

# 生活用纸格局分化日渐清晰， 推荐中顺洁柔，关注维达国际

轻工制造首席分析师：张潇

执业证书编号：S1070518090001

联系邮箱：yjs\_zhangxiao@dwzq.com.cn

轻工制造分析师：邹文婕

执业证书编号：S0600521060001

联系邮箱：zouwj@dwzq.com.cn

日期：2021/06/22



## 1.生活用纸行业分析

需求韧性防御性强，消费升级及细分场景需求推动量价齐升

## 2.头部四家公司对比

格局体系带来头部四家分化显现，看好中顺洁柔与维达国际领跑

## 3.市场预期差

龙头囤浆前期控价扩份额，看好21年收入及利润双升

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；生活用纸使用量提升不及预期；价格及促销策略变化的风险。

## 1. 行业属性：需求韧性防御性强，消费升级及细分场景需求推动量价齐升

✓根据Euromonitor数据，截至2020年我国生活用纸市场规模约1400亿元，作为必选消费品需求韧性较强历史表现稳健，未来量与价都有提升空间：1) 消费量：人均用纸量有翻倍以上的空间；2) 单价：消费升级持续，体现在高端纸种占比提升及使用场景细分化

✓商销和电商渠道持续高增，这两个赛道的头部集中趋势更加明显：1) 商销（AFH）渠道成长潜力大，带来头部进一步集中的机会；2) 主流电商集中度提升潜力大；

## 2. 行业格局：格局体系带来头部四家分化显现，看好中顺洁柔与维达国际领跑

✓目前国内生活用纸行业CR4约为35%（零售额口径），相比美、日仍有较大提升空间，其中中顺洁柔成长性较为突出，份额持续提升，维达国际份额稳定，恒安国际、金红叶出现下滑；

✓四大家分化的原因分析：1) 产品力：中顺洁柔、维达国际定位中高端，新品研发能力较强；2) 渠道：中顺洁柔、维达国际把握住电商渠道崛起机会，中顺洁柔GT渠道经销商利润高；3) 管理：中顺洁柔管理层能力强、激励到位。

✓长期增长驱动力：1) 产品策略：中顺洁柔开拓中低端市场，维达国际持续发力高端产品；2) 个护：中顺洁柔稳健扩品，维达国际卫生巾推广顺利；

## 3. 市场预期差：龙头囤浆前期控价扩份额，看好21年收入及利润双升

✓全球21Q4开始进入阔叶新增产能投放期，供需偏紧浆价高位有望持续至21Q4，下行的轨迹大概率平缓；

✓龙头低价浆储备充足，迎来利润与份额双升机会：小厂提价后出货承压，根据卓创资讯，4月后生活用纸行业开工率骤降（60%以下），四大家发布提价函但涨幅低于小厂，看好中顺洁柔21年份额加速提升。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；生活用纸使用量提升不及预期；价格及促销策略变化的风险。

## 中顺洁柔21年业绩弹性敏感性分析

### 【东吴轻工】中顺洁柔21年业绩弹性敏感型分析

#### 净利润，亿元

		Q2-4美元中间价均价						
		6.74	6.64	6.54	6.44	6.34	6.24	6.14
Q2-4价格中枢较Q1提升 比率	降价3pp	10.6	10.9	11.2	<b>11.4</b>	11.7	12.0	12.2
	降价2pp	11.2	11.5	11.8	<b>12.0</b>	12.3	12.6	12.8
	降价1pp	11.8	12.1	12.4	<b>12.6</b>	12.9	13.2	13.4
	提价0	<b>12.4</b>	<b>12.7</b>	<b>13.0</b>	<b>13.2</b>	<b>13.5</b>	<b>13.8</b>	<b>14.0</b>
	提价1pp	13.0	13.3	13.6	<b>13.8</b>	14.1	14.4	14.6
	提价2pp	13.6	13.9	14.2	<b>14.4</b>	14.7	15.0	15.2
	提价3pp	14.2	14.5	14.8	<b>15.0</b>	15.3	15.6	15.9

#### 净利润增速

		Q2-4美元中间价均价						
		7.00	6.75	6.60	6.50	6.40	6.25	6.10
Q2-4价格中枢较Q1提升 比率	降价3pp	17%	20%	23%	<b>26%</b>	29%	32%	35%
	降价2pp	24%	27%	30%	<b>33%</b>	36%	39%	42%
	降价1pp	30%	34%	37%	<b>40%</b>	43%	46%	49%
	提价0	<b>37%</b>	<b>40%</b>	<b>43%</b>	<b>46%</b>	<b>49%</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>
	提价1pp	44%	47%	50%	<b>53%</b>	56%	59%	62%
	提价2pp	50%	53%	56%	<b>59%</b>	62%	65%	69%
	提价3pp	57%	60%	63%	<b>66%</b>	69%	72%	75%

备注1：由于Q1末累计提价4pp，中枢环比提价2pp，则Q2中枢价格比Q1自然将提升2pp（即假设Q2无提价的中性假设）

备注2：汇率带来的业绩弹性主要来自木浆进口，受益于人民币升值，按照木浆低位区间占COGS比例50%估算

备注3：所得税率16%

## 1. 生活用纸行业分析

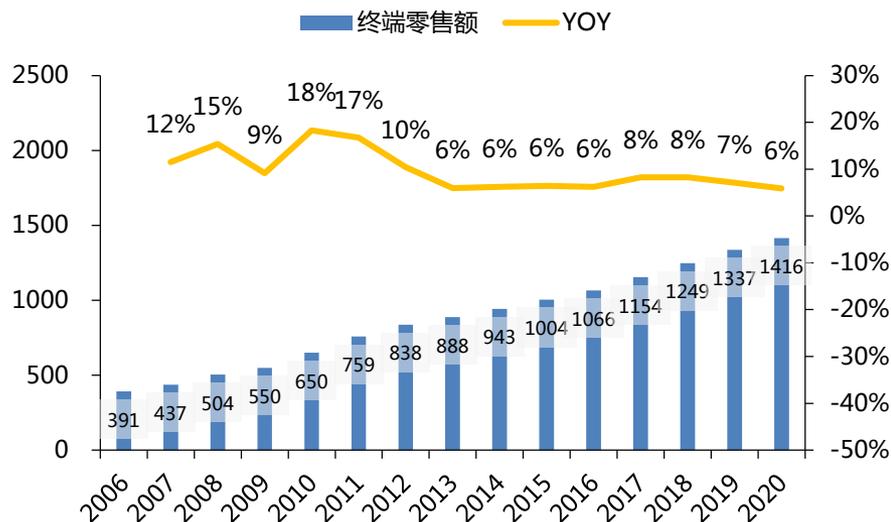
**需求韧性防御性强，消费升级及细分场景需求推动量价齐升**

# 1.1 使用量有翻倍空间，商销市场空间更为广阔

我们认为生活用纸规模在消费升级的驱动下将长期持续增长，消费升级主要来自于两个方向：1) 消费量的增长；2) 生活用纸品质的升级。

从生活用纸消费量来看，中国人均GDP增长带动生活用纸人均年消费量稳步增长，从2014年的5.5kg提升至2020年的7.3kg，CAGR达4.8%，其中零售渠道的消费量增长为主要驱动力。截至2020年美国、日本生活用纸人均消费量分别为23.9kg、日本13.4kg。对标发达国家，我国生活用纸人均消费量随经济发展而提升的空间广阔。鉴于当前商销消费占比低于世界平均水平，随着公共卫生水平的提升，商销市场的发展也值得重点关注。

