

# 高端生活用纸领军者，新品类助力业绩高成长性

——中顺洁柔首次覆盖报告

公司深度

## ● 中顺洁柔：国内超越式成长的生活用纸龙头

公司是国内生活用纸行业前四大龙头之一，也是国内唯一一家A股上市的生活用纸企业。公司定位中高端、差异化产品，并持续丰富品类矩阵，毛利率水平较高；全国生产基地配套陆续完善，四大渠道建设叠加母婴、新零售模式的尝试，“洁柔”品牌形象已深入人心，核心护城河深厚。

## ● 公司核心竞争力与投资逻辑

1) 行业格局加速集中，木浆成本仍处于历史低位：我国生活用纸人均消费量较发达国家仍有差距，且疫情推动消费者卫生安全意识提升，行业成长空间大。供给端CR4占比仍然较低，行业格局有望加速集中，公司作为颇具潜力的龙头企业，增长势能较足。成本端木浆价格仍维持历史低水平，在木浆库存整体偏高与需求增长动力偏弱的宏观背景下，预计成本仍在红利期。

2) 产品推陈出新速度快，梯度布局助市占率提升：高端品牌“洁柔”口碑护城河深厚，“Lotion系列”、“Face系列”等品牌形象深入人心。中低端品牌“太阳”再发力，配套原材料“竹浆纸一体化”项目有助降本提效。研发团队紧跟市场趋势上新，女性护理、棉柔巾、低白度黄纸等进一步丰富产品矩阵，中长期毛利率提升动力强、公司市占率有望加速提升。

3) 四大渠道覆盖全国，强营销提升品牌竞争力：公司从2015年前的单一经销商渠道拓展为GT、KA、AFH、EC四大渠道齐头并进的发展模式，并相继拓宽母婴和新零售渠道。2000+经销商渠道下沉，覆盖全国绝大部分地(县)级市；KA渠道直营毛利高，与沃尔玛、华润万家等大卖场合作良好；EC渠道电商运营团队技术强，未来渠道下沉与新模式双管齐下，规模将加速攀升。

## ● 盈利预测、估值与评级

预计公司2019-2021年EPS分别为0.46、0.57、0.70元，根据历史和可比公司PE值，综合考虑公司属于行业内第一梯队品牌，生活用纸中长期人均用纸量将向发达国家看齐，市场规模将持续提升。公司收入体量相较于其他龙头企业，仍有大幅提升的空间，未来产品+渠道双轮驱动，公司业绩增长动力强劲，享有龙头估值溢价。给予2020-2021年合理估值33-36X，对应股价18.81-25.2元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1) 原材料价格上涨；2) 新品销售不及预期；3) 产能释放不及预期；4) 行业竞争加剧

## 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	6,635	7,909	9,506
增长率(%)	21.8	22.4	16.8	19.2	20.2
净利润(百万元)	349	407	606	748	916
增长率(%)	34.0	16.6	49.0	23.4	22.5
毛利率(%)	34.9	34.1	38.1	38.5	38.5
净利率(%)	7.5	7.2	9.1	9.5	9.6
ROE(%)	11.5	12.3	15.6	16.4	17.0
EPS(摊薄/元)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.70
P/E	63.6	54.5	36.6	29.7	24.2
P/B	7.3	6.7	5.7	4.9	4.1

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年4月17日

## 强烈推荐(首次评级)

赵汐雯(分析师)

zhaoxiwen@xsdzq.cn

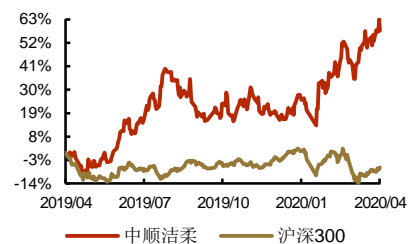
证书编号：S0280520020001

## 市场数据

时间 2020.04.17

收盘价(元):	16.96
一年最低/最高(元):	9.32/17.6
总股本(亿股):	13.09
总市值(亿元):	221.99
流通股本(亿股):	12.65
流通市值(亿元):	214.57
近3月换手率:	106.5%

## 股价一年走势



## 相关报告

## 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 66.34/79.08/95.06 亿元，增速分别为 16.84%/19.20%/20.20%；净利润分别为 6.06/7.48/9.16 亿元，增速分别为 49%/23.4%/22.5%；EPS 分别为 0.46/0.57/0.70 元；目前股价对应 PE 分别为 36X、29X、24X。

根据历史和可比公司 PE 值，综合考虑公司在生活用纸行业属于第一梯队品牌，生活用纸中长期人均用纸量将向发达国家水平看齐，市场规模将持续提升。公司收入体量相较于其他龙头企业，仍有大幅提升的空间，未来产品结构优化，高毛利产品持续增加，“太阳”品牌打入中低端市场叠加渠道不断深耕，公司业绩增长动力强劲，享有龙头估值溢价。给予 2020-2021 年合理估值 33-36X，对应股价 18.81-25.2 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 关键假设

1) 2018 年公司产能开始逐步增加，业绩继续保持中高速增长，一方面加大高毛利产品的收入占比，另一方面同时持续提升渠道端的深度覆盖能力，产品与渠道双管齐下。

2) 木浆价格自 2019 年下半年回调后，一直维持在历史水平较低区间。展望未来，在木浆库存整体偏高与需求增长动力偏弱的宏观背景下，假设浆价仍在近年来的红利期，公司成本压力缓解。

3) 生活用纸行业格局加速集中，作为龙头企业之一，通过多元化产品布局、时间积淀的品牌价值、渠道下沉与拓宽、原材料成本优势逐渐显现的多重驱动力下，市占率与体量将显著增长。

## 我们与市场的观点的差异

### 市场有观点认为，公司主要的驱动力是受疫情推动：

我们认为，突发的新冠疫情对生活用纸需求激增是公司短期业绩的催化剂，而公司中长期的投资逻辑依然通顺，主要基于三方面：一是行业层面，人均生活用纸量在消费升级的趋势下将持续增加，由此带来市场规模与龙头企业市占率提升；二是公司与另外三家龙头企业相比，品类多聚焦于高毛利型的高端产品上，并积淀了良好的口碑，未来产品拓展下有稳固的消费者基础，更有利于扩张与布局进一步带动净利率增加；三是公司目前仍处于上升周期，且逐步加强上游原材料的一体化布局与产能投放，成本优势与成长空间潜力较大。

## 股价上涨的催化因素

1) 新增产能与原材料布局超出市场预期；2) “太阳”品牌拓展中低端城市进展提速；3) 生活用纸需求激增。

## 投资风险

1) 原材料价格上涨；2) 新品销售不及预期；3) 产能释放不及预期；4) 行业竞争加剧

## 目 录

1、 公司概况：国内超越式成长的生活用纸龙头.....	6
1.1、 发展历程：多年深耕细作，区域品牌走向全国.....	6
1.2、 股权结构：稳定集中，回购彰显信心.....	6
1.3、 激励机制：绑定核心营销团队及技术人才，充分调动积极性.....	7
1.4、 主营业务：盈利能力持续增强，高毛利产品占比攀升.....	8
2、 行业分析：原材料成本改善，多元化需求释放.....	9
2.1、 总量市场：规模稳增长，生活用纸价格受库存影响维持低位.....	9
2.2、 原材料：木浆价格下行，成本红利显现.....	10
2.3、 供给端：产能稳步提升，龙头格局稳定.....	11
2.4、 需求端：中长期人均用纸量提升，高端化与多元化是主流.....	12
3、 公司分析与预测：产品+渠道双轮驱动，打响品牌知名度.....	14
3.1、 核心竞争力之一：高端化、差异化产品矩阵，研发实力强.....	14
3.1.1、 横向扩充产品品类，高毛利产品占比提升.....	14
3.1.2、 纵向延伸中低端市场，“太阳”品牌再发力.....	15
3.1.3、 研发团队成熟，产品更迭贴近消费者需求.....	16
3.2、 核心竞争力之二：四大销售渠道齐发展，强营销提升品牌竞争力.....	17
3.3、 核心竞争力之三：产能投放提供中长期增长动力.....	19
4、 同业竞争分析.....	20
4.1、 后来者居上，净利润增速赶超同行.....	20
4.2、 相比于对手，公司产品定位高端，毛利率位于前列.....	21
4.3、 产能布局日益完善，增长潜力可期.....	24
5、 关键假设与盈利预测.....	25
6、 财务分析：盈利水平持续提高，资产周转优势强.....	26
6.1、 销售与管理费用稳中上升，但 ROE 水平稳步改善.....	26
6.2、 总资产周转突出，账期回款速度快.....	27
6.3、 资产负债合理，偿债能力较强.....	28
7、 估值水平与投资评级.....	28
7.1、 相对估值.....	28
7.2、 可比估值与评级.....	29
8、 风险分析.....	29
财务预测摘要.....	30

## 图表目录

图 1： 公司发展历程概览.....	6
图 2： 2011-2018 年营收复合增长率 42.31%.....	6
图 3： 2011-2018 年净利润复合增长率 22.45%.....	6
图 4： 公司股权结构扁平化，稳定集中.....	7
图 5： 公司盈利能力稳步提升.....	8
图 6： 公司三项费用率有小幅抬升.....	8
图 7： 非卷纸业务占比逐年明显提升.....	9
图 8： 非卷纸业务毛利率高于卷纸.....	9
图 9： 2010-2018 年生活用纸市场规模复合增速 10.04%.....	9
图 10： 生活用纸产量与消费量稳步增长.....	9

图 11: 生活用纸库存偏高, 价格呈下行趋势 .....	9
图 12: 我国木浆产能有所回升 .....	10
图 13: 港口库存偏高, 木浆价格位于较低区间 .....	10
图 14: 外盘针叶浆价格与库存走势 .....	10
图 15: 外盘阔叶浆价格与库存走势 .....	10
图 16: 生活用纸原料木浆占比最大, 其次是竹浆 .....	11
图 17: 我国木浆供不应求, 进口依存度高 .....	11
图 18: 我国木浆进口逐年上升 .....	11
图 19: 木浆进口以针叶浆和阔叶浆为主 .....	11
图 20: 生活用纸行业产能稳步提升 .....	11
图 21: 生活用纸产量有回升趋势 .....	11
图 22: 我国生活用纸 CR4 集中度低 .....	12
图 23: 美国生活用纸 CR4 集中度已超过 60% .....	12
图 24: 2018 年我国生活用纸人均消费量 6.4kg .....	13
图 25: 我国人均生活用纸消费量远低于发达国家 .....	13
图 26: 生活用纸消费向多元化、高端化发展 .....	13
图 27: 多元产品消费增速超过日常生活用纸增速 .....	13
图 28: 生活用纸进出口增速基本稳定 .....	13
图 29: 生活用纸销售中, 电商渠道占比大幅上升 .....	13
图 30: 非卷纸业务营收增速较高, 持续放量 .....	15
图 31: 非卷纸业务毛利率 40%, 高于卷纸毛利率 29% .....	15
图 32: “太阳”品类覆盖手帕纸、卷纸、抽纸 .....	16
图 33: “太阳”主打原生浆制造, 性价比高 .....	16
图 34: 公司产品系列不断推陈出新 .....	16
图 35: 研发人员占比持续攀升 .....	17
图 36: 研发支出占营收比重显著提升 .....	17
图 37: “自然木”产品定位安全低白度 .....	17
图 38: “新棉初白”棉柔巾定位化妆人群, 多功能性强 .....	17
图 39: 公司主要渠道覆盖与母婴、新零售模式的拓展布局 .....	18
图 40: 公司销售渠道覆盖“8+2”区域, 范围广泛 .....	18
图 41: 公司经销商数量攀升逐年显著提升 .....	18
图 42: 公司销售渠道更加多元化, 直营占比提升 .....	19
图 43: 维达国际渠道营收占比 .....	19
图 44: 公司销售费用上升, 其中广告推广费增加较快 .....	19
图 45: 公司销售人员占比提升逐年提升 .....	19
图 46: 公司生产基全国布局 .....	20
图 47: 公司产能不断提升助力长远发展 .....	20
图 48: 公司固定投资有所加大 .....	20
图 49: 公司运输费用显著降低 .....	20
图 50: 恒安为行业第一, 中顺赶超性成长 .....	21
图 51: 2014 年以来, 公司营收增速较快 .....	21
图 52: 公司归母净利润持续赶超同业竞争者 .....	21
图 53: 公司净利润增速超越同业竞争者 .....	21
图 54: 恒安国际主要产品 .....	21
图 55: 恒安国际产品以纸巾与女性用品为主 .....	22
图 56: 恒安国际女性用品毛利率维持较高水平 .....	22

