
表 10: 2018 年激励计划公司层面以营业收入为考核目标	25
表 11: 2019 年底公司推出第二期员工持股计划	26
表 12: 生活用纸行业估值情况; 中顺洁柔经营能力优秀, 成长性更强, 有望享受估值溢价	31

1、中顺洁柔：中高端生活用纸龙头生产商

1.1、发展历程：营销管理变革后发展驶入快车道

中顺洁柔是国内生活用纸行业龙头生产商，主要从事卷纸、手帕纸、软抽纸、盒巾纸等中高端生活类用纸的研发、生产、加工以及销售服务。公司旗下包含“洁柔”、“太阳”两大生活用纸品牌，洁柔 Face、洁柔 Lotion、自然木、新棉初白等系列生活用纸产品，以及“朵蕾蜜”卫生巾品牌。

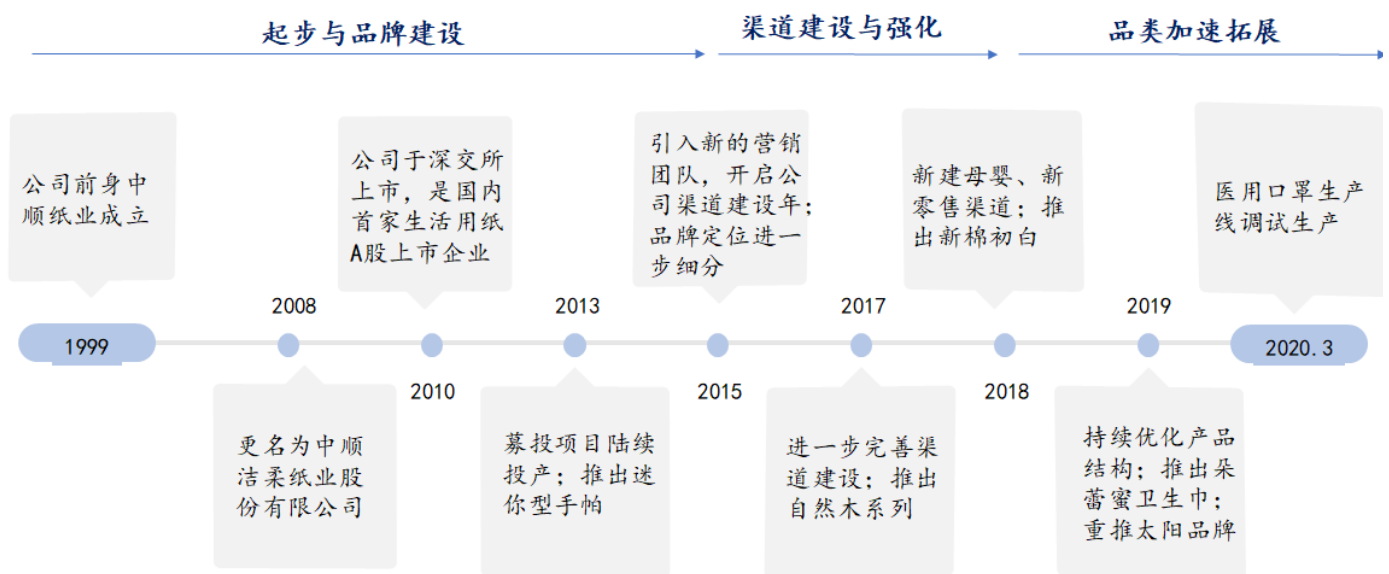
公司发展历程主要可分为三个阶段：

1) 起步与品牌布局阶段：中顺洁柔前身中顺纸业成立于1999年，2010年于深交所成功上市，是国内首家A股上市的生活用纸类企业。发展初期，公司以经销商（GT）作为主要销售渠道，初步完成销售网络布局。于此同时，公司接连推出洁柔 Face 系列与洁柔 Lotion 系列等优质产品，不断提升品牌美誉。

2) 转折与渠道建设阶段：2015年，公司引入新的营销团队，开启公司渠道建设年，公司发展由此进入快车道。同年，公司组建专业电商运营团队，积极拓展电商销售渠道。公司由单一的经销渠道向经销、商超、商消、电商多元化销售渠道转型。2018年新增母婴与新零售渠道，继续扩大销售网络布局。

3) 稳增与品类拓展阶段：2018年起，公司品类加速拓展。2018年，公司推出新棉初白棉柔巾，定位中高端年轻女性消费者。2019年，公司推出中高端女性护理产品“朵蕾蜜”卫生巾，进军女性个护市场。2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司开始生产医用口罩，2020年3月中旬首批口罩已完成交付。

图1：2015年引入新的营销团队后，公司发展进入快车道



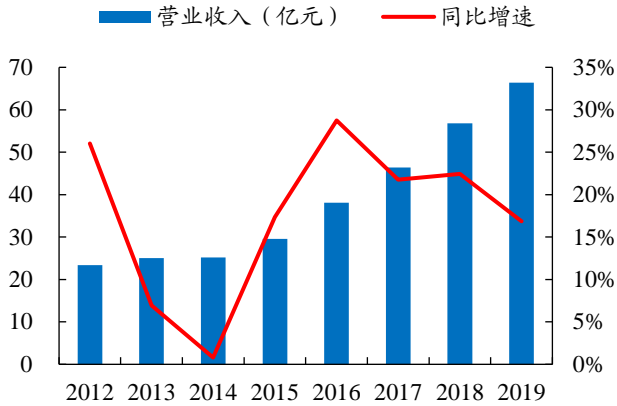
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、产品结构持续优化，盈利能力不断提升

2015年团队和经营策略调整后，公司业绩快速增长。公司上市至今业绩始终保持正增长。受益于2015年引入新的营销团队和一系列经营策略调整，公司业绩进入快速增长阶段。2019年，公司营业收入66.35亿元，同比增长16.84%，归母净利润

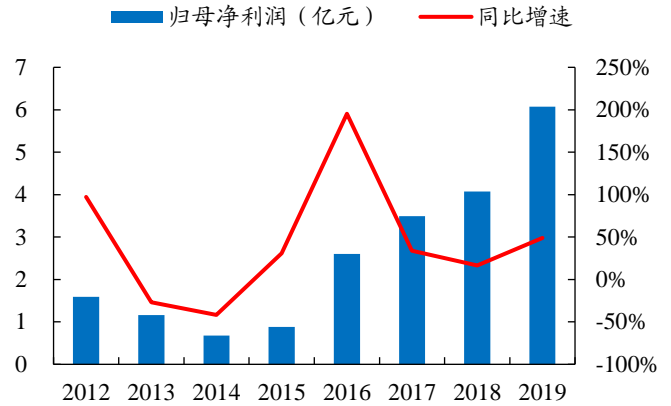
6.07 亿元，同比增长 49.12%。2015-2019 年营业收入复合增长率达 22.37%，2015-2019 年归母净利润复合增长率达 62.06%。在产品结构调整，浆价下行，增值税减税等因素驱动下，公司净利润增速显著高于收入增速。

图2：2015-2019 年营业收入复合增长率达 22.37%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

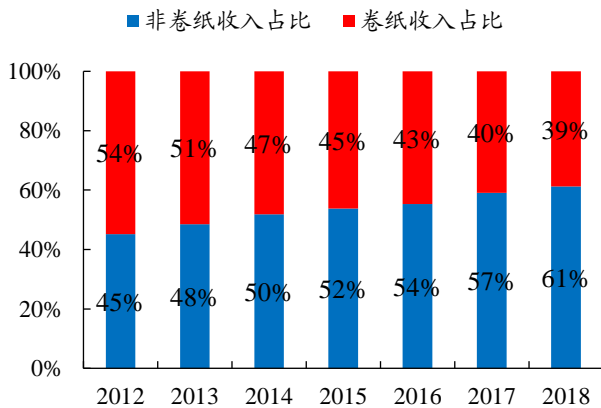
图3：2015-2019 年归母净利润复合增长率达 62.06%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

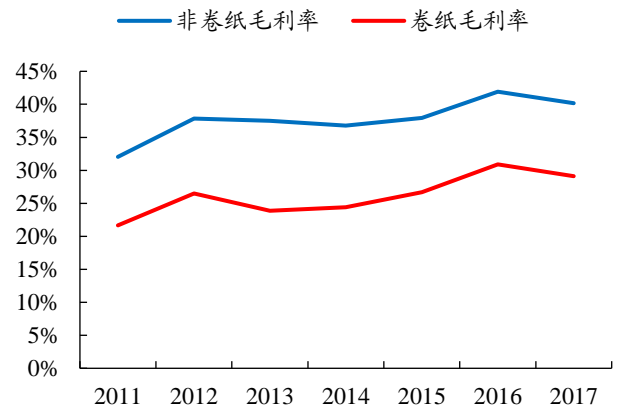
公司产品结构逐步优化，高毛利产品占比增高。中顺洁柔产品主要有卷纸和非卷纸类的手帕纸、盒巾纸、抽纸等。公司在 2015 年引入新团队后积极调整产品结构，加大了对洁柔 Face、洁柔 Lotion 等高毛利产品的销售推广力度。2015 年后非卷纸类产品的收入占比加速上升，由 2015 年占比 52% 上升至 2018 年占比 61%。非卷纸类产品毛利率约高于卷纸类产品毛利率 10pct，因此非卷纸类占比增高也带动公司盈利能力持续提升。

图4：公司非卷纸收入占比不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

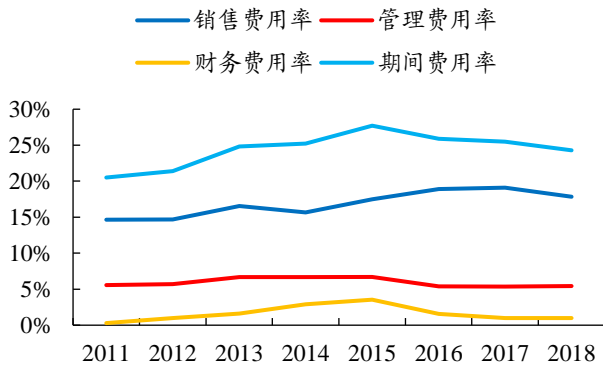
图5：非卷纸毛利率明显较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

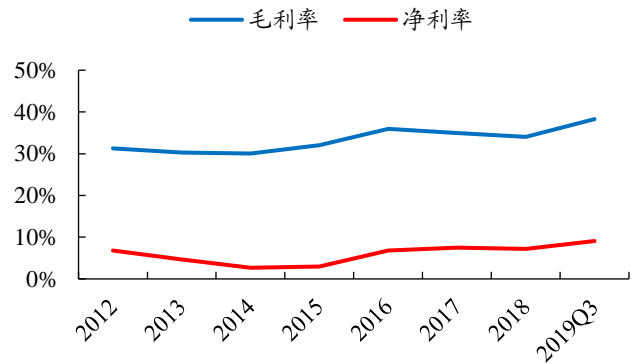
控费效果逐渐显现，盈利能力持续提升。2015 年后，公司扩大了销售人员规模，并加大了对销售人员的激励力度，销售费用率逐渐上升。但公司内部控费效果逐渐体现，在股权激励摊销费用的影响下，公司期间费用率在 2015-2018 年仍下降了 3.44pct。受益于产品结构优化、费用率下降，公司盈利能力不断提升。2019 年前三季度，叠加上游纸浆价格维持低位和增值税减税的有利因素，公司盈利能力再创新高，毛利率提升至 38.29%，净利率达到 9.08%。

图6: 公司期间费用率呈现下降趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 公司盈利能力持续提升

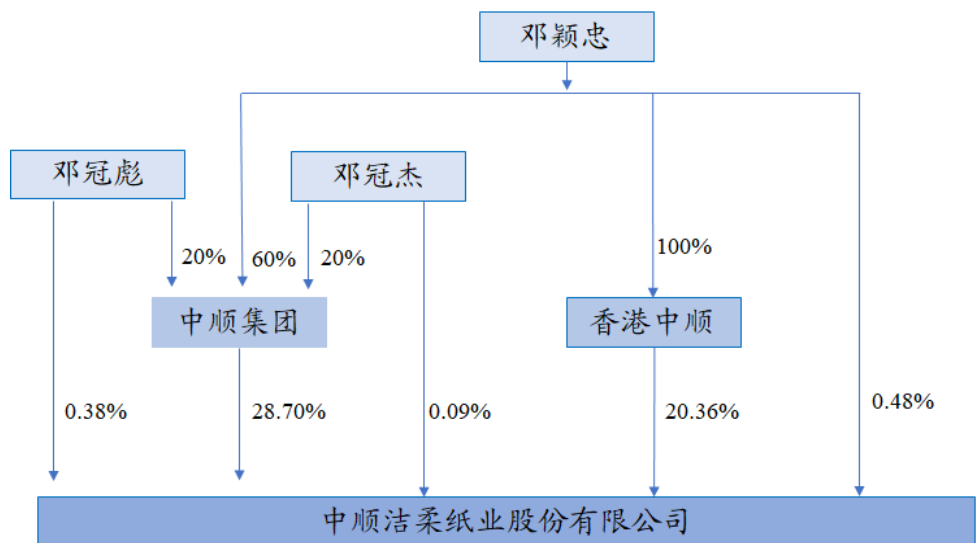


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、股权集中结构稳定，股份回购彰显信心

邓氏家族合计持有公司股份 50.01%，公司股权集中结构稳定。截至 2019 年 11 月 29 日，董事长邓颖忠通过持有中顺集团 60%股份、香港中顺 100%股份以及直接持有公司 0.48%股份，合计持有公司 38.06%股份；其两子邓冠彪与邓冠杰，合计分别持有公司 6.12%与 5.83%的股份；三人合计共持有公司 50.01%股份。公司控股权较为集中，结构稳定，保证了公司管理层管理和决策效率。