### 中国生活用纸市场规模（亿元）/YOY(%)



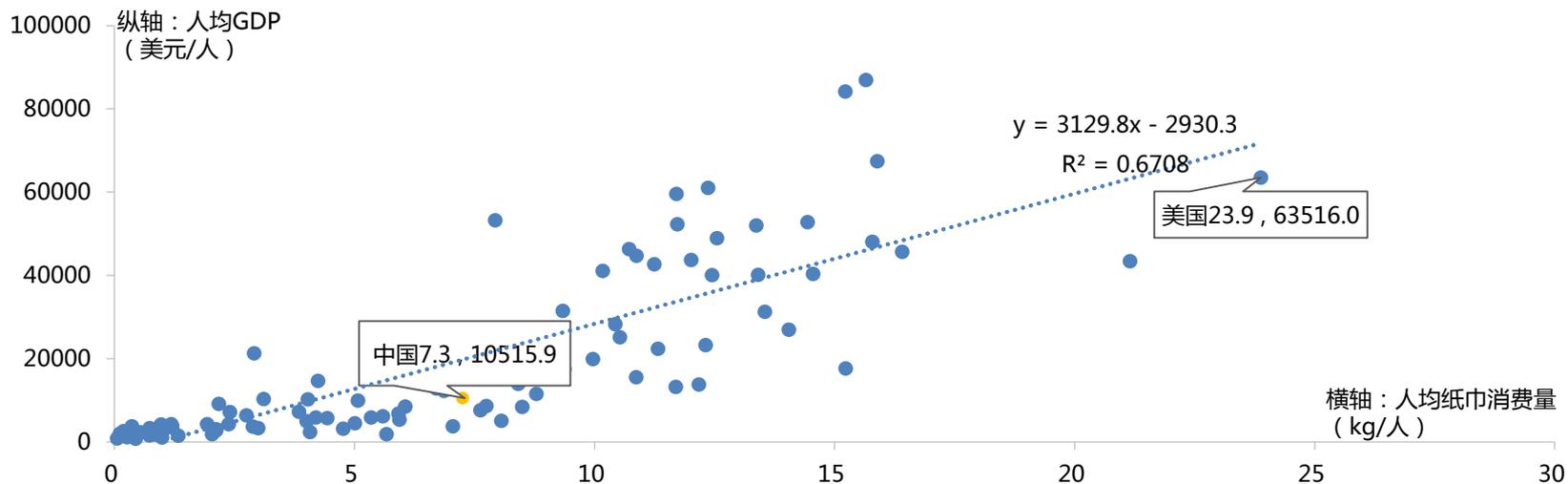
### 中国纸巾年人均消费量（kg）及年人均GDP（万元）



数据来源：Euromonitor，World Bank，wind，东吴证券研究所

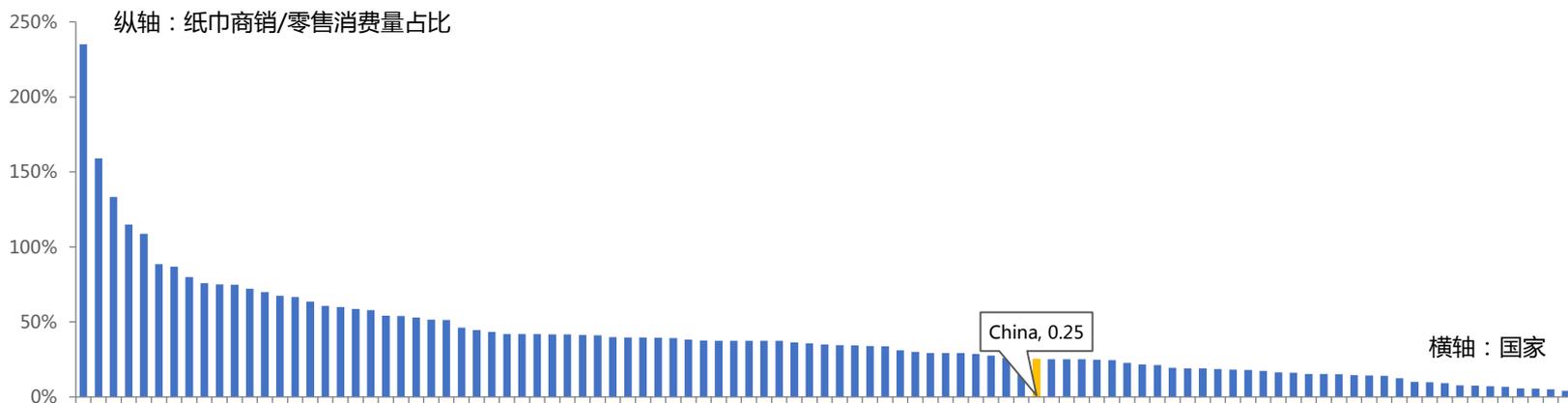
# 1.1 使用量有翻倍空间，商销市场空间更为广阔

## 2020年各国纸巾人均消费量和人均GDP显著正相关



注：y为20年各国人均GDP，x为20年各国人均纸巾消费量

## 2020年各国纸巾商销/零售消费量占比



数据来源：Euromonitor，World Bank，东吴证券研究所

## 1.2 需求特点：必选消费韧性强，疫情提升消费意识

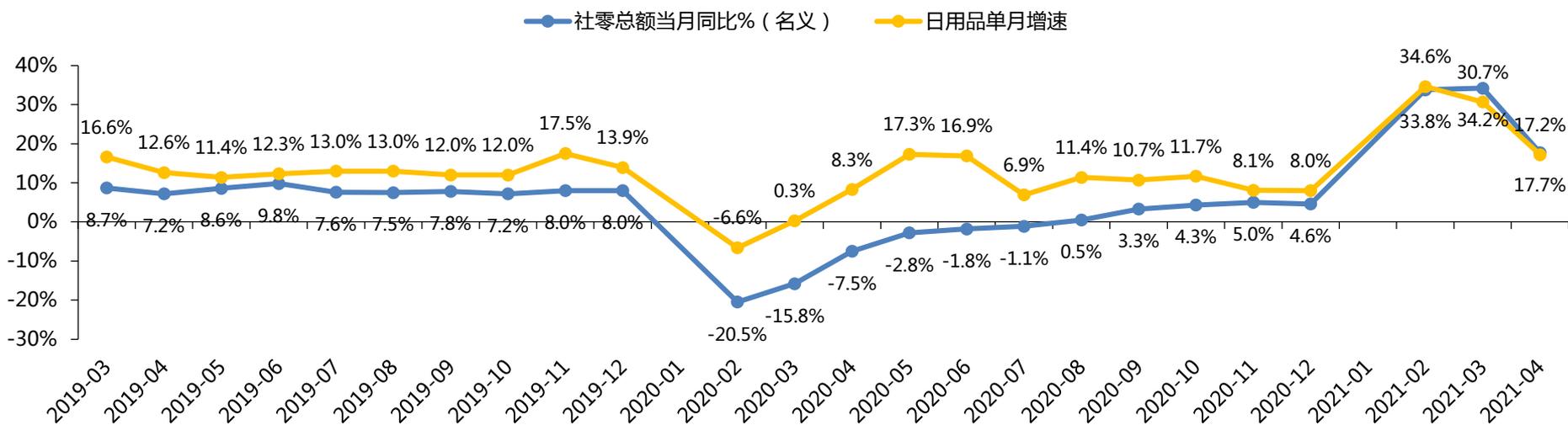
**必选消费品需求增长防御性：**日用品社零增速波动较为平稳，且持续高于社零总额增速。生活用纸作为日用品需求韧性较强，在经济总需求下行阶段具有防御性。

**疫情延续激发需求：**1)由于必选属性，疫情中对于供应链持续性的担忧使得终端囤积需求暴增，20年3-4月香港等地出现抢纸潮；2)疫情下人们卫生意识提高，生活用纸应用场景增加，从而带来生活用纸消费量中枢提升。20年全球生活用纸零售额增速普遍加快。

全球纸巾零售额20年明显加速

(百万美金)	2018	2019	2020	14-19 5YCAGR	2020YoY
美国	17687	18080	20758	1%	15%
中国	18872	19355	20424	5%	6%
日本	3517.3	3847.7	3946.9	2%	3%
德国	2961.7	2868	3243.7	-2%	13%
英国	2540.2	2521.5	2696.3	-3%	7%
法国	2588.3	2469.6	2560.9	-2%	4%
巴西	2469.2	2358.9	1965.1	-5%	-17%

日用品社零体现出较强防御性



数据来源：国家统计局，Statista，东吴证券研究所

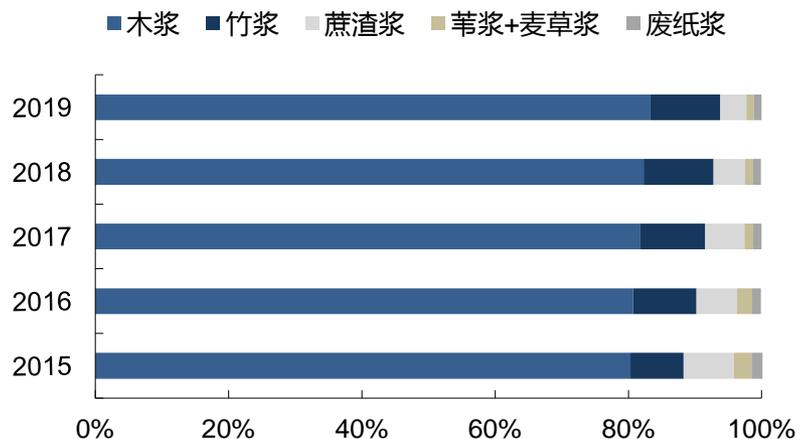
# 1.3 消费升级持续：高端纸种占比不断提升

高端化体现为1) 原材料的高端化、2) 品类的优化、3) 场景细分化。

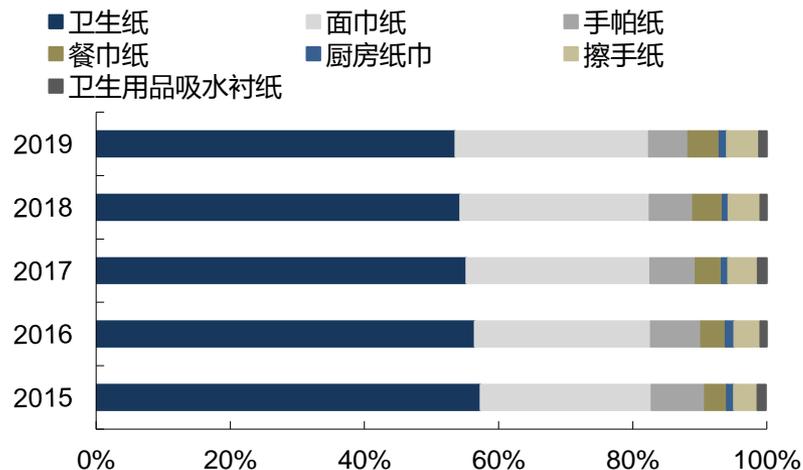
**1) 原材料的高端化：**采用木浆纤维制造的纸巾柔韧度更强，品质更高。根据中国造纸协会，我国生活用纸以木浆作为原材料的占比逐年升高，2019年占比达到83.3%。

