

中顺洁柔 (002511.SZ) 承压因素逐步释放, 预期盈利逐季改善

2022年06月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
吕明 (分析师)
周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

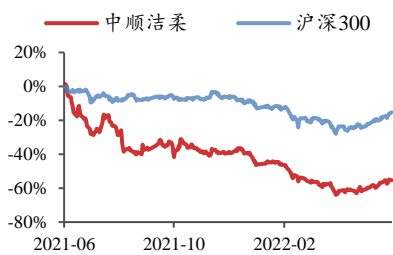
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2022/6/28
当前股价(元)	12.56
一年最高最低(元)	27.99/9.62
总市值(亿元)	164.89
流通市值(亿元)	161.30
总股本(亿股)	13.13
流通股本(亿股)	12.84
近3个月换手率(%)	77.06

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021/2022Q1 营收稳健增长, 盈利阶段性承压》- 2022.4.28

《公司信息更新报告-2021Q3 收入表现稳健, 成本端压力上行》- 2021.10.29

《公司信息更新报告-2021H1 收入表现稳健, 短期归母净利润承压》- 2021.9.1

● 生活用纸龙头企业, 业绩改善+低估值, 维持“买入”评级

站在当前时点看, 我们认为前期压制业绩增长的因素在逐步释放 (华东疫情好转带来的电商物流恢复、美联储加息抑制通胀+全球纸浆产能投放、行业未来生活用纸投产增量缩减), 预期公司业绩会逐季向好改善。考虑 2022H1 疫情及成本压力影响, 我们下调盈利预测预计 2022-2024 年公司归母净利润为 5.82/6.52/7.26 亿元 (前值 6.01/6.83/8.34 亿元), 对应 EPS 为 0.44/0.50/0.55 元, 当前股价对应 PE 为 28.4/25.3/22.7 倍, 公司作为生活用纸行业龙头企业, 当前低估值叠加盈利修复, 维持“买入”评级。

● 前期承压因素逐步释放, 盈利预期逐季向好改善

收入端看公司 2022Q1 首次出现负增长, 主因受制于华东及东北疫情影响, 当前重点疫情区域已好转, 消费逐步复苏预计收入将向好改善; 利润端: 受全球纸浆供应端的多发事件扰动影响, 纸浆价格持续上涨并保持在高位震荡, 外加行业产能前期投放过度引发的阶段性供需失衡, 使得生活用纸企业盈利承压。分开看纸浆方面 2022H2 至未来 2 年内全球纸浆产能会陆续投放, 外加美联储加息抑制通胀, 预计未来纸浆价格会震荡回落。生活用纸产能方面我们梳理未来行业新增产能绝对值明显低于以往, 在消费端刚需下预计缓解行业供需失衡压力。综上我们认为生活用纸行业至暗时刻已过, 盈利将逐步改善。

● 三维度助力业绩增长, 收入破百亿门槛可期

(1) 产品结构不断向高毛利产品靠拢: 公司新任管理团队提高了整体管理颗粒度并将产品结构持续优化及整体盈利质量设为核心考核目标。在此管理下公司高毛利产品将持续发力, 预计占比也将进一步提升; (2) 及时收缩促销力度, 缓解成本上涨压力: 2022 年初以来为缓解成本压力, 公司已进行了多轮提价举措, 基于生活用纸刚需属性特点, 提价将直接增厚公司业绩; (3) 顺应行业发展趋势, 以传统渠道为基石持续发力电商及新零售渠道。

● 风险提示: 提价落地不及预期、纸浆价格大幅上涨、行业竞争恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,824	9,150	10,000	11,000	12,100
YOY(%)	17.9	17.0	9.3	10.0	10.0
归母净利润(百万元)	906	581	582	652	726
YOY(%)	50.0	-35.9	0.1	12.0	11.4
毛利率(%)	41.3	35.9	35.9	36.0	36.0
净利率(%)	11.6	6.4	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	18.0	11.8	10.9	11.0	11.1
EPS(摊薄/元)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55
P/E(倍)	18.2	28.4	28.4	25.3	22.7
P/B(倍)	3.3	3.4	3.1	2.8	2.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 业绩短期承压， 利润拐点将至	3
2、 管理改革焕发新活力， 中观压制因素逐步释放	6
2.1、 换届迎来新管理团队， 管理颗粒度大幅提升	6
2.2、 生活用纸供需失衡压力预计缓解， 头部企业市占率有望上升	8
3、 三维度助力业绩增长， 收入破百亿门槛可期	11
3.1、 产品提价方面： 及时收缩促销力度， 缓解成本上涨压力	11
3.2、 产品结构方面： 公司不断研发高毛利高品质产品以升级产品结构	11
3.3、 渠道建设方面： 顺应行业发展趋势， 抢占电商及新零售赛道流量	11
4、 盈利预测与投资建议	12
5、 风险提示	12
附： 财务预测摘要	13

