

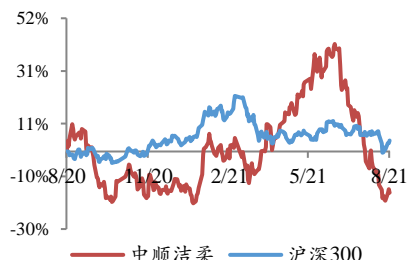
中高端纸品领军者，全渠道稳健成长

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-08-05

收盘价（元）	20.33
近 12 个月最高/最低（元）	34.33/19.34
总股本（百万股）	1,312
流通股本（百万股）	1,283
流通股比例（%）	97.80
总市值（亿元）	267
流通市值（亿元）	261

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 中顺洁柔：中高端生活用纸领军者。

中顺洁柔是首家 A 股上市的生活用纸企业，创立起便定位中高端。近年来公司做大做强生活用纸主业的同时又进军个护与健康领域，拥有“洁柔”、“太阳”、“朵蕾蜜”三个品牌。公司股权集中，实控人为创始人邓氏家族。经过多年努力，公司已转型为职业经理人管理的现代化企业。

● 行业：1500 亿市场持续扩容，产品细分化高端化趋势明显，渠道多元化发展，集中度有待提升。

我国生活用纸市场规模达 1500 亿，近年来行业增速放缓至个位数。人均消费量的提升和产品结构的升级是行业持续扩容的重要抓手。我国 2018 年人均使用量仅 6.2kg，远低于美国的 25.6kg 和西欧的 15.9kg；以面巾纸为代表的高端产品占比逐年提升，纸近五年的年均复合增速达到 8.8%，约是厕用生活纸年均增速的两倍。此外，渠道呈现多元化局面，电商和商销等新兴渠道的发展是大势所趋，龙头企业抢夺新兴渠道更具优势。目前，行业头部四家企业的市占率仅 31%，远低于美日等发达国家水平。未来，消费高端化细分化、渠道多元化、环保政策趋严以及每一轮成本抬升周期都将是行业出清的重要动力。

● 公司：产品结构吻合行业消费趋势，品牌矩阵覆盖高中低，全国产能布局支撑全渠道发展，制度革新绑定专业人才。

产品结构吻合行业消费趋势，聚焦主业抢占高中低市场份额。1) 公司产品矩阵完整，产品结构与消费趋势高度吻合，在追求高品质、个性化的基础上，形成了生活用纸和个护产品多元化发展的局面。2) 重启太阳品牌面向下沉市场，主打性价比抢占中低端市场份额。3) 积极创新研发提升消费者体验，产品结构的优化也不断促进洁柔毛利率水平的提升。4) 高汰换率和高品质的背后是持续提升的研发投入。公司研发投入比例从 2015 年的 1.5% 提升至 2020 年的 2.4%。

品牌营销投入高增，全渠道齐头并进，全国产能布局。为加强品牌营销和开拓市场，公司的销售费用率整体呈上升态势。渠道方面，经过三年（2016-2018）渠道建设年和两年（2019-2020）的渠道强化年，洁柔已形成经销商、KA、商销、电商、新零售、母婴六大渠道齐头并进的发展模式，其中电商渠道表现尤为亮眼。受运输成本和运输半径的影响，公司加速产能建设，全国产能布局为渠道扩张提供坚实后盾，也有利于单位成本的进一步降低。洁柔共拥有生活用纸产能约 83 万吨，在建产能包括江苏宿迁 40 万吨项目和四川渠县的 30 万吨竹浆纸一体化项目。

管理革新积极调整，建立长期激励机制绑定专业人才。公司近年来实现规模和业绩翻番离不开组织管理的变革。2015 年公司开启营销改革，专注渠道建设与拓展，逐步搭建了完善的销售结构。先后引入了原金红

叶核心销售团队等业内外专业人才，并积极出台一系列股权激励与员工持股计划绑定核心人员，增强公司凝聚力。

● **投资建议**

我们预计公司 2021/2022/2023 营业收入分别为 94.26/111.09/129.76 亿元，同比增长 20.5%/17.9%/16.8%。公司归母净利润分别为 12.35/14.72/17.36 亿元，同比增长 36.3%/19.2%/18.0%。公司高中低品牌矩阵完整，产品结构吻合消费发展趋势，聚焦生活用纸主业抢占市场份额。全渠道齐头并进，电商渠道表现突出。完善全国产能布局，进一步降低运输成本。伴随规模的持续扩张，公司平抑采购成本的能力也将不断强化。此外，公司于 2019 年开始协同渠道资源开拓个护产品，该业务有望在未来贡献业绩弹性。2021 年 8 月 4 日收盘价 20.33 元对应未来三年 PE 为 16.76X/13.19X/10.38X。首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格波动风险；核心员工流失风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7824	9426	11109	12976
收入同比 (%)	17.9%	20.5%	17.9%	16.8%
归属母公司净利润	906	1235	1472	1736
净利润同比 (%)	50.0%	36.3%	19.2%	18.0%
毛利率 (%)	41.3%	42.1%	43.9%	45.3%
ROE (%)	18.0%	21.0%	20.0%	19.1%
每股收益 (元)	0.00	0.94	1.12	1.32
P/E	29.81	21.60	18.12	15.36
P/B	5.43	4.54	3.63	2.94
EV/EBITDA	18.64	16.76	13.19	10.38

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 中顺洁柔：中高端生活用纸领军者.....	6
1.1 立足即中高端，深耕多年不忘初心.....	6
1.2 改革成效显现，业绩持续高速增长.....	7
1.3 股权稳固集中，建立长期稳定激励约束机制.....	8
2 行业：1500 亿市场持续扩容，产品细分化高端化趋势明显，渠道多元化发展，集中度有待提升.....	10
2.1 市场规模稳健增长，必选消费属性凸显.....	10
2.2 高端化进程加速，渠道多元化趋势显著.....	13
2.3 浆价周期与政策推动，行业集中度有待进一步提升.....	15
3 公司：全渠道齐头并进，人才驱动+产能布局支撑版图扩张.....	21
3.1 产品结构吻合行业消费趋势，聚焦主业抢占市场份额.....	21
3.2 品牌营销投入高增，全渠道齐头并进，持续完善全国产能布局.....	25
3.3 管理革新调整组织架构，长期激励机制绑定专业人才.....	28
3.4 低位囤浆平抑成本，Q4 全球范围的木浆新产能陆续投放.....	30
4 盈利预测与公司估值.....	33
风险提示：.....	33
财务报表与盈利预测.....	34

图表目录

图表 1 公司主要发展历程	6
图表 2 洁柔生活用纸系列	7
图表 3 公司 2013 年-2020 年营收表现 (亿元)	7
图表 4 公司 2013 年-2020 年净利润 (亿元)	7
图表 5 公司 2013-2020 年盈利能力稳步提升	8
图表 6 2013 年-2020 年公司 ROE 表现	8
图表 7 公司股权集中于邓氏家族	8
图表 8 公司两次股权激励计划介绍	9
图表 9 公司员工持股计划梳理	10
图表 10 生活用纸国内零售市场规模 (亿元)	10
图表 11 全球各地区人均纸巾使用量 (KG)	11
图表 12 各国人均厕所用纸消费量 (卷)	11
图表 13 我国 1991-2020 年人均 GDP 与增速	11
图表 14 人均 GDP 与生活用纸消费量呈正相关	11
图表 15 国内生活用纸分品类消费量 (万吨)	12
图表 16 近年来国内生活用纸原料纤维占比变化	13
图表 17 洁柔 100%进口原生木浆自然木系列	13
图表 18 吸油锁水性能优越的厨房用纸	14
图表 19 添加保湿因子的敏感肌肤适用纸巾	14
图表 20 2015 年与 2020 年生活用纸销售渠道对比	14
图表 21 生活用纸商销细分渠道占比情况	15
图表 22 国内生活用纸商销市场规模 (亿元)	15
图表 23 生活用纸产业链关系图	16
图表 24 2016-2020 年我国木浆进口量和进口依存率 (千吨)	16
图表 25 年度浆价波动与纸厂毛利率走势对比	17
图表 26 2016 年至今中国阔叶浆、针叶浆日度均价 (元/吨)	17
图表 27 2021 年 1-6 月生活用纸纸厂月度开工负荷率	18
图表 28 头部纸企存货处于历史高位	18
图表 29 2013-2020 年国内生活用纸企业市场份额	18
图表 30 2020 年美国前三大纸企市场份额	19
图表 31 2020 年日本前三大纸企市场份额	19
图表 32 2011-2020 年各国生活用纸市场 CR3 占比情况	19
图表 33 造纸行业相关政策与行业标准梳理	20
图表 34 中顺洁柔江门、云浮生产基地碳交易情况	20
图表 35 中顺洁柔产品矩阵明细	22
图表 36 公司非卷纸类毛利率显著高于卷纸类毛利率	23
图表 37 樱花限量版 LOTION 系列纸品	23
图表 38 油画系列 FACE 纸品	23
图表 39 中顺洁柔生活用纸毛利率水平行业领先	24

图表 40 2015-2020 年公司研发支出与占比	24
图表 41 2015-2020 年公司研发人员数量及占比	24
图表 42 2015-2020 年公司主要研发项目和成效	25
图表 43 公司销售费用明细占比 (万元)	26
图表 44 公司销售人员数量及增速	26
图表 45 2016-2020 年公司各渠道收入占比	26
图表 46 恒达金顺全网月度销售额 (万元)	27
图表 47 恒达金顺全网月度销售额排名	27
图表 48 中顺洁柔全国产能布局梳理	28
图表 49 生活用纸龙头产能对比 (万吨)	28
图表 50 2016-2020 年公司产销量情况 (万箱)	28
图表 51 中顺洁柔现任部分公司高管履历	29
图表 52 公司营销管理结构改革前后对比	29
图表 53 公司原材料库存处于历史高位 (亿元)	31
图表 54 中小纸厂 21Q1 涨价函频发	31
图表 55 恒达金顺 21Q2 错峰提价	32
图表 56 2021H2 国内外木浆新增产能投产时间	32

1 中顺洁柔：中高端生活用纸领军者

中顺洁柔为国内首家 A 股上市的生活用纸品牌，自创立起便立足中高端生活用纸生产销售。公司聚焦生活用纸主业，近年来又进军个护与健康领域。公司股权集中，实控人为创始人邓氏家族，公司经营已转型职业经理人管理制度。为了更好的绑定公司上下核心利益，实现公司价值与股东利益最大化，中顺洁柔先后多次开展股权激励与员工持股计划，增强员工凝聚力。

1.1 立足即中高端，深耕多年不忘初心

1978 年，公司创始人邓颖忠先生开启创业历程，从精耕纸品加工开始，历经四十多年将中顺洁柔发展成行业头部企业。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，销售网络辐射华南、云贵广、西南、西北、华东、华中、华北、东北和港澳九大区域，产品远销东南亚、中东、澳洲、非洲等海外市场。

1999 年公司前身中顺纸业成立，公司自成立以来一直从事中高档生活用纸的生产及销售，拥有“洁柔”、“太阳”两大国民生活用纸知名品牌。2008 年公司完成工商变更成为股份有限公司并更名中顺洁柔。2010 年在深交所主板上市，是国内首家 A 股上市的生活用纸企业。2015 年公司实行销售和管理制度的革新，积极引入业内优秀团队和人才，并相继推出激励措施绑定核心员工利益。2019 年公司业务范围拓展至个护领域。

图表 1 公司主要发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司注重产品品质，选料精良，工艺先进。最先推出湿水可用的“Face”系列面巾纸，锁水更柔滑且不易破。除了产品质量追求精益求精之外，公司还充分考虑消费者的使用感受并深度挖掘潜在需求，2013 年公司推出了迷你装手帕纸，2017 年推出首款黄色纸中贵族“自然木”系列产品。除此之外还有添加了保湿因子和乳霜成分的 Lotion 面纸、以及 2021 年推出的蕴含抑菌因子的抑菌纸系列产品。

图表 2 洁柔生活用纸系列



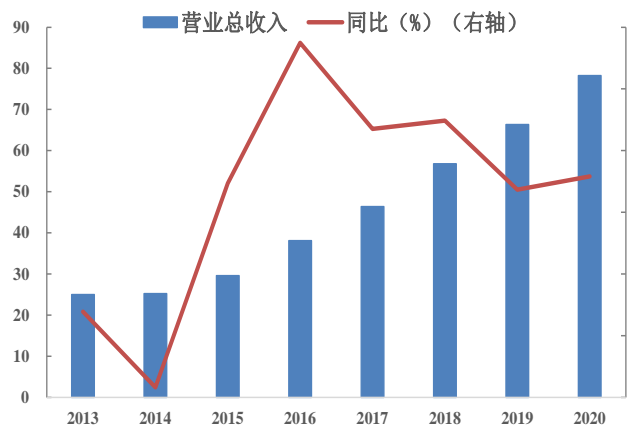
资料来源：中顺洁柔公司官网，华安证券研究所

营销渠道改革助力公司多品类全渠道发展。2015年公司引入原金红叶的营销团队并由此开启改革之路，积极开展线上线下渠道建设，并于同年推出股权激励计划。2018年公司推出定位中高端的“新棉初白”棉柔巾产品，开始布局母婴和新零售渠道。2019年凭借“朵蕾蜜”卫生巾品牌正式进军个护领域。2020年面临疫情考验，公司迅速开展医用口罩跨界生产，并且品质达到同类最高质量标准。