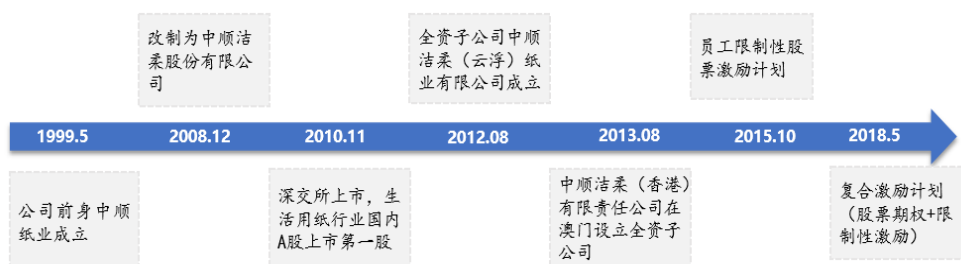
图 57: 维达国际主要产品.....	22
图 58: 维达国际个护产品占比提升.....	22
图 59: 维达国际产品毛利率.....	22
图 60: 金红叶主要产品系列与定位.....	23
图 61: 金红叶产品结构分布.....	23
图 62: 金红叶成品纸毛利高.....	23
图 63: 公司毛利率位列同业第二.....	24
图 64: 公司净利率稳中有升, 位列同业第二.....	24
图 65: 四大企业产能对比.....	24
图 66: 中顺洁柔产能分布.....	24
图 67: 恒安国际产能分布.....	24
图 68: 维达国际产能分布.....	25
图 69: 金红叶产能分布.....	25
图 70: 2018 年, 公司 ROE 达到 12.81%, 仅屈居恒安国际.....	26
图 71: 可比公司 ROA 对比.....	26
图 72: 可比公司 ROIC 对比.....	26
图 73: 公司管理费用率有所上升, 略高于同业.....	27
图 74: 公司销售费用率小幅上升高于同业.....	27
图 75: 2019Q2 公司财务费用率仅 0.47%, 低于同业.....	27
图 76: 公司总资产周转率显著优于同行.....	27
图 77: 应收账款周转持续改善.....	27
图 78: 与同业比较, 公司资产负债率水平较低.....	28
图 79: 与同业比较, 公司权益乘数最低.....	28
图 80: 可比公司流动比率对比.....	28
图 81: 可比公司速动比率对比.....	28
图 82: 公司历史 PE.....	29
图 83: 公司历史 PB.....	29
表 1: 公司股权激励实施及完成情况.....	7
表 2: 部分国内企业生活用纸拟在建项目梳理.....	12
表 3: 公司多元化产品布局与定位一览.....	14
表 4: 公司同品类竞品抽纸对比一览.....	15
表 5: 竹浆一体化项目确保“太阳”品牌成本优势.....	16
表 6: 四大企业产品覆盖面对比.....	23
表 7: 主营业务拆分与收入预测.....	25
表 8: 可比公司估值.....	29

## 1、公司概况：国内超越式成长的生活用纸龙头

### 1.1、发展历程：多年深耕细作，区域品牌走向全国

公司是国内生活用纸行业前四大龙头之一，也是国内唯一一家 A 股上市的生活用纸企业。公司前身中顺纸业于 1999 年 5 月成立，2008 年 12 月改制为中顺洁柔股份有限公司，2010 年 11 月于深交所挂牌上市。公司主营业务为中高端生活用纸系列产品的生产、加工与销售，通过多年来的深耕细作一方面加强渠道建设，另一方面丰富产品矩阵，使“洁柔”品牌形象深入人心，已从区域走向全国。

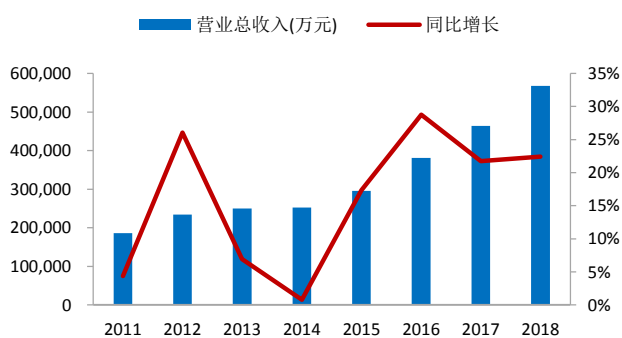
图1：公司发展历程概览



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

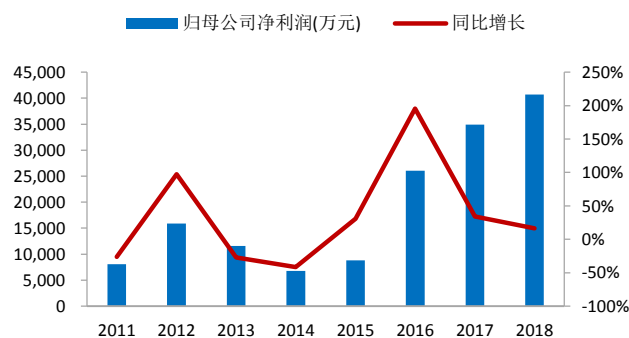
通过稳扎稳打与经营策略的调整，公司业绩增长稳健。2015年，公司重新梳理营销团队、调整发展战略与实施激励政策，当年收入与净利润增速均实现高速增长。2018年营业总收入56.79亿元，同比增长22.43%，归母净利润4.07亿元，同比增长16.59%。2011-2018年收入与净利润复合增速分别为42.31%、22.45%。根据公司披露的2019年业绩预告，营收与归母净利润增速分别为16.84%、49.12%。

图2：2011-2018年营收复合增长率42.31%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3：2011-2018年净利润复合增长率22.45%

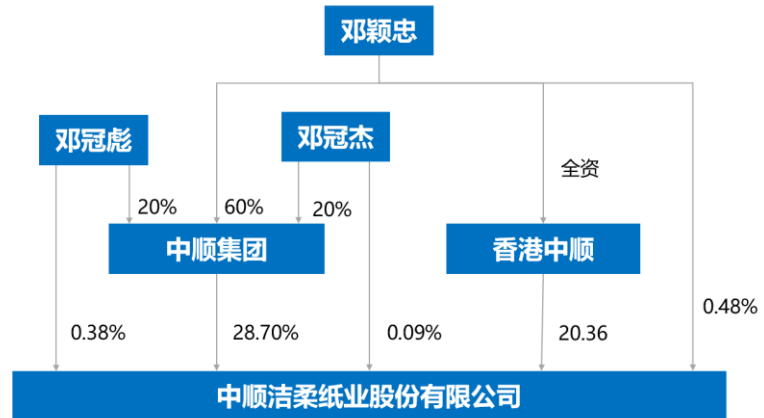


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2、股权结构：稳定集中，回购彰显信心

股权结构相对稳定，邓氏父子为直接控制人。截至2019年11月，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。其子邓冠彪、邓冠杰分别持有公司6.21%、5.83%股份，邓氏家族持公司股份合计50.01%。此外，2019年4月，公司通过集中竞价的方式回购部分股份，总金额在2亿-4亿元，回购价格不超过13.69元/股，将全部用于员工持股计划。公司如期开展回购策略，彰显了其对未来经营发展的决心与信心。

图4: 公司股权结构扁平化, 稳定集中



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 1.3、激励机制: 绑定核心营销团队及技术人才, 充分调动积极性

**第一次股权激励, 绑定高管及核心技术人才。**2015年, 公司推出第一次限制性股票激励计划, 涉及董事、高管、核心技术人才等199人, 授予限制性股票1695.70万股, 占总股本3.48%, 授予价格4.25元/股。通过此次深度绑定, 业绩考核成效较为明显。公司2016-2018年净利润, 相较于2014年分别增长285.79%、417.12%、502.93%, 均达成经营目标。

**第二次股权+期权复合激励, 覆盖员工更广泛, 充分调动积极性。**2019年3月, 公司向符合条件的3,118名激励对象授予1373.45万份股票期权, 向569名激励对象授予1967.5万股限制性股票, 相较于第一次激励覆盖面更广。2019年营业收入较2017年增长43.04%, 激励效果显著。

表1: 公司股权激励实施及完成情况

公告日期	激励期限	激励措施	授予价格	激励对象	考核标准	完成情况
					相比2014年, 2016年净利润增长率不低于129%, 营业收入增长率不低于37%	2016年净利润较2014年增长285.79%, 营业收入增长51.06%
2016年1月	2016-2018年	1695.70万股	4.25元/股	公司董事、高级管理人员, 中层管理人员、核心技术(业务)骨干等199人	相比2014年, 2017年净利润增长率不低于249%, 营业收入增长率不低于60%;	2017年净利润较2014年增长417.12%, 营业收入增长83.93%
					相比2014年, 2018年净利润增长率不低于352%, 营业收入增长率不低于83%。	2018年净利润较2014年增长502.93%, 营业收入增长125.18%
2016年2月	2016-2018年	预留性限制性股票 186.7万股	4.80元/股	54人	同上	同上
2019年3月	2019-2021年	股票期权 1373.45万份+限制性股票	股票期权行权价格为8.67元/份; 限制性股票	向符合条件的3,118名激励对象授予股票期权; 向569名激励对象授	以2017年营业收入为基数, 2019年营业收入增长率不低于41.60%	公司2019年营业收入较2017年增长43.04%

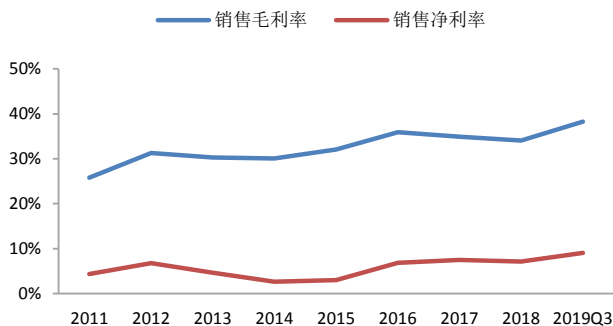
公告日期	激励期限	激励措施	授予价格	激励对象	考核标准	完成情况
		1967.55 万股	价格为 4.33 元/股	予限制性股票	2020 年营业收入增长率不低于 67.09%	
					以 2017 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 94.03%	
2019 年 9 月	2019-2021 年	预留部分股票期权 232.1 万份 + 预留部分限制性股票 279.17 万分	股票期权行权价格为 14.04 元/份; 限制性股票价格为 7.02 元/股	向符合条件的 104 名激励对象授予股票期权; 向 46 名激励对象授予限制性股票	同上	同上

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 1.4、主营业务：盈利能力持续增强，高毛利产品占比攀升

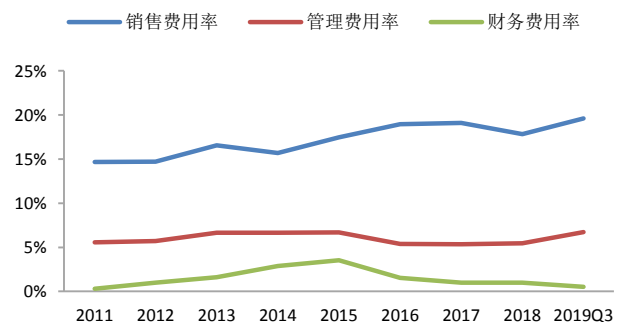
公司主业稳中有升，盈利能力持续改善。公司毛利率与净利率自 2011 年触底后稳步提升，主要原因是产品矩阵丰富下，中高端类型占比增加提升盈利性。成本端，2014 年开始销售费用率持续上升，主要是生活用纸属于典型的快消品，渠道竞争激烈，营销费用增加所致。同时，管理费用率与财务费用率小幅降低，致使整体毛利率水平仍稳中有升。

图5：公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6：公司三项费用率有小幅抬升

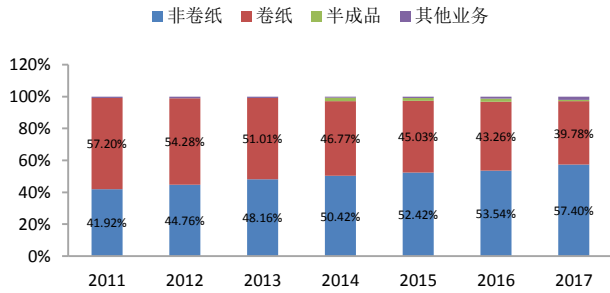


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司不断提升非卷纸类高毛利产品比重，定位高端化、差异化。公司拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌，聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉柔巾六大类；其中，洁柔 Face、洁柔 Lotion 和自然木等品类是主打产品，品牌知名度高。公司以一流的研发能力、优化的产品结构、完善的营销渠道网络和全国性生产基地布局成功跻身行业前列，品牌竞争力持续增强。

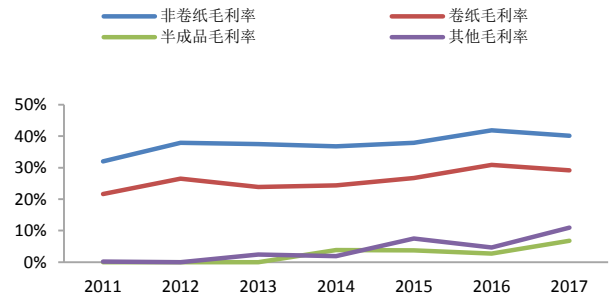
公司营业收入结构，主要包括非卷纸、卷纸、半成品与其它。近年来，非卷纸类产品占比明显提升，由 2011 年的 41.92% 提升至 2017 年的 57.40%，而非卷纸属于中高端产品，由此毛利率显著高于其它类型产品，收入占比的增加也将中长期提升产品均价以及整体盈利能力。