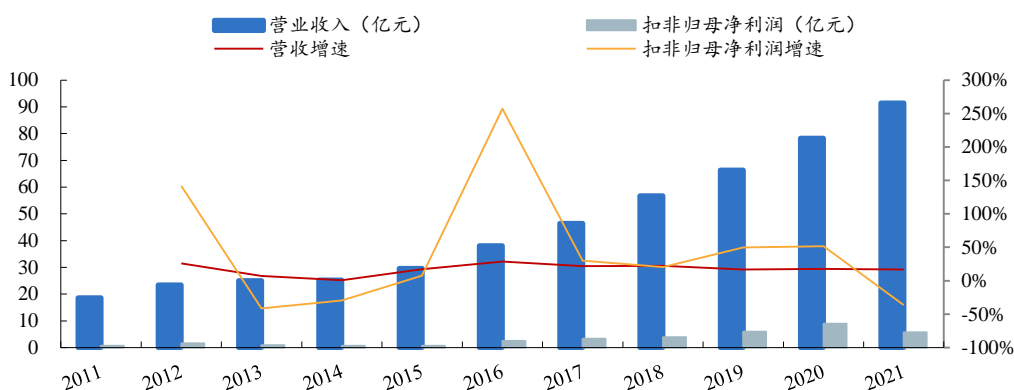
图表目录

图 1： 2021 年公司营收稳健增长、 利润端承压	3
图 2： 2022Q1 营收增速由正转负	3
图 3： 近四季度归母净利增速逐季下降	3
图 4： 我们测算纸价/采购浆价每变动 1%对生活用纸毛利率影响 0.63pct/0.35pct.....	4
图 5： 2021Q2-2022Q1 毛利率的持续下滑拖累整体盈利	4
图 6： 2021 年及 2022Q1 纸浆价格震荡于高位区间	4
图 7： 能源成本压力长期看可逐步缓解	4
图 8： 纸浆成本上涨致生活用纸行业盈利承压	5
图 9： 当前公司估值处于历史估值低位	6
图 10： 新管理团队对公司的管理更为精细化	7
图 11： 2021 年行业新增产能较多拉低整体产能利用率	9
图 12： 2021 年生活用纸消费量同比增速变负	9
图 13： 2020 年行业集中度 CR4 市占率下滑	10
图 14： 2016-2021 中顺洁柔生活用品增速高于维达国际、 恒安国际	10
图 15： 中顺洁柔和维达国际收入主要来自生活用纸	10
图 16： 行业电商渠道收入占比提升较快	10
表 1： 纸浆供应面多发事件扰动价格持续高位	5
表 2： 未来 2-3 年全球纸浆产能预计陆续投放	6
表 3： 邓氏家族退居管理二线， “去家族化”管理进一步体现	7
表 4： 2022 年生活用纸新增产能预计 40 万吨较 2021 年（新增 218 万吨）有所收缩	9

1、业绩短期承压，利润拐点将至

公司业绩短期承压，近四季度扣非归母净利润增速为负并持续下降。2021年公司实现营业收入 91.50 亿元，同比+16.95%；实现归母净利润 5.81 亿元，同比-35.85%。2022Q1 公司实现收入 18.84 亿元，同比-10.36%；归母净利润 1.33 亿元，同比-50.82%。2016-2021 年营业收入保持稳健增长，年均复合增速达到 19.16%。扣非归母净利润近五年呈先升后降趋势，由 2020 年 8.92 亿元降至 2021 年 5.68 亿元。2021 年扣非归母净利润增速由正转负，降至-36.3%。

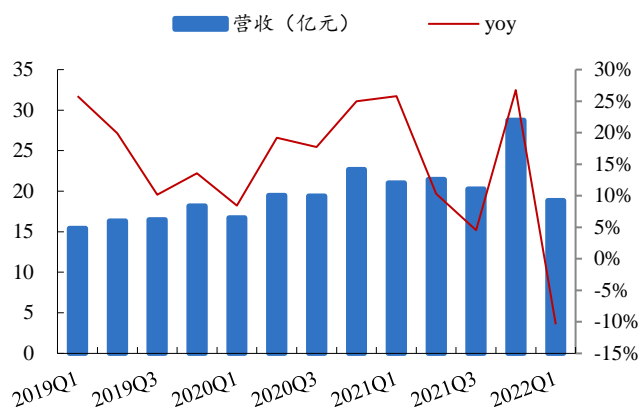
图1：2021 年公司营收稳健增长、利润端承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

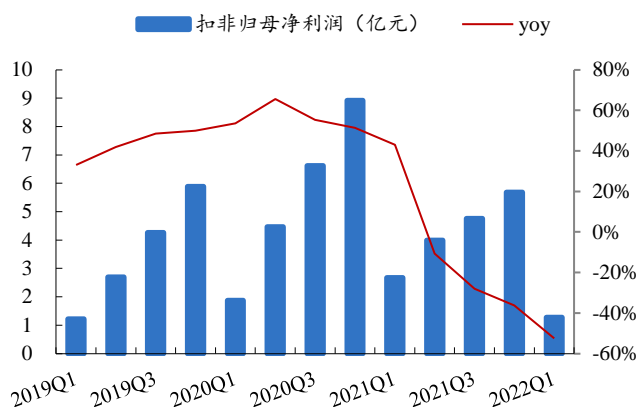
分季度看收入端：公司 2022Q1 收入增速首次出现负增长，增速降至-10.4%。主要原因为（1）2021Q3-2021Q4 受成本端持续上涨影响，公司自 2021Q4 开始向下游释放提价信息，并于 2022Q1 进入提价阶段，提价对销量有一定的影响；（2）疫情导致 2022Q1 线上销量下滑。公司华东区域线上销售占比较大，3 月上海疫情外加 2 月东北疫情导致总销量下滑。利润端：公司自 2021Q2 扣非归母净利润持续处于负增长状态，2022Q1 增速低至-52.5%。扣非归母净利润走低主要原因是纸浆及能源成本双重上涨下带来的毛利率持续下滑。

图2：2022Q1 营收增速由正转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近四季度归母净利增速逐季下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为短期内公司成本压力会逐步缓解，利润拐点将至。（1）能源成本方面：动力煤价格自 2021 年 3 季度高位后已开始逐步回落，在国家发改委保供方针下预计

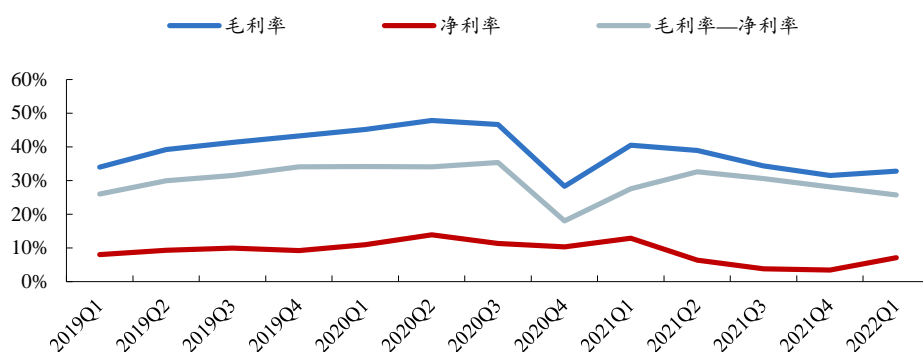
会延续回落态势至合理价位区间。(2) 纸浆方面：公司生活用纸成本中 40%-60%是木浆，因此毛利率受纸浆价格影响较大。根据我们测算的敏感性分析，浆价每变动 1%会影响公司生活用纸毛利率变动 0.35pct，纸价每变动 1%会影响公司生活用纸毛利率变动 0.63pct。