**2) 品类的优化：**厕用卫生纸的占比持续走低，从2013年的61%下降至2019年的53.5%，面巾纸、擦手纸、餐巾纸等中高档生活用纸占比提升。

### 中国生活用纸原材料结构 (%)



### 中国生活用纸产品品类结构 (%)



数据来源：造纸协会，东吴证券研究所

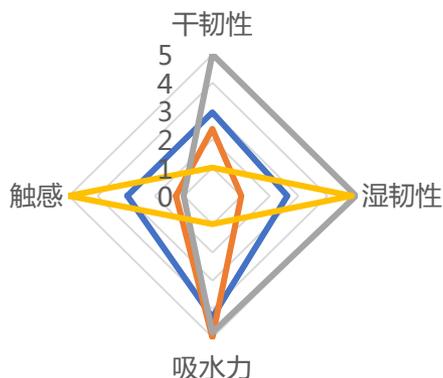
# 1.3 消费升级持续：不同纸种诞生匹配愈加细分的需求

高端化体现为1) 原材料的高端化；2) 品类的优化；3) 场景细分化。

**3) 场景细分化：**使用场景的不断细分催生细分纸种的涌现，例如乳霜纸、本色纸等。从不同的材料来看，乳霜纸触感好、湿韧性强、吸水性弱，适用于需要反复擦拭皮肤的感冒患者；黄色纸满足低化学添加的需求；竹浆纸干韧性强、触感较差价格较低满足对触感要求较低的消费者或者非皮肤的擦拭。厨房用纸用于消费者的不同材质的纸巾更加契合地满足了消费者的细分的需求，增加了消费者的使用场景和使用频率。

## 不同纸种的属性不同

- 白色木浆
- 黄色木浆
- 竹浆(黄色)
- 添加乳霜的木浆



注：评分来自我们2019年11月进行的问卷调查及产品测评

## 纸巾新品种



数据来源：可心柔、心相印、斑布官网，东吴证券研究所

# 1.4 商销（家外）渠道：中国纸巾家外市场空间广阔

- **我国商销渠道2020年规模约为42.9亿美元，5YCAGR为8.8%**。人均角度来看，2020年中国人均家外消费纸巾金额仅为3.1美元，而美国人均商销纸巾消费额为25.8美元。**国内商销渠道对比美国依然有6倍以上的增长空间**。中国商销/零售市场比仅为0.21，而美国市场商销与零售市场之比稳定在0.5左右。**家外市场的渗透率明显低于家居市场**。同时，头部企业的商销渠道占比均低于行业平均23%，我们认为**头部纸巾企业后续在商销渠道大有可为**。

### 中国纸巾商销市场规模及增速



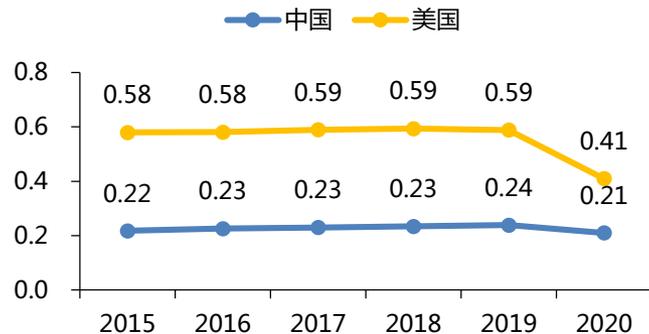
### 美国纸巾商销市场规模及增速



### 中国人均商销纸巾消费额及增速



### 中美出厂价口径商销/零售市场规模比

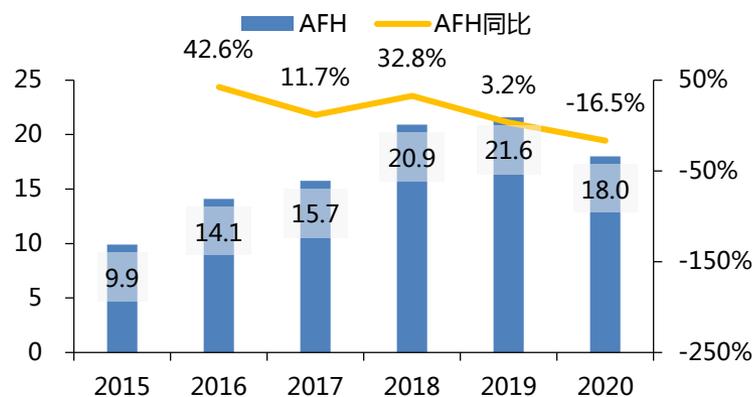


数据来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

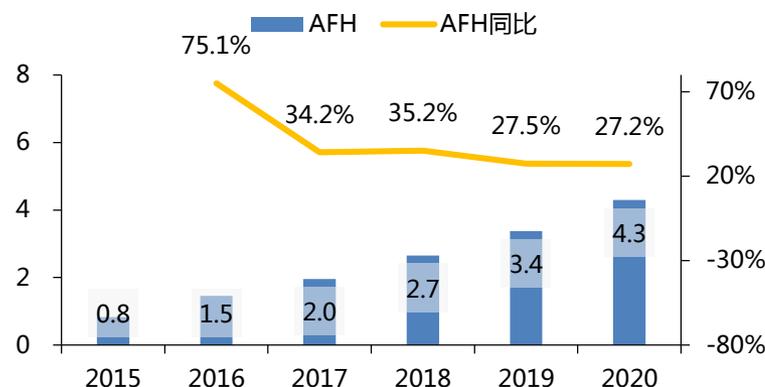
# 1.4 商销（家外）渠道：商销渠道的头部集中是行业性机会

- 从上市公司数据来看，企业商销过去3年的增速明显快于C端渠道，商销渠道表现出很强的渗透红利和高端化趋势。目前中顺洁柔、维达国际两家行业龙头对AFH渠道有明显的战略倾斜，虽然20年商销渠道受到疫情的影响，增速略有放缓，21年开始的复苏趋势明显。未来3年在商销渠道有望成为行业增长驱动器。

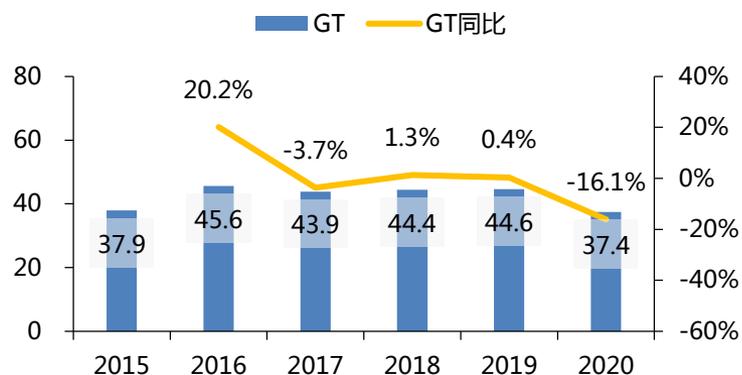
### 维达国际AFH收入及增速



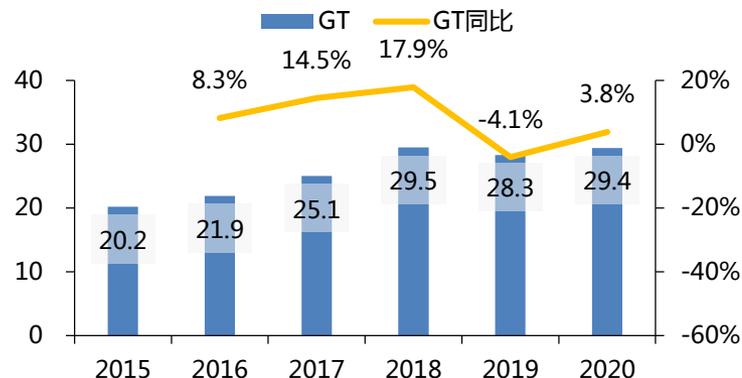
### 中顺洁柔AFH收入及增速



### 维达国际传统渠道收入及增速



### 中顺洁柔传统渠道收入及增速

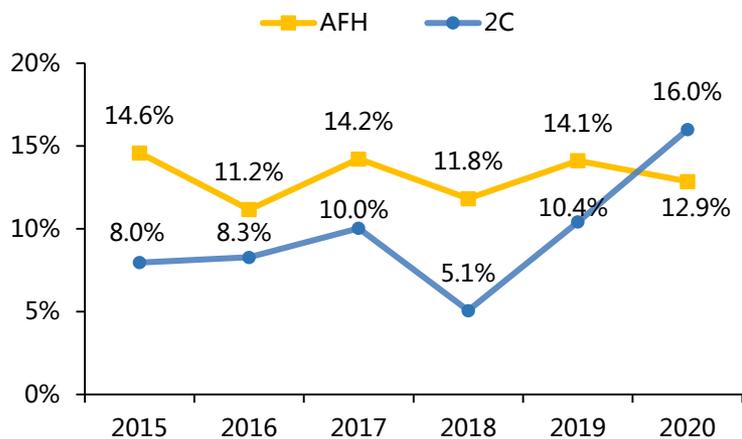


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

# 1.4 商销（家外）渠道：净利率高于2C渠道

维达国际的Tork提供一篮子产品的销售和服务。公司设计打包销售一系列产品，如纸巾分配器、马桶垫及分配器、洗手液、空气清新剂等产品，甚至如纸巾余量提醒管理软件、纸巾回收系统等软件产品。打包销售一方面可以从收入端打开成长天花板，同时也可以提高客户的忠诚度，其忠实客户的订单占比高达73%。从营业利润率来看，AFH渠道高于2C渠道，保持10-15%的水平。