1.2 改革成效显著，业绩持续高速增长

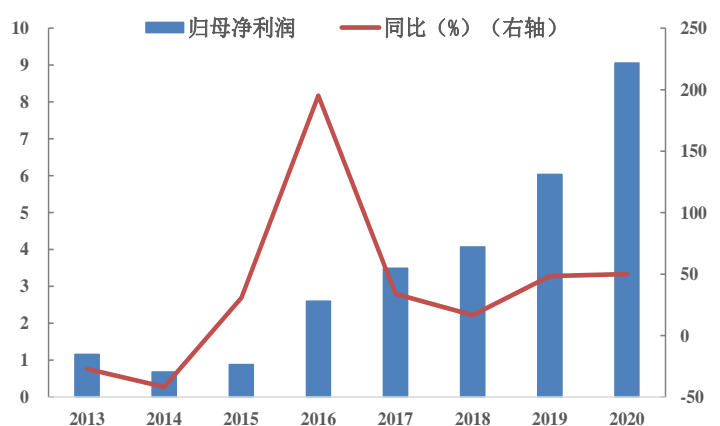
公司自2015年改革销售结构和渠道以来，业绩表现十分亮眼。2020年公司实现营业收入78.24亿元，同比增长17.91%，2021年Q1营收达到21.02亿元，同比增长25.81%；2015年至2020年，营收CAGR高达21.47%。从净利润来看，2020年公司归母净利润为9.06亿元，同比增长50.02%，2021年Q1实现归母净利润2.71亿元，同比增长47.81%；2015年至2020年净利润CAGR高达59.41%。

图表 3 公司 2013 年-2020 年营收表现 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

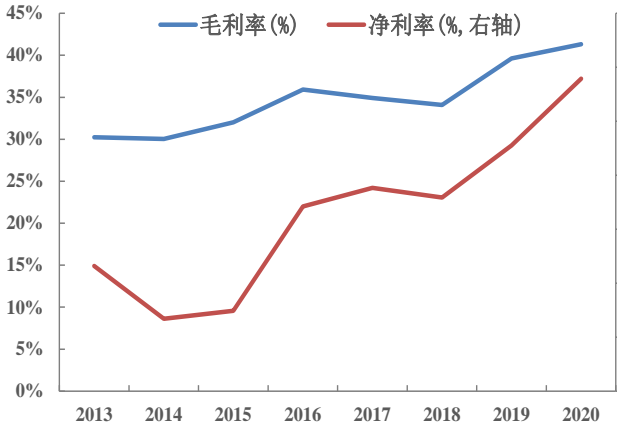
图表 4 公司 2013 年-2020 年净利润 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

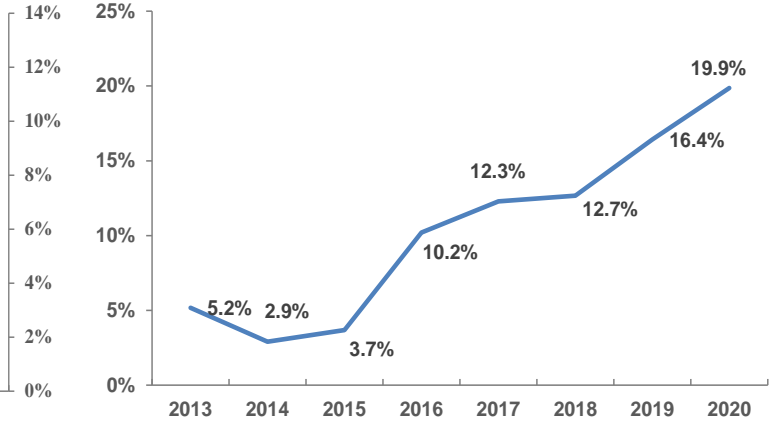
得益于产品结构不断优化和渠道建设，公司近年来盈利水平持续提升，毛利率和净利率趋势向上。至2020年，公司毛利率为41%，净利率为12%。公司近年来ROE（加权，下同）同样步步攀升，2020年ROE为19.9%，同比提升3.5%。

图表 5 公司 2013-2020 年盈利能力稳步提升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2013 年-2020 年公司 ROE 表现

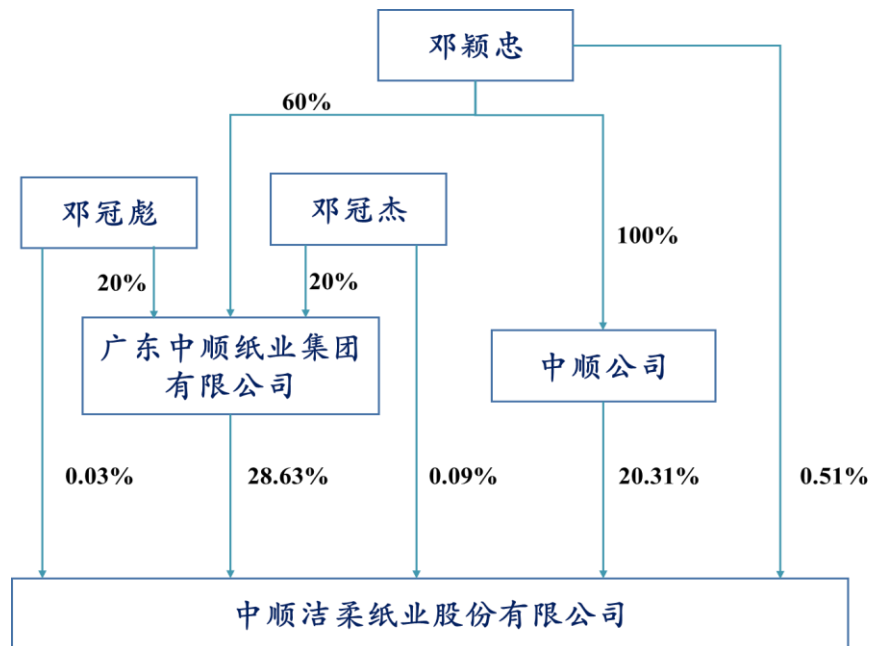


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 股权稳固集中，建立长期稳定激励约束机制

公司实际控制人为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰，三人合计持有公司股份 49.6%，其中邓颖忠主要通过控股广东中顺纸业集团有限公司、中顺公司来间接持有公司股份，邓冠彪和邓冠杰则通过广东中顺纸业集团有限公司间接持有公司股份，公司控制权较为集中。邓氏家族为中顺洁柔的创始人，股权集中在一定程度上保障了公司管理效率和经营决策的运营。

图表 7 公司股权集中于邓氏家族



资料来源：公司公告，华安证券研究所

两次股权激励深度绑定核心人员利益。公司 2015 年推出首个股票激励计划，涉及董事、高管和核心技术（骨干）等在内 242 人，此次股票激励计划各期解锁条件以 2014 年为基准，2016/2017/2018 年净利润增长率分别不低于 129%/249%/352%；营业收入增长率分别不低于 37%/60%/83%。首次股票激励计划三期均顺利达到解锁条件。

2018 年公司推出期权激励+限制性股票的复合股权激励计划，共涉及董事、高管、中层管理人员和核心技术（业务）人员在内合计 3865 人，其中期权激励人数 3232 人，限制性股票激励人数为 633 人。此次复合股权激励计划各期解锁条件以 2017 年为基准，要求公司 2019/2020/2021 年营业收入增长率分别不低于 41.60%/67.09%/94.03%。其中，2019 年、2020 年业绩解锁目标均顺利完成，2021 年公司营增速收同比 2020 年增加 15%即可解锁。

图表 8 公司两次股权激励计划介绍

股权激励计划	公告时间	涉及人数	解锁条件		是否完成
第一期股权激励计划	2015 年	242 (其中董事、高管合计 5 人)	第一期	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%	完成
			第二期	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%	完成
			第三期	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%	完成
第二期股权激励计划	2018 年	3865 (其中董事、高管合计 2 人)	第一期	相比 2017 年，2019 年营业收入增长率不低于 41.60%	完成
			第二期	相比 2017 年，2020 年营业收入增长率不低于 67.09%	完成
			第三期	相比 2017 年，2021 年营业收入增长率不低于 94.03%	待完成

资料来源：公司公告，华安证券研究所

推行员工持股计划进一步建立和完善利益共享机制。除股权激励计划外，公司还积极推出员工持股计划。自 2017 年推出第一期员工持股计划至今，公司共发布 3 次员工持股计划。参与人数也从第一期 10 人逐渐扩大。公司的员工持股计划推进顺利，第一期和第二期均当年即完成全部股票购买。2021 年 5 月公司发布第三期员工持股计划，预计参与人数有望突破新高。

图表 9 公司员工持股计划梳理

公告时间	完成股票购买时间	参与人数	
第一期员工持股计划	2017/8/18	2017/12/21	10 人 (其中董事、高管合计 5 人)
第二期员工持股计划	2019/7/10	2019/12/3	66 人 (其中董事、高管合计 9 人)
第三期员工持股计划	2021/5/22	待完成	计划不超过 200 人 (其中董事、高管合计 11 人)

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司多次推出的员工持股计划进一步建立和完善了利益共享机制，实现股东、公司和员工利益的一致，改善公司治理水平；有效调动员工的积极性和创造性，从而提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

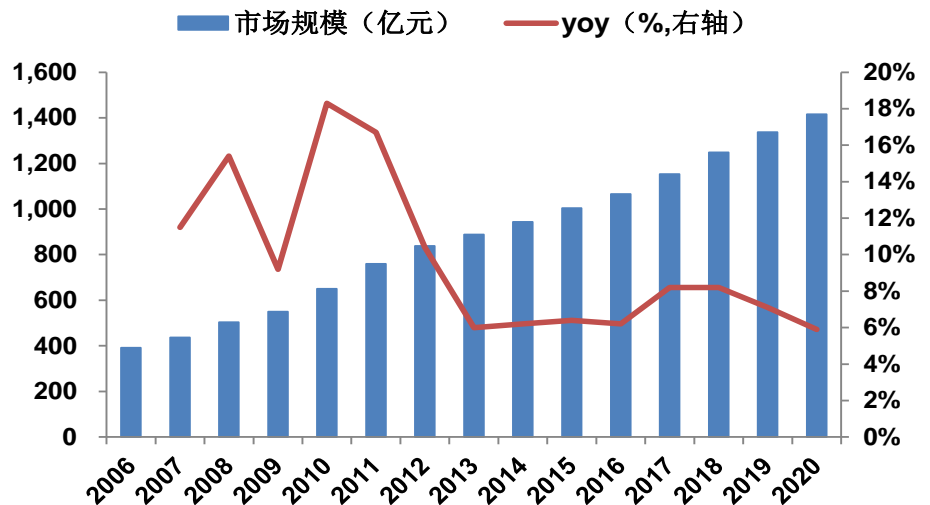
2 行业：1500 亿市场持续扩容，产品细分化高端化趋势明显，渠道多元化发展，集中度有待提升

我国生活用纸市场规模接近 1500 亿，近年来增速逐渐放缓至个位数增长。但从人均消费量来看，我国生活用纸消费量仍与发达国家存在差距。生活用纸的人均消费量与人均 GDP 高度相关，叠加必选属性和消费升级的趋势，我国人均生活用纸消费量仍存在较大提升空间。目前，行业高端化进程加快，渠道变革逐渐深化，行业竞争格局不断优化，长期看集中度有望进一步提升。

2.1 市场规模稳健增长，必选消费属性凸显

规模突破千亿，行业稳健增长。根据 Euromonitor 数据，我国国内零售生活用纸市场规模已经从 2010 年的 650.18 亿元跃升至 2020 年 1415.96 亿元，2010-2020 年的年均复合增速为 8.09%。近年来生活用纸行业规模持续扩大，增速逐渐放缓。

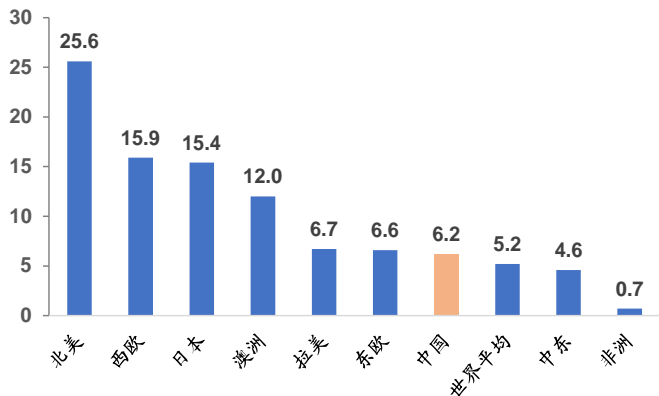
图表 10 生活用纸国内零售市场规模 (亿元)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