图4：我们测算纸价/采购浆价每变动 1%对生活用纸毛利率影响 0.63pct/0.35pct

		纸价变动									
		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%	
浆价变动	8%	25.2%	27.7%	30.2%	32.2%	34.2%	36.1%	37.9%	39.6%	41.3%	
	6%	26.0%	28.5%	30.9%	32.9%	34.9%	36.8%	38.6%	40.3%	41.9%	
	4%	26.8%	29.2%	31.5%	33.6%	35.6%	37.5%	39.2%	40.9%	42.5%	
	2%	27.6%	30.0%	32.2%	34.3%	36.3%	38.1%	39.9%	41.6%	43.1%	
	0%	28.4%	30.8%	33.0%	35.0%	37.0%	38.8%	40.6%	42.2%	43.7%	
	-2%	29.2%	31.5%	33.7%	35.8%	37.7%	39.5%	41.2%	42.8%	44.4%	
	-4%	30.0%	32.3%	34.4%	36.5%	38.4%	40.2%	41.9%	43.5%	45.0%	
	-6%	30.8%	33.0%	35.2%	37.2%	39.1%	40.8%	42.5%	44.1%	45.6%	
	-8%	31.5%	33.8%	35.9%	37.9%	39.8%	41.5%	43.2%	44.7%	46.2%	

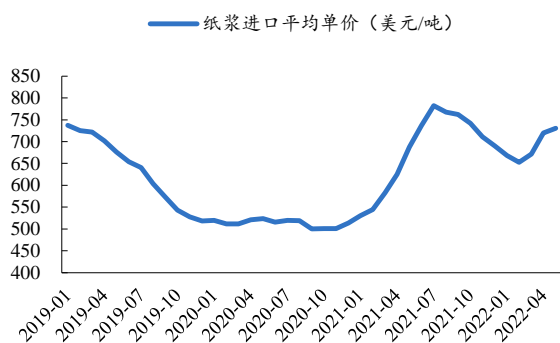
数据来源：开源证券研究所 注：假设公司纸浆成本在总成本中比重为 55%，这里的纸价是以生活用纸成品单价计算，单位为元/箱。

图5：2021Q2-2022Q1 毛利率的持续下滑拖累整体盈利



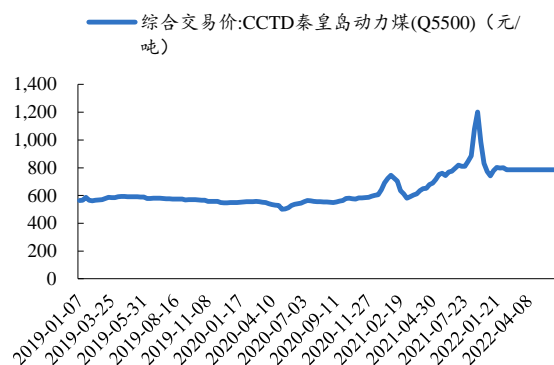
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年及 2022Q1 纸浆价格震荡于高位区间



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图7：能源成本压力长期看可逐步缓解



数据来源：Wind、开源证券研究所

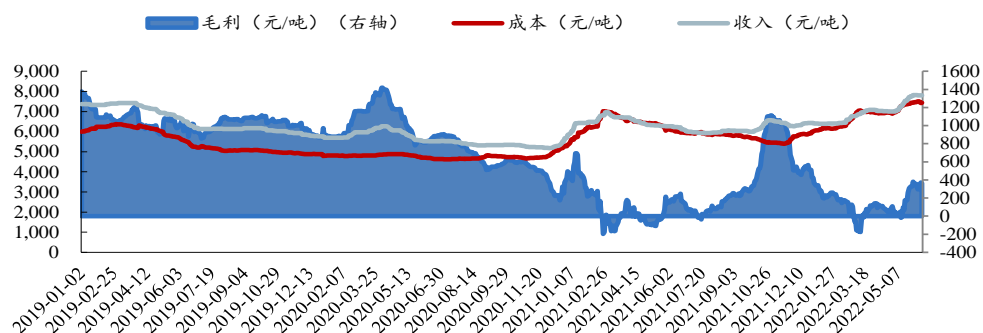
我们认为此轮纸浆价格上涨主要受供应面推动所致。根据中国造纸工业协会统计的数据，我国纸浆市场 60%以上依赖进口，受国外多发事件及国内疫情对物流运输的影响，纸浆价格持续高位。影响全球纸浆价格的主要原因有：（1）受俄乌冲突影响，俄罗斯伊利姆集团暂停对中国供应漂白针叶浆，恢复时间暂无明确消息，根据包装地带统计的数据，2021 年我国纸浆总进口量中约 12%来自俄罗斯伊利姆集团；（2）欧洲木材供应也受俄乌冲突升级影响，俄罗斯对欧洲木材供应基本处于停滞状态。此外，芬兰歇工 2022 年 1 月至 2022 年 4 月持续 4 个月左右、UPM 浆厂和纸厂连锁性停工事件均导致浆价上涨。