### 维达国际商销、零售营业利润率（%）



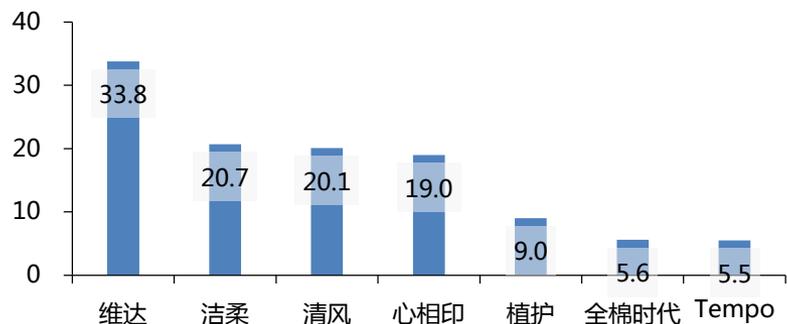
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## Tork品牌丰富的产品线



# 1.5 电商渠道：生活用纸天然适合电商渠道

2020年阿里平台电商纸巾销售额（亿元）



生活用纸天然适合电商渠道，电商渗透率达30%（凯度）。

**体积大**：线下采购不方便。

**单价低**：不需要货比三家，慎重购买。

**保质期长**：可大批量采买，不需要冷链或及时运输。

2020-2021M4 阿里平台各品牌生活用纸销售额

同比增速	维达国际		维达总体	中顺洁柔		金红叶	恒安国际	全网
	Vinda/维达	Tempo/得宝		洁柔	清风	心相印	全网	
2020.M1	-10.2%	25.4%	11.6%	12.1%	12.1%	4.4%	-5.2%	
2020.M2	12.3%	64.5%	41.5%	25.2%	9.1%	11.0%	18.4%	
2020.M3	33.9%	62.4%	64.1%	80.7%	30.6%	33.2%	35.4%	
2020.M4	44.5%	68.5%	78.1%	36.8%	17.9%	29.8%	40.5%	
2020.M5	38.8%	75.6%	75.4%	30.2%	37.1%	12.2%	28.9%	
2020.M6	52.0%	42.6%	79.8%	67.8%	14.7%	20.3%	33.8%	
2020.M7	17.2%	37.7%	44.7%	38.9%	6.3%	38.4%	13.6%	
2020.M8	11.7%	30.7%	16.8%	28.6%	-12.2%	18.1%	7.4%	
2020.M9	42.3%	74.8%	50.2%	56.5%	17.7%	17.6%	20.2%	
2020.M10	57.6%	107.5%	63.8%	56.8%	2.7%	14.0%	28.3%	
2020.M11	26.5%	30.2%	28.5%	30.4%	5.7%	20.1%	14.1%	
2020.M12	4.9%	35.3%	10.9%	10.7%	-36.2%	-24.4%	-11.4%	
2021.M1	61.3%	73.3%	65.4%	60.4%	-17.8%	22.8%	29.8%	
2021.M2	-45.3%	-9.2%	-39.1%	-23.7%	-45.3%	-24.5%	-37.5%	
2021.M3	-7.6%	30.1%	11.7%	-7.9%	-10.4%	-26.8%	-14.4%	
2021.M4	-7.9%	53.4%	-15.0%	15.6%	-27.1%	-18.2%	-20.5%	
2021.M1~M4	-2.4%	35.9%	-2.8%	6.9%	-23.2%	-13.9%	-12.1%	

数据来源：国家统计局，淘数据，东吴证券研究所

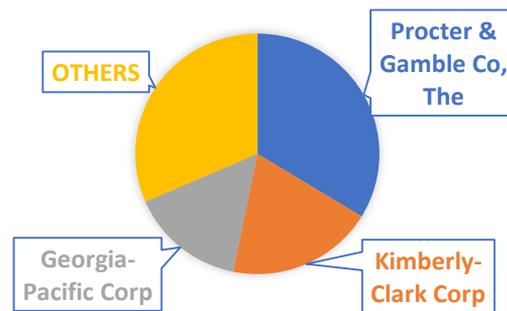
## 2. 头部四家公司对比

格局体系带来头部四家分化显现，看好中顺洁柔与维达国际领跑

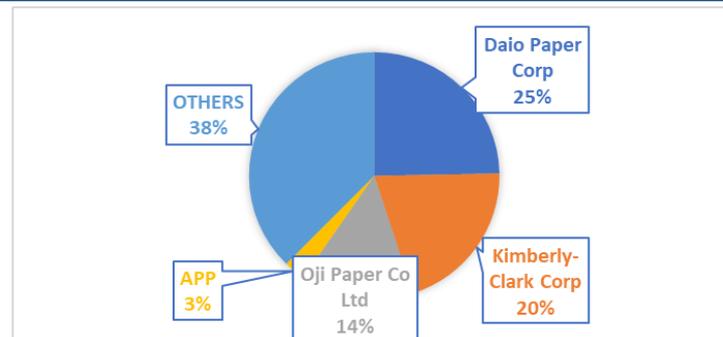
**零售市场头部公司股份对标日本、美国还有提升空间大。**以零售额口径看，2020年生活用纸行业CR4为28.1%，头部公司市场份额依然停留在10%左右。对标美国宝洁34%，日本大王25%的份额仍有较高提升空间。

**头部四家公司份额分化，中顺洁柔提升最为明显，维达国际跟随。**头部四家市场份额继续分化的趋势，中顺洁柔份额提升趋势，从2015年的3.6%上升至2020年5.8%，维达国际从15年的8.4%提升至8.8%；而恒安国际、金红叶的市场份额有所缩减，分别从2015年10.8%/11.1%下降至8.5%/5.0%。我们认为份额分化的原因主要体现为三方面的分化：1) 产品力；2) 渠道力；3) 管理的分化。而更深层的原因是职业经理人模式提高了民营企业扩张固有的天花板。