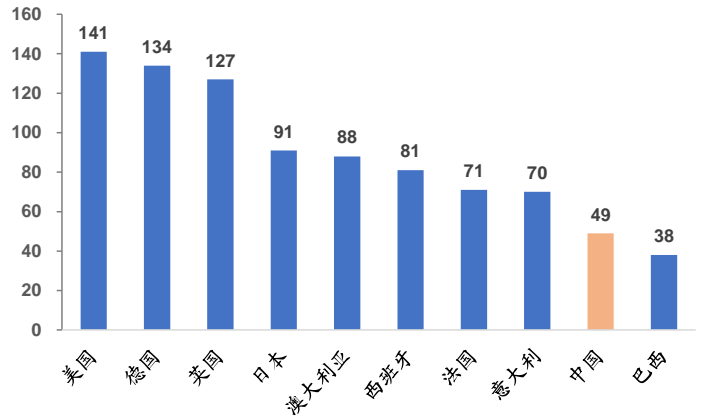
我国生活用纸人均消费量与发达国家相比仍有较大提升空间。尽管目前国内行业规模已突破千亿,但我国人均生活用纸使用量仍与欧美、日本等国存在较大差距。根据 statista 2018 年全球人均纸巾用量数据显示,北美地区纸巾人均使用量在 25.6Kg,西欧和日本分别为 15.9Kg 和 15.4Kg,我国人均纸巾使用量仅为 6.2Kg,略高于世界平均水平 5.2Kg。另外,2018 年我国人均厕所用纸量也仅为 49 卷,远低于美国的 141 卷、德国的 134 卷和日本的 91 卷。随着市场进一步下沉和渗透,我国人均生活用纸使用量仍有较大的提升空间。

图表 11 全球各地区人均纸巾使用量 (Kg)



资料来源: statista, 华安证券研究所

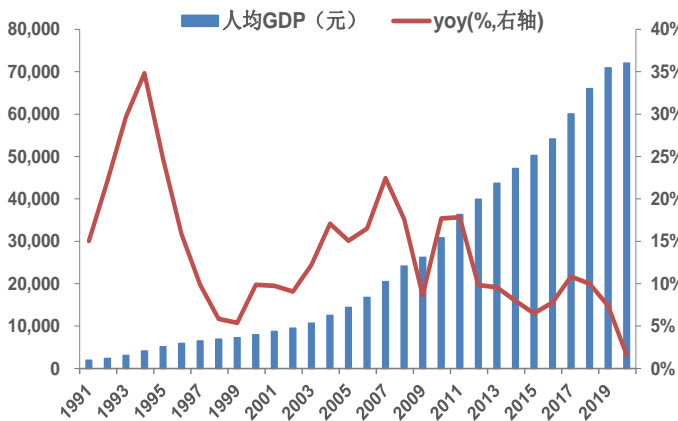
图表 12 各国人均厕所用纸消费量 (卷)



资料来源: statista, 华安证券研究所

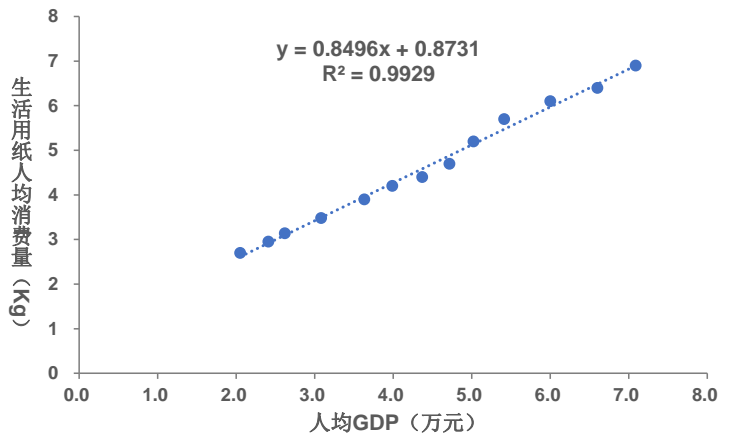
人均 GDP 水平与生活用纸人均消费量呈现正相关。我国人均 GDP 从 2010 年的 3.08 万元跃升至 2020 年 7.2 万元,十年间实现翻倍, CAGR 达到 8.86%。根据《中国生活用纸年鉴》数据,我国生活用纸人均消费量从 2007 年的 2.7Kg 增长至 2019 年的 6.9Kg。我们将 2007-2009 年人均 GDP 数据与生活用纸消费量做数据回归得出,人均 GDP 水平与生活用纸消费量呈现正相关。未来随着我国人均 GDP 水平的不断提升,生活用纸使用量也将随之继续提升。

图表 13 我国 1991-2020 年人均 GDP 与增速



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

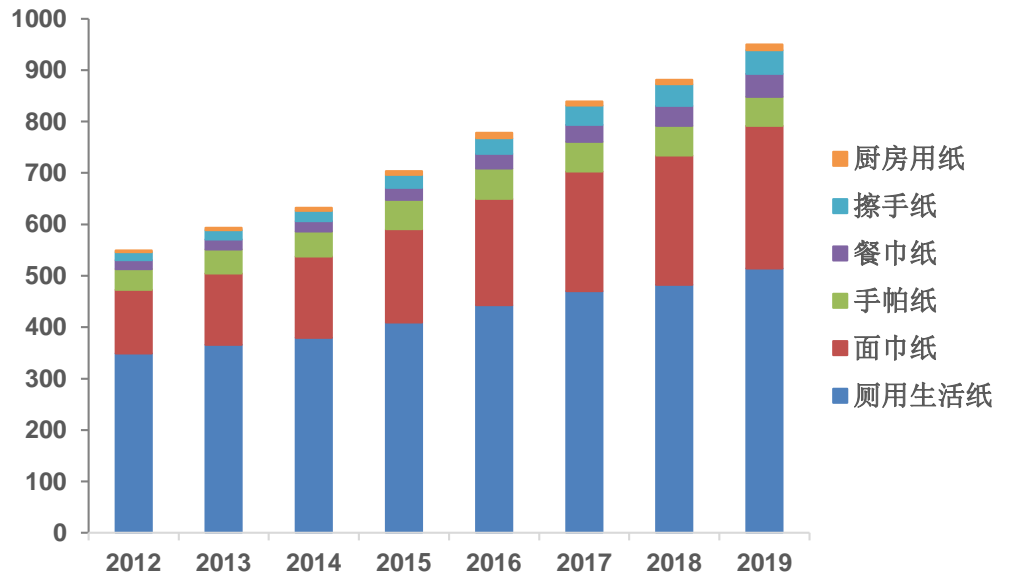
图表 14 人均 GDP 与生活用纸消费量呈正相关



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 华安证券研究所

消费升级产品细分的背景下，生活用纸行业持续增长的动力十足。人均 GDP 不仅与生活用纸人均消费量高度相关，同时也表现在生活用纸消费结构的变化上。根据《中国生活用纸年鉴》研究，自 2012 年至今，厕用生活纸消费量增长速度放缓，与此同时，面巾纸、手帕纸、餐巾纸等中高端细分品类消费占比不断提升。2015-2019 年，厕用生活纸 CAGR 仅为 4.7%，而面巾纸的 CAGR 为 8.8%，接近厕用生活纸增速的两倍。长期来看，消费升级的主线逻辑不变，则未来生活用纸消费量与品类有望持续扩容。

图表 15 国内生活用纸分品类消费量（万吨）



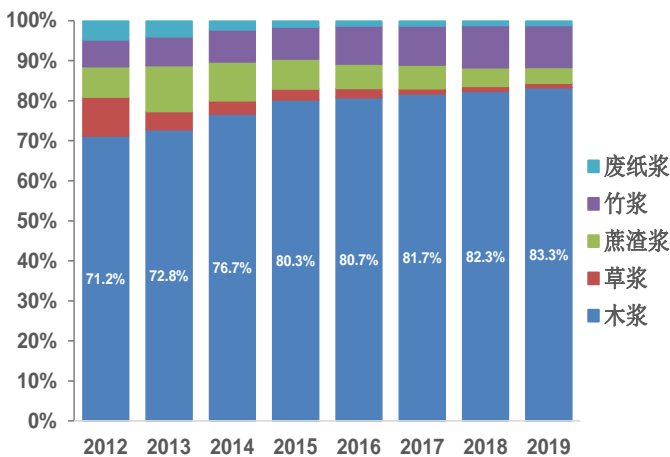
资料来源：国家统计局，中国生活用纸年鉴，华安证券研究所

2.2 高端化进程加速，渠道多元化趋势显著

国内市场日趋成熟，行业增速趋缓但产品高端化是趋势。国内生活用纸市场规模已突破千亿，近年来增速放缓，行业增长趋于稳健，市场逐渐成熟。生活用纸虽然抗周期性属性较强，但也面临成本端的周期波动和消费者需求更加细分多样的考验。聚焦高端化和产品升级便成了头部纸企心照不宣的打法。高端化既可以提高毛利改善业绩，又能满足消费者的精细化需求。

产品原材料升级是高端化的重要表现之一。生活用纸的品质主要取决于产品原材料中的木浆含量，木浆占比高的产品普遍具有韧性、吸水不易破、厚实绵密等优势，大大优化了使用体验。根据《中国生活用纸年鉴》数据显示，2012年至2019年，国内生活用纸原材料纤维中木浆含量由71.2%提升至83.3%。木浆含量提升将显著改善产品品质，反映出生活用纸高端化的趋势。

图表 16 近年来国内生活用纸原料纤维占比变化



资料来源：中国生活用纸年鉴，华安证券研究所

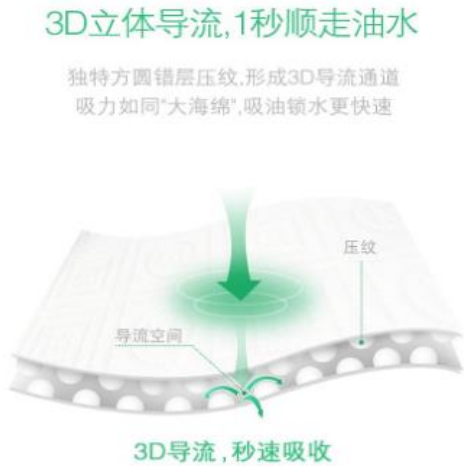
图表 17 洁柔 100%进口原生木浆自然木系列



资料来源：中顺洁柔公司官网，华安证券研究所

运用场景和使用需求细分化是高端化的表现之二。随着消费者的消费升级，传统刚需的厕用生活纸消费增速趋缓，而面巾纸、餐巾纸等中高端产品的占比近年来有显著提升。除了满足消费者与日俱增的精细化需求外，纸企还积极创新和升级产品，主动去创新运用场景，创造新的使用需求，并加大营销和教育力度去推进高端化进程。如针对重油污的厨房场景，纸企纷纷推出“吸油锁水不易破”的厨房用纸；针对鼻炎患者或肌肤敏感人群，纸企又推出添加“保湿因子”的手帕纸。头部品牌尤其致力于深度挖掘潜在的消费需求并尽快推出新品实现覆盖。

图表 18 吸油锁水性能优越的厨房用纸



资料来源：恒安集团官网，华安证券研究所

图表 19 添加保湿因子的敏感肌肤适用纸巾

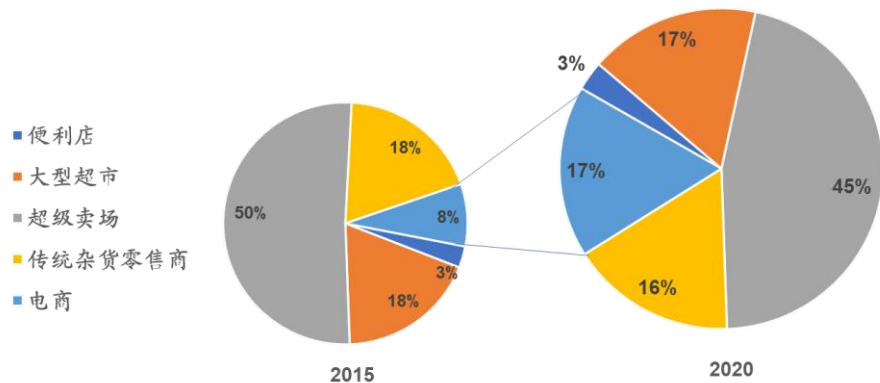


资料来源：中顺洁柔公司官网，华安证券研究所

疫情促进消费者健康意识提升，生活用纸需求韧性较强，结构优化。生活用纸应用场景众多、使用频繁、购买频次高，属消费品类中的必选消费产品。2020 年大规模公共卫生事件爆发，可选消费受到较大冲击，而生活用纸等必选消费则表现出较强的韧性。疫情爆发同时也使得消费者的健康意识得到提升，尤其是高端品类生活用纸和消毒湿巾产品一度出现抢购潮。进入后疫情时代、防疫常态化之后必选消费迅速复苏，纸厂开工率回暖，下游囤货意愿较强，短期内生活用纸景气度仍将持续。

渠道多元化趋势——电商渠道渗透率提升。生活用纸体积较大、保质期长且消费高频，天生适合电商渠道销售。伴随线上购物的崛起，生活用纸在电商渠道的销售占比也持续提升。根据 Euromonitor 数据，我国 2015 年生活用纸销售渠道中电商仅占比 8%，到 2020 年电商渠道的占比增长至 17%。电商渠道市场规模也从 2015 年的 81.3 亿元提升至 2020 年的 239.3 亿元，CAGR 高达 24.1%。头部纸企也纷纷布局建设电商渠道，提升线上销售占比。