表1：纸浆供应面多发事件扰动价格持续高位

时间	事件
2021.11	加拿大供应链物流原因,码头开始收取拥堵费,以及公路及铁路运输中断导致额外运输成本增加,PaperExcellence2021 年 11 月 29 日开始在现有报价基础上加收 20 美元/吨的附加费。
2021.12	由于 BC 运输中断,Canfor 将减少 NorthwoodPulp 至少两周的针叶浆生产和 TaylorPulp 至少四周的化机浆生产来降低库存压力。后期 TaylorPulp 延长检修时间陆续公布,合计延长 12 周。
2022.1	芬兰造纸工人工会已向芬欧汇川发布了歇工公告,宣布对芬欧汇川即将到期的造纸业集体协议下的所有工作进行歇工。工厂的歇工自 2022 年 1 月 1 日开始,期间不断延期。4 月 22 日新的和解协议达成。
2022.3	受俄乌冲突影响,Ilm 旗下 Ust-Ilimsk 工厂暂停向中国市场供应漂白针叶浆,恢复供应时间待定。Ust-Ilimsk 目前拥有 3 条浆线,前期有 4 万-4.5 万吨/月的漂白针叶浆销往中国,该工厂约占中国纸浆供应总量的 12%。
2022.3	芬兰 Finnpulp 放弃了其在芬兰东部库奥皮奥的新纸浆厂项目。前期该公司预计投资总成本在 16 亿欧元,2022 年 3 月计划建设年产 120 万吨针叶浆及生物精炼厂。
2022.5	智利卡车司机发起罢工,影响 CMPC 约 1 万吨产量。作为阶段性的罢工事件,很快会得到解决,无需担心它对纸浆连续供应的影响。

资料来源：卓创资讯、包装地带、开源证券研究所

纸浆上涨拖累行业整体盈利。造纸行业 2019 年-2020 年行业吨毛利处于 173.42~1418.37 元/吨，而自 2020 年 4 月行业吨毛利开始逐渐下滑，外加自 2021 年初开始纸浆价格持续上涨并保持在高位震荡，行业吨毛利持续跌至盈亏平衡点附近。2021 年下半年随着纸浆价格的阶段性下行，行业盈利短暂回暖，但随后纸浆价格的继续上涨导致行业盈利再度回落至盈亏平衡点附近。

图8：纸浆成本上涨致生活用纸行业盈利承压


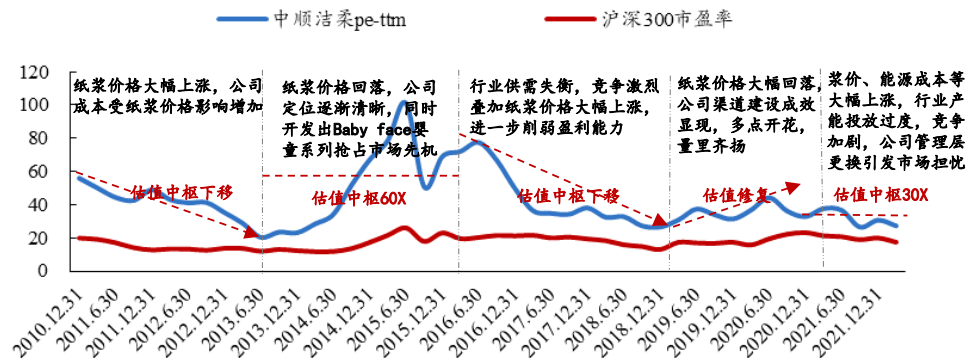
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

未来伴随新增木浆产能落地和供应端扰动减弱，浆价或有望在下半年回落，依据纸浆成本对利润的敏感性分析，浆价回落公司盈利能力也会边际改善。木浆的进口主要来自巴西，加拿大，印尼等地方，同时集中度较高决定了木浆产能的投放力度。通过梳理全球纸浆巨头公告披露的拟投放产能，未来 2-3 年全球纸浆产能预计陆续投放，在下游纸厂产能投放速度不及纸浆投放速度情况下，预计全球纸浆供需将得到有效缓解，从而提升纸业盈利水平。当前公司估值处于历史估值 18.3%分位数水平，估值偏低，未来随着生产成本的下降，公司利润率会得到修复，预期估值也会回升。

表2：未来 2-3 年全球纸浆产能预计陆续投放

年份	造纸企业	新增产能	预计投产时间
2022	智利 Arauco	156 万吨短纤维浆	延期至 2022 年 6 月
	巴拉圭 Paracel	150 万吨阔叶浆	2022 年第四季度
	乌拉圭 UPM	210 万吨漂桉浆	2022 年第四季度
2023	巴西 Euca Energy	210 万吨漂桉浆	2023 年第四季度
	瑞典 Stora Enso	40 万吨针叶浆	2023 年第四季度
2024	芬兰 Metsa Group	150 万吨阔叶浆及针叶浆	2023 年第三季度
	巴西 Suzano	220 万吨阔叶浆	2024 年下半年
	巴西 Eldorado	230 万吨短纤维纸浆	尚未确定

资料来源：Arauco、Paracel、UPM、中华纸业网、开源证券研究所

图9：当前公司估值处于历史估值低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、管理改革焕发新活力，中观压制因素逐步释放

2.1、换届迎来新管理团队，管理颗粒度大幅提升

2021 年年初公司多名高管变动，引发市场一些担忧。我们认为市场应合理看待公司此轮人事变动：（1）此次高管变动属于公司正常的三年换届；（2）是公司着力“去家族化”治理，进一步推进职业经理人制度体系的体现。此轮高管变动，除邓氏家族退居管理二线外，公司主要高管层变动有四人，离职人员分别为联席总裁戴振吉先生、副总裁周启超先生、刘金锋先生、叶龙方先生、邓雯曦女士，新入职的人员有刘鹏先生、张扬先生、李肇锦先生。新引入的人员中除刘鹏先生外，其他均为公司内部培养。目前公司各职能部门的第一负责人也为外聘，这是公司专注长远发展的重要战略考量。

