

先破再立，再论生活纸投资机遇

2023 年 08 月 30 日

► **季度视角：顺周期预期叠加成本周期，大幅提升生活纸赔率。**1) 复盘过去，浆价下行后，生活纸行业进入盈利修复周期。毛利率拐点滞后于纸浆价格拐点 1-3 个季度，主要受到库存影响，本轮针叶浆/阔叶浆于 3 月底陆续降价，我们预计毛利率拐点或在 Q3 后逐步显现。对于生活纸生产环节，行业供需格局直接决定盈利；对于生活纸品牌环节，销售价格整体稳定，不过企业会动态调整销售费用率，消费信心决定结构性行情。2) 消费信心恢复叠加成本改善，看好生活纸品牌环节盈利触底向上。23Q2 行业利润率筑底，7 月后促销费、稳增长政策密集出台，看好消费者信心进入改善区间。3) 浆价持续低位，将拉大盈利扩张斜率。浆价自进入 2023 年后进入快速下行区间，2023 年 7 月 Arauco 针叶浆/阔叶浆报价分别为 680/515 美元/吨，距 2023 年浆价最高点下降 28.3%/39.1%，短期需求缺乏较强推动力，而浆价也已降至底部，我们判断浆价将持续在底部盘整。4) 生活用纸价格降至低位，成本改善带来 23Q3 盈利改善。截至 2023 年 7 月 21 号，生活用纸市场均价为 6450 元，同比减少 16.2%，当前价格已然维持 2 个半月，我们预计 23Q3 纸价持续以稳为主，下游纸企基本在 23Q2 消化完高价浆，成本改善背景下我们预计 23Q3 生活纸毛利率显著提升。

► **中期视角：必选品升级和龙头整合值得期待。**1) 多因素拉动需求回暖，行业格局持续优化。2021 年，我国生活用纸市场规模约为 1405 亿元，同增 15%，2008 年-2021 年 CAGR 为 9.96%，其中消费量/单价 CAGR 为 8.73%/1.11%。我国生活用纸人均消费量持续增长，对比发达国家和地区仍有较大提升空间。2) 四大集团强者恒强。第一梯队：维达国际、中顺洁柔、恒安国际、金红叶为全国性生活纸企，产品以中高档为主，2022 年 CR4 为 29.8%，但对比美国成熟市场 (CR3 为 66.7%) 仍有较大提升空间。3) 复盘日本生活用纸行业，经济下行阶段生活用纸量增带来消费增长。在经济下行周期中，2000-2022 年日本年户均卫生纸/面巾纸消费额从 2525/1902 日元提升至 3362/1960 日元，CAGR 为 1.31%/0.14%，户均面巾纸/卫生纸消费占总消费额的比例从 0.056%/0.075%提升至 0.067%/0.115%，户均消费额增加主要来自于量增，1992-2013 年日本生活用纸价格指数从 120.9 下滑至 81.4，下降 32.7%。量方面，1990-2015 年日本卫生纸年需求量从 137.9 万吨提升至 194.6 万吨，增长 41%。日本生活用纸竞争格局较为稳定，2022 年 CR3 为 59.6%且近年来波动不大。

► **投资建议：**短期来看，顺周期拉动生活用纸消费增长叠加纸浆价格下行的成本周期带来生活用纸盈利回暖；中长期来看，生活用纸需求持续增长、集中度持续提升、必选消费品持续升级，建议重点关注生活用纸第一梯队企业维达国际、中顺洁柔、恒安国际。

► **风险提示：**自然灾害等不可抗力因素导致浆企停产；下游消费恢复不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
3331.HK	维达国际	18.10	0.59	0.60	1.01	36	28	17	推荐
002511.SZ	中顺洁柔	10.35	0.26	0.33	0.60	39	32	17	推荐
1044.HK	恒安国际	29.65	1.66	2.35	2.75	23	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价；中顺洁柔股价、EPS 单位为元；维达国际股价、EPS 单位为港元；恒安国际股价单位为港元，EPS 单位为元；1HKD=0.93CNY)

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhao liang@mszq.com



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 1.家居行业点评报告：促家居消费政策全文发布，家居潜力释放值得期待-2023/07/19
- 2.“碳中和”事件点评：CCER 管理办法征求意见稿出台，明确政府对该领域主导地位-2023/07/08
- 3.家居行业系列报告四：信息化，家居远期竞争的胜负手-2023/07/05
- 4.“碳中和”事件点评：CCER 放开的前夜-2023/07/02
- 5.轻工行业 2023 年中期策略报告：复苏的路上，变与不变-2023/06/29

目录

写在前面的话	3
1 季度维度：顺周期预期叠加成本周期，生活纸或进入 3 个季度盈利环比改善	5
1.1 复盘：浆价下行后，生活纸行业进入盈利修复周期	5
1.2 消费信心恢复叠加成本改善，看好生活纸品牌环节盈利触底向上	8
2 中期视角：必选品升级和龙头整合值得期待	12
2.1 多因素拉动需求回暖，行业格局持续优化	12
2.2 行业格局：四大集团强者恒强，集中度持续提升	15
2.3 复盘日本生活用纸行业，经济下行阶段生活用纸量增带来消费增长	18
3 公司：新渠道持续发力、高端化稳定推进	25
3.1 维达国际：乘网购东风，维达一路加速前进	25
3.2 中顺洁柔：多元渠道销售，五大渠道齐头并进	30
3.3 恒安国际：高端产品蓬勃发展	37
4 投资建议	39
4.1 行业投资建议	39
4.2 重点公司	39
5 风险提示	43
插图目录	47
表格目录	48

写在前面的话

当前时点生活纸处于弱现实&弱预期区间，**业绩端**：维达国际/中顺洁柔 23Q2 净利率 1.59%/-0.19%，为历史底部。**估值端**：维达国际/中顺洁柔/恒安国际 PS-TTM 分别为 1.06/1.63/1.32（23 年 8 月 18 日），亦处于历史低位区间。在景气度和预期较弱的背景下，行业基本面正悄然变化。**短久期关注顺周期预期中嵌套成本弹性**：1) 需求：23Q2 生活纸类似于其他消费品，需求端显著承压，后续伴随经济刺激政策陆续落地叠加行业旺季到来，景气向上的确定性较强，而斜率需关注政策端的力度；2) 成本：横向比较生活纸和其他消费品，生活纸成本变化较为突出，原材料阔叶浆价格 Q2 环比下降近 40%，且考虑库存的影响预计在 Q3 逐步反映到业绩中；**中期关注生活纸品类作为必选消费品，具有持续升级的潜力**：我们复盘日本 90 年代后经济下行周期，生活纸依然维持正增长状态（2000-2022 年户均卫生纸消费额 CAGR 为 1.31%，反观户均总消费额 CAGR 为-0.64%）；对于行业龙头，通过品类拓展&海外市场扩张，具有显著超额收益。**本篇报告我们基于历史维度，着重研究**：1) 过去 10 年浆价下行周期中，国内生活纸利润兑现节奏和估值表现；2) 复盘日本生活纸在 90 年代后发展轨迹，探讨头部生活纸企长期价值。

图1：维达国际 PS-Bands（收盘价单位：港元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：截止日期为 2023 年 8 月 18 日

图2：中顺洁柔 PS-Bands（收盘价单位：元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：截止日期为 2023 年 8 月 18 日

图3：恒安国际 PS-Bands (收盘价单位：港元)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：截止日期为 2023 年 8 月 18 日

1 季度维度：顺周期预期叠加成本周期，生活纸或进入 3 个季度盈利环比改善

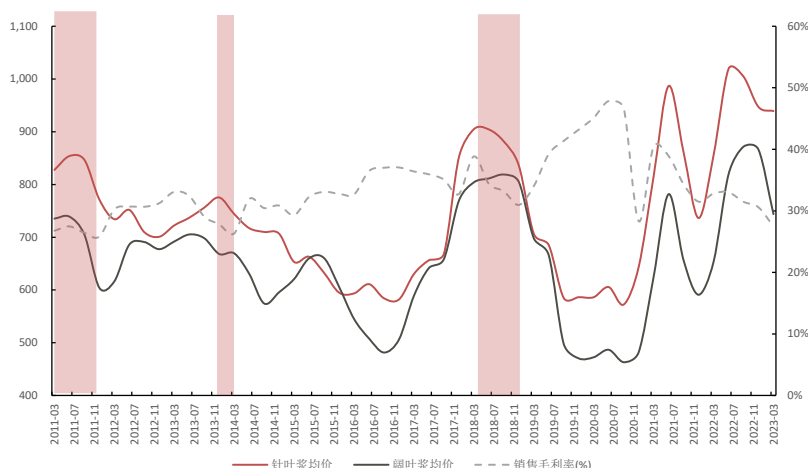
1.1 复盘：浆价下行后，生活纸行业进入盈利修复周期

毛利率：拐点滞后于纸浆价格拐点 1-3 个季度：我们选取中顺洁柔于 2014~2015 年、2016~2017 年、2019~2021 年三个浆价变化的窗口进行复盘：

- 2011 年浆价顶出现在 2011Q2，针/阔叶浆均价分别为：854/739 美元/吨；中顺洁柔盈利拐点滞后浆价拐点 2 个季度至 2011Q4，**11Q4 公司毛利率创阶段性新低至 26%，其后三个季度分别为 30%/31%/31%；**
- 2013 年浆价顶出现在 2013Q4，针叶/阔叶浆均价分别为：775/668 美元/吨；中顺洁柔盈利拐点滞后浆价拐点 1 个季度至 2014Q1 季度，**14Q1 公司毛利率创阶段性新低至 26%，其后三个季度分别为 32%/30%/31%；**
- 2018 年浆价顶出现在 2018Q2，针叶/阔叶浆均价分别为：904/811 美元/吨；中顺洁柔盈利拐点滞后浆价拐点 2 个季度至 2018Q4 季度，**18Q4 公司毛利率创阶段性新低至 31%，其后三个季度分别为 34%/39%/41%；**

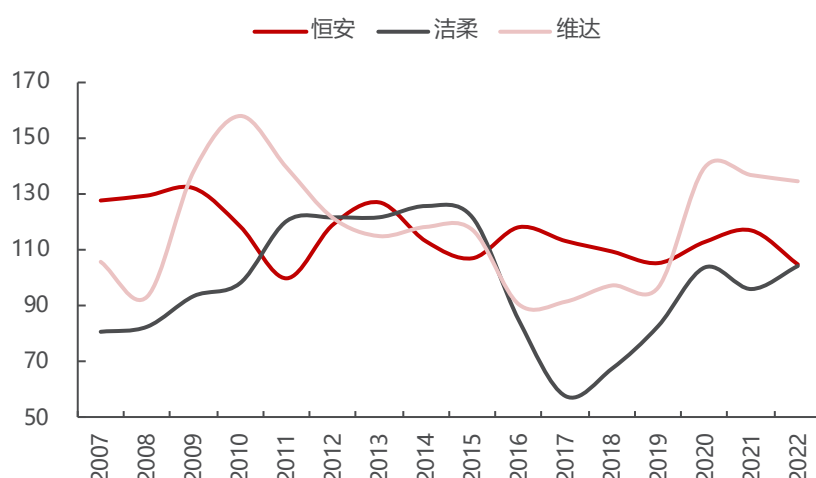
从节奏上看，生活纸企业毛利率拐点会滞后于纸浆价格拐点 3-4 个月，主要受到库存影响，参考 2022 年报，恒安国际/维达国际/中顺洁柔存货周转天数分别为 117/135/104 天，本轮针叶浆/阔叶浆于 3 月底陆续降价，我们预计生活纸企业毛利率拐点或在 23Q3 后逐步显现。

图4：针叶浆/阔叶浆均价（美元/吨）及中顺洁柔销售毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

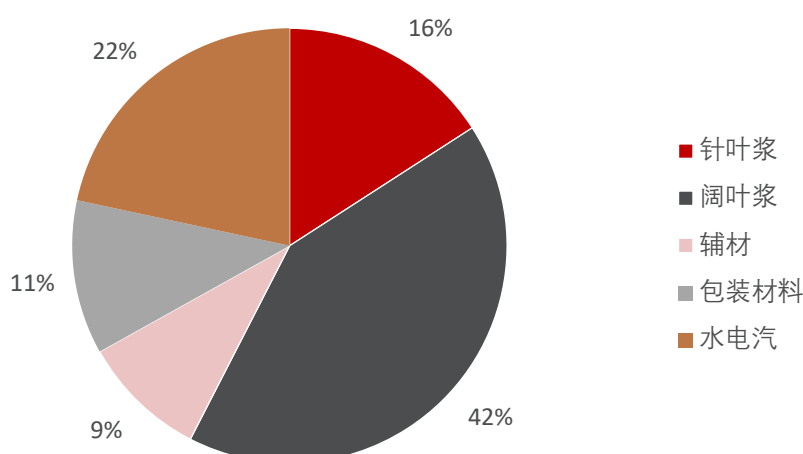
图5：主要生活用纸企业库存周转天数（天）



资料来源：wind，民生证券研究院

纸浆成本约占生活纸总成本 60%，其中阔叶浆用量占总纸浆用量的 75%。纸浆为生活用纸最大成本项，根据中顺洁柔招股说明书，纸浆成本约占总成本 60%，按照当年针叶浆与阔叶浆价格计算，阔叶浆/针叶浆成本占总成本的 42%/16%，另外还有辅材(包括湿强剂、清洗剂、胶黏剂等)占比 9%左右，包装材料占比 12%，其他水电汽费用占比 22%。

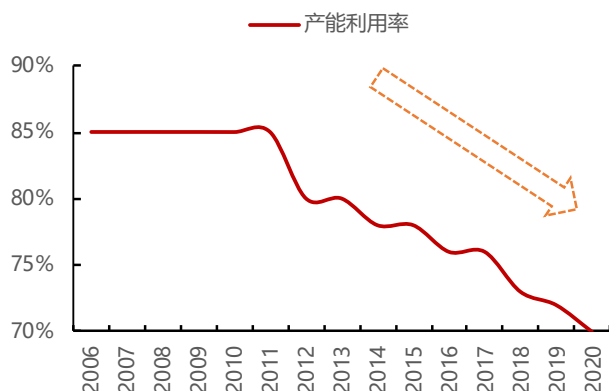
图6：中顺洁柔生产成本构成（2010H1）



资料来源：中顺洁柔招股说明书，民生证券研究院

毛销差：供需格局恶化导致生产环节利润率承压；消费升级趋势下品牌商利润率上行。2006-2011 年行业产能扩张 238.61 万吨至 684.85 万吨，不过伴随需求

快速增长（期间消费量 CAGR 达 14.74%），产能利用率维持在 85% 的较高水平；2011-2020 年行业大规模扩产 929.15 万吨至 1614 万吨（CAGR 达 10%），期间需求出现一定降速，导致产能利用率从 2010 年的 85% 降至 2020 年 70%。对于生活纸生产环节（主要产成品是大轴纸）：行业供需格局直接决定盈利；参考景兴纸业，2015-2022 年间生活用纸毛利率维持在 2%-13% 的较低区间。对于生活纸品牌环节：销售价格整体稳定，不过企业会动态调整销售费用率，消费信心决定结构性行情。例如在 2018-2020 年浆价下行周期中，虽然行业产能利用率持续下行，不过考虑到消费信心处于较高水平，品牌和渠道成为致胜关键。参考 16-20 年，虽然行业大量扩产，但头部品牌通过差异化产品、持续营销品牌投入，集中度亦逐步提升；反观 2015 年受制于消费信心扰动，行业从拼产品进入拼价格阶段，部分白牌或者性价比类产品，获得较高青睐。

图7：生活纸行业产能利用率


资料来源：wind，民生证券研究院

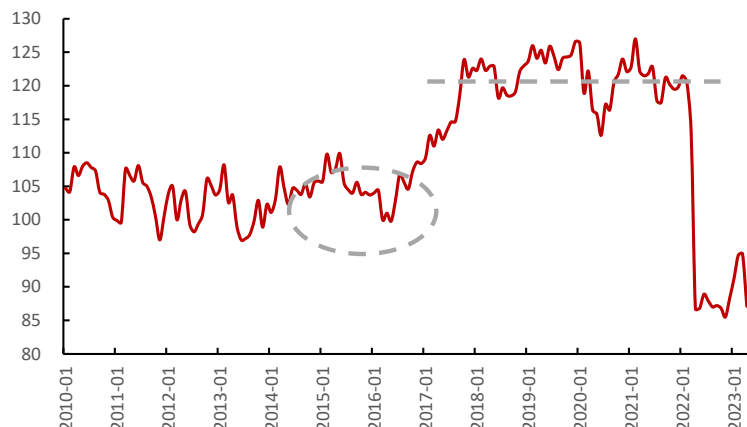
图8：景兴纸业生活用纸毛利率


资料来源：景兴纸业公告，民生证券研究院

图9：中顺洁柔销售毛利率/销售费用率及毛销差


资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

图10：我国消费者信心指数



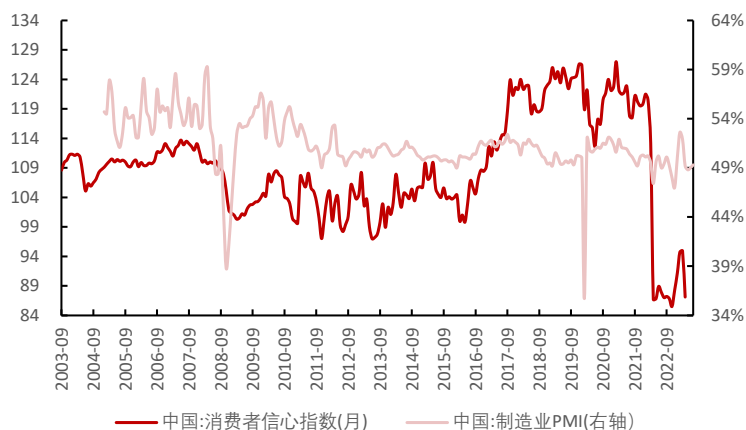
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 消费信心恢复叠加成本改善，看好生活纸品牌环节盈利触底向上

二季度行业利润率筑底。维达国际 23Q2 实现收入 51 亿港元，同比下降 0.3%；实现净利润 0.8 亿港元，同比下降 72.5%。中顺洁柔 23Q2 实现归母净利润-0.05 亿元，同比下降 105.25%，实现归母净利率-0.19%，为 2010 年以来首次亏损。

消费信心伴随制造恢复而改善。居民部门消费信心指数回暖通常滞后于企业部门，后续伴随政策发力下的生产端改善，消费环节亦将进入改善区间。进入 7 月后促销费、稳增长政策密集出台，如：《关于恢复和扩大消费的措施》、《支持协调发展税费优惠政策指引》等，后续实质性政策仍值得持续期待，看好消费者信心进入改善区间。

图11：我国消费者信心指数及制造业 PMI



— 中国:消费者信心指数(月) — 中国:制造业PMI(右轴)

资料来源：wind，民生证券研究院

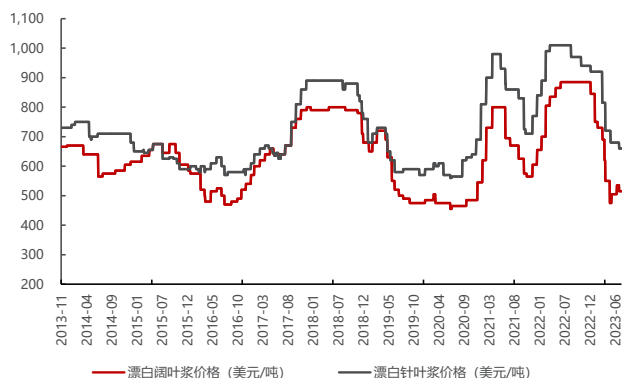
表1：我国近期发布众多促销费、稳增长政策

时间	发文机构	政策	重要内容
23.7.31	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	稳定大宗消费，扩大服务消费，促进农村消费，拓展新型消费，完善消费设施，优化消费环境
23.7.25	国家税务总局	《支持协调发展税费优惠政策指引》	梳理形成了涵盖 216 项支持协调发展的税费优惠政策指引，深入贯彻落实协调发展理念，增强发展的平衡性、包容性、可持续性，促进各区域各领域各方面协同配合、均衡一体发展
23.7.24	国家发改委	《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》	从明确工作目标、聚焦重点领域、健全保障机制、营造良好环境等 4 方面提出 17 项工作措施，努力实现促进民间投资发展各项工作目标
23.7.21	国家发展改革委、商务部等部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	优化汽车限购管理政策；支持老旧汽车更新消费；加快培育二手车市场；加强新能源汽车配套设施建设；着力提升农村电网承载能力；降低新能源汽车购置使用成本；推动公共领域增加新能源汽车采购数量；加强汽车消费金融服务；鼓励汽车企业开发经济实用车型；持续缓解停车难停车乱问题
23.7.21	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措；优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造；多渠道筹资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求；积极创新改造模式，鼓励支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营
23.7.18	商务部等 13 部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	完善绿色供应链；创新培育智能消费；提高家居适老化水平；推动业态模式创新发展；支持旧房装修；开展促消费活动；发展社区便民服务并改善废旧物资回收网络；规范市场秩序；加强政策支持
23.7.14	国务院	《关于促进民营经济发展壮大的意见》	加快营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，优化民营经济发展环境，加大对民营经济政策支持力度，引导民营企业通过自身改革发展、合规经营、转型升级不断提升发展质量，持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围

资料来源：国务院，发改委，商务部，国家税务总局，民生证券研究院

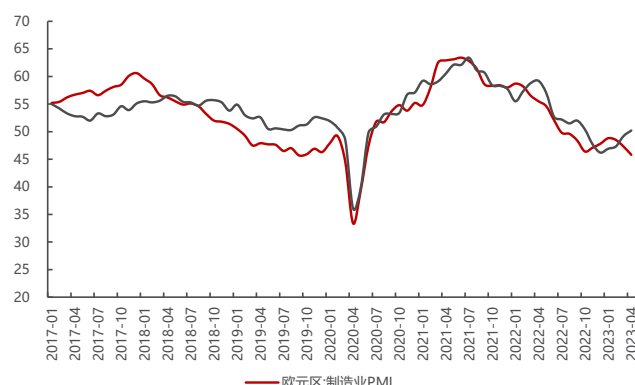
海外需求疲软叠加产能投放，浆价降至历史低位。根据 Wind 数据，2023 年针叶浆/阔叶浆价格最高达到 920/845 美元/吨，针叶浆/阔叶浆价格自进入 2023 年后进入快速下行区间，2023 年 7 月 Arauco 针叶浆/阔叶浆报价分别为 660/515 美元/吨，距 23 年浆价最高点分别下降 28.3%/39.1%，处于历史接近底部水平。主因 1) 生产端：Arauco 156 万吨以及 UPM 210 万吨阔叶浆产能投产；2) 需求端：2023 年 6 月美国/欧元区制造业 PMI 分别为 46.3/43.4，环比分别下降 2.1/1.4pct。目前阔叶浆价格处于近 10 年 21.6%分位值。

图12：针叶浆/阔叶浆价格



资料来源：wind，民生证券研究院

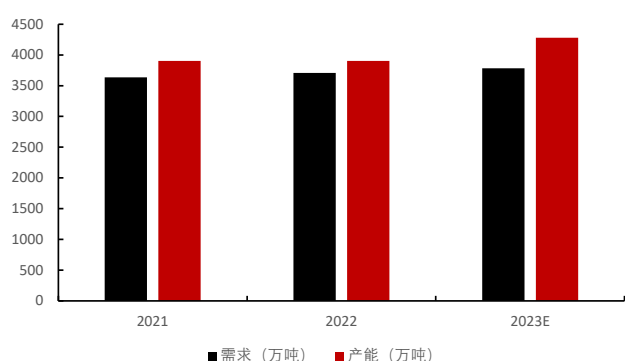
图13：美国/欧元区 PMI



资料来源：wind，民生证券研究院

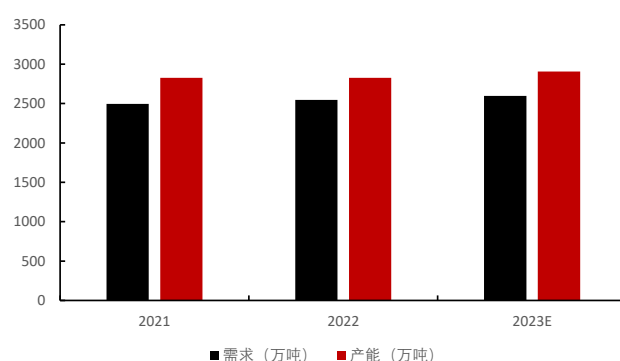
木浆产能脉冲式投放，浆价或持续处于筑底状态。2021-2023 年全球商品阔叶浆产能分别为 3903.5/3903.5/4279.5 万吨，需求分别为 3634.4/3707.1/3781.2 万吨；2021-2023 年全球商品针叶浆产能分别为 2825.5/2825.5/2905.5 万吨，需求分别为 2496.6/2546.5/2597.5 万吨。随着 Arauco 以及 UPM 合计 366 万吨的阔叶浆产能(约占阔叶浆总产能 9%)在 23Q1 投放，以及芬林芬宝预计将在 23H2 投产阔叶浆/针叶浆产能 10/80 万吨，虽然海内外需求正缓慢恢复，但木浆产能脉冲式投放，叠加海外罢工终将结束，供需差不断加大，浆价上行压力较大，我们判断浆价将持续在底部盘整。

图14：全球阔叶浆需求



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：全球针叶浆需求



资料来源：wind，民生证券研究院

表2：纸浆扩产计划

企业	浆种	产能 (万吨)	投产时间
Arauco	阔叶浆	156	23Q1
UPM	阔叶浆	210	23Q1
芬林芬宝	阔叶浆	10	23H2
	针叶浆	80	23H2

资料来源：钢联数据，中华纸业传媒，民生证券研究院

加权平均法核算成本，浆价下行约滞后一个季度传导至洁柔利润端。由于库存周期问题，我国生活用纸企业使用的纸浆为一个季度之前的纸浆，即浆价的下跌需要一个季度后才能传导至利润端带来利好。23 年 1 月起浆价持续下跌，23Q1-Q2（对应 23Q2-Q3 纸浆成本）漂白阔叶浆均价分别为 5268/3761 元/吨，环比-16%/-29%。

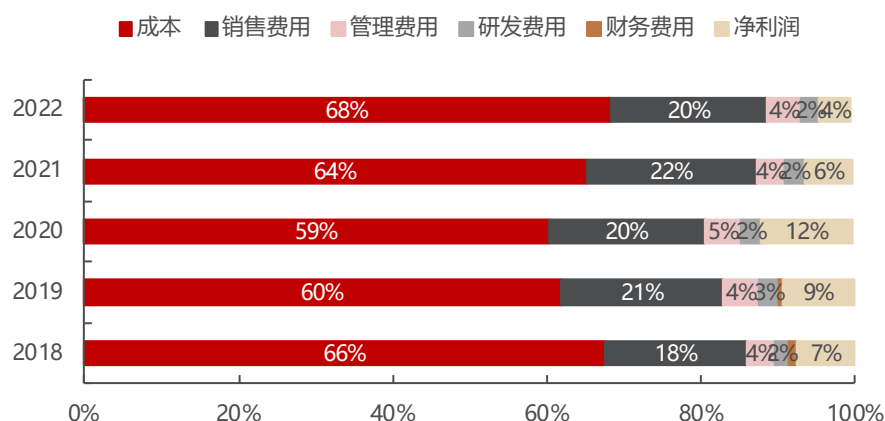
表3：生活用纸企业纸浆成本测算

	实际使用浆价（元/吨）	环比变化
23Q1	6,276.07	
23Q2	5,267.50	-16%
23Q3	3,761.25	-29%

资料来源：钢联数据，wind，民生证券研究院测算

注：1.由于库存问题，当季度纸浆成本价为上季度平均浆价，如 23Q1 纸浆成本价为 2022 年 10-12 月平均浆价；2.浆价单位为美元/吨，采用上季度平均汇率换算为元/吨。

图16：中顺洁柔成本费用拆分



资料来源：同花顺，民生证券研究院

纸浆弹性测算：假设除纸浆外原材料成本、公司其他费用不变的情况下，浆价下降 10%/20%/30%，洁柔毛利率在 23Q1 的基础上提升 4.17/7.91/11.15pct。

表4：中顺洁柔毛利率纸浆价格敏感性分析

木浆成本变动	-60%	-50%	-40%	-30%	-20%	-15%	-10%	0%	10%	20%	30%
木浆成本占比	38%	43%	47%	51%	55%	56%	57%	60%	62%	64%	66%
木浆价格变动引发的总成本变化率	-23%	-21%	-19%	-15%	-11%	-8%	-6%	0%	6%	13%	20%
毛利率	44%	43%	41%	39%	35%	34%	32%	27%	23%	18%	13%
毛利率变动 (pct)	16.32	15.54	13.74	11.15	7.91	6.10	4.17	-0.00	-4.52	-9.33	-14.39

资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院测算

注：1.基于中顺洁柔 23Q1 毛利率 27.46%测算；

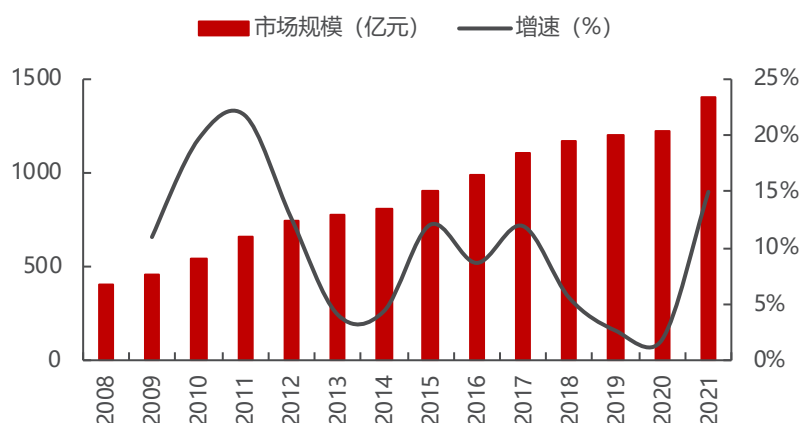
2.中顺洁柔披露纸浆占其成本的 40-60%，由于 23Q1 使用的是 22Q4 高价浆，假设 23Q1 纸浆占成本比重 60%。

2 中期视角：必选品升级和龙头整合值得期待

2.1 多因素拉动需求回暖，行业格局持续优化

生活用纸需求扩张，行业规模持续增长。2021 年，我国生活用纸市场规模约为 1405 亿元，同增 15%，2008 年-2021 年，我国生活用纸市场规模 CAGR 为 9.96%。

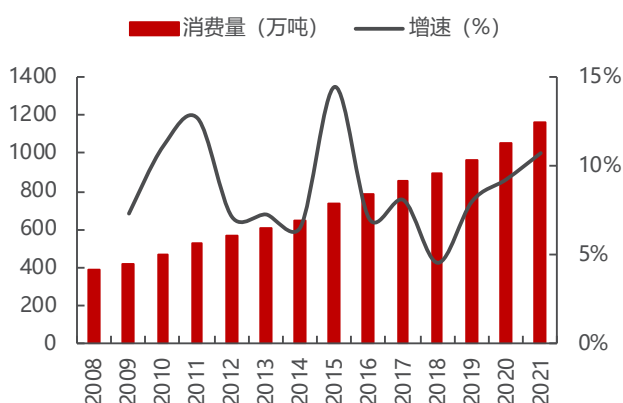
图17：生活用纸市场规模



资料来源：江曼霞、张玉兰、周杨等《造纸信息》，民生证券研究院

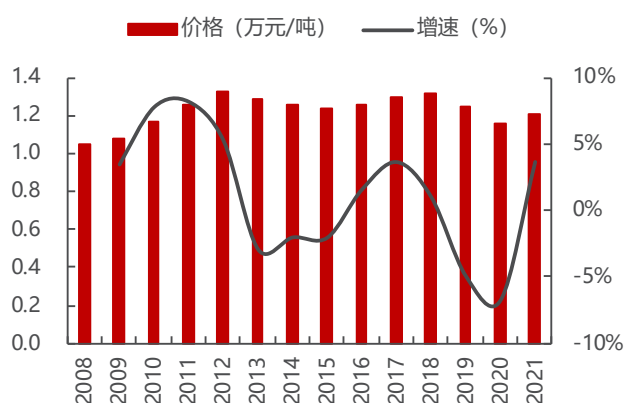
市场规模增长主要依靠量增。2021 年，我国生活用纸消费量 1162 万吨，同增 10.71%；单价为 1.21 万元/吨，同增 3.64%。2008 年-2021 年，我国生活用纸消费量/单价 CAGR 为 8.73%/1.11%，行业规模增长主要靠消费量拉动。

图18：我国生活用纸消费量



资料来源：江曼霞、张玉兰、周杨等《造纸信息》，民生证券研究院

图19：我国生活用纸单价

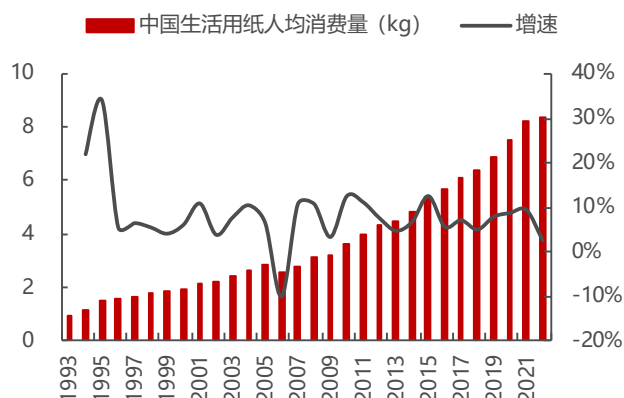


资料来源：江曼霞、张玉兰、周杨等《造纸信息》，民生证券研究院

我国生活用纸人均消费量持续增长，对比发达国家和地区仍有较大提升空间。

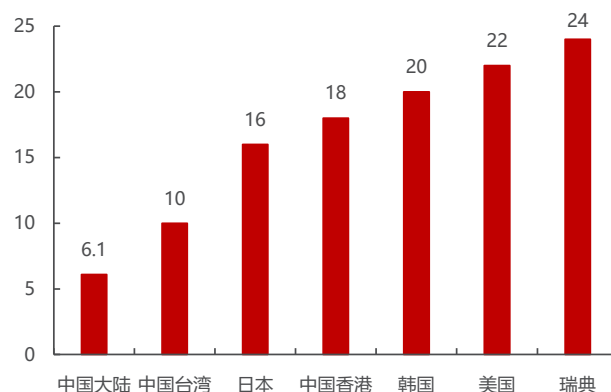
2022 年我国人均生活用纸消费量为 8.4 千克，同增 2.4%，1993-2022 年，我国人均生活用纸消费量从 0.91 千克提升至 8.4 千克，CAGR 为 7.97%。对比其他发达国家和地区，我国 2022 年人均消费量依然低于 2017 年美日韩等发达国家，我们预计随着我国经济持续增长，居民消费能力提升和生活习惯培养，人均生活用纸消费量依然有较大提升空间。

图20：我国生活用纸人均消费量



资料来源：wind，民生证券研究院

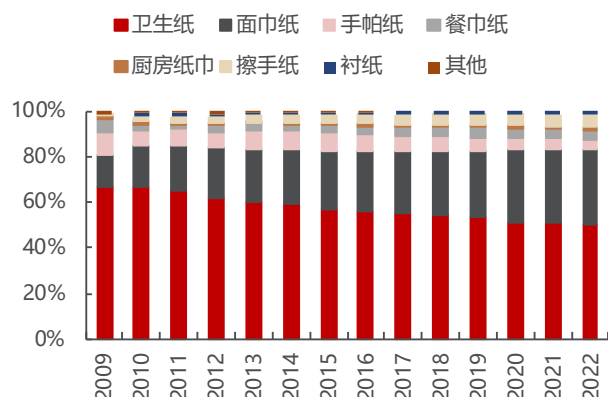
图21：2017 年各国（地区）生活用纸人均消费量 (kg)



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

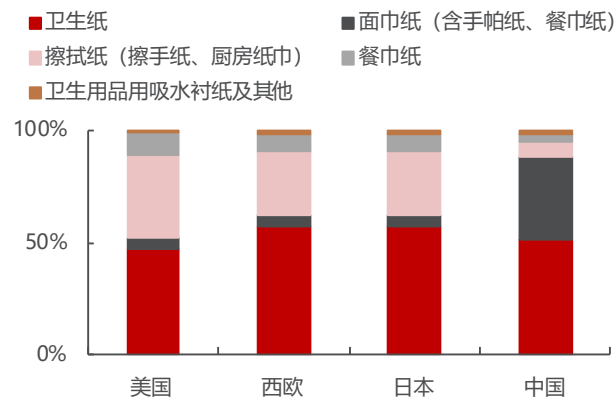
分品类看，卫生纸占比持续下降，面巾纸、擦手纸占比提升。2022 年我国生活用纸中卫生纸/面巾纸/擦手纸/手帕纸分别占比 50.6%/32.6%/5.6%/4.6%，2009-2022 年占比分别变动-16.0/+18.6/+5.3/-5.8pct。据《造纸信息》，对比美国、西欧和日本，中国目前生活用纸的产品类别与发达国家和地区的基本一致；由于与发达国家和地区的消费习惯不同，中国市场的擦拭纸（包括擦手纸和厨房纸巾）占比较少，未来擦拭纸是增长的主要品类；另外，随着 TAD、复合型（类 TAD）等新型卫生纸机在中国大陆市场的推广和应用，生产厨房纸巾、擦手纸等产品具有更高的性价比，也将会推动厨房纸巾、擦手纸消费量的增长。

图22：我国生活用纸品类占比



资料来源：江曼霞、张玉兰、周杨等《造纸信息》，民生证券研究院

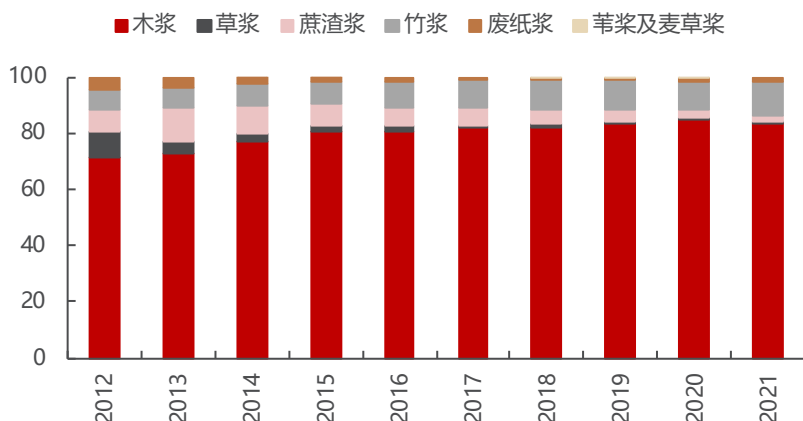
图23：2021 年中国与发达国家和地区生活纸品类占比



资料来源：中国制浆造纸研究院有限公司《造纸信息》，民生证券研究院

分原材料看，木浆占比持续提升。2022 年我国生活用纸纤维原料中木浆/草浆/蔗渣浆/竹浆/废纸浆分别占比 83.3%/0.9%/2%/12.1%/1.7%，2012-2021 年占比分别变动+12.1/-8.8/-5.6/+5.4/-3.1pct。相比其他浆，木浆纸色泽、起皱均匀，柔韧性能好，有些甚至湿水不碎，且没有致病菌，而竹浆纸等非木浆纸的柔软度略差，起皱明显。

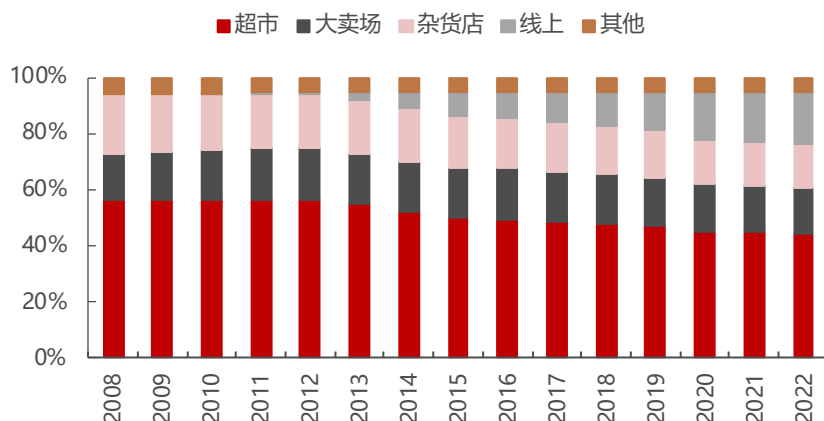
图24：我国生活用纸纤维原料占比变化（%）



资料来源：周杨、江曼霞、张玉兰《造纸信息》，民生证券研究院

分渠道看，线上占比持续提升，KA 渠道占比基本稳定，超市及杂货店渠道占比下滑。2022 年，生活用纸超市/大卖场/杂货店/线上渠道占比分别为 44.4%/16.2%/15.6%/18.5%，线下渠道依然是生活用纸销售的主流渠道。电商渠道自 2012 年起占比快速提升，2012-2022 年，电商占比提升 18pct。

图25：我国生活用纸销售渠道占比变化



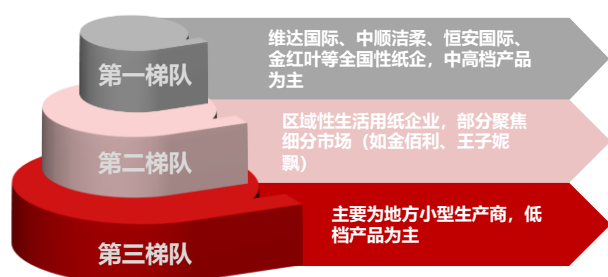
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2.2 行业格局：四大集团强者恒强，集中度持续提升

2.2.1 国内四大集团强者恒强

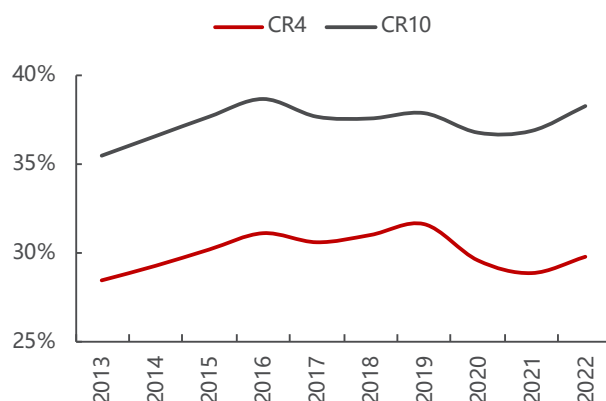
行业竞争格局稳定，近几年有优化趋势。生活用纸属于低价高消耗产品，价格是消费者购买时考虑的重要因素。除了价格相对较高的中高端原生木浆纸外，消费者也倾向于选择价格稍低的区域性及地方性纸企，因此行业集中度相对较低。我国纸企可分为三梯队，第一梯队包括维达国际（旗下品牌维达）、中顺洁柔（旗下品牌face&lotion）、恒安国际（旗下品牌心相印）、金红叶（旗下品牌清风）等全国性纸企，主营中高档原生木浆纸；2013年-2022年，行业CR4从28.5%提升至29.8%，行业格局持续优化。

图26：2022年我国生活用纸行业梯队



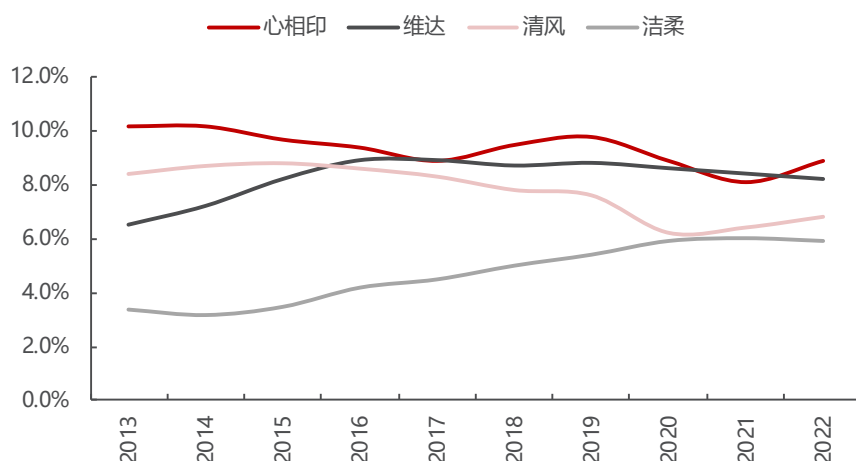
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图27：我国生活用纸行业集中度



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图28：我国第一梯队生活用纸企业市占率

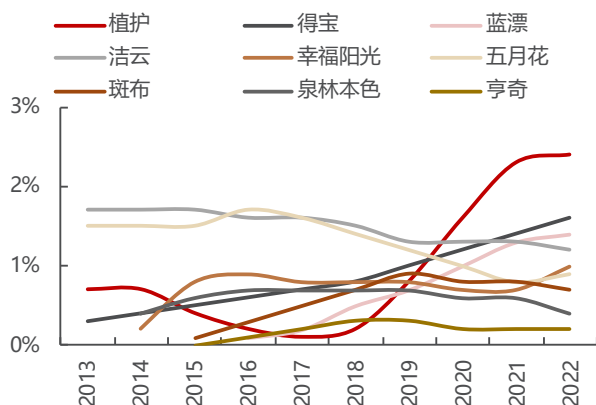


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

行业第二梯队两极分化，主打高端及中低端市场。第二梯队主要为区域性生产商及金佰利舒洁、王子妮飘等定位细分市场的品牌商，舒洁和妮飘产品主打高端细分领域，单价较高，受众群体较少，2013-2022年市占率持续下滑。第二梯队中

其他国产品牌产品单价普遍较低，主打中低端市场，2013-2022 年间市占率普遍上行。第三梯队主要是地方小型生产商，无品牌经营，原料多为混合浆纸、再生浆纸或者直接外采生活原纸，产品定位低端，产品价格较低。

图29：我国生活用纸主要二线品牌市占率



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

表5：主要生活用纸品牌抽纸价格

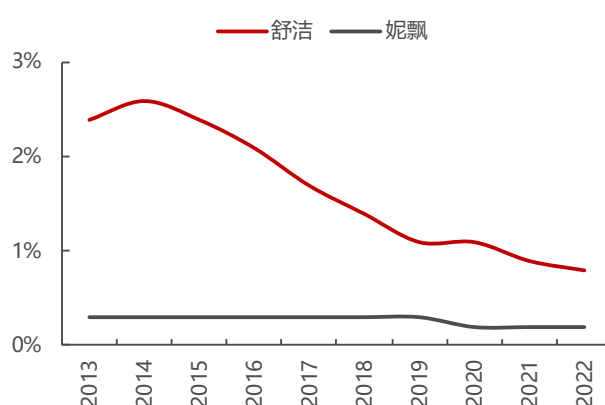
市占率 排名	品牌	规格 (层*抽*包)	价格 (元)	单价 (元/包)	产品展示	市占率 排名	品牌	规格 (层*抽*包)	价格 (元)	单价 (元/包)	产品展示
1	心相印	3*110*10	19.9	1.99		9	幸福阳光	3*120*24	34.6	1.44	
2	维达	3*100*10	20.9	2.09		10	五月花	2*180*24	49.9	2.08	
3	清风	3*100*10	19.9	1.99		11	舒洁	2*200*9	58.9	6.54	
4	洁柔	3*120*8	19.9	2.49		12	斑布	3*100*10	23.9	2.39	
5	植护	4*100*12	19.9	1.66		13	泉林本色	3*133*15	46.9	3.13	
6	得宝	4*90*8	29.9	3.74		14	亨奇	3*130*18	39.9	2.22	
7	蓝漂	4*100*15	25.9	1.73		15	妮飘	2*200*3	59.9	19.97	
8	洁云	3*100*12	20.9	1.74							

资料来源：淘宝，民生证券研究院

注：市占率排名以 Euromonitor 给出的 2022 年市占率为准，价格取自 2023 年 8 月 17 日淘宝平台。

各产品在不同平台、不同时间的价格信息可能随时变化，此处列示的价格仅为当日搜索结果，仅供参考，产品实际价格信息以各平台商家最新情况为准。

图30：舒洁&妮飘市占率

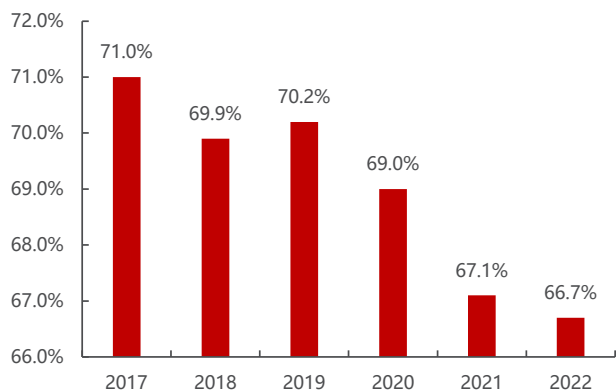


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2.2.2 对标国外，集中度提升潜力较大

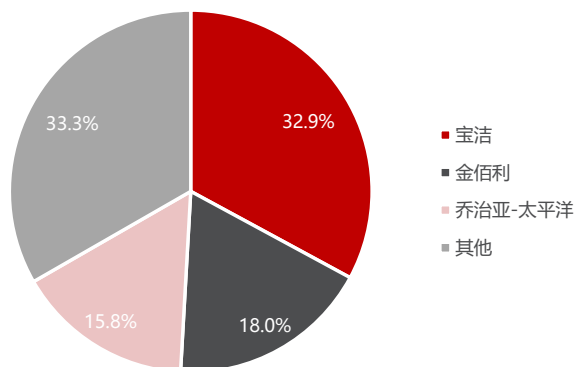
美国、日本生活用纸行业成熟，行业集中度高。2022 年，美国生活用纸前三强瓜分了 66.7% 的市场份额，其中宝洁、金佰利、乔治亚-太平洋公司市占率分别为 32.9%、18%、15.8%。2022 年，日本生活用纸行业 CR3 为 59.6%，大王制纸、金佰利、王子纸业市占率分别为 25.6%/19.4%/14.6%。

图31：美国生活用纸行业 CR3 集中度



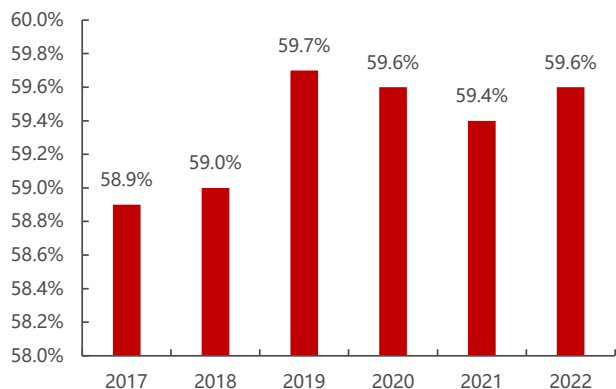
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图32：2022 年美国生活用纸行业市场份额



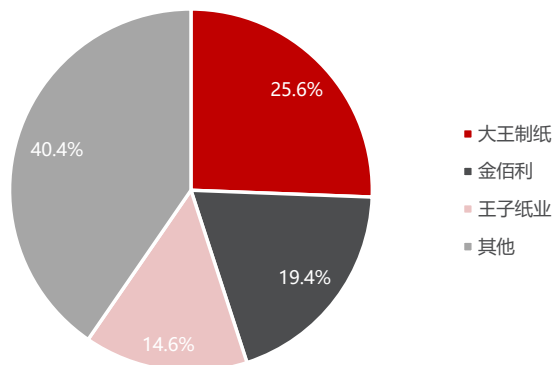
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图33：日本生活用纸行业 CR3 集中度



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图34：2022 年日本生活用纸行业市场份额



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

以金佰利为例，国外生活用纸龙头企业大多通过多品牌、多品类拓展及新产品创新开发挖掘消费者需求。金佰利成立于 1872 年，1890 年首推 Scott®浴室卷筒卫生纸，1907 年首创世界第一张 Scott®纸手巾，随后陆续首推卫生巾、面巾纸，并拓展至婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、擦拭系列等等。对标国内生活用纸企业仍可通过多品牌覆盖更多消费群体和消费需求，在品类方面依然有进一步拓展空间。

图35：金佰利主要品牌



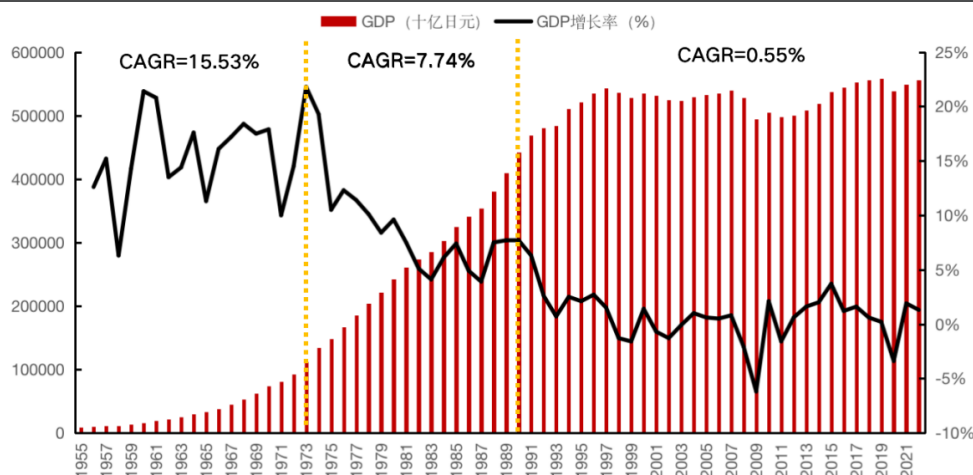
资料来源：金佰利官网，民生证券研究院

2.3 复盘日本生活用纸行业,经济下行阶段生活用纸量增带来消费增长

2.3.1 1991 年起日本经济进入衰退阶段

20 世纪，日本经济发展经历了由辉煌到衰退的阶段性转折。二战后，日本积极进行产业复苏，五十年代起经济的高速增长，GDP 最高增速超过 20%，一跃成为世界第二经济强国。然而，二十世纪八十年代末日本“泡沫经济”破裂，房地产崩落，GDP 出现负增长，开始进入“失去的时代”。

图36：1955-2022 年日本 GDP 及其增长率



资料来源：wind，民生证券研究院

日本从辉煌到衰退的历程可以分为三个阶段：

战后经济高速发展阶段（1956-1973），日本年均经济增长在 15% 以上，进入经济的高增长的全盛期，日本也跻身世界主要经济强国。劳动人口数量增加，失业率降低，老龄化人口增速缓慢，是日本人口红利最大化时期。同时，CPI 大幅提高，居民消费水平提高。

泡沫经济阶段（1974-1990），出现石油危机，日本 GDP 增速 CAGR 从 15.5% 下滑到 7.7%。石油减供和价格上涨，使工业生产、出口受阻，投资和消费增速放缓，拉低了整体经济增长。劳动人口增速开始放缓，失业率上升，老龄化人口占比迅速上升，人口红利逐渐消失。同时，CPI 增速放缓，居民消费水平提升速度放缓。

泡沫经济破灭阶段（1991-2022），泡沫资产价格暴跌，无数的企业和银行出现巨额亏损，日本开始陷入危机。劳动人口数量减少，失业率持续上升，老龄化人口占比翻倍，进入老龄社会。同时，CPI 逐渐出现降低趋势，居民消费水平降级。

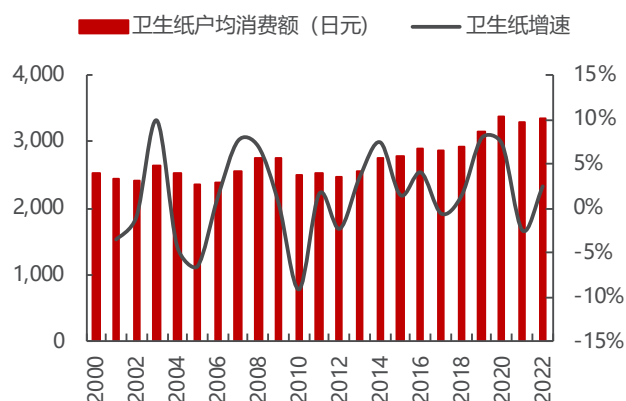
表6：日本经济发展的三个阶段

发展阶段	日本战后经济高速发展阶段 (1956-1973)	日本泡沫经济阶段 (1974-1990)	日本泡沫经济破灭 (1991-2022)
经济背景	日本于二战后 60 年代左右开始经济高速发展，这一阶段的日本 GDP 增速 CAGR 为 15.53%	受到石油危机的冲击，以重工业为主的日本经济遭受初次打击，80 年代广场协议带动日元快速升值，日本陷入投资和消费的狂热之中，GDP 增速 CAGR 为 7.74%	1991 年日本泡沫经济破裂，房地产崩溃，日本进入去杠杆阶段，GDP 同比增速 1994 年降为 1.23%，这一阶段 GDP 增速 CAGR 为 0.55%
劳动人口数量	人口增加	人口增速放缓	人口减少
失业率	2.3% 下降至 1.3%	1.4% 上升至 2.1%	2.1% 上升至 2.6%
老龄人口（65 岁以上）占比	5.27% 上升至 7.06%	7.92% 上升至 12.05%	14.54% 上升至 28.56%
消费者物价指数	CPI 大幅提高	CPI 增速放缓	CPI 逐渐出现降低趋势

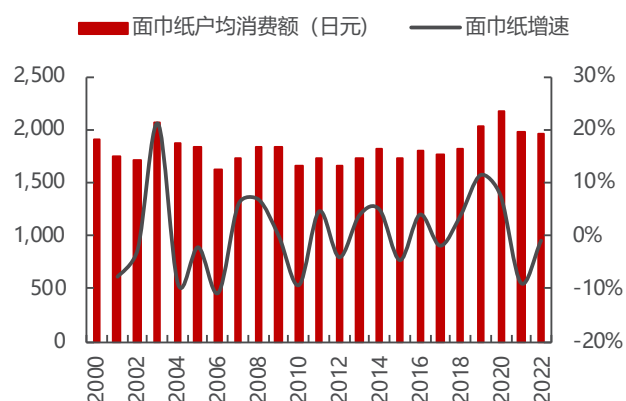
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 经济下行期间，日本生活用纸消费依然保持增长趋势

经济下行期间，日本户均生活用纸消费保持增长，而户均总消费下滑。2000-2022 年，日本年户均生活用纸（面巾纸和卫生纸）消费依然呈增长趋势。年户均卫生纸/面巾纸消费额从 2525/1902 日元提升至 3362/1960 日元，CAGR 为 1.31%/0.14%。同期日本年户均总消费从 337 万日元下降至 293 万日元，CAGR 为 -0.64%。

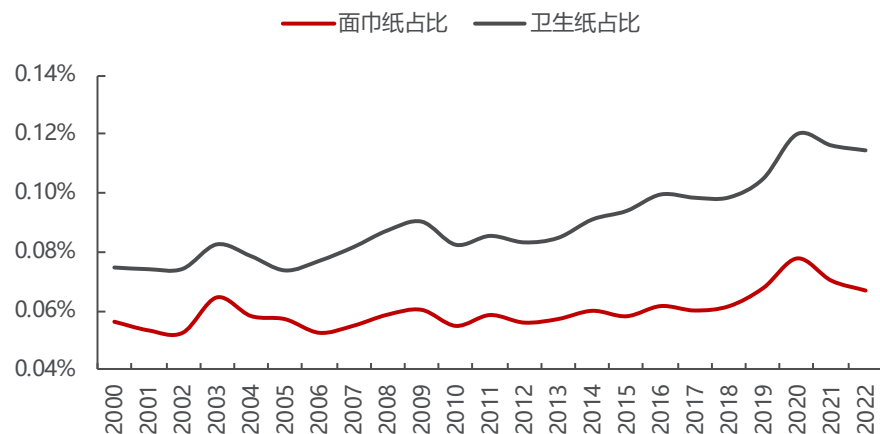
图37：日本卫生纸年户均消费额及增速


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图38：日本面巾纸年户均消费额及增速


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

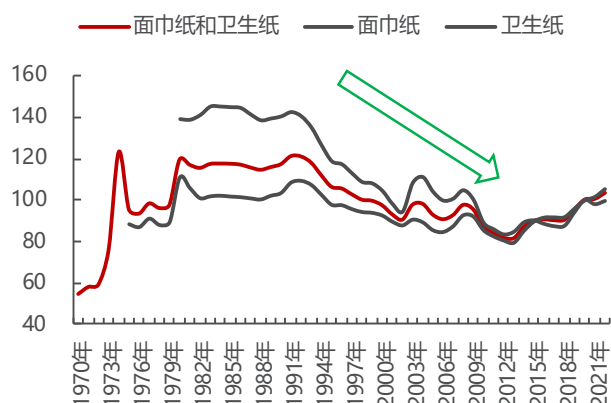
日本户均生活用纸消费占总消费额的比例持续上升。2000-2022年，日本户均面巾纸/卫生纸消费占总消费额的比例从0.056%/0.075%提升至0.067%/0.115%，提升0.011/0.040pct。消费者在经济下行周期中增加了对生活用纸的支出占比。

图39：日本年户均生活用纸消费占总消费额的比例


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

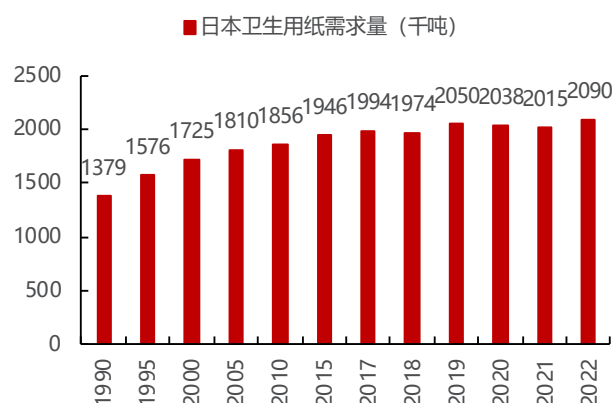
日本生活用纸户均消费额增加主要来自于量增。价格方面，日本生活用纸（面巾纸和卫生纸）价格指数自1970年起呈上升趋势，至1991年达到顶点120.9（2020年=100），1992-2013年生活用纸价格指数下滑至81.4，下降32.7%。量方面，1990-2015年日本卫生纸年需求量从137.9万吨提升至194.6万吨，增长41%。

图40：日本生活用纸价格指数



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

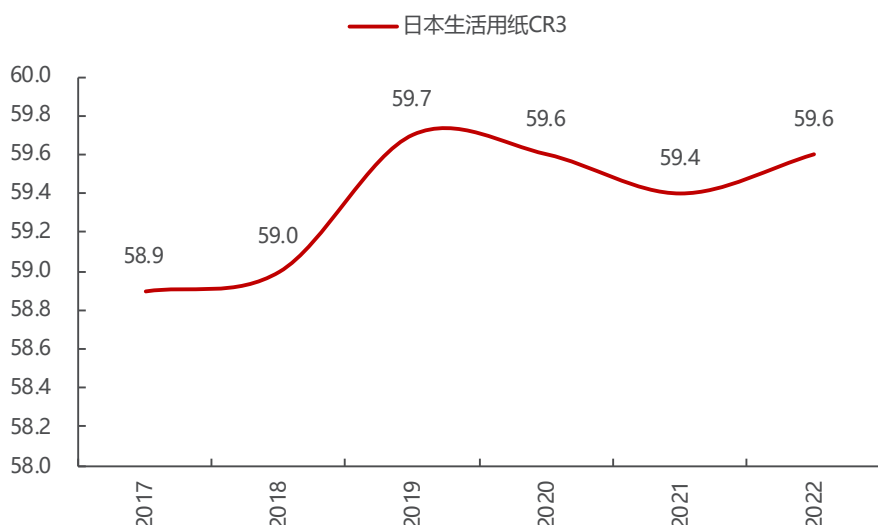
图41：日本卫生纸年需求量



资料来源：日本制纸联合会，民生证券研究院

日本生活用纸行业竞争格局较为稳定。2017-2022年，日本生活用纸行业CR3（大王制纸、金伯利、王子控股）从58.9%提升至59.6%，行业CR3基本维持稳定，且与第四名APP市占率差距较大。

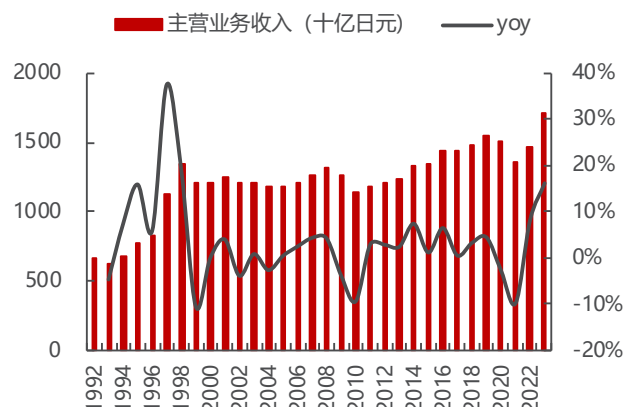
图42：日本生活用纸行业CR3 (%)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

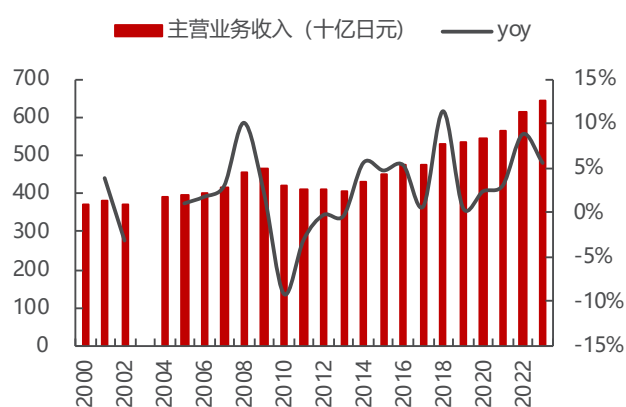
日本生活用纸龙头王子控股及大王制纸收入均持续增长。1992-2022年王子控股收入从6587亿日元增长至17066亿日元，CAGR为3.12%；2000-2022年大王制纸收入从3695亿日元增长至6462亿日元，CAGR为2.46%。

图43：王子控股收入及增速



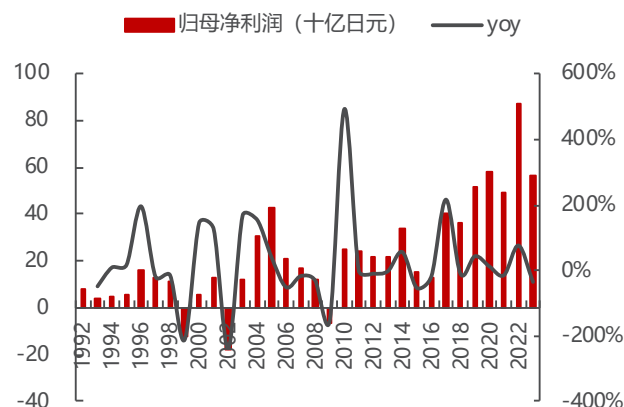
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图44：大王制纸收入及增速



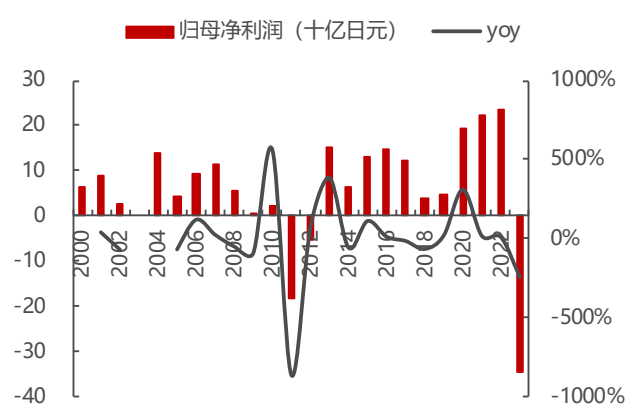
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图45：王子控股归母净利润及增速



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

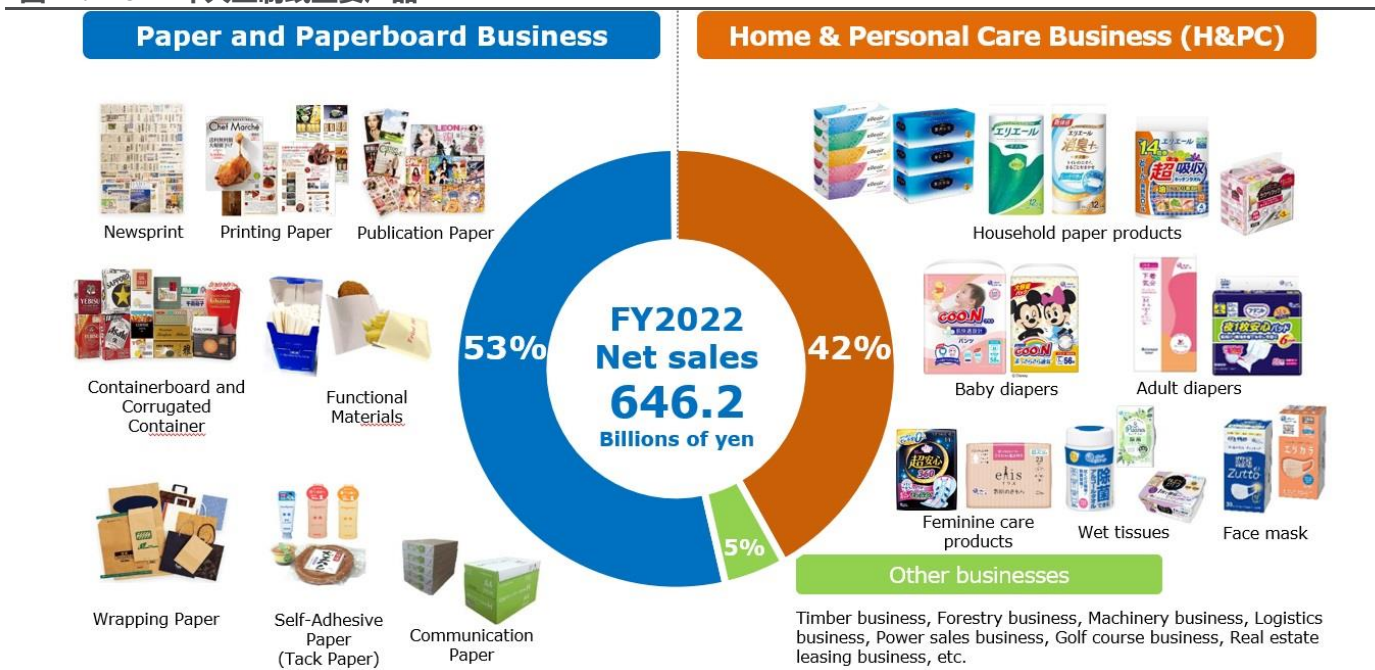
图46：大王制纸归母净利润及增速



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

大王制纸：主要包括造纸及家庭和个人护理业务。造纸方面产品主要包括新闻纸、印刷和出版纸、纸板和包装纸；个护方面产品主要包括面巾纸、卫生纸、婴儿尿布和成人尿布等。FY2022 实现收入 6462 亿日元，其中造纸业务占比 53%，个护业务占比 42%。

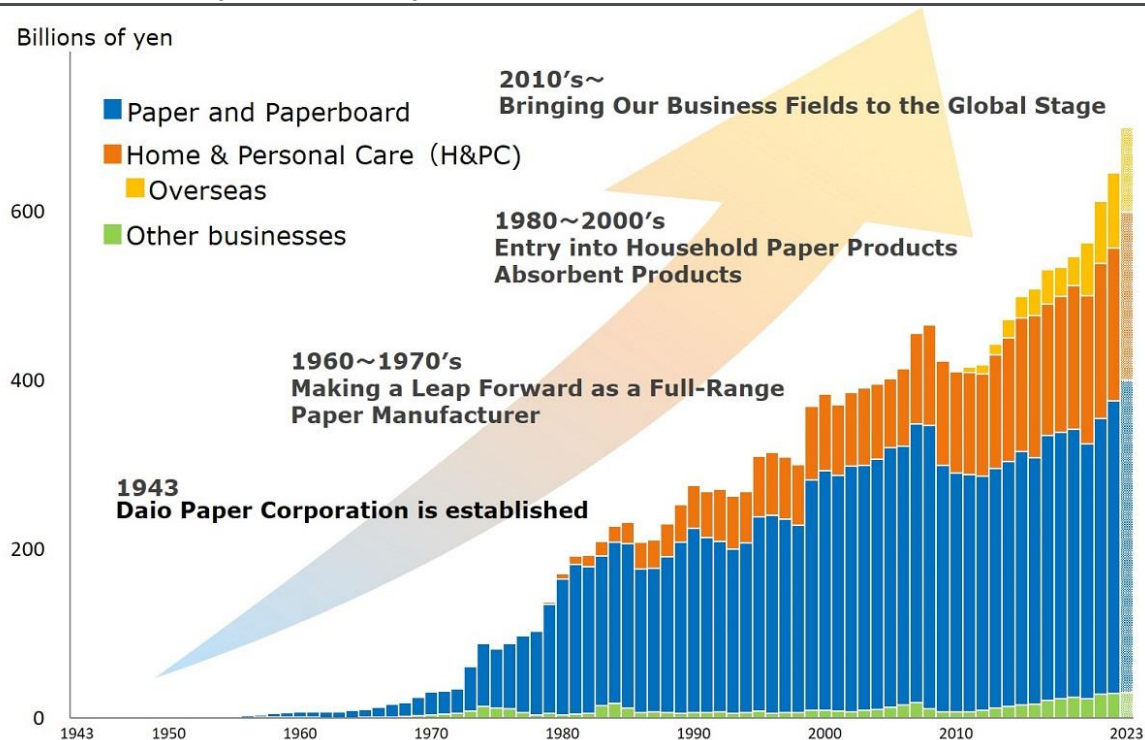
图47：2022 年大王制纸主要产品



资料来源：大王制纸官网，民生证券研究院

大王以新闻纸起家，通过自主品牌进入卫生纸市场，凭借自主品牌进一步拓展个护领域，随后在海外建厂拓展海外销售。大王制纸成立于 1943 年，主营新闻纸的生产和销售。1978 年，大王纸业全面进入纸业市场；1979 年，公司利用其造纸技术，通过 Elleair 品牌进入卫生纸市场；1980 年代，大王利用通过 Elleair 培养的营销专业知识进入一次性尿布、女性护理产品和湿巾等相关产品市场，在 1985 年和 1986 年分别成功实现了面巾纸与厕所用纸的市场占有率第一。2011 年，大王开始全面海外拓展个护业务，在泰国、中国、印度尼西亚建立工厂，以本地生产、本地消费为基本战略，积极推出以一次性婴儿纸尿裤为中心的个护产品。今后，公司将通过卫生纸等产品的多品类销售，进一步扩大高增长潜力领域的业务。

图48：大王制纸历史沿革（单位：十亿日元）



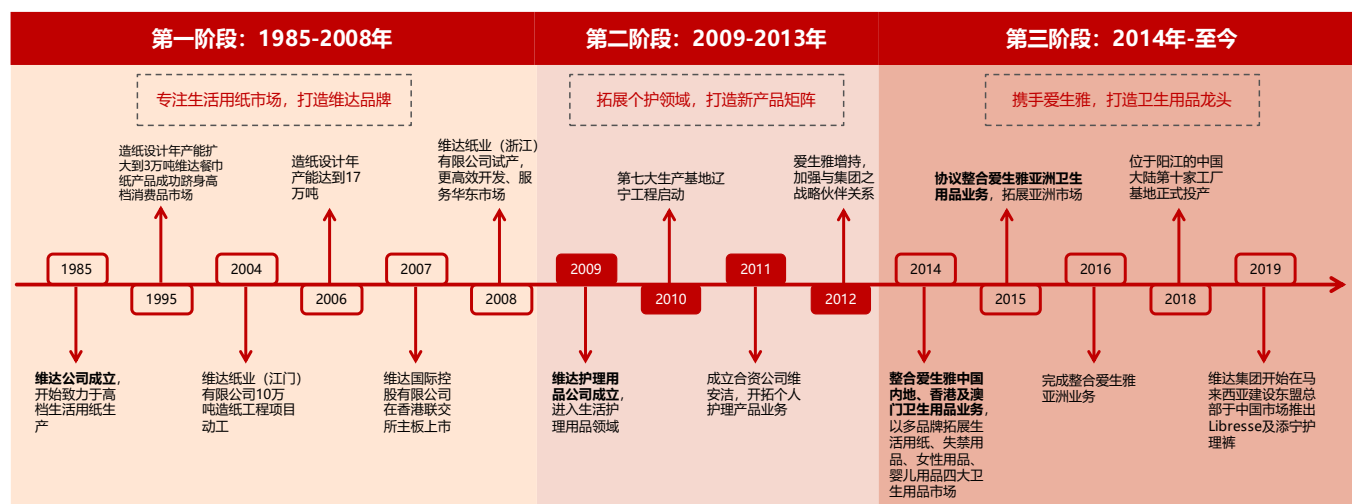
资料来源：大王制纸官网，民生证券研究院

3 公司：新渠道持续发力、高端化稳定推进

3.1 维达国际：乘网购东风，维达一路加速前进

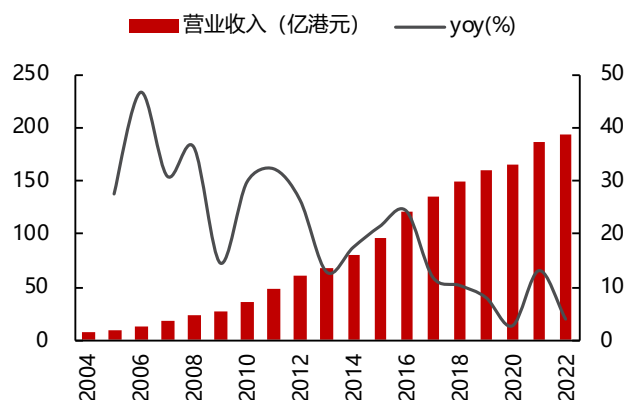
维达国际是 2022 年中国生活用纸市占率第二的企业。集团创建于 1985 年，目前共有 13 个生产基地，以维达 Vinda、Tempo 得宝、维达多康 Tork、添宁 TENA、包大人 Dr.P、Libresse 薇尔、Libero、Drypers 等主要品牌发展生活用纸、失禁护理、女性护理、婴儿护理等多个业务。2022 年实现营业收入/归母净利润 194.18/7.06 亿港元，同比+3.97%/-56.91%，2004-2022 年 CAGR 分别为 20.03%/16.50%。受疫情及纸浆价格上涨影响，公司 2021-2022 年毛利率及净利率持续下滑。

图49：维达国际发展历程



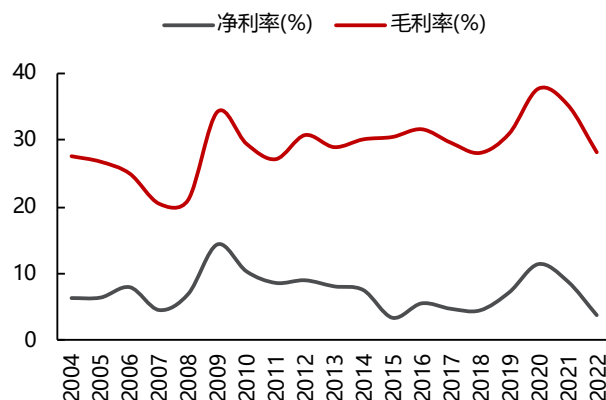
资料来源：维达国际官网，民生证券研究院

图50：维达国际营业收入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

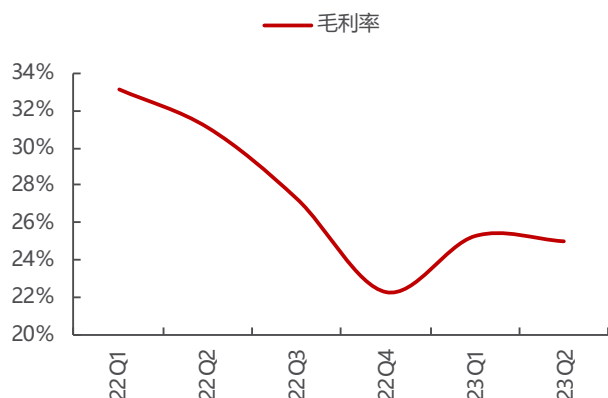
图51：维达国际净利率及毛利率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

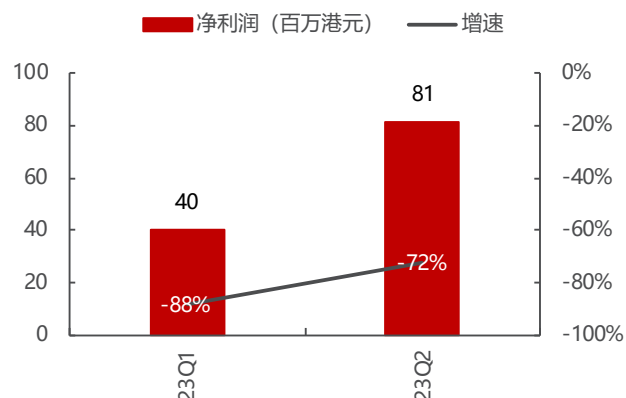
公司近期盈利能力受纸浆价格上涨影响承压。受纸浆价格上涨影响，公司毛利率自 22Q1 以来持续呈下降趋势，23Q1-Q2 毛利率为 25.24%/24.96%，同比-7.88/-6.10pct，受毛利率承压影响，公司 23Q1-Q2 净利润分别同比下滑 88%/72% 至 0.4/0.81 亿港元。

图52：22Q1-23Q2 毛利率情况



资料来源：维达国际公告，民生证券研究院

图53：23Q1-Q2 净利润及增速

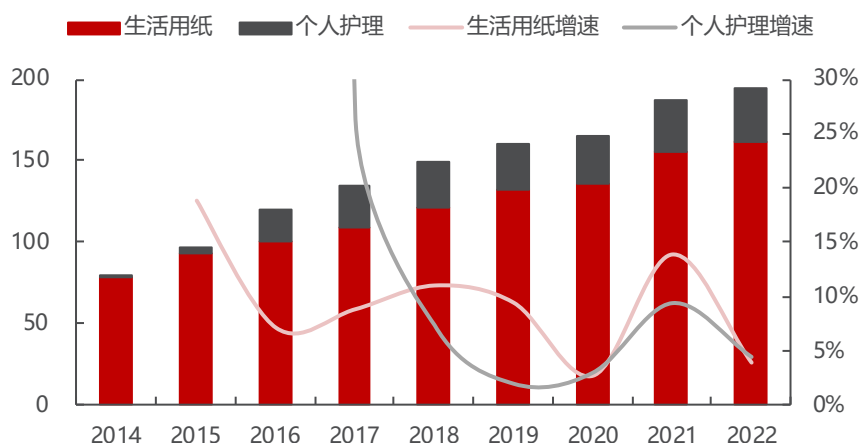


资料来源：维达国际公告，民生证券研究院

3.1.1 产品端：高毛利率细分赛道拓展提升盈利能力

公司产品包括生活用纸和个人护理两大类。2022 年公司生活用纸/个人护理分别实现收入 161/33 亿港元，分别占比 82.93%/17.07%，销售收入较上一年度增长 3.89%/4.39%。

图54：维达国际分品类收入（亿港元）及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

公司多品牌覆盖四个细分赛道。公司拥有生活用纸品牌维达、得宝、多康，覆盖高端、商用等多个生活用纸赛道；失禁护理品牌添宁、包大人，分别深耕全球和

亚洲市场；女性护理品牌 Libresse，销售至全球 101 个国家和地区；婴儿护理品牌丽贝乐和 Drypers。

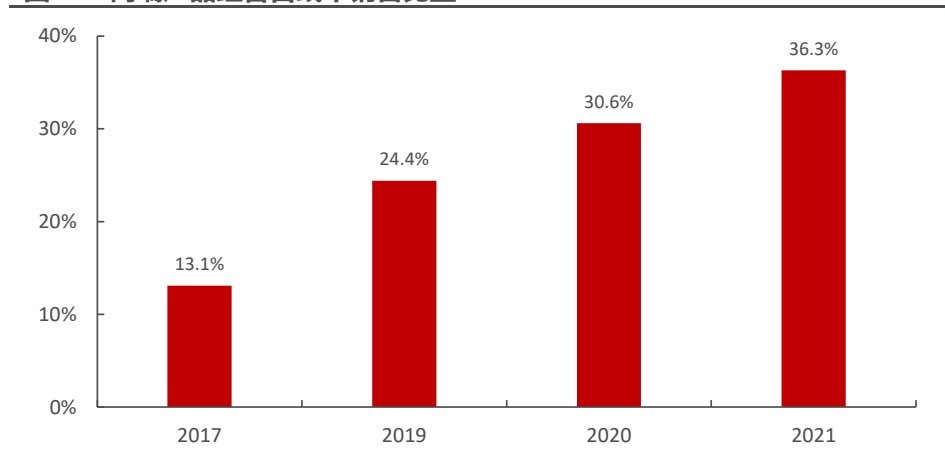
图55：维达国际主要产品及品牌

生活用纸				失禁护理		女性护理	婴儿护理	
维达	得宝	多康	维达商用	添宁	包大人	薇尔	丽贝乐	Drypers
								
- 超韧系列 - 蓝色经典系列 - 棉韧系列 - 棉韧奢柔系列 - 厨房用纸 - 湿巾 - 湿厕纸	- 纸手帕系列 - 软抽系列 - 盒抽系列 - 湿巾系列	- Elevation典雅系列 - Image尊雅系列 - Xpressnap @系列餐巾纸 - 工作间擦拭产品	维达商用产品精选进口原生浆，覆盖公用卫生纸、擦手纸、小卷纸等品类，提供Luxury铂臻、超韧、高级商务、经典商用等品系满足不同类型客户需求。	- ProSkin系列 - 轻度失禁系列 - 纸尿裤系列 - 活动裤系列 - 纸尿裤系列 - 辅助护理用品 - 辅助护理用品	- 纸尿裤系列 - 纸尿裤系列 - 辅助护理用品 - 活动裤系列	- Libresse薇尔 舒适V感系列 - Libresse薇尔 植装V感系列	丽贝乐是一个来自欧洲的高端专业婴儿护理用品品牌，自1955年上市了第一片可抛弃型婴儿纸尿裤开始，丽贝乐一直坚持北欧品质、尊重自然，注重设计，不断创新。	Drypers是马来西亚领先的婴儿纸尿裤品牌，深受东南亚地区的爸爸妈妈欢迎和喜爱，致力于为宝宝提供高质量、吸收性好、合身的纸尿裤及各种婴儿护理产品，让宝宝保持干爽舒适。

资料来源：维达国际官网，民生证券研究院

生活用纸：专注高端生活用纸，持续布局高品质多元化产品。由于生活品质的追求与卫生意识的提高，越来越多的消费者对高端生活用纸的需求愈发强烈。维达国际及时抓住行业趋势，大力布局高品质多元化产品市场，推出立体美系列湿厕纸、多康 QuickDry 强效快干擦手纸、维达水洗厨房纸、维达棉韧奢柔纸巾、中心抽 3 层卫生纸等高品质新品。高端产品占比持续提升，当前维达高端产品组合包括得宝、维达立体美、多康及湿巾，2017~2021 年，高端纸巾占比从 13.1%提升至 36.3%，2022 年高端纸巾收入亦获得双位数增长，我们预计未来随着高端产品占比持续提升，公司毛利率有望进一步提升。

图56：高端产品组合占纸巾销售比重



资料来源：维达国际公司年报，民生证券研究院

图57：2022 年以来维达部分高端生活用纸新产品



资料来源：维达国际公司公告，淘宝，民生证券研究院

女性护理：Libresse 实现本土化生产和营销。公司 2019 年重新推出 Libresse 薇尔品牌，应用 SECURE FIT 研发出符合人体工学的 V 型剪裁产品。2021 年，公司推出添加弱酸性金盏花精华的“植萃 V 感”新系列产品，柔软的天然植物面层深受广大女性喜爱。在营销方面，薇尔采用本土化推广，选择国内明星周冬雨代言产品，并开展“月经不隐藏”、“月经互助盒”等活动。通过本土化产品开发、生产和营销，销量持续提升，2022 年实现市占率 0.3%，同时位列女性护理高端市场第四。

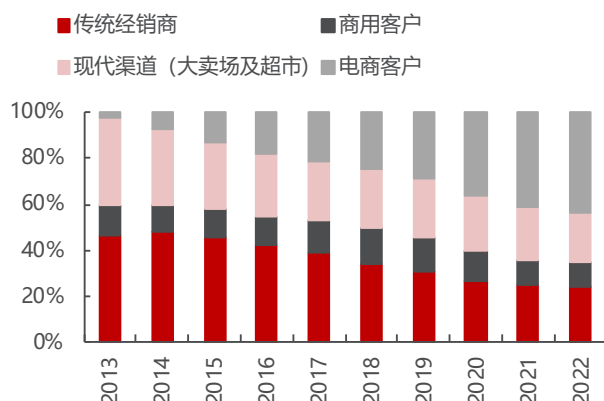
图58：Libresse 主要产品



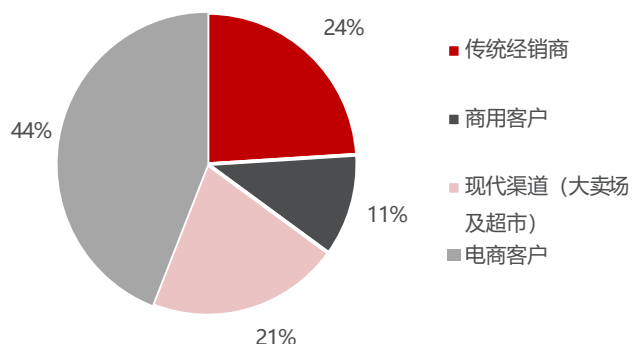
资料来源：维达国际官网，淘宝，民生证券研究院

3.1.2 渠道端：前瞻性布局电商渠道，四大渠道协同发展

四大渠道协同发展，电商渠道快速起量。维达国际主要通过经销商渠道、商用渠道、KA 渠道及电商渠道进行销售，2022 年占比分别为 24%/11%/21%/44%。近年来，伴随生活用纸及个护行业电商渠道快速发展，维达国际积极进行前瞻布局，电商业务快速增长，2013-2022 年电商收入占比提升 41pct。

图59：分渠道收入占比


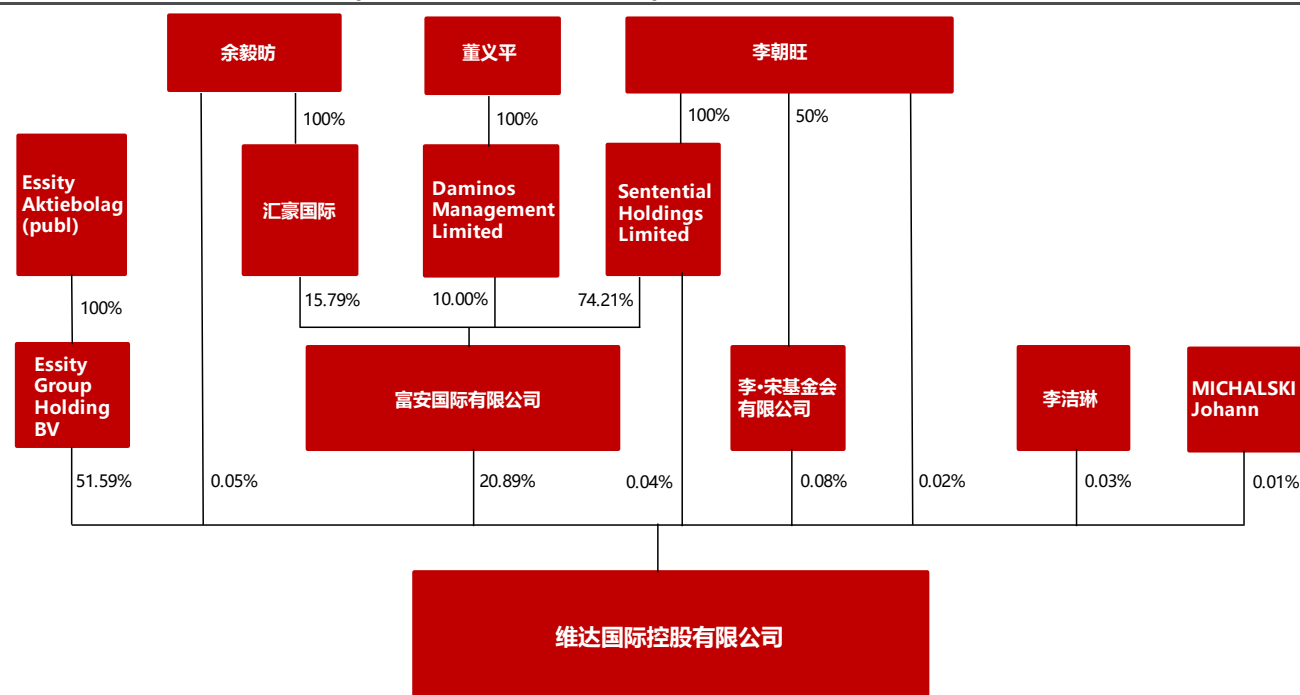
资料来源：维达国际公告，民生证券研究院

图60：2022 年维达国际分渠道收入占比


资料来源：维达国际公告，民生证券研究院

3.1.3 大股东 Essity 赋能管理，助力发展

Essity 系维达国际第一大股东，赋能公司运营管理。爱生雅（SCA）是全球消费品及制纸公司，总部位于瑞士，拥有欧洲最大的私有森林，系欧洲最大、全球第二的生活用纸生产商。在维达国际上市之初，爱生雅以 3.66 亿人民币取得了维达国际 20% 的股份，此后，爱生雅不断增持并于 2013 年出资 86.475 亿港元一跃成为维达国际第一大股东。2016 年，爱生雅拆分为 SCA 和 Essity 两家公司，Essity 接管了卫生健康和生活用纸业务。当前，Essity 持有维达国际 6.21 亿股，占比 51.59%。

图61：维达国际股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日）


资料来源：维达国际公告，同花顺，民生证券研究院

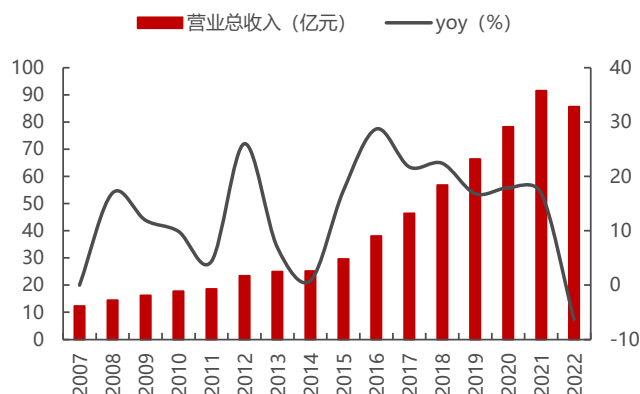
借助爱生雅集团，公司完成业务整合。2014 年，维达国际收购爱生雅在中国内地、香港及澳门的纸巾与个护业务；2016 年，维达国际完成爱生雅在韩国、马来西亚、台湾等地的子公司的收购并将业务拓展到新加坡、泰国等其他国家。维达国际通过与爱生雅整合业务资源取得了“Tempo 得宝”的使用权，并成功拓展进入个护市场。

新增板块带动产能调整。一方面，在需求增长的刺激下维达国际不断扩产能，造纸业务增产同时淘汰落后产能，当前产能维持在 139 万吨。另一方面，自 2014 年收购爱生雅亚洲子公司起，维达国际新增个护板块，收购完成后维达国际拥有两家在马来西亚、一家在台湾的生产基地；建设东南亚总部基地，促进公司业务在东南亚等市场协同发展。

3.2 中顺洁柔：多元渠道销售，五大渠道齐头并进

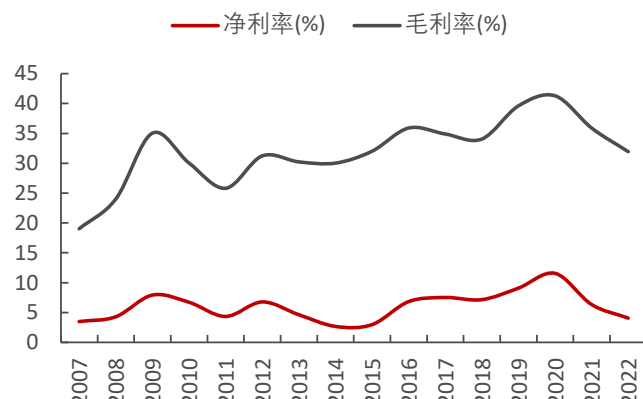
中顺洁柔是 2022 年我国生活用纸行业四强之一。公司成立于 1999 年，拥有洁柔、太阳、朵蕾蜜三大品牌，产品包括生活用纸与个人护理产品两大类。2022 年实现营业收入/归母净利润 85.70/3.50 亿元，同比-6.34%/-39.77%，2007-2022 年 CAGR 分别为 13.78%/15.42%。国际原材料纸浆、包材及能源等生产成本上涨，公司 2021-2022 年毛利率及净利率持续下滑。

图62：中顺洁柔营业收入及增速



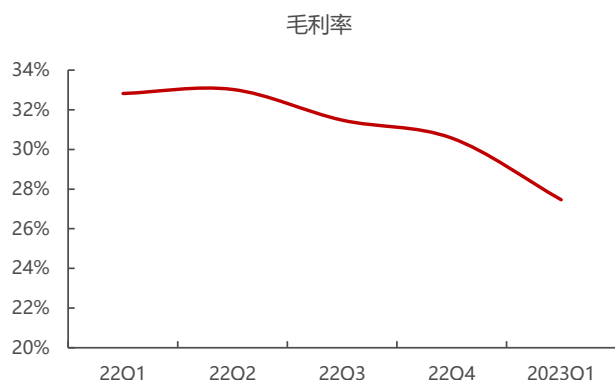
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图63：中顺洁柔净利率及毛利率

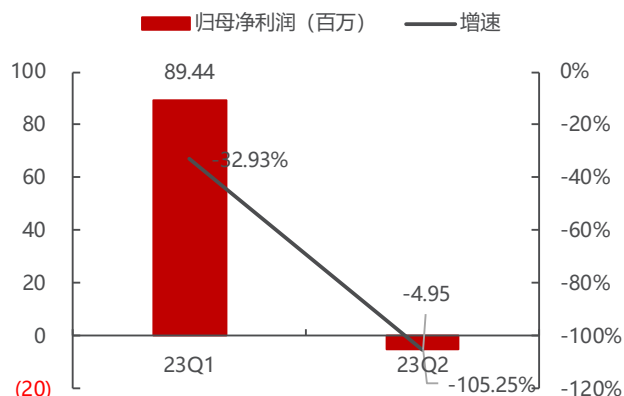


资料来源：同花顺，民生证券研究院

成本上升盈利能力承压。受原料涨价价格影响，公司毛利率自 22Q1 以来持续呈下滑趋势，23Q1-Q2 毛利率为 27.46%/29.20%，受毛利率承压影响，公司 23Q1-Q2 归母净利润分别为 0.89/-0.05 亿元，同比下滑 32.93%/105.25%。

图64：中顺洁柔 22Q1-23Q2 毛利率情况


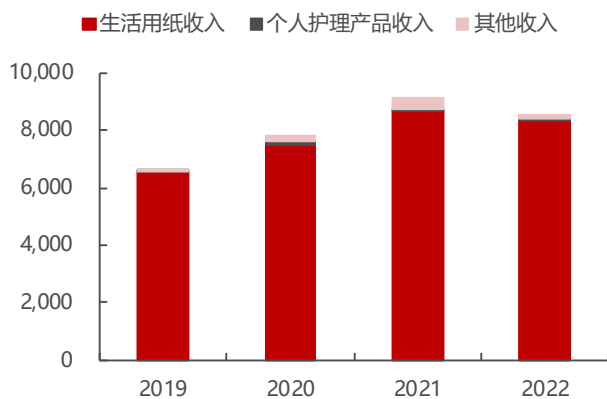
资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

图65：中顺洁柔 23Q1-Q2 净利润及增速


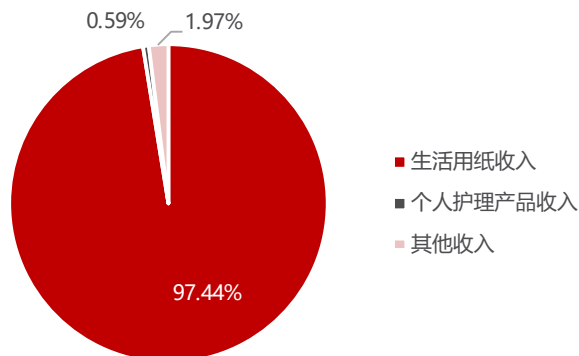
资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

3.2.1 产品端：高毛利率细分赛道拓展提升盈利能力

公司产品覆盖生活用纸与个人护理产品。其中生活用纸是主要收入来源，主要包括 Lotion 系列、Face 系列、棉柔感系列、太阳品牌及厨房系列。2022 年，公司生活用纸实现收入 83.5 亿元，收入贡献率为 97.44%，个人护理产品实现收入 0.51 亿元，其他产品实现收入 1.69 亿元。

图66：中顺洁柔分品类收入（百万元）


资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

图67：2022 年中顺洁柔分品类收入


资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

公司持续进入新细分赛道，推出高端化产品，打开收入增长天花板。2010 年公司推出添加乳霜的 Lotion 柔滑面纸；2012-2014 年陆续推出“愤怒的小鸟”系列产品、全球首款超迷你手帕纸 FACE 系列产品及 Face 高端软抽；2015 年首次推出湿巾系列产品，进入新的高毛利细分赛道；2018 年首次推出棉花柔巾产品，亦为高毛利率细分赛道；2019 年推出个护品牌朵蕾蜜并重新启用针对年轻人的太阳品牌，从两个角度打开收入增长的天花板；2020-2021 年推出 OKBEBE 系列新

生婴儿护理品牌及厨房纸；2022 年进一步丰富 face 锦鲤系列、棉柔巾、卫生巾等产品矩阵。

表7：洁柔产品开发历程

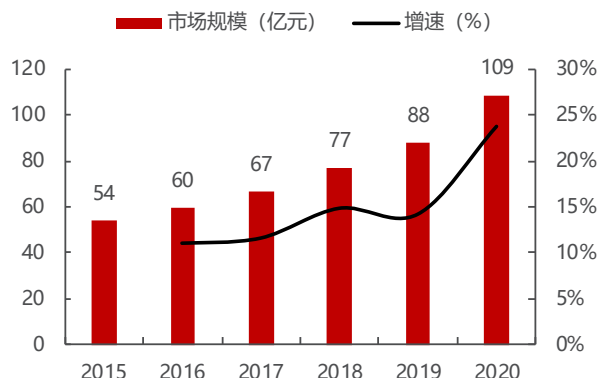
时间	新产品/新系列
2007 年~2010 年 6 月	共推出 10 系列 66 款新品；首创“洁柔可湿水系列”和“洁柔柔润系列”产品
2010	LOTION 柔滑面纸
2012	与 Angry Birds 开发“愤怒的小鸟”系列产品
2013	全球首款超迷你手帕纸 FACE 系列产品
2014	洁柔 Face 高端柔韧细滑 3 层敞篷式软抽
2015	Baby face 婴童系列软抽、量贩包软抽、无香系列软抽、无香系列手帕纸、无芯卷纸、湿巾系列
2017	自然木系列黄色纸（低白度纸）
2018	高端新品“新棉初白”棉花柔巾
2019	个人护理品牌朵蕾蜜；重新启用太阳品牌
2020	洁柔油画系列产品；OKBEBE 系列新生儿护理品牌
2021	自然木厨房纸
2022	Face 锦鲤系列；棉柔感系列；朵蕾蜜卫生巾真吸、零感吸两大全新系列；鎏金系列、C & FACE 及其衍生产品

资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

持续进入高毛利率细分赛道，提升公司盈利能力。公司新品类油画、Lotion、厨房纸巾、湿巾湿厕纸、洁面巾、朵蕾蜜卫生巾、一次性用品均为高毛利率新品，公司通过持续研发、销售费用投入打造品牌形象，提升高毛利率新品占比，提升盈利能力。

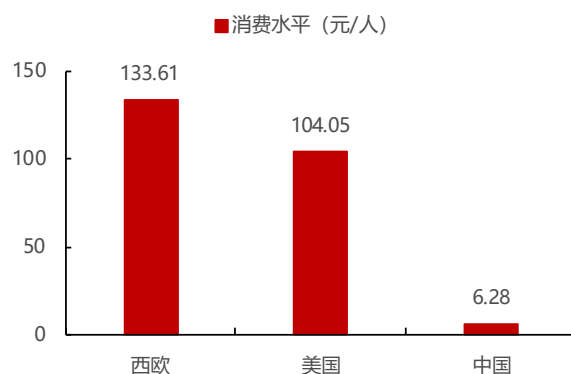
湿巾：行业增速快于生活用纸，我国人均消费仍有较大提升空间。2015-2020 年，我国湿巾行业规模从 54 亿元提升至 109 亿元，CAGR 为 15.08%，同期生活用纸行业 CAGR 为 6.99%。对比人均湿巾消费，2019 年中国人均湿巾消费 6.28 元，对比美国/西欧 104.05/133.61 元仍有较大提升空间。

图68：中国湿巾行业市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图69：2019 年中国&美国&西欧人均湿巾消费对比



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

持续完善湿巾矩阵布局，2022 年品牌焕新再出发。公司于 2015 年首次推出湿巾产品，采用加厚水刺无纺布，可达到一张抵两张的效果；2019 年开发了女性护理卫生湿巾、卸妆湿巾和婴儿湿巾产品；2020 年新增厨房湿巾、纯净水湿巾产品；2022 年湿巾系列逐步丰富为基础护理系列湿巾、消毒杀菌系列湿巾、母婴系列湿巾及湿厕纸，针对多用途、多人群布局，有望实现收入的高速增长。目前，洁柔湿巾贯彻品牌年轻化战略，瞄准新锐白领女性，品牌进行重新定位和设计，专注生产真正兼具高颜值和优秀体验的实力派产品，以打开品牌新生，品牌宣传获得圆满成功，活动期间超亿次品牌曝光，近 5000 万话题讨论，提升品牌及新品热度。

图70：中顺洁柔亲肤湿巾抖音宣传



资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

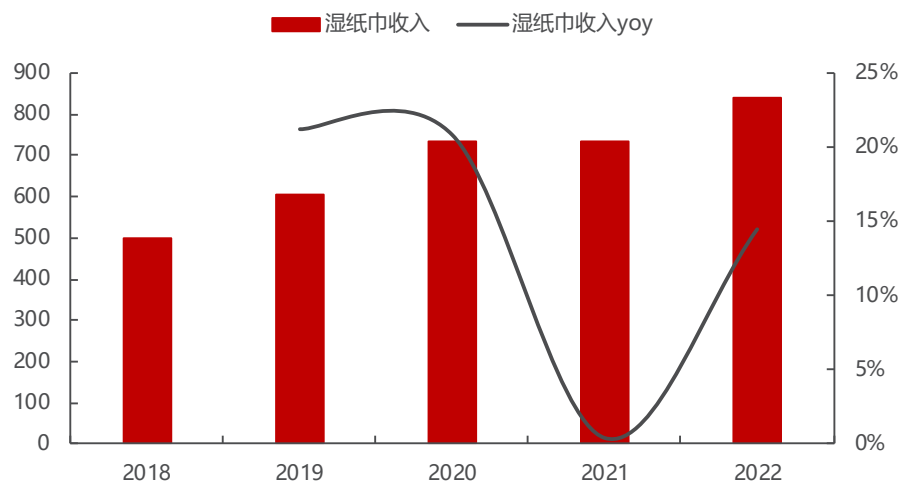
图71：中顺洁柔湿巾多种宣传方式



资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

参考恒安国际，湿巾品类收入有望快速增长。2018-2022 年恒安国际湿巾收入从 5 亿元提升至 8.42 亿元，CAGR 为 13.89% (公司总收入 CAGR 为 2.47%)。顺应湿巾行业规模扩张及人均消费额提升，叠加洁柔湿巾多用途、多人群布局及品牌焕新，我们预计洁柔湿巾业务有望持续贡献收入增量。

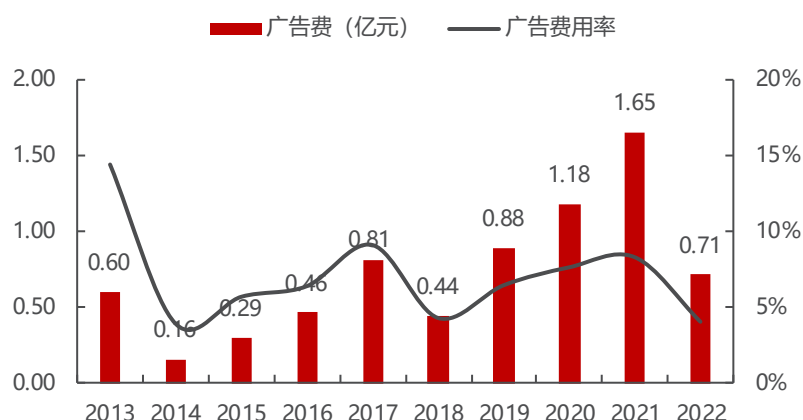
图72：恒安国际湿纸巾收入（百万元）及增速



资料来源：恒安国际公告，民生证券研究院

22 年受原材料价格上涨影响广告费用投入放缓，我们预计盈利转好后品牌费用持续投入，新品类增长可期。2018-2021 年公司广告费用率从 4.3% 提升至 8.3%，2022 年受浆价上行影响，公司盈利能力承压，因此公司实行较为严格的费用管控政策，但对于重点产品及高端、高毛利产品给与重点支持，进行更加精准化的费用投入，推动其持续不断成长。销售费用主要集中在推广、促销、高毛利产品开发方面，加强品牌推广的投放。我们预计随着公司盈利恢复，将进一步加强品牌建设投入，发力高毛利、高端品类，同时，个护品类有望受益于品牌形象打造实现增长。

图73：中顺洁柔广告费用及广告费用率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

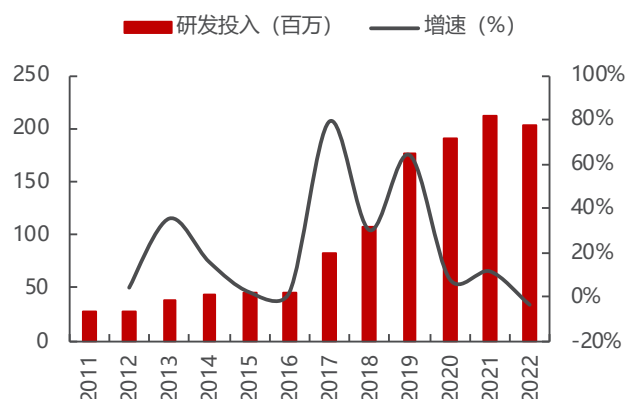
持续研发投入，打造高毛利率新品。中顺洁柔注重产品迭代升级，通过研发螺旋纹工艺、“柔韧”工艺、艺术边压纹工艺、BB 纹工艺改进生产流程，推出柔韧性更强、质量更好的纸品，不断推进品牌高端化；中顺洁柔更注重产品创新，“Q”版迷你手帕纸、自然木系列、朵蕾蜜、抑菌纸等新系列实现品牌定位的差异化。公司打造了一只高素质研发团队，2022 年，公司研发人员 415 名，占公司员工总量的 6.26%，研发人员年龄集中在 30~40 岁，团队整体经验丰富，具备较强的自主研发能力。2022 年，中顺洁柔研发投入为 2.04 亿元，2011-2022 年 CAGR 为 20%，2022 年中顺洁柔研发费用率为 2.38%，在行业内处于领先地位。

表8：中顺洁柔部分工艺升级

年份	项目名称	升级目标
2010	螺旋纹工艺	以波浪式在纸球上进行压边，既降低了边压纹对柔软度的影响，又解决了卷纸的离层问题。
2013	“柔韧”工艺	将高强度（包括干纸强度和湿水后的强度）和高柔软（包括表面平滑和整体柔软度）完美结合。
2015	艺术边压纹工艺	采用双条边压纹，实现产品压纹清晰、均匀，不离层、不打折，保证产品的良好性能。
2016	BB 纹研发	纸面纤细柔滑，如初生 BB 肌肤。
2017	立体压花研发	触摸厚实，美观好用；无胶复合，干净环保。
2019	产品升级	洁柔 face 可湿水、洁柔 lotion、洁柔超 mini 品质升级，产品品质更加强韧、柔软，具备方便携带的使用性能和更好的使用体验。
2022	Lotion 系列产品升级	优化产品性能指标，升级产品体验感。
	抽取式面巾品质提升	提升纸面巾平滑度和柔软度特别突出，触摸有丝绸质感。

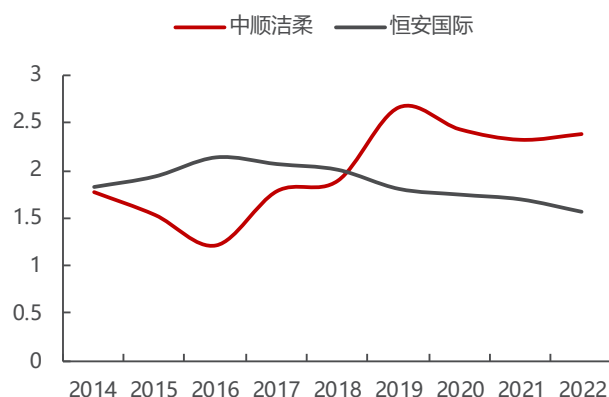
资料来源：中顺洁柔公司年报，民生证券研究院

图74：中顺洁柔研发投入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图75：中顺洁柔&恒安国际研发费用率（%）

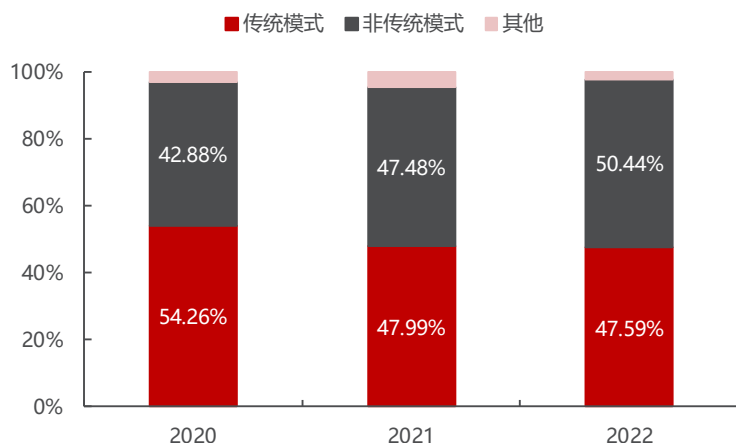


资料来源：同花顺，民生证券研究院

3.2.2 渠道端：电商+新零售渠道高增，线下仍有拓展空间

多元渠道销售，五大渠道齐头并进。公司不断覆盖销售网络，销售渠道可以划分为传统渠道和非传统渠道两类，其中传统渠道包括 GT（传统经销商渠道）、KA（大型连锁卖场渠道）；非传统渠道包括 AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）与 RC（新零售渠道）。2022 年，传统销售模式实现收入 40.78 亿元，非传统销售模式实现收入 43.22 亿元，分别占比 47.59%和 50.44%，电商渠道崛起促使非传统销售模式成为公司重要收入来源。

图76：中顺洁柔分渠道收入占比



资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

电商渠道红利依然存在，新零售渠道持续发力。公司组建了专业的电商运营团队，加大在电商平台的资源投入，并搭建配置相应的供应链系统，加强日常运营管理。目前，已经与天猫、京东、拼多多、淘宝、唯品会、苏宁、快手、抖音、云集、网易等知名平台达成合作，2022 年电商渠道组织多场营销活动，包括新品推广活动、总裁直播、品牌联合活动等；此外，公司积极强化新零售、O2O 等新兴业务

的布局，拥抱直播与社区团购，新零售渠道实现高速增长；

线下渠道方面，公司搭建的营销网络覆盖全国绝大部分地（县）级城市，目前华东、华北区域依然有开拓空间。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。

3.2.3 管理层：更迭完成，股权激励提升员工积极性

公司管理层调整已基本完成。2021 年，中顺洁柔实际控制人之一、原总裁邓冠彪先生辞去总裁职务，辞职后并未影响其实际控制人的身份，且仍将担任战略委员会委员职务，对公司的战略方向进行宏观把控，保障管理层变动磨合期顺利渡过。随后上任的新任总裁刘鹏先生为中国造纸协会生活用纸专业委员会副主任委员，曾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。此番变动优化了公司组织体系架构和内部管理制度，进一步推进公司从家族化管理模式向职业经理人制度体系转化，为公司长期快速发展提供保障。

表9：中顺洁柔主要管理层情况（截至 2023 年 8 月 14 日）

姓名	职务	个人简历	持股数 (万股)
刘鹏	总裁	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。中国造纸协会生活用纸专业委员会副主任委员。2021 年 3 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司总裁，2021 年 4 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事长。	6.13
岳勇	副总裁	1993 年起在中山市中顺纸业制造有限公司任职，先后担任中山市中顺纸业制造有限公司生产部经理、中顺洁柔（四川）纸业股份有限公司总经理；2005 年至 2008 年担任中山市中顺纸业制造有限公司董事兼副总经理；2009 年至 2015 年担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事、副总裁。2015 年起任中顺洁柔纸业股份有限公司采购总裁，2019 年 7 月至今担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁。	966.52
张扬	副总裁	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 月至 2021 年 6 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司西南大区总经理。2021 年 7 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁，2021 年 11 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事。	21.00
张海军	副总裁， 董事会秘书	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裁、董事会秘书。2012 年至 2018 年兼任广东富信科技股份有限公司独立董事。2021 年 8 月起担任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	2003 年 3 月入职公司，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 月至 2021 年 10 月担任技术中心总经理。2021 年 11 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁。	31.75
赵明	副总裁	2001 年至 2019 年曾先后任职于蒙牛乳业、恒安集团、河南护理佳制品公司、泰盛集团。2019 年 9 月至 2021 年 10 月担任中顺洁柔纸业股份有限公司华北战区总经理。2021 年 11 月起担任中顺洁柔纸业股份有限公司副总裁。	3.50
董晔	财务总监	2006 年起在中山市中顺纸业制造有限公司任职，曾任中山市中顺纸业制造有限公司财务主管、财务经理、财务副总监，中顺洁柔纸业股份有限公司会计机构负责人，2011 年至 2014 年担任中顺洁柔纸业股份有限公司董事，2011 年起担任中顺洁柔纸业股份有限公司财务总监。	26.37

资料来源：同花顺，民生证券研究院

新一轮股权激励绑定核心人员利益。公司计划向符合条件的 686 名激励对象授予股票期权共 1,566.50 万份，预留 150 万份，行权价格为 9.48 元/股；向包含董监高和核心员工在内的 694 名激励对象授予限制性股票共 2,176.50 万股，预留 150 万股，授予价格为 6.32 元/股。本次股权激励计划需要考核 2023-2025 年每年的经营业绩，要求 2023 年营业收入不低于 100 亿元（同增 16.69%）；2024 年营业收入不低于 110 亿元（同增 10%）；2025 年营业收入不低于 121 亿元（同增 10%）。

表10：中顺洁柔 2022 年度股权激励考核目标

公司层面		个人层面
股票期权行权/限制性股票解除限售对应的考核年度为 2023 年-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。		激励对象的绩效考核结果分为“A”、“B”两个等级
第一个行权期/解除限售期	2023 年营业收入不低于 100 亿元（同增 16.69%）	A: 80 分（含）以上。个人层面可行权/解除限售比例=考核得分（考核得分超过 100 分的，按 100 分计算）/100
第二个行权期/解除限售期	2024 年营业收入不低于 110 亿元（同增 10%）	B: 80 分以下。个人层面可行权/解除限售比例=0%
第三个行权期/解除限售期	2025 年营业收入不低于 121 亿元（同增 10%）	

资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

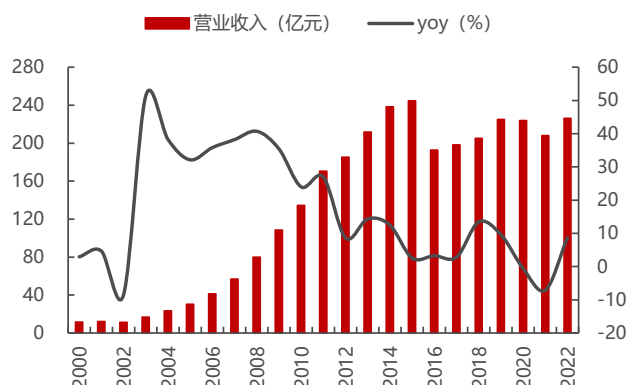
表11：中顺洁柔 2022 年度股权激励授予对象

类型	人数	人员范围	获授数量（万份）
股票期权	686	董事会认为应当激励的其他人员	1566.5
		预留	150
限制性股票	694	刘鹏（董事长、总裁）	150
		张扬（董事、副总裁）	150
		岳勇（副总裁）	110
		林天德（副总裁）	50
		赵明（副总裁）	30
		董晔（财务总监）	30
		张海军（董事会秘书、副总裁）	40
		董事会认为应当激励的其他人员（共计 687 人）	1616.5
		预留	150

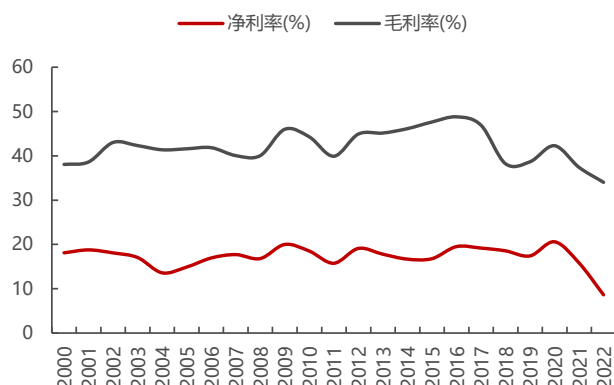
资料来源：中顺洁柔公告，民生证券研究院

3.3 恒安国际：高端产品蓬勃发展

恒安国际是 2022 年中国生活用纸市占率第一的企业。集团创建于 1985 年，是我国最大的生活用纸和卫生用品生产商，公司于 1998 年上市，共有 25 个生产基地。旗下包括安尔乐、心相印、七度空间、安儿乐四个品牌，卫生巾、纸尿裤、生活用纸是公司三大主要产品。2022 年实现营业收入/归母净利润 226.16/19.25 亿元，同比+8.78%/-41.19%，2000-2022 年 CAGR 分别为 14.44%/10.62%。原料价格高企，2021-2022 年公司毛利率及净利率呈下滑态势。

图77：恒安国际营业收入及增速


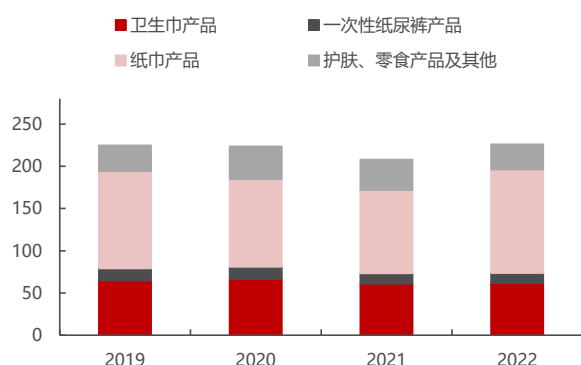
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图78：恒安国际净利率及毛利率


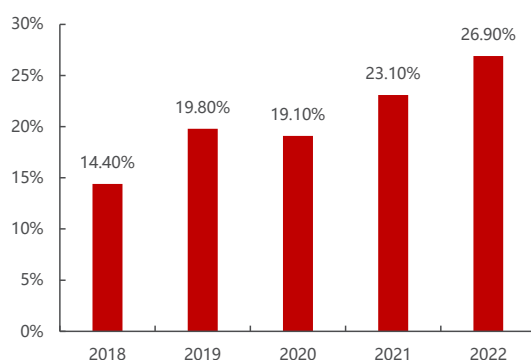
资料来源：同花顺，民生证券研究院

公司产品覆盖面广，高端产品蓬勃发展。公司产品包含纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤和护肤品、零食及其他，2022 年，公司纸巾/卫生巾/一次性纸尿裤/护肤品及其他分别实现收入 122.48/61.56/12.02/30.09 亿元，纸巾产品占比 54.16%，占据了公司收入的半壁江山。公司不断升级产品，2022 年“云感柔肤”系列高端纸巾销售同增近 80%，占纸巾销售超过 10%，高端化进程持续推进。

电商及新零售渠道表现突出。公司积极顺应行业趋势，通过传统电商平台、抖音销售产品，在电商领域持续发力，此外，公司积极把握社区团购和 O2O 平台，22 年销售占比超 13%。2022 年，电商渠道销售占比 26.9%，相比于 2018 年增加 12.5pct，未来仍有较大成长空间。

图79：分产品收入（亿元）


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图80：电商销售贡献率


资料来源：恒安国际公告，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 行业投资建议

目前生活用纸处于盈利&估值底，23Q3顺周期预期叠加旺季到来，终端消费有望触底回升，同时23Q2纸浆价格大幅下行，高价浆库存消耗完毕后，23Q3生活用纸企业盈利进入改善区间，参照过去数轮浆价下行周期经验，本轮盈利弹性值得期待。中期看行业高端化趋势和集中度提升逻辑依然存在，看好板块内具备消费品属性的龙头公司投资价值。

表12：生活用纸行业重点关注个股

代码	简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
3331.HK	维达国际	18.10	0.59	0.60	1.01	36	28	17	推荐
002511.SZ	中顺洁柔	10.35	0.26	0.33	0.60	39	32	17	推荐
1044.HK	恒安国际	29.65	1.66	2.35	2.75	23	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为2023年8月29日收盘价；中顺洁柔股价、EPS单位为元；维达国际股价、EPS单位为港元；恒安国际股价单位为港元，EPS单位为元；1HKD=0.93CNY）

4.2 重点公司

4.2.1 维达国际

盈利预测假设与业务拆分：

生活用纸：1) 收入：公司始终坚持投入于产品创新、品牌建设及商业运营能力等方面，进一步推进高端化与多元化的产品战略布局，推动实现稳健的业绩增长。综合考虑，假设2023-2025年收入增速分别为7%、7%、7.5%。**2) 毛利率：**公司持续开发、销售高端产品，提升高端产品占比，叠加原材料价格下跌，我们预计公司毛利率将持续提升。假设2023-2025年毛利率分别为28.5%、31.0%、31.5%。

个人护理产品：1) 收入：公司抓住市场机遇，着力推动营销互动、路演等活动，带动品牌认知度和销量双增长。综合考虑，假设2023-2025年收入增速分别为4%、5%、5.5%。**2) 毛利率：**公司推动创新科技发展，进行产品升级，我们预计公司个护板块毛利率稳中有升。假设2023-2025年毛利率分别为33%、34%、34%。

表13：维达国际营收拆分

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生活用纸	收入 (百万港元)	15500.82	16103.17	17230.39	18436.52	19819.26
	YOY	13.91%	3.89%	7.00%	7.00%	7.50%
	毛利率	35.40%	27.50%	28.50%	31.00%	31.50%
个人护理产品	收入 (百万港元)	3174.91	3314.39	3446.97	3619.31	3818.38
	YOY	9.35%	4.39%	4.00%	5.00%	5.50%
	毛利率	35.10%	31.70%	33.00%	34.00%	34.00%

资料来源：Wind，维达国际公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2023-2025年营收分别为206.77/220.56/236.38亿港元，同增6.5%/6.7%/7.2%，归母净利润分别为7.23/12.11/14.03亿港元，同增2.4%/67.5%/15.9%，当前股价（8月29日收盘价）对应PE分别为28/17/14X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：木浆价格浮动；主要市场竞争激烈。

表14：维达国际盈利预测与财务指标

单位 / 百万港元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,418	20,677	22,056	23,638
(+/-)(%)	4.0	6.5	6.7	7.2
净利润	706	723	1,211	1,403
(+/-)(%)	-56.9	2.4	67.5	15.9
EPS	0.59	0.60	1.01	1.17
P/E	36	28	17	14
P/B	2.1	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年8月29日收盘价）

4.2.2 中顺洁柔

盈利预测假设与业务拆分：

生活用纸：1) 收入：公司有序扩大产能并优化设备，提高市场份额，持续强化和巩固品牌力，预计随着下游需求复苏及成本压力缓解，收入实现增长。综合考虑，假设2023-2025年收入增速分别为17.12%、10.20%、9.43%。**2) 毛利率：**预计随着原材料价格下降，公司生活用纸业务毛利率回升至正常水平，预计2023-2025年毛利率分别为32.90%、36.00%、36.00%。

个人护理产品：1) 收入：随着下游需求回暖，预计公司加大个护业务投入，个护业务实现收入增长。综合考虑，假设2023-2025年收入每年增长5%。**2) 毛利率：**假设2023-2025年毛利率维持51%。

其他：假设收入及毛利率保持稳定。

表15：中顺洁柔营收拆分

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生活用纸	收入 (百万元)	8658.31	8350.20	9779.80	10777.15	11793.86
	YOY	15.45%	-3.56%	17.12%	10.20%	9.43%
	毛利率	36.99%	32.33%	32.90%	36.00%	36.00%
个人护理产品	收入 (百万元)	76.97	50.70	53.24	55.90	58.70
	YOY	-23.03%	-34.12%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	40.75%	50.50%	51.00%	51.00%	51.00%
其他	收入 (百万元)	414.60	168.79	168.79	168.79	168.79
	YOY	85.40%	-59.29%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	12.70%	7.74%	7.74%	7.74%	7.74%

资料来源：Wind，中顺洁柔公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2023-2025年营收分别为100.02/110.02/120.21亿元，同增16.7%/10.0%/9.3%，归母净利润分别为4.37/7.98/8.92亿元，同增24.7%/82.7%/11.8%，当前股价（8月29日收盘价）对应PE分别为32/17/15X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；纸浆价格大幅波动；安全生产风险。

表16：中顺洁柔盈利预测与财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,570	10,002	11,002	12,021
增长率 (%)	-6.3	16.7	10.0	9.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	350	437	798	892
增长率 (%)	-39.8	24.7	82.7	11.8
每股收益 (元)	0.26	0.33	0.60	0.67
PE	39	32	17	15
PB	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年8月29日收盘价）

4.2.3 恒安国际

盈利预测假设与业务拆分：

纸巾：1) 收入：公司致力于发展多元化产品组合，构建全国性销售网络，销售收入稳步提升。综合考虑，假设2023-2025年收入增速分别为15%、12%、10%。**2) 毛利率：**公司积极应对销售渠道的分散化，前期投入资源逐渐进入收获期。我们预计未来三年公司竞争优势会进一步扩大。综合考虑，假设2023-2025年毛利率分别为25%、27%、28%。