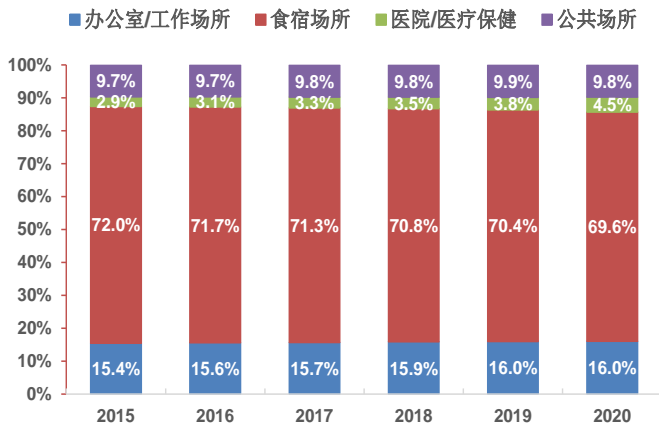
图表 20 2015 年与 2020 年生活用纸销售渠道对比



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

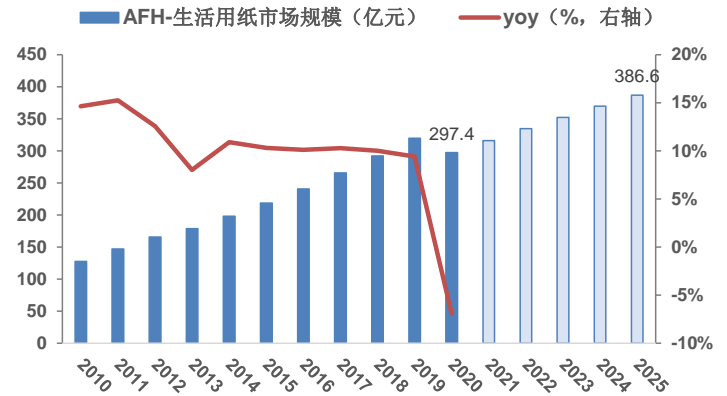
渠道多元化趋势——商销蓝海潜力巨大。生活用纸的商销渠道 (Away-from-home, AFH) 主要包括办公、食宿、医院等公共场所。根据 Euromonitor 数据显示, 2020 年我国生活用纸的商销细分渠道中, 食宿场所占比最高, 达到 69.6%, 其次为办公室/工作场所, 占比为 16%。从市场规模来看, 相比零售市场破千亿的规模, 生活用纸商销领域 2020 年市场规模仅为 297.4 亿元。从增速来看, 除 2020 年受疫情影响增速为负之外, 2010-2019 年每年均保持近 10% 的增速。根据 Euromonitor 对国内商销生活用纸市场规模的预测, 到 2025 年市场规模将达到 386.6 亿元, 发展潜力巨大。商销领域仍是蓝海市场, 未来发展空间十分广泛。

图表 21 生活用纸商销细分渠道占比情况



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 22 国内生活用纸商销市场规模 (亿元)

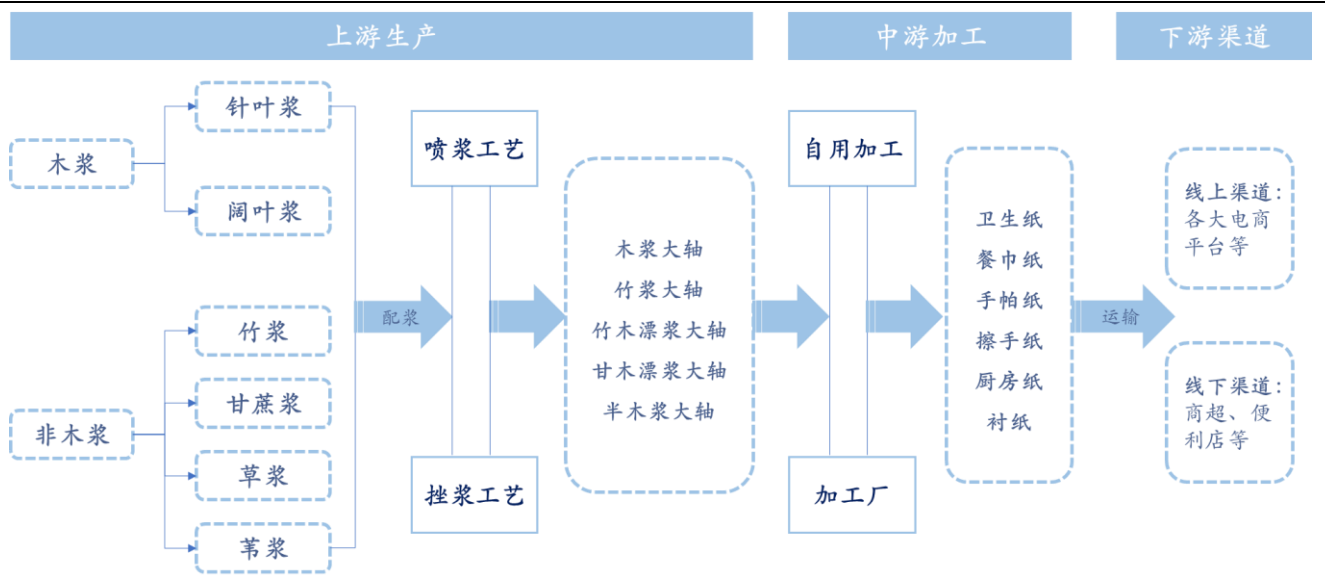


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

2.3 浆价周期与政策推动, 行业集中度有待进一步提升

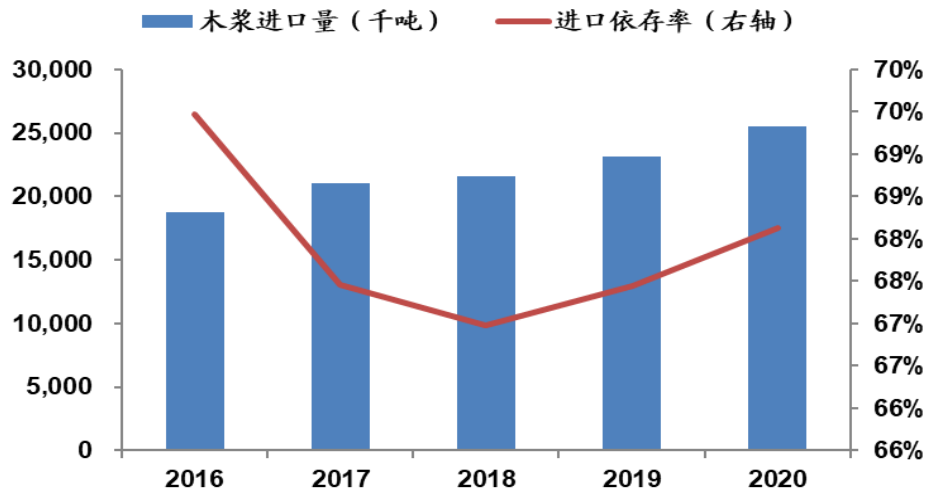
我国进口木浆依赖度高, 阔叶浆、针叶浆为主要原材料。生活用纸原材料中木浆原料以阔叶浆和针叶浆为主, 阔叶浆和针叶浆原料配比在 3:1。中国是最大的木浆消费大国之一, 受制于森林资源匮乏而无法有效达到纸浆原料的自给自足。木浆主要依赖进口, 根据卓创资讯, 2020 年我国木浆进口量为 2547 千万吨, 木浆的进口依存率近 5 年来一直维持 67% 以上, 2020 年木浆进口依存率达到 68.13%。2016-2020 年生活用纸的木浆消耗量大体呈上升态势, 2020 年占比较 2016 年提涨 2.06%。

图表 23 生活用纸产业链关系图



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

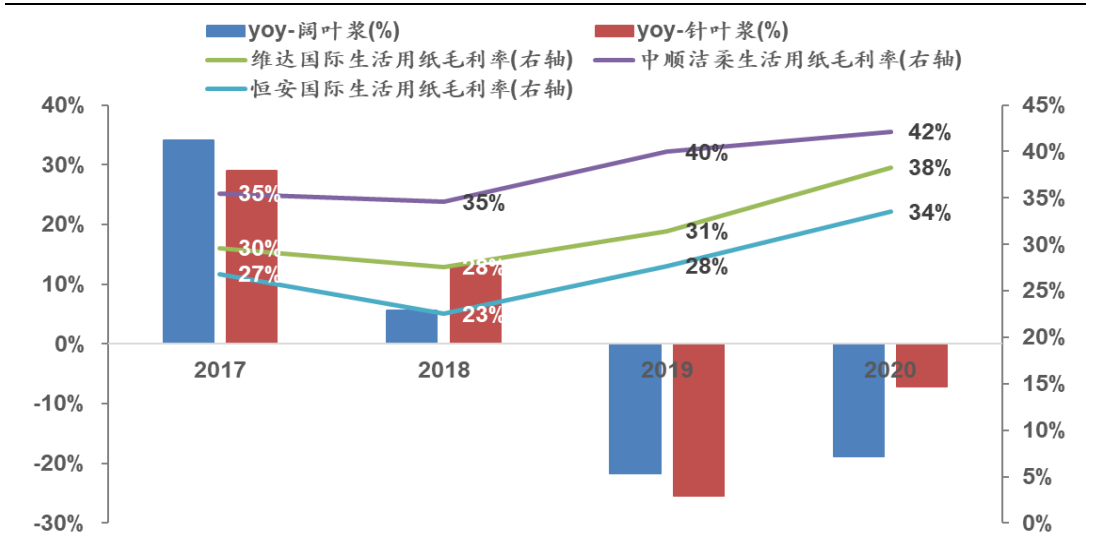
图表 24 2016-2020 年我国木浆进口量和进口依存率（千吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

木浆成本占比高，浆价波动显著影响纸企利润。木浆在生活用纸总成本中占比高达 75%，浆价上涨时纸企成本提升，生活用纸作为日常快消费品向终端涨价难度较大，若终端迅速提价则有失去竞争力的可能，故企业终端提价往往较成本涨价存在较长时间滞后。浆价持续上涨将侵蚀纸企利润，尤其是依赖采购现货纸浆用于生产的中小型纸厂。

图表 25 年度浆价波动与纸厂毛利率走势对比

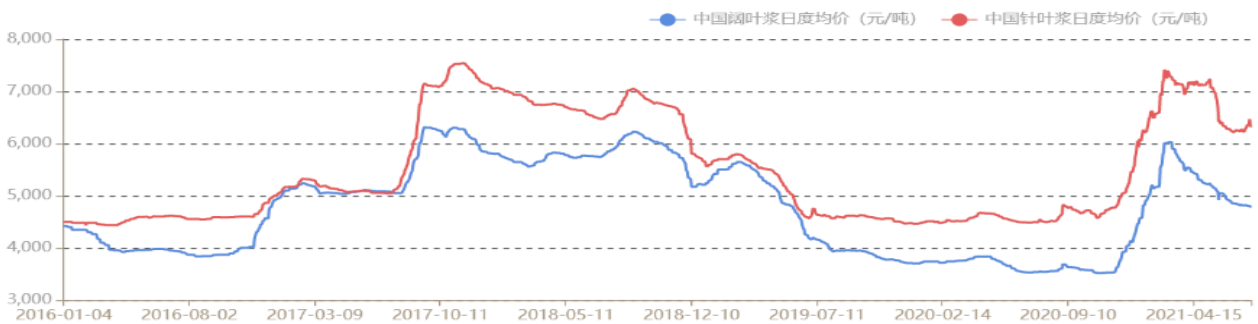


资料来源：卓创资讯，公司公告，华安证券研究所

回顾木浆周期：2016-2020 年浆价先扬后抑。2016-2020 年，进口木浆外盘走势呈现“几”字形走势，最高点出现在 2018 年，主要受供给侧改革、环保政策出台等因素出现的浆纸同涨局面，叠加主要纸浆出口国巴西两大浆厂合并，进口木浆外盘进入高位横盘整理阶段；2018 年末需求回落，外盘进入震荡下行阶段。2020 年受到公共卫生事件影响，全年来看浆价维持低位震荡状态，直至年底浆价才开始反弹。

21 年浆价：Q1 浆价大幅上扬，Q2 浆价回落整理。21 年 Q1 浆价在经历两年低谷后一改颓势，持续上涨。本轮浆价上涨主要是供需错配引发，20 年下半年中国经济率先恢复，纸浆需求走强，叠加疫情导致的全球主要浆厂停产检修，供给承压。同时海运成本高涨也助推浆价攀高。Q2 传统淡季下，浆价回落进入震荡整理期。

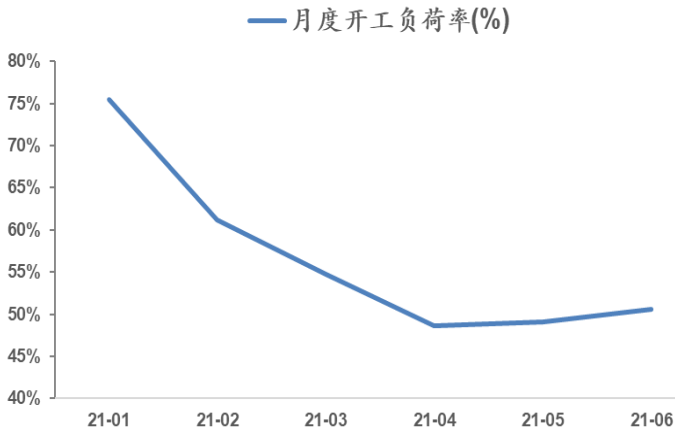
图表 26 2016 年至今中国阔叶浆、针叶浆日度均价 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

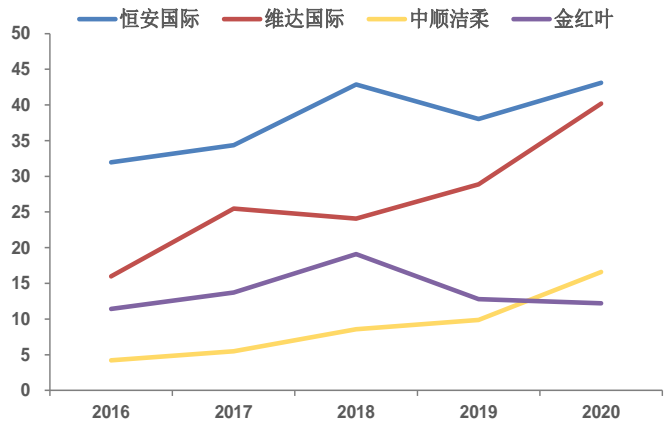
龙头低位囤浆可有效抵抗周期波动。受浆价波动的影响，2021 年至今全国纸厂月度开工负荷持续走低，纸厂盈利普遍承压。本轮浆价上涨过程中龙头受益，前期浆价低位时期龙头囤浆力度加大，浆价高位时库存充足，生产成本较中小纸厂而言优势明显，进一步推动行业出清。

图表 27 2021 年 1-6 月生活用纸纸厂月度开工负荷率



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

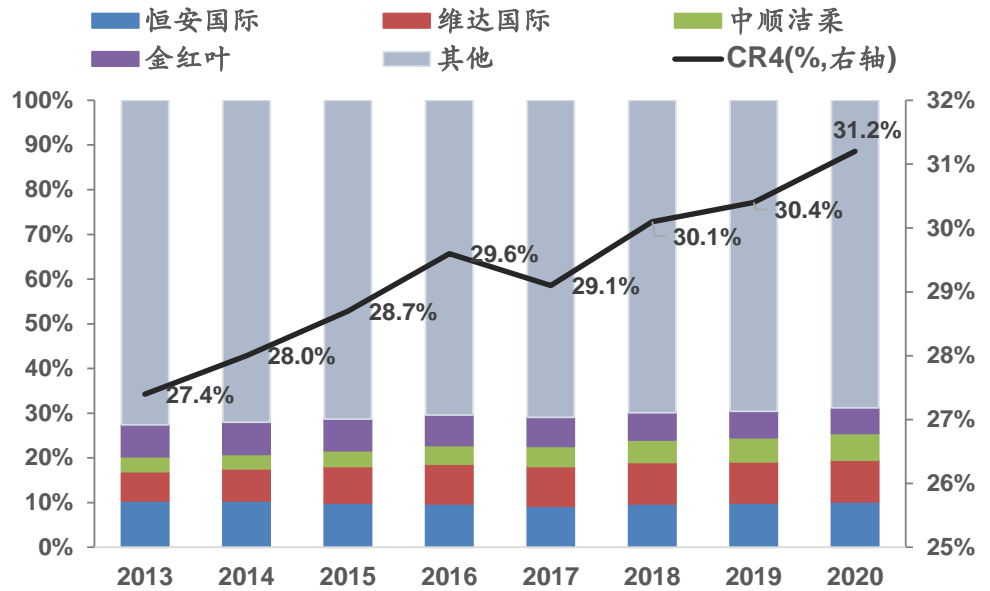
图表 28 头部纸企存货处于历史高位



资料来源：Wind，华安证券研究所

现阶段行业格局清晰，四家头部纸企领跑行业。目前行业按照规模来看大致可分为三个梯队：第一梯队为恒安国际、维达国际、中顺洁柔和金红叶，依靠其自身规模和品牌优势，通过全国性生产基地布局，以生产中高档产品为主参与全国市场竞争，拥有较强市场定价权。第二梯队则是规模排名 5-15 位纸企，以区域性厂商居多，未形成全国性布局。其他厂商属于第三梯队，企业多位于经济欠发达地区，产品质量较低，参与当地低档市场竞争。

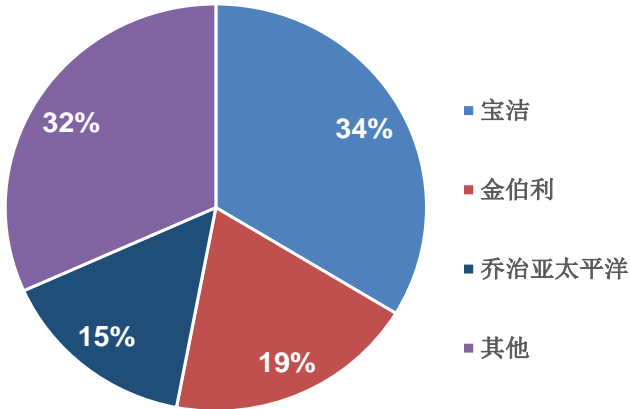
图表 29 2013-2020 年国内生活用纸企业市场份额



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

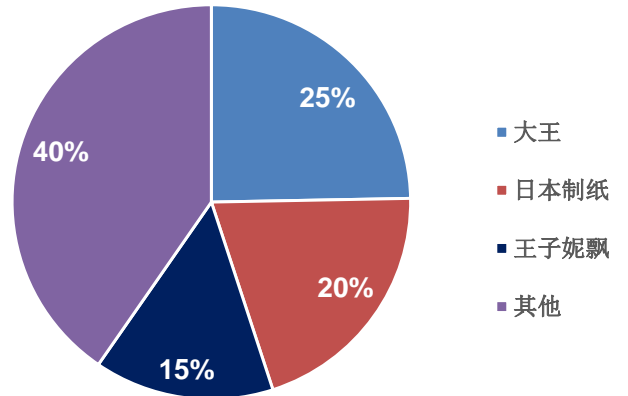
横向对比美日，我国龙头市占率有望进一步提升。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国 CR4 市占率合计为 31.2%，其中恒安国际占比 10.2%，维达国际占比 9.3%，中顺洁柔和金红叶分别占比 6.0%、5.7%。横向对比美日，美国前三大品牌 CR3 占比 68.3%，日本 CR3 占比 59.6%，由此可见，我国市场集中度目前仍处于较低水平。随着消费升级与高端化进程的加速，未来龙头市占率的提升空间巨大。

图表 30 2020 年美国前三大纸企市场份额



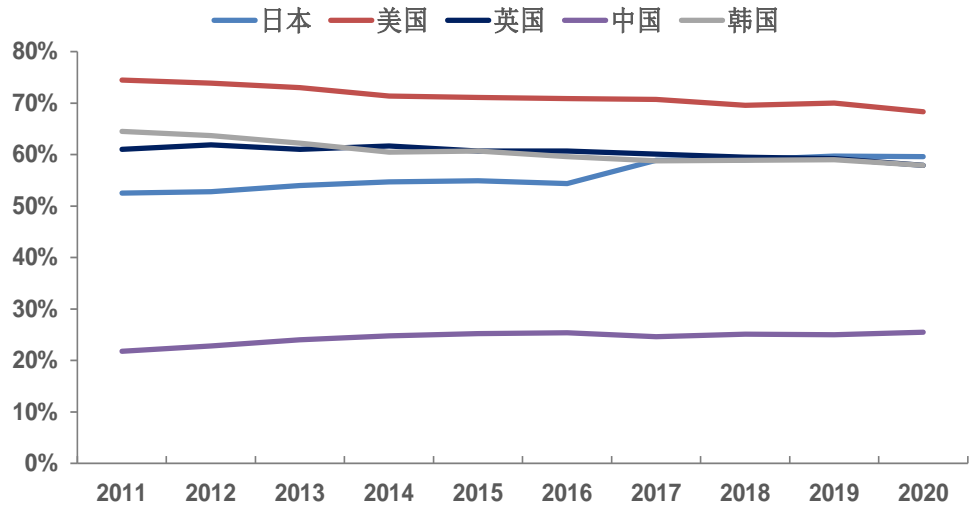
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 31 2020 年日本前三大纸企市场份额



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 32 2011-2020 年各国生活用纸市场 CR3 占比情况



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

政策规范+碳中和背景下, 龙头马太效应凸显。随着国家出台的多项行业规划以及一系列相关配套政策发布, 对造纸行业在规模、技术装备、环保方面有了更为严苛的要求。相关政策的出台有利于提高我国生活用纸行业的产业集中度, 淘汰落后产能, 优化资源配置。在环保政策不断趋严的大环境下, 龙头凭借资金和规模优势积极响应政策, 不断改进生产工艺, 降低污染物排放和能源消耗, 马太效应凸显。

图表 33 造纸行业相关政策与行业标准梳理

时间	颁发部门	法规政策/行业标准	核心内容
2007	发改委	《造纸产业发展政策》	适度控制纸及纸板项目的建设,实现产业结构优化升级。培育一批制浆造纸装备制造龙头企业,提高我国制浆造纸装备研发能力和设计制造水平。建立资源节约、环境友好、发展和谐的造纸产业发展新模式
2007	国务院	《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	进一步明确实现节能减排的目标任务和总体要求,控制高耗能、高污染行业过快增长。加快淘汰落后生产能力。积极推进能源结构调整,加快水污染治理工程建设。加快节能减排技术产业化示范和推广。
2008	-	《制浆造纸工业水污染物排放标准》	规定制浆造纸工业企业水污染物排放限值、监测和监控要求;规定水污染物特别排放限值。本标准中的污染物排放浓度均为质量浓度。
2011	发改委 工信部 林业局	《造纸工业发展“十二五”规划》	发展目标:生产消费平稳增长;原料结构持续改善,加快形成符合我国国情的以废纸纤维、木纤维为主,合理利用非木纤维的造纸原料结构;产品结构不断优化;产业集中度不断提升;装备水平逐步提高;资源消耗不断降低;污染排放明显下降。
2012	-	《中华人民共和国国家环境保护标准:制浆造纸废水治理工程技术规范》	适用于采用化学制浆、化学机械制浆、机械制浆及废纸制浆工艺的制浆和造纸企业的废水治理工程,可作为环境影响评价、可行性研究、设计、施工、安装、调试、验收、运行与监督管理的技术依据。
2016	国务院	《控制污染物排放许可制实施方案》	造纸企业必须持有排污许可证方可生产;发放全国统一编码的排污证,对固定污染源实施“一证式管理
2017	环保部	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》	2017年6月30日前,完成造纸行业企业排污许可证申请与核发工作。造纸行业排污许可证发放范围为所有制浆企业、造纸企业、浆纸联合企业,以及列入2015年环境统计口径范围内的纸制品企业。

资料来源:国务院,发改委,华安证券研究所

碳中和大背景下造纸业作为高能耗行业,节能减排的意义重大。纸企一般可通过浆纸一体化建设、投资环保新设备及技术、进行碳交易等措施进行能源节约,降低碳排放。龙头企业凭借资金优势可以投资环保新型设备,并且通过节能减排出售碳排放配额,从而获得收益,并最终实现零排放的目的。而小企业没有资金节能减排的改造,未来碳成本将不断增加,从而加速产能的出清,未来行业集中度有望进一步提升。

图表 34 中顺洁柔江门、云浮生产基地碳交易情况

江门、云浮生产基地碳交易情况					单位:万吨
项目	公司	2019年	2018年	2017年	2016年
江门实际排放量	江门	13.60	15.30	16.28	15.10
江门碳排放配额	江门	16.46	16.24	16.69	13.81
云浮实际排放量	云浮	20.43	14.86	12.13	/
云浮碳排放配额	云浮	23.11	14.68	12.02	/

注:2020年实际碳排放量待审核机构核算完毕后公布,根据生产实际能源管控情况,预计广东江门、云浮生产基地2020年实际碳排放量低于2020年碳排放配额量。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

3 公司：全渠道齐头并进，人才驱动+产能布局 支撑版图扩张

公司产品矩阵完整，双品牌+多品类积极覆盖更多细分赛道。聚焦生活用纸主业做大做强，不断提高中高端产品占比的同时也把眼光投向下沉市场。公司的产品推陈出新速度快，背后离不开公司创新研发的持续投入。在渠道方面，6大渠道齐头并进，其中电商渠道表现最为亮眼，除此之外公司也积极建设新零售、母婴、商销等新兴渠道。公司也积极布局生产基地，不断扩张完善全国产能布局为渠道扩张提供坚实后盾。渠道、产品、营销、生产和研发等多方面的变革与公司不断引入业内优秀团队和人才，建立长期激励机制绑定核心员工利益。目前，新一轮人才团队的扩充与更替正在稳步推进过程中。

3.1 产品结构吻合行业消费趋势，聚焦主业抢占市场份额

1) 公司产品矩阵完整，聚焦生活用纸主业的同时积极拓展个护等新品类。中顺洁柔以生活用纸为起点，主要包含洁柔和太阳两大品牌，产品聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕等。生活用纸细分子品牌包括 Face 系列、Lotion 系列、自然木系列等。随着公司规模的扩张，公司业务也延伸至个护领域。公司 2018 年推出新棉初白棉柔巾正式开始品类扩张；2019 年推出朵蕾蜜卫生巾进军女性护理市场；2021 年推出 OKBEBE 新生婴儿护理品牌开拓母婴市场。除纸品和个护外，2020 年疫情期间公司积极响应政府号召，迅速开展医用口罩跨界生产。公司在追求高品质、个性化的基础上，形成公司产品多元化发展格局。

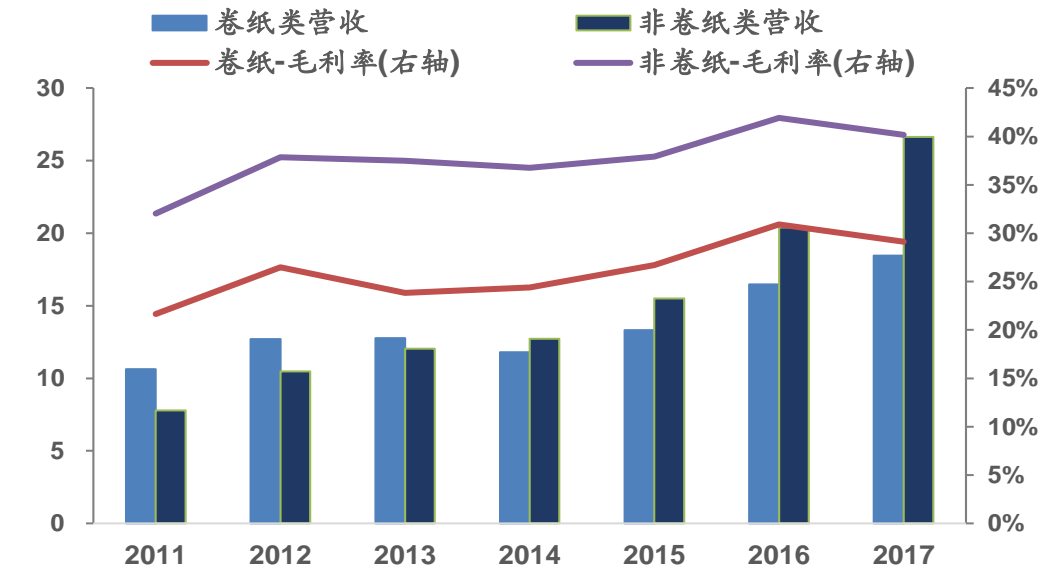
图表 35 中顺洁柔产品矩阵明细

生活用纸		
Face系列	100%进口原生木浆，4层加厚，湿水可用，艺术边压纹，不易离层	
Lotion系列	添加纯进口保湿因子，适合娇嫩肌肤。触感如丝绸般柔滑，柔滑度优于普通纸巾	
自然木系列	精选进口原生木浆，纸质柔软强韧优等品质比合格品品质纸巾质量要求更加严格，母婴适用	
太阳系列	食品级用纸，定位更高质量、更低价格，主打性价比	
商销系列	面向酒店终端客户，根据酒店定位，客房管家的运营需求，提供不同规格全方位产品，致力完善酒店客户需求的全面解决方案	
个护系列/健康精品		
朵蕾蜜系列	天然棉花，双向循环透气，弹力柔软贴身、会呼吸、任性动等舒适特点，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	
OKBEBE系列	严选进口自然棉，医护级高标准，0.2cm人体工学芯体设计	
新棉初白	100%新鲜棉花制作，可做洗脸巾/卸妆巾，干湿两用，含有棉籽油精华。	

资料来源：中顺洁柔公司官网，华安证券研究所

2) 积极创新研发，高质量产品和+高汰换率不断优化产品结构，提升消费者体验。公司自成立以来便定位中高端，洁柔品牌坚持使用百分百进口原生木浆。公司多年来秉持“产品要品牌”的理念，研发推出高品质产品，先后从奥地利、德国、意大利、日本等国家和地区引进先进造纸和加工设备，产品品质通过 ISO9001 质量管理体系认证。洁柔系列纸品基本都能实现湿水可用，柔韧亲肤。产品的优越性能一方面可以有效进行消费者教育，培养消费习惯，提高消费认知；另一方面高品质产品可享受部分溢价，盈利能力较普通纸品有较大优势。

图表 36 公司非卷纸类毛利率显著高于卷纸类毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

为了充分提高产品曝光度和吸引力,公司积极推出 IP 联名系列和油画系列 Face 纸品,这类产品虽然原纸是 Face 系列,但毛利略高于普通 Face 纸品,从而提升公司利润水平。公司通过不断优化产品结构,提高高端纸品占比从而改善公司毛利率。从 2017 年起,公司生活用纸业务的毛利率已经达到行业第一水平,2020 年公司生活用纸毛利率高达 42.10%。

图表 37 樱花限量版 Lotion 系列纸品



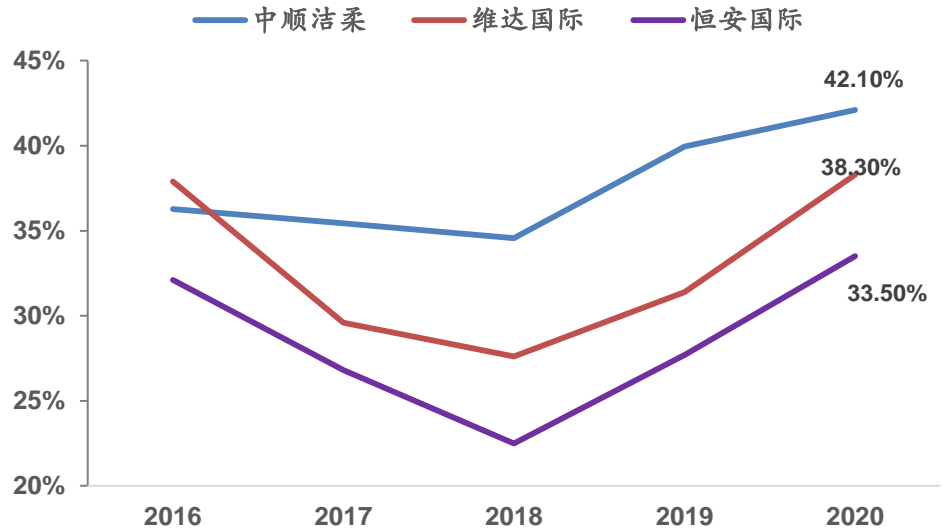
资料来源: 洁柔京东旗舰店, 华安证券研究所

图表 38 油画系列 Face 纸品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

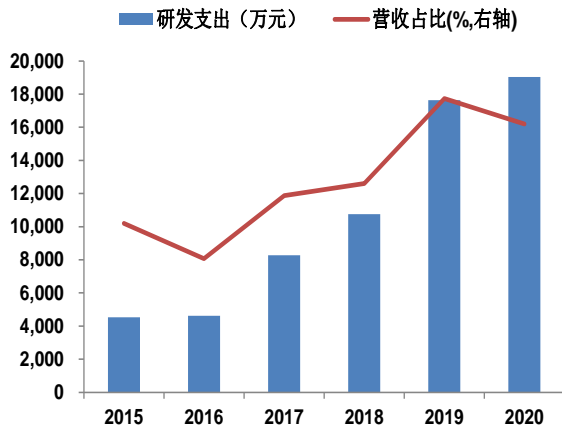
图表 39 中顺洁柔生活用纸毛利率水平行业领先



资料来源: Wind, 华安证券研究所

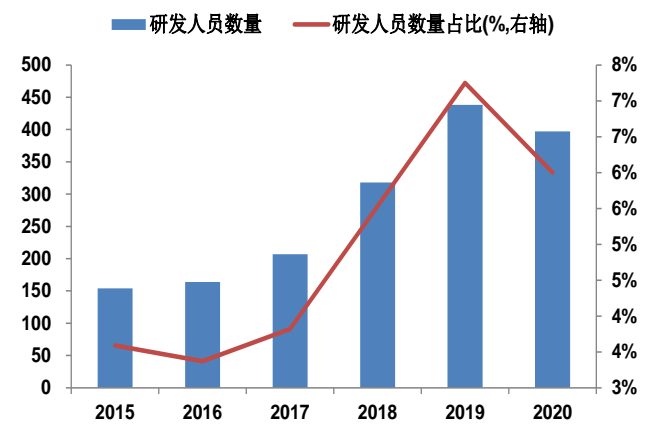
3) 公司高汰换率+高品质产品的背后是持续提升的研发投入。2015 年公司研发总支出仅为 4535.51 万元, 2020 年公司研发支出达到了 1.90 亿元, 研发费用率从 2015 年的 1.5% 提升至 2020 年的 2.4%。另一方面, 公司研发人员数量也在不断增加, 从 2015 年的 154 人扩张到 2020 年的 397 人, 研发人员数量实现翻倍。

图表 40 2015-2020 年公司研发支出与占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 41 2015-2020 年公司研发人员数量及占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 42 2015-2020 年公司主要研发项目和成效

年份	公司主要研发项目和成效
2015	艺术边压纹工艺（卫卷/软抽/盒巾）；开发湿巾系列和无芯卷纸系列并投放市场；超迷你产品生产工艺及加工设备获发明专利
2016	BB 纹研发；双层擦手纸两层复合，吸水性提升 3 倍；四层可湿水纸软抽开发；小克重卷纸开发；便携式软抽开发
2017	自然木系列研发、卷纸无胶封尾；产品立体压花研发；减少原纸及成品粉尘控制；制浆工艺创新、造纸工艺优化
2018	新棉初白系列研发；水溶性双层擦手纸开发；攻关双层擦手纸和厨房用纸无胶复合技术；胶管替代纸筒芯
2019	洁柔系列再升级；太阳系列研发；商用消费领域个性化产品；朵蕾蜜女性护理系列研发；推出女性护理湿巾、卸妆湿巾和婴儿湿巾
2020	洁柔油画系列推出；抑菌纸系列推出；高品质医用外科口罩；抑菌洗手液；元气包卫生巾推出

资料来源：公司公告，华安证券研究所

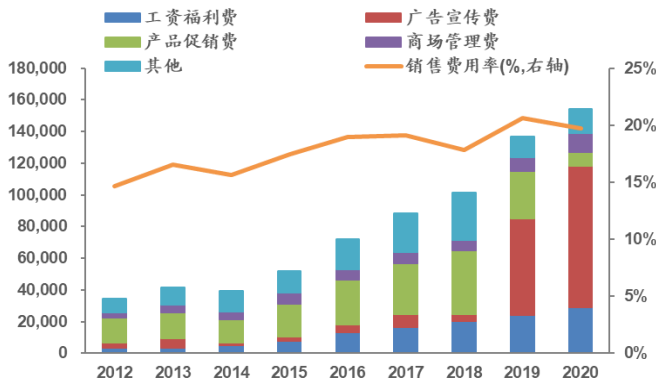
4) 重启“太阳”品牌面向下沉市场，主打性价比抢占中低端市场份额。公司实行“洁柔+太阳”双品牌战略，洁柔覆盖中高端，太阳抢占中低端市场。在行业中小产能加速出清的背景下，公司于 2019 年成立子公司太阳生活用品股份有限公司并新增竹浆纸一体化项目并重启“太阳”品牌。公司利用太阳开拓下沉市场主要是为了吸收中小纸厂出清后的空缺产能，利用竹浆纸一体化的性价比优势填补公司中低端市场空白，完善公司市场覆盖层次。

5) 聚焦生活用纸主业，协同渠道资源发展个护品类。公司当前仍然以生活用纸主业为核心发力点，首要保证体量突破和产品结构优化，提升市场占有率。公司 2020 年收入体量达生活用纸行业第三位，是行业头部企业中增速较快的公司，看好其未来冲击更高规模排名的潜力。公司 2018 年起开始进军个护市场，协同生活用纸的渠道资源陆续推出系列产品，目前个护业务尚处于培育期。公司未来产品战略将继续围绕加强洁柔品牌力建设，进一步提升市场份额为主线，并通过打响“洁柔”从而辐射和助力其他子品牌的发展。

3.2 品牌营销投入高增，全渠道齐头并进，持续完善全国产能布局

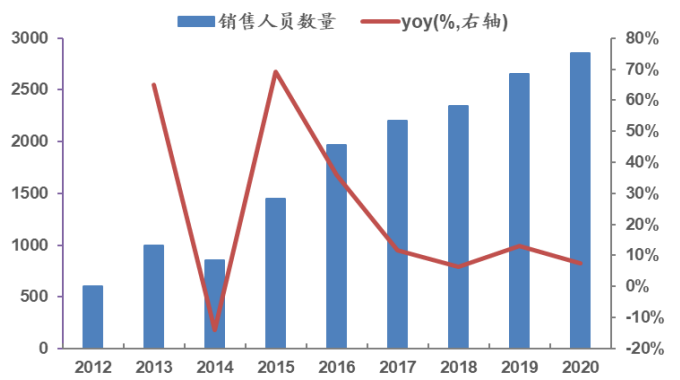
为加强品牌营销，公司销售费用率整体呈上升态势。2019 和 2020 年，公司在浆价低位生产成本压力较小的情况下积极投入品牌建设，广告宣传费的投入明显提升。伴随业务规模的扩大，公司销售人员数量也逐年攀升，2020 年公司销售人员达到 2852 人，同比增长 7.5%

图表 43 公司销售费用明细占比 (万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

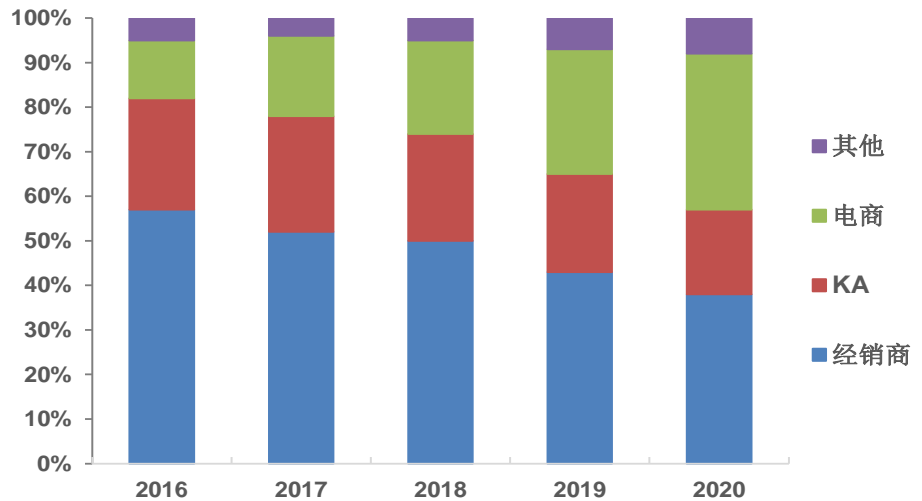
图表 44 公司销售人员数量及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