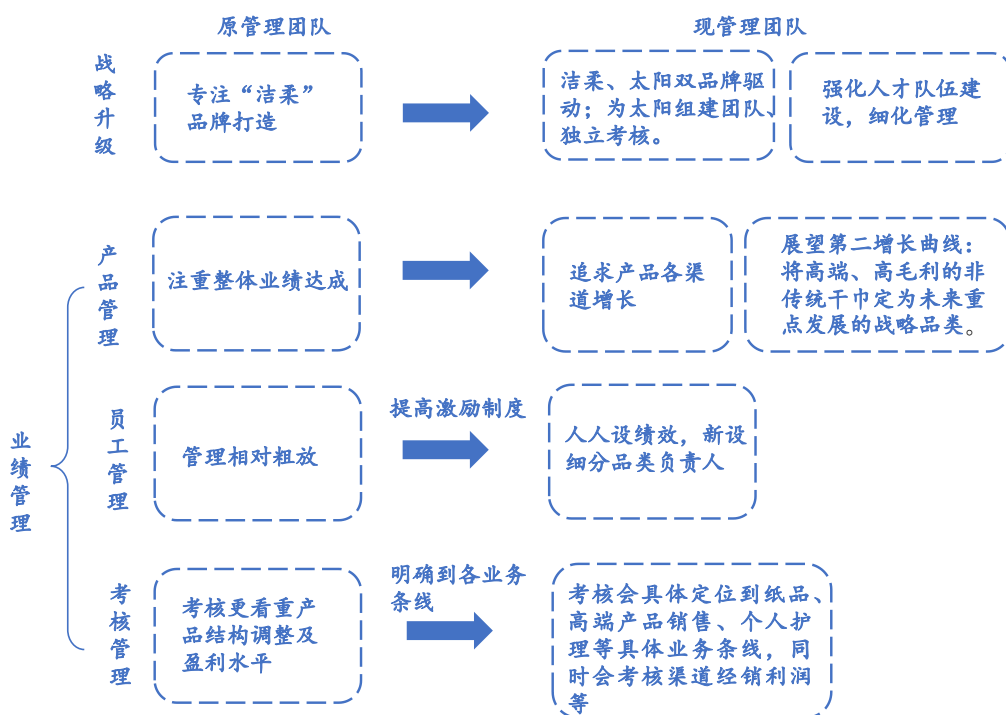
新管理团队优化了公司管理体系，使得各环节管理更为精细化。具体表现在

(1) 战略升级：重申“太阳”“洁柔”双品牌发展，全面布局高中低端市场。公司传统优势品牌“洁柔”以中高端市场为主，考虑双品牌市场定位不同，在不影响“洁柔”品牌发展前提下，公司为“太阳”品牌组建独立的运营团队，并设总部于广州，各环节包括生产、管理、营销、渠道、考核等均独立运行。“太阳”定位年轻化、高性价比，以社区团购为主，是公司布局中低端市场的有力补充；

(2) 产品管理：从以往注重整体业绩转变至关注产品业绩增速，把纸品、湿巾、健康精品、棉柔巾和消杀产品独立分开；

(3) 考核方面，更看重产品结构及盈利水平：对于高毛利产品设有专人负责，且对细分产品设有业绩考核指标，这样的考核制度也催化了公司高毛利产品占比的持续提升。另外在渠道考核上，也会注重考核渠道利润。

图10：新管理团队对公司的管理更为精细化



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：邓氏家族退居管理二线，“去家族化”管理进一步体现

姓名	职务	任职日期	背景履历
刘鹏	总裁	2021/3/22	本科，银行背景出身，先后在兴业银行江门分行，兴业银行中山分行担任行长职务。 2016年担任兴业银行江门分行行长，于2020.1调离江门分行 2019年2月-2020年5月担任兴业银行中山分行行长 2021年7月-2021年8月担任中顺洁柔股份有限公司代董事会秘书 2021年3月23日起担任中顺洁柔纸业股份有限公司总裁 2021年4月13日起担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事长
岳勇	副总裁	2019/7/9	1966年出生,中国国籍 1993-1999年任职中山市中顺纸业制造公司 1999-2001年担任中山市中顺纸业制造公司生产部经理 2001年至2006年担任成都天天纸业有限公司总经理

姓名	职务	任职日期	背景履历
			2005-2008 年担任中顺纸业制造有限公司副总经理 2008-2015 担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总经理、董事
李肇锦	副总裁	2021/4/12	1962 年 4 月出生，中国台湾人，MBA 学历 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 2019 年 11 月起任职于中顺洁柔纸业股份有限公司 2021 年 4 月 12 日担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁
张扬	副总裁	2021/7/12	2006 年至 2007 年 9 月任四川中顺销售经理 2007 年 10 月至 2014 年 6 月历任成都中顺销售经理、销售总经理、商贸总经理 2015 年 1 月至 2018 年 1 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总经理 2015 年 12 月至 2018 年 1 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事 2014 年 7 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司西南大区总经理 2021 年 7 月 12 日至今担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁
张海军	副总裁 / 董事会秘书	2021/8/23	1974 年出生，大学本科 1997 年至 2001 年在焦作煤业集团从事财务工作 2004 年至 2005 年，曾先后在中山市中顺纸业制造有限公司负责财务、审计工作 2006 年至 2008 年 11 月份担任中山市中顺纸业制造有限公司投资管理部总经理 2008 年 12 月至 2011 年 12 月任中顺洁柔纸业股份有限公司董事会秘书 2011 年 12 月至 2017 年 8 月任中顺洁柔纸业股份有限公司副总经理、董事会秘书 2012 年至 2018 年兼任广东富信科技股份有限公司中顺洁柔纸业股份有限公司独立董事，张海军先生现任中顺洁柔纸业股份有限公司采购副总监 2018 年 8 月 23 日任职中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁、董事会秘书
林天德	副总裁	2021/11/30	1980 年出生,中国国籍,大专学历 2003 年 3 月入职中顺洁柔纸业股份有限公司,历任中顺洁柔纸业股份有限公司工程部主管、项目经理、江门中顺总经理、中山中顺总经理、生产副总经理、生产总监、生产总经理 2020 年 3 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司技术中心总经理 2021.11.30 至今担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁
赵明	副总裁	2021/11/30	1978 年出生，大专学历，中国国籍 2005 年至 2019 年先后任职于恒安集团、蒙牛乳业、河南护理佳制品公司、泰盛集团 2019 年 9 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司华北战区总经理 2021.11.30 至今担任公司副总裁