卫生巾：1) 收入：公司持续推动产品升级，提升新的零售渠道的销售比例，保持传统渠道稳定增长，巩固领先地位。综合考虑，假设2023-2025年收入增速

分别为 3%、2%、1%。**2) 毛利率：**公司终端较为强势，产品毛利率较高。我们预计未来三年公司仍能保持较好的竞争优势。假设 2023-2025 年毛利率分别为 70%、71%、72%。

纸尿裤：1) 收入：公司高端产品的销量保持增长势头，电子商务和孕产妇销售渠道的发展势头良好，抵消了中低端产品和传统渠道产品销售的下降。综合考虑，假设 2023-2025 年收入保持稳定。**2) 毛利率：**公司采取双品牌战略，推动产品进一步升级。我们预计未来三年公司有望进一步扩大市场份额。假设 2023-2025 年毛利率分别为 37%、37.5%、38%。

其他收入及家居用品：我们预计 2023-2025 年营收及毛利率保持稳定。

表17：恒安国际营收拆分

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
纸巾	收入 (百万元)	9842.43	12248.01	14085.21	15775.44	17352.98
	YOY	-5.20%	24.44%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	26.40%	20.70%	25.00%	27.00%	28.00%
卫生巾	收入 (百万元)	6116.53	6156.06	6340.74	6467.56	6532.23
	YOY	-8.09%	0.65%	3.00%	2.00%	1.00%
	毛利率	70.50%	66.80%	70.00%	71.00%	72.00%
纸尿裤	收入 (百万元)	1219.45	1202.35	1202.35	1202.35	1202.35
	YOY	-14.46%	-1.40%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	37.70%	36.90%	37.00%	37.50%	38.00%
其他收入及家居用品	收入 (百万元)	3611.74	3009.46	3009.46	3009.46	3009.46
	YOY	-7.65%	-16.68%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	11.00%	19.70%	19.70%	19.70%	19.70%

资料来源：Wind，恒安国际公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2023-2025年营收分别为246.38/264.55/280.97亿元，同增8.9%/7.4%/6.2%，归母净利润分别为27.29/31.97/34.62亿元，同增41.7%/17.1%/8.3%，当前股价（8月29日收盘价）对应PE分别为12/10/9X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：原材料价格上涨；产品安全风险。

表18：恒安国际盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,616	24,638	26,455	28,097
(+/-)(%)	8.8	8.9	7.4	6.2
净利润	1,925	2,729	3,197	3,462
(+/-)(%)	-41.2	41.7	17.1	8.3
EPS	1.66	2.35	2.75	2.98
P/E	23	12	10	9
P/B	2.3	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

5 风险提示

- 1) 自然灾害等不可抗力因素导致浆企停产：上游木浆厂可能会受到火灾、暴雨等极端天气影响，另外芬兰码头工人罢工仍为潜在隐患，一旦上游木浆厂停机，浆价可能会重新上涨。
- 2) 下游消费恢复不及预期：随着疫情结束，目前经济最大影响因素消失，但不排除其他黑天鹅事件扰动经济发展趋势。

维达国际财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	9,585	11,286	12,383	14,110
现金及现金等价物	607	3,005	2,626	4,611
应收账款及票据	2,340	2,670	2,674	3,053
存货	6,015	4,947	6,375	5,686
其他	624	664	708	759
非流动资产合计	14,704	14,240	14,065	13,902
固定资产	10,354	10,160	10,082	10,012
商誉及无形资产	2,604	2,420	2,323	2,230
其他	1,746	1,660	1,660	1,659
资产合计	24,289	25,526	26,448	28,012
流动负债合计	8,827	8,623	8,834	9,594
短期借贷	999	1,499	1,499	1,499
应付账款及票据	4,822	3,783	3,771	4,277
其他	3,005	3,341	3,563	3,819
非流动负债合计	3,462	4,662	4,662	4,662
长期借贷	2,889	4,089	4,089	4,089
其他	573	573	573	573
负债合计	12,288	13,285	13,495	14,256
普通股股本	120	120	120	120
储备	12,296	12,537	13,248	14,051
归属母公司股东权益	12,000	12,242	12,953	13,756
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12,000	12,242	12,953	13,756
负债和股东权益合计	24,289	25,526	26,448	28,012

现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,081	2,209	1,448	3,912
净利润	706	723	1,211	1,403
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,270	1,296	1,275	1,262
营运资金变动及其他	105	190	-1,038	1,247
投资活动现金流	-1,102	-837	-1,099	-1,099
资本支出	-1,154	-919	-1,100	-1,100
其他投资	52	81	1	1
筹资活动现金流	-1,339	1,026	-728	-828
借款增加	-908	1,699	0	0
普通股增加	28	0	0	0
已付股利和利息	-602	-673	-728	-828
其他	142	0	0	0
现金净增加额	-418	2,398	-379	1,985

资料来源：维达国际公告，民生证券研究院预测；币种均为港币

利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,418	20,677	22,056	23,638
其他收入	7	0	0	0
营业成本	13,934	14,629	15,110	16,096
销售费用	3,837	4,032	4,301	4,586
管理费用	912	972	1,037	1,111
研发费用	0	0	0	0
财务费用	70	180	167	175
权益性投资损益	-0	-0	-0	-0
其他损益	49	-4	0	0
除税前利润	747	860	1,441	1,670
所得税	41	137	230	267
净利润	706	723	1,211	1,403
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	706	723	1,211	1,403
EBIT	817	1,040	1,608	1,845
EBITDA	2,087	2,336	2,883	3,107
EPS (元)	0.59	0.60	1.01	1.17

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	3.97	6.49	6.67	7.17
归属母公司净利润	-56.91	2.37	67.54	15.87
盈利能力(%)				
毛利率	28.24	29.25	31.49	31.90
净利率	3.64	3.50	5.49	5.94
ROE	5.88	5.90	9.35	10.20
ROIC	4.86	4.90	7.29	8.01
偿债能力				
资产负债率(%)	50.59	52.04	51.03	50.89
净负债比率(%)	27.34	21.10	22.86	7.10
流动比率	1.09	1.31	1.40	1.47
速动比率	0.40	0.74	0.68	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.83	0.85	0.87
应收账款周转率	8.26	8.26	8.26	8.26
应付账款周转率	3.72	3.40	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.60	1.01	1.17
每股经营现金流	1.73	1.84	1.20	3.25
每股净资产	9.97	10.17	10.76	11.43
估值比率				
P/E	36	28	17	14
P/B	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.97	10.69	8.66	8.04

中顺洁柔财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,570	10,002	11,002	12,021
营业成本	5,831	6,744	7,081	7,733
营业税金及附加	55	64	71	77
销售费用	1,749	2,020	2,195	2,398
管理费用	372	420	451	481
研发费用	204	230	248	270
EBIT	380	555	992	1,100
财务费用	-32	14	25	19
资产减值损失	-20	-38	-40	-43
投资收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	401	504	928	1,038
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	409	512	936	1,047
所得税	61	76	139	155
净利润	349	437	798	892
归属于母公司净利润	350	437	798	892
EBITDA	800	994	1,472	1,638

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,325	973	1,468	2,013
应收账款及票据	1,096	1,279	1,406	1,537
预付款项	15	18	19	20
存货	1,912	2,173	2,282	2,492
其他流动资产	352	1,178	1,180	1,182
流动资产合计	4,699	5,620	6,354	7,243
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,014	3,058	3,084	3,181
无形资产	214	214	213	212
非流动资产合计	3,636	3,828	3,937	4,029
资产合计	8,335	9,448	10,291	11,273
短期借款	608	1,008	1,008	1,008
应付账款及票据	1,289	1,491	1,565	1,709
其他流动负债	1,111	1,276	1,343	1,465
流动负债合计	3,008	3,774	3,916	4,182
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	146	119	119	119
非流动负债合计	146	119	119	119
负债合计	3,154	3,894	4,035	4,302
股本	1,315	1,335	1,335	1,335
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	5,181	5,555	6,256	6,971
负债和股东权益合计	8,335	9,448	10,291	11,273

资料来源：中顺洁柔公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.34	16.71	10.00	9.27
EBIT 增长率	-45.12	45.87	78.84	10.89
净利润增长率	-39.77	24.74	82.74	11.78
盈利能力 (%)				
毛利率	31.96	32.57	35.64	35.68
净利率	4.08	4.36	7.25	7.42
总资产收益率 ROA	4.20	4.62	7.75	7.91
净资产收益率 ROE	6.76	7.86	12.76	12.80
偿债能力				
流动比率	1.56	1.49	1.62	1.73
速动比率	0.81	0.60	0.74	0.85
现金比率	0.44	0.26	0.37	0.48
资产负债率 (%)	37.84	41.21	39.21	38.16
经营效率				
应收账款周转天数	46.18	46.18	46.18	46.18
存货周转天数	119.66	119.66	119.66	119.66
总资产周转率	1.08	1.12	1.11	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.33	0.60	0.67
每股净资产	3.88	4.16	4.69	5.22
每股经营现金流	0.29	0.34	0.91	1.03
每股股利	0.06	0.07	0.13	0.15
估值分析				
PE	39	32	17	15
PB	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.60	13.36	9.02	8.11
股息收益率 (%)	0.60	0.70	1.28	1.43

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	349	437	798	892
折旧和摊销	420	439	480	538
营运资金变动	-405	-423	-137	-121
经营活动现金流	392	455	1,208	1,379
资本开支	-315	-548	-579	-620
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-475	-1,106	-580	-621
股权募资	25	19	0	0
债务募资	627	399	0	0
筹资活动现金流	504	299	-133	-213
现金净流量	451	-352	495	545

恒安国际财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	28,109	29,281	31,173	32,591
现金及现金等价物	6,089	6,486	7,809	8,527
应收账款及票据	2,932	3,498	3,406	3,926
存货	4,545	4,579	5,081	5,119
其他	14,543	14,719	14,876	15,019
非流动资产合计	14,229	14,147	14,120	14,093
固定资产	8,068	8,022	8,027	8,032
商誉及无形资产	691	657	624	593
其他	5,469	5,469	5,469	5,469
资产合计	42,337	43,429	45,293	46,684
流动负债合计	20,394	20,538	21,183	21,289
短期借贷	15,029	15,029	15,029	15,029
应付账款及票据	2,921	2,828	3,259	3,168
其他	2,445	2,681	2,896	3,092
非流动负债合计	2,167	2,167	2,167	2,167
长期借贷	2,001	2,001	2,001	2,001
其他	166	166	166	166
负债合计	22,562	22,705	23,351	23,456
普通股股本	123	123	123	123
储备	19,103	20,032	21,228	22,491
归属母公司股东权益	19,524	20,453	21,649	22,912
少数股东权益	252	271	293	316
股东权益合计	19,776	20,723	21,942	23,228
负债和股东权益合计	42,337	43,429	45,293	46,684

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,810	3,303	4,479	4,073
净利润	1,925	2,729	3,197	3,462
少数股东权益	24	19	22	24
折旧摊销	887	881	877	876
营运资金变动及其他	974	-326	383	-289
投资活动现金流	-6,066	-444	-494	-494
资本支出	-1,245	-800	-850	-850
其他投资	-4,821	356	356	356
筹资活动现金流	-4,137	-2,461	-2,661	-2,861
借款增加	-1,197	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利和利息	-1,627	-2,461	-2,661	-2,861
其他	-1,313	0	0	0
现金净增加额	-6,251	397	1,323	718

资料来源：恒安国际公告，民生证券研究院预测；币种均为人民币

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,616	24,638	26,455	28,097
其他收入	12	19	19	19
营业成本	14,926	15,640	16,560	17,485
销售费用	3,369	3,696	4,018	4,268
管理费用	1,519	1,601	1,720	1,826
研发费用	353	384	413	438
财务费用	-413	-61	-269	-295
权益性投资损益	-14	-14	-14	-14
其他损益	-379	329	329	329
除税前利润	2,833	3,711	4,348	4,709
所得税	884	964	1,129	1,223
净利润	1,949	2,748	3,219	3,486
少数股东损益	24	19	22	24
归属母公司净利润	1,925	2,729	3,197	3,462
EBIT	2,420	3,651	4,079	4,414
EBITDA	3,307	4,532	4,957	5,290
EPS (元)	1.66	2.35	2.75	2.98

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	8.78	8.94	7.38	6.21
归属母公司净利润	-41.19	41.74	17.14	8.31
盈利能力(%)				
毛利率	34.00	36.52	37.40	37.77
净利率	8.51	11.08	12.08	12.32
ROE	9.86	13.34	14.77	15.11
ROIC	4.52	7.16	7.75	8.12
偿债能力				
资产负债率(%)	53.29	52.28	51.56	50.24
净负债比率(%)	55.33	50.88	42.02	36.61
流动比率	1.38	1.43	1.47	1.53
速动比率	0.54	0.59	0.64	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.57	0.60	0.61
应收账款周转率	7.66	7.66	7.66	7.66
应付账款周转率	5.44	5.44	5.44	5.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.66	2.35	2.75	2.98
每股经营现金流	3.28	2.84	3.85	3.50
每股净资产	16.80	17.60	18.63	19.72
估值比率				
P/E	23	12	10	9
P/B	2.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.64	9.95	9.10	8.53

插图目录

图 1: 维达国际 PS-Bands (收盘价单位: 港元)	3
图 2: 中顺洁柔 PS-Bands (收盘价单位: 元)	3
图 3: 恒安国际 PS-Bands (收盘价单位: 港元)	4
图 4: 针叶浆/阔叶浆均价 (美元/吨) 及中顺洁柔销售毛利率	5
图 5: 主要生活用纸企业库存周转天数 (天)	6
图 6: 中顺洁柔生产成本构成 (2010H1)	6
图 7: 生活纸行业产能利用率	7
图 8: 景兴纸业生活用纸毛利率	7
图 9: 中顺洁柔销售毛利率/销售费用率及毛销差	7
图 10: 我国消费者信心指数	8
图 11: 我国消费者信心指数及制造业 PMI	8
图 12: 针叶浆/阔叶浆价格	10
图 13: 美国/欧元区 PMI	10
图 14: 全球阔叶浆需求	10
图 15: 全球针叶浆需求	10
图 16: 中顺洁柔成本费用拆分	11
图 17: 生活用纸市场规模	12
图 18: 我国生活用纸消费量	12
图 19: 我国生活用纸单价	12
图 20: 我国生活用纸人均消费量	13
图 21: 2017 年各国 (地区) 生活用纸人均消费量 (kg)	13
图 22: 我国生活用纸品类占比	13
图 23: 2021 年中国与发达国家和地区生活纸品类占比	13
图 24: 我国生活用纸纤维原料占比变化 (%)	14
图 25: 我国生活用纸销售渠道占比变化	14
图 26: 2022 年我国生活用纸行业梯队	15
图 27: 我国生活用纸行业集中度	15
图 28: 我国第一梯队生活用纸企业市占率	15
图 29: 我国生活用纸主要二线品牌市占率	16
图 30: 舒洁&妮飘市占率	16
图 31: 美国生活用纸行业 CR3 集中度	17
图 32: 2022 年美国生活用纸行业市场份额	17
图 33: 日本生活用纸行业 CR3 集中度	17
图 34: 2022 年日本生活用纸行业市场份额	17
图 35: 金佰利主要品牌	18
图 36: 1955-2022 年日本 GDP 及其增长率	18
图 37: 日本卫生纸年户均消费额及增速	20
图 38: 日本面巾纸年户均消费额及增速	20
图 39: 日本年户均生活用纸消费占总消费额的比例	20
图 40: 日本生活用纸价格指数	21
图 41: 日本卫生纸年需求量	21
图 42: 日本生活用纸行业 CR3 (%)	21
图 43: 王子控股收入及增速	22
图 44: 大王制纸收入及增速	22
图 45: 王子控股归母净利润及增速	22
图 46: 大王制纸归母净利润及增速	22
图 47: 2022 年大王制纸主要产品	23
图 48: 大王制纸历史沿革 (单位: 十亿日元)	24
图 49: 维达国际发展历程	25
图 50: 维达国际营业收入及增速	25
图 51: 维达国际净利率及毛利率	25
图 52: 22Q1-23Q2 毛利率情况	26
图 53: 23Q1-Q2 净利润及增速	26
图 54: 维达国际分品类收入 (亿港元) 及增速	26

图 55: 维达国际主要产品及品牌	27
图 56: 高端产品组合占纸巾销售比重	27
图 57: 2022 年以来维达部分高端生活用纸新产品	28
图 58: Libresse 主要产品	28
图 59: 分渠道收入占比	29
图 60: 2022 年维达国际分渠道收入占比	29
图 61: 维达国际股权结构图 (截至 2023 年 6 月 30 日)	29
图 62: 中顺洁柔营业收入及增速	30
图 63: 中顺洁柔净利率及毛利率	30
图 64: 中顺洁柔 22Q1-23Q2 毛利率情况	31
图 65: 中顺洁柔 23Q1-Q2 净利润及增速	31
图 66: 中顺洁柔分品类收入 (百万元)	31
图 67: 2022 年中顺洁柔分品类收入	31
图 68: 中国湿巾行业市场规模及增速	32
图 69: 2019 年中国&美国&西欧人均湿巾消费对比	32
图 70: 中顺洁柔亲肤湿巾抖音宣传	33
图 71: 中顺洁柔湿巾多种宣传方式	33
图 72: 恒安国际湿纸巾收入 (百万元) 及增速	33
图 73: 中顺洁柔广告费用及广告费用率	34
图 74: 中顺洁柔研发投入及增速	35
图 75: 中顺洁柔&恒安国际研发费用率 (%)	35
图 76: 中顺洁柔分渠道收入占比	35
图 77: 恒安国际营业收入及增速	38
图 78: 恒安国际净利率及毛利率	38
图 79: 分产品收入 (亿元)	38
图 80: 电商销售贡献率	38

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 我国近期发布众多促销费、稳增长政策	9
表 2: 纸浆扩产计划	10
表 3: 生活用纸企业纸浆成本测算	11
表 4: 中顺洁柔毛利率纸浆价格敏感性分析	11
表 5: 主要生活用纸品牌抽纸价格	16
表 6: 日本经济发展的三个阶段	19
表 7: 洁柔产品开发历程	32
表 8: 中顺洁柔部分工艺升级	34
表 9: 中顺洁柔主要管理层情况 (截至 2023 年 8 月 14 日)	36
表 10: 中顺洁柔 2022 年度股权激励考核目标	37
表 11: 中顺洁柔 2022 年度股权激励授予对象	37
表 12: 生活用纸行业重点关注个股	39
表 13: 维达国际营收拆分	40
表 14: 维达国际盈利预测与财务指标	40
表 15: 中顺洁柔营收拆分	41
表 16: 中顺洁柔盈利预测与财务指标	41
表 17: 恒安国际营收拆分	42
表 18: 恒安国际盈利预测与财务指标	42
维达国际财务报表数据预测汇总	44
中顺洁柔财务报表数据预测汇总	45
恒安国际财务报表数据预测汇总	46

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026