

深耕高端市场的纸品龙头，产能产品持续扩张

——中顺洁柔 (002511) 首次覆盖报告

买入 (首次)

日期: 2020年06月30日

报告关键要素:

公司是国内首家 A 股上市的生活用纸企业, 主营产品包括生活用纸、个人护理两大类, 品类聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉花柔巾、个人护理产品七大类。公司股权结构较为稳定, 邓氏父子控制公司 50.01% 股份。公司是生活用纸行业第一梯队成员, 2019 年生活用纸毛利率达到 39.95%, 位居行业第一。

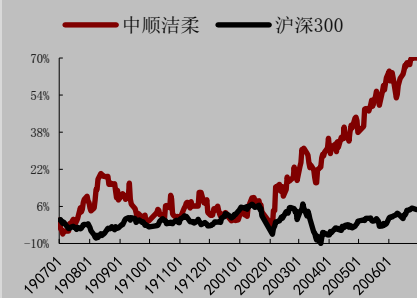
投资要点:

- 原材料价格有望维持低位震荡, 需求端消费升级提升空间广阔, 供给端环保政策趋严利于产能替代。近一年来纸浆价格一直在低位震荡, 并且由于库存充裕, 下游市场恢复缓慢, 未来一段时间内预计上涨动力不足, 企业有望继续享受成本红利。需求端受益于卫生意识的提高和消费升级, 未来人均生活用纸消费量仍有 3 倍左右增长空间。供给端近年环保政策趋紧, 落后的中小企业将逐步被淘汰出市场, 而龙头企业将在行业洗牌过程中进一步抢占市场份额。
- 公司深耕生活用纸业务, 高端产品发力促盈利能力不断提升, 未来凭借高中低端市场全覆盖、品类和产能扩张驱动业绩增长。(1) 品牌: 品牌溢价能力强, 品牌矩阵齐全覆盖高中低端市场; (2) 产品: 专注生活用纸领域, 横向增加个护等品类拓展产品矩阵; (3) 渠道: GT、KA、AFH、EC、RC、SC 六大渠道齐头并进, 渠道下沉加速布局; (4) 产能: 全国性布局日臻完善, 产能稳步释放保业绩高速增长; (5) 营销: 营销持续发力, 明星代言+IP 注入提升品牌附加值; (6) 研发: 积极投入奠定增长基础, 产品迭代引领行业潮流。
- 盈利预测与投资建议: 受益于浆价低位震荡、成本下降带来的利润端改善, 我们认为公司将凭借高毛利产品占比持续提高、产能和品类扩张实现 2020 全年业绩的亮眼增长, 我们预计公司 2020-2022 年营收为 78.93/93.85/112.48 亿元, 对应增速分别为 18.97%/18.89%/19.85%; 2020-2022 年归母净利润为 8.61/10.31/12.30 亿元, 对应增速分别为 42.53%/19.78%/19.31%; EPS 为 0.66/0.79/0.94; 对应 PE 分别为 32.44/27.08/22.70, 给予“买入”评级。
- 风险因素: 浆价大幅波动、产能释放不达预期、产品拓展不达预期。

基础数据

行业	轻工制造
公司网址	https://www.zsjr.com/
大股东/持股	广东中顺纸业集团有限公司/29.16%
实际控制人/持股	邓颖忠/38.06%
总股本 (百万股)	1,308.89
流通 A 股 (百万股)	1,271.89
收盘价 (元)	21.23
总市值 (亿元)	277.88
流通 A 股市值 (亿元)	270.02

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020年06月29日

相关研究

分析师: 陈雯
执业证书编号: S0270519060001
电话: 18665372087
邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 李滢
电话: 15521202580
邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6634.91	7893.79	9385.10	11248.13
yoy (%)	16.84%	18.97%	18.89%	19.85%
归母净利润 (百万元)	603.83	860.62	1030.86	1229.89
yoy (%)	48.36%	42.53%	19.78%	19.31%
EPS (元)	0.46	0.66	0.79	0.94
P/E (倍)	41.73	32.44	27.08	22.70

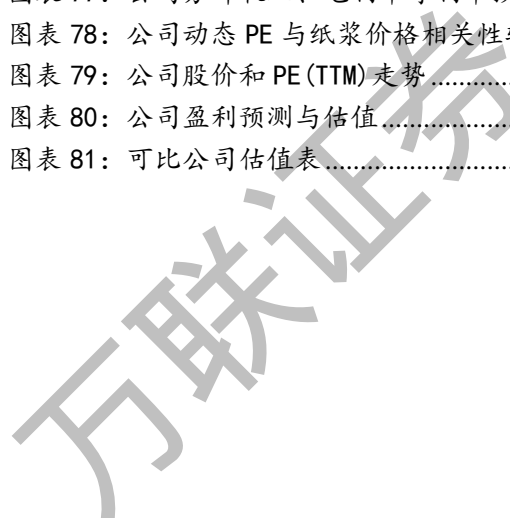
数据来源: Wind, 万联证券研究所

目录

1、公司概况：高端生活用纸龙头，业绩持续向好	5
1.1 发展历程：从区域到全国布局，渠道变革后发展迅速	5
1.2 公司结构：股权集中稳定，激励+员工持股彰显信心	6
1.3 主营业务：产品矩阵日臻完善，盈利指标持续向好	10
2、行业分析：原材料价格有望维持低位震荡，需求端消费升级提升空间广阔，供给端环保政策趋严利于产能替代	12
2.1 原材料：木浆低位震荡，成本红利可期	12
2.2 需求端：生活用纸刚需属性强，市场稳步扩张动力不断	13
2.3 供给端：环保政策趋严使落后产能被替代，第一梯队企业优势凸显	16
3、公司分析：产品结构改善持续推高盈利水平，产能+品类+渠道扩张助力未来业绩增长	19
3.1 品牌：主打高端市场，溢价能力逐年增强	19
3.2 产品：纵向高中低端市场全面覆盖，横向拓展个护等品类丰富产品矩阵	21
3.3 渠道：六大渠道齐头并进，渠道下沉加速布局	23
3.4 产能：全国性布局日臻完善，产能稳步扩张保业绩增长	28
3.5 营销：营销持续发力，明星代言+IP 注入提升产品附加值	30
3.6 研发：积极投入奠定增长基础，产品迭代引领行业潮流	32
4、盈利预测与投资建议	34
4.1 盈利预测	34
4.2 估值分析	36
4.3 投资建议	37
5、风险因素	38
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：近年国内四大生活用纸企业市占率曲线（产能口径）	5
图表 3：公司股权结构（截至 2020Q1）	6
图表 4：公司子、孙公司情况	7
图表 5：公司解禁股情况一览	7
图表 6：公司两次股权激励情况	8
图表 7：第二次员工持股计划实际认购份额	9
图表 8：公司其他资本运作方式	9
图表 9：公司历年营业收入及同比增速	10
图表 10：公司历年归母净利润及同比增速	10
图表 11：公司费用率保持稳定	10
图表 12：公司毛利率和净利率稳定增长	10
图表 13：近年公司分地区营收占比	11
图表 14：近年公司除生活用纸外营收占比	11
图表 15：公司卷纸非卷纸历年占比	11
图表 16：公司分产品毛利率	11
图表 17：国内浆价降至历史低位附近	12
图表 18：外盘浆价近期维持低位（美元/吨）	12
图表 19：浆价下降时企业享有成本红利，利润端提振	12

图表 20: 国内木浆近年来出现供大于求	13
图表 21: 主要港口近期纸浆库存量	13
图表 22: 人均用纸与人均 GDP 相关系数为 0.96	14
图表 23: 我国人口仍将较长时间维持正增长	14
图表 24: 我国生活用纸消费量稳步提升	14
图表 25: 我国人均年生活用纸消费量	14
图表 26: 世界各国人均年生活用纸消费量 (kg)	15
图表 27: 世界各国人均年卫生纸使用量 (卷)	15
图表 28: 我国生活用纸行业各细分品类占比情况	15
图表 29: 生活用纸中高毛利品类 CAGR 较高	16
图表 30: 2014-2019 年我国生活用纸产量	16
图表 31: 2014-2019 年我国生活用纸产能	16
图表 32: 近年生活用纸行业产能利用率不断下降	17
图表 33: 生活用纸行业梯队	17
图表 34: 环保政策趋严加速落后产能淘汰	18
图表 35: 美国生活用纸 CR4 市占率已达 70%	18
图表 36: 我国生活用纸 CR4 变化 (产能口径)	18
图表 37: 公司产品矩阵相比竞争对手更偏向高端	19
图表 38: 2020 年纸巾抽纸“十大品牌”排行榜	19
图表 39: 近年公司与竞争对手在生活用纸行业毛利率对比 (%)	20
图表 40: 公司在生活用纸行业各细分品类与竞品对比	20
图表 41: 公司主要产品系列介绍	21
图表 42: 公司“太阳”品牌产品矩阵	22
图表 43: 朵蕾蜜梦幻少女系列产品	23
图表 44: 公司防疫系列产品	23
图表 45: 公司渠道布局概况	24
图表 46: 公司经销商数目增长迅速	24
图表 47: 公司销售人员增速较快	24
图表 48: 公司销售员工占比逐年提升	25
图表 49: 公司的经销商政策	25
图表 50: 公司近年销售渠道占比变化	25
图表 51: 维达各渠道营收占比更为平均	25
图表 52: 公司与淘票票合作举办联合观影会活动	26
图表 53: 公司为推广新产品设置的卖场堆头	26
图表 54: 近几年 EC 季度移动平均增长率基本在 30%以上	26
图表 55: EC 营收与总营收相关系数较高	26
图表 56: 公司在 KA、EC、AFH 渠道的客户 (合作伙伴)	27
图表 57: SC 与母婴系列产品有机结合	28
图表 58: 公司积极探索线上直播模式	28
图表 59: 公司目前产能分布情况	28
图表 60: 业内产能布局对比	29
图表 61: 公司产能现状及未来规划	29
图表 62: 公司近几年产能增速优于同行	30
图表 63: 公司运输费用增速出现下降	30
图表 64: 公司运输费用率有望改善	30
图表 65: 马思纯担任公司品牌代言人	31

图表 66: 公司邀请陈妍希为“新棉初白”系列代言	31
图表 67: 洁柔黑养生特别版 Face 手帕纸	31
图表 68: 洁柔电竞联名超迷你手帕纸	31
图表 69: 公司举办“洁柔音乐彩色跑”活动	32
图表 70: 公司独家冠名“中顺洁柔杯”国标舞大赛	32
图表 71: 公司研发人员数量增长较快	32
图表 72: 公司研发人员占比逐步提升	32
图表 73: 公司研发投入增速较高	33
图表 74: 公司研发支出占总营收比例超越恒安	33
图表 75: 公司积极进行技术革新	33
图表 76: 公司产品持续推陈出新	34
图表 77: 公司分部收入、毛利率净利率预测	35
图表 78: 公司动态 PE 与纸浆价格相关性较强	36
图表 79: 公司股价和 PE (TTM) 走势	37
图表 80: 公司盈利预测与估值	37
图表 81: 可比公司估值表	38

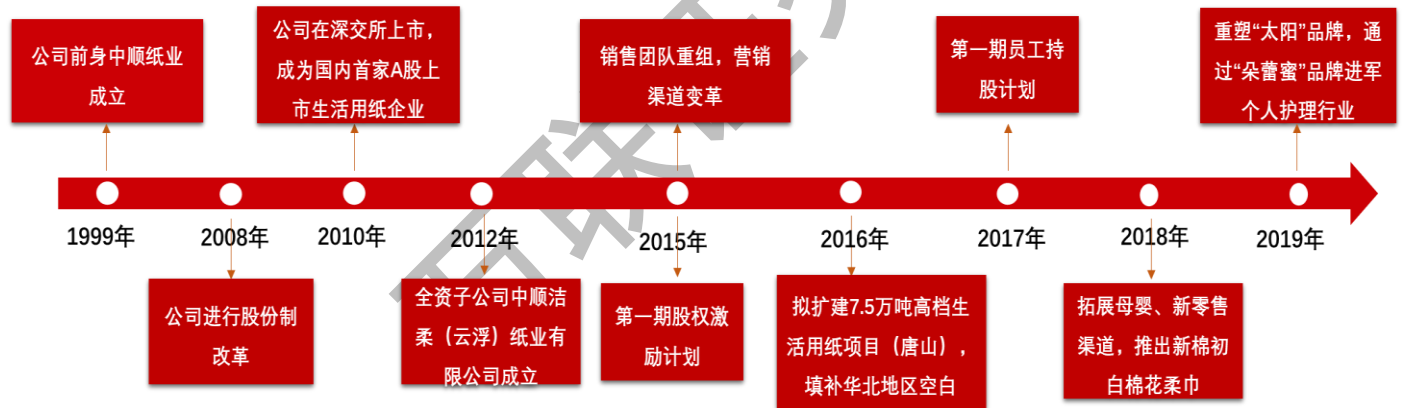


1、公司概况：高端生活用纸龙头，业绩持续向好

1.1 发展历程：从区域到全国布局，渠道变革后发展迅速

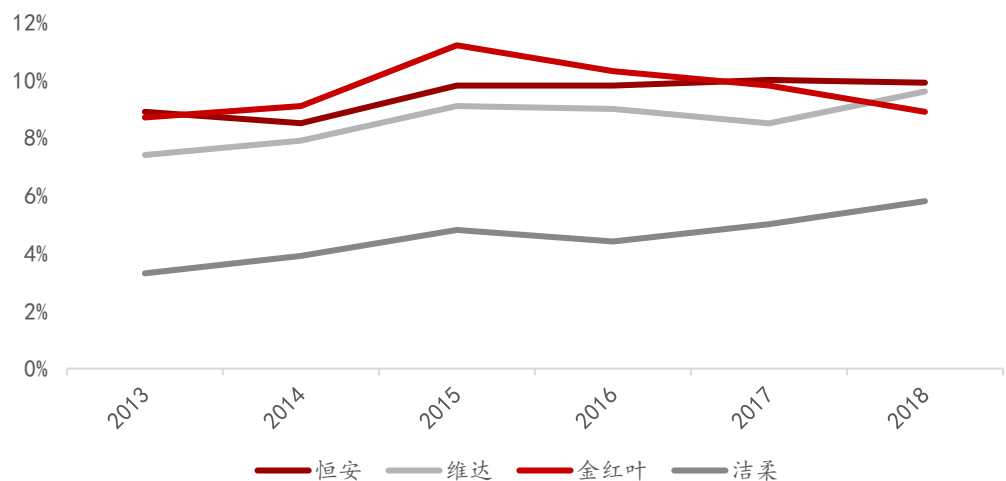
专注生活用纸二十余年，主打高端市场的行业龙头。公司主要业务包括研发、生产、加工、销售高档生活用纸系列产品、无纺布制品、卫生用品。1999年，公司前身中顺纸业成立，2008年公司进行了股份制改革并于2010年在深交所上市，成为国内首家也是唯一一家A股上市的生活用纸企业。公司目前拥有洁柔、太阳、朵蕾蜜三大品牌。品类聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、棉花柔巾、个人护理产品七大类。其中面向高端市场的洁柔 Face、洁柔Lotion、自然木、新棉初白等系列是公司的主打产品，享有较高的品牌知名度以及品牌溢价。公司在国内生活用纸行业排名第四，仅次于恒安国际、维达国际、金红叶，属于行业内第一梯队成员。2018年，公司市占率达到5.80%，且近年来在稳步提升，与行业前三的差距逐渐缩小。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表 2：近年国内四大生活用纸企业市占率曲线（产能口径）