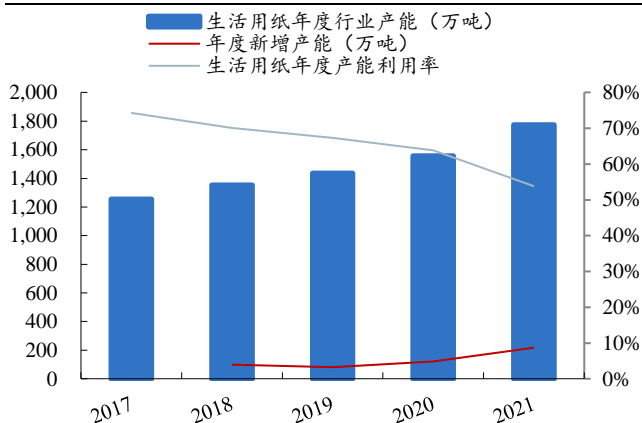
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、生活用纸供需失衡压力预计缓解，头部企业市占率有望上升

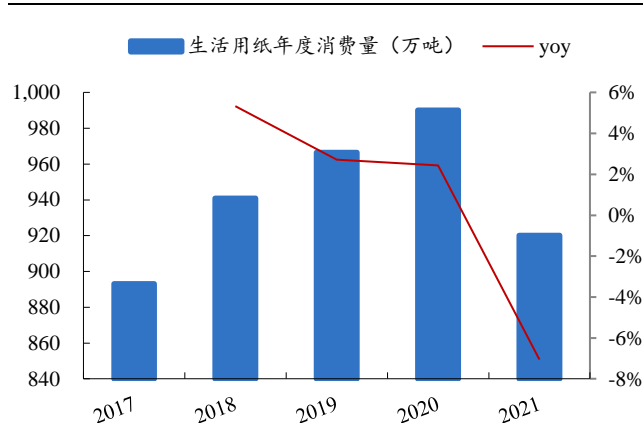
2021 年生活用纸行业新增产能为近 5 年来最多，外加需求下滑，供需失衡拉低行业整体产能利用率。根据卓创资讯统计的数据，我国生活用纸行业产能稳步上升，2017-2021 年 CAGR 为 9.1%。2020 年在产企业产能达到 1557 万吨，2021 年达到 1775 万吨，增速达 14%。生活用纸行业近五年国内新增产能持续上升，2021 年新增产能达 218 万吨，是 2020 年的 1.8 倍。截至 2021 年末，生活用纸 2021 年期间已达产的新增产能已经突破 190 万吨，为近五年最高。而从消费端来看，2017-2021 年生活用纸年度消费量呈先上升后下降趋势，需求增速趋缓。2021 年，因国际公共卫生事件的不稳定性依旧存在，叠加人口增长不及预期等均对生活用纸的需求增长产生一定制约。2020 年生活用纸消费量为近五年最高值达 990.1 万吨，随后 2021 年降低至 920.1 万吨，降幅为-7.1%。生活用纸行业产能的扩张叠加消费端的下滑导致行

业整体产能利用率下滑，由 2020 年的 63.8% 降至 2021 年的 53.9%。

短期行业新增产能大幅减少或缓解行业供需失衡的压力。根据卓创资讯统计的数据，短期行业新增产能仅联盛纸业及维达纸业（浙江）合计共 40 万吨的产能，相较以往年度新增产能大幅减少，预计会缓解当前行业的供需失衡压力。

图11：2021 年行业新增产能较多拉低整体产能利用率


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图12：2021 年生活用纸消费量同比增速变负


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

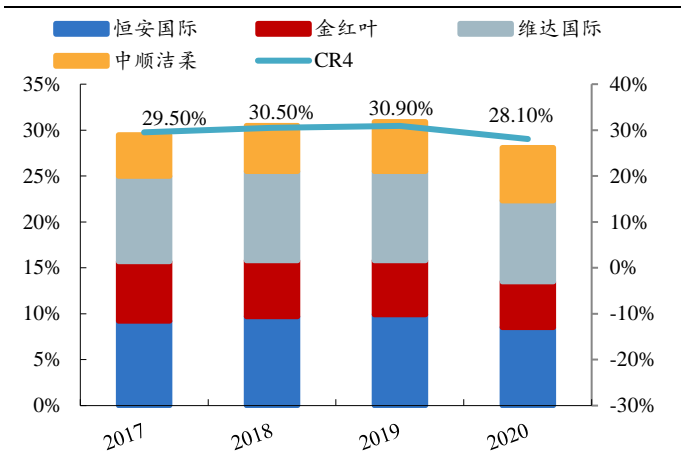
表4：2022 年生活用纸新增产能预计 40 万吨较 2021 年（新增 218 万吨）有所收缩

造纸企业	工艺	新增产能 (万吨/年)	预计投产时间
联盛纸业	喷浆工艺	30	2022/7/31
维达纸业（浙江）		10	2022/9

资料来源：卓创资讯、开源证券研究所

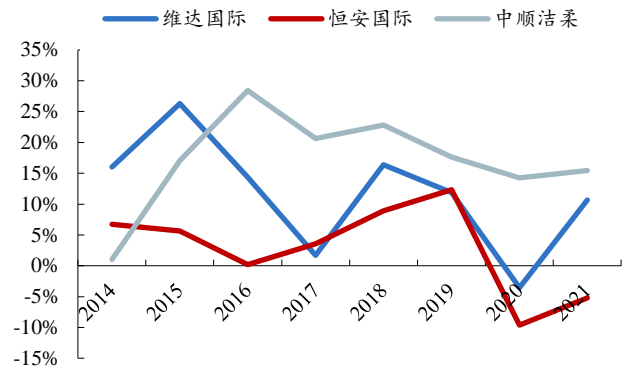
我国生活用纸的头部企业有 4 家，分别为恒安国际、维达国际、金红叶、中顺洁柔，除金红叶外，其他均已上市。近两年行业集中度下滑，我们认为行业集中度下滑的原因有：（1）恒安国际、金红叶近几年增长放缓。2021 年中顺洁柔的生活用纸业务占总营收的 99.1%，而维达国际占 83%，恒安国际则占 57.3%。恒安国际的生活用纸增速 2021 年降至 -5.2%，其战略重心已投向个护用品，原因是个护用品毛利率高于生活用纸。金红叶份额降低原因是在品质、产品包装、产品升级的速度落后中顺洁柔和维达国际，市场竞争力弱，且金红叶以纸浆贸易为主，生活用纸是附属业务并未视作发展重心。（2）新零售及电商渠道迅速发展催生了小品牌纸企。线下门店仍为消费者购买生活用纸的主要渠道，但随着电商渠道的兴起（电商渠道占比由 2011 年的 0.3% 提升至 2020 年的 16.9%），传统销售渠道零售占比逐渐下降，由 2011 年的 99.6% 降至 2020 年的 83%。区域性小品牌借线上电商渠道兴起，占据了部分市场份额。