图7: 非卷纸业务占比逐年明显提升



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图8: 非卷纸业务毛利率高于卷纸



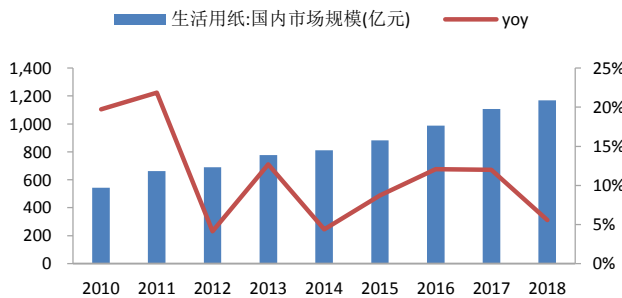
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 2、行业分析: 原材料成本改善, 多元化需求释放

### 2.1、总量市场: 规模稳增长, 生活用纸价格受库存影响维持低位

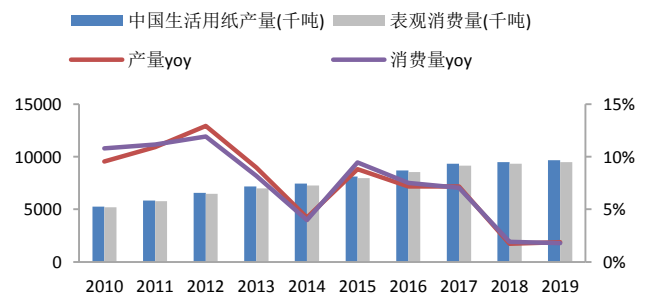
生活用纸市场规模提升, 成长潜力大。2010-2018年, 生活用纸市场规模复合增速 10.04%; 生产量从 2015 年的 812 万吨增长到 2019 年的 967 万吨, 复合增长率 19%; 消费量从 2015 年的 796 万吨增长到 2019 年的 950 万吨, 复合增长率 19.34%。预计生活用纸规模在消费升级与近期疫情教育下中长期仍将保持中高速增长。

图9: 2010-2018 年生活用纸市场规模复合增速 10.04%



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

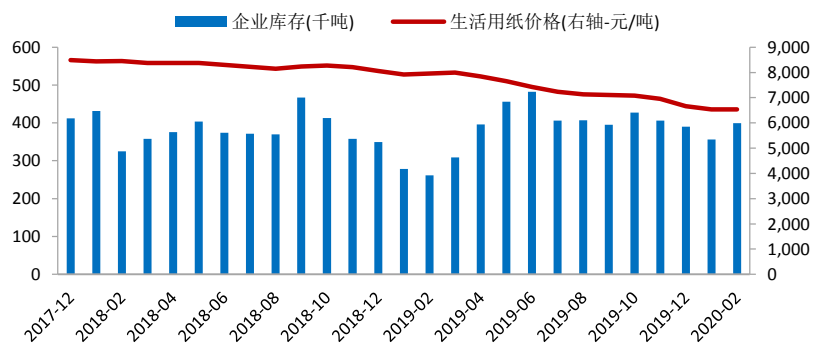
图10: 生活用纸产量与消费量稳步增长



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

整体库存水平偏高, 价格有回落趋势。近年来随着生活用纸产量上升, 企业库存处于历史相对高位, 2018年2月企业库存 33 万吨, 2020年2月为 40 万吨, 复合增速 21.21%。2018年2月生活用纸价格 8452.83 元/吨, 2020年2月生活用纸价格回落至 6536 元/吨, 呈现下行趋势。

图11: 生活用纸库存偏高, 价格呈下行趋势

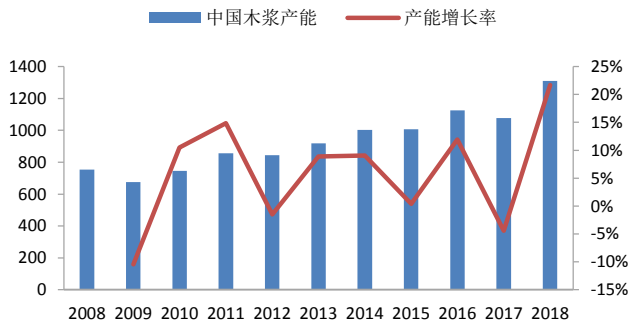


资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

## 2.2、原材料：木浆价格下行，成本红利显现

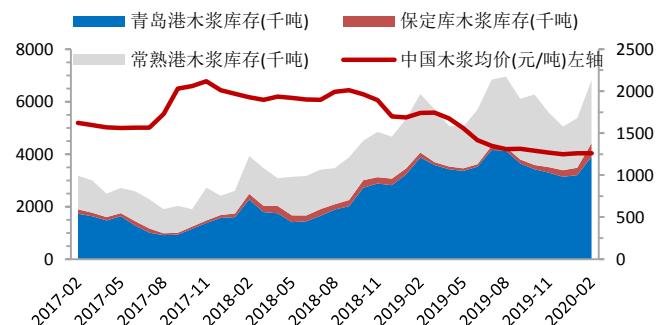
国内木浆产能回升，价格处于历史低点。我国 2018 年木浆产能 1309 万吨，较 2017 年同比提升 21.56%，增长较大。2018 年 2 月国内木浆均价 6169.17 元/吨，2020 年 2 月木浆均价回落至 4031 元/吨，价格下降位于历史区间底部。国外木浆价格受全球需求稳定、港口库存偏高影响，外盘针叶浆和阔叶浆价格均处于历史低位；近期海外疫情扩散导致木浆产能供给有不确定性，价格有小幅抬升之势，但我们判断中长期持续上涨动力偏弱。

图12： 我国木浆产能有所回升



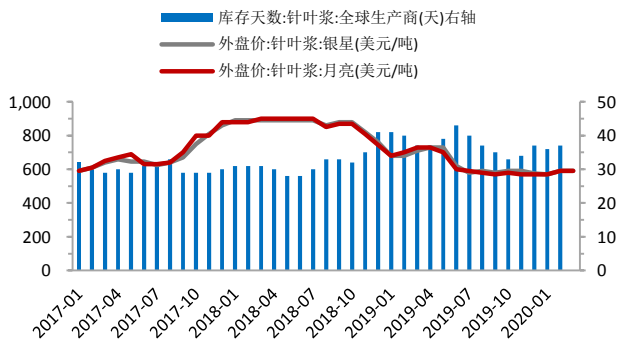
资料来源：卓创，新时代证券研究所

图13： 港口库存偏高，木浆价格位于较低区间



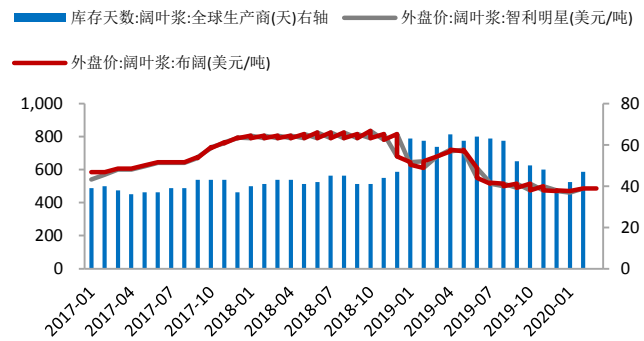
资料来源：卓创，新时代证券研究所

图14： 外盘针叶浆价格与库存走势



资料来源：卓创，新时代证券研究所

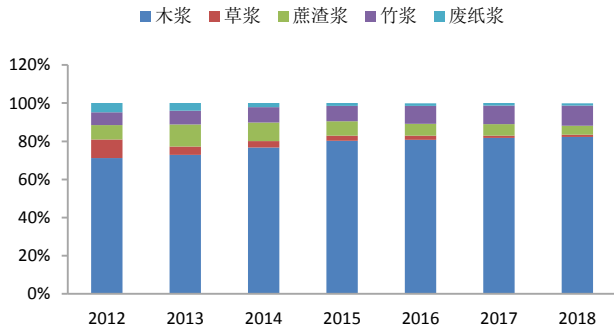
图15： 外盘阔叶浆价格与库存走势



资料来源：卓创，新时代证券研究所

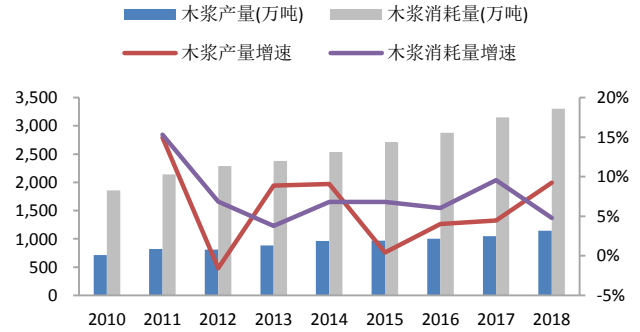
生活用纸主要原材料为木浆，其次是竹浆；木浆进口量逐年上升。原材料结构中，木浆占比最高达 82%，其次为竹浆占比 10%，基于生活用纸的高端化趋势，两者占比仍有提升空间。从供需角度来看，我国木浆进口依存度较高。2018 年木浆消耗量 3303 万吨，远高于产量 1147 万吨。而我国环保政策日益趋严，木材砍伐受限，供应缺口扩大，我国木浆供给更依赖于进口。2018 年国内木浆进口 2479 万吨，同比增速 4.15%，占消费量约 2/3，其中以针叶浆和阔叶浆为主。

图16: 生活用纸原料木浆占比最大, 其次是竹浆



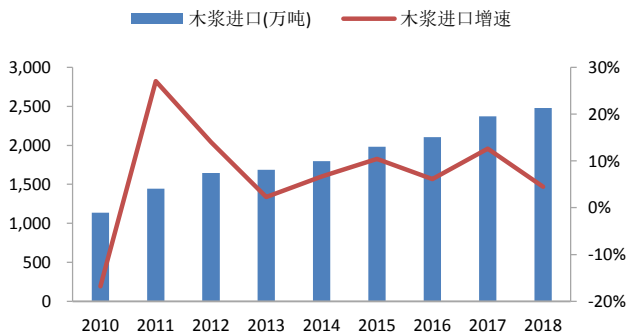
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 我国木浆供不应求, 进口依存度高



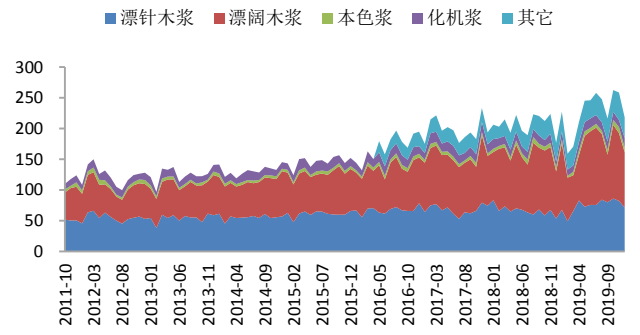
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图18: 我国木浆进口逐年上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图19: 木浆进口以针叶浆和阔叶浆为主

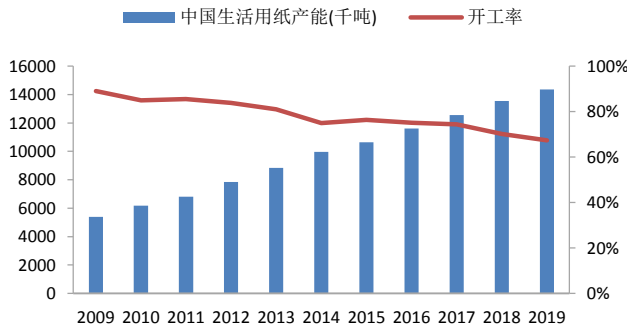


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 2.3、供给端: 产能稳步提升, 龙头格局稳定

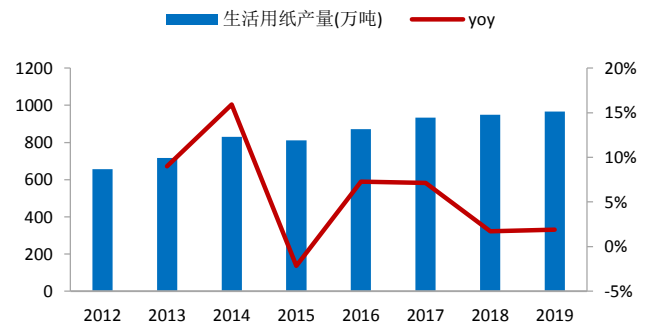
生活用纸产能稳步提升, 产量增加。伴随生活用纸消费需求增加, 企业纷纷扩大产能, 由 2015 年的 1064 万吨提升至 2019 年的 1436 万吨, 复合增速 34.96%。2019 年国内生活用纸产量 967 万吨, 较 2018 年小幅提升。前些年, 造纸产业加速淘汰落后产能, 行业集中度有提升之势, 而生活用纸开工率略有下降。