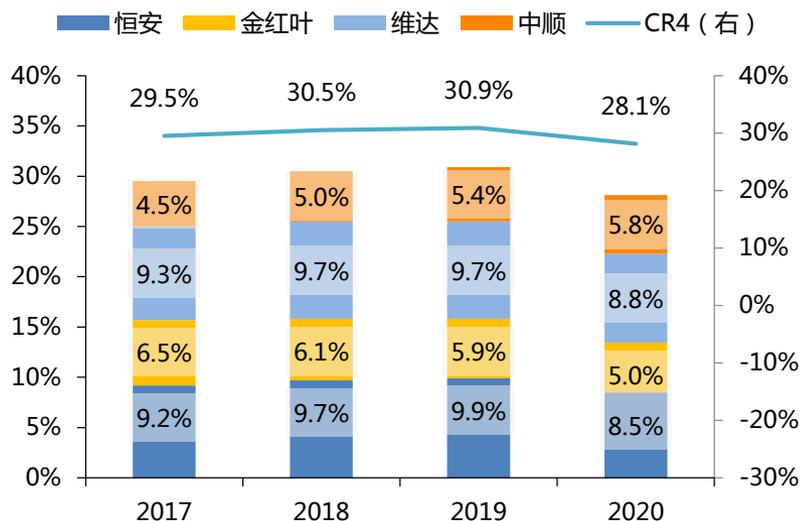
### 2020年美国生活用纸市场竞争格局



### 2020年日本生活用纸市场竞争格局



### 中国生活用纸零售市场CR4 (%)

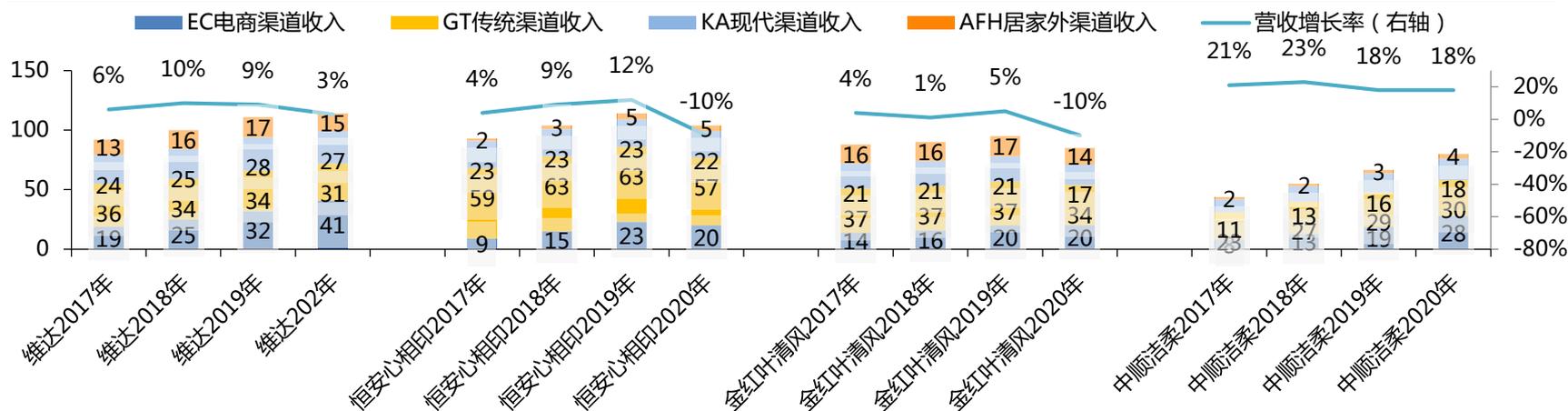


数据来源：Euromonitor，各公司公告，东吴证券研究所

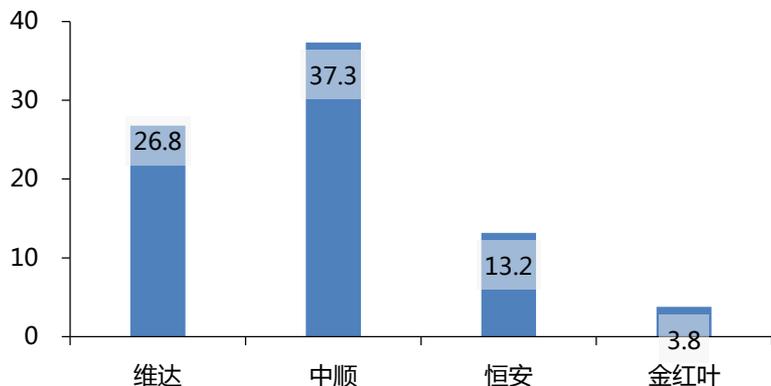
## 2.2 收入对比：中顺洁柔体量较小，增速最高

当前中顺洁柔20Q4从第四上升到第三，增速最快；20年恒安国际和金红叶体量略有下降，从成长性来看：中顺洁柔收入增速居首，5Y-CAGR达到18.8%；维达国际增速位居第二，5Y-CAGR为6.9%；恒安国际与金红叶增长较为平缓

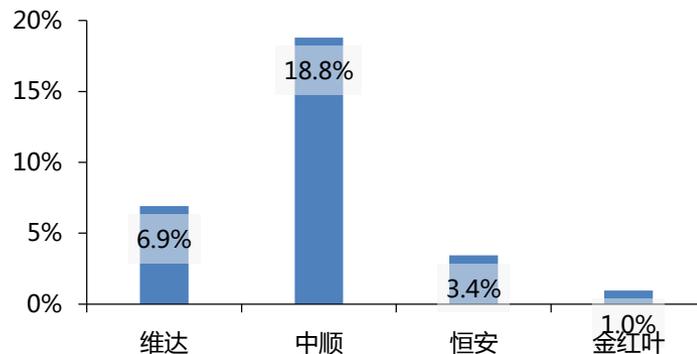
### 2017-2020年生活用纸四大家份渠道收入（亿元）及销售收入增速



### 2016-2020年生活用纸收入增量（亿元）对比



### 2016-2020年生活用纸收入CAGR（%）对比



数据来源：各公司公告，euromonitor，东吴证券研究所

### 2.3.1 产品力：中顺洁柔、维达国际定位中高端，是行业创新的引领者

为什么四家品牌生活用纸公司中出现了明显分化？我们认为这与公司的产品力、渠道策略、以及公司管理有着重要的关系。

维达国际与中顺洁柔的产品品质更胜一筹。在我们的抽纸测评中，可以发现中顺洁柔、维达国际的品质较优，清风的产品明显掉队。

清风的定价在四大家中虽然是较低，但是相对于中小品牌仍有一定品牌溢价，消费者容易倒戈至更便宜的中小品牌。

心相印尽管品质位于中游，但核心系列未有迭代升级，存在品牌老化的问题。

各品牌及系列抽纸评分表

	权重系数考量					抽取舒适度考量		最终结果	
	20%	20%	30%	10%	20%	100%	第一抽是否浪费		第一抽是否易能轻易get
	吸水力	干韧性	湿韧性	纸屑	触感	初步得分			综合得分
<b>4层白色木浆</b>									
洁柔 黑FACE (4层)	4.11	4.86	4.68	5.00	3.26	4.35	-	-	4.35
心相印 PINO	4.71	4.99	3.79	5.00	3.85	4.35	-	-	4.35
维达 TEMPO	4.04	4.76	4.08	3.67	3.72	4.09	-	-	4.09
丽邦 炫酷	3.78	3.54	1.72	3.67	2.13	2.77	-0.10	-0.10	2.57
<b>3层白色木浆</b>									
洁柔 黑FACE (3层)	3.05	3.29	4.19	3.67	3.46	3.58	-	-	3.58
洁柔 粉FACE	3.48	2.81	2.38	5.00	3.24	3.12	-	-	3.12
维达 超韧	2.96	3.18	2.44	2.33	3.51	2.90	-	-	2.90
心相印 红悦	3.09	3.40	2.82	2.33	2.50	2.88	-	-	2.88
洁柔 金尊	3.26	2.91	2.10	3.67	3.17	2.87	-	-	2.87
心相印 茶语	3.16	3.00	2.25	2.33	3.31	2.80	-	-	2.80
维达 立体美	3.00	2.79	2.76	2.33	2.59	2.74	-	-	2.74
东顺 (顺清柔) 成长日记	3.08	2.90	2.14	3.67	3.10	2.82	-0.10	-	2.72
清风 原木纯品 金装	3.01	3.23	2.25	2.33	3.41	2.84	-0.10	-0.10	2.64
幸福阳光 无添加	2.64	3.72	1.00	5.00	2.38	2.55	-	-	2.55
维尔美 软浆柔品	2.88	2.97	1.72	3.67	2.95	2.64	-0.10	-	2.54
清风 原木纯品 (3层)	3.41	3.03	1.60	3.67	2.95	2.72	-0.10	-0.10	2.52
植护 居家亲肤	3.11	2.98	1.36	5.00	1.72	2.47	-0.10	-0.10	2.27
洁云 绒触感	3.53	1.96	1.88	2.33	2.27	2.35	-0.10	-	2.25

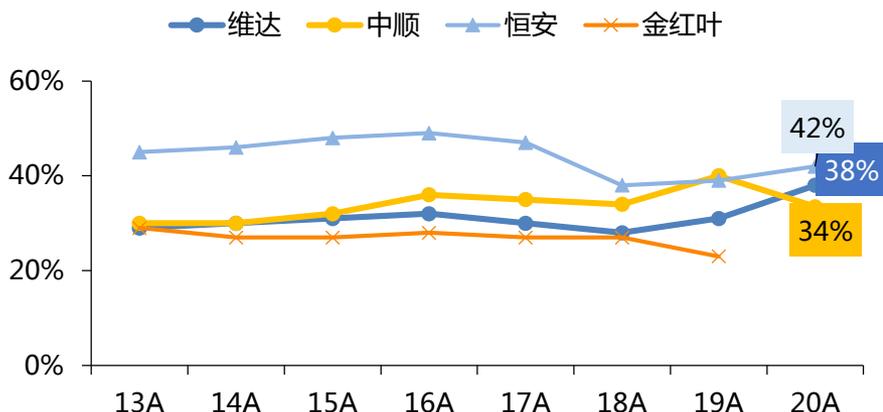
数据来源：团队2019年11月生活用纸产品力测评，其中干韧性、湿韧性、吸水力、掉屑情况为客观测评，触感测试邀请44位被试者进行盲测

## 2.3 分化分析

### 2.3.1 产品力：中顺洁柔、维达国际定位中高端，是行业创新的引领者

生活用纸品牌公司在行业升级中扮演引领者角色，其中维达国际与中顺洁柔的创新性较强，新品高溢价使得渠道利润率高，激励强。维达国际推出立体美压花纸，遇水变蓝，美观性及实用性较强，带动国内压花纸渗透率提升；Tempo主攻4层超韧产品，厚实不掉屑。中顺洁柔推出LOTION乳霜纸，将纸巾的柔软与细腻度抬高至全新台阶，帮助鼻炎及感冒患者摆脱摩擦带来的红鼻子困扰。基于产品创新及高端产品的推广，两者毛利率位于行业前列，高端产品的放量给渠道高利润正向激励。

生活用纸毛利率对比 (%)



数据来源：各公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

#### 中顺洁柔、维达国际不同的升级方向

##### 压花



##### 亲肤



##### 环保



#### 中顺洁柔及维达国际高端产品系列

##### 中顺洁柔高端产品系列

Face  
Lotion  
自然木

##### 维达国际高端产品系列

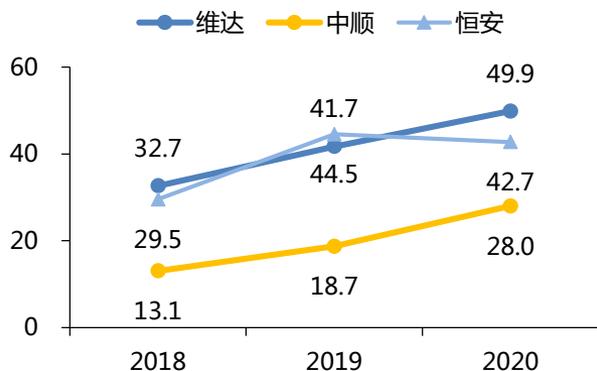
Tempo  
立体美

### 2.3.2 渠道：维达国际、洁柔把握住了电商机会

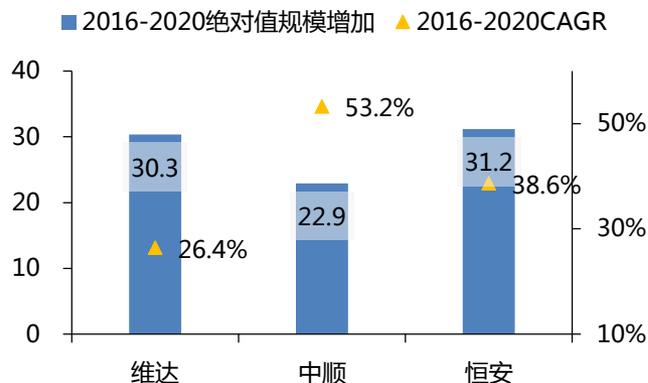
维达国际电商渠道收入体量排名第一，中顺洁柔电商增速靓丽，两者电商收入占比均超35%。

- 维达国际**：2013年电商营收仅占总收入的3%，2020年维达国际电商渠道收入达到49.9亿元，占到收入的36%，电商增长是贡献收入增长的主要渠道。**2012年维达国际即独立电商团队单独运营**，拥有前瞻性及先发优势，与各大平台直接建立深入合作关系，是四家公司中唯一拥有智能仓储系统建设的公司。基于较早的电商投入，以及品牌的运营，维达国际在阿里系的享有较优的算法推荐，优势明显。
- 中顺洁柔**：**2015年开始独立电商团队**，通过直营的形式来实现弯道超车难度较大，中顺洁柔近几年通过与京东系直接合作，以及通过经销商运营电商的形式实现较快的增长。
- 恒安国际**：整体体量较大，但从收入占比上看仅19.1%，低于维达国际、中顺洁柔；近两年才开始重视电商的发展机会，也是通过经销商形式扩张。

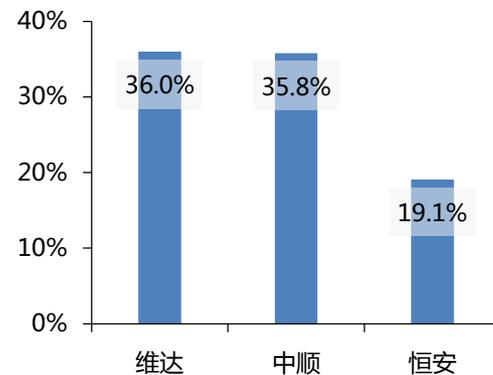
#### 近三年电商渠道销售额（亿元）



#### 增长规模及CAGR对比



#### 2020年电商收入占总收入比例



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所（恒安国际的数据根据生活用纸占比及整体电商占比估算）

### 2.3.3 管理：中顺洁柔绑定优秀销售团队，维达国际拥有Essity支持

四家企业的股权结构基调均为家族企业，实控人对于未来管理体系的思考，决定了企业的兴衰。

- 中顺洁柔：迈向基业长青的职业经理人管理体系，全方位激励吸纳行业顶尖人才。** 2015年刘金锋等前金红叶高管加盟中顺洁柔。公司的销售与产品体系逐步理顺，主攻“可湿水不易烂”的Face系列，一方面将“洁柔”品牌定位高端，另一方面较高的定价和利润空间提升经销商销售洁柔产品的意愿。同时，基于清风团队优质的华中、华东的渠道资源，洁柔的渠道也迅速从华南向全国铺开。2020年，聘任刘鹏担任董事长兼CEO，标志企业全面走上职业经理人管理道路。广纳人才、用人唯贤、激励到位的管理思路为中顺洁柔后续的长期增长奠定底层基础。
- 维达国际：2013年Essity增持成为维达国际控股股东，20年创始人之女李洁琳总20年接任CEO，管理有望更加进取。** Essity是全球个护用品的第二大玩家，欧洲最大的纸巾生产销售公司。但过去几年外方管理层策略相对保守。中方领导下的新管理层有望给公司运营注入更多活力。
- 恒安国际：2010年至今逐渐明晰继续采用家族企业管理脉络，管理策略上较为守成。** 近年来通过阿米巴等方式缩减了费用，但是整体费用投放及产品定价缺乏长期基调。线下的强势也使得公司忽视了线上的增长机会。

2018中顺洁柔股权激励计划及业绩考核目标

	姓名	职务	授予数量		业绩考核目标	实际行权/解锁情况
股票期权	董晔	财务总监	50,000	第一阶段	以2017年营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于41.60%	计划可行权股票期权数量为477.6万股，实际为407.2万股；计划可解锁限制性股票数量为668.0万股，实际为635.9万股。
	中层管理人员、核心技术（业务）人员（3117人）		13,684,500			
	预留		2,500,000	第二阶段	以2017年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于67.09%	计划可行权股票期权数量为295.9万股，实际为294.9万股；计划可解锁限制性股票数量为483.7万股，实际为480.9万股。（预留部分尚未披露）
	合计		16,234,500			
限制性股票	董晔	财务总监	150,000	第三阶段	以2017年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于94.03%	暂无
	中层管理人员、核心技术（业务）人员（568人）		19,525,500			
	预留		3,500,000			
	合计		23,175,500			

Essity全球排名



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

## 2.5 长期增长看点

### 2.5.1 看点1：中顺洁柔开拓低端产品市场，维达国际持续发力高端产品

维达国际与中顺洁柔的基于优质管理资源，在生活用纸长期的竞争中保持优势，看好两者市场份额将持续提升。

两家生活用纸增长驱动因素为：

**中顺洁柔：发力副牌太阳**，通过竹浆纸的性价比优势补足中低端市场。竹浆纸一体化助力高盈利，长期剑指双品牌200亿元生活用纸营收；

**维达国际：当前产品组合较为完善**，Tempo和立体美占比仍有提升空间，持续发力高端品牌和产品。

#### 维达国际高端品牌Tempo



#### 中顺洁柔竹浆纸一体化项目

公司在2019年7月9日投资40.87亿元于四川省达州市李渡工业园区建设30万吨/年竹浆一体化项目，其中竹浆、生活用纸产能分别为31.8、30万吨/年。预计工程总工期70个月（近6年），建设完成后年收入30.3亿元，年税后利润为2.17亿元，投资回收期12.04年（含建设期）。项目资金主要通过自有资金、辅以银行借款等融资方式募集。

#### 太阳品牌纸巾



## 2.5 长期增长看点

### 2.5.2 看点2：个护产品协同性强，看好个护放量

**卫生用品协同性强，全球主要玩家布局全面。**卫生巾、纸尿裤用品需要吸收液体类的卫生巾均采用一定的绒毛浆（浓缩的高纤维木浆）作为吸收体，因此从原材料角度来看，卫生巾、纸尿裤的与生活用纸具有一定的协同性。从渠道来看，卫生用品的销售渠道与生活用纸相似，分布在线下商超、便利店、夫妻店、线上渠道等。从用户来看，家庭卫生纸购买决策主要由女性做出，客户群体重合度高。

**维达国际国内卫生巾从2019年开始发力，在品牌宣导、产品力、电商渠道数据都有靓丽表现。中顺洁柔在2020年卫生巾开始铺货，2021年引入恒安国际品牌端高管后续发展有望加速。**

全球布局卫生巾、纸尿裤、纸巾的个护品牌整理

公司	卫生巾品牌	进入卫生巾市场时间	纸尿裤（包括成人失禁）	进入纸尿裤市场时间	纸巾品牌	进入纸巾市场时间
恒安国际	安乐、安尔乐、七度空间	1985	安尔乐、安尔康	1996	心相印、竹π	1997
大王	怡丽	1982	GOO.N、安托	1980	elleair	1979
宝洁	护舒宝、Always	1983	帮宝适（Pampers）	1961	Charmin	1965
爱生雅	Libresse	1970	Libero、Dr.P、TENA	1955	Scott、Kleenex、Lotus	1890



卫生巾头部企业市场份额%（零售额口径）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
尤妮佳	4.8	5.7	6.4	7.6	8.6	9.5	10.1	10.5	11.6	12.7
恒安国际	9.4	9.8	10.6	11.8	11.5	11.6	12.2	11.7	11.3	11.3
宝洁	7.3	7.5	7.5	7.1	6	5.3	5.1	5.3	5.9	6.3
景兴	2.8	2.9	3.2	3.1	3.3	2.7	3.4	3.6	3.8	4
金佰利	1.9	2.2	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	3	3.4	3.8
花王	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	2.1	2.1	2.3	2.4
百亚	0.8	0.8	0.9	0.9	1	1	1	1	1.2	1.4

数据来源：公司公告，Euromonitor，东吴证券研究所

### 3. 市场预期差

**龙头囤浆前期控价扩份额，看好21年收入及利润双升**

## 3.1 原材料木浆分析

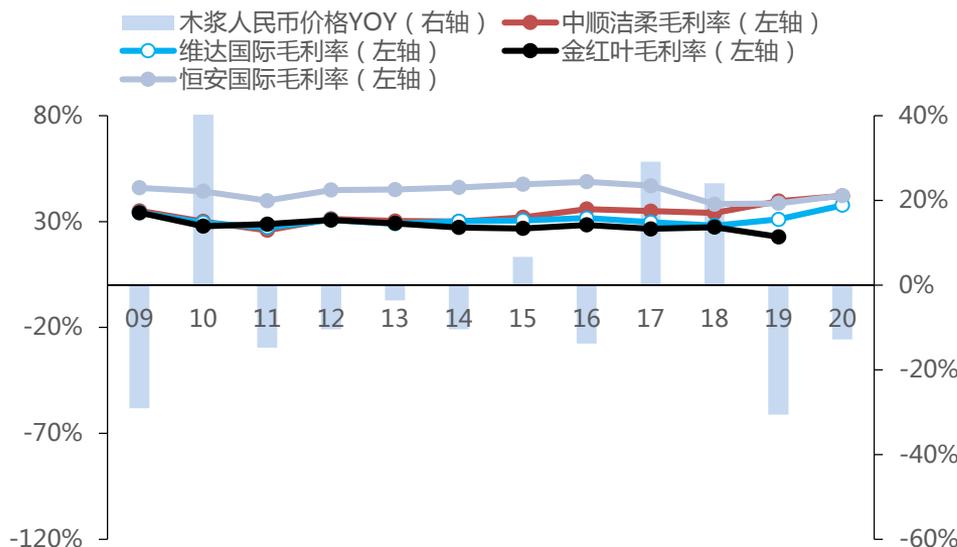
### 3.1.1 木浆：对生活用纸的收入端及利润端有较大影响

生活用纸的原材料木浆占总成本比例60%，主要以阔叶浆为主。原纸价格年均价与木浆的年均价总体呈现同向变动。

终端成品纸层面：

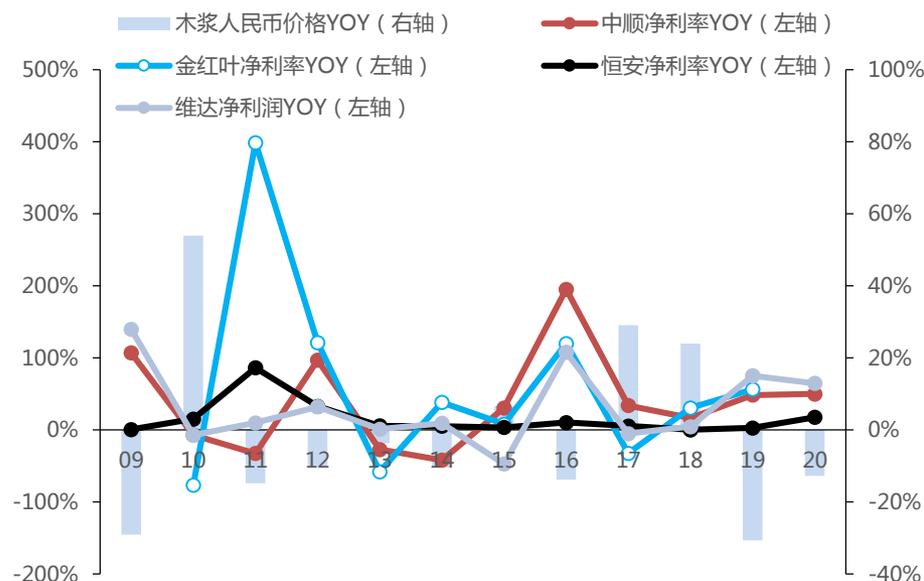
- 1) 在浆价下行周期，中小企业倾向于率先降价抢份额，头部企业则主要通过费用的方式去调整渠道的利益，维持相对稳定的价格体系，同时还可以兑现一部分业绩弹性。
- 2) 在浆价上行周期，率先提价的公司收入增长往往受损，提价的速度慢于成本上涨的速度，企业利润承压。

#### 木浆价格YoY与“恒顺达金”纸巾业务营收YoY的相关性



数据来源：卓创资讯，各公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

#### 木浆价格YoY与纸巾净利润YoY的相关性



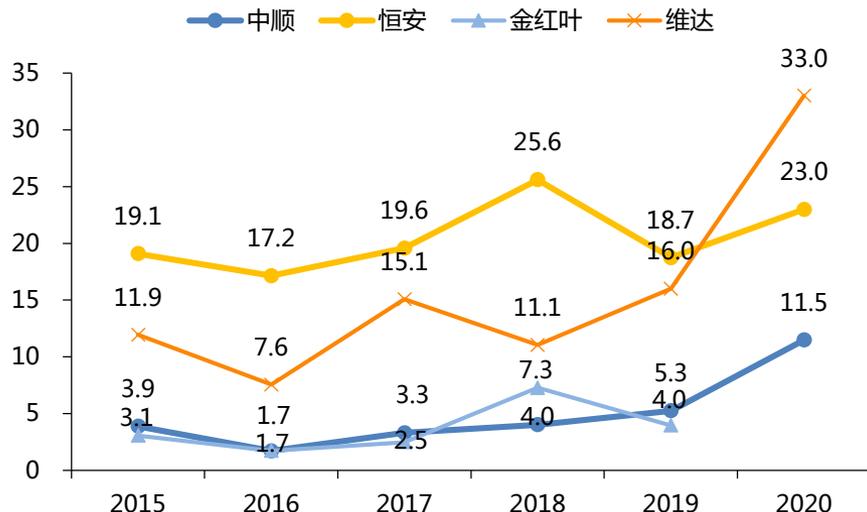
## 3.1 原材料木浆分析

### 3.1.2 本轮浆价上行和以往不同：龙头底部囤浆充足，较小厂优势明显，看好浆价高位下集中度提升

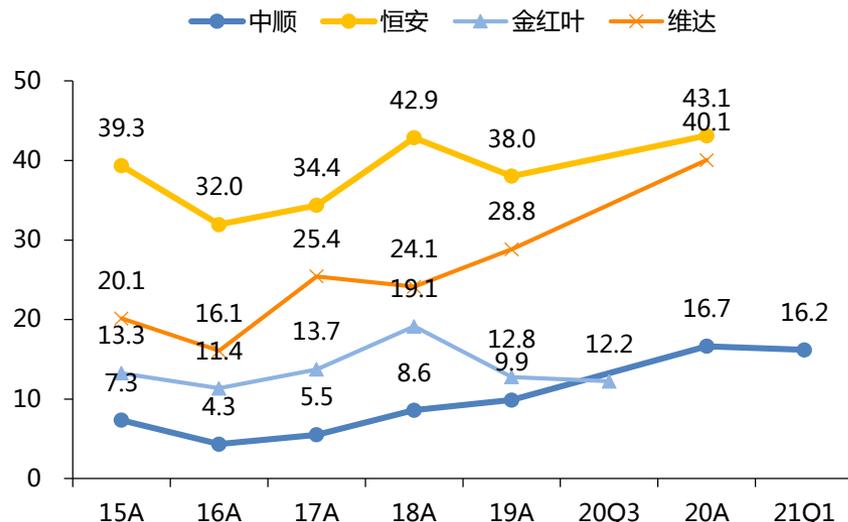
本轮浆价上行前夕龙头低位囤浆，而小厂不具备囤浆能力，龙头有望凭借相对优势实现份额的快速提升。

- 四大龙头原材料库存充足，存货水平处于历史高位。头部企业囤浆力度不一，但均可延续至21Q3之后；21Q1四大龙头采取控价清退小厂策略，小厂在浆价压力下被迫出清，行业开工率从4月起维持在60%以下的低位。同时21Q2开始，头部四家开始形成默契提价，兑现部分利润弹性。5月中下旬以来，由于人民币升值等因素影响，浆价有所下行，但整体看仍处于较高水平，中小厂压力尚存。
- 未来展望：我们预计后续随着新增产能释放，浆价或震荡下行，但预计斜率较为平缓，低成本囤浆优势依然凸显。对于原材料库存最多的中顺洁柔局面最为有利，看好中顺洁柔21年份额加速提升。