全渠道营销网络不断完善, 电商表现亮眼。快消行业, 渠道为王。2015 年之前公司渠道单一, 仅有经销商渠道进行产品营销。2016-2018 年是公司的渠道建设年, 三年来公司销售网点不断扩展下沉, 产品覆盖率不断提升。2019 年是公司的渠道强化年, 新增了母婴渠道和新零售渠道, 公司的渠道运作不断精细化。公司自 2015 年开始顺应行业发展搭建全渠道销售网络, 现已形成 GT(传统经销商渠道)、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)六大渠道齐头并进的发展模式。

图表 45 2016-2020 年公司各渠道收入占比

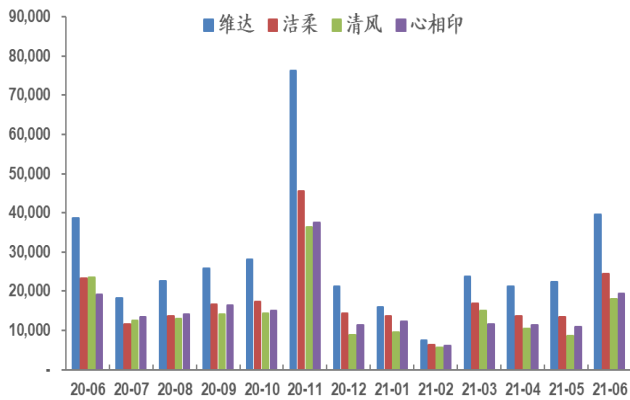


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

GT 渠道精细化管理, 持续拓展下沉空间。传统经销商渠道仍然是公司占比最高, 盈利稳定的核心渠道之一。公司搭建的线下营销网络覆盖全国绝大部分地(县)级城市, 采取直销到县、分销到镇的下沉策略, 不断的细分与扁平化市场经营, 扩大经销商的网络布局, 目前产品已覆盖全国 2000 多个城市。公司针对经销商采取精细化管理, 定期进行营销培训和业绩考核。同时公司秉持与经销商共同进步的信念, 采取多项措施绑定经销商利益, 与优质经销商成立销售公司并为其提供融资担保, 缓解经销商压力, 保证渠道利润, 充分激发经销商积极性。

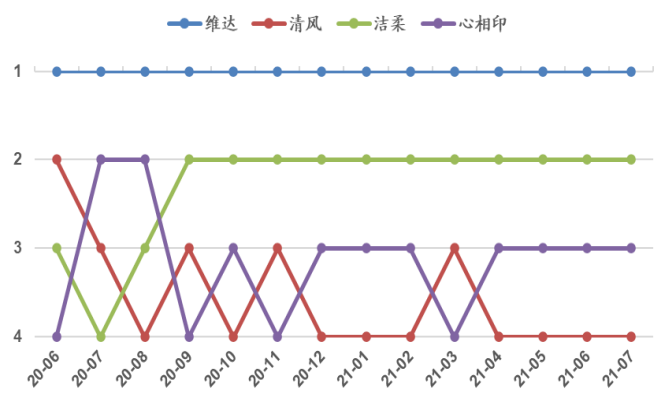
公司抓住生活用纸天然适合线上销售的属性，建立专门的电商销售团队大力发展电商渠道。公司 2020 年电商收入占比约 35%，预计该占比将进一步提升。电商渠道相比传统渠道的毛利更高，所以公司线上线下收入占比结构的改善，对巩固和提升公司的盈利水平都大有帮助。根据淘数据结果显示，公司自 20 年 9 月开始全网销售额排名超过心相印和清风，仅次于维达。疫情期间消费者偏向线上消费模式，公司迅速适应市场消费变化，在保证其它渠道平稳运作的同时，加大线上渠道资源的投放，强化电商渠道的布局和发展，使得公司电商渠道表现亮眼。

图 46 恒达金顺全网月度销售额 (万元)



资料来源：淘数据，华安证券研究所

图 47 恒达金顺全网月度销售额排名



资料来源：淘数据，华安证券研究所

积极开拓新兴渠道，提前布局抢占先机。为了进一步提升公司规模体量，拓宽消费人群，公司近年来积极开拓新兴渠道。2019 年公司开始进军母婴渠道，针对年轻女性、孕期女性及新晋妈妈推出朵蕾蜜系列和 OKBEBE 等系列产品，产品定位高端，注重消费体验。在新零售渠道方面，公司主要通过搭建微信商城、与社区电商合作等方式开展营销。针对商销领域，公司也专门成立商销团队进行市场开拓，并针对客户需求定制个性化产品，目前公司已与中石油、中石化等大客户达成合作。

加速产能建设，全国产能布局为渠道扩张提供坚实后盾。生活用纸销售半径约 500km，为了进一步扩张公司产能，扩大销售半径以辐射全国，公司积极规划布局全国性生产基地。目前，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建设华东、华南、华西、华北和华中生产基地，已初步建立起全国性的产能布局。公司当前产能约 83 万吨，在建产能江苏宿迁 40 万吨项目，四川渠县 30 万吨竹浆纸一体化项目。

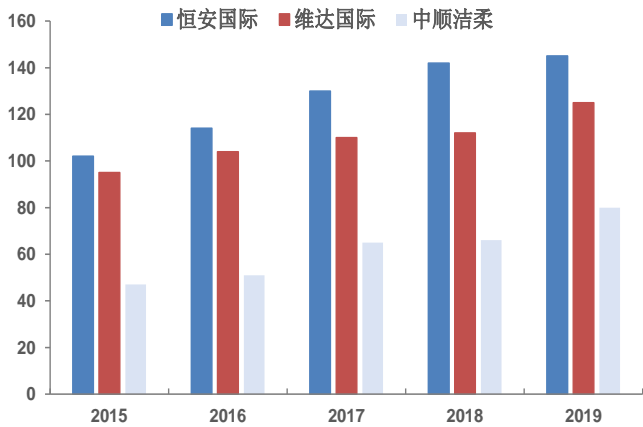
从区域消费水平来看，生活用纸全国销售规模最大的区域是华东，第二是华北，第三是华南。公司以往的强势区域是华南、西南、西北等地，华东过去仅有浙江中顺 5 万的产能，无法满足公司在华东区域的发展。除此之外，公司在西南、华北领域也存在产能缺口，未来公司将会通过产能投建加快抢占华东和西南区域的市场份额，提升整体的市场占有率。公司通过加速产能扩建，可以补足销售快速增长产生的缺口，促进公司渠道的快速建设，并且形成规模效应进一步降低成本。

图表 48 中顺洁柔全国产能布局梳理



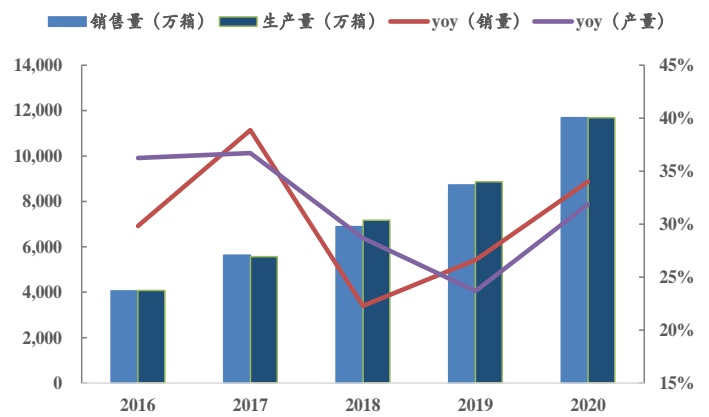
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 生活用纸龙头产能对比 (万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50 2016-2020 年公司产销情况 (万箱)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 管理革新调整组织架构，长期激励机制绑定专业人才

优化管理结构，重视营销改革，积极引入人才。公司自成立以来便定位高端，重视产品品质，但由于前期缺乏对营销的关注和投入，渠道单一，公司经营不温不火，规模远低于其他头部纸企。2015 年公司开启营销改革，专注渠道建设与拓展，逐步搭建了完善的销售结构。

公司 2015 年引入原金红叶核心销售团队，其中刘金锋是原金红叶生活用纸事业部 BU 副总经理，负责全国渠道营销工作。与此同时，公司对原有的营销组织架构进行精细化调整。由原来的五大区域细分为 8+2 区域，保持各区运营的独立性，管理层级也随

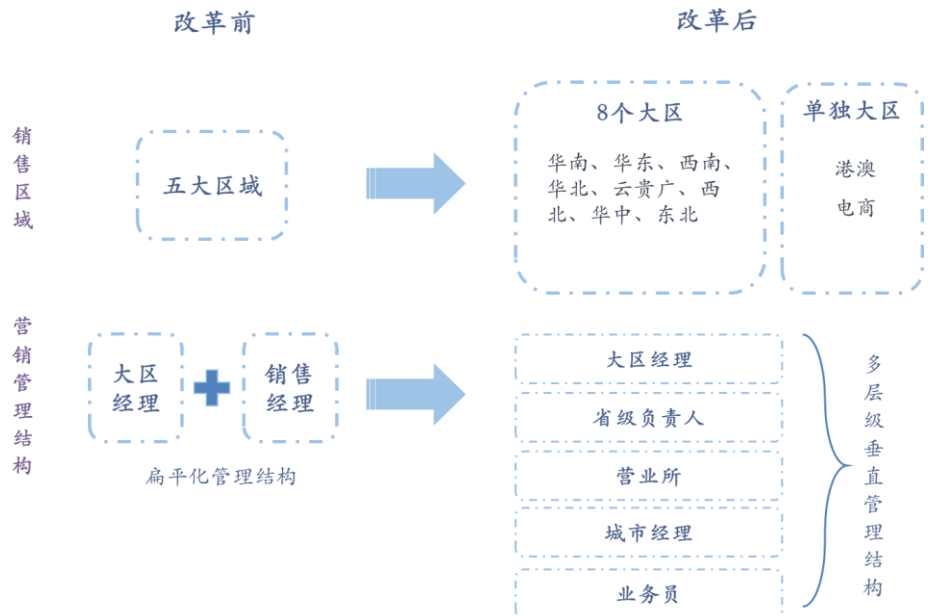
之进行调整。

图表 51 中顺洁柔现任部分公司高管履历

高管	职务	履历
刘鹏	董事长、总经理、代理董秘	曾担任兴业银行江门分行,兴业银行中山分行担任行长职务。2021年3月加入中顺洁柔。
刘金峰	董事、副总	曾担任 APP 中国生活用纸事业部中区 BU 副总经理兼全国 GT 通路专案总监兼上海元则胜贸易有限公司销售总经理;2015年4月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司营销副总裁。2015年9月起加入中顺洁柔。
叶龙方	副总	曾担任维达(湖北)公司,维达(四川)公司担任生产部副经理,生产经理,工厂厂长等职务,现任中顺洁柔纸业股份有限公司生产总裁。2019年7月加入中顺洁柔。
李肇锦	副总	2005年起任职于金红叶纸业集团,先后担任生产部经理,集团造纸(前工序)总经理,制造总经理等职务。2021年4月加入中顺洁柔。
岳勇	副总	曾担任中顺纸业制造有限公司生产部经理;成都天天纸业有限公司总经理;中顺纸业制造有限公司副总经理;兼任中国生活用纸委员会副主任,四川省造纸协会副理事长,四川省彭州市政协常委。
邓雯曦	副总	曾担任恒安国际有限公司担任集团品牌总经理;东莞慕思寝具用品有限公司以及集团旗下慕腾投资业务广东嘀嘀金管家信息科技有限公司担任市场中心总经理,首席运营官。2021年4月加入中顺洁柔。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 52 公司营销管理结构改革前后对比



资料来源:公司公告,华安证券研究所

家族管理转型职业经理人管理模式,长期激励机制绑定核心员工利益。中顺洁柔实际控制人为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰,三人合计持有公司股份约 50%,股权较为集中,

邓氏家族一直为公司实控人 2015 年邓冠彪任总经理，从外部引进人才搭建管理团队创造了公司 2015-2020 年的跨越式发展。2021 年公司聘任刘鹏出任董事长和总经理，并继续引入行业人才为下一阶段发展做准备，公司管理制度进一步向职业经理人制度转型。

为了深度绑定公司高管和核心员工，公司在引入外部团队的同时积极出台一系列股权激励计划和员工持股计划。公司 2015 年推出首个股票激励计划，涉及董事、高管和核心技术（骨干）等在内 242 人；2018 年公司推出期权激励+限制性股票的复合股权激励计划，共涉及董事、高管、中层管理人员和核心技术（业务）人员在内合计 3865 人，其中期权激励人数 3232 人，限制性股票激励人数为 633 人。两次股权激励计划解锁条件均与业绩挂钩，使高管和核心员工的行为与公司的战略目标保持一致，激励其辛勤劳动，增强公司凝聚力。

除股权激励计划外，公司还积极推出员工持股计划。自 2017 年推出第一期员工持股计划至今，公司共发布 3 次员工持股计划。2021 年 5 月公司发布第三期员工持股计划，深度绑定员工与公司的利益，提高员工的凝聚力和公司竞争力。

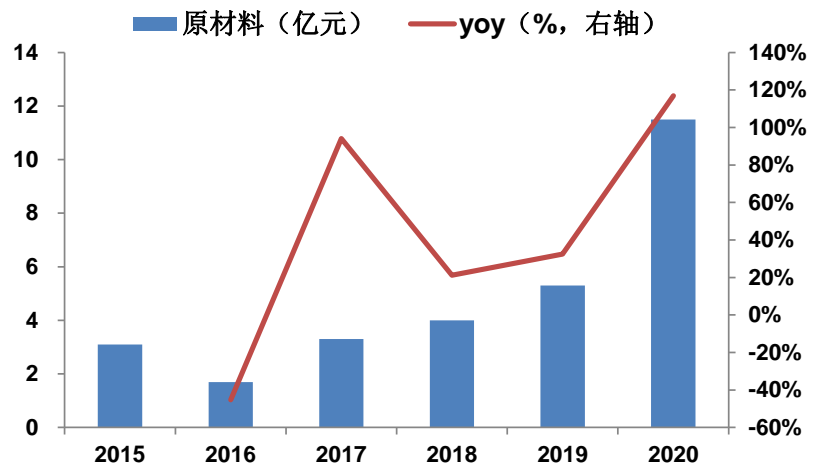
3.4 低位囤浆平抑成本，Q4 全球范围的木浆新产能陆续投放

浆价低谷囤浆，原材料备货充足平抑成本波动。纸浆作为国际性大宗原材料，其价格受世界经济周期的影响明显。2019 年，受中国市场需求转弱、全球贸易争端、汇率变动及浆市库存升高等因素影响，纸浆价格出现大幅回落。2020 年，纸浆价格受疫情等因素影响总体维持低位整理状态，2020Q4 纸浆价格出现反弹并持续到 2021Q1，纸浆价格持续高企。纸浆是公司生产的主要原材料，公司生产耗用纸浆的成本占公司生产成本的比重约 40%-60%。浆价波动将显著影响公司成本从而使利润产生波动。

自 2020 年 12 月以来，纸浆价格一路走高，截至 2021 年 4 月底，进口针叶浆、进口阔叶浆价格分别为 7120 元/吨、5288 元/吨，较 2020 年低位分别上涨 60%、49%。中小纸厂由于资金受限导致提前囤浆能力不足，浆价迅猛攀升严重侵蚀企业利润，Q1 各厂纷纷发布生活用纸提价函对冲成本压力。

公司采购团队凭借对纸浆行情的专业预判能力及充足的资金实力，在本轮浆价上涨前夕通过提前囤浆有效平滑原材料价格上涨带来的成本压力。为公司控制生产成本，抢占市场份额打下坚实基础。2020 年公司原材料库存高达 11.5 亿元，同比增长 117%。

图表 53 公司原材料库存处于历史高位 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 54 中小纸厂 21Q1 涨价函频发

纸厂	涨价函
广东信达纸业	自 2021 年 1 月 27 日起, 我司原纸每吨提价 300 元
河北金博士卫生用品	自 2021 年 1 月 28 日起, 白色复卷用轴上调 300 元/吨; 面巾用轴上调 300 元/吨; 本色复卷用轴上调 300 元/吨, 本色面巾用轴上调 300 元/吨。
泰盛 (江西) 生活用品	1、自 2021 年 2 月 18 日起, 在 2 月 1 日的价格政策基础上上调涨 400 元/吨。 2、自 2021 年 3 月 1 日起, 在 2 月 18 日的价格政策基础上上调涨 300 元/吨。
晨鸣集团	自 2021 年 1 月 31 日起, 我司生活用纸原纸每吨提价 200 元/吨; 自 2021 年 2 月 18 日起, 我司生活用纸原纸每吨提价 300 元/吨;
维尔美纸业 (重庆) 有限公司	自 2021 年 2 月 18 日起, 在 2 月 1 日的价格政策基础上上调 400 元/吨; 自 2021 年 3 月 1 日起, 在 2 月 18 日的价格政策基础上上调 400 元/吨;
山西云冈纸业	自 2 月 18 日起, 我司出售的所有产品 (成品、原轴、复合轴、盘纸), 在原有的价格基础上每吨上调 300 元。取消口头订单, 不接受预付款。
四川友邦纸业	自 2 月 19 日起, 原纸、分盘纸在原有基础上每吨普涨 300 元。不接受口头订单, 不收预付款, 以发货日期为准。
保定港兴纸业	自 2 月 19 日起, 所有原纸价格上调 400 元/吨。(纸管轴每吨单价加 50 元)。取消口头订单, 不接收预付款, 所有客户拉货均按照当日价格结算。

资料来源: 中国纸网, 华安证券研究所

生活用纸作为快消品, 小厂率先提价往往影响收入增长, 失去性价比优势从而导致销量下滑。而恒达金顺四家生活用纸龙头 21 年 Q1 由于原材料储备充足, 足够平滑成本波动, 故并未跟随市场进行提价, 统一控价加速小厂出清, 提升自身市占率。Q2 开始浆价出现下滑, 恒达金顺纷纷发布 Q2 涨价函错峰提价, 兑现利润弹性。

图表 55 恒达金顺 21Q2 错峰提价

公司	涨价函
恒安国际	因进口木浆和大宗材料等成本持续大涨，经公司慎重研究决定，自 2021 年 4 月 1 日起，我司相关纸巾产品促销供应价格逐步上调 10%-20%。
维达国际	由于近期原材料价格不断上涨，导致生产成本急剧增加，为保证公司的健康稳步发展，经公司一致研究决定，于 2021 年 4 月 1 日起针对维达品牌部分产品进行第一轮价格调整。
中顺洁柔	近期因原材料价格持续上涨，导致公司生产成本和运营成本不断增加，经我司研究决定，我司拟将中顺洁柔旗下生活用纸产品在 4 月 1 日开始大幅调整。
金红叶	由于近期原材料和能源不断上涨，导致生产成本急剧增加，经公司认真研究决定，于 4 月 1 日起将相关产品促销价格进行调整。

资料来源：中国纸网，华安证券研究所

全球木浆供需分析：预计下半年浆价调整为主，Q4 新增产能陆续投放。根据卓创资讯，供给端来看，下半年伴随国内外木浆新增产能的陆续投放，国内纸浆供应面或有恢复。需求端来看，下半年处于造纸行业传统旺季，经过淡季阶段性修正及去库存后，需求面有恢复预期。

根据卓创资讯不完全统计数据显示，2021 年及以后，全球纸浆新增产能超过 4500 万吨，阔叶浆占比最高达 47%，针叶浆占比 11%。故我们测算 2021 年及以后，阔叶浆和针叶浆新增产能合计超过 2610 万吨。国内来看，中国纸浆新增产能占全球纸浆新增产能 52% 左右，其中阔叶浆占比 23%，我们测算 2021 年及以后，国内阔叶浆新增产能合计 538.2 万吨。

伴随全球经济的复苏和国内外浆厂投产，未来木浆产能充足，浆价长期占据高位的可能性较小。浆价平稳有利于纸企稳定成本，保持正常产能建设和规模扩张。

图表 56 2021H2 国内外木浆新增产能投产时间

国家	浆厂	产能 (万吨)	浆种	投产时间
巴西	Bracell	280	桉木阔叶浆	2021Q4
智利	Arauco MAPA	156	阔叶浆	2021Q4
中国	广西太阳纸业	80	阔叶浆	2021H2

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

4 盈利预测与公司估值

由于生活用纸是公司核心主业，本次盈利预测以生活用纸业务为主。从公司未来的产能规划出发，结合公司股权激励解锁目标及自身发展目标，充分考虑上下游及行业、宏观经济大环境，对公司未来业绩做出预测。收入端主要考虑销售量（吨）和吨纸价，成本端主要考虑浆价走势对公司成本的影响。

核心假设：

- (1) **销售量方面**，由于公司目前产能仍在继续扩张，部分市场依靠现有产能无法覆盖。公司每年产销量接近 100%，产能利用率均高于 90%，故我们假设公司每年新增 10 万产能，每年销量=产能*95%的比例对销量进行假设。由于 2021 年公司 Q2 主动提价，假设提价后短时间内销量可能受到影响，故我们预测 2021 年公司销量=产能*93%。
- (2) **吨纸价方面**，由于公司 2021 年 4 月跟随市场对生活用纸进行提价，市场普遍提价 10%-20%。由于提价从 4 月开始，从全年角度看，我们假设提价最终落地为 13%。对于 2022、2023 年，我们预计公司再次直接提价的可能性较小，对于吨纸价公司会采取优化产品结构来间接提升吨纸价，我们预测 2022、2023 年吨纸价分别增长 6%、5%。
- (3) **成本端**：生活用纸生产中木浆成本约占比 60%，能源占比约 15%，辅料占比约 15%，其他费用占比约 5%。我们按照上述比例对成本进行拆分。由于木浆是成本中占比最大的，且受浆价波动影响较大，故以预测单位吨数的木浆成本为主，并假设其他成本与木浆成比例变动。

盈利预测结果：我们预计公司 2021/2022/2023 营业收入分别为 94.26/111.09/129.76 亿元，同比增长 20.5%/17.9%/16.8%。公司归母净利润分别为 12.35/14.72/17.36 亿元，同比增长 36.3%/19.2%/18.0%。公司高中低品牌矩阵完整，产品结构吻合消费发展趋势，聚焦生活用纸主业抢占市场份额。全渠道齐头并进，电商渠道表现突出。完善全国产能布局，进一步降低运输成本。伴随规模的持续扩张，公司平抑采购成本的能力也将不断强化。此外，公司于 2019 年开始协同渠道资源开拓个护产品，该业务有望在未来贡献业绩弹性。2021 年 8 月 4 日收盘价 20.33 元对应未来三年 PE 分别为 16.76X/13.19X/10.38X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

原材料价格波动风险；核心员工流失风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4040	5416	7221	9344	营业收入	7824	9426	11109	12976
现金	1125	1925	3469	5142	营业成本	4591	5455	6231	7102
应收账款	1051	1240	1370	1600	营业税金及附加	56	62	73	86
其他应收款	16	18	20	21	销售费用	1545	1791	2222	2725
预付账款	27	27	31	36	管理费用	365	434	555	675
存货	1661	2092	2219	2432	财务费用	-18	0	0	0
其他流动资产	159	113	113	113	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	3439	3436	3436	3436	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	1	11	13
固定资产	2793	2793	2793	2793	营业利润	1104	1482	1766	2084
无形资产	169	169	169	169	营业外收入	5	6	6	6
其他非流动资产	477	474	474	474	营业外支出	21	4	4	4
资产总计	7478	8851	10657	12780	利润总额	1088	1484	1768	2086
流动负债	2285	2847	3181	3568	所得税	183	249	297	350
短期借款	143	143	143	143	净利润	906	1235	1472	1736
应付账款	762	942	990	1070	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1381	1762	2048	2355	归属母公司净利润	906	1235	1472	1736
非流动负债	151	129	129	129	EBITDA	1416	1484	1768	2086
长期借款	0	-23	-23	-23	EPS (元)	0.00	0.94	1.12	1.32
其他非流动负债	151	151	151	151					
负债合计	2436	2976	3310	3696					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	1311	1312	1312	1312	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	907	525	525	525	成长能力				
留存收益	2824	4039	5510	7246	营业收入	17.9%	20.5%	17.9%	16.8%
归属母公司股东权益	5042	5876	7347	9084	营业利润	53.4%	34.3%	19.1%	18.0%
负债和股东权益	7478	8851	10657	12780	归属于母公司净利	50.0%	36.3%	19.2%	18.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	41.3%	42.1%	43.9%	45.3%
					净利率 (%)	11.6%	13.1%	13.2%	13.4%
					ROE (%)	18.0%	21.0%	20.0%	19.1%
					ROIC (%)	17.7%	20.6%	19.7%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	32.6%	33.6%	31.1%	28.9%
					净负债比率 (%)	48.3%	50.6%	45.0%	40.7%
					流动比率	1.77	1.90	2.27	2.62
					速动比率	1.00	1.14	1.54	1.91
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.06	1.04	1.02
					应收账款周转率	7.44	7.60	8.11	8.11
					应付账款周转率	6.03	5.79	6.29	6.64
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.70	0.94	1.12	1.32
					每股经营现金流薄)	0.63	0.93	1.17	1.26
					每股净资产	3.84	4.48	5.60	6.92
					估值比率				
					P/E	29.81	21.60	18.12	15.36
					P/B	5.43	4.54	3.63	2.94
					EV/EBITDA	18.64	16.76	13.19	10.38

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	828	1219	1530	1658
净利润	906	1235	1472	1736
折旧摊销	312	0	0	0
财务费用	6	0	0	0
投资损失	-4	-1	-11	-13
营运资金变动	-418	-14	72	-63
其他经营现金流	1350	1248	1398	1797
投资活动现金流	-382	5	13	15
资本支出	-463	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	81	4	11	13
筹资活动现金流	-69	-424	0	0
短期借款	128	0	0	0
长期借款	-23	-23	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	146	-382	0	0
其他筹资现金流	-324	-20	0	0
现金净增加额	374	800	1543	1673

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和个护板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。