图20: 生活用纸行业产能稳步提升



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图21: 生活用纸产量有回升趋势



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

我国生活用纸 CR4 集中度低，龙头企业仍有很大提升空间。按照产能口径统计，目前 CR4（金红叶、恒安、维达、中顺洁柔）占比合计约 33%；而美国生活用纸 CR4 占比已超过 60%，对比来看我国龙头企业尚有很大成长空间。未来两年，龙头企业尚存待释放产能，行业集中度提升是大势所趋。

图22: 我国生活用纸 CR4 集中度低

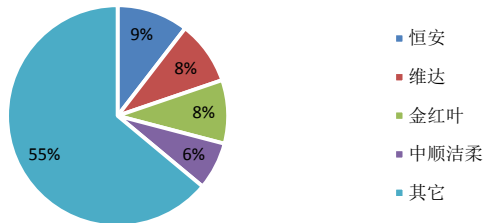
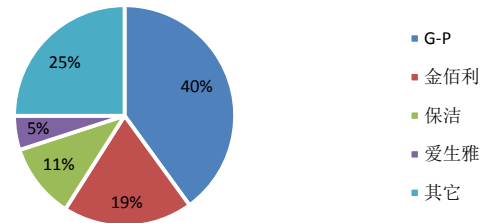


图23: 美国生活用纸 CR4 集中度已超过 60%



资料来源：生活用纸年鉴，新时代证券研究所

资料来源：生活用纸年鉴，新时代证券研究所

表2: 部分国内企业生活用纸拟在建项目梳理

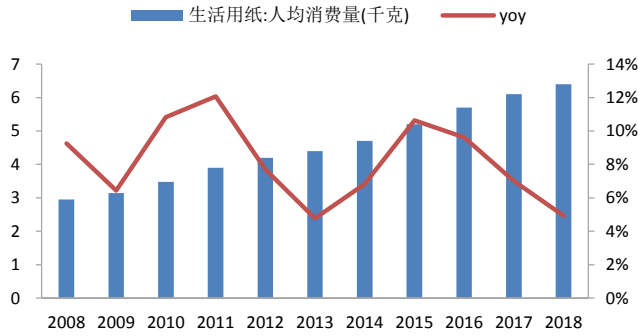
企业名称	产能 (千吨)	计划投产时间
泰盛 (宿州)	120	2020 年 Q2
东顺纸业	30	2020 年 Q3
港兴纸业	20	2020 年 Q3
金红叶 (湖北)	120	2020 年 Q3
湖北中顺洁柔	100	2020 年 Q3
王子制纸	120	2020 年 Q3
赤天化	102	2020 年 Q3
东顺纸业	20	2020 年 Q4
湖北丽邦	100	2020 年 Q4
真诚纸业	204	2020 年 Q4
泰盛 (宿州)	136	2020 年 Q4
湖北中顺洁柔	100	2020 年 Q4
维尔美纸业	170	2021 年 Q2
金红叶纸业	120	2021 年 Q3

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

## 2.4、需求端：中长期人均用纸量提升，高端化与多元化是主流

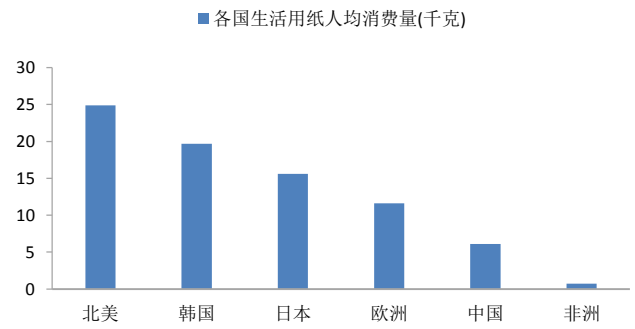
我国生活用纸人均消费量较发达国家仍有差距，需求成长空间大。2018 年我国生活用纸人均消费量 6.4 千克，北美生活用纸人均消费量约 25 千克，对比之下国内人均用纸需求向发达国家水平靠拢将进一步带动市场规模提升。受新冠疫情影响，全球公共卫生风险加剧，消费者卫生安全意识显著提升，高端生活用纸行业成长迅速，中长期成长确定性较强。

图24: 2018年我国生活用纸人均消费量6.4kg



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

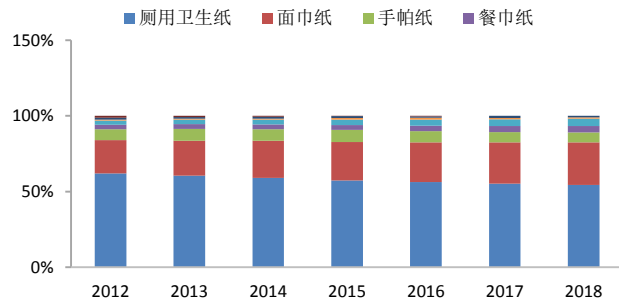
图25: 我国人均生活用纸消费量远低于发达国家



资料来源: 产业信息网, 新时代证券研究所

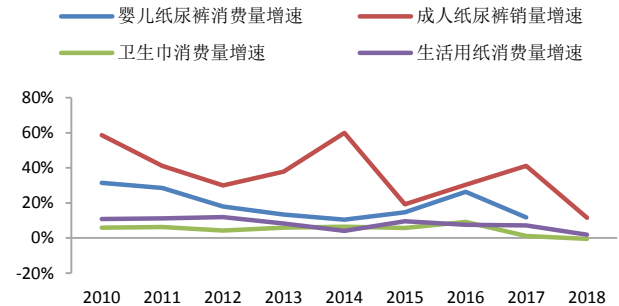
卷纸类需求占比下降, 生活用纸消费向高端化、多元化发展。除卷纸类卫生需求之外, 面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸等多品类产品占比明显提升, 多元化与高端化趋势逐步体现。与此同时, 婴儿用品、成人纸尿裤、女性用品等高毛利产品增速也持续提升超过生活用纸需求增速, 是未来多数企业重点布局的方向。

图26: 生活用纸消费向多元化、高端化发展



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

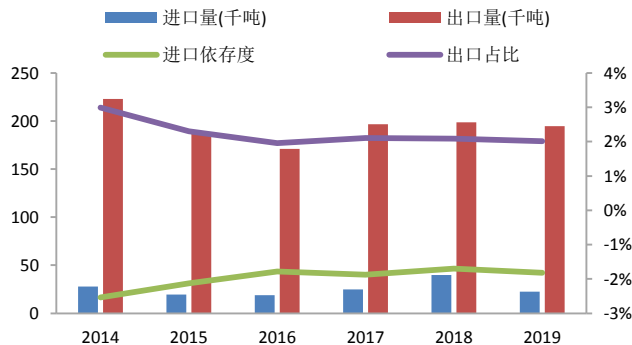
图27: 多元产品消费增速超过日常生活用纸增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

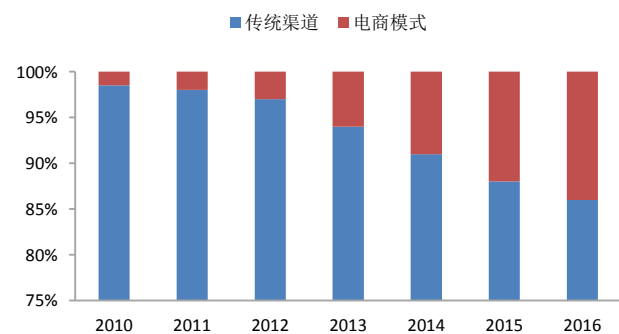
生活用纸进出口增速基本稳定, 内销中电商销售渠道占比大幅提升。2019年生活用纸进口量2.24万吨, 出口量19.48万吨, 增速波动不大, 需求平稳。此外, 为顺应消费升级与观念习惯的转变, 国内生活用纸企业纷纷开辟电商渠道, 布局淘宝、天猫、京东线上平台, 并加大广告宣传力度。2010-2016年, 传统线下渠道占比显著下降, 取而代之的是电商模式的快速崛起。今年以来, 受新冠疫情冲击线下实体门店影响, 企业加大线上布局与营销的力度, 而生活用纸由于标准化程度高, 电商与新零售相结合的销售模式将是未来的主流趋势。

图28: 生活用纸进出口增速基本稳定



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图29: 生活用纸销售中, 电商渠道占比大幅上升



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

### 3、公司分析与预测：产品+渠道双轮驱动，打响品牌知名度

#### 3.1、核心竞争力之一：高端化、差异化产品矩阵，研发实力强

公司品牌主要是洁柔和太阳两大系列产品，洁柔定位中高端、高品质市场；太阳定位低端、高性价比市场。洁柔 Face 系列、Lotion 系列是公司主打产品线，其添加保湿因子、可湿水等功能深入人心，领先占据品牌优势。此外，公司还逐步向生活用纸衍生类产品，如棉柔巾、湿巾、卫生巾等品类拓展，分散单一风险。

表3：公司多元化产品布局与定位一览

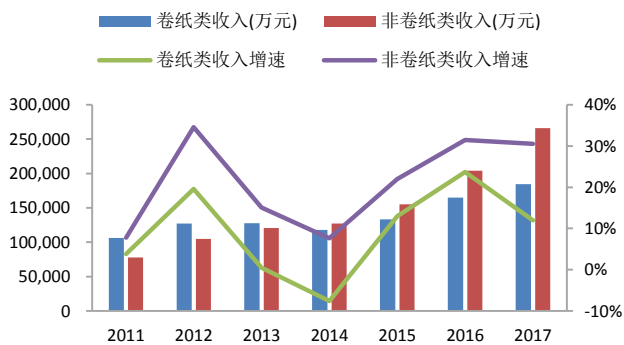
产品大类	产品系列	图片展示	产品定位	竞争力	主要产品
主力品类	Lotion 系列		中高端	含有保湿因子，锁水更柔滑，乳霜倍亲肤，母婴、鼻敏感、化妆	手帕纸、软抽、盒抽适用
	Face 系列		中高端	可湿水造纸工艺，可做洗脸巾	手帕纸、软抽、盒抽、卷纸
	太阳系列		中低端	价格实惠	卷纸、抽纸
新拓品类	自然木系列		特殊人群： 纯天然产品偏好者	低白度黄色纸，采用 100% 进口原生木浆制造	手帕纸、软抽、卷纸
	新棉初白		特殊人群： 母婴、美妆等	采用 100% 新棉花，全物理工艺，完全 0 漂白，可做化妆棉、洗脸巾等	棉柔巾软抽
	卫生巾		中高端	100% 棉花，5D 新科技，轻薄无感	卫生巾
其他品类	厨房系列		中高端	立体吸水强力吸油，符合欧美食品接触纸检测标准，可做一次性洗碗巾	软抽、卷纸
	湿巾系列		中高端	相比市场上其他产品，采用加厚水刺无纺布，更厚实，一抵两张，通过皮肤刺激性测试	清洁款、花草款、保湿款、卫生款
	金尊系列		中高端	采用 100% 进口原生木浆制造，层层柔韧，性价比高	软抽、卷纸
	商销系列		特殊人群： 酒店等商家	专门面向酒店终端客户，根据酒店定位提供不同规格全方位产品	盒抽、卷纸、软抽

资料来源：公司官网，新时代证券研究院

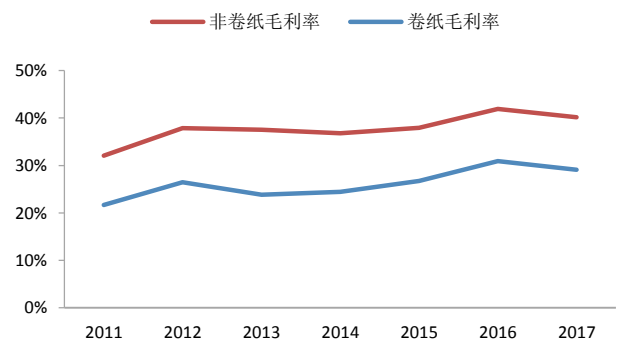
#### 3.1.1、横向扩充产品品类，高毛利产品占比提升

品类定位高端，持续丰富产品矩阵。公司主要聚焦于卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉花柔巾六大品类，其中非卷纸类产品已有明显提升。2017 年公司非卷纸类产品营收 26.63 亿元，同比增长 30.54%，相较于前几年持续放量；而卷纸类产品收入增速有所放缓，表明公司在加快非卷纸类产品的布局，顺应国内生活

用纸消费多元化与高端化的发展趋势。非卷纸类产品毛利高于卷纸类产品，也是公司盈收的主要贡献来源，2017年公司非卷纸类产品毛利率40.18%，远高于卷纸类产品毛利率29.11%。

**图30: 非卷纸业务营收增速较高, 持续放量**


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**图31: 非卷纸业务毛利率40%, 高于卷纸毛利率29%**


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**表4: 公司同品类竞品抽纸对比一览**

产品名称	主打功能	规格	每抽价格(元)
洁柔 Lotion	保湿亲肤	195mm*133mm*3层	0.07
维达“细韧”	亲肤无刺激	195mm*120mm*3层	0.02
清风“功能纸巾”	告别红鼻子	206mm*166mm*3层	0.07
洁柔 Face	可湿水	195mm*133mm*3层	0.02
维达“超韧”	湿水不易破	195mm*133mm*3层	0.02
心相印“茶语”	湿水不易破	190mm*132mm*3层	0.02
洁柔“自然木”	低白度黄色纸	195mm*133mm*3层	0.03
清风“原木纯品”	原生木浆、无荧光增白剂	188mm*136mm*3层	0.02
斑布抽纸	原生竹浆	190mm*135mm*3层	0.02
洁柔“新棉初白”	棉柔巾	195mm*175mm*1层	0.19
维达“棉柔巾”	棉柔巾	200mm*200mm*1层	0.13
清风“纯棉柔巾”	棉柔巾	210mm*200mm*1层	0.3

资料来源: 淘宝 APP, 新时代证券研究所

### 3.1.2、纵向延伸中低端市场, “太阳”品牌再发力

靠品牌效应打入中低端市场, “太阳”重整旗鼓。2019年10月, 公司在广州云浮市成立子公司“太阳生活用品股份有限公司”, 重启“太阳”生活用纸品牌, 与原有“洁柔”品牌齐头并进。目前生活用纸中低端市场占比依然过半, 公司借助“洁柔”的品牌影响力重塑“太阳”, 有望击败中小品牌, 在中低端市场保证高市占率。目前“太阳”品类产品在天猫、京东等电商平台单独开设品牌旗舰店, 带动下一轮增长趋势确定性较强。

图32: “太阳” 品类覆盖手帕纸、卷纸、抽纸



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图33: “太阳” 主打原生浆制造, 性价比高



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

布局“竹浆一体化”项目, “太阳” 原材料成本优势凸显。太阳品牌主打原生竹浆纸, 为提高原料自给率并降低成本, 公司 2019 年 7 月拟在四川达州市建设“30 万吨竹浆纸一体化项目”。项目建成后, 预计年产 31.8 万吨竹浆、30 万吨生活用纸, 实现竹浆纸一体化生产模式。达州项目主要为“太阳” 品牌提供原材料, 项目建成可为公司寻求新的利润增长点, 有利于公司产业链延伸和品牌战略发展。

表5: 竹浆一体化项目确保“太阳” 品牌成本优势

项目地点	生产线	建设规模	投资金额	建设周期	投资回收期	建成后收入	建成后利润
四川省达州市渠县李渡乡	竹浆 生活用纸	31.8 万吨/年 30 万吨/年	177,974.93 万元 211,242.50 万元	三年内建设完成 分三期, 每期 10 万吨	12.04 年	303,000 万元/年	21,650.01 万元/年(税后)

资料来源: 新时代证券研究所

### 3.1.3、研发团队成熟, 产品更迭贴近消费者需求

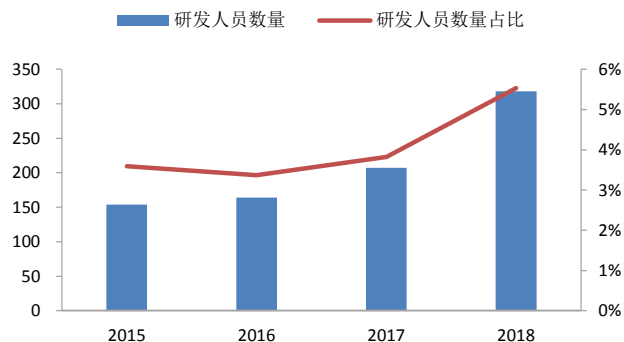
公司注重自主研发, 产品推陈出新速度领先。公司研发能力较强, 2018 年研发投入占营收比重 1.89%, 研发人员 318 人, 占员工总数的 5.53%。同时, 产品迭代能力较好, 2013 年推出超迷你手帕纸, 环保便携; 2015 年开发抽纸“敞篷式开口”, 节约第一张纸; 2017 年-2018 年分别推出“自然木”和“新棉初白”系列, 满足环保和美妆偏好的需求。2020 年 2 月, 为共同抗击疫情, 旗下子公司拟开展生产、销售医用口罩, 切实履行上市公司责任。

图34: 公司产品系列不断推陈出新



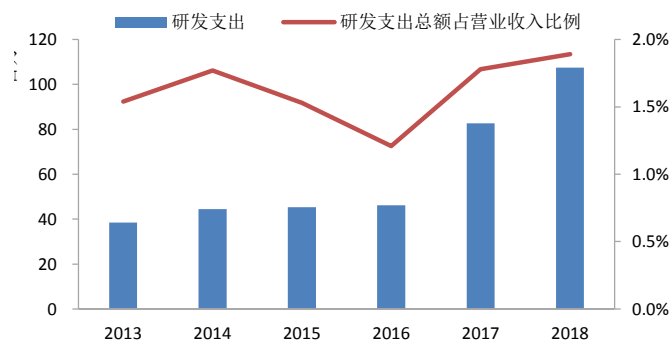
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图35: 研发人员占比持续攀升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图36: 研发支出占营收比重显著提升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**低白度“自然木”主打健康安全，布局黄色纸市场。**生活用纸市场逐步向高端化、差异化发展，消费者对于产品的安全性、功能性追求更高，近年不含荧光剂、低白度的原生木浆纸备受消费者青睐。2017年，公司根据市场趋势推出“自然木”品类，采用进口原生木浆，不含荧光增白剂，更加安全健康。

**棉柔“一巾多用”，“新棉初白”定位日益壮大的美妆人群。**随着爱好美妆的女性群体人数攀升，洗脸巾、卸妆棉等辅助产品需求量快速扩大。2018年，公司看准时机推出“新棉初白”系列，采用100%棉花制造，无化学漂白，健康安心。且棉柔巾用途广泛，除用作个人清洁、护理外，其符合欧洲食品级检测标准，同样适合母婴使用，是公司产品拓展领域又一成就。

图37: “自然木”产品定位安全低白度



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图38: “新棉初白”棉柔巾定位化妆人群，多功能性强



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

### 3.2、核心竞争力之二：四大销售渠道齐发展，强营销提升品牌竞争力

**四大渠道齐头并进，并开拓母婴、新零售等销售新模式。**公司不断建立和完善营销网络加强渠道覆盖，是后来居上的重要原因之一。从2015年前的单一经销商渠道拓展为GT、KA、AFH、EC四大渠道齐头并进的发展模式。2018年，公司顺应消费升级与移动互联新时代，相继拓宽母婴和新零售渠道，成为盈利增长新动力。

**GT经销商:**公司最主要、营收最稳定的渠道。目前营销网络覆盖全国绝大部分地(县)级城市，采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略。目前公司经销商数量已经从2014年的700家扩大到2018年的2700家。

**KA直营卖场:**公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福、步步高和永辉等大型连锁卖场建立良好长久的合作关系。

EC 电商：公司加大在天猫、淘宝、京东、唯品会等电商平台的投入，并组建专业的电商运营团队，目前线上销量居于行业前列。

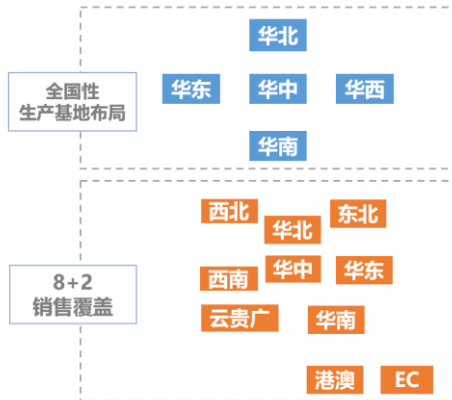
AFH 商销：针对酒店、公司等客户，成立了专业的商销服务团队，通过定制化满足客户生活用纸需求。

图39： 公司主要渠道覆盖与母婴、新零售模式的拓展布局



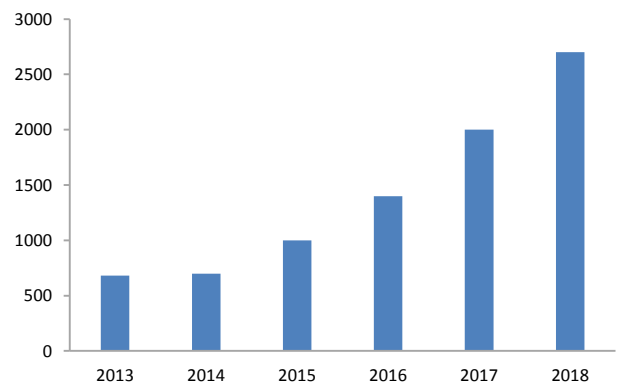
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图40： 公司销售渠道覆盖“8+2”区域，范围广泛



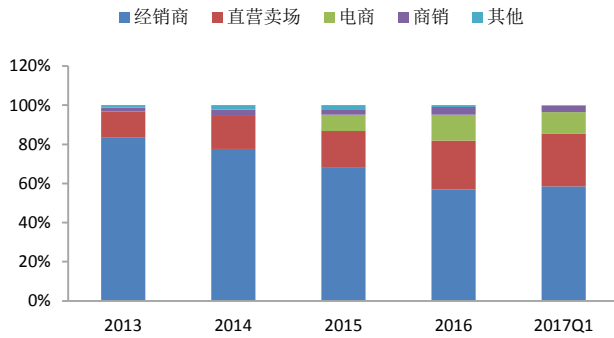
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图41： 公司经销商数量攀升逐年显著提升

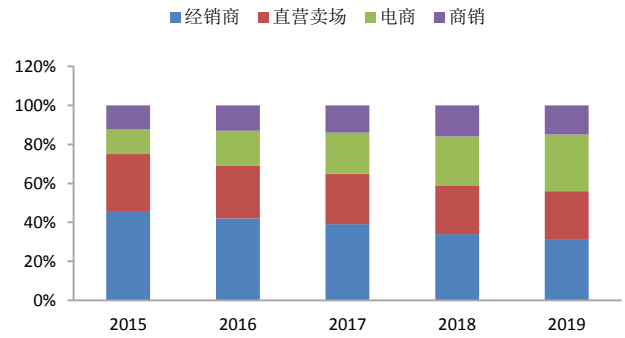


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

经销商渠道占比有所下降，高毛利渠道多样化发展。目前，经销商仍为公司的主要销售渠道，但商超直营、进驻线上电商平台等高毛利渠道占比逐年上升。公司2017年Q1经销商渠道占比58.57%，维达2017年经销商渠道占比39%，与维达国际相比，公司经销商渠道占比仍然较高，新零售平台红利仍有释放空间。

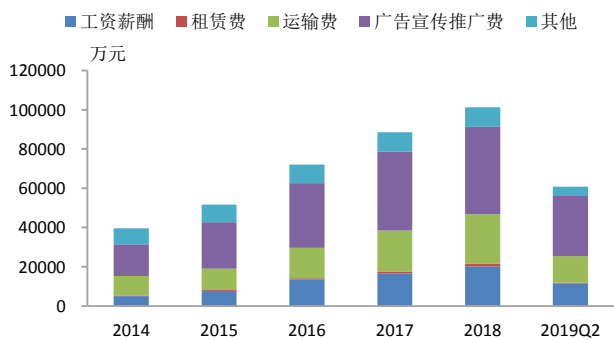
**图42: 公司销售渠道更加多元化, 直营占比提升**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

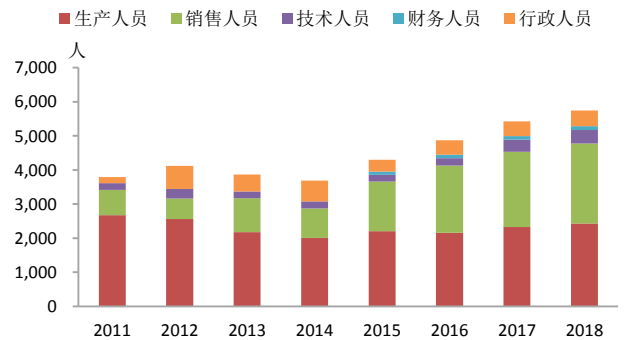
**图43: 维达国际渠道营收占比**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**营销宣传投入力度加大, 品牌知名度打响。**2015年公司引进“金红叶”新营销团队, 通过调整“强产品、弱营销”的发展策略, 在注重产品研发的基础上, 不断搭建强化营销网络建设。此外, 加强明星代言、积极参与“双十一”等促销活动增强了品牌知名度, 例如“洁柔可湿水系列”、“轻松第一抽”等品牌形象已深入人心、较好地占领了消费者心智。同时, 公司广告宣传推广费用有所增加, 2018年同比增长11%, 销售人员占比将近40%, 在营销力度加大的背景下提升明显。

**图44: 公司销售费用上升, 其中广告推广费增加较快**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

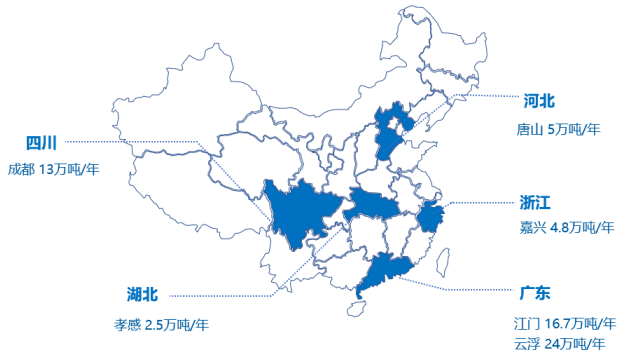
**图45: 公司销售人员占比提升逐年提升**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3.3、核心竞争力之三: 产能投放提供中长期增长动力

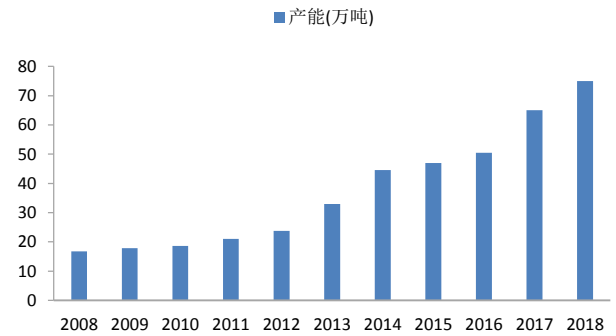
**全国生产基地布局, 产能逐步释放助力成长。**公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司, 全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局。2017年公司云浮和唐山生活用纸项目逐步投产, 公司产能达65万吨/年; 2018年, 公司湖北新增10万吨产能投产, 预计未来5年, 每年约有10万吨产能投放, 为公司中长期成长提供内生动力。

图46: 公司生产基地全国布局



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

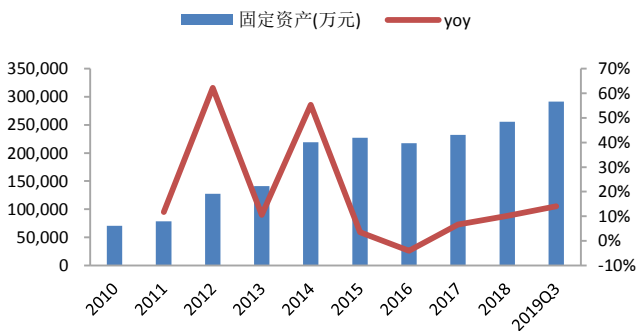
图47: 公司产能不断提升助力长远发展



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

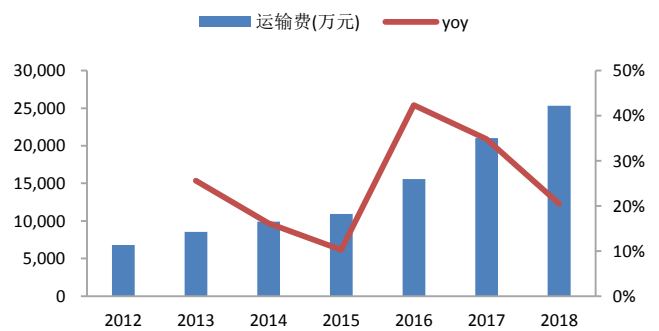
**生产基地+销售渠道配套, 运输成本增速下降。**通过全国性生产基地布局, 对接 8+2 地域销售覆盖, 公司拉近了与客户的距离, 有效降低了运输成本, 提高了运输效率。2019 年 7 月, 公司通过在四川达州市建设“30 万吨竹浆一体化项目”, 计划实现制浆产量约 30 万吨/年、造纸产量约 30 万吨/年, 减少中间环节, 进一步降低成本, 预计未来 3-5 年成本优势将逐步显现。

图48: 公司固定投资有所加大



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图49: 公司运输费用显著降低



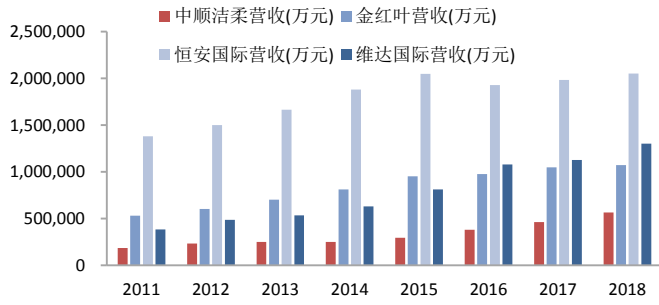
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 4、 同业竞争分析

### 4.1、 后来者居上, 净利润增速赶超同行

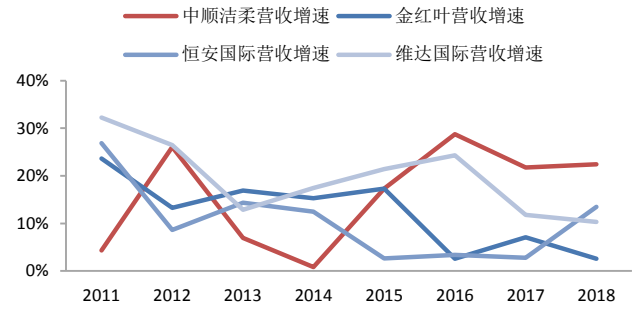
**公司与前三大龙头相比发展起步较晚, 但营收增速后来居上。**目前, 公司市占率排名第四, 属于生活用纸行业第一梯队成员。与前三大龙头恒安、维达和金红叶相比, 公司起步较晚, 体量较小, 但近三年营收和利润增速迎头赶超, 2018 年公司营收增速已位列第一, 为 16.84%, 综合考虑公司在产品、渠道与产能的布局与发力, 预计未来 3-5 年成长动力较足, 市场规模与占有率将进一步提升。

图50: 恒安为行业第一, 中顺赶超成长性



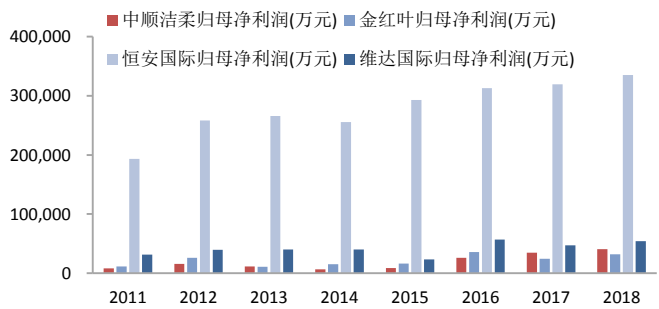
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图51: 2014年以来, 公司营收增速较快



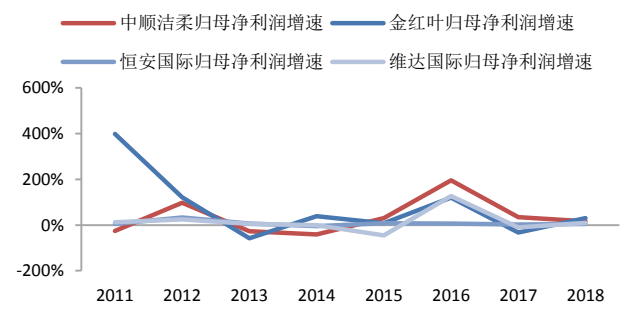
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图52: 公司归母净利润持续赶超同业竞争者



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图53: 公司净利润增速超越同业竞争者



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 4.2、相比于对手, 公司产品定位高端, 毛利率位于前列

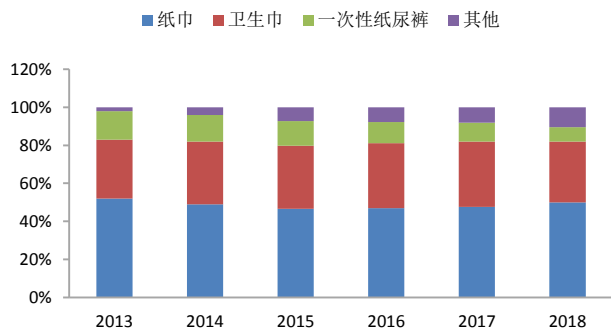
竞争对手之一恒安国际当属行业龙头, 产品矩阵最广。福建恒安集团创立于1985年, 通过女性用品起家, 是最早进入中国卫生巾市场的企业之一, 其“安尔乐”、“七度空间”等品牌知名度高、消费群体广, 市占率不断提升; 1996年, 恒安推出“安儿乐”纸尿裤业务, 进军母婴市场; 1997年进军生活用纸行业, “心相印”品牌深入人心; 2002年公司收购吉安丽人堂日化公司, 进军化妆品和洗涤用品市场。

图54: 恒安国际主要产品



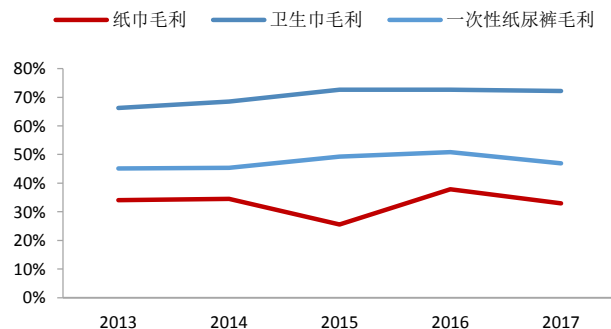
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图55: 恒安国际产品以纸巾与女性用品为主



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图56: 恒安国际女性用品毛利率维持较高水平



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

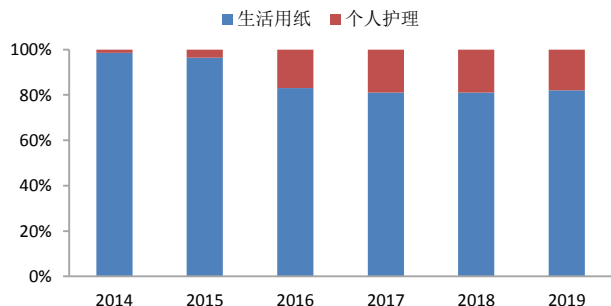
竞争对手之二维达国际率先拓展海外市场, 企业市场规模快速提升。维达集团于 1985 年创建; 于 2007 年在香港联交所主板上市; 公司于 2014 年整合爱生雅中国内地、香港以及澳门的纸业和个人护理业务; 于 2016 年整合马来西亚、中国台湾、南韩业务, 具有海外布局先发优势。目前, 维达在生活用纸、成人失禁护理、女性护理和婴儿护理四大领域布局。

图57: 维达国际主要产品



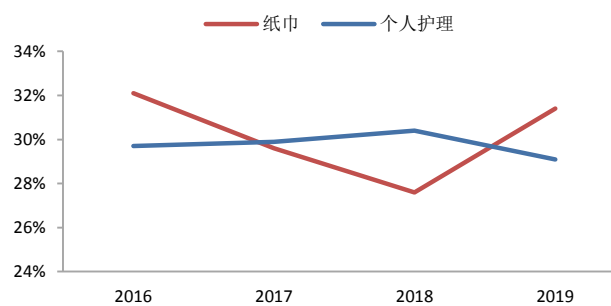
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图58: 维达国际个护产品占比提升



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图59: 维达国际产品毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

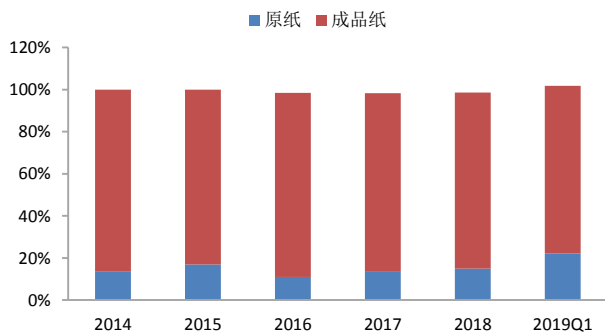
竞争对手之三金红叶背靠实力企业，产品梯度明显。金红叶纸业集团有限公司是APP（中国）于1996年投资建设的现代化大型生活用纸公司，目前年产生活用纸原纸80万吨，成品加工年产60万吨。公司采用产品梯度化营销，旗下铂丽雅定位高端轻奢、清风主打中端市场、真真定位低端高性价比市场。

图60：金红叶主要产品系列与定位



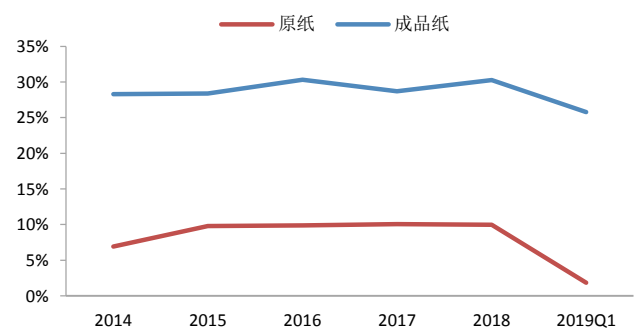
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图61：金红叶产品结构分布



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图62：金红叶成品纸毛利高



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

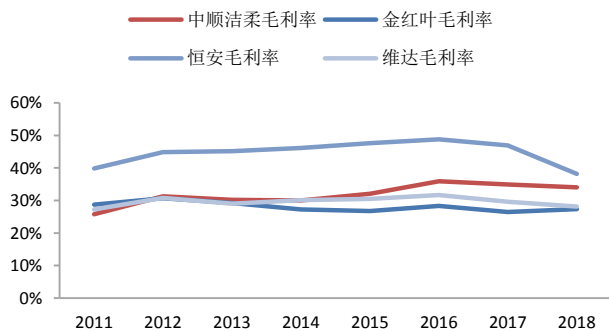
洁柔定位高端产品，毛利率位列前位。目前，行业内龙头企业主要发展趋势是向女性用品、婴儿用品等领域拓展。从毛利率和净利率维度对比来看，产品矩阵最广的恒安国际核心优势最强；中顺洁柔定位高端市场，毛利率和净利率位列第二名，高端产品品类拓展有望带动盈利水平进一步增长。

表6：四大企业产品覆盖面对比

产品	中顺洁柔	恒安国际	维达国际	金红叶
生活用纸	✓	✓	✓	✓
卫生巾	✓	✓	✓	
母婴用品		✓	✓	
成人失禁用品		✓	✓	
洗护用品		✓		
化妆品		✓		

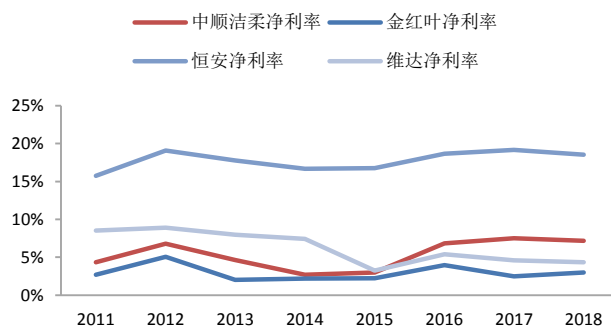
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图63: 公司毛利率位列同业第二



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图64: 公司净利率稳中有升, 位列同业第二

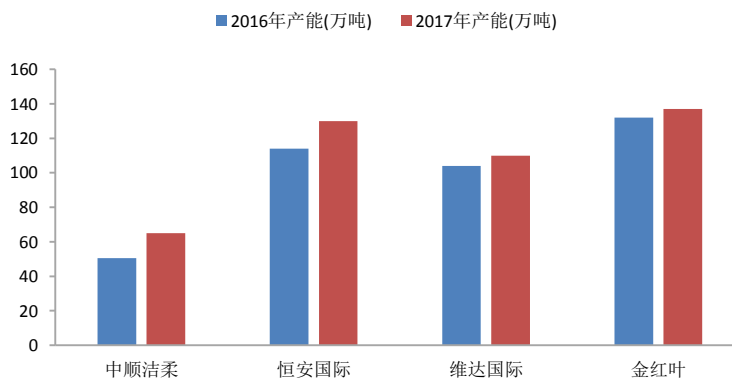


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 4.3、产能布局日益完善, 增长潜力可期

公司产能布局尚有提升空间, 重点城市布局基本完成。产能布局最完善的是恒安国际在全国 15 个省、市、自治区, 投资设立 40 多家生产公司, 保证公司产品对市场需求做出快速反应。同时, 恒安在全国设立 40 余家分公司以及 200 多个销售团队、上万业务人员遍布全国城市、乡村, 提供优质服务。另外三家企业主要处于在重要城市建厂并向全国铺开的初期拓展阶段, 产能多集中在山东、湖北、广东、四川等地, 相比恒安国际, 产能布局有进一步优化的空间。

图65: 四大企业产能对比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图66: 中顺洁柔产能分布



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图67: 恒安国际产能分布



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图68: 维达国际产能分布



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图69: 金红叶产能分布



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 5、关键假设与盈利预测

我们对公司主营业务进行分拆与盈利预测, 基于以下核心假设: 1) 公司成品纸 2019-2021 年收入增速分别为 16.84%、19.20%、19.20%; 2) 公司半成品收入平稳增长, 2019-2021 年收入增速分别为 10%、10%、10%; 3) 伴随公司高毛利产品占比提升, 整体毛利率稳中有小幅提升, 2019-2021 年分别为 38.10%、38.50%、38.50%。

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 66.34/79.08/95.06 亿元, 增速分别为 16.84%/19.20%/20.20%; 净利润分别为 6.06/7.48/9.16 亿元, 增速分别为 49%/23.4%/22.5%。

表7: 主营业务拆分与收入预测

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,809.35	4,638.35	5,678.52	6634.78	7908.66	9506.21
yoy (%)	28.74	21.76	22.43	16.84	19.20	20.20
营业成本	2,441.19	3,018.61	3,744.11	4106.93	4863.82	5846.32
yoy (%)	21.38	23.65	24.03	9.69	18.43	20.20
毛利	1,368.16	1,619.74	1,934.41	2,527.85	3,044.83	3,659.89
毛利率 (%)	35.92	34.92	34.07	38.10	38.50	38.50
<b>成品类</b>						
收入	3,687.59	4,507.88	5,544.58	6478.28	7722.12	9281.98
yoy (%)	27.89	22.24	23.00	16.84	19.20	20.20
成本	2,323.59	2,901.05	3,618.60	3969.26	4700.78	5650.34
yoy (%)	19.80	24.85	24.73	9.69	18.43	20.20
毛利	1,364.00	1,606.84	1,925.99	2,509.03	3,021.34	3,631.65
毛利率 (%)	36.99	35.64	34.74	38.73	39.13	39.13
<b>半成品</b>						
收入	77.87	33.21	33.90	37.29	41.02	45.12
yoy (%)	57.36	-57.35	2.09	10.00	10.00	10.00
成本	75.75	30.96	32.00	32.96	33.95	34.97
yoy (%)	59.08	-59.13	3.36	3.00	3.00	3.00
毛利	2.12	2.25	1.91	4.33	7.07	10.15
毛利率 (%)	2.73	6.78	5.62	11.61	17.24	22.50

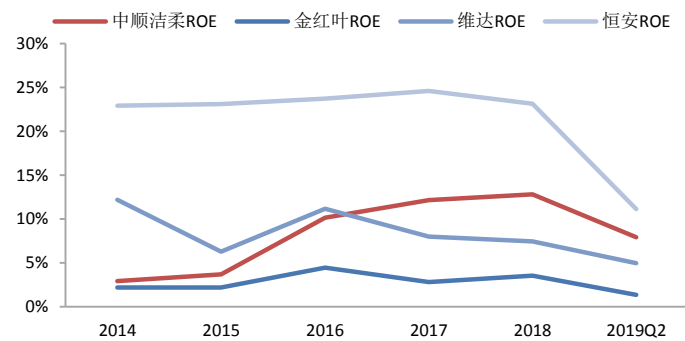
资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 6、财务分析：盈利水平持续提高，资产周转优势强

### 6.1、销售与管理费用稳中上升，但 ROE 水平稳步改善

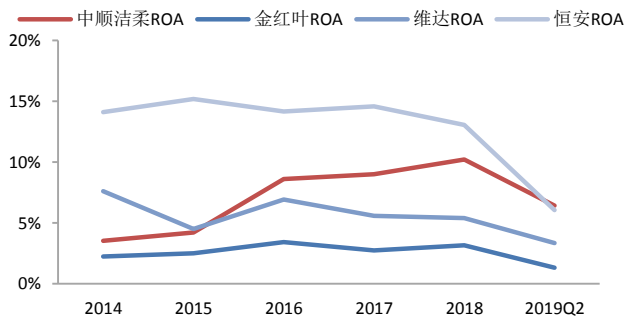
**盈利性增强，ROE 水平较好。**2015 年，公司组建了全新的营销团队，带动经营拐点进一步提速，至此 ROE 水平有明显的提升。2018 年，公司 ROE 为 12.81%，较 2015 年大幅提升 8pct，在行业内仅屈居于龙头恒安国际。此外，ROA 与 ROIC 也有明显改善。截至 2019 年第二季度，公司 ROA、ROIC 分别为 6.42%、7.12%，趋势明显好于其他竞争对手，体现改革成效。

**图70： 2018 年，公司 ROE 达到 12.81%，仅屈居恒安国际**



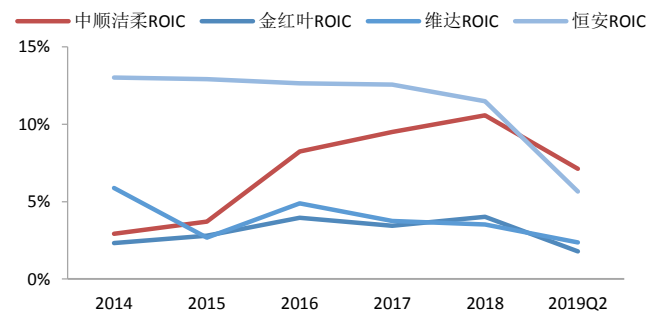
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图71： 可比公司 ROA 对比**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

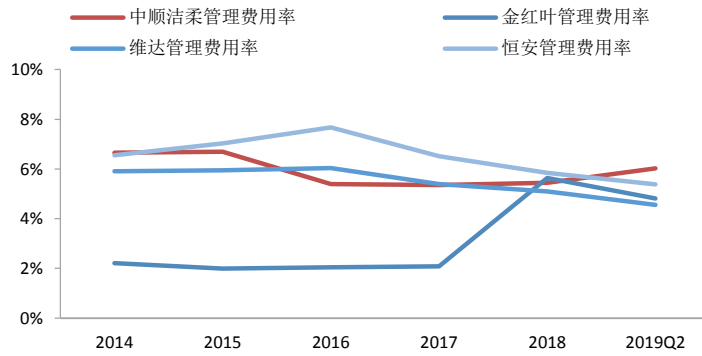
**图72： 可比公司 ROIC 对比**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

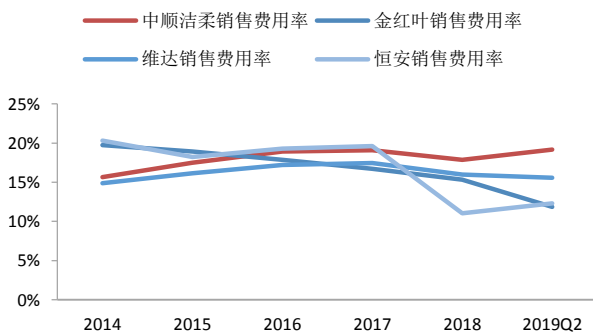
**公司销售、管理费用率有所提升，财务费用率降低。**由于公司加强品牌建设，销售费用和人工薪酬呈上升趋势，在行业内处于偏高水平，2019 年 Q2 管理费用率和销售费用率分别为 6.02%、19.16%，较 2018 年有所上升。但公司债务压力小，财务费用率在四大企业中最低，2019Q2 公司财务费用率仅 0.47%，显著低于同业。

图73: 公司管理费用率有所上升, 略高于同业



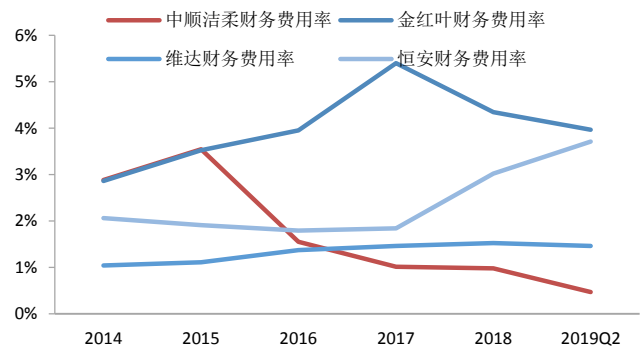
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图74: 公司销售费用率小幅上升高于同业



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图75: 2019Q2 公司财务费用率仅 0.47%, 低于同业

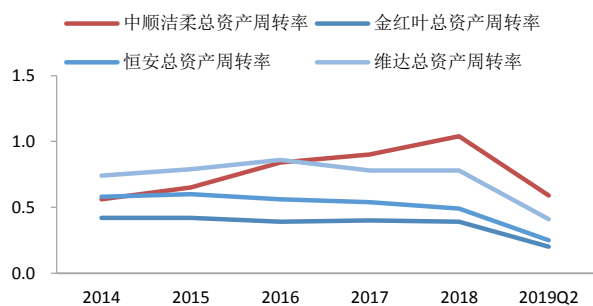


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 6.2、总资产周转突出, 账期回款速度快

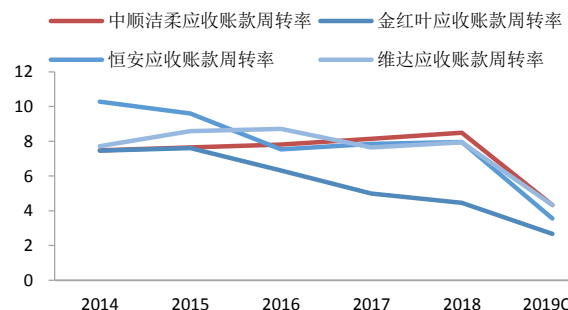
渠道建设成效明显, 营运能力优势强。公司 2018 年总资产周转率 1.04, 显著优于行业内其它竞争对手, 主要得益于产能利用率不断提升, 资产利用效率高。同时, 2018 年应收账款周转率 8.49, 较往年水平持续改善, 处于行业较高水平, 公司经销商渠道管理成效明显, 账款回收情况较快, 资金充足, 经营能力突出。

图76: 公司总资产周转率显著优于同行



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图77: 应收账款周转持续改善

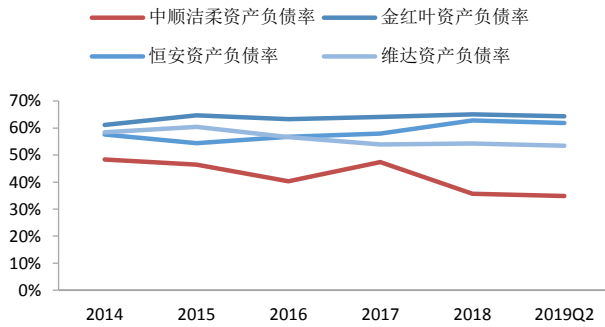


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 6.3、资产负债合理，偿债能力较强

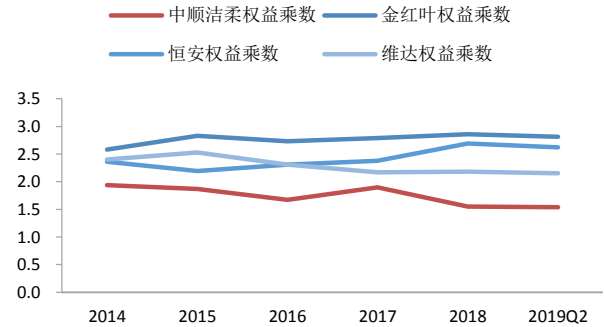
公司债务压力小，偿债能力强。公司资产负债率和权益乘数均为行业内最低，2019Q2 公司资产负债率 34.91%，权益乘数 1.54，债务压力较小。但 2019 年公司继续扩大产能建设，资产负债率有上升趋势，预计未来债务水平或将有所上升。

图78： 与同业比较，公司资产负债率水平较低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

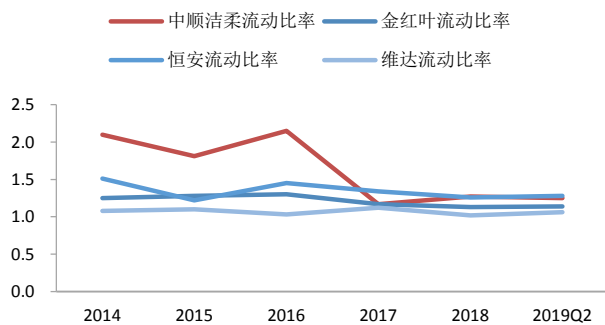
图79： 与同业比较，公司权益乘数最低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

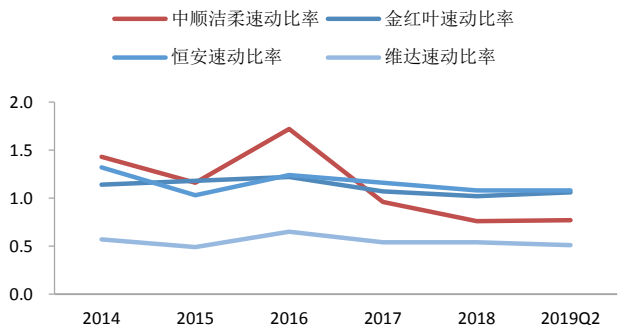
公司流动比率和速动比率自 2017 年以来降幅较大，流动比率由 2017 年的 1.17 下降到 2019Q2 的 0.77，速动比率由 2017 年的 0.96 下降到 2019Q2 的 0.77，主要原因是公司一年内短期借款增多，2018 年公司偿还部分短期借款后，流动比率、速动比例均有所回升。

图80： 可比公司流动比率对比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图81： 可比公司速动比率对比



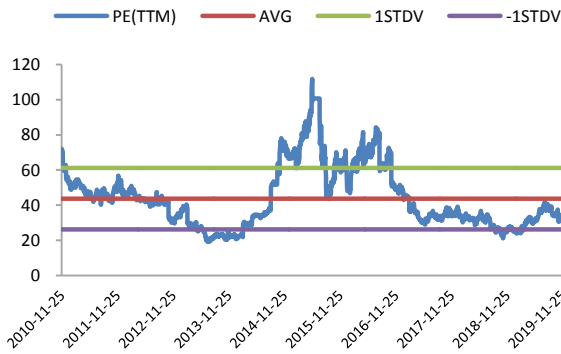
资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 7、估值水平与投资评级

### 7.1、相对估值

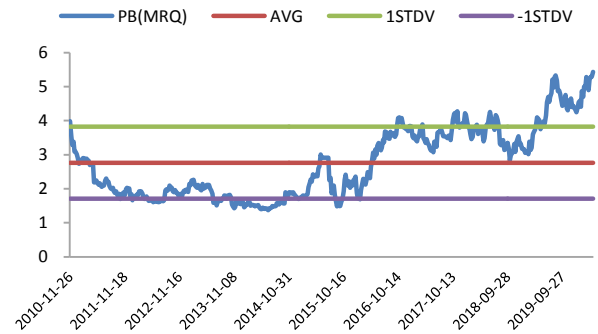
从相对估值角度，公司 PE 处于历史均值之下，PB 水平较高。公司自上市以来，历史平均 PE 约 44 倍，目前 PE 约 30 倍；历史平均 PB 为 3.06，目前 PB 为 5.74，已超过均值水平。目前，消费升级主逻辑确定，生活用纸中长期需求向好，木浆成本仍在红利期。公司产品定位高端化、差异化，利润增势动力较足；未来渠道+产能优势持续释放。

图82: 公司历史 PE



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图83: 公司历史 PB



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 7.2、可比估值与评级

参照可比公司与平均估值, 综合考虑公司在生活用纸行业属于第一梯队品牌, 生活用纸中长期人均用纸量将向发达国家水平看齐, 市场规模将持续提升。公司收入体量相较于其他龙头企业, 仍有大幅提升的空间, 未来产品结构优化, 高毛利产品持续增加, “太阳”品牌打入中低端市场叠加渠道不断深耕, 公司业绩增长动力强劲, 享有龙头估值溢价, 给予 2020-2021 年合理估值 33-36X, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表8: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE				PB(MRQ)
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
002511.SZ	中顺洁柔	16.96	13.09	221.99	0.31	0.46	0.57	0.70	54.50	36.60	29.70	24.20	5.81
1044.HK	恒安国际	66.10	11.90	786.38	3.15	3.29	3.78	4.06	15.85	15.14	15.68	14.60	4.01
3331.HK	维达国际	22.85	11.97	273.58	0.54	0.95	1.09	1.22	22.67	14.89	17.61	15.78	2.89
平均值									31.01	22.21	21.00	18.19	4.24

资料来源: wind, 新时代证券研究所 (除中顺洁柔纸业外, 其它公司盈利预测均来自于 wind 一致预期, 时间截止为 2020.4.17)

## 8、风险分析

1) **原材料价格上涨:** 主要原材料为木浆, 目前国内木浆供不应求, 全球公共卫生风险加剧, 进口木浆价格有波动性和不确定性, 对利润造成影响。

2) **新品销售不及预期:** 公司新产品主要以女性用品、母婴用品为主, 消费者对此类产品品牌转换上需要一定时间, 公司抢占市场低于预期。

3) **产能释放不及预期:** 公司四川达州项目为新投入项目, 建设周期长、用地面积大, 项目进度或存有不确定性。

4) **行业竞争加剧:** 行业内龙头企业目前均增势较好, 且生活用纸属快消品, 消费者转换成本低, 定价策略不同或加剧市场竞争。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3014</b>	<b>2157</b>	<b>2901</b>	<b>3763</b>	<b>4215</b>	<b>营业收入</b>	<b>4638</b>	<b>5679</b>	<b>6635</b>	<b>7909</b>	<b>9506</b>
现金	1086	415	1193	1422	1710	营业成本	3019	3744	4107	4864	5846
应收票据及应收账款合计	608	741	869	1030	1264	营业税金及附加	39	38	53	61	71
其他应收款	8	9	11	13	16	营业费用	886	1013	1236	1465	1742
预付账款	47	53	64	75	92	管理费用	249	202	316	361	408
存货	547	858	683	1141	1052	研发费用	0	108	42	67	107
其他流动资产	718	81	81	81	81	财务费用	47	56	86	132	155
<b>非流动资产</b>	<b>2778</b>	<b>2989</b>	<b>3428</b>	<b>3973</b>	<b>4605</b>	资产减值损失	6	27	28	27	40
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2321	2556	3009	3560	4192	其他收益	16	7	5	6	7
无形资产	127	125	115	106	97	投资净收益	6	11	5	6	6
其他非流动资产	330	308	304	307	316	<b>营业利润</b>	<b>414</b>	<b>503</b>	<b>774</b>	<b>942</b>	<b>1147</b>
<b>资产总计</b>	<b>5792</b>	<b>5146</b>	<b>6329</b>	<b>7736</b>	<b>8819</b>	营业外收入	10	10	13	14	12
<b>流动负债</b>	<b>2572</b>	<b>1702</b>	<b>2208</b>	<b>2885</b>	<b>3108</b>	营业外支出	3	3	4	3	3
短期借款	518	347	1426	1984	2006	<b>利润总额</b>	<b>421</b>	<b>510</b>	<b>783</b>	<b>952</b>	<b>1156</b>
应付票据及应付账款合计	586	577	0	0	0	所得税	72	103	177	204	240
其他流动负债	1468	777	783	901	1101	<b>净利润</b>	<b>349</b>	<b>407</b>	<b>606</b>	<b>748</b>	<b>916</b>
<b>非流动负债</b>	<b>176</b>	<b>133</b>	<b>210</b>	<b>267</b>	<b>298</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	150	75	152	209	239	<b>归属母公司净利润</b>	<b>349</b>	<b>407</b>	<b>606</b>	<b>748</b>	<b>916</b>
其他非流动负债	26	59	59	59	59	EBITDA	601	743	998	1247	1514
<b>负债合计</b>	<b>2748</b>	<b>1835</b>	<b>2419</b>	<b>3152</b>	<b>3405</b>	EPS(元)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.70
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	2045	2655	3419						
归属母公司股东权益	3044	3311	3910	4584	5414						
<b>负债和股东权益</b>	<b>5792</b>	<b>5146</b>	<b>6329</b>	<b>7736</b>	<b>8819</b>						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>585</b>	<b>437</b>	<b>442</b>	<b>563</b>	<b>1358</b>
净利润	349	407	606	748	916
折旧摊销	171	219	182	225	277
财务费用	47	56	86	132	155
投资损失	-6	-11	-5	-6	-6
营运资金变动	-9	-281	-429	-538	13
其他经营现金流	33	48	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-983</b>	<b>88</b>	<b>-617</b>	<b>-766</b>	<b>-905</b>
资本支出	399	568	439	545	632
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-584	657	-178	-221	-273
<b>筹资活动现金流</b>	<b>550</b>	<b>-1238</b>	<b>-125</b>	<b>-126</b>	<b>-188</b>
短期借款	488	-171	0	0	0
长期借款	-679	-75	77	57	31
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	-225	-183	-218
<b>现金净增加额</b>	<b>133</b>	<b>-704</b>	<b>-300</b>	<b>-329</b>	<b>265</b>

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.8	22.4	16.8	19.2	20.2
营业利润(%)	27.9	21.4	53.9	21.7	21.8
归属于母公司净利润(%)	34.0	16.6	49.0	23.4	22.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.9	34.1	38.1	38.5	38.5
净利率(%)	7.5	7.2	9.1	9.5	9.6
ROE(%)	11.5	12.3	15.6	16.4	17.0
ROIC(%)	10.4	12.4	15.0	15.2	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.4	35.7	38.2	40.7	38.6
净负债比率(%)	14.4	6.0	12.0	19.2	12.3
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	8.1	8.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.5	6.4	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.67	0.34	0.43	1.04
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.53	2.97	3.49	4.12
<b>估值比率</b>					
P/E	63.6	54.5	36.6	29.7	24.2
P/B	7.3	6.7	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	37.6	30.2	22.7	18.5	15.1

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 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，新时代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。

## 分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**赵汐雯**，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>