#### 四大龙头原材料库存（亿元）



#### 四大龙头存货（亿元）



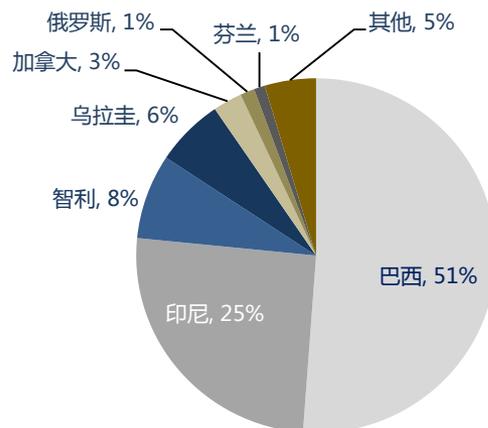
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 3.1 原材料木浆分析

### 3.1.3 木浆：本轮木浆上涨周期和以往有何不同？

- ▶ 2020年我国商品浆需求（使用量，下同）占全球的40%以上，增量需求贡献了全球增量需求的80%
- ▶ 我国阔叶浆进口主要来自巴西和印尼，针叶浆主要来自北美、芬兰、智利和俄罗斯
- ▶ 从全球需求看，我们测算未来三年木浆需求的年化增速约1.6%-2.4%，即每年110-150万吨的增量

我国2020年阔叶浆进口来源（进口量口径）

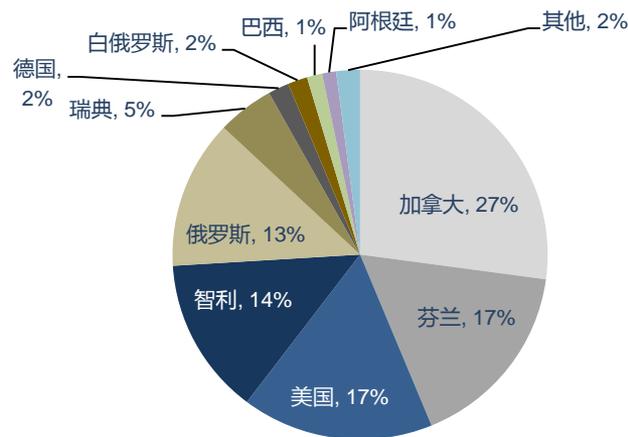


全球商品浆需求分析测算

	占比	成熟市场	新兴市场	全球趋势
纸巾	38%	增长0.5~2.0%	增长2%+	增长2%+
文化纸	28%	下滑2%+	下滑0.5~2.0%	下滑0.5~2.0%
特种纸	16%	持平	增长0.5~2.0%	增长0.5~2.0%
包装纸	8%	增长0.5~2.0%	增长2%+	增长2%+

- ▶ 我们预计2021-2023年需求端每年110-150万吨增长，增速1.6-2.4%

我国2020年针叶浆进口来源（进口量口径）



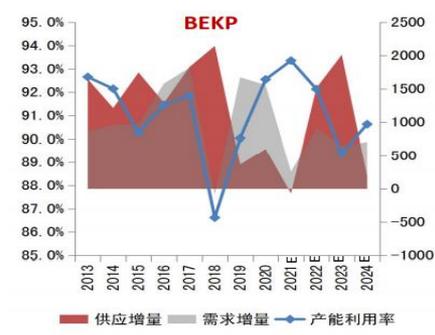
数据来源：PPPC, C&D, Suzano, UN Comtrade, 东吴证券研究所

■ 2013-2024年全球木浆供需平衡表：新增商品浆产能约1527万吨，主要为阔叶浆，随着新增产能投放Q4开始阔叶浆有望缓慢下行

➢1) 针叶浆供需展望：21年以后新增供给较少，我们预计开工率持续改善；而阔叶浆下游的可替代性可能会抑制部分针叶浆供需矛盾对价格的影响；

➢2) 阔叶浆供需展望：21年Q4以前新增供给增量较少，21Q4开始进入新一轮产能投放周期，预计浆价缓步下行；

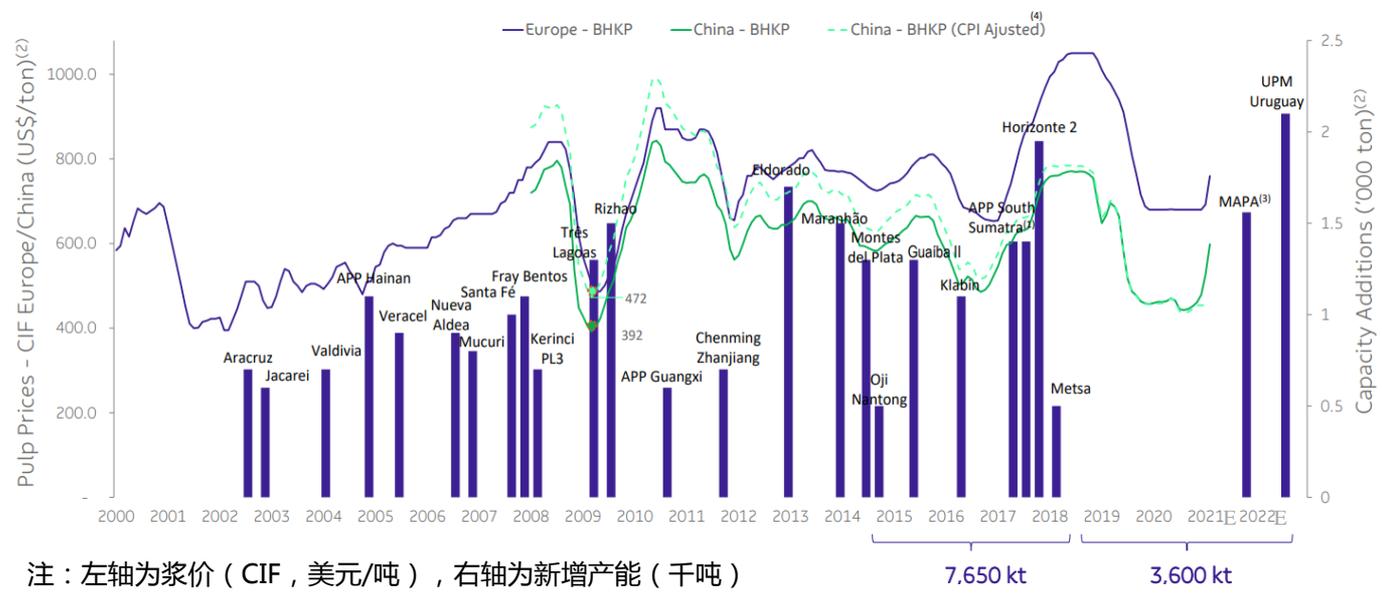
2013-2024年阔叶浆供需平衡表



2013-2024年针叶浆供需平衡表



2000-2022年全球木浆新增阔叶产能及欧洲、中国阔叶浆价格



注：左轴为浆价（CIF，美元/吨），右轴为新增产能（千吨）

数据来源：PPPC, C&D, Suzano, 东吴证券研究所

注：左轴为产能利用率（%），右轴为供应/需求增量（千吨）

### 3.3 全球商品浆规划产能

国家	集团	年产能 (万吨)	浆种	预计投产时间	木浆年新增产能 (万吨)	
2021年	巴西	Bracell	190	溶解浆/漂桉浆	2021年第四季度	317
	智利	Arauco	127	漂桉浆	2021年第四季度	
2022年	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	2022年第一季度	360 (不含溶解浆)
	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	2022年第四季度	
	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	2022年第四季度	
2023年	巴西	Suzano	220	阔叶浆	2023年第一季度	470
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	2023年第四季度	
	瑞典	Stora Enso	40	针叶浆	2023年第四季度	
2024年	芬兰	Metsä Group	150	针叶浆 & 阔叶浆	2024年	150
其他	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	尚未披露	230
木浆总计						1527

备注：不含技改项目

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

## 风险提示

- 1) 汇率及原材料价格大幅波动。生活用纸原材料以进口木浆为主，其价格随着供需、汇率等因素波动。原材料价格波动对生活用纸企业毛利率产生一定影响。
- 2) 市场竞争加剧。生活用纸行业品牌端进入壁垒较低，中小品牌通过外购生活用纸原纸进行切割、包装，可以快速进入行业带来竞争加剧的风险。
- 3) 生活用纸使用量提升不及预期。与发达国家相比，我国人均生活用纸用量仍处于低位，有较大提升空间，但生活用纸用量与居民消费习惯有一定关系，用量提升空间存在不确定性。
- 4) 价格及促销策略变化的风险。生活用纸企业会根据上游原材料价格、行业竞争情况进行价格及促销政策的调整，调价对公司短期销量、利润可能带来一定的影响。

## 免责声明

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

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园