图13: 2020 年行业集中度 CR4 市占率下滑



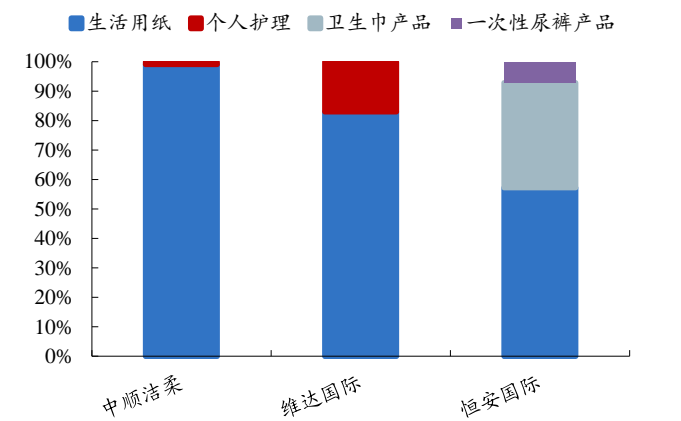
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图14: 2016-2021 中顺洁柔生活用品增速高于维达国际、恒安国际



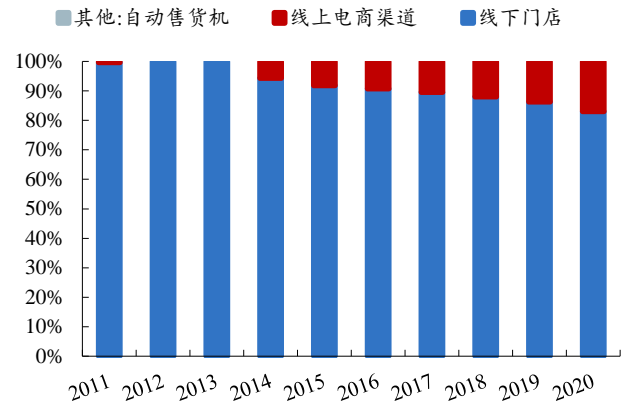
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图15: 中顺洁柔 and 维达国际收入主要来自生活用纸



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图16: 行业电商渠道收入占比提升较快



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

我们认为行业未来集中度会逐步提升, 基于以下原因: (1) 环测门槛上升加大中小纸企建厂难度, 部分纸企停产响应减排号召。造纸项目审批需要通过环境影响评价(环评)和能源技术评价(能评), 环保/能源配套设施建设能力较弱的中小产能达标压力较大。在环保方面存量造纸项目需要拿到排污许可证, 中小纸企往往无足够资金用于环保投入。(2) 纸浆价格提升挤压小企业利润空间, 行业未来或出现并购。自 2021 年 11 月以来, 浆板价格处于高位, 小企业因不具规模效应成本高居不下, 迫于生存压力选择减产或者停产, 而头部企业把控上游原材料资源缓解了原材料波动过大的压力。且未来随着环保门槛的抬升, 产能过剩有望出清部分低价产能, 头部企业可借机买入。(3) 维达国际、中顺洁柔强品牌力渠道力有助提升市场份额。从产品品质上, 维达国际和中顺洁柔产品创新性较强, 维达国际推出的立体美压花纸、Tempo 四层超韧纸和中顺洁柔的 LOTION 进口乳霜纸品质与毛利率双高, 高端品的销售占比上涨会推升企业的整体毛利率水平。

3、三维度助力业绩增长，收入破百亿门槛可期

3.1、产品提价方面：及时收缩促销力度，缓解成本上涨压力

公司设定一个较固定的产品核算价为锚，通过缩减促销力度提价。公司于2021Q4释放提价信息，2022年1月正式进入提价过程：以实际出厂价口径看，公司在4月、5月、6月均有提价变动，截至到6月上旬累计提价6-8个点。预计7-8月仍会有提价举措。纸巾产品具有低值刚需特点，消费者对价格的敏感度相对较低，提价可直接增厚公司收益，从利润端看在提价举措下2021Q4-2022Q1公司净利率由3.36%提升至7.07%。

3.2、产品结构方面：公司不断研发高毛利高品质产品以升级产品结构

公司不断研发新品如母婴产品、美妆产品、卫生巾、防疫产品等，以提升高端、高毛利产品的销售占比。具体来看，通过加大油画、Face、Lotion等高端、高毛利产品终端推广，精准的品牌营销策略结合多渠道销售布局，2022年产品结构优化效果明显，从收入占比看：高端产品占比由2021年的10%提升至2022Q1的20%，中端产品由2021年的40%提至2022Q1的45%，低端产品由2021年的50%降至2022Q1的35%。

把握传统卷纸，定位非传统干巾为第二增长点。传统卷纸是公司的根基，未来进一步强化传统纸巾、护理用品、健康精品的统筹管理。同时公司的第二增长曲线定位于非传统干巾，战略将高端、高毛利的非传统干巾定义为未来重点发展的品类。结合消费者需求，精准开发了酒精湿巾、卫生湿巾、洁面巾、压缩毛巾、一次性浴巾、漱口水、口罩等非传统干巾产品。公司在棉柔巾、卫生巾、厨房用纸、厨房湿巾等高毛利产品上加大投放力度，这些产品毛利率高于高端纸巾。