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

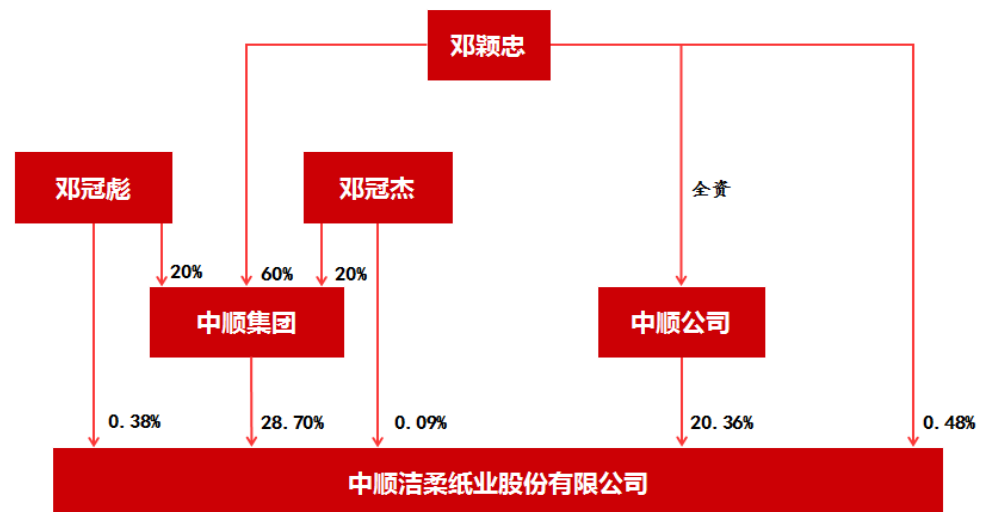
产能布局不断完善，渠道建设不断优化。从2015年开始，为了实现从区域性品牌到全国性品牌的蜕变，公司组建全新的营销团队，对销售渠道进行彻底的变革。经过5年的渠道深耕，公司在单一的经销商渠道的基础上开拓了KA（大型连锁卖场渠道）、AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）、SC（母婴渠道）等渠道。六大渠道共同发力，配合强有力的营销模式使品牌竞争力不断提升。与此同时，公司的产能布局也在不断完善。随着唐山项目的落成投产，公司已全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局，目前，公司分别在广东江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建有六大生产基地，销售网络辐射国内华南、云贵广、西南、西北、华东、华中、华北、东北和港澳九大区域和东南亚、中东、澳洲、非洲等海外市场。

1.2 公司结构：股权集中稳定，激励+员工持股彰显信心

1.2.1 公司股权结构较为稳定，邓氏父子控制公司50.01%股份。

截至2020年Q1，公司创始人邓颖忠通过持有中顺集团60%和中顺公司100%的股份进而间接持有公司37.58%的股份。其子邓冠彪和邓冠杰各持有中顺集团20%的股份进而间接分别持有公司5.74%的股份。此外，邓颖忠、邓冠彪、邓冠杰三人分别直接持股公司0.48%、0.38%、0.09%的股份。父子三人合计持有公司50.01%的股份，实现对公司的控制。历史上父子三人未对公司股份进行减持，稳定的股权结构保障了公司管理层的决策效率。

图表 3：公司股权结构（截至 2020Q1）



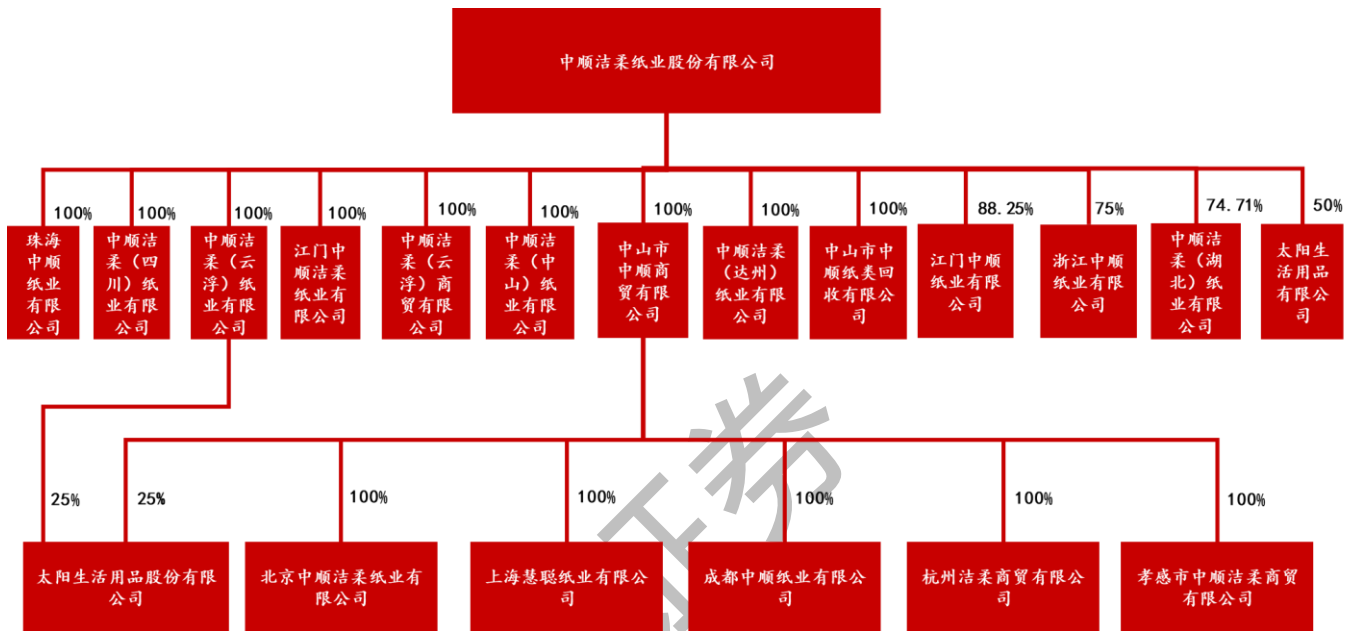
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

1.2.2 子公司与产能及销售布局较为相符

截至目前公司旗下共有江门中顺纸业有限公司等 13 个子公司，其中子公司中山市中顺商贸有限公司旗下还有 6 个孙公司。总体来看，除了在公司大本营中山市设立的子公司，公司其余的子、孙公司都位于公司的产能所在地或与公司销售布局相关，由此

可见公司对子、孙公司的设立具有较强的目的性。

图表 4：公司子、孙公司情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

1.2.3 解禁股多与股权激励有关，未来两年将有 5 次限售股解禁

除去上市初期的首发机构配售股份及首发原股东限售股份，公司近期的解禁股都属于股权激励限售股份，且每次解禁股占总股本都在 1.50% 以下。未来两年公司还将有 5 次限售股解禁的过程。解禁股流通在短期内会对公司股价造成一定影响，但同时也标志着公司完成了股权激励计划所设立的业绩目标。故我们认为限售股解禁对公司股价长期表现影响不大。

图表 5：公司解禁股情况一览

序号	解禁时间	解禁数量 (万股)	占总股本 (%)	限售股类型
1	2022/10/31	112.00	0.09%	股权激励限售股份
2	2022/3/14	787.00	0.60%	股权激励限售股份
3	2021/11/1	83.75	0.06%	股权激励限售股份
4	2021/3/12	590.00	0.45%	股权激励限售股份
5	2020/10/30	83.75	0.06%	股权激励限售股份
6	2020/6/8	559.00	0.43%	股权激励限售股份
7	2019/6/20	176.00	0.13%	股权激励限售股份
8	2019/5/23	1602.00	1.12%	股权激励限售股份
9	2018/5/28	1345.00	1.04%	股权激励限售股份
10	2017/5/22	551.00	0.97%	股权激励限售股份
11	2013/11/25	17000.00	54.44%	首发原股东限售股份
12	2011/11/25	2166.00	13.54%	首发原股东限售股份
13	2011/2/25	800.00	5.00%	首发机构配售股份

资料来源：东方财富、万联证券研究所整理

1.2.4 股权激励为增长“保底”，员工持股等制度绑定各方利益

股权激励目标为投资者注入强心剂。2015年10月，公司推出第一期股权激励计划，拟授予限制性股票数量1,900万股，占公告日总股本的3.90%，激励对象包括公司的核心管理层及员工共310人。目前该计划已顺利实施完毕。公司2018年扣非净利润和营业收入增长率与2014年相比分别增长501.21%、125.18%，高于考核标准条件的352%、83%。2018年12月，公司推出第二期股权激励计划，拟向激励对象授予权益总计4,481.6万份，约占公告日总股本的3.48%。考核标准以2017年营业收入为基数，要求2019、2020、2021年营业收入增长率不低于41.60%、67.09%、94.03%。目前公司2019年营业收入较2017年增长43.04%，完成第一阶段考核目标。通过股权激励机制使激励对象的薪酬收入与公司业绩表现相结合，使激励对象的行为与公司的战略目标保持一致，将有助于公司规范健康发展，同时也为公司的业绩增长“保底”。

图表 6：公司两次股权激励情况

激励计划	授予时间	激励对象	激励措施	激励目标	目标完成情况
2015 年限 制性股票激 励计划	2016 年 1 月	首批：包括公司 董事、高管、中 层人员在内的核 心骨干共 199 人	首批为 1695.7 万股，占 公告日总股本的 3.48%， 每股授予价格为 4.25 元	以 2014 年数据 为基数，2016、 2017、2018 年营 业收入增长率不 低于 37%、60%、 83%；净利润增 长率不低于 129%、249%、 352%	以 2014 年数据为基 数，2016、2017、 2018 年营业收入增 长率分别为 51%、 84%、125%；净利润 增长率分别为 286%、417%、503%
	2016 年 2 月	预留部分：包括 中层管理人员、 核心技术（业 务）人员共 54 人	第二批为 184.7 万股，占 公告日总股本的 0.37%， 每股授予价格为 4.80 元		
2018 年股 票期权与限 制性股票激 励计划	2019 年 3 月	首批：向符合条 件的 3,118 名激 励对象授予股票 期权；向 569 名 激励对象授予限 制性股票	股票期权 1373.45 万份， 占公告日总股本的 1.06%，每份行权价为 8.67 元。限制性股票 1967.55 万股，占公告日 总股本的 1.53%，每股授 予价格为 4.33 元。	以 2017 年数据 为基数，2019、 2020、2021 年营 业收入增长率不 低于 41.60%、 67.09%、94.03%	2019 年公司营业收 入与 2017 年相比增 长 43.04%，完成首 期目标
	2019 年 9 月	预留部分：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	股票期权 232.1 万份，占 公告日总股本的 0.18%， 每股行权价格 14.04 元；预留部分限制性股票 276.17 万份，占公告日 总股本的 0.21%，每股授 予价格为 7.02 元		

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

员工持股+激励制度绑定共同利益。2017年8月，公司公告第一期员工持股计划，持有人包括4名公司高层和5名公司其他核心人员。截至2017年12月，公司已通过二级市场购入的方式累计购买公司股票16,653,078股，占总股本的2.2%。2019年7月，在第一期员工持股计划的股票出售完毕后，公司马上开始第二期员工持股计划，产生股份支付费用合计5,644万元，其中2019年分摊470万元，2020年分摊5,174万元。通过员工持股计划的实施，公司让员工充分享受公司发展红利，进一步完善公司激励机制，提高治理水平。此外，公司还通过设立一系列奖励激励制度以及经销商持股等资本运作方式，将各方的利益绑定在一起，确保公司长期、稳定发展。

图表 7：第二次员工持股计划实际认购份额

序号	持有人	职务	持有份额 (万份)	占本持股计划总份 额的比例 (%)
1	邓颖忠	董事长	750	15%
2	邓冠彪	总经理、副董事长	300	6%
3	邓冠杰	董事、副总经理	300	6%
4	刘金锋	董事、副总经理	300	6%
5	周启超	董事、董事会秘书、 副总经理	300	6%
6	董晔	财务总监	100	2%
7	戴振吉	副总经理	300	6%
8	岳勇	副总经理	300	6%
9	叶龙方	副总经理	150	3%
10	其他核心骨干员工、有卓越贡献的其他员工 (71 人)		2,200	44%
合计：共 80 人			10,000	100%

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表 8：公司其他资本运作方式

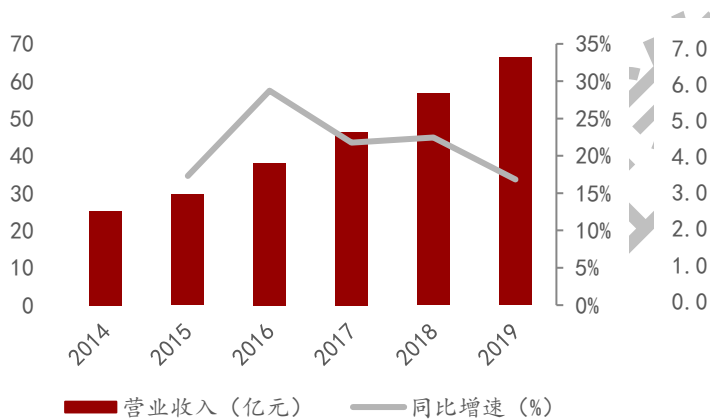
时间	具体方式	具体描述
2017.12	经销商持股	持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 5%，单个经销商持股不超过公司股本 1%

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

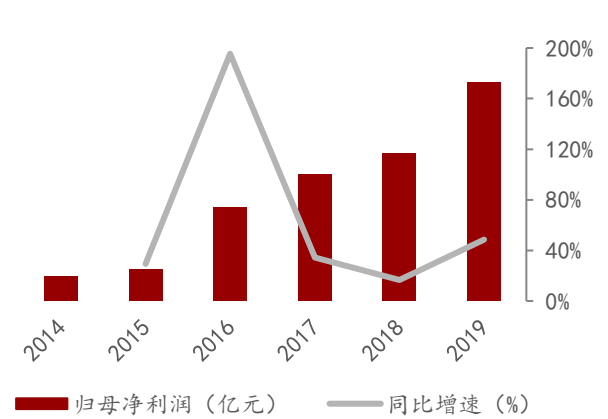
1.3 主营业务：产品矩阵日臻完善，盈利指标持续向好

盈利指标持续向好，生活用纸毛利率位居行业第一。2015年进行渠道和销售改革后，公司步入二次成长期。近五年，公司的营收CAGR达17.53%，归母净利润CAGR达47.01%，每年这两项数据均同比增长15%以上。盈利能力方面，随着新棉初白、Face、Lotion和自然木等高毛利产品收入占比的不断提升，2019年公司的生活用纸毛利率达到39.95%，位居国内生活用纸行业第一。与此同时，得益于销售渠道的开拓、产能布局完善、公司治理水平提升等多方面因素，2015年来公司近几年费用率保持稳定，净利率与加权ROE逐年上升。

图表9：公司历年营业收入及同比增速



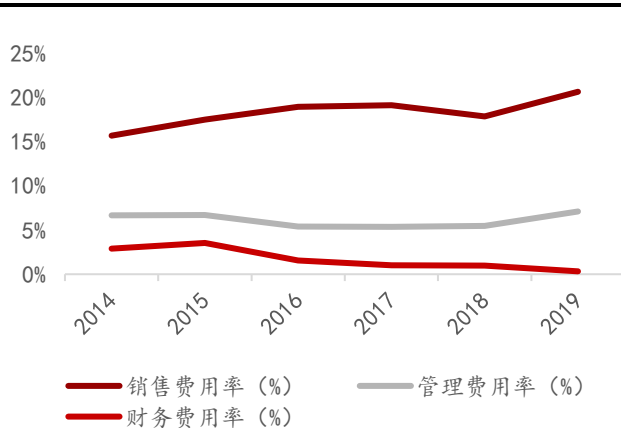
图表10：公司历年归母净利润及同比增速



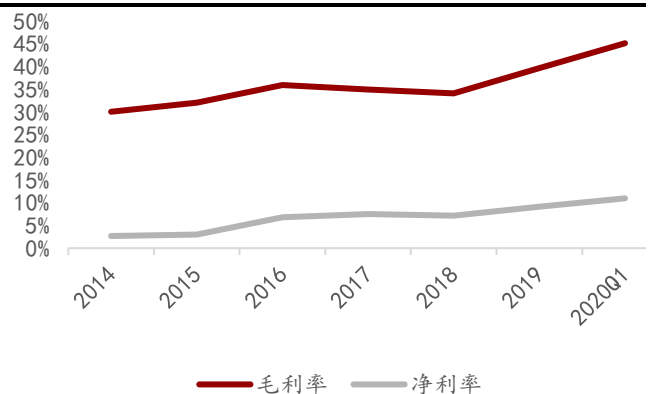
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表11：公司费用率保持稳定



图表12：公司毛利率和净利率稳定增长

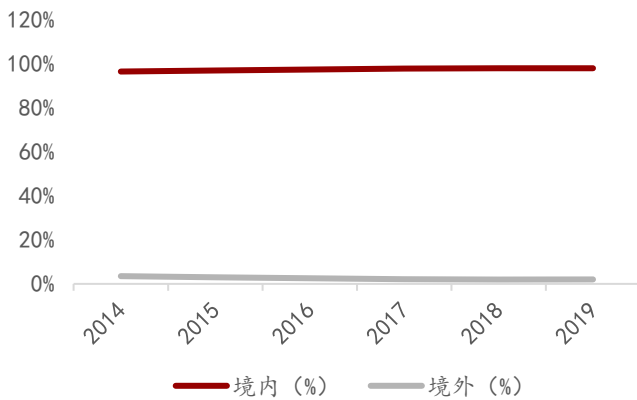


资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

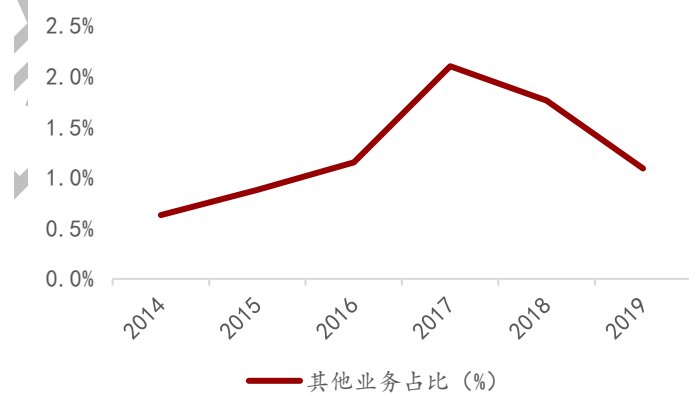
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

收入分地区来看，公司现阶段仍以国内销售为主，国内收入占比稳定在 96%—98%，且从生产基地布局来看公司销售主要集中在南部地区。分品类来看，公司主要收入源于生活用纸，其占比最近十年一直高于 97%。公司目前的品牌定位是：高端生活，品味洁柔。面向高端市场的洁柔 Face、洁柔 Lotion 和自然木系列是公司的主打产品，品牌知名度较高。与此同时，公司于 2019 年重启面向中低端市场的“太阳”品牌，意在通过抢占中低端市场实现双品牌战略发展和公司整体战略转型。总体来说，公司面向高端市场的非卷纸类产品毛利率高于面向中低端市场的非卷纸类毛利率。近几年公司非卷纸类产品占比持续提升，从 2014 年首次超过 50% 上升到 2019 年将近 70%。高毛利产品占比提升推动公司成品毛利率稳定上升。

图表13：近年公司分地区营收占比



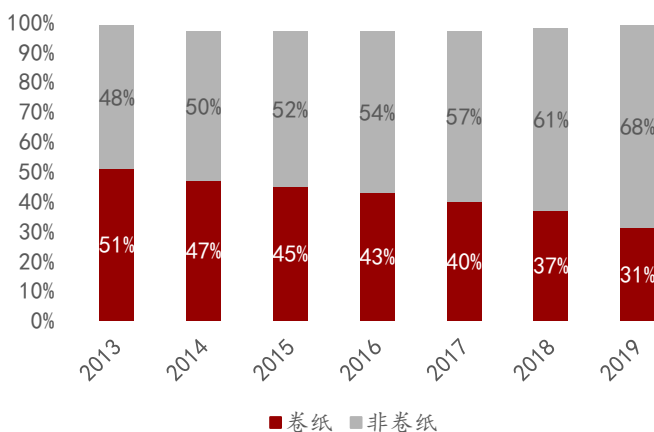
图表14：近年公司除生活用纸外营收占比



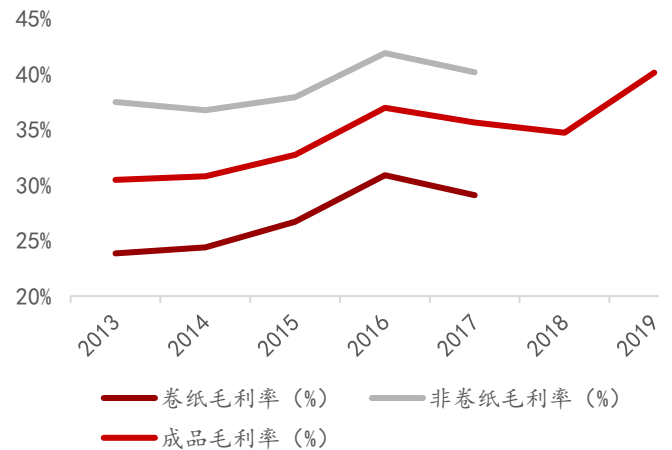
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表15：公司卷纸非卷纸历年占比



图表16：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

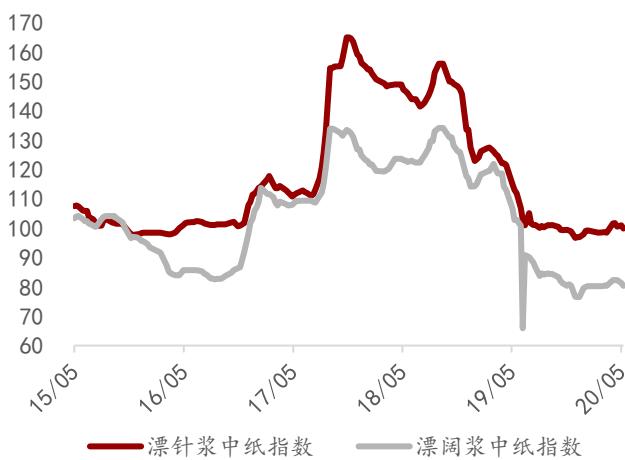
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

2、行业分析：原材料价格有望维持低位震荡，需求端消费升级提升空间广阔，供给端环保政策趋严利于产能替代

2.1 原材料：木浆低位震荡，成本红利可期

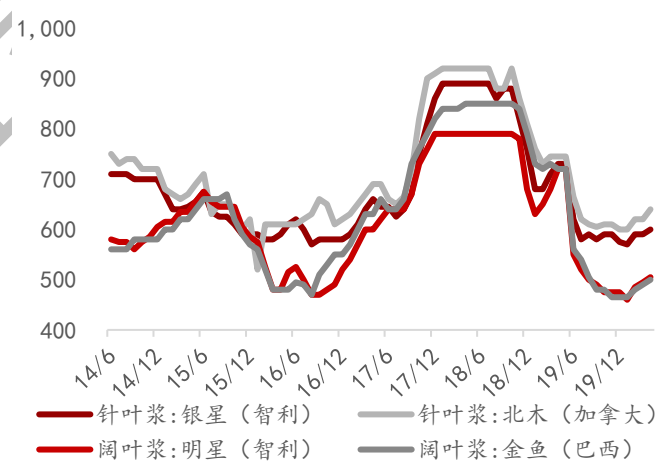
近期木浆价格低位震荡，企业成本下降。生活用纸行业主要使用木浆进行生产，而木浆主要分为针木浆和阔木浆两类。受中国市场需求转弱导致木浆供大于求、全球贸易争端、汇率变动及浆市库存升高等因素影响，近一年各类浆价大幅回落，无论是漂针浆还是漂阔浆都下降至历史低位附近，价格相比 18 年高点下降了一半以上。低位的木浆价格使生活用纸企业成本下降。以中顺洁柔为例，公司有 70% 的营收来自非卷纸类高端纸品，这些纸品全部采用价格更高的进口原生木浆。

图表 17：国内浆价降至历史低位附近



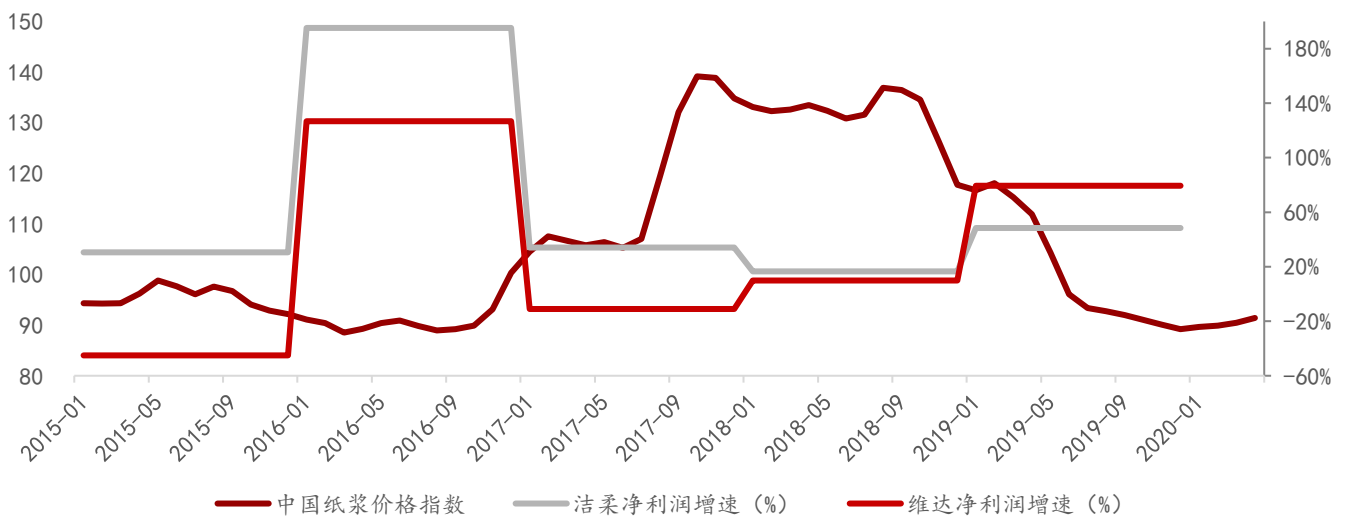
资料来源：中纸在线、万联证券研究所整理

图表 18：外盘浆价近期维持低位（美元/吨）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 19：浆价下降时企业享有成本红利，利润端提振



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

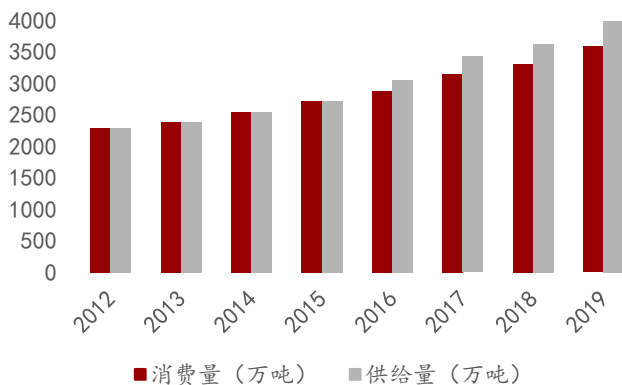
➤ 木浆价格未来怎么走？

我们预计，未来一段时间内木浆价格将维持在低位震荡，原因有以下：

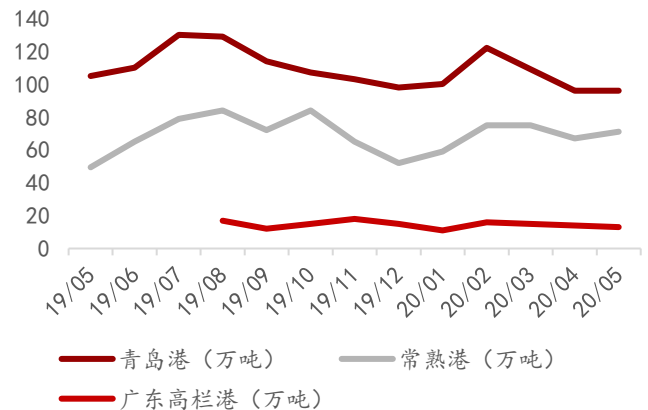
(1) 我国木浆产量稳步提升，供大于求，港口库存充裕。近年来，随着生活用纸消费需求的扩大，作为原材料的木浆产量也相应提升。根据造纸工业协会的数据，我国木浆供给量从2012年的2286万吨增加到2019年的3988万吨，而消费量从2012年的2291万吨增加到2019年的3581万吨，近4年均出现明显的供大于求的现象。而进口方面，从近期我国主要的港口库存来看，企业对纸浆需求趋于平稳，库存量在合理区间内波动。

(2) 新冠疫情爆发对南美、加拿大，东南亚等木浆主产地造成的影响有限，再加上下游行业需求恢复未如预期、港口库存充裕，预计未来一段时间内外盘浆价上涨动力不足，将维持低位震荡的走势。在此前提下，龙头将凭借自身的规模优势在浆价低位震荡中获得更高的成本红利。

图表20：国内木浆近年来出现供大于求



图表21：主要港口近期纸浆库存量



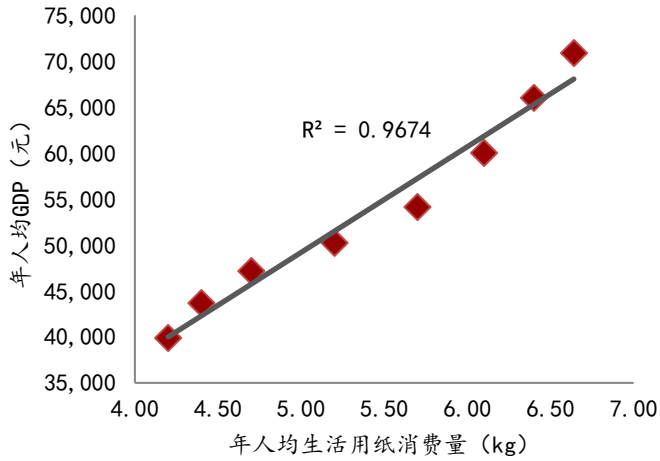
资料来源：造纸工业协会、万联证券研究所整理

资料来源：卓创、万联证券研究所整理

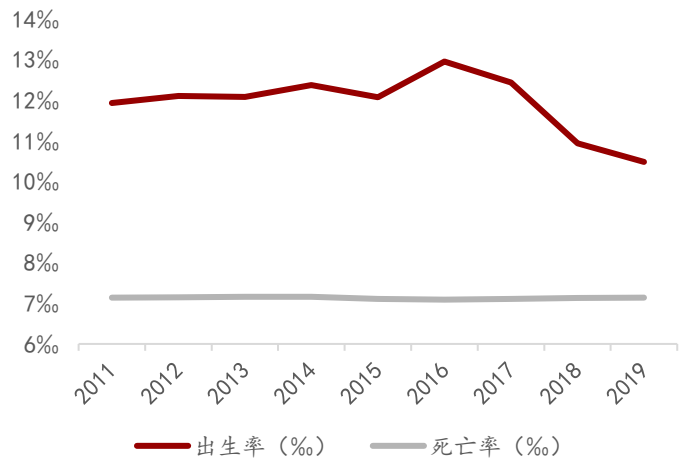
2.2 需求端：生活用纸刚需属性强，市场稳步扩张动力不断

生活用纸刚需消费属性强，人口增长、卫生意识增强保障市场规模。事实上，生活用纸兼具刚需属性和选购属性。如厕用卫生纸属于刚需属性，覆盖率较广，占比较高。但部分生活用纸像厨房用纸现阶段普及率仍较低，属于选购属性。刚需属性决定了生活用纸行业周期性较低，这一点可以从人均年生活用纸消费量和人均GDP增长率的高相关性佐证。而选购属性则说明在消费升级的趋势下未来行业规模特别是高毛利产品的规模仍有不小的空间。另外，我国的总人口仍在不断增长中，庞大的人口规模为生活用纸行业构建广阔的需求市场。2013—2019年，我国生活用纸消费总量由734万吨上升到930万吨，CAGR为4%。与此同时，我国人均生活用纸年消费量也从2012年的4.20kg上升到2019年的6.64kg，CAGR为6.8%。在本次疫情后，人们的卫生意识将会逐渐增强，人口增长+卫生意识增强共同构成了行业规模扩大的底层逻辑。

图表22：人均用纸与人均GDP相关系数为0.96



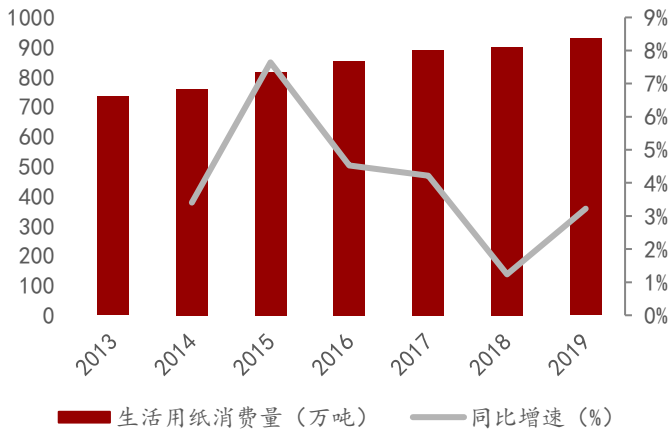
图表23：我国人口仍将较长时间维持正增长



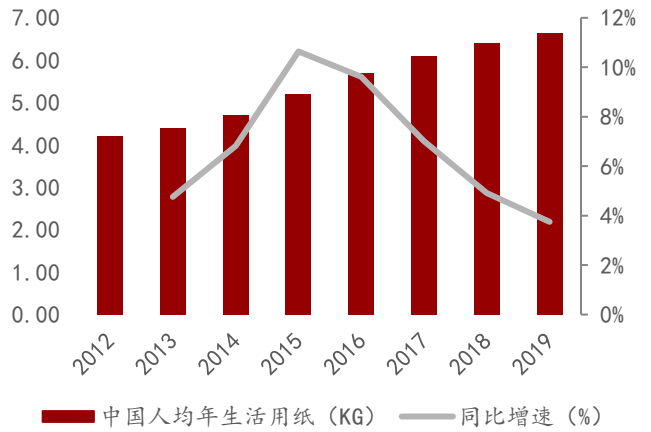
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表24：我国生活用纸消费量稳步提升



图表25：我国人均年生活用纸消费量

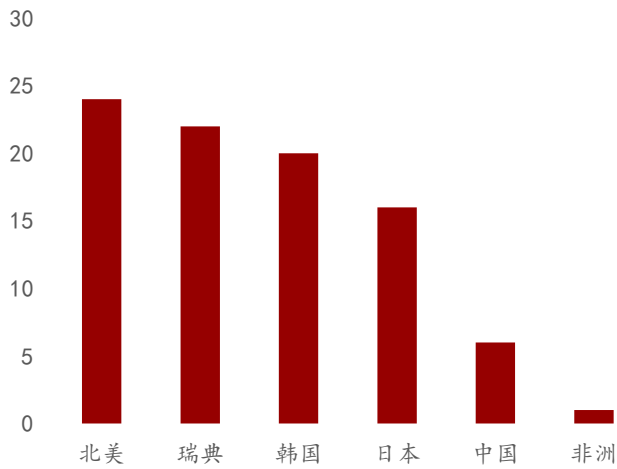


资料来源：中国造纸协会、万联证券研究所整理

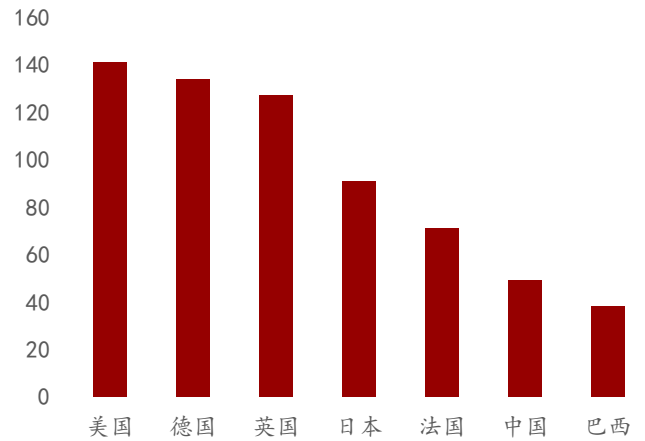
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

我国人均生活用纸消费量较发达国家仍处低位，随着消费升级，未来预计有 3 倍左右的发展空间。从前两年的数据来看，瑞典，美国等发达国家人均年生活用纸消费量在 20kg 以上，而同处东亚的日本、韩国人均年生活用纸消费量也在 15kg 以上，而我国的人均年生活用纸消费量仅为 6kg。我们认为，随着我国人口规模的不断扩大、卫生意识增强以及消费升级，生活用纸（特别是非卷纸）在国内的普及率会越来越高，对标日韩欧美等发达国家，我国生活用纸人均消费量至少还有 3 倍左右的提升空间。

图表26：世界各国人均年生活用纸消费量（kg）



图表27：世界各国人均年卫生纸使用量（卷）

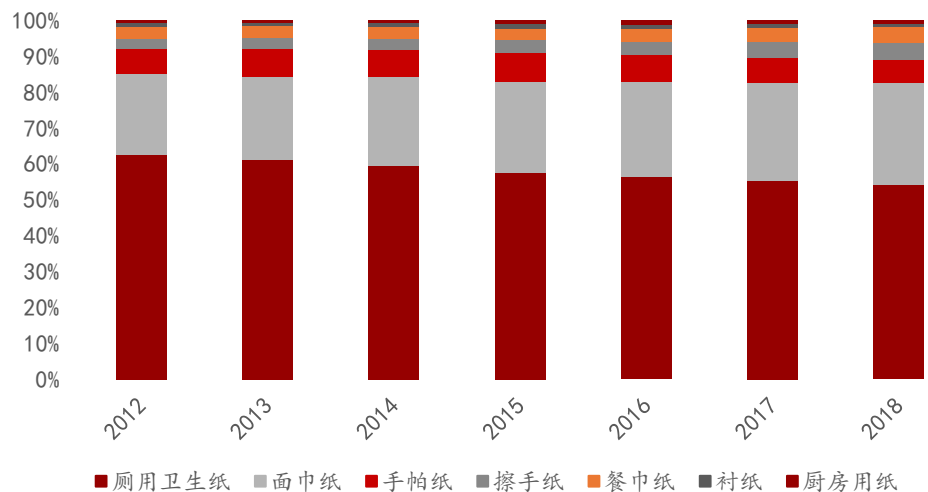


资料来源：中国造纸协会、万联证券研究所整理

资料来源：Statista、万联证券研究所整理

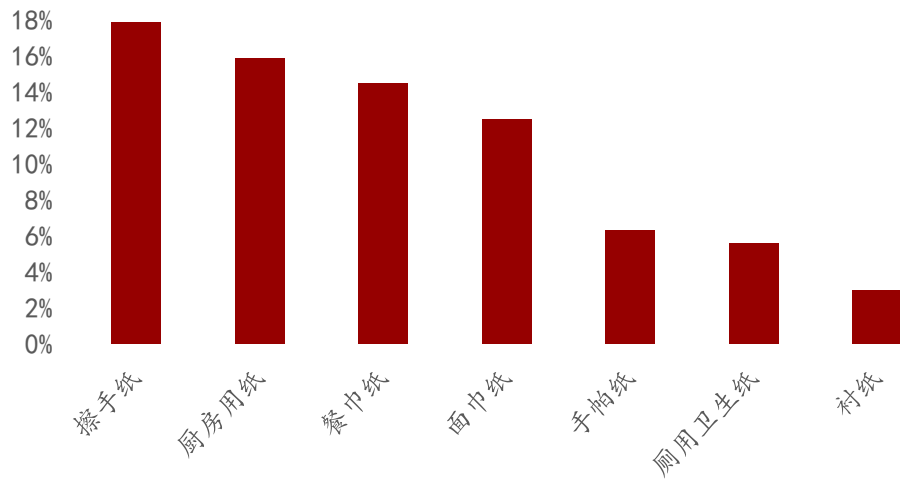
从各细分项来看，面巾纸占比不断提升，擦手纸和厨房用纸消费量增速最高。低毛利厕用卫生纸的占比从2012年的62.6%下降到2018年的54.2%，与此同时高毛利面巾纸的占比从2012年的22.3%上升到2018年的28.2%。增速方面，2012-2018年CAGR最高的品类是擦手纸（17.91%），紧接着是厨房用纸（15.90%），餐巾纸和面巾纸也录得较高的增速。

图表28：我国生活用纸行业各细分品类占比情况



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 29：生活用纸中高毛利品类 CAGR 较高

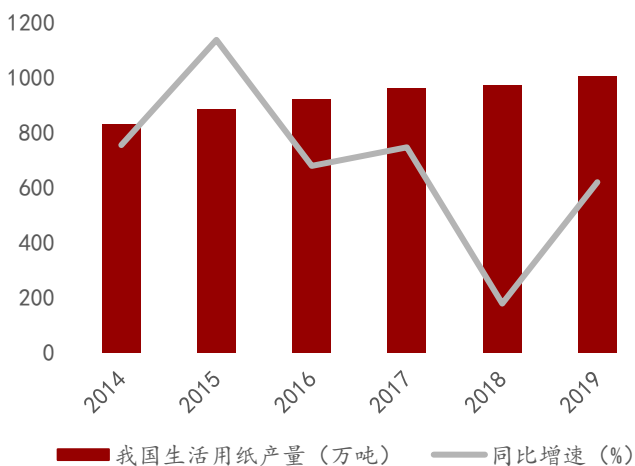


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

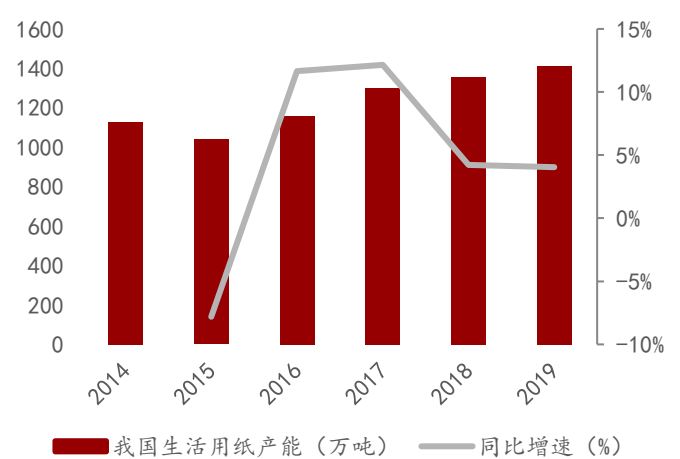
2.3 供给端：环保政策趋严使落后产能被替代，第一梯队企业优势凸显

量能均稳步提升，近年来产能过剩现象明显。2014—2019年，我国生活用纸产量从830万吨增加到1005万吨，CAGR为3.9%。与此同时，行业产能也从2014年的1127万吨增加到2019年的1415万吨，CAGR为4.65%。行业一直处于产能>产量>消费量的状态，且从2015年开始产能与产量之间的差距在不断扩大。产能相对过剩背后折射出环保要求严苛使中小企业经营压力加大的现象。

图表 30：2014-2019年我国生活用纸产量



图表 31：2014-2019年我国生活用纸产能



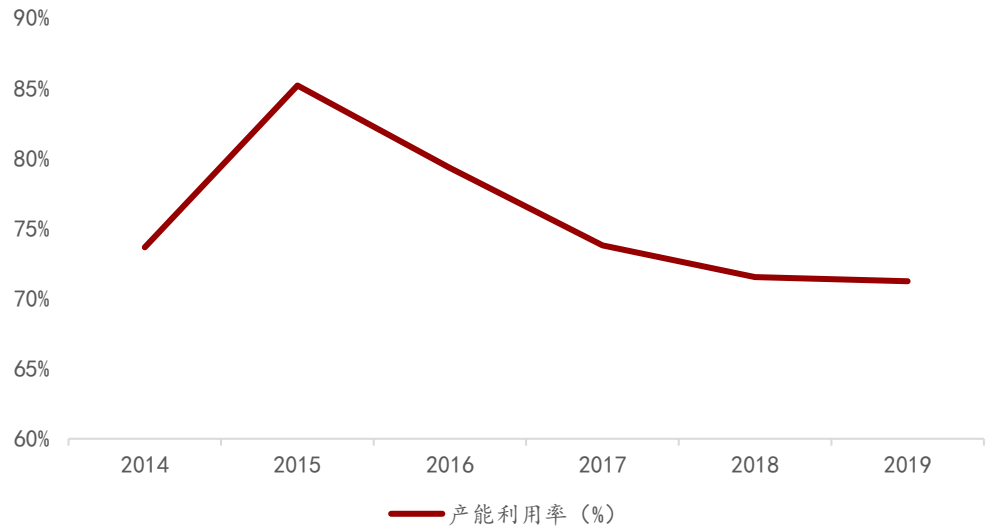
资料来源：中国造纸协会、万联证券研究所整理

资料来源：智研咨询、万联证券研究所整理

环保政策日趋严格，落后产能加速淘汰。自 2015 年后生活用纸行业产能利用率逐步走低，显示出行业出现产能过剩的苗头。但与此同时头部企业近年纷纷新建生产基地扩大产能。这一对矛盾背后揭示出在国家环保政策日趋严格的背景下落后产能逐渐被淘汰，生活用纸中小企业逐渐退出的趋势。随着政策对环保的要求越来越严格，低

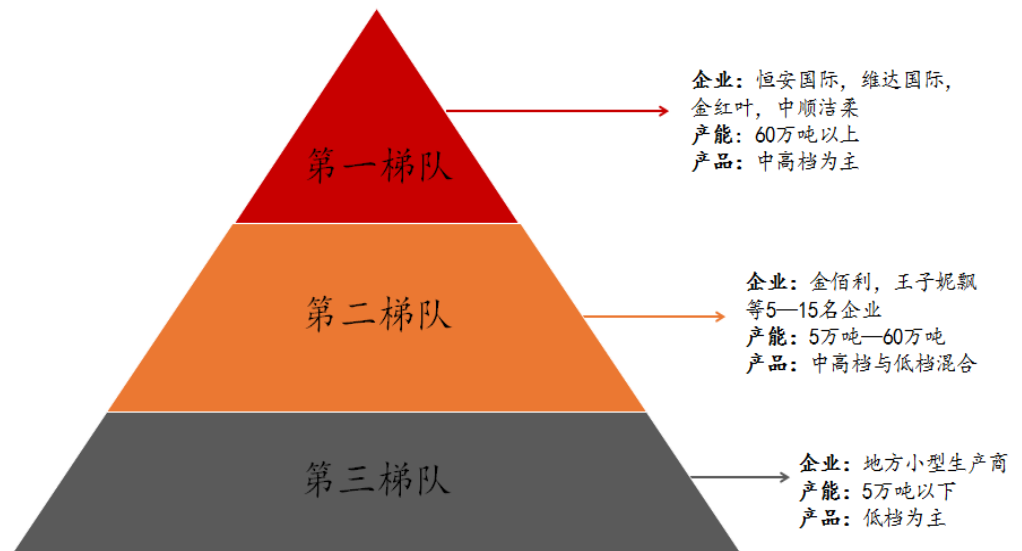
能耗、低水耗的生产设备将逐渐取代落后产能，此外纸品生产设备的大型化、自动化是未来国家鼓励发展的方向。可以预见行业内环保能耗不达标的中小企业将进一步被淘汰，行业内第一梯队企业将发挥规模优势，继续扩大生产规模，抢占市场空间。

图表 32：近年生活用纸行业产能利用率不断下降



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 33：生活用纸行业梯队



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

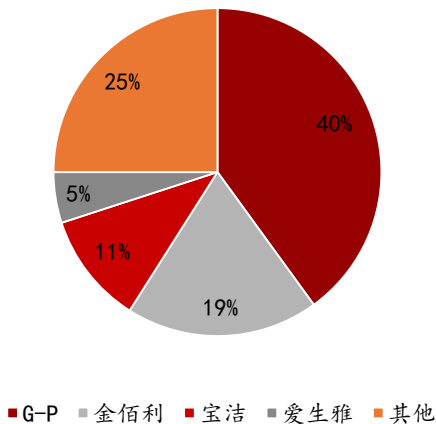
图表 34：环保政策趋严加速落后产能淘汰

相关政策	发布日期	重点内容
《造纸产业发展政策》	2008 年	造纸产业技术应向低消耗、少污染的方向发展。淘汰年产 3.4 万吨及以下化学草浆生产装置、蒸球等制浆生产技术与装备，以及高消耗、低水平造纸机。
《制浆造纸工业水污染物排放标准》	2008 年	对造纸企业水污染物排放限值中 PH 值，总氮，总磷等指标作出了更严格的规定。
《取水定额 第 5 部分：造纸产品》	2012 年	对现有造纸企业单位产品取水量指标作出更严格的规定。
《造纸工业发展“十二五”规划》	2012 年	“十二五”期间，目标全国淘汰落后造纸产能 1000 万吨以上。此外，重点研发低消耗、少污染、高质量、高效率制浆造纸技术。
《进口废物管理目录》	2017 年	将未经分拣的废纸从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调整列入《禁止进口固体废物目录》。
《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》	2017 年	加快推进造纸企业兼并重组，改变数量多、规模小的局面。大宗品种以规模化先进产能替代落后产能，积极配合完成“十三五”期间全社会万元 GDP 用水量下降 23%，单位 GDP 能源消耗降低 15%，主要污染物 COD、氨氮排放总量减少 10%，氮氧化物排放总量减少 15% 的节能减排目标。

资料来源：环境保护部、工业和信息化部等官网，万联证券研究所整理

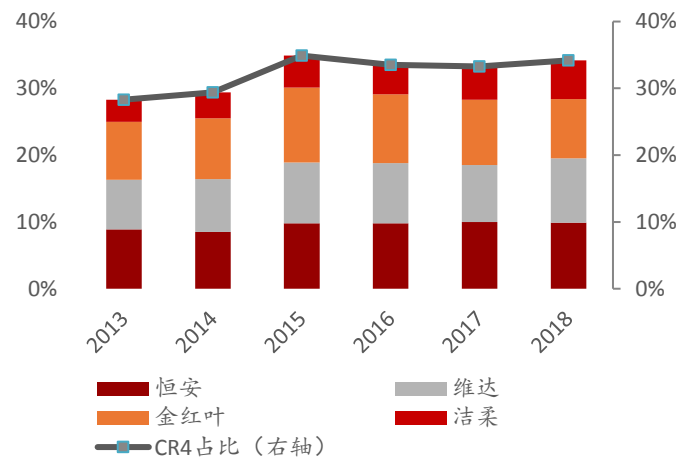
我国生活用纸行业CR4达34.2%，与发达国家相比行业集中度仍具提升空间。目前我国生活用纸行业公认的第一梯队企业（产能均在50万吨以上）有恒安国际、维达国际、金红叶、中顺洁柔4家。以产能口径计算，近几年生活用纸行业CR4的市占率自2013年的28.3%提升到2018年的34.2%。而美国生活用纸行业CR4的市占率早在2011年已超过60%，近期更加是达到了70%。从行业集中度上来看，我国生活用纸龙头企业仍具成长空间，随着环保政策趋严，落后的产能将被替代，龙头有望凭借技术、规模及产能等优势进一步抢占市场份额，行业未来CR4仍将继续提升。

图表35：美国生活用纸CR4市占率已达70%



资料来源：智研咨询、万联证券研究所整理

图表36：我国生活用纸CR4变化（产能口径）



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所整理

3、公司分析：产品结构改善持续推高盈利水平，产能+品类+渠道扩张助力未来业绩增长

3.1 品牌：主打高端市场，溢价能力逐年增强

品牌主打高端市场，毛利率业内第一。公司品牌主打高端市场，凭借洁柔系列产品逐渐在高端市场上站稳脚跟，并获得了中国民营 500 强、最佳创建品牌企业奖等荣誉。目前中顺洁柔在中国生活用纸“十强企业”中排名第四，在纸巾抽纸等高端类产品“十大品牌”中更排名第一。近年来，聚焦高端且获得良好口碑的洁柔品牌获得较高的品牌溢价，2019 年，公司在生活用纸行业中的毛利率达到 39.95%，超过竞争对手维达国际（31.40%）、恒安国际（27.70%），排名第一。

图表 37：公司产品矩阵相比竞争对手更偏向高端

公司	高端	中端	低端
恒安	品诺	心相印（核心品牌）	优选
维达	得宝	维达（核心品牌）	
金红叶	唯洁雅、铂丽雅	清风（核心品牌）	真真
中顺洁柔	洁柔 Face（核心品牌）、 洁柔 Lotion、自然木、新 棉初白	金尊、太阳	

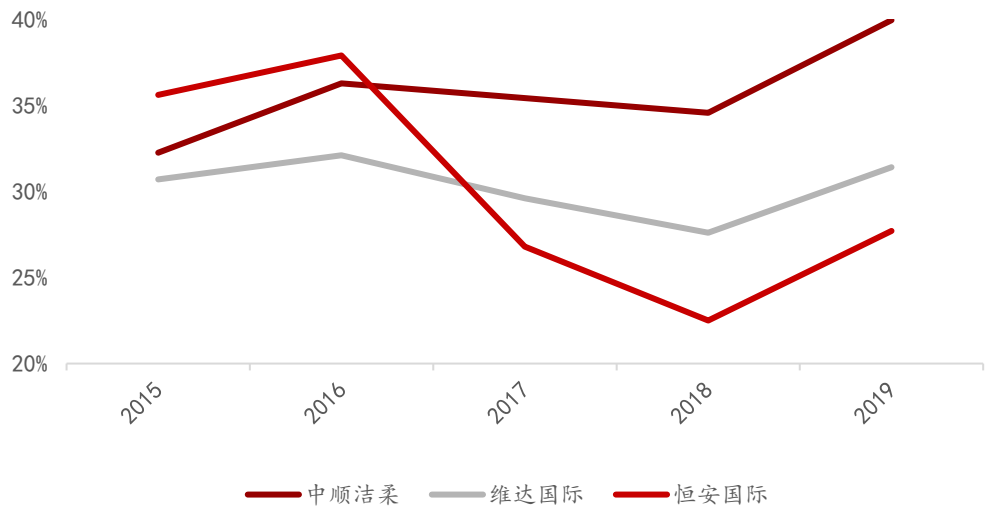
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表 38：2020 年纸巾抽纸“十大品牌”排行榜

排名	品牌名	商标
1	C&S 洁柔	
2	Vinda 维达	
3	清风	
4	心相印	
5	五月花	
6	Tempo 得宝	
7	泉林本色	
8	Kleenex 舒洁	
9	nepia 妮飘	
10	Hygienix 洁云	

资料来源：中国品牌网、万联证券研究所整理

图表39：近年公司与竞争对手在生活用纸行业毛利率对比（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：恒安国际在2017年后改变了毛利率计算方式

过硬品质铸就品牌溢价。公司主力产品均采用100%原生进口木浆，且每个系列与竞品相比都有其独特的优势。以洁柔Face为例，公司在2013年发布全球首创超迷你纸手帕，是当时纸巾市场上众多纸手帕中包装最小型的，以182mm*186mm的规格，每包六片装，用黑色作为包装基调。主打“轻松入袋，节约环保”概念。尽管此后友商竞相效仿，但直到如今Face迷你纸手帕仍能在产品功能效用相近的情况下单价比对手高出近10%。可以说创新的产品+过硬的品质共同构筑了洁柔在生活用纸行业的价格护城河。

图表40：公司在生活用纸行业各细分品类与竞品对比

产品	简介	规格	单价
洁柔Face超迷你无香纸手帕	湿水不易破，可做洗面巾	4层+每包6片+72包	0.065元/片
维达超韧迷你手帕纸	超韧细密，湿水不易破	4层+每包7片+72包	0.060元/片
心相印迷你手帕纸	注重质感，湿水不易破	4层+每包6片+48包	0.059元/片
洁柔Lotion	乳霜倍亲肤，告别红鼻头	3层+30抽+30包	0.066元/抽
维达“棉韧”系列抽纸	质感亲肤，湿水不易破	3层+100抽+20包	0.025元/抽
心相印“云感”抽纸	云感柔肤，独特压花	3层+90抽+8包	0.035元/抽
洁柔自然木	100%进口原生木浆，不含增白剂	3层+120抽+20包	0.025元/抽
清风原木纯品	纯原生木浆，不含增白剂	3层+130抽+24包	0.019元/抽
心相印竹π本色抽纸	优质原竹，无添加无漂白	3层+100抽+24包	0.019元/抽
洁柔新棉初白	100%新棉花，棉柔巾	90抽+3包	0.22元/抽
维达棉柔巾	优质棉花，干湿两用	100抽+6包	0.10元/抽
清风“纯棉柔巾”	全棉品质，母婴适用	80抽+3包	0.29元/抽
洁柔face无芯卷纸	立体压花，4层加厚	4层+70g/卷+20卷	1.00元/卷
维达超韧无芯卷纸	超韧不易破	3层+70g/卷+36卷	1.03元/卷
心相印无芯卷纸	厚实洁净，柔韧守护	3层+70g/卷+40卷	1.00元/卷

洁柔金尊抽纸	高性价比，面向中低端	3层+120抽+20包	0.017元/抽
心相印优选抽纸	优家生活，品质之选	2层+200抽+15包	0.017元/抽
清风真真抽纸	价廉质优	3层+100抽+24包	0.012元/抽

资料来源：各品牌天猫旗舰店，万联证券研究所整理

3.2 产品：纵向高中低端市场全面覆盖，横向拓展个护等品类丰富产品矩阵

公司深耕生活用纸市场，且产品大多面向高端。与竞争对手相比，公司更加专注于生活用纸行业。2019年公司生活用纸营收占总营收的98.91%，这一数据高于维达国际的82%以及恒安国际的51%。截至目前，公司在生活用纸行业拥有洁柔Face系列、Lotion系列、自然木系列、新棉初白系列、厨房系列、湿巾系列、金尊系列、商消系列、太阳系列九大系列品牌。且与竞争对手相比，公司在生活用纸行业也更加聚焦于高端市场。

图表 41：公司主要产品系列介绍

产品系列	产品定位	产品介绍	部分产品图片	产品品类
Face 系列 (黑/粉)	高端	100%进口原生木浆。纸手帕采用独创的可湿水造纸工艺，可做洗脸巾。独有的超迷你6片状轻松入袋，节约环保。抽纸柔韧厚实，真正的一抽抵两抽。	 	纸手帕，面巾，软抽，盒巾，卷纸
Lotion 系列	母婴、美妆	100%进口原生木浆。独有的 Lotion 可锁水面纸，乳霜倍亲肤，含有保湿因子，锁水更柔滑，特别适合消费者呵护娇嫩的肌肤。	 	纸手帕，面巾，软抽
自然木系列	高端	100%精选进口原生木浆。黄色纸中的贵族，纸质柔软强韧，全系列产品在质量等级上直接达到优等品质，符合欧美食品接触纸检测标准。	 	手帕纸，软抽，卷纸
新棉初白系列	母婴、美妆	采用100%新棉花，全物理工艺，完全0漂白。“新棉初白”棉花柔巾干湿两用、柔厚亲肤，可做化妆棉、洗脸巾等个人清洁护理产品，特别适用母婴、女性消费人群。		棉柔巾软抽
厨房系列	高端	100%进口原生木浆，符合欧美食品接触纸检测标准。错层压花设计，立体吸水强力吸油。湿水强韧，可做一次性洗碗巾。	 	软抽，卷装
湿巾系列	高端	采用加厚水刺无纺布。无酒精，无可迁移性荧光增白剂。产品温和，通过皮肤刺激性测试。柔软舒适，清洁更充分。	 	清爽洁肤，水润净肤，纯水爽肤，花萃柔肤，卫生湿巾

金尊系列	高性价比	100%原生木浆，优等品，自然无香。厚实 3 层，层层柔韧，洁净不掉屑。创新易开口设计，轻松第一抽避免浪费。		软抽，卷纸
商消系列	酒店等商业场所	面向酒店等终端，根据客户的不同运营需求，提供不同规格的全方位产品。		盒巾，卷纸，软抽
太阳系列	中低端市场	主要以竹浆纸为原料，主打高性价比，定位更高质量、更低价格，面向国内 60% 以上的中低端市场。		卷纸，抽纸，手帕纸
朵蕾蜜系列	女性护理	100%进口棉花、双向循环透气、弹力柔软贴身，为追求更高生活品质的女性用户提供“氢薄无感，无惧潮涌”新体验		女性卫生巾

资料来源：公司官网，万联证券研究所整理

重启“太阳”品牌抢占中低端市场，纵向实现高中低端市场的全面覆盖。在基本奠定生活用纸行业高端龙头的地位后，近一年公司开始进行纵向及横向的拓展。在生活用纸行业2019年公司重启了品牌“太阳”。太阳品牌定位更高质量、更低价格，面向国内60%以上的中低端市场，是一款性价比很高的产品，也是提升公司产品市占率的关键点。太阳品牌主要以竹浆纸为原料，与公司在2019年7月在四川签约的“30万吨竹浆纸一体化”项目相辅相成。2019年太阳品牌全年收入在1000万左右，20Q1同比增长90%，毛利率维持在30%左右。当下在生活用纸行业中低端市场仍较大，“太阳”品牌可利用公司在高端市场积累的口碑快速抢占市场，在未来成为公司新的业绩增长点。

图表 42：公司“太阳”品牌产品矩阵



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

横向拓展个护、口罩等品类，丰富产品矩阵。2019年6月，为迎合消费升级趋势，公司打造了全新个人护理品牌朵蕾蜜，正式进军个护行业。朵蕾蜜产品面层源自天然棉花、双向循环透气、弹力柔软贴身，为追求更高生活品质的女性用户提供“氢薄无感，无惧潮涌”新体验。2019年，公司卫生巾收入达到约300万，预计随着新品市场的快速拓展，公司卫生巾业务将进一步扩大。考虑到卫生巾毛利率较高（行业普遍在40%到60%之间），个护业务未来预计有助于拉高公司的毛利率水平。除此之外，20Q1受新冠疫情影响，公司旗下子公司取得口罩生产资格并在3月下旬开始销售口罩，仅半个月便为公司贡献1000万净利润。在疫情防控常态化的当下，公司在线上商城上架了口罩、湿巾、洗手液等产品，预计这些毛利率较高的防疫产品能在短中期为公司贡献较为可观的利润。

图表43：朵蕾蜜梦幻少女系列产品



资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

图表44：公司防疫系列产品



资料来源：公司微信公众号、万联证券研究所整理

3.3 渠道：六大渠道齐头并进，渠道下沉加速布局

渠道改革成效显著，六大渠道齐头并进。2015年前公司只有单一的经销商渠道，公司实行“重产品，轻营销”的战略。2015年公司引入了原金红叶核心销售团队进行营销和渠道的改革，加大对渠道建设及营销的投入。在2015-2018的4年“渠道建设年”间，公司新建EC（电商）渠道，同时加大对KA（大卖场）以及AFH（商用消费品）渠道的投入。经过4年的渠道建设，公司KA、AFH、EC渠道成长迅速，与GT（传统经销商）一起共同助力公司成长。公司在2019年宣布进入“渠道强化年”，在对已有4大渠道不断的完善和优化的同时，不断细化销售模式，深耕渠道建设，开拓空白销售网点以提高市占率。除此之外公司在2018年底为迎合消费升级趋势设立的RC（新零售）和SC（母婴）渠道也在快速成长中。与竞争公司相比，公司在GT以外渠道增长迅速，且拥有独特的RC及SC渠道。目前公司已形成6大渠道齐头并进的雏形，多样的销售渠道和过硬的产品品质一起助力公司销售的持续高速增长。

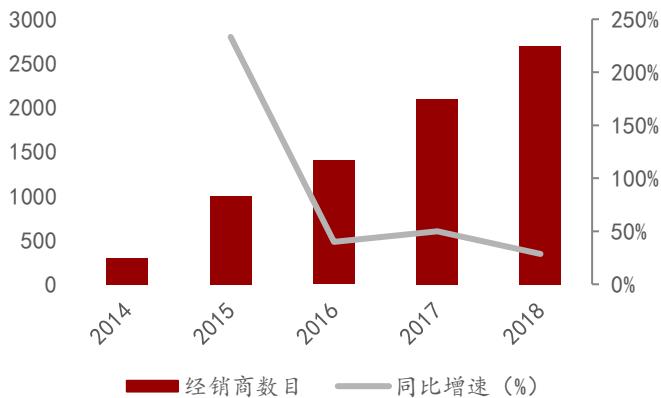
图表 45: 公司渠道布局概况



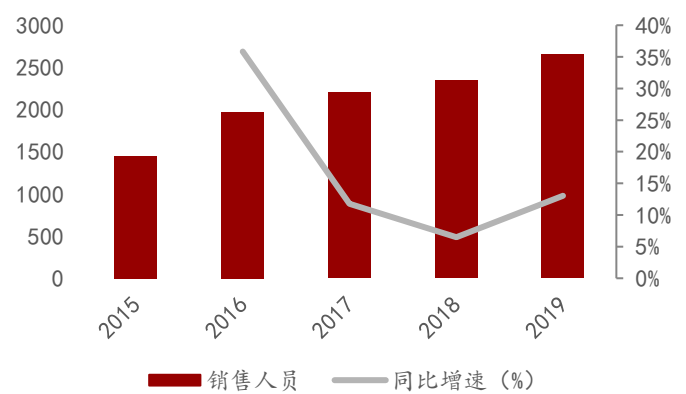
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

GT (经销商) 渠道保持稳定增长, 未来国内空白区域仍待拓展。尽管营收占比在渠道改革后不断下降, 但实际上 GT 目前仍是公司最重要的营收来源。在 2014-2018 年间公司的经销商数量从 300 家增加到 2700 家, 覆盖全国近 1800 个县市区和 97% 的地级市。目前公司采取直销到县, 分销到镇的渠道下沉策略, 并不断细分与扁平化市场经营、扩大经销商的网络布局。除此之外, 公司还对经销商实施相应的激励政策 (如高毛利产品高返利制度) 和帮扶政策 (如和经销商成立联合经营部, 定期对其进行帮扶培训)。通过与经销商的利益绑定最大限度地激发其销售动力。**展望未来, 公司在华北, 中西部等地仍有较多空白区域未开拓, 经销商数目也与恒安、维达等有一定差距。预计公司将继续增加经销商数量, 并在今明两年每年新拓展 500 个县市区, 到 2021 年底基本完成全国布局。**

图表 46: 公司经销商数目增长迅速



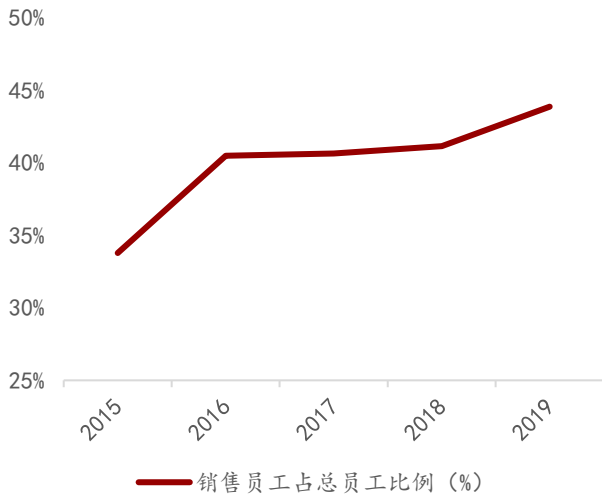
图表 47: 公司销售人员增速较快



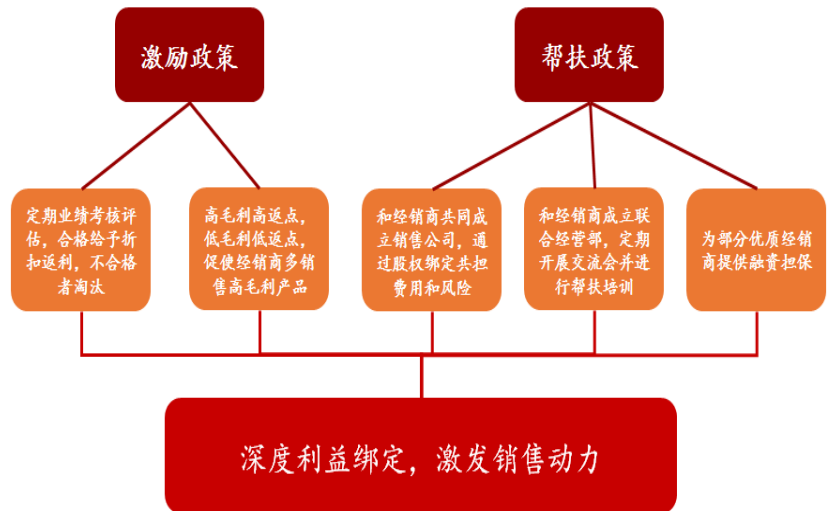
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

图表48：公司销售员工占比逐年提升



图表49：公司的经销商政策

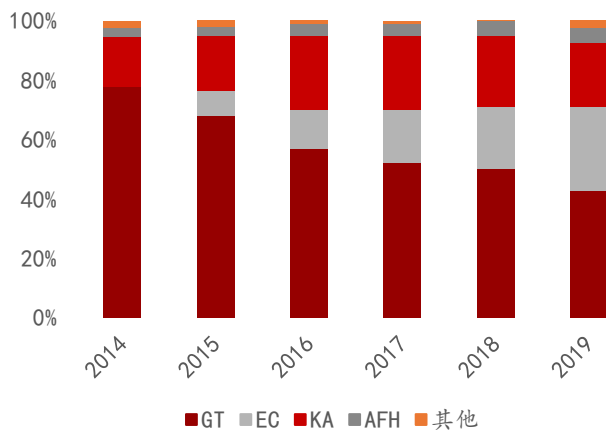


资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

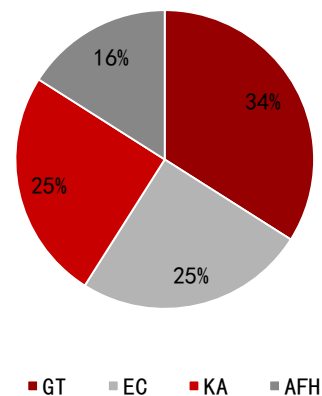
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

KA（大卖场）、EC（电商）、AFH（商消）渠道成长迅速且仍有发展空间。渠道改革前，KA+EC+AFH 只占公司总营收的 20%出头。经过 4 年的“渠道建设年”和 1 年的“渠道强化年”，公司 KA 占比从 17% 上升至 22%，AFH 占比从 2% 上升至 5%，EC 占比从 0 上升至 28%。2019 年 KA+EC+AFH 已经占总营收的近 60%。但与竞争对手相比，公司在 GT 以外的渠道占比仍有进一步上升的空间。预计随着消费升级和消费习惯的改变未来公司 GT 的营收占比将进一步下降，EC 渠道销售占比进一步提升。

图表50：公司近年销售渠道占比变化



图表51：维达各渠道营收占比更为平均



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

在 KA 渠道方面，公司已与华润、大润发、家乐福、沃尔玛等大客户建立良好合作关系，并实施横向一体化战略，与此类关键大客户建立战略联盟稳固合作关系。与此同时公司逐步将重点卖场由传统经销转为公司直营。具体到单个卖场，公司通过举办主题活动、广告陈列、堆头搭建、导购员培训等一系列措施确保洁柔的产品在竞争激烈的卖场中占据一个较为有利的位置，从而提升产品销量与市场渗透率。

图表52: 公司与淘票票合作举办联合观影会活动



资料来源: 公司官方微博、万联证券研究所整理

图表53: 公司为推广新产品设置的卖场堆头



资料来源: 公司官方微博、万联证券研究所整理

近几年 EC 一直是公司增速最快的渠道，2018 及 2019 年的营收增速都维持在 40% 以上，占比从 2015 年 8.3% 提升到 2019 年的 28.2%。公司在 EC 渠道采取“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。公司目前已与天猫，京东，拼多多，唯品会等电商达成深度合作，并于 2017 年组建专业电商运营团队，供应链管理由公司单独运作。公司在线上主打高毛利产品“Face+Lotion+自然木”，未来无论是营收还是利润都有望维持较高增长，而随着 EC 占比上升其与总营收的相关性逐渐增强，EC 的高速增长有利于推动公司总营收维持良好增速。

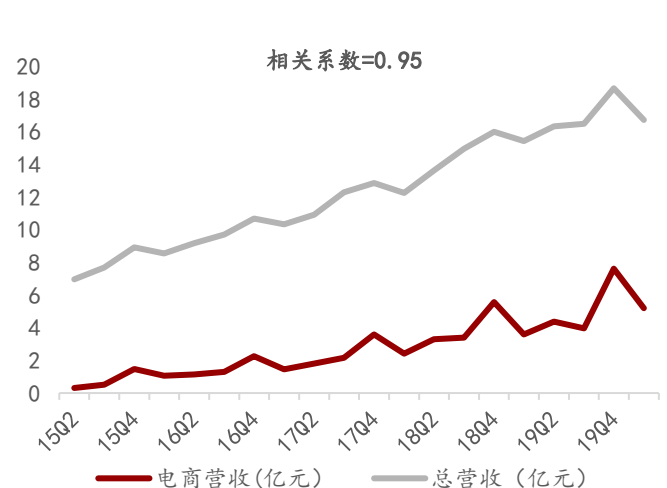
图表54: 近几年EC季度移动平均增长率基本在30%以上



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

注: 季度移动平均同比增长率为 (近三月合计值-去年同期三月合计值) / 去年同期三月合计值 * 100%

图表55: EC营收与总营收相关系数较高



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

在 AFH 渠道公司持续拓展潜在客户，在过去几年间已与中石化，中石油，中国邮政，中国移动等客户建立长期合作关系，占比也从 2014 年的 2% 提升到 2019 年的 5%。针对商用消费的渠道以及客户群体，公司亦成立了专业的商消服务团队，以匹配不断成长的商用市场需求。由于是个性化定制，商消渠道的利润相对较高，且从营收占比来看商消成长空间也相对较大，未来随着公司进一步开发潜在客户以及公司品牌竞争力的提升，商消渠道有望实现快速增长。

图表56：公司在KA、EC、AFH渠道的客户（合作伙伴）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

SC（母婴）、RC（新零售）渠道未来空间广阔。在战略定位从“渠道建设”转变为“渠道强化”之际，公司抓住消费升级的机遇，结合相应的新产品在 2018 年底新建了 SC（母婴）及 RC（新零售）两大渠道。SC 渠道的建立有助于为公司新推出的新棉初白系列（针对母婴）以及朵蕾蜜系列（女性个护）打开销路，而 RC 则通过明星直播、公众号微商城等方式摆脱传统电商的束缚，为销售增长提供新动力。目前 SC 方面新棉初白、朵蕾蜜等产品销量均快速增长，而 RC 由于疫情在 20Q1 录得近 200% 的同比增速，在所有渠道中位列第一。通过 SC 和 RC 的建立公司基本完成了渠道布局，未来六大渠道将齐头并进，共同助力公司发展。

图表57: SC与母婴系列产品有机结合



资料来源: 公司官方微博、万联证券研究所整理

图表58: 公司积极探索线上直播模式

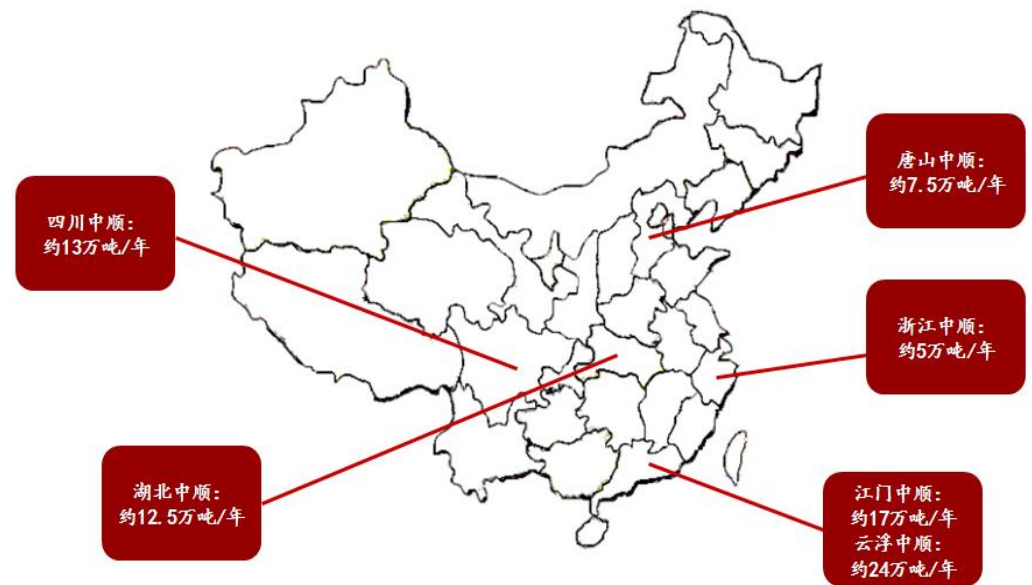


资料来源: 公司官方微博、万联证券研究所整理

3.4 产能: 全国性布局日臻完善, 产能稳步扩张保业绩增长

产能分布日益完善, 全国化布局初现雏形。随着唐山中顺生产基地建成投产, 公司填补了华北地区的产能空白, 基本形成了覆盖华南, 西南, 华东, 中部、华北五大区域的产能布局。纵观竞争对手的产能分布情况, 恒安国际产能覆盖15个省, 在全国设立40多家分公司; 维达国际除了在中国内地的7省之外在台湾和马来西亚都建立了生产基地; 与它们相比洁柔的产能布局具有较大发展空间。

图表 59: 公司目前产能分布情况



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

图表 60: 业内产能布局对比

公司	产地	总产能 (万吨)
恒安国际	广西, 四川, 湖南, 湖北, 江西, 福建, 安徽, 浙江, 河南, 山东, 山西, 天津, 辽宁, 新疆	142
维达国际	广东, 四川, 湖北, 浙江, 北京, 辽宁, 山东, 台湾, 马来西亚	125
金红叶集团	广东, 四川, 湖北, 福建, 天津, 辽宁, 山东, 海南	137
中顺洁柔	广东, 四川, 湖北, 浙江, 河北	79

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

产能稳步扩张, 为未来业绩奠定基础。2019年公司主要新增湖北中顺10万吨产能以及河北唐山2.5万吨产能, 而在2019年7月公司拟在四川投资建设的30万吨竹浆纸一体化项目正式签约, 以配合公司重启“太阳”品牌(以竹浆为主要原料)的战略。目前公司产能在80万吨左右, 且未来3-5年每年预计将新增10万吨产能。从目前各基地产能规划来看公司未来的目标产能为150万吨左右。近几年公司产能增速优于同行, 与此相对应的是公司不断的品类拓展以及市占率的逐步提升。产能保持较高增速有助于公司业务扩张, 以及抢占更多的市场份额。

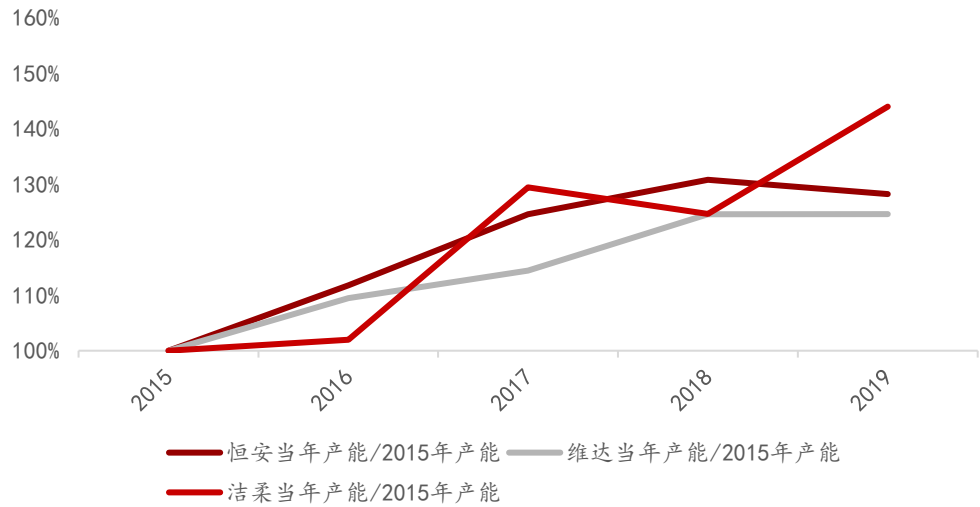
图表 61: 公司产能现状及未来规划

	2018年产能 (万吨)	2019年新增产能 (万吨)	未来规划新增产能 (万吨)	目标产能 (万吨)
江门中顺	16.7			16.7
云浮中顺	24		24	48
浙江中顺	3.8	1		5
四川中顺	13		30万吨“竹浆纸一体化”	43
唐山中顺	5	2.5	2.5	10
湖北中顺	2.5	10	10	22.5
合计	65	13.5	66.5	145

注: 公司未来3—5年每年约有10万吨新增产能投放

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

图表 62： 公司近几年产能增速优于同行

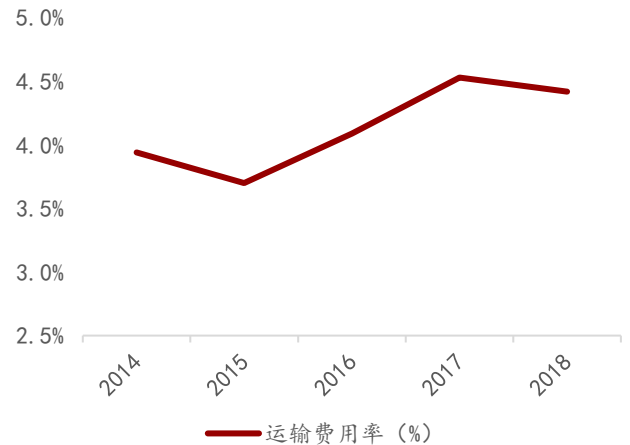
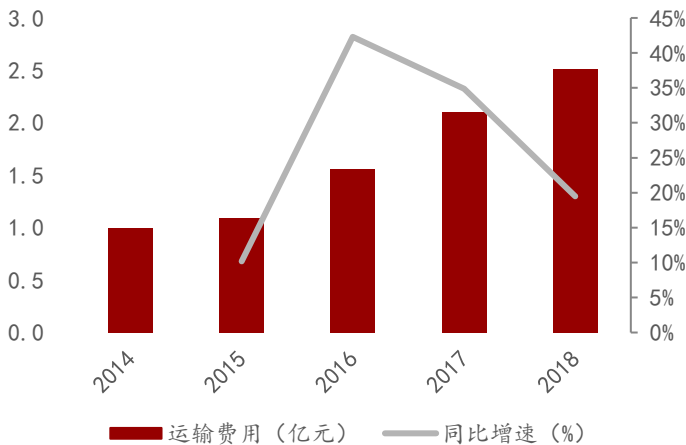


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

规模效应形成，运输费用率有望继续改善。我国生活用纸市场地域广阔且市场空间巨大，受益于近年来公司产能的高位持续扩大，规模效应之下成本、由于生活用纸单位价值较低再加上运输半径因素的制约，运输费用占销售价格的比重较大。近年来随着产能布局的不断完善以及产能的稳步扩张，公司的运输费用增速出现下降趋势，预计未来2-3年运输费用率和运输费用增速有望进一步下降，提升公司净利率。

图表 63： 公司运输费用增速出现下降

图表 64： 公司运输费用率有望改善



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

3.5 营销：营销持续发力，明星代言+IP注入提升产品附加值

明星代言+IP注入提升产品附加价值。在渠道端不断扩张的同时，公司近年在营销端也持续发力，大有后来居上的势头。在明星代言方面公司邀请了金马影后马思纯作为洁柔新任品牌形象大使，为Face, Lotion等生活用纸系列以及朵蕾蜜等个护系列产品代言。而在“新棉初白”系列上公司则选择了形象更符合产品的另一位金马影后陈妍希进行代言。人气较高且形象与产品相符的明星无疑能够增加产品的销量。而在IP注

在方面，公司先后推出了“故宫十二美人”、“黑养生特别版”、“电竞联名版”等主题产品，通过IP注入提升品牌的附加价值。拥有过硬的产品质量作为基础，未来“明星代言+IP注入”的营销战略将有望使公司市占率得到进一步提升。

图表65：马思纯担任公司品牌代言人

图表66：公司邀请陈妍希为“新棉初白”系列代言



资料来源：公司官方微博、万联证券研究所整理

资料来源：公司官方微博、万联证券研究所整理

图表67：洁柔黑养生特别版Face手帕纸

图表68：洁柔电竞联名超迷你手帕纸



资料来源：公司官方微博、万联证券研究所整理

资料来源：公司官方微博、万联证券研究所整理

开展品牌活动助力公司形象提升。除了针对产品进行的营销，公司还会举行一系列的品牌活动提升公司的形象。公司独家冠名的“中顺洁柔杯”国标舞大赛已连续举办多年，覆盖城市超过80个。公司还结合赛事推出了“敬生活的舞者”系列产品。除此之外，公司还举行了“洁柔音乐彩色跑”、“洁柔X中国新歌声第二季”等线下活动，提升公司知名度。持续的品牌活动起到为公司“引流”的作用，使消费者有契机去了解公司的产品，从而有助于公司在未来行业集中度提升的大背景下先发制人。

图表69：公司举办“洁柔音乐彩色跑”活动



图表70：公司独家冠名“中顺洁柔杯”国标舞大赛



资料来源：公司公众号、万联证券研究所整理

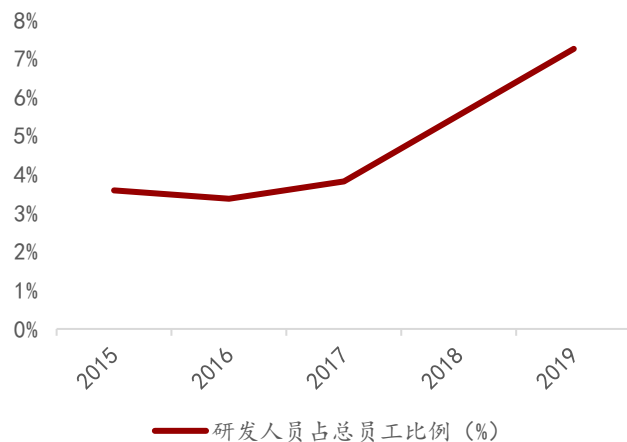
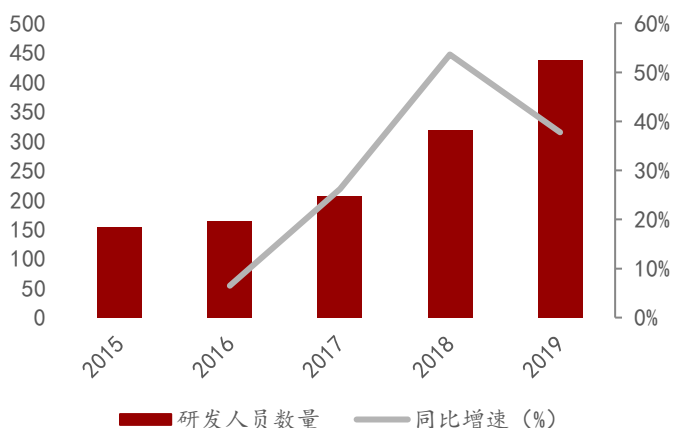
资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

3.6 研发：积极投入奠定增长基础，产品迭代引领行业潮流

公司近年在研发端投入逐渐加大。伴随着渠道改革以及品类拓展，公司在研发端的投入也逐渐加码。公司的研发人员数量从2015年的154人增加到2019年的438人，CAGR为29.8%，研发人员占比也从2015年的3.59%上升到2019年的7.25%。而在研发支出方面，公司近4年研发支出增加400%，占总营收比例从1.21%上升到2.66%。这一数据已经超越了行业龙头恒安国际。研发端的持续投入在公司未来增长中扮演着不可或缺的角色。随着消费升级消费者对生活用纸产品的需求相应也越来越高、越来越多元化。公司既要做好新品类的拓展也要持续提高现有产品系列的质量，而这都需要研发投入的支持。维持较高的研发投入有利于维护公司在价格端的护城河，也符合公司自身“生活用纸高端龙头”的企业定位。

图表71：公司研发人员数量增长较快

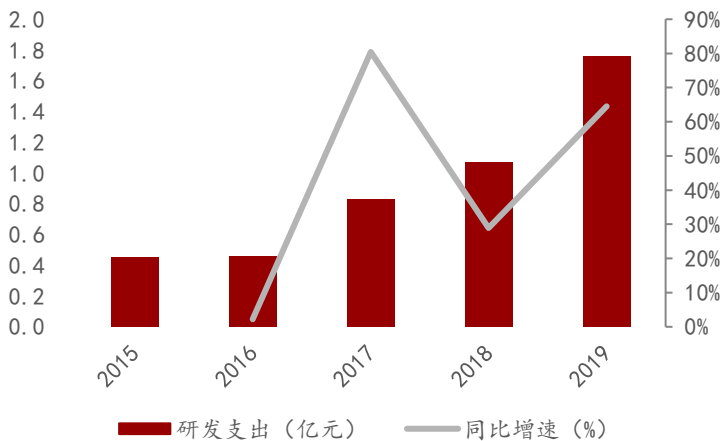
图表72：公司研发人员占比逐步提升



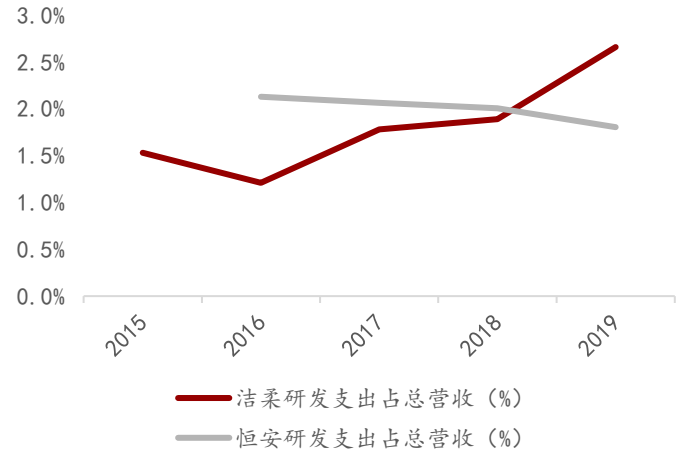
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表73：公司研发投入增速较高



图表74：公司研发支出占总营收比例超越恒安



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

公司在生活用纸高端市场一直引领潮流。与竞争对手相比，专注于高端市场的洁柔在自主研发和产品推陈出新方面较为领先。技术创新方面公司在2010—2012年分别对压花工艺、配方结构、加香设备等研发或改良，并在2015—2018年对工艺和纸芯等进行了二次革新。产品迭代方面公司基本每年都有推出新产品。从2013年世界范围内首推超迷你纸手帕，到2017年高端低白度纸“自然木”，再到2018年100%棉花柔巾“新棉初白”，凭借着过硬的品质和创新的设计公司的新品总能在较短时间内迅速抢占市场并取得良好口碑，从而维持公司在生活用纸行业高端龙头的地位。展望未来，“研发+产品”双革新是公司保持增长的核心动力。

图表 75：公司积极进行技术革新

时间	技术革新
2010	改良压纹工艺
2011	优化配方结构
2012	加香设备，压纹纸筒芯，艺术压花图案
2015	艺术压边工艺，开发“敞篷式”开口
2016	BB 纹研发，纸机提速
2017	卷纸无胶封尾，产品立体压花；制浆、造纸工艺创新
2018	胶管替代纸筒芯

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表 76: 公司产品持续推陈出新



资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们通过收入-成本-费用的总体思路来得出对公司未来盈利的预测。在收入端我们首先将公司的业务收入拆分成生活用纸、个人护理、其他产品（如口罩、洗手液等）三个部分进行预测。在成本端我们主要通过浆价未来走势的判断来估计得出公司今后的毛利率水平走势。在费用端我们结合公司发展战略来判断公司未来的三费率。通过分析我们在各部分得到以下假设和结论：

- (1) **收入端：**由于生活用纸属刚需消费品，每年的市场规模均在稳步提升。随着疫情趋缓，公司的全国物流供应链和湖北的生产基地都已恢复正常。公司作为生活用纸第一梯队龙头企业，随着近年来产能、品类、渠道的扩张以及市场渗透率的逐步提升，未来收入可观。我们预计公司生活用纸 2020-2022 年的增速分别为 18%/19%/20%。个护产品 20Q1 营收为 600 万，预计随着品牌知名度的提升，未来其营收将迎来较为迅猛的增长。另外，由于疫情原因，口罩、洗手液等其他产品在 2020 年的收入预计有较大幅度的增长，随后两年增速将回落到个位数水平。总体而言，我们预计公司未来三年营收增速为 18.97%/18.89%/19.85%的增速。
- (2) **成本端：**自 19H2 纸浆价格大幅下跌后，纸浆期货价格一直维持低位震荡的态势。尽管短期受新冠疫情影响，部分国外纸浆厂商停工，但由于目前库存仍处高位，且下游行业恢复未及预期，预计浆价在未来一段时间将维持比较低的水平。我们预计公司的主要产品生活用纸 2020-2022 年的毛利率分别为 45.0%/45.5%/46.0%。此外，个护产品的毛利率也将随着市场的拓展而提升。在

浆价保持低位震荡的前提下，我们通过分部计算得出未来几年公司总体毛利率将在 45% 上下波动。

- (3) **费用端：销售费用率方面**，由于公司近年采取的深耕渠道以及开拓空白区域的战略，预计未来公司销售费用率将进一步提升至 23.50%。**管理费用率方面**，综合销售规模扩大、员工薪酬增加、股权激励摊销等因素我们预计未来几年管理费用率将上升至 5.30%。**财务费用率方面**我们预计未来几年仍将保持在 0.50% 以下的较低水平。**研发费用率方面**，预计为满足客户群体的需求以及应对激烈的市场竞争，公司仍将加大研发投入，预计未来 3 年公司研发费用率将上升至 2.80%。

图表 77：公司分部收入、毛利率净利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收（百万元）	5678.52	6634.91	7893.79	9385.10	11248.13
yoy (%)	22.43%	16.84%	18.97%	18.89%	19.85%
归母净利润（百万元）	406.99	603.83	860.62	1030.86	1229.89
yoy (%)	16.59%	48.36%	42.53%	19.78%	19.31%
生活用纸：					
营收（百万元）	5578.49	6562.53	7743.79	9215.10	11058.13
yoy (%)	22.84%	17.64%	18.00%	19.00%	20.00%
占比 (%)	98.24%	98.91%	98.10%	98.19%	98.31%
毛利率 (%)	34.56%	39.95%	45.00%	45.50%	46.00%
个人护理：					
营收（百万元）		3.22	30.00	40.00	50.00
yoy (%)			831.68%	33.33%	25.00%
占比 (%)		0.05%	0.38%	0.43%	0.44%
毛利率 (%)		35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
其他产品（含口罩、洗手液等）：					
营收（百万元）	100.03	69.16	120.00	130.00	140.00
yoy (%)	2.86%	-30.86%	73.51%	8.33%	7.69%
占比 (%)	1.76%	1.04%	1.52%	1.39%	1.24%
毛利率 (%)	6.51%	8.83%	20.00%	15.00%	15.00%
总成本（百万元）	3744.11	4005.50	4373.08	5154.73	6115.39
yoy (%)	24.03%	6.98%	9.18%	17.87%	18.64%
总体毛利率 (%)	34.07%	39.63%	44.60%	45.08%	45.63%
销售费用率 (%)	17.84%	20.64%	22.50%	23.00%	23.50%
管理费用率 (%)	3.56%	4.43%	5.20%	5.25%	5.30%
财务费用率 (%)	0.98%	0.32%	0.26%	0.30%	0.30%
研发费用率 (%)	1.89%	2.66%	2.70%	2.75%	2.80%
（归母）净利率 (%)	7.17%	9.10%	10.90%	10.98%	10.93%

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

4.2 估值分析

总体来看，公司动态 PE 与发展历程紧密相关，且与原材料价格也有较强的相关性。

第一阶段（2013 年初-2015 年中）：这段时期纸浆价格总体保持稳定，但公司发展遇到瓶颈，在管理、渠道建设、同业竞争方面都遭遇了较大的挑战，公司 2013 及 2014 年归母净利润同比下降 31%和 37%，较低的净利润造成公司 PE 升高，并在 2015 年达到历史高位。

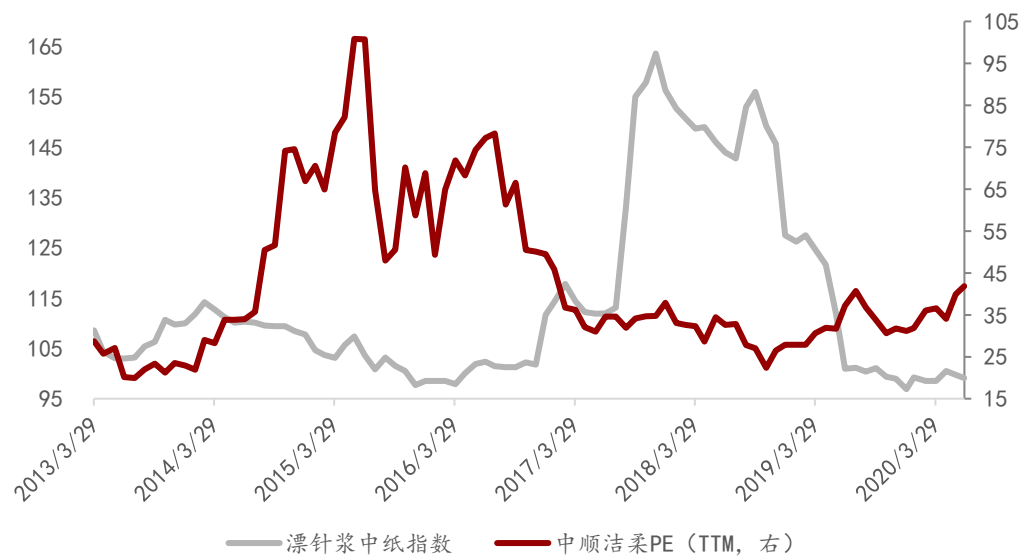
第二阶段（2015 年中-2017 年中）：2015 年此阶段浆价仍在较窄区间内震荡整理，但公司与 2015 年进行渠道改革，效果立竿见影，2015、2016 年公司归母净利同比上升 31%、196%，公司的 PE 也从 2015 年的历史高点 100.8 下降到 2017 年中的 34 附近。

第三阶段（2017 年中-2018 年末）：此阶段因供需两方面因素浆价迅速攀升至历史高位并且维持了一年多的时间，所以即使公司在渠道改革后渐入佳境，市场仍旧没有给予公司较高的估值，公司 PE 由 34 跌至 22 附近。

第四阶段（2018 年末-2020 年中）：由于库存较高，此阶段浆价从高位迅速跌落并在低位徘徊，而公司经营状况继续维持渠道改革后的良好发展态势，两重因素叠加之下公司 PE 由 2019 年初的 22 上升到 2020 年中的 40 附近。

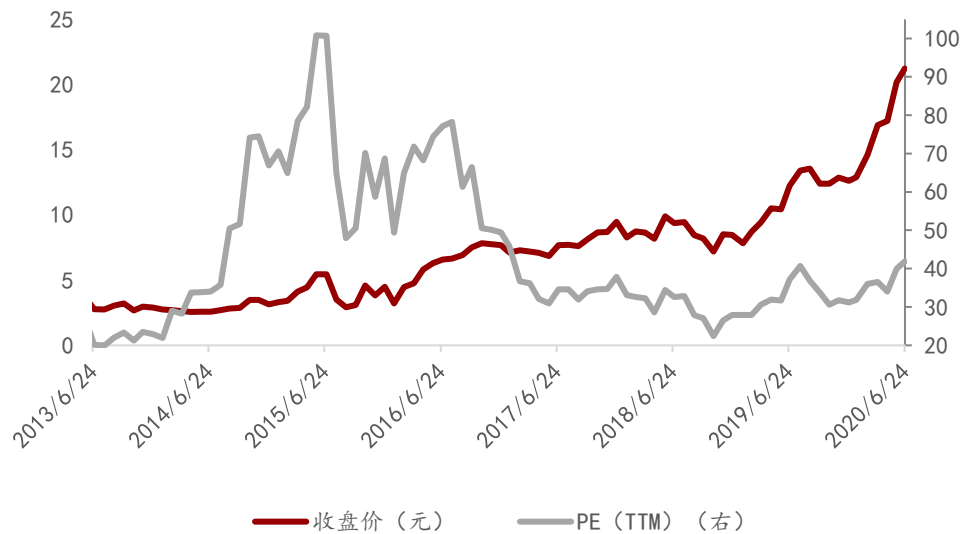
展望未来，短期内纸浆库存高需求低的情况不会改变，浆价将继续保持低位。而公司受益于行业集中度提升和自身发展，短中期内业绩有望继续保持较高增速。综合两方面因素，我们预计短中期内公司估值有望得到进一步提升。

图表 78：公司动态 PE 与纸浆价格相关性较强



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 79：公司股价和 PE (TTM) 走势



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

4.3 投资建议

公司深耕生活用纸行业高端市场，在品牌、产品、渠道、研发等方面有较明显的优势。近一年来浆价低位震荡，公司坐享成本红利，同时环保政策趋严、新冠疫情的爆发促使供给侧改革，利好公司市占率的进一步提升。近年来，公司用心塑造产品，在营销、渠道等方面加大投入，盈利能力逐年提升。未来预计随着产能的逐步释放、新品类的拓展，公司业绩有望维持高增长。在未来浆价保持低位的假设下，我们预计公司 2020-2022 年营收为 78.93/93.85/112.48 亿元，对应增速分别为 18.97%/18.89%/19.85%；2020-2022 年归母净利润为 8.61/10.31/12.30 亿元，对应增速分别为 42.53%/19.78%/19.31%；EPS 为 0.66/0.79/0.94；对应 PE 分别为 32.44/27.08/22.70，给予“买入”评级。

图表 80：公司盈利预测与估值

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6634.91	7893.79	9385.10	11248.13
yoy (%)	16.84%	18.97%	18.89%	19.85%
归母净利润 (百万元)	603.83	860.62	1030.86	1229.89
yoy (%)	48.36%	42.53%	19.78%	19.31%
毛利率 (%)	39.63%	44.60%	45.08%	45.63%
净利率 (%)	9.10%	10.90%	10.98%	10.93%
ROE (%)	14.81%	18.30%	19.00%	19.68%
EPS (元)	0.46	0.66	0.79	0.94
P/E (倍)	46.24	32.44	27.08	22.70
P/B (倍)	6.85	5.94	5.15	4.47

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表 81：可比公司估值表

			EPS (元)		
证券代码	证券简称	股价	2020E	2021E	2022E
002511	中顺洁柔	21.33	0.66	0.79	0.94
03331	维达国际	27.60	1.37	1.55	1.79
01044	恒安国际	60.80	3.71	4.02	4.30
			PE		
证券代码	证券简称	股价	2020E	2021E	2022E
002511	中顺洁柔	21.33	32.44	27.08	22.70
03331	维达国际	27.60	20.20	17.85	15.40
01044	恒安国际	60.80	14.98	13.82	12.92

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

注：数据截止 2020 年 6 月 29 日，洁柔的 EPS、PE 为我们团队预测，维达、恒安取自 wind 一致预测

5、风险因素

浆价大幅波动风险、产能释放不达预期风险、品类和渠道拓展不达预期风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,744	3,206	3,823	4,664	营业收入	6,635	7,894	9,385	11,248
货币资金	704	796	1,034	1,428	营业成本	4,005	4,373	5,155	6,115
应收票据及应收账款	808	975	1,160	1,390	营业税金及附加	43	63	75	90
其他应收款	8	10	12	14	销售费用	1,370	1,776	2,159	2,643
预付账款	15	44	52	61	管理费用	295	410	493	596
存货	986	1,138	1,313	1,508	研发费用	176	213	258	315
其他流动资产	223	243	253	263	财务费用	21	21	29	34
非流动资产	3,282	3,737	4,191	4,639	资产减值损失	-19	-3	-3	-3
长期股权投资	0	5	15	25	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,921	3,274	3,632	3,992	投资净收益	0	1	5	3
在建工程	56	106	146	176	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	169	214	259	304	营业利润	719	1,050	1,247	1,488
其他长期资产	136	138	140	142	营业外收入	6	5	5	5
资产总计	6,026	6,943	8,015	9,303	营业外支出	4	12	2	2
流动负债	1,814	2,104	2,460	2,930	利润总额	721	1,043	1,250	1,491
短期借款	15	15	17	19	所得税	117	183	219	261
应付票据及应付账款	781	958	1,102	1,307	净利润	604	861	1,031	1,230
预收账款	142	158	197	247	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	876	973	1,145	1,357	归属母公司净利润	604	861	1,031	1,230
非流动负债	135	135	130	125	EBITDA	1,009	1,226	1,414	1,656
长期借款	23	23	18	13	EPS (元)	0.46	0.66	0.79	0.94
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	112	112	112	112	主要财务比率				
负债合计	1,949	2,239	2,590	3,055	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1,309	1,309	1,309	1,309	成长能力				
资本公积	761	761	761	761	营业收入 (%)	16.8%	19.0%	18.9%	19.9%
留存收益	2,112	2,739	3,459	4,283	营业利润 (%)	43.1%	46.0%	18.7%	19.4%
归属母公司股东权益	4,077	4,703	5,424	6,248	归属于母公司净利润 (%)	48.4%	42.5%	19.8%	19.3%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
负债和股东权益	6,026	6,943	8,015	9,303	毛利率 (%)	39.6%	44.6%	45.1%	45.6%
					净利率 (%)	9.1%	10.9%	11.0%	10.9%
					ROE (%)	14.8%	18.3%	19.0%	19.7%
					ROIC (%)	15.1%	18.3%	18.7%	19.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	32.3%	32.3%	32.3%	32.8%
					净负债比率 (%)	-15.6%	-15.4%	-17.8%	-21.8%
					流动比率	1.51	1.52	1.55	1.59
					速动比率	0.93	0.93	0.98	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	1.10	1.14	1.17	1.21
					应收账款周转率	8.21	8.11	8.11	8.11
					存货周转率	4.06	3.84	3.92	4.06
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.66	0.79	0.94
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	0.73	0.89	1.08
					每股净资产 (最新摊薄)	3.11	3.59	4.14	4.77
					估值比率				
					P/E	46.24	32.44	27.08	22.70
					P/B	6.85	5.94	5.15	4.47
					EV/EBITDA	15.80	22.18	19.06	16.03

现金流量表				
单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,360	958	1,169	1,416
净利润	604	861	1,031	1,230
折旧摊销	263	168	168	168
营运资金变动	450	-81	-26	20
其它	44	10	-3	-2
投资活动现金流	-729	-616	-597	-589
资本支出	-602	-607	-587	-577
投资变动	0	-8	-13	-13
其他	-127	-1	3	1
筹资活动现金流	-328	-251	-335	-434
银行借款	300	0	-3	-3
债券融资	0	0	0	0
股权融资	105	0	0	0
其他	-732	-252	-332	-431
现金净增加额	305	90	237	393
期初现金余额	371	704	796	1,034
期末现金余额	676	796	1,034	1,428

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场