图8: 邓氏家族合计持有公司股份 50.01%



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

拟斥资 2 亿-4 亿元回购公司股份，彰显公司未来发展信心。2019 年 4 月公司通过股份回购计划，拟斥资 2 亿-4 亿元回购公司股份用于员工持股计划，回购价格不超过 18.81 元/股（含）。2020 年 3 月，公司开始逐步回购公司股份。公司回购价格上限较高，并如期开展回购，充分展现了公司对未来发展的信心。

表1: 公司拟斥资 2 亿-4 亿元回购股份，彰显未来发展信心

回购金额	回购用途	回购价格	回购股份占比
2 亿元-4 亿元	全部用于员工持股计划	不超过 18.81 元/股（含）	按价格上限计，回购股份占总股份 0.81%-1.63%

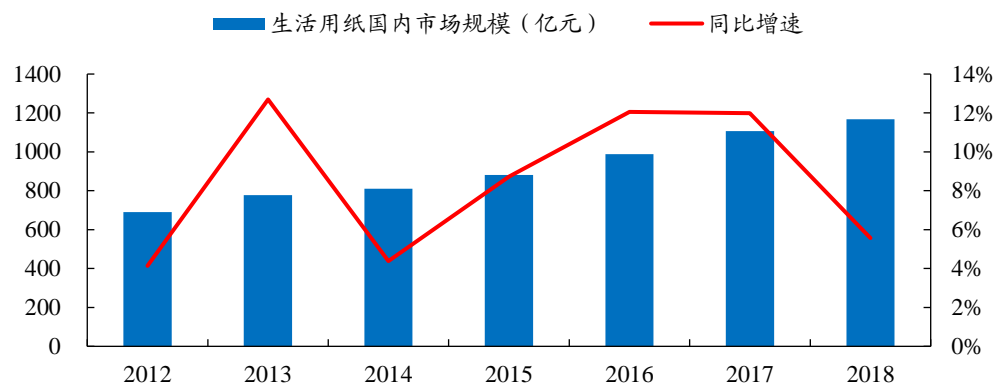
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、行业：长期成长兼具需求韧性，行业集中度有望提升

2.1、行业长期稳健增长，必需消费兼具韧性

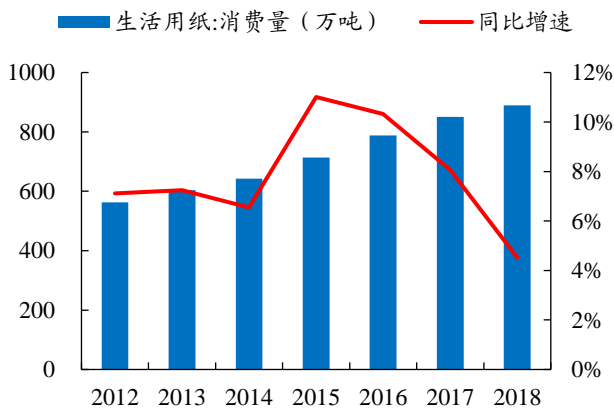
量价齐升驱动生活用纸行业长期稳步增长。2018年我国生活用纸市场规模达到1168亿元，同比增长5.57%，2012-2018年复合增长率达9.18%，并且每年增长率均高于4%。生活用纸消费量2012-2018年复合增长率达7.93%。2015年后，生活用纸消费量增速有所回落，但单价增速提升，共同驱动生活用纸市场规模继续稳步增长。2018年生活用纸单价约为13129元/吨，同比增长1.00%。

图9：国内生活用纸市场规模2012-2018年复合增长率达9.18%



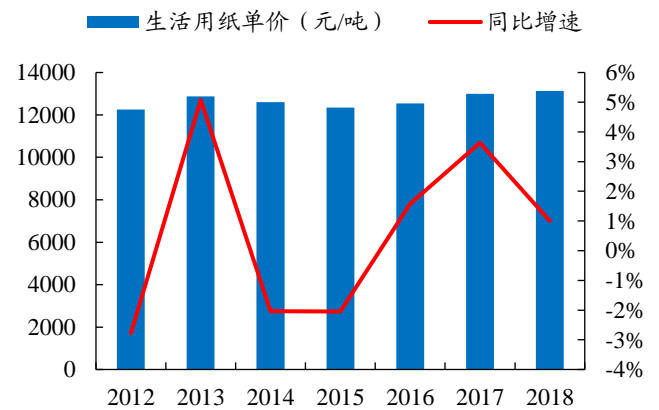
数据来源：中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

图10：2018年国内生活用纸消费量达889.60万吨



数据来源：中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

图11：生活用纸单价2015年后提升加快

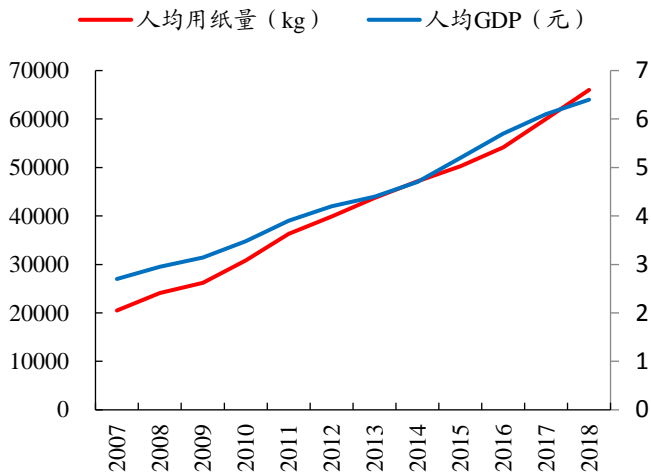


数据来源：中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

1) 经济发展、人口增长、消费意识增强驱动生活用纸消费量提升。

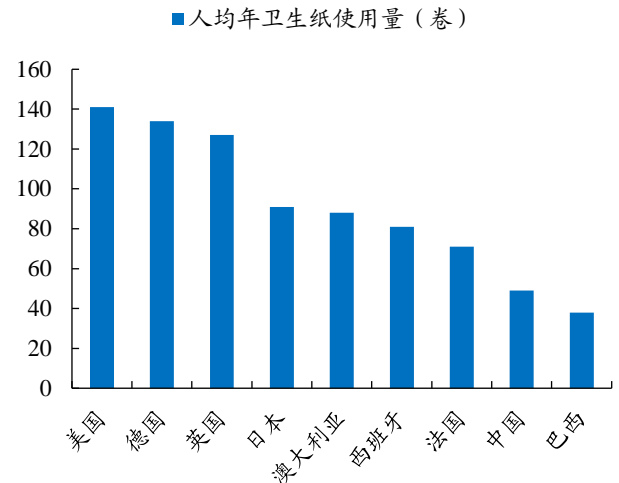
人均用纸量与人均GDP高度相关，我国人均用纸量仍有较大提升空间。我国年人均用纸量由2007年的2.70kg提升至2018年的6.40kg，人均用纸量与人均GDP相关系数达0.99。与发达国家相比，我国人均用纸量仍有较大提升空间。根据自然资源保护委员会(NRDC)和Stand.earth于2019年联合发布的报告数据，我国人均年卫生纸使用量为49卷，而美国的人均年卫生纸使用量已接近140卷。

图12: 人均用纸量与人均 GDP 高度相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

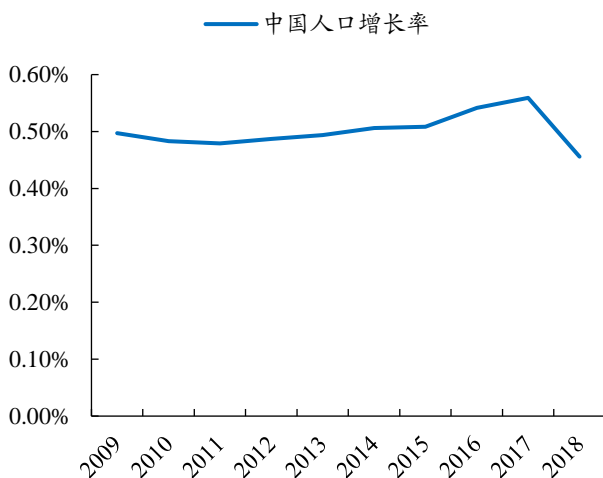
图13: 我国人均用纸量与发达国家有较大差距



数据来源: NRDC、Stand.earth、开源证券研究所

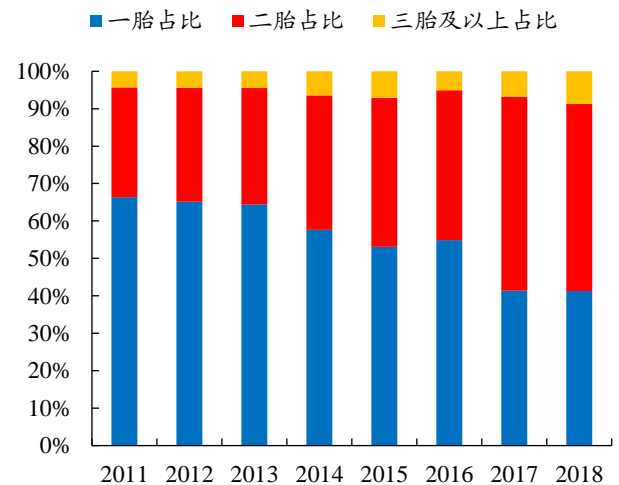
我国人口增长率平稳, 二胎政策提振消费需求。2009 年至今我国人口增长率平稳, 基本维持在 0.50% 左右。新生儿中, 二胎占比由 2011 年的约 30% 提升至 2018 年的接近 50%。二胎放开的政策效应逐渐显现。未来二胎占比的提升有望使我国人口继续保持平稳增长, 并且进一步提升母婴类高端生活用纸需求。

图14: 我国人口增长率较为平稳



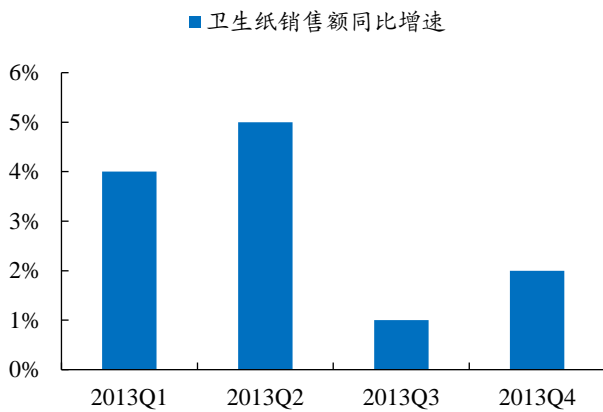
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图15: 新生儿中二胎占比明显提升

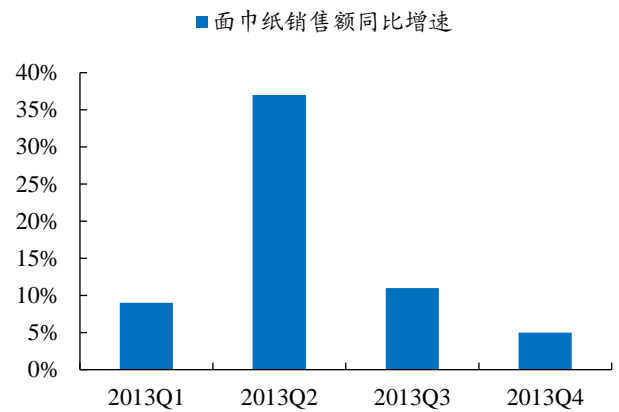


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

疫情短期催化, 健康观念持续提升, 有望进一步驱动生活用纸消费。受新冠疫情影响, 全球范围内生活用纸需求量都迅速提升。在新冠疫情的催化下, 消费者的健康观念有望持续提升, 对于生活用纸 (尤其是高端生活用纸) 的消费需求有望进一步增长。根据凯度数据, 2003 年二季度非典期间, 卫生纸消费量同比增长 5%, 品质相对较高的面巾纸增速受疫情催化更为明显, 同比增长 37%。

图16: 非典期间卫生纸消费增速有所提升


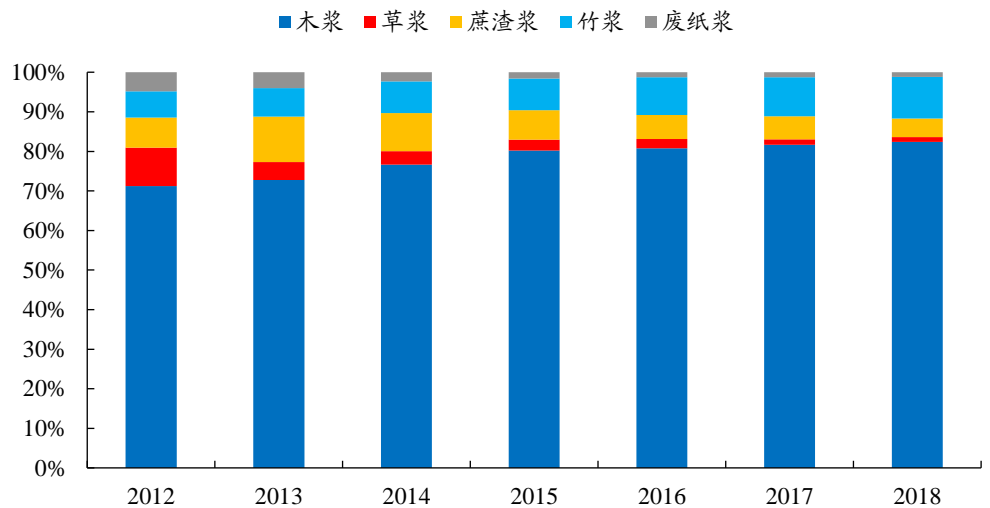
数据来源: 凯度消费者指数全国 15 城样本、开源证券研究所

图17: 非典期间面巾纸消费增速明显提升


数据来源: 凯度消费者指数全国 15 城样本、开源证券研究所

2) 原料和品类结构优化驱动生活用纸价格上升。

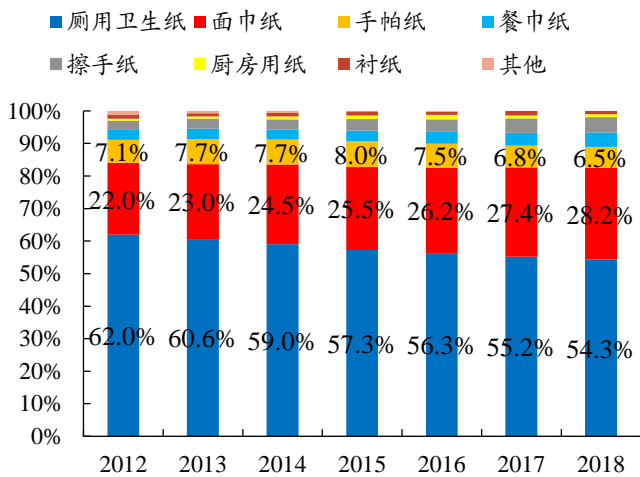
品质更高的木浆和竹浆纸占比持续提升。生活用纸常用的原材料包括木浆、竹浆、草浆、蔗渣浆等，其中木浆纸的品质最佳。由于消费者对生活用纸的品质要求提高，近年木浆占比持续增长。2018 年，木浆纸占比提升至 82.3%。目前，行业第一梯队的恒安、维达、金红叶、中顺洁柔的核心产品基本均已采用原生木浆。而近年兴起的本色纸，也带动了竹浆纸占比进一步升高。2018 年，竹浆纸占比提升至 10.5%。

图18: 木浆和竹浆纸占比持续提升


数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

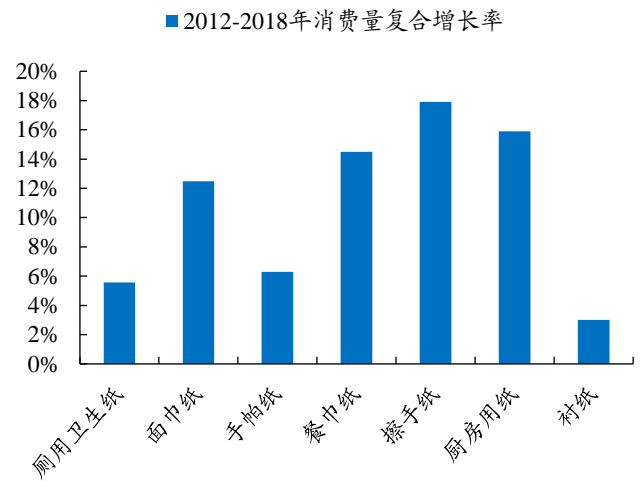
生活用纸消费品类呈现多样化，高端品类增速较快。2012-2018 年，厕用卫生纸的销售占比由 62.0% 下降至 54.3%。面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸等高端生活用纸品类占比提升，我国生活用纸消费品类呈现多样化。从消费量增速看，2012-2018 年高端品类中擦手纸消费量复合增长率最高达 17.91%，餐巾纸、厨房用纸和面巾纸的复合增长率也分别达到 14.50%、15.90% 和 12.47%。

图19: 生活用纸消费品类呈现多样化



数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

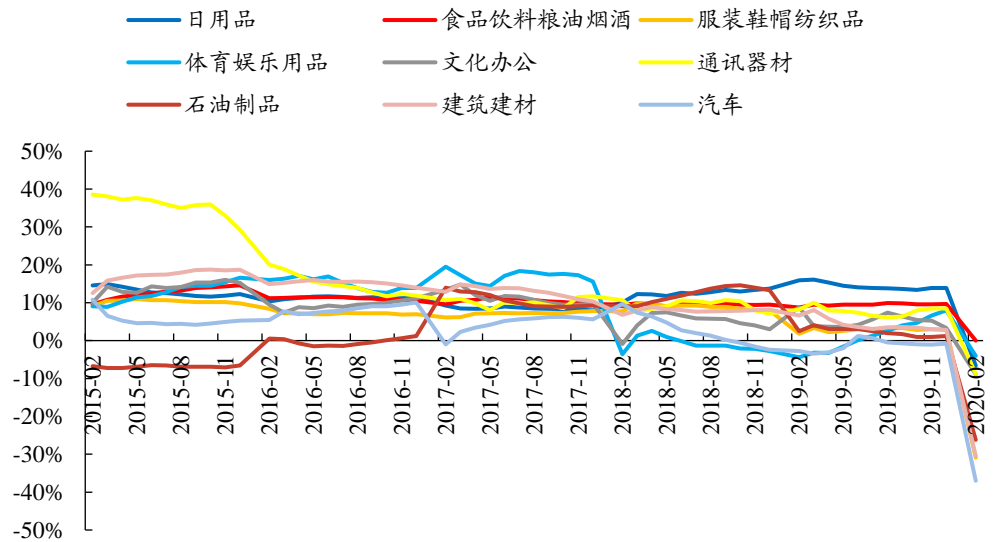
图20: 生活用纸高端品类增速较快



数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

生活用纸属于日常必需品，长期成长属性下兼具韧性。经济下滑周期中，日用品行业的需求端受到的影响相对较小。从限额以上零售额累计同比数据对比中，我们可以看到从2018年下半年至2019年底，日用品类增速始终稳定在10%左右，限额以上零售额增长韧性较强。作为日用品的代表品类，生活用纸行业在经济下滑周期的防御属性值得关注。

图21: 限额以上零售额累计同比中，日用品类增长最具韧性

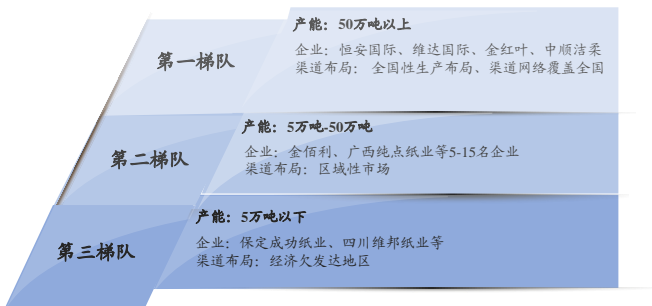


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.2、竞争格局：四大品牌构成第一梯队，看好集中度继续提升

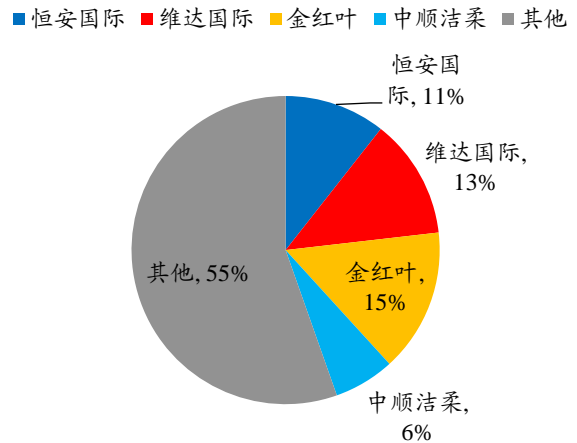
我国生活用纸行业竞争格局逐渐明晰，四大品牌构成第一梯队。我国生活用纸行业目前主要可分为三级梯队。恒安、维达国际、金红叶、中顺洁柔四大品牌构成第一梯队。我们根据中国造纸协会披露的产量数据进行估算，2018年生活用纸行业产量口径的CR4约为45%。第二梯队为金佰利、妮飘等区域性或进口大中型品牌。第三梯队为地方性中小企业，主要面向低端市场。

图22: 中顺洁柔位于生活用纸行业第一梯队



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

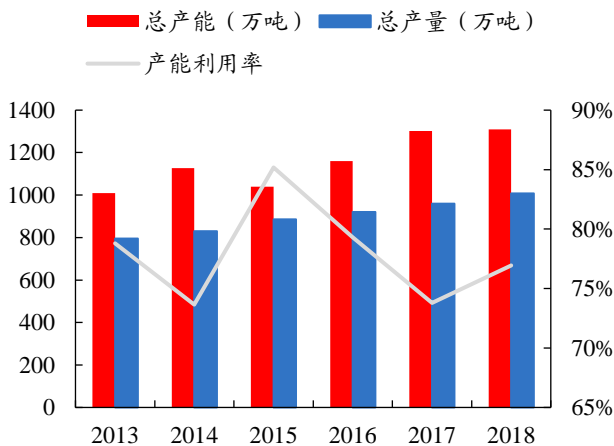
图23: 2018年生活用纸行业CR4约为45% (以产量计)



数据来源: 中国造纸协会、公司公告、开源证券研究所

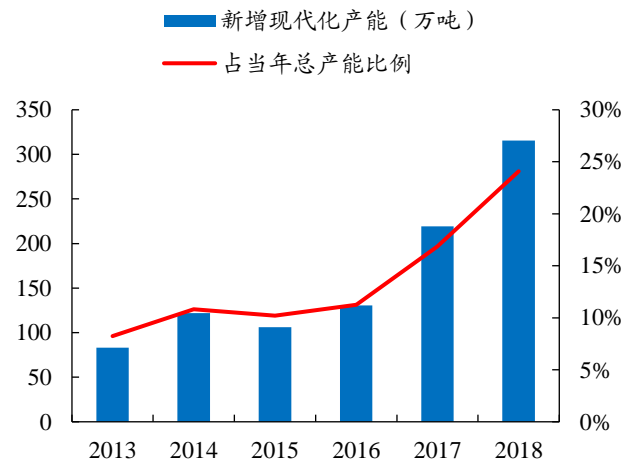
现代化产能投放增加, 落后产能逐步出清, 行业产能利用率有所回升。2015-2017年我国生活用纸行业产能投放增加导致产能利用率持续走低。2017年之后, 受环保政策趋严, 纸浆价格上行, 中高端需求占比提升等因素影响, 地方性中小企业成本压力增大, 落后产能退出市场速度加快, 头部企业现代化产能投放增加, 行业产能利用率有所回升, 行业集中度有望进一步提升。

图24: 2018年生活用纸行业产能利用率有所回升



数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

图25: 生活用纸行业现代化产能投放增加



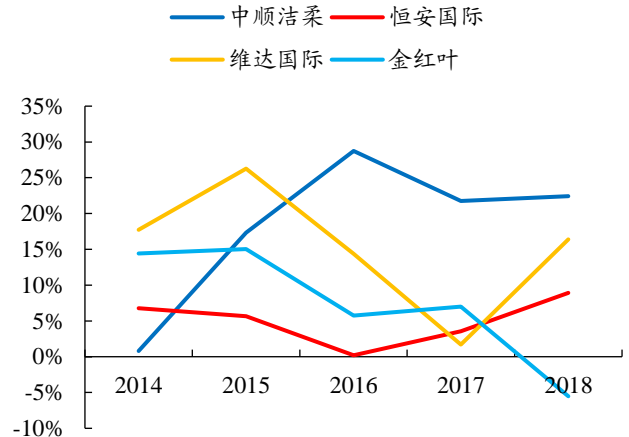
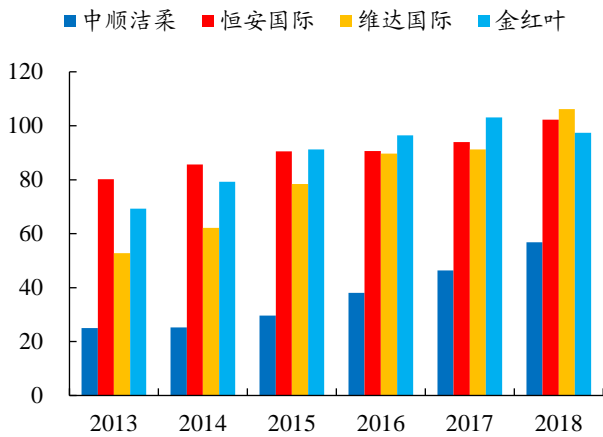
数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

2.3、财务数据对比: 中顺洁柔增长较快, 经营能力突出

中顺洁柔营收规模仍有较大提升空间, 增长速度领先第一梯队。从生活用纸营业收入规模来看, 维达国际收入居首位, 略高于恒安国际与金红叶集团。中顺洁柔收入规模不断扩大, 但相较其他三家头部公司仍有较大提升空间。从生活用纸业务收入增速来看, 中顺洁柔通过销售团队、经营策略调整, 2015年后发展进入快车道, 增速明显高于其他三家竞争公司。未来伴随消费升级, 定位中高端的中顺洁柔有望继续保持较快增长。

图26: 中顺洁柔生活用纸营收规模仍有提升空间(亿元)

图27: 中顺洁柔生活用纸增速领先行业第一梯队



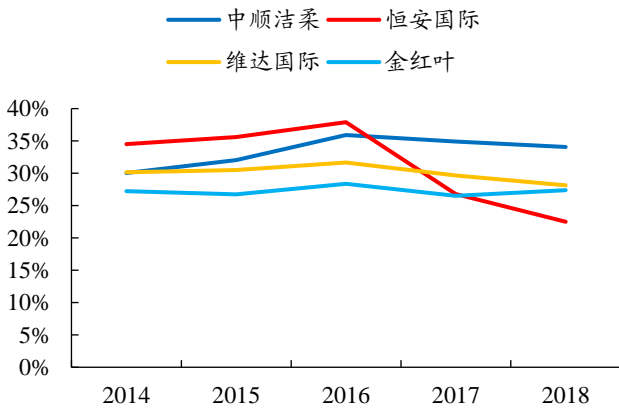
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

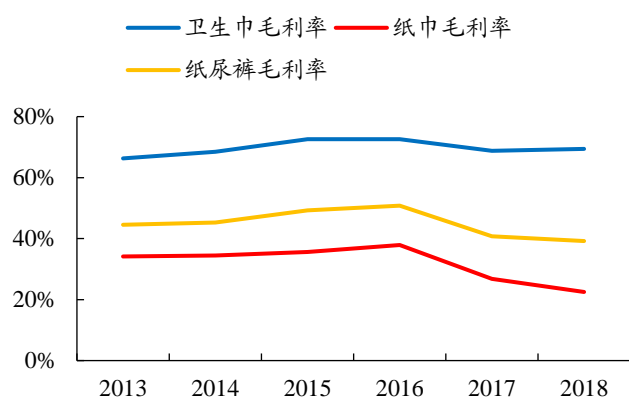
中顺洁柔盈利能力更为稳定, 品类拓展后毛利率有望继续提升。2017-2018年, 受纸浆价格上升和汇率波动影响, 生活用纸企业成本端压力加大。恒安、维达和金红叶的毛利率均出现了不同程度下滑。而中顺洁柔依靠品类结构优化和更优秀的成本管控能力, 毛利率保持相对稳定。根据恒安国际的财务数据, 卫生巾、纸尿裤等个护产品毛利率高于纸巾。伴随卫生巾、棉柔巾等高毛利新品类推出, 中顺洁柔毛利率有望进一步提高。

图28: 中顺洁柔生活用纸毛利率更稳定

图29: 恒安卫生巾、纸尿裤毛利率明显高于纸巾

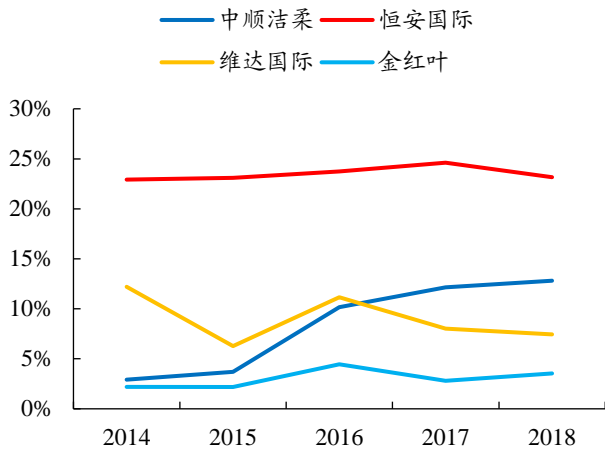


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (恒安国际 2017-2018 年毛利率为追溯调整后数据)

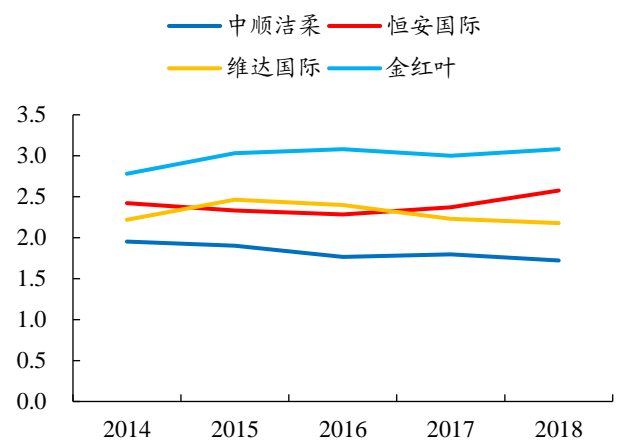


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (2017-2018 年毛利率为追溯调整后数据)

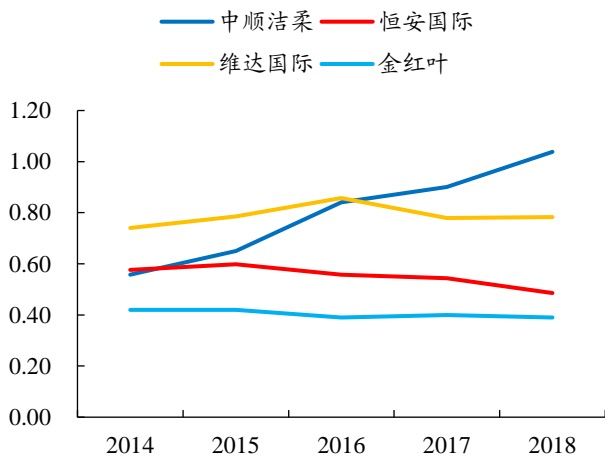
中顺洁柔 ROE 和总资产周转率持续改善, 经营能力领先行业。2018 年, 中顺洁柔 ROE 达到 12.81%, 细分来看, 恒安国际 ROE 贡献主要来源于产品结构差异带来的高净利率, 而中顺洁柔 ROE 贡献主要来源于其资产周转率与净利率。中顺洁柔资产周转率逐年提升, 在四家企业中居于首位, 体现了行业领先的经营能力。此外, 中顺洁柔权益乘数较低, 负债压力较小, 仍有较大的债务融资扩张空间。

图30: 中顺洁柔 ROE 持续提升


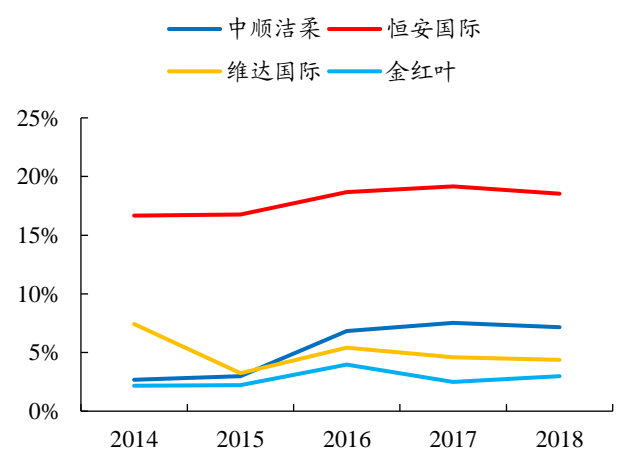
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 中顺洁柔权益乘数较低


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 中顺洁柔总资产周转率明显提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 中顺洁柔净利率呈上升趋势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、发展驱动力: 产品优质, 渠道扩张, 营销升级

3.1、产品: 重点定位高端市场, 研发优势推动品类拓展

公司产品主要定位中高端市场, 差异化产品满足多样消费需求。中顺洁柔以 Face、Lotion 和自然木三大中高端系列产品为主。三个系列产品功能特点各有不同, 精准满足高端人群多样生活用纸消费需求。2019 年, 在中高端产品的基础上, 公司重启“太阳”品牌进军中低端生活用纸市场。除纸巾产品外, 公司凭借研发优势积极进行品类拓展, 目前已完成面向高端市场的棉柔巾和卫生巾产品布局。

表2: 中顺洁柔产品类型丰富, 主要定位中高端

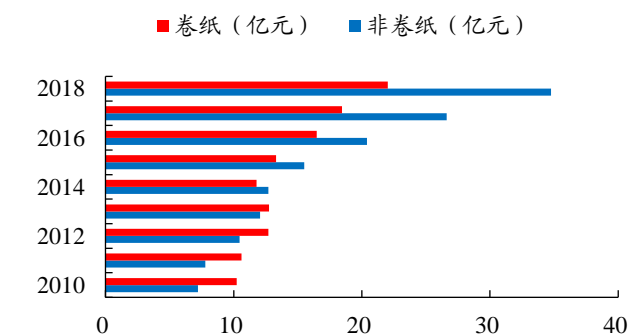
产品类型	产品名称	产品定位	产品介绍	产品图片
纸巾	洁柔 Face 系列		100%原生木浆, 手帕纸采用独创的可湿水造纸工艺, 湿水更好用, 可做洗脸巾。	
	洁柔 Lotion 系列	中高端	100%原生木浆, 独有的 Lotion 可锁水面纸, 特别适合呵护娇嫩肌肤, 母婴、鼻敏感、化妆适用。	
	洁柔自然木系列		100%原生木浆, 低白度本色纸, 通过欧美食品级检测	
	太阳品牌	中低端	主要原材料是竹浆, 无迁移性荧光增白剂, 洁柔双品牌战略的延伸	
棉柔巾	新棉初白	高端	100%新棉花制造的“棉花柔巾”, 无漂白本色“星”品, 轻松应对卸妆洁面两大应用需求。	
卫生巾	朵蕾蜜	中高端	面层源自 100%进口棉花, 蕴含 5D 极薄超能吸专利芯体, 面向追求更高生活品质的女性用户	

资料来源: 公司公告、公司官网、开源证券研究所

3.1.1、高端系列: 功能多样化, 占比持续提升

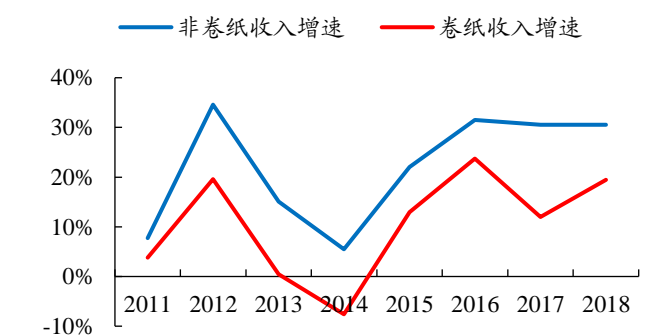
公司高端产品收入快速增长, 成为公司增长核心驱动力。从产品类型看, 2018 年非卷纸类营业收入达 35 亿元, 卷纸类产品收入仅为 22 亿元, 且非卷纸类产品增速明显较快。从产品系列看, Face、Lotion 和自然木等高端系列产品收入占比超过 65%, 已成为公司业绩增长的主要驱动力。

图34: 2018 年非卷纸类营业收入达 35 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图35: 非卷纸类产品增速较快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司高端产品功能多样化，覆盖不同高端细分市场：

1) Lotion 系列主打保湿、敏感和母婴市场。Lotion 系列是中顺洁柔针对皮肤易敏感人群（婴儿、女士、鼻敏感、感冒）针对性推出的锁水保湿纸巾。2018 年，公司对 lotion 系列进行升级，新增 30%乳霜成分，使其柔软度是普通纸巾的 3 倍以上，更契合敏感人群的使用需求。

和市场上的主流竞品相比，lotion 系列分别在价格、品牌上有一定优势。市场上主流的针对敏感人群的乳霜纸品牌主要有妮飘、清风鼻子亲亲、可心柔 V9 等。其中，妮飘作为日本高端品牌，产品品质认可度较高，但其进口和国产系列价格均明显偏高，洁柔 lotion 系列与之相比具有一定价格优势。清风鼻子轻轻系列价格较低，但其于 2019 年 7 月才上市，与 2010 年推出的洁柔 lotion 相比，在客群积累上有明显差距。可心柔 V9 在单价上与洁柔 lotion 相近，但在品牌力上与洁柔有一定差距。

表3: 洁柔 lotion 系列与竞品相比分别在价格、品牌上具有一定优势

产品名称	产品介绍	每抽层数	每抽单价 (元/m ²)
洁柔 lotion	含有保湿因子，立体压花工艺，主打保湿、母婴、女性、鼻敏感用户	3 层	2.57
妮飘鼻贵族	日本进口，主打敏感、保湿、母婴，特点与 lotion 相似	2 层	2.92
妮飘润颜	国内生产，特点与进口的鼻贵族系列类似	3 层	3.55
清风鼻子亲亲	含有保湿因子、维他命 E，主打鼻敏感、保湿	3 层	1.95
可心柔 V9 保湿	主打母婴、女性保湿用纸，可用于鼻敏感消费者	3 层	2.74

资料来源：天猫超市、妮飘旗舰店、可心柔旗舰店、开源证券研究所（均选取抽纸类型计算单价）

2) Face 系列特点为湿水强韧、可作洗脸巾。Face 系列采用独特的可湿水造纸工艺，湿水强韧，可作为洗脸巾使用。Face 系列涵盖面巾、软抽、盒巾、有芯卷纸、无芯卷纸多种类型。其中，特色 Q 版手帕纸便携易携带，深受消费者青睐。

和市场上的主流竞品相比，Face 系列具有一定竞争特色。四大生活用纸厂商均有主打湿水强韧功能的系列产品。其中，维达的维达超韧、金红叶的清风金装系列和洁柔 Face 系列每抽单价接近，恒安的品诺 4 层抽纸单价相对较高。该类型产品同质化程度较高，更多依靠渠道和营销的竞争。洁柔 Face 系列凭借超迷你 6 片装、Q 版包装、创新易开口专利等特点有望在产品力上形成一定的竞争特色。

表4: 洁柔 Face 系列与竞品相比价格适中

产品名称	产品介绍	每抽层数	每抽单价 (元/m ²)
洁柔 Face 系列	原生木浆，主打可湿水，可作洗脸巾	3 层	0.83
维达超韧	原生木浆，主打可湿水，可作洗脸巾	3 层	0.70
品诺	原生木浆，加厚湿水不易破，可作洗脸巾	4 层	1.61
清风金装	原生木浆，吸水强韧，宣传界面未注明洗脸巾用	3 层	0.73

资料来源：天猫超市、开源证券研究所（均选取抽纸类型计算单价）

图36: 洁柔 Face 超迷你装体积更小, 轻松入袋



资料来源: 京东

图37: 创新易开口设计独特弧形开口轻松完成第一抽



资料来源: 京东

3) 自然木系列主打低白度纸, 迎合健康消费观念。伴随健康观念升级, 消费者对于低白度纸的偏好程度显著提升。根据尼尔森的数据, 2018 年本色纸线下销售增速达到 76%, 明显高于 6% 的生活用纸行业增速。2017 年, 中顺洁柔及时把握市场机遇, 推出低白度纸洁柔自然木系列。

木浆低白度纸相对竹浆本色纸品质更佳。目前市场上的黄色生活用纸, 主要可以分为以木浆为原料的低白度纸和竹浆为主要原料的本色纸。相较普通纸品, 两类黄色纸品均具有一定溢价。由于减免了漂白工序, 毛利率也更高。横向对比, 木浆纸相较竹浆纸纸质吸水性、韧性更强, 且质地更为柔软, 杂质更少。目前, 市场上木浆低白度纸的参与者仍相对较少。木浆低白度纸市场主要是洁柔和清风两款产品, 而洁柔自然木系列上市较早, 具有一定先发优势。

表5: 市场上以木浆为原料的低白度纸仍较少

产品名称	纸浆类型	每抽层数	每抽单价 (元/m ²)
洁柔自然木系列	木浆	3 层	0.99
清风原色纸	木浆	3 层	0.80
恒安竹π	竹浆	3 层	0.81
环龙斑布	竹浆	3 层	0.85

资料来源: 天猫超市、开源证券研究所

3.1.2、中低端系列: 重塑“太阳”品牌, 完善产品矩阵

公司重塑“太阳”品牌, 发力中低端市场。2019 年 7 月, 公司启用“太阳”作为竹浆纸一体化项目生活用纸品牌, 并于 10 月设立太阳生活用品子公司。太阳品牌主要定位中低端市场, 和洁柔形成双品牌策略, 丰富公司产品线, 形成对高、中、低端产品线全面覆盖。

图38: 太阳品牌产品种类已较为齐全



资料来源: 淘宝、开源证券研究所

投资建设竹浆纸一体化项目，构筑成本优势。2019年7月，公司计划总投资约41亿元在四川达州投资建设竹浆纸一体化项目。该项目计划实现制浆产量约30万吨/年、造纸产量约30万吨/年。中低端市场价格敏感度高，在完成上游产能布局后，太阳能够有效的和中小品牌拉开成本差距。并在竹木浆价差大幅波动时，在一定程度上调整产品结构，降低原材料价格波动影响。

表6: 竹浆纸一体化项目完全达产后预计收入达30.3亿元

产能类型	总投资(亿元)	资金来源	建设周期	合计产能(吨)	达产收入	达产税后利润
竹浆	17.8	自有资金、银行	3年建设完成，一次性投入	31.8	30.3亿元	2.165亿元
生活用纸	21.1	借款及其他	分三期建设，每期10万吨产量	30		

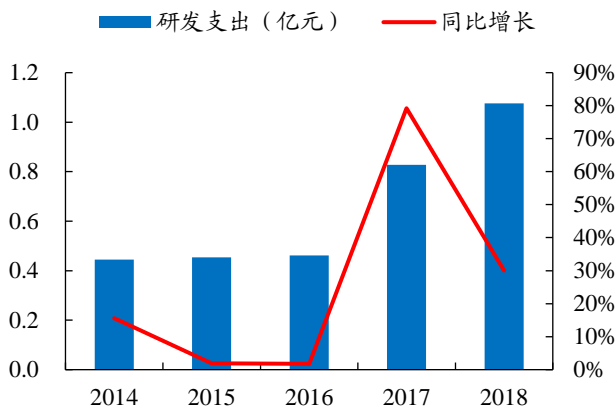
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司品质和品牌优势显著，未来“太阳”有望成为有力增长点。我们认为公司2019年重新加大对中低端市场的投入与2015年前依靠中低端市场去库存有本质不同。此次重塑“太阳”品牌更多的是公司在竹浆纸产能布局、营销管理结构理顺、高端品类增长有力的背景下，对占比约60%的中低端市场的主动出击。除产能优势外，公司近年在高端市场积累的口碑和优秀的产品质量都能对低端市场的中小品牌进行有效的降维打击。

3.1.3、品类拓展: 加大研发投入，新品类厚积薄发

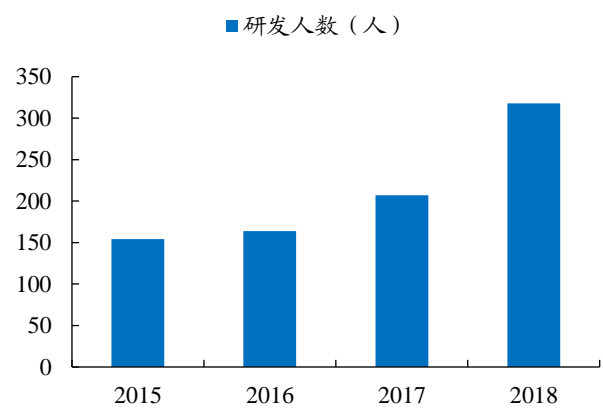
公司研发团队扩容，研发投入显著增加。公司于2017年起明显加大研发投入。2018年，公司研发费用达到1.08亿元，同比增长30.0%，研发费用率达到1.89%。并且公司2018年研发人员数量达到318人，相较2017年增加111人。从研发投入的变动可以反映出，公司于2017年后明显加大了对原有品类升级以及棉柔巾、卫生巾等新品类的研发重视程度。

图39: 2017年后研发费用显著增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

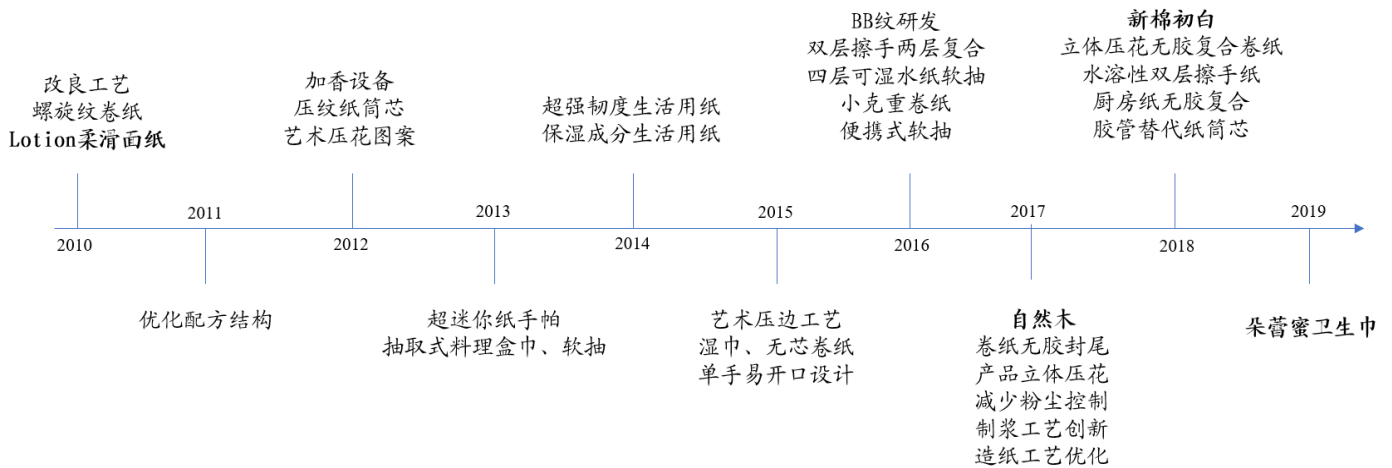
图40: 2017年后研发人员数量明显增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司产品推陈出新，新品类拓展频率加快。公司研发持续投入带动产品每年推陈出新。公司产品研发主要体现在三个方面：**包装创新**、**品质升级**和**品类拓展**。包装创新方面，公司开发了超迷你6片装手帕包装，并拥有创新易开口专利。品质升级方面，公司对Face、Lotion等品类持续升级，保持竞争活力。**品类拓展方面**，公司于2017年后明显加快了新品类拓展频率，连续推出自然木低白度纸、新棉初白棉柔巾和朵蕾蜜卫生巾等新品。

图41: 中顺洁柔持续进行产品创新



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司新品类新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾有望厚积薄发:

1) 棉柔巾尚处于蓝海市场，增长空间广阔。根据CNBDate的数据，棉柔巾市场规模快速提升，2018年国内市场同比增速达到60%。女性消费者在2018年的棉柔巾使用占比达到90%，棉柔巾消费者与卸妆需求者重合度逐渐显现。但棉柔巾在女性日常卸妆时使用的渗透率仍仅仅约为33%，渗透率提升仍有较大空间。

新棉初白销售符合预期，未来发展可期。新棉初白采用100%新鲜棉花，主打干湿两用，可做化妆棉、洗脸巾等个人清洁护理产品，适用母婴、女性消费人群。目前

市场上的主要竞品为全棉时代。与全棉时代相比，新棉初白起步较晚，当前在销售体量上有明显差距。但我们认为棉柔巾尚处蓝海市场，新棉初白通过明星代言等促销手段，依托中顺洁柔多年积累的品牌力和渠道力，未来发展值得期待。

图42: 2018年公司推出“新棉初白”棉柔巾



资料来源: 洁柔官方公众号

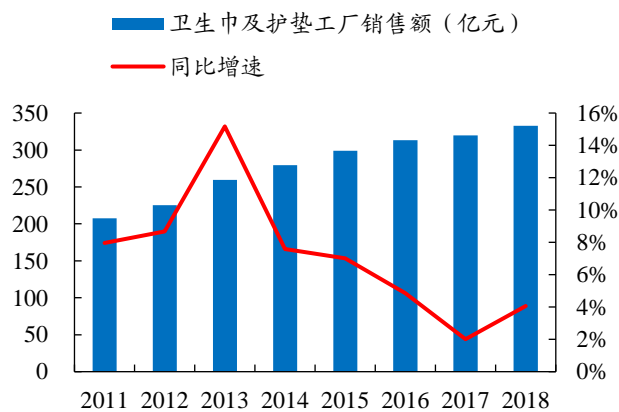
图43: 新棉初白聘请陈妍希作为形象代言人



资料来源: 洁柔官方公众号

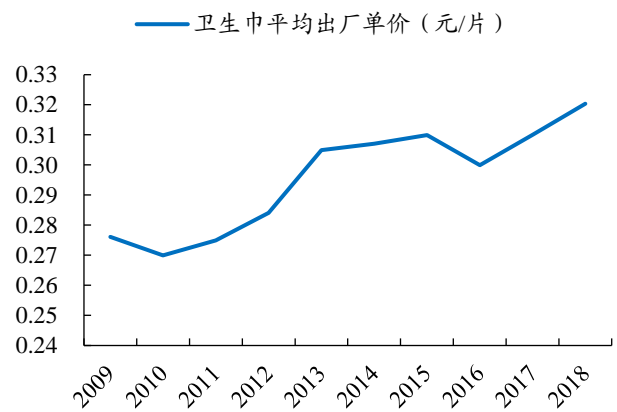
2) 国内卫生巾市场规模稳步增长，中高端需求提升。从出厂口径看，我国2018年卫生巾及卫生护垫的工厂销售额达到332.70亿元，同比增长4.07%，增速相较2017年有所回升。卫生巾市场规模的增长主要源于价格驱动。2018年卫生巾及护垫出厂销量为1292.3亿片，与2017年基本持平。而卫生巾出厂单价提升则由2010年的0.27元/片提升至2018年的0.32元/片，中高端卫生巾需求呈上升趋势。

图44: 中国卫生巾出厂规模2018年增速回升



数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

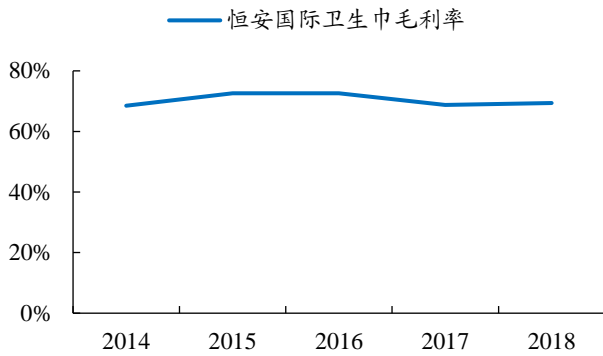
图45: 卫生巾平均出厂单价呈上升趋势



数据来源: 中国生活用纸年鉴、开源证券研究所

新品牌“朵蕾蜜”定位中高端，有望进一步带动毛利率提升。“朵蕾蜜”卫生巾定位中高端女性消费者，原料为100%的进口纯棉，并且蕴含5D极薄超能吸专利芯体，双防漏AB芯，全新多微孔透气底膜。目前“朵蕾蜜”产品处于培育阶段，公司已聘请马思纯作为品牌代言人。朵蕾蜜与公司原有中高端定位一致，有望形成品类协同效应。卫生巾产品毛利较高，也将进一步带动公司毛利率提升。恒安国际的卫生巾业务毛利率稳定在70%左右，明显高于生活用纸业务。

图46: 恒安国际卫生巾毛利率稳定在较高水平



数据来源: 恒安国际公司公告、开源证券研究所

图47: 朵蕾蜜”卫生巾定位中高端年轻女性

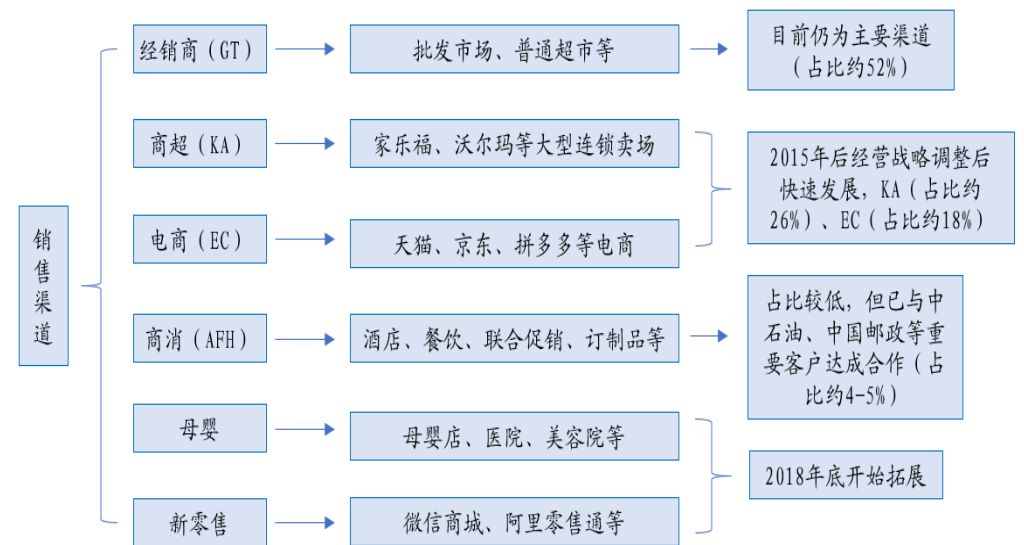


资料来源: 开源证券研究所

3.2、渠道: 传统渠道稳步发展, 新兴渠道多元拓展

四大渠道建设日臻完善, 新兴渠道持续拓展。2015年前, 中顺洁柔销售以经销商 (GT) 渠道为主。2015年后, 公司经营战略进行调整, 加大了对商超 (KA)、电商 (EC) 和商消 (AFH) 渠道的建设力度。目前, 四大渠道建设已基本成型。2018年底, 公司顺应消费趋势变化和品类拓展需求, 逐渐对母婴和新零售渠道进行布局。

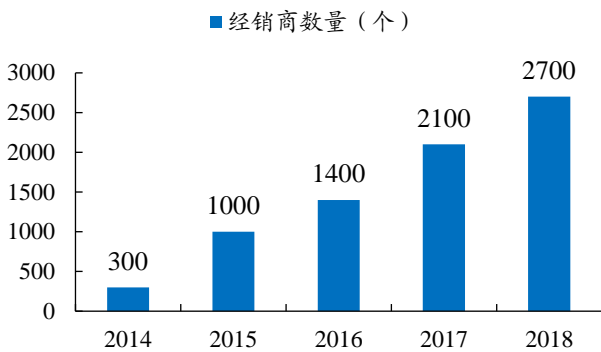
图48: 中顺洁柔渠道布局多元化



资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (渠道占比为 2017 年数据)

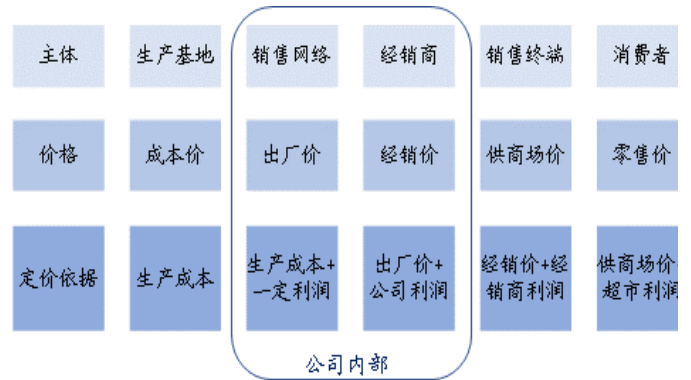
GT 渠道规模持续提升, 未来仍有较大下沉空间。GT 渠道仍是公司目前的核心销售渠道, 收入占比最高, 盈利也最为稳定。公司线下销售实行直销到县、分销到镇的渠道下沉策略, 经销商数量从 2014 年的约 300 个起快速增长至 2018 年的约 2700 个。2018 年底, 产品覆盖的县市区达到 1791 个, 相较全国约 2800 个县市区的总量, 仍有较大的下沉空间。

图49: 中顺洁柔经销商数量持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图50: 中顺洁柔经销商定价模式明确



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

经销商管理精细化, 深度绑定经销商利益, 充分激发经销商动力。

- 1) 管理精细化:** 公司建立了经销商云管理系统, 及时了解经销商销售动态。定期对经销商进行考核评估, 根据经销商的年度销售额及业绩达成情况给予折扣返利, 并且对不合格的经销商实行淘汰制度。同时, 定期对经销商进行培训, 以专业能力分析生活用纸市场, 帮助经销商及时调整产品政策, 提升其销售规模。
- 2) 深度利益绑定:** 公司采取多项措施绑定经销商利益, 激发经销商积极性。其一, 公司与部分经销商共同成立销售公司, 通过股权绑定经销商, 共同分担费用和 risk。其二, 和经销商成立联合经营部, 定期开展经销商交流会, 对经销商进行帮扶培训, 并协助经销商合理安排产品的销售搭配比例, 不断提高公司重点产品的比重。其三, 公司为部分优质经销商提供融资担保, 加速公司应收账款回款, 并缓解经销商现金流压力。

表7: 2019年12月公司为部分经销商提供融资担保

被担保经销商名称	担保额度 (万元)	公司风控措施
上海骏孟电子商务有限公司	13,000	1、公司负责对纳入担保范围的经销商的资质进行审核和推荐, 确保加入进来的经销商信用良好, 具有较好的偿还能力; 2、指定银行及授信额度下的融资用途仅限于向本公司支付采购货款; 指定银行及授信额度下的融资用途仅限于向本公司支付采购贷款。
武汉洁柔电子商务有限公司	8,000	
旺山商贸(南通)有限公司	1,000	
武汉百迅商贸有限公司	1,000	
易氏云仓(武汉)仓储管理有限公司	500	
南京启缘电子商务有限公司	1,000	
上海奈诗斐实业有限公司	500	

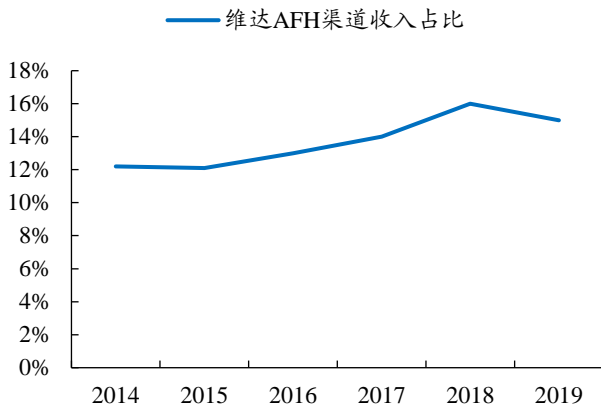
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

KA 渠道与知名大型连锁卖场合作, 维持良好客户关系。公司 KA 渠道占比仅次于 GT 渠道。大型连锁卖场话语权较高, 商品销售方毛利率较低。为避免经销商由于该渠道毛利率低而拓展积极性受挫, 公司不断将重点卖场转为公司直营。目前公司已经基本实现卖场直营, 与沃尔玛、华润万家、家乐福以及永辉等大型连锁卖场建立良好合作关系, 少部分卖场由能力较强的经销商代为经营。

AFH 渠道占比较低, 未来有较大提升空间。2015 年, 公司组建了专业的 AFH 渠道拓展团队, 并针对商消渠道客户特点推出了商消系列产品。目前公司 AFH 渠道主要面向中高端市场的大中型客户, 已与中石化、中石油、中国移动等大型客户等达

成合作关系。但中顺洁柔 AFH 渠道收入占比仅约为 5%，与维达超过 15% 的 AFH 渠道收入占比仍有较大差距，未来该渠道仍有较大提升空间。

图51: 公司 AFH 渠道占比与维达有较大差距



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图52: 中顺洁柔为酒店客户提供了全面的解决方案



资料来源: 公司官网

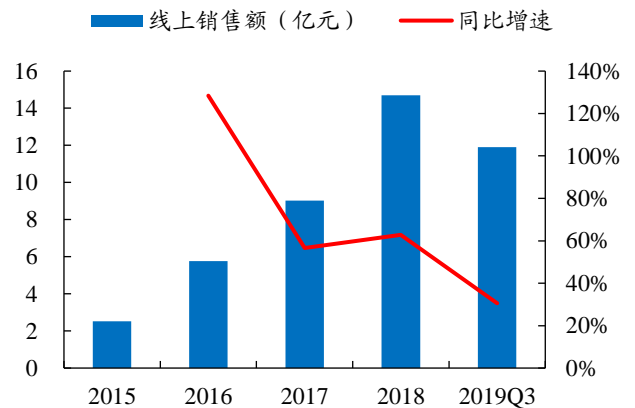
EC 渠道优化整合, 线上销量持续高增长。公司于 2015 年开始开展电商业务, 业务采用“自营+代理运营”模式, 自营由旗下子公司直接管理, 代理运营由优质经销商进行日常运作。2017 年, 公司组建专业的电商运营团队, 并进一步完善供应链建设, 对电商业务市场和区域划分更加明确。根据 Wind 统计数据, 公司线上销售额持续高增长。

图53: 中顺洁柔覆盖多家主流电商平台



资料来源: 京东、天猫等各电商平台

图54: 中顺洁柔线上销售额持续高增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

母婴渠道契合公司新增品类特点, 有利于新品拓展。母婴渠道主要包括医院、美容院、母婴店等终端业态, 主要受众为年轻适龄女性, 孕期及产后妇女。该类受众群体对产品价格敏感度较低, 对产品品质、安全性的要求较高, 与公司中高端的产品定位较为契合。公司近年新增的新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾以及原有的洁柔 Lotion 系列均有望通过母婴渠道加速销售。

新零售渠道建设逐步完善, 销售模式有所创新。中顺洁柔目前 ToC 的新零售渠道主要以微信渠道为主。公司的微信商城建设已较为完善。消费者可以通过微信商城直接购买公司产品。另一方面, 公司新零售销售模式有所创新。首先, 公司引入分销模式。消费者可以申请成为微客, 推广产生下级会员消费可以获得订单佣金。此外, 公司推出了微信商城会员卡。消费者通过完成任务, 商品消费可以积累积分

级，会员提高会相应提升会员权益。

图55：中顺洁柔引入分销制度



资料来源：公司官方公众号

图56：中顺洁柔建立了会员等级制度

会员等级对照表

用户成长值达到对应升级门槛，则立即升级。如用户从未领取会员卡，则不会自动成为或升级会员。

会员标识	会员等级	对应升级门槛
10	柔趣卡	0
11	柔趣黑金卡	300
12	内部红卡	100000

会员特权表

会员等级	会员权益
柔趣卡	生日礼包、
柔趣黑金卡	生日礼包、专属购物折扣、免邮特权、
内部红卡	

资料来源：公司官方公众号

3.3、营销：团队战略优化升级，营销方法丰富多样

3.3.1、引入专业销售团队，激励提高团队积极性

公司 2015 年引入专业销售团队，管理能力全面提升。2015 年，公司引入以刘金峰为首的原金红叶销售团队，改变过去“强产品，弱营销”的发展战略，明确以渠道建设为中心的发展方向。同年，公司创始人邓颖忠长子邓冠彪接任公司总经理，2017 年，公司聘请从业经验丰富的周启超担任公司副总经理和董秘。管理层新老交替有序进行，公司管理能力全面提升。

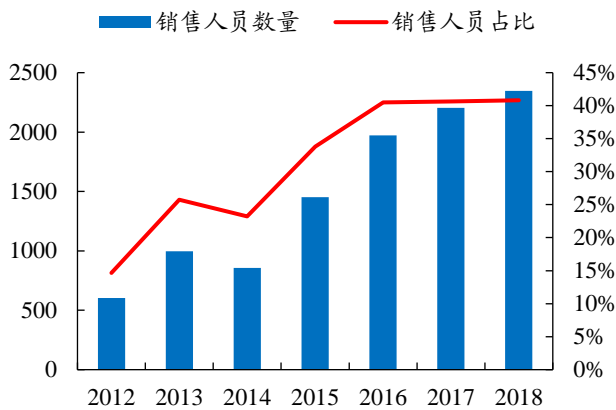
表8：公司引入多名经验丰富、业务能力出众的高管

姓名	职务	个人简历
周启超	副总经理、董秘	先后在中南民族大学，东风汽车公司，香港合基集团，湖北日报传媒集团、格力美集团任职教师，公共事务总监，媒介总监、董秘等职务。
刘金峰	副总经理	2007 年 1 月起任职于 APP 生活用纸中国事业部；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 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司营销副总裁。
戴振吉	副总经理	2013 年 1 月-2015 年 3 月年在金红叶纸业股份有限公司任职营销总经理兼东区 BU 总经理，CEO 特助兼商用消费事业部总经理。2015 年 10 月于公司任营销总裁，2018 年 10 月任运营总裁。
叶龙方	副总经理	1997 年 7 月至 2015 年 11 月先后在维达(湖北)公司,维达(四川)公司担任生产部副经理,生产经理,工厂厂长等职务,现任中顺洁柔纸业股份有限公司生产总裁。

资料来源：Wind、开源证券研究所

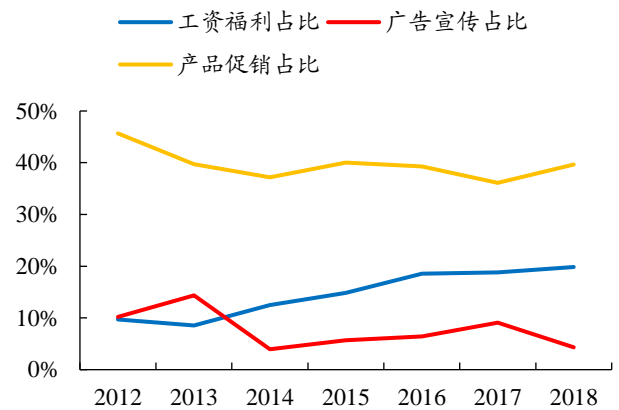
重视销售队伍建设，销售费用投放精细化。公司加大了对销售团队的建设力度。销售人员数量逐年上升，2016 年后销售人员占比稳定在 40%左右。销售费用中加大了销售人员工资福利费用的投入。2018 年，销售人员人均年工资福利达到 8.57 万/人，相较 2015 年增长 62.3%。销售费用中工资福利占比逐年提升至 2018 年的 19.8%。而广告费用和产品促销费用的占比呈下降趋势，费用投放更加追求精细化。

图57: 公司销售人员数量逐年上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图58: 销售费用中工资福利费占比逐年上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

通过股权激励、员工持股等方式充分激发员工积极性。

1) 2015年推出首次股权激励计划, 超额完成目标。公司2015年推出共1900万股的股权激励计划, 其中刘金锋在内的五名核心高管授予270万股, 充分激发管理团队积极性。最终, 相较2014年, 公司2016-2018年净利润增长率为286%/417%/503% (原目标为129%/248%/352%), 超额完成目标。

表9: 2015年股权激励计划超额完成目标

年份	授予对象	授予股份	行权条件	完成情况
2015	刘金锋等五名高管, 及中层管理人员、核心技术骨干237人	共1900万股, 其中五名高管人员共270万股	相比2014年, 2016-2018年净利润增长不低于129%/248%/352%; 营业收入增长不低于37%/60%/83%。	相比2014年, 2016-2018年净利润增长率为286%/417%/503%; 营业收入增长率为51%/84%/125%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2) 2018年推出复合激励计划, 激励覆盖范围更广。2018年公司推出股票期权+限制性股票的复合激励计划, 主要激励对象为财务总监董晔及包括一线员工在内的3600余名中层管理人员、核心技术(业务)人员。本次激励计划考核目标分为公司和个人考核两个层面, 进一步激发员工积极性。

表10: 2018年激励计划公司层面以营业收入为考核目标

解除限售期/行权期	业绩考核目标
首次授予第一个解除限售期/行权期	以2017年营业收入为基数, 2019年营业收入增长率不低于41.60%
首次授予第二个解除限售期/行权期	以2017年营业收入为基数, 2020年营业收入增长率不低于67.09%
首次授予第二个解除限售期/行权期	以2017年营业收入为基数, 2021年营业收入增长率不低于94.03%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3) 接连推出员工持股计划, 绑定核心团队利益。2017年, 公司推出第一期员工持股计划, 董事长邓颖忠在内的四名高管及五名骨干成员共认购7800万股。2019年, 公司再度推出员工持股计划, 覆盖成员更广。其中董事长邓颖忠在内的9名高管计划认购5600万股, 其他71名核心骨干员工计划认购不超过4400万股。

表11: 2019 年底公司推出第二期员工持股计划

姓名	职务	持有份额 (万份)	占本持股计划总份额的比例
邓颖忠	董事长	1,500	15%
邓冠彪	总经理、副董事长	600	6%
邓冠杰	董事、副总经理	600	6%
刘金锋	董事、副总经理	600	6%
周启超	董事、董事会秘书、副总经理	600	6%
董晔	财务总监	200	2%
戴振吉	副总经理	600	6%
岳勇	副总经理	600	6%
叶龙方	副总经理	300	3%
其他核心骨干员工、有卓越贡献的其他员工 (71 人)		4,400	44%
合计: 共 80 人		10,000	100%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3.2、包装设计抓住需求痛点，线上线下营销方式多样

通过融入热点 IP，推出主题产品的方式，公司产品紧抓用户需求痛点。

1) 公司产品紧跟时代潮流，多次与热门 IP 进行合作营销。动漫 IP: 2012 年“愤怒的小鸟”游戏爆红，中顺洁柔获得游戏公司独家授权，开发了太阳国际版，独特的外包装设计吸引大量游戏粉丝。2015 年携手火爆国产漫画界的《一人之下》，以 Q 版的人物形象，亮丽的色彩搭配赢得消费者喜爱。故宫文化 IP: “故宫热”席卷全国，中顺洁柔也乘势而为，故宫系列文化创意纸不断上新。“圣上有纸”精选故宫宫廷花纹，2018 年 12.24 首发当天销量破万。

图59: 中顺洁柔推出“故宫十二美人”系列



资料来源: 公司公众号

图60: 中顺洁柔携手《一人之下》推出系列产品



资料来源: 公司公众号

2) 公司深入挖掘消费者心理，针对性的推出不同主题产品。1) 粉 Face 文艺范系列: 文艺范小众清新，当代文艺青年真实写照。2) 黑养生定制款: 针对当代年轻人佛系心理。3) 纸想撩你系列: 洁柔手帕纸 520 限量版结合情人节元素，包装印有六种土味情话，迎合消费者时尚心理。4) 柔颜力系列: 针对年轻女性爱美心理，结合 Lotion 可锁水功能，6 种包装满足消费者不同心理。

图61: 公司推出洁柔文艺范系列



资料来源: 公司公众号

图62: 公司推出纸想撩你系列



资料来源: 公司公众号

线上线下营销活动丰富多样，积极扩大品牌影响力。

1) 公司积极线下各类活动，增加产品曝光率。2019年，公司独家冠名“中顺洁柔杯”国标舞大赛，覆盖城市达80个，并结合赛事推出“敬生活的舞者”系列。同时结合舞蹈元素，开展“舞装计划”洁柔包装设计大赛，共收到近300份极具创新作品汇聚。此外，公司积极进行线上线下营销联动，携手京东PLUS会员、苏宁打造线下快闪店，将场景于体验结合，提高消费者黏性。

图63: 公司结合赛事冠名推出系列产品



资料来源: 公司公众号

图64: 公司携手苏宁打造趣味互动快闪店

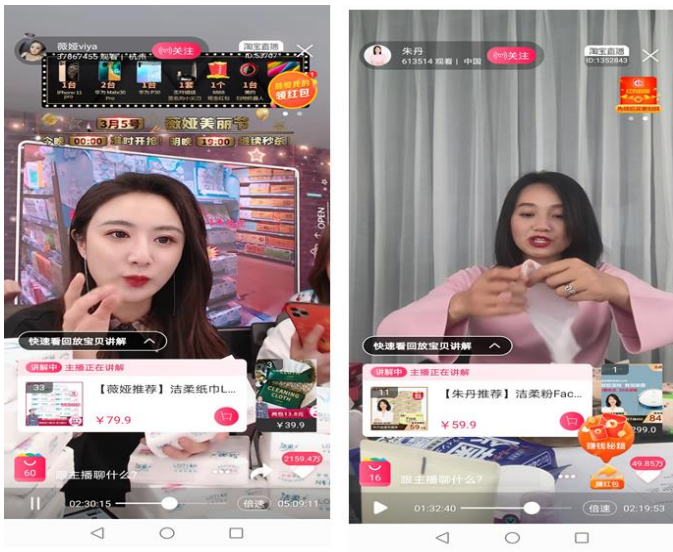


资料来源: 公司公众号

2) 开拓电商直播等线上渠道，营销效果显著。公司线上渠道包括微信公众号、微博推广、电商直播等。公司官微粉丝数高达152万，发起的多个话题阅读人次破亿，其中#敬生活的舞者#话题阅读量高达5.2亿。2019年公司在电商渠道共开展9场淘宝达人直播，累计观看次数超234w，引导进店次数合计8.2w+。公司未来也会建立直播基地，引入直播头部流量明星带货，提升公司销量。

头部流量明星带货和淘宝店铺直播相结合，公司电商直播模式已较为成熟。公司曾邀请头部主播薇娅以及著名主持人朱丹进行直播带货，该类女性流量明星深度契合公司产品特征，有效提高了公司产品知名度。此外，公司有专人负责淘宝店铺直播，直播时长每日最高达到15小时。直播过程中，主播对品牌不同系列产品进行详细介绍，并且积极与粉丝互动，并且在直播中会推出优惠力度更大的促销产品。

图65: 洁柔邀请头部流量主播与著名主持人直播宣传



资料来源: 淘宝直播

图66: 洁柔旗舰店直播时间长、优惠大



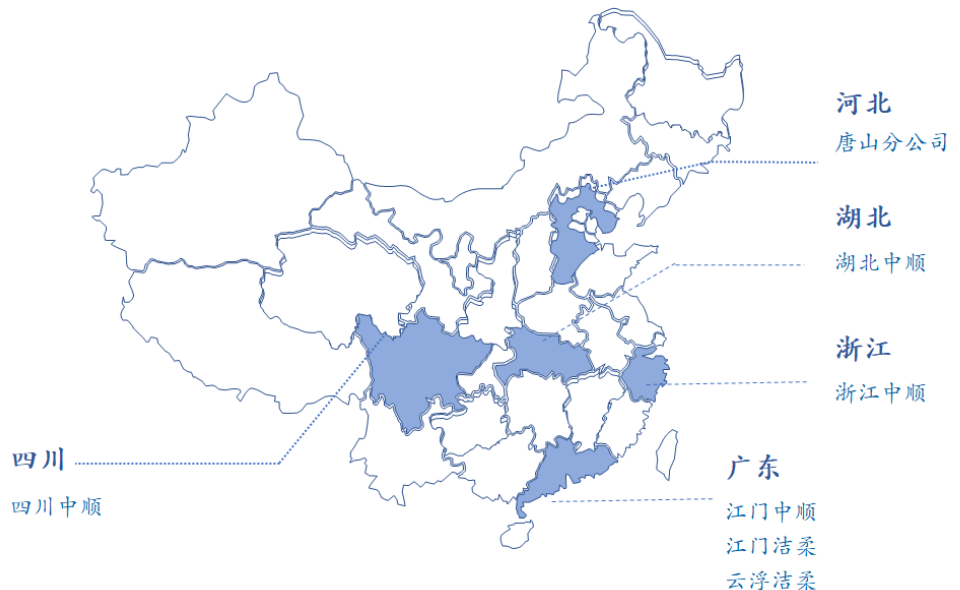
资料来源: 淘宝直播

4、 产能全国化布局成型，浆价短期有望维持低位

4.1、 生产基地分布全国，产能投放提供增长动力

产能全国化布局基本成型，有效减轻运输成本压力。由于生活用纸产品具有运输体积价格比高的特点，因此运输费用将会对产品销售半径形成限制。所以产能全国化布局是生活用纸企业规模扩张的必经环节。公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成了覆盖华东、华南、华西、华北和华中五大区域的产能布局。

图67: 公司生产基地分布全国

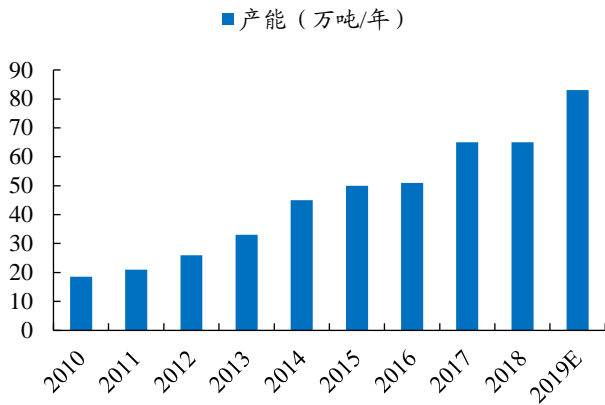


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

部分区域产能仍有提升空间，产能持续投放提供增长内生动力。2018年公司合计产能约为65万吨。其中，产能主要集中在华南和西南区域，广东和四川生产基地

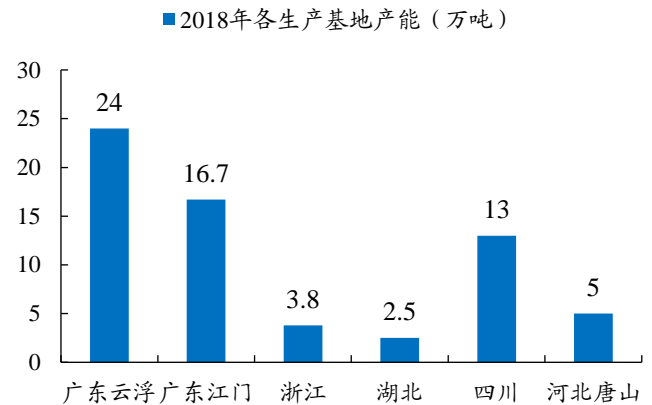
的产能合计 53.7 万吨，占比高达 82.6%。2014 年，由于华南产能充足，公司将广东中山的部分产能向华东转移。2019 年，华中区域的湖北 20 万吨生活用纸项目一期工程竣工验收。未来，公司在华东和华中区域仍有较大的产能提升空间，为公司发展提供持续内生动力。

图68: 公司产能持续投放



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图69: 2018年公司产能主要集中于华南、西南区域

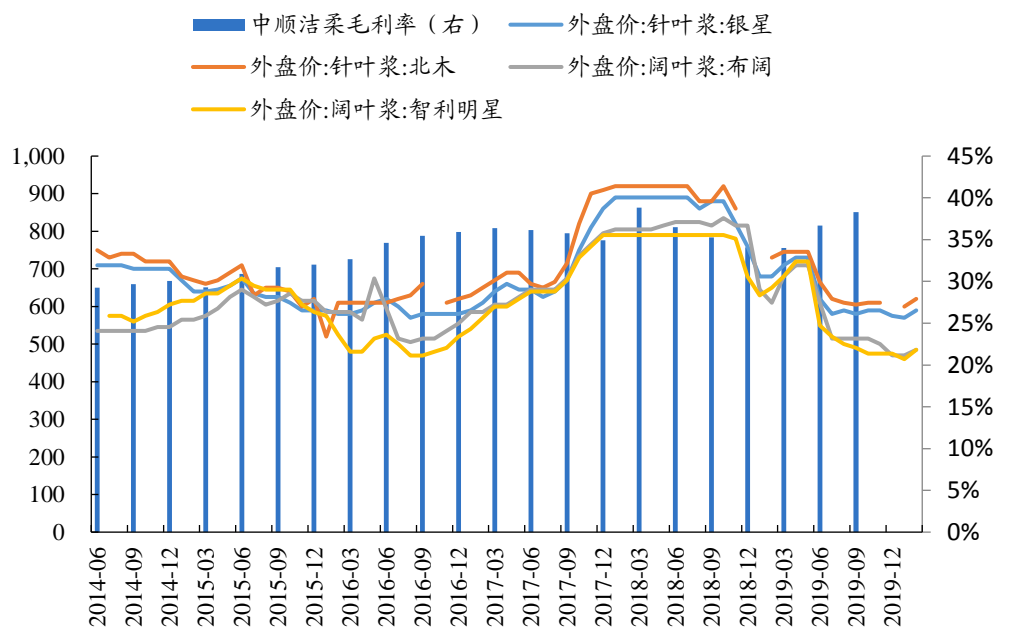


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、浆价短期回升动力有限，公司高毛利有望持续

2019 年上游木浆价格回落至近年低位，公司成本端压力减轻。目前我国生活用纸原料以进口木浆为主，并且木浆进口依存度超过 60%。2017-2018 年，全球木浆产能大幅增加，叠加下游需求不振，2019 年外盘木浆价格持续下行。2020 年 2 月，外盘针叶浆银星报价为 590 美元/吨，相较 2018 年 1 月下降 300 美元/吨，外盘阔叶浆智利明星报价为 485 美元/吨，相较 2018 年 1 月下降 485 美元/吨。木浆价格持续走低减轻了公司成本端压力，带动毛利率走高。

图70: 2019 年外盘木浆价格持续走低 (单位: 美元/吨)



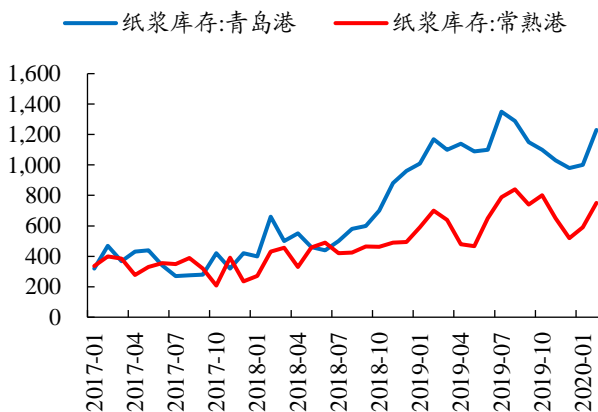
数据来源: Wind、开源证券研究所

库存较高需求不足，木浆价格短期回升动力有限，公司高毛利有望持续。

1) **供给端**：根据 Hawkins Wright 的数据，2020 年漂针浆和漂阔浆产能预期同比减少 20 万吨。虽然供应压力有所缓解，但全球总产能仍相对过剩。从港口库存看，2019 年下半年，我国纸浆港口库存回落至 2019 年初水平，但仍处于近年高位。并且由于疫情影响，2020 年 2 月港口库存明显回升。所以，短期纸浆供给压力仍然较大。

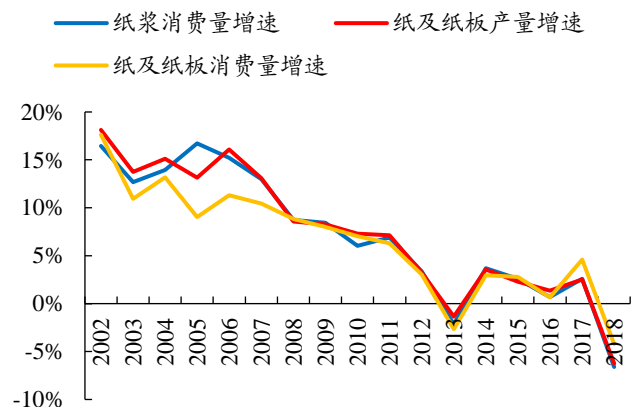
2) **需求端**：长期看，我国纸浆、纸及纸板的消费增速自 2002 年以来呈持续下行趋势。短期，除生活用纸需求较好外，其余纸品销售都受到疫情不同程度的影响。所以，总体纸浆需求端也相对不足。

图71：纸浆港口库存仍然较高（单位：千吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图72：我国纸浆、纸及纸板消费增速持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 分渠道，GT 和 KA 渠道仍有拓展扩建，未来预计继续保持稳定增长；AFH 渠道和 EC 渠道预计保持较快增长；母婴和新零售渠道有望在未来两年布局成型。

(2) 分产品，伴随消费升级和健康生活意识增强，Lotion、Face 和自然木等优势系列预计继续维持高增长，占总收入比重继续提升。棉柔巾、卫生巾等新品类有望在未来 1-2 年内度过培育期。

(2) 随着公司高毛利产品不断提升，短期浆价回升动力有限，公司毛利率有望维持较高水平。考虑到行业竞争因素，我们预计公司 2019-2021 年毛利率分别为 37.11%、36.40%、36.09%。费用率保持稳定。

5.2、盈利预测与估值

我们看好中顺洁柔继续从中高端生活用纸龙头向多品类的生活用纸巨头迈进。

1) **行业层面**：生活用纸行业受益于消费升级的大趋势，市场规模具备长期成长性。并且生活用纸属于必需消费品，防御属性值得关注。受环保趋严等因素影响，行业集中度有望进一步提升。纸浆价格短期回升动力有限，行业整体有望继续维持较高毛利水平。2) **公司层面**：公司在 2015 年引入新团队后，渠道、产品和营销端的潜力得到充分释放。公司收入规模与传统生活用纸龙头差距逐渐缩小，增速明显较快。未

来，我们认为公司的产品研发能力和产品品质领先行业，在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 6.07/7.40/8.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 35/28/24 倍。由于与行业可比公司相比，中顺洁柔仍处于较快增长阶段，依靠渠道建设、产能投放和品类拓展，预计公司未来增速仍将显著高于行业平均水平，有望享受估值溢价。

首次覆盖给予“买入”评级。

表12: 生活用纸行业估值情况；中顺洁柔经营能力优秀，成长性更强，有望享受估值溢价

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
维达国际	17.76	4.57	75.31	15.17	11.62	32.9	18.7	16.1	14.5
恒安国际	58.50	13.47	6.64	6.78	5.81	17.2	16.1	14.9	14.7
平均		18.47	14.7	14.86	15.23	25.0	17.4	15.5	14.6
中顺洁柔	16.08	16.60	49.10	21.99	20.68	51.7	34.7	28.4	23.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2020/03/25，除中顺洁柔，其他公司均使用 Wind 一致预期）

6、风险提示

(1) 新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾尚处于产品培育期，存在新品拓展不及预期的风险；(2) 原材料木浆价格和汇率对公司盈利能力有较显著影响，存在未来木浆价格大幅上升、汇率大幅波动的风险；(3) 存在未来生活用纸市场竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3014	2157	3295	3898	4577
现金	1086	415	1193	1427	1703
应收票据及应收账款	608	741	835	1050	1200
其他应收款	8	9	12	12	17
预付账款	47	53	72	72	103
存货	547	858	920	1048	1216
其他流动资产	718	81	263	290	338
非流动资产	2778	2989	3435	3995	4596
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2321	2556	3010	3576	4176
无形资产	127	125	115	106	97
其他非流动资产	330	308	310	313	323
资产总计	5792	5146	6730	7894	9173
流动负债	2572	1702	2608	3061	3517
短期借款	518	347	1088	1279	1360
应付票据及应付账款	586	577	719	848	1032
其他流动负债	1468	777	801	934	1126
非流动负债	176	133	212	271	296
长期借款	150	75	153	212	237
其他非流动负债	26	59	59	59	59
负债合计	2748	1835	2820	3332	3813
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	757	1287	1309	1309	1309
资本公积	1133	609	609	609	609
留存收益	1207	1538	2030	2645	3394
归属母公司股东权益	3044	3311	3911	4562	5360
负债和股东权益	5792	5146	6730	7894	9173

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	585	437	772	924	1223
净利润	349	407	607	740	893
折旧摊销	171	219	182	226	277
财务费用	47	56	74	94	107
投资损失	-6	-11	-6	-6	-7
营运资金变动	-9	-281	-86	-131	-49
其他经营现金流	33	48	2	2	3
投资活动现金流	-983	88	-623	-782	-873
资本支出	399	568	446	560	601
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-584	657	-177	-222	-272
筹资活动现金流	550	-1238	-111	-100	-155
短期借款	488	-171	0	0	0
长期借款	-679	-75	79	59	25
普通股增加	252	529	22	0	0
资本公积增加	-229	-523	0	0	0
其他筹资现金流	717	-998	-212	-159	-180
现金净增加额	133	-704	38	43	195

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4638	5679	6634	7932	9468
营业成本	3019	3744	4172	5045	6051
营业税金及附加	39	38	47	62	71
营业费用	886	1013	1247	1444	1685
管理费用	249	202	226	246	294
研发费用	0	108	119	135	170
财务费用	47	56	74	94	107
资产减值损失	6	27	0	0	0
其他收益	16	7	6	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	11	6	6	7
资产处置收益	-1	-5	-2	-2	-3
营业利润	414	503	759	919	1104
营业外收入	10	10	14	12	11
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	421	510	770	928	1112
所得税	72	103	163	187	219
净利润	349	407	607	740	893
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	349	407	607	740	893
EBITDA	601	743	975	1192	1430
EPS(元)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.68

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	22.4	16.8	19.6	19.4
营业利润(%)	27.9	21.4	50.9	21.0	20.2
归属于母公司净利润(%)	34.0	16.6	49.1	22.0	20.7
获利能力					
毛利率(%)	34.9	34.1	37.1	36.4	36.1
净利率(%)	7.5	7.2	9.1	9.3	9.4
ROE(%)	11.5	12.3	15.6	16.3	16.7
ROIC(%)	7.8	10.6	12.0	12.6	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4	35.7	41.9	42.2	41.6
净负债比率(%)	14.4	6.0	3.4	3.8	0.4
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.1	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.33	0.59	0.71	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.53	2.97	3.47	4.08
估值比率					
P/E	60.3	51.7	34.7	28.4	23.6
P/B	6.9	6.4	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	35.7	28.6	21.7	17.8	14.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835