3.3、渠道建设方面：顺应行业发展趋势，抢占电商及新零售赛道流量

公司线上线下全面布局，铺设五大渠道：分别为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）。

(1) GT：作为公司传统优势渠道，是公司渠道战略布局的压舱石。公司不断扩大网络布局，不断下沉至全国近七成的县城，目前已到达近3000家经销商，高线下触达率是公司的护城河。GT渠道营收占比达35%，虽作为传统渠道增速放缓，但公司仍在持续地维护和开发。从网点铺设率来看，维达国际网点铺设率达到90%，中顺洁柔达到85%，金红叶约30%，恒安国际超40%。

(2) 电商渠道：增长迅速，逐渐成为主要渠道。公司从2015年开始建设和发展电商渠道，组建专门的电商团队运营，2021年电商渠道收入同比增速超过35%。

(3) 新零售渠道：基数低，增长迅速。新零售渠道包括抖音小程序、小红书和社区团购（包括到家业务）。社区团购业务有如下特点：一是消费群体定位老年人为主，对促销政策敏感度较高，公司当前战略是通过太阳品牌借助社区团购占领低端市场。二是除促销费用及价格折扣没有其他费用。新零售渠道在总营收中占比约5%，且同比增速较高。

(4) 商销：预计2022/2023年增速加快：2021年商销渠道占营收5%。2022年公司引进商销领域相关人才，有望为公司带来更多商销客户，且商销粘性较高，一

且展开合作业务会保持稳定，预计公司商销 2022/2023 增速有望进一步加快。

4、盈利预测与投资建议

受全球纸浆供应端的多发事件扰动影响，纸浆价格持续上涨并保持在高位震荡，外加行业产能前期投放过度引发的阶段性供需失衡，使得生活用纸企业盈利承压。站在当前时点，我们认为前期压制因素在逐步释放。考虑 2022H1 疫情及成本压力影响，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 5.82/6.52/7.26 亿元（前值为 6.01/6.83/8.34 亿元），对应 EPS 为 0.44/0.50/0.55 元，当前股价对应 PE 为 28.4/25.3/22.7 倍，公司作为生活用纸行业龙头企业，当前低估值叠加盈利修复，维持“买入”评级。

5、风险提示

- (1) 提价落地不及预期：依据我们的敏感性分析测算，公司每提价 1%，对利润率的影响是 0.63pct。所以如果提价不及预期，公司盈利可能也会低于预期。
- (2) 纸浆价格大幅上涨：造纸行业受原材料纸浆的价格影响较大，若原材料大幅上涨会导致企业成本承压，削弱整体盈利水平。
- (3) 行业竞争恶化：行业格局恶化会削弱行业整体盈利水平。中小品牌进入以低价促销迫使头部企业降价，拉低行业整体利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4040	3752	4652	5452	5737
现金	1125	875	1622	1784	1962
应收票据及应收账款	1052	1180	1260	1424	1528
其他应收款	16	12	18	15	22
预付账款	27	37	24	47	28
存货	1661	1468	1568	2000	2027
其他流动资产	159	181	161	181	170
非流动资产	3439	3771	3883	4013	4140
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2793	3129	3253	3388	3516
无形资产	169	168	169	172	177
其他非流动资产	477	473	462	453	447
资产总计	7478	7523	8535	9464	9877
流动负债	2285	2460	3020	3394	3196
短期借款	143	0	484	537	207
应付票据及应付账款	996	1164	1198	1396	1457
其他流动负债	1146	1296	1338	1461	1531
非流动负债	151	157	158	159	159
长期借款	0	0	2	2	2
其他非流动负债	151	157	157	157	157
负债合计	2436	2616	3178	3553	3354
少数股东权益	0	3	3	3	3
股本	1311	1312	1313	1313	1313
资本公积	907	941	941	941	941
留存收益	2920	3373	3866	4406	5006
归属母公司股东权益	5042	4904	5354	5908	6519
负债和股东权益	7478	7523	8535	9464	9877

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	828	1320	750	609	1046
净利润	906	581	582	651	726
折旧摊销	312	364	273	306	343
财务费用	-18	-7	-33	-31	-46
投资损失	-4	-0	-4	-2	-3
营运资金变动	-514	364	-69	-316	25
其他经营现金流	146	18	2	1	1
投资活动现金流	-382	-647	-383	-434	-469
资本支出	512	636	112	129	127
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	130	-11	-271	-305	-341
筹资活动现金流	-69	-919	-105	-66	-69
短期借款	128	-143	0	0	0
长期借款	-23	0	2	1	0
普通股增加	3	1	0	0	0
资本公积增加	146	34	0	0	0
其他筹资现金流	-324	-811	-107	-66	-69
现金净增加额	374	-252	263	109	509

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7824	9150	10000	11000	12100
营业成本	4591	5863	6410	7040	7744
营业税金及附加	56	66	69	76	85
营业费用	1545	1987	2200	2420	2662
管理费用	365	341	480	528	581
研发费用	190	212	220	242	266
财务费用	-18	-7	-33	-31	-46
资产减值损失	-16	-28	-20	-22	-24
其他收益	29	24	19	22	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	4	2	3
资产处置收益	-2	-0	-2	-1	-1
营业利润	1104	676	695	770	857
营业外收入	5	4	6	5	5
营业外支出	21	12	5	3	3
利润总额	1088	667	697	772	859
所得税	183	86	115	121	133
净利润	906	581	582	651	726
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	906	581	582	652	726
EBITDA	1375	1005	947	1058	1168
EPS(元)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	17.0	9.3	10.0	10.0
营业利润(%)	53.4	-38.8	2.9	10.8	11.2
归属于母公司净利润(%)	50.0	-35.9	0.1	12.0	11.4
获利能力					
毛利率(%)	41.3	35.9	35.9	36.0	36.0
净利率(%)	11.6	6.4	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	18.0	11.8	10.9	11.0	11.1
ROIC(%)	16.7	11.1	9.5	9.7	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	34.8	37.2	37.5	34.0
净负债比率(%)	-17.2	-15.4	-19.1	-19.2	-25.2
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.0	0.8	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	8.4	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.44	0.44	0.50	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.01	0.57	0.46	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.74	4.08	4.50	4.97
估值比率					
P/E	18.2	28.4	28.4	25.3	22.7
P/B	3.3	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	11.4	15.7	16.3	14.5	12.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn