

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年06月06日

市场数据

目前股价	10.44
总市值（亿元）	136.38
流通市值（亿元）	132.88
总股本（万股）	130,637
流通股本（万股）	127,280
12个月最高/最低	11.23/6.72

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

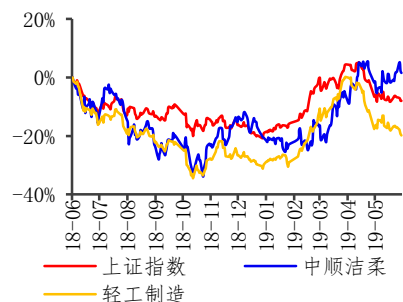
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<< “产能+渠道”双轮驱动，深刻受益消费升级 >> 2018-03-19

纸巾家外市场剖析：消费升级趋势下进攻的商销渠道

——中顺洁柔（002511）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	6866	8255	9914
(+/-%)	20.9%	20.2%	20.1%
净利润	535	660	778
(+/-%)	31.4%	23.4%	17.9%
摊薄 EPS	0.41	0.51	0.60
PE	26	21	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 家外销售，又称纸巾商销（AFH, Away-From-Home）即纸巾生产商或品牌商向酒店、餐厅等消费者在家以外的场所批量销售纸巾的模式。2018年中国纸巾商销市场规模达 42.6 亿美元，从人均消费的角度来看，美国人均商销纸巾消费额为 19 美元，中国仅为 3 美元。参照美国的市场规模，我国纸巾商销市场还有 6 倍的发展空间。
- 聚焦海外，全球商销引领品牌 Tork 凭借多品类一站式服务，顾客忠诚度较高，利润率高于 2C 端。Tork 品牌由瑞典公司 Mönlycke 创建于 1968 年，当前归属于 Essity Group（前身为 SCA 爱生雅，维达国际控股股东）。2018 年商销收入实现 32.22 亿美元，在全球与欧洲市场的市场份额均位列第一；公司不断进行品类扩张，提供如纸巾分配器、马桶垫及分配器、洗手液、空气清新剂，甚至如纸巾管理软件、纸巾回收系统等产品。通过一站式产品和服务，有效提升品牌忠诚度，忠实客户的订单占比高达 73%。公司商销渠道的利润率保持 10-15%，高于 Essity 2C 纸巾销售的利润率。
- 头部家外销售以联合促销为主，此外在集采端潜力较大。联合促销即公司定制企业 logo 以赠品方式赠与客户作为促销手段的模式。从头部企业来看，目前洁柔、维达商销中约大半为联合促销。联合促销客户对于品质和品牌有一定要求，头部企业有较大的优势。从下游分布来看，中国纸巾商销客户主要集中在酒店餐饮、商务办公等服务型较强的场所，参考美国，随着经济发展以及政策催化，未来有望渗透至服务属性较弱的医疗保健、公共服务等领域。商销市场的行业集中度较低，维达市占率约为 3.6%，中顺市占率约为 0.9%，CR4 不足 10%，相对于零售市场 34% 的集中度，商销市场当前还较为分散。我们认为在消费升级及政府阳光采购的催化下，头部纸企在商销的份额将逐步提升。
- 我们认为商销渠道的放量是行业性机会，率先布局的头部企业有望受益。从上市公司数据来看，企业商销过去 3 年的增速明显快于 C 端渠道，表现出明显的行业性红利机会。目前行业领先者维达拥有 Tork 品牌在中国

的独家营销权，商销采取维达、多康双品牌运营的模式。2018 年收入达 20.87 亿人民币，其中约 50% 为中国大陆地区收入，当前 **Tork** 品牌收入占比较低，在中国占比约为 20%。中顺洁柔商销渠道基数较小，自 2015 年重新组建销售团队以来，中顺拆分商销渠道独立运营，3Y CAGR 为 48.01%，2018 年收入达 2.7 亿元人民币。公司传统渠道如 **GT**、**KA** 快速铺开，为商销渠道提供有力的物流服务支持。鉴于中高端生活用纸于大型企业率先爆发，公司将依托于零售端系列高端产品，持续深耕开发如中石油、招商银行等大客户，同时顺应集采大趋势，积极绑定史泰博、科力普等有集采入口的企业，进一步打开收入和利润增长的空间。

- **投资建议：**当前公司商销收入体量较小，与美国相比我国纸巾商销市场发展空间广阔，中高端用纸渗透率有望逐步提升，公司商销渠道有望依托于公司完善的产品线以及传统渠道的服务支持，在商销市场上获得较大的市场份额，进一步扩大生产规模，提升产能利用率和盈利能力。同时，看好 2019 年木浆价格维持低位，增值税下调催化公司利润弹性释放。预测公司 2019-2020 年 **EPS** 分别为 0.41、0.51 元，对应 **PE** 分别为 26X、21X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

目录

1. 中国纸巾家外市场空间广阔	5
2. 聚焦海外，全球商销领导品牌 Tork 凭借多品类一站式服务引领多年	6
3. 行业集中度和渗透率均较低，龙头企业大有可为	9
4. 商销渠道的头部集中是行业性机会，率先布局的头部企业有望受益	12
5. 投资建议	17
6. 风险提示	18
附：盈利预测表	19

图表目录

图 1: AFH 纸巾使用场景	5
图 2: 中国纸巾商销市场规模 (亿美元) /YOY (%)	5
图 3: 美国纸巾商销市场规模 (亿美元) /YOY (%)	5
图 4: 中国人均商销纸巾消费额 (美元) /YOY (%)	6
图 5: 美国人均商销纸巾消费额 (美元) /YOY (%)	6
图 6: 中美出厂价口径商销/零售市场规模比	6
图 7: 商销、零售渠道人均消费额美国/中国比	6
图 8: TORK 收入 (亿美元) /YOY (%)	7
图 9: Essity 的市场排名	7
图 10: SCA (Essity) 纸巾业务的外延收购历史	7
图 11: Tork 品牌各个地理地区收入占比	8
图 12: Tork 品牌发达/新兴市场收入占比	8
图 13: Essity 商销、零售渠道营业利润、收入占比	8
图 14: TORK 商销、零售营业利润率 (%)	8
图 15: TORK 的市场首创	8
图 16: Tork 品牌丰富的产品线	9
图 17: 中国纸巾商销品牌及客户分层	10
图 18: 中美 AFH 销售下游客户占比 (%) 对比	10
图 19: 餐饮业消费额 (万亿元) /YOY	11
图 20: 国内旅游收入 (万亿元) /YOY	11
图 21: 维达 AFH 收入 (亿元) /YOY (%)	12
图 22: 中顺 AFH 收入 (亿元) /YOY (%)	12
图 23: 维达传统渠道收入 (亿元) /YOY (%)	12
图 24: 中顺传统渠道收入 (亿元) /YOY (%)	12
图 25: 维达/中顺 AFH 收入占比 (%)	13
图 26: 恒顺达金零售市场市占率 (%)	13
图 27: 维达/中顺纸巾 AFH 中国市场市占率 (%)	14
图 28: 中顺洁柔商销渠道类型及大客户	14
图 29: 中顺洁柔 AFH 层级结构	15
图 30: 中顺洁柔组织架构	15
图 31: 中顺洁柔商销渠道产品支持各类零售产品定制	16
图 32: 维达商销渠道双品牌运行	16
表 1: 全球最贵十大写字楼&租金 (美元/平方米/年)	11
表 2: 商销场所纸巾提供及服务属性对比	12

1. 中国纸巾家外市场空间广阔

纸巾家外市场，即商销（AFH, Away-From-Home）即纸巾生产商或品牌商向酒店、餐厅等消费者在家以外的场所批量销售纸巾，以满足消费者在外使用纸巾需求的市場。

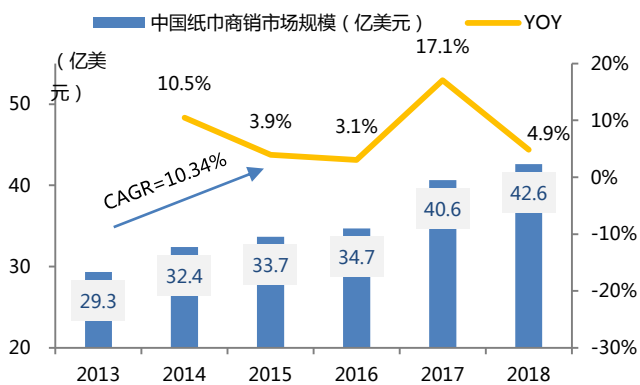
图 1: AFH 纸巾使用场景



资料来源: 长城证券研究所

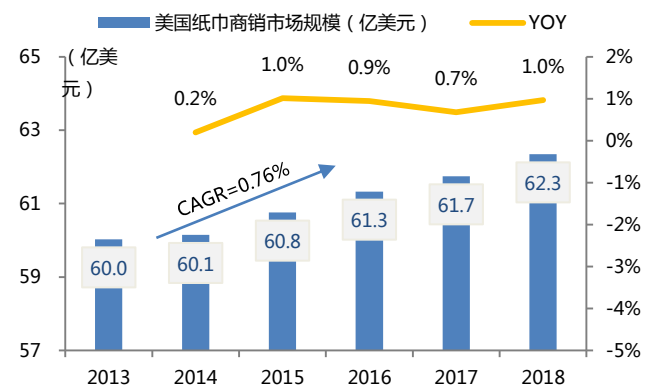
我国商销渠道目前规模约为 42.6 亿美元，5YCAGR 为 10.34%。从人均角度来看，2018 年中国人均家外纸巾消费金额仅为 3.05 美元，而美国人均商销纸巾消费额为 19.04 美元。国内商销渠道对比美国依然有 6 倍以上的渗透空间。

图 2: 中国纸巾商销市场规模 (亿美元) /YOY (%)



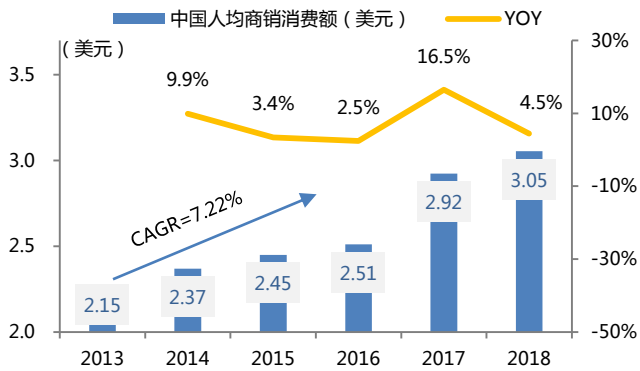
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 3: 美国纸巾商销市场规模 (亿美元) /YOY (%)



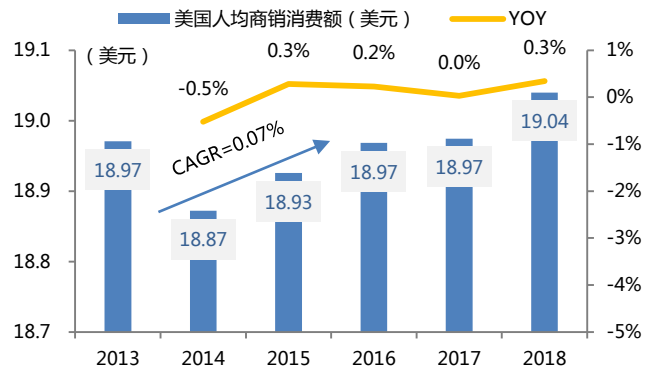
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 4：中国人均商销纸巾消费额（美元）/YOY（%）



资料来源：公开资料，长城证券研究所

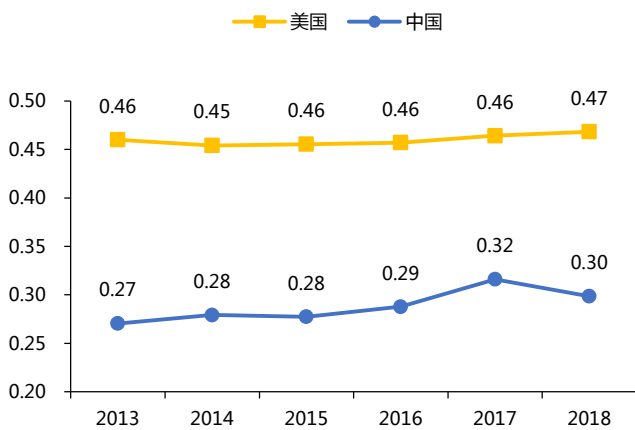
图 5：美国人均商销纸巾消费额（美元）/YOY（%）



资料来源：公开资料，长城证券研究所

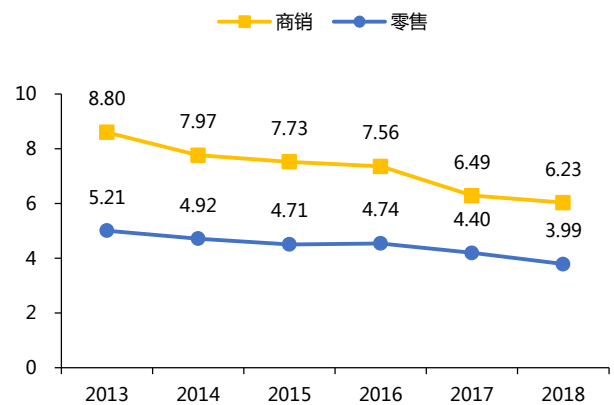
当前家居外市场渗透率低于家居市场。商销与零售市场是消费者纸巾消费相互补充的两个市场，中国的商销/零售市场比仅为 0.3，而美国商销与零售市场之比稳定在 0.46 左右。若区分家外/家居市场，可估算 2018 年我国人均生活用纸量家外/家居消费量分别为 1.49kg/4.97kg；美国为 7.00kg/14.89kg，家外市场的渗透率明显低于家居市场。同时，头部企业的商销渠道占比均低于行业平均 23%，我们认为头部纸巾企业后续在商销渠道大有可为。

图 6：中美出厂价口径商销/零售市场规模比



资料来源：公开资料，长城证券研究所

图 7：商销、零售渠道人均消费额美国/中国比



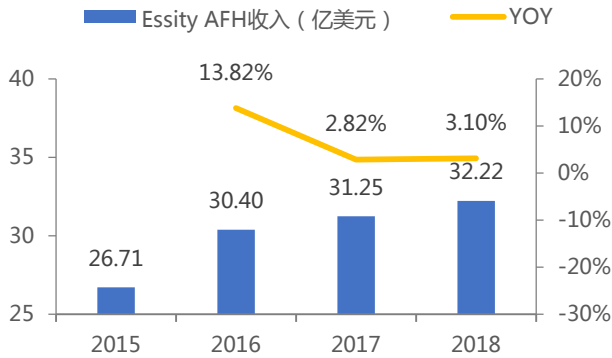
资料来源：公开资料，长城证券研究所

2. 聚焦海外，全球商销领导品牌 Tork 凭借多品类一站式服务引领多年

Tork 品牌由瑞典医疗敷料公司 Månlycke 创建于 1968 年，当前归属于爱适瑞（Essity）公司。Tork 品牌自创立以来便致力于持续创新为顾客带来更优质、便捷的纸巾管理服务

体验。1975 年爱生雅 (SCA) 集团收购 Mjlnlycke, Tork 品牌被一同划转至爱生雅公司旗下。2016 年爱生雅集团重新梳理自己的业务结构, 将卫生健康和生活用纸业务纳入新组建的爱适瑞 Essity 公司, 将森林木制品和其他造纸业整合在爱生雅公司旗下。

图 8: TORK 收入 (亿美元) /YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

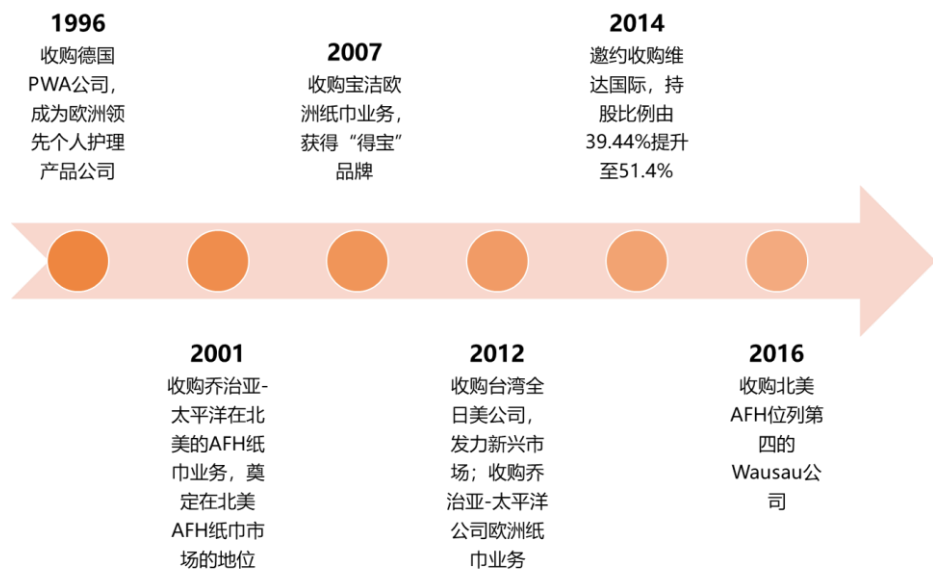
图 9: Essity 的市场排名



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

Tork 是纸巾商销市场的领导者, 在全球与欧洲市场的市场份额均位列第一, 于北美、亚洲、拉丁美洲分别位列第二、三、四位。Tork 通过不断外延并购区域小品牌来扩大其单品牌影响力: 1996 年公司收购德国 PWA 公司, 2001 年收购乔治太平洋北美 AFH 业务, 2016 年 Essity 收购了北美 AFH 排列第四的公司 Wausau Paper Corp。从营收角度来看, 2016 年 Tork 品牌营收同比增长约 14%, 2017、2018 年整体则保持低个位数稳健增长, 2018 年全球收入达 32.22 亿美元。当前 Tork 品牌已经覆盖全世界超过 90 个国家, 其中约 81% 位于发达国家, 新兴市场仍有较大的成长空间。

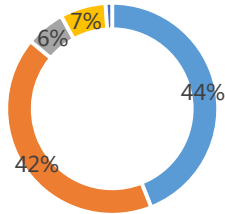
图 10: SCA (Essity) 纸巾业务的外延收购历史



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

图 11: Tork 品牌各个地理地区收入占比

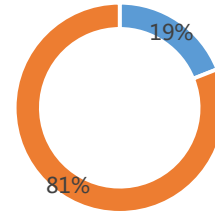
■ 欧洲 ■ 北美 ■ 拉丁美洲 ■ 亚洲 ■ 其他



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 12: Tork 品牌发达/新兴市场收入占比

■ 新兴市场 ■ 发达市场

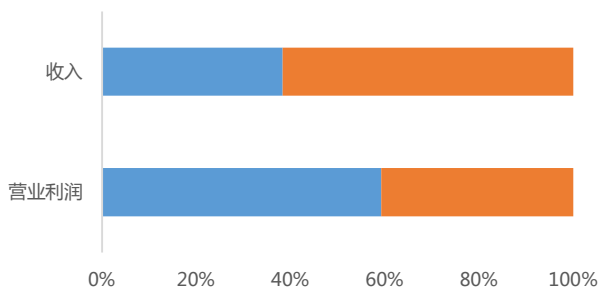


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

Essity 背靠集团百年林业资源, 拥有林浆纸一体化布局, 家外和家居双驱, 平台优势明显。2018 年 Essity 2C/ AFH 分别获得 51.9/ 32.22 亿美元的收入, 两大部门在生产端的规模效应带来成本优势。公司零售端市占率于全球范围内排名前列, 广袤的零售布局使得公司拥有对消费者更灵敏的触角, 能够更好地理解消费者的需求, 从而在 B 端提供让消费者满意的创新商品。

图 13: Essity 商销、零售渠道收入、营业利润占比

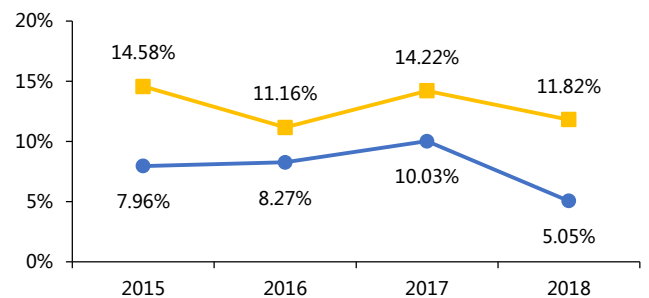
■ AFH ■ 2C



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 14: TORK 商销、零售营业利润率 (%)

■ AFH ■ 2C



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 15: TORK 的市场首创



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

Tork 提供一篮子产品的销售和服务，一站式解决方案提高客户忠诚度，利润率保持在 10-15%。公司设计并打包销售一系列产品，如纸巾分配器、马桶垫及分配器、洗手液、空气清新剂等产品，甚至如纸巾余量提醒管理软件、纸巾回收系统等软件产品。打包销售既可以从收入端打开成长天花板，同时也可以提高客户的忠诚度，其忠实客户的订单占比高达 73%，较高的客户忠诚度带来较高的利润率。从营业利润率来看，AFH 渠道高于 2C 渠道，保持 10-15% 的水平。

图 16: Tork 品牌丰富的产品线



资料来源：公司官网，长城证券研究所

3. 行业集中度和渗透率均较低，龙头企业大有可为

AFH 市场可以分为高中低三层，**高端市场**方面，金佰利进入中国市场较早，与多康相似，通过提供一系列的服务抢占市场，目前主要针对高端酒店、餐馆等客户。**中高端方面**主要由纸巾零售品牌四大家瓜分，根据草根调研，维达商渠道占比约为 3.6%，中顺占比约为 0.9%。在**低端商销用纸**中，杂牌、地方性品牌等占比较高。相对于零售市场的高集中度，商销市场当前还较为分散。

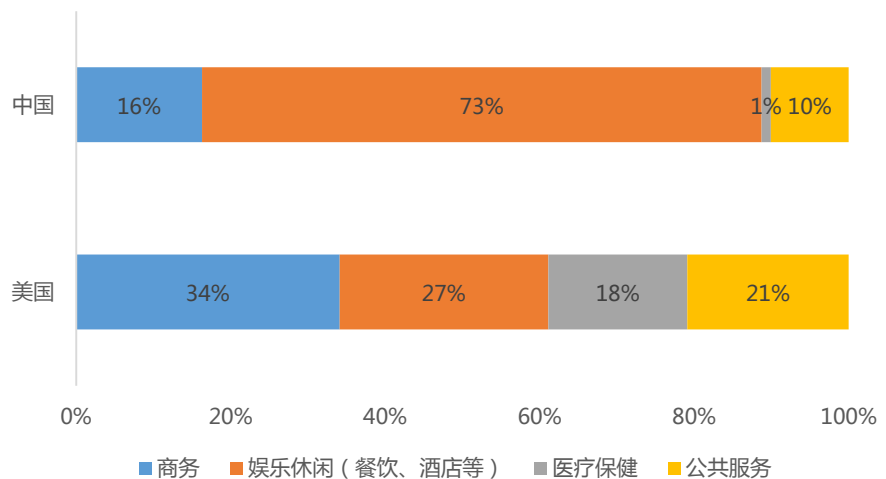
图 17：中国纸巾商销品牌及客户分层



资料来源：长城证券研究所

当前中国纸巾的使用场所主要集中在娱乐休闲，占比高达 73%；其次为商务、公共服务，分别占比 16%、10%；医疗保健占比仅为 1%。美国四大应用场景的占比则较为均衡，商务渠道最高，占比为 34%，酒店餐饮、公共服务、医疗保健分别为 27%、21%、18%。

图 18：中美 AFH 销售下游客户占比 (%) 对比

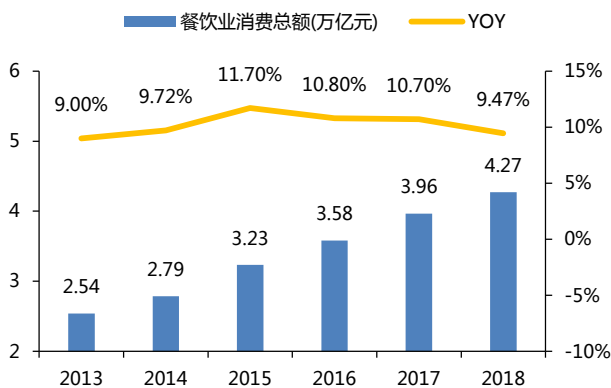


资料来源：公开资料，长城证券研究所

商销纸巾在服务属性较强的场所率先放量，未来有望传导至服务属性较弱的场所。按服务属性强弱排列：娱乐休闲>商务大楼>公共服务>城市公厕。娱乐休闲场所需要通过提供附加服务吸引使用者；而随着大量新型高端商务大楼拔地而起，办公环境与卫生间等物业服务成为公司场所选择的重要考量。

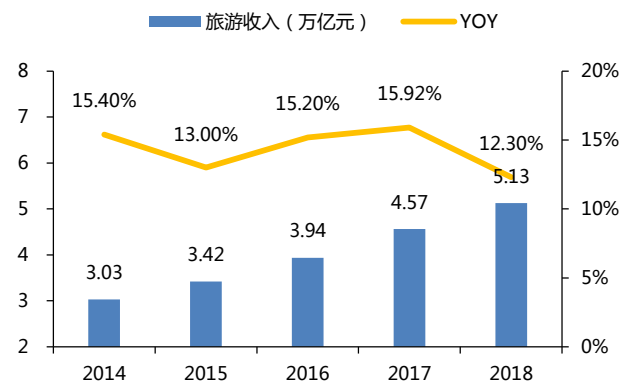
娱乐休闲（餐饮酒店）、办公渠道将持续放量。当前餐饮酒店率先放量，而随着经济增长，消费者消费升级大势持续，我国的餐饮、出游消费还将稳步上升。从办公场景来看，当前我国办公楼不断高端化，根据世邦魏理仕的调查报告，当前中国大陆地区已有三处写字楼跻身全球最贵的写字楼排行榜。高端写字楼对于办公场所环境持续优化的要求将不断提高，这其中就包括了提供日常必需品纸巾的需求。

图 19：餐饮业消费额（万亿元）/YOY



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 20：国内旅游收入（万亿元）/YOY



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

表 1：全球最贵十大写字楼&租金（美元/平方米/年）

排名	市场	租用成本（美元/平方米/年）
1	香港，中环	3252.8
2	英国，伦敦（西区）	2299.5
3	美国，纽约（曼哈顿中城）	2180.5
4	香港，西九龙中国	2043.2
5	北京（CBD）中国	1968.8
6	北京金融街	1831.1
7	日本，东京（丸之内/大阪町）	1739.4
8	美国，纽约（曼哈顿中城南区）	1679.5
9	印度，新德里（康诺特广场 cbd）	1654.7
10	中国，上海（浦东）	1438.9

资料来源：世邦魏理仕《全球优质写字楼租用成本调查报告》，长城证券研究所

公共服务体系免费卫生纸需要考虑支出成本、人民素质、管理难度等因素。当前人民素质较低所带来的高昂支出成本抑制了免费卫生纸的推广。但公厕使用为刚性需求，未来收费卫生间模式、共享卫生纸模式有望增加卫生间纸巾配备率。公厕纸巾的配备率提升必然带来这一场景的增量需求。

表 2: 商销场所纸巾提供及服务属性对比

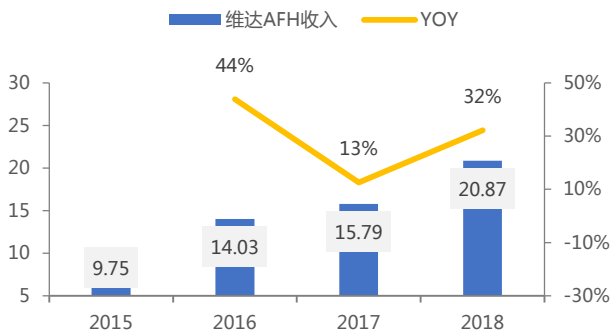
	场所	纸巾费用支出方	是否免费提供
服务属性 ↑	娱乐休闲: 商场、酒店、饭店等	物业/经营方本身	大部分
	商务: 公司企业办公地	物业/公司	大部分
	公共服务部门: 政府、医院、学校等	政府/医院/学校等	小部分
	城市公厕: 一般位于街边、或旅游景区的公共区域	政府部门 私人承包	小部分 纸巾收费

资料来源: 长城证券研究所

4. 商销渠道的头部集中是行业性机会，率先布局的头部企业有望受益

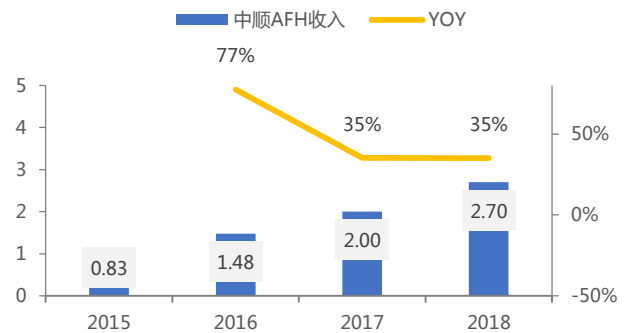
从上市公司数据来看，企业商销过去 3 年的增速明显快于 C 端渠道，商销渠道表现出很强的渗透红利和高端化趋势，我们认为率先布局的龙头企业有望受益。目前洁柔、维达两家行业龙头对 AFH 渠道有明显的战略倾斜，未来 3 年在商销渠道有望成为强力的增长驱动器。

图 21: 维达 AFH 收入 (亿元) /YOY (%)



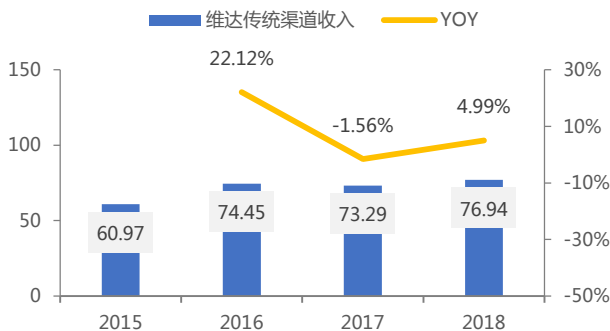
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 22: 中顺 AFH 收入 (亿元) /YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

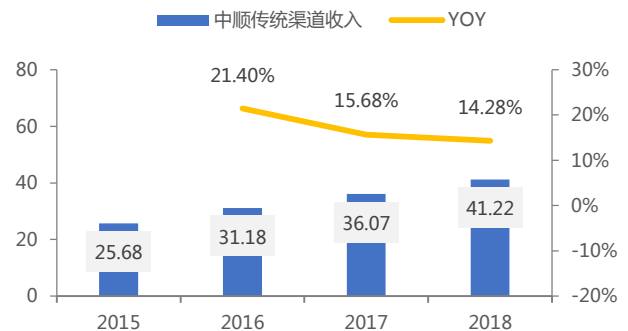
图 23: 维达传统渠道收入 (亿元) /YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

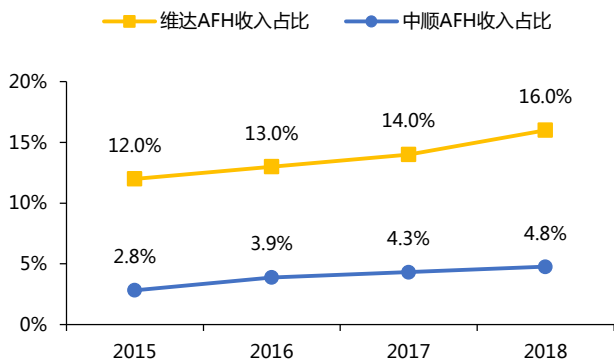
备注: 传统渠道=GT+KA

图 24: 中顺传统渠道收入 (亿元) /YOY (%)



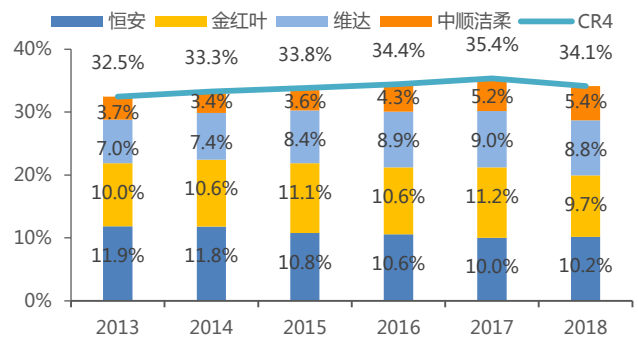
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 25: 维达/中顺 AFH 收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 26: 恒顺达金零售市场市占率 (%)



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所测算

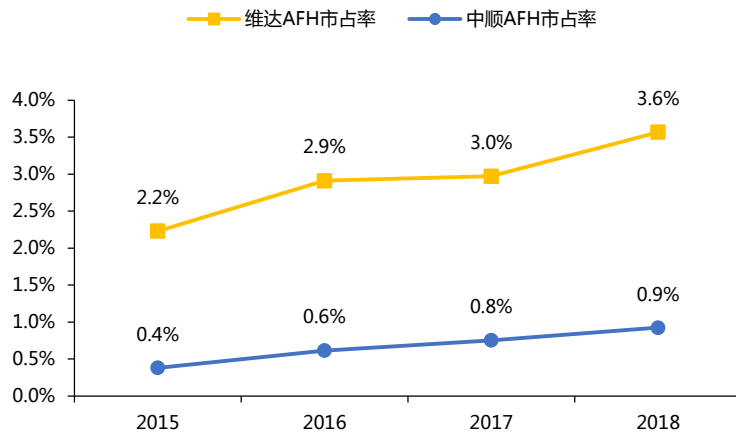
头部企业 AFH 渠道市占率较低但呈逐年提升的趋势, 未来有望进一步提升。2018 年头部企业 AFH 渠道占比依然很低, 目前市占率最高的是维达国际, 2018 年占比 3.6%; 中顺洁柔占比 0.9%。相比零售市场前四大 5-10% 的市占率区间, AFH 市场的集中度较低。过去三年来看, 头部企业的 AFH 市占率有明显提升。我们认为未来有三个因素推动 AFH 行业集中度的提升:

1) **联合促销的放量。**联合促销, 即跨界公司定制带有企业 logo 的纸巾产品, 或是直接采购常规纸巾产品作为赠品的促销模式。从头部企业来看, 目前洁柔、维达商销中约大半为联合促销。联合促销客户对于品质和品牌皆有要求, 因此头部企业有较大优势。

2) **阳光集采带来集中度提升。**2015 年《中华人民共和国政府采购法实施条例》发布, 明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准, 推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。同年, 国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知, 要求 2017 年 6 月底前, 在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系, 基本实现公共资源交易全过程电子化。政府及央企采供模式从协议供货方式向集中采购方式积极转变, 此举推动采购过程阳光透明化, 大幅提高供应商准入门槛。在此趋势下, 我们认为具备规模竞争优势的生活用纸品牌商有望持续扩大商销市占率。

3) **消费升级。**零售端近年来的高端化体现出消费者愿意为高品质纸巾支付溢价。零售端消费者对于高端生活用纸的偏好将逐渐转移至 B 端, 消费者在日常的酒店入住、餐饮等体验中将纸巾使用感纳为重要的考量标准。同时我们可以看到一些餐饮企业从免费提供低档纸巾, 转变为以收费的形式提供高档纸巾, 该趋势充分体现当前消费者对于高档纸巾的诉求。

图 27：维达/中顺纸巾 AFH 中国市场市占率（%）



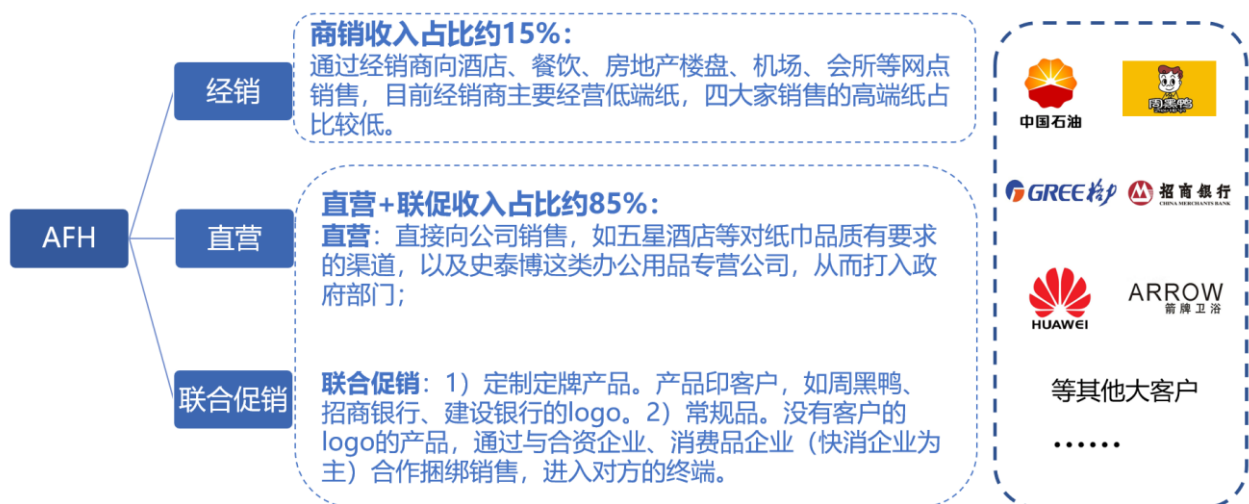
资料来源：公开资料，长城证券研究所

备注：假设每年维达商销收入中有 50%来自于中国市场

■ 中顺洁柔：基数小增速快，弹性较大

中顺洁柔 AFH 基数较小，增长较快，3Y CAGR 为 48.01%，2018 年收入达 2.7 亿元人民币，占收入比例达 5%。自 2015 年重新组建销售团队以来，中顺在零售市场上表现出色，AFH 渠道被拆分出来独立运营。根据公司调研，当前公司 AFH 渠道已开发经销商 348 家，合作约 10000 家终端网点，通过经销、直营、联合促销的方式覆盖了如中石油、格力、大参林、华为、招商银行等大客户。鉴于中高端生活用纸于大型企业率先爆发，未来公司将重点开发如肯德基、麦当劳、温德姆、三星工厂、北京机场等大客户。

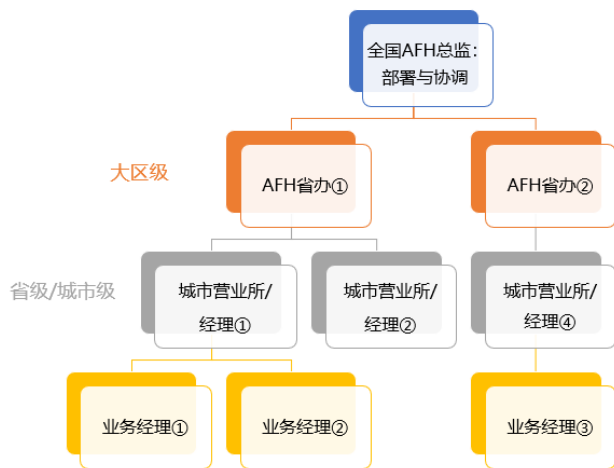
图 28：中顺洁柔商销渠道类型及大客户



资料来源：长城证券研究所

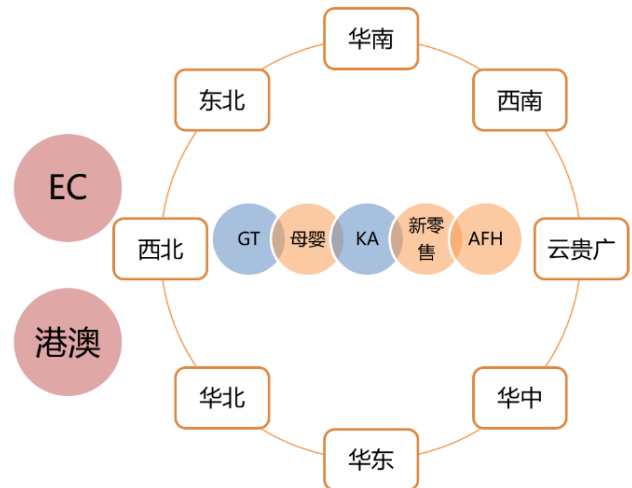
AFH 通路独立部署，与传统通路有机协同。AFH 渠道总部单独设置全国渠道总监，用以制定战略目标，同时设立功能后勤为全国提供支持。公司于华东、华北等全国八大区设置独立省办，下设城市营业所/城市经理，旗下管理各个城市的业务经理。各级机构如省办、营业所与公司原有组织架构契合。公司自从引入新团队便以渠道建设为第一要务，公司传统渠道。在供应链、服务链等方面，AFH 通路利用公司传统 GT、KA 渠道的优势可实现较好的协同，为 B 端客户提供更高效的运输、配送、售后等服务。

图 29：中顺洁柔 AFH 层级结构



资料来源：草根调研，长城证券研究所

图 30：中顺洁柔组织架构



资料来源：草根调研，长城证券研究所

AFH 牵手零售端有效提升生产效率，零售产品多样性及优越性共享。近年来公司在零售端市占率快速提升，2B 端的开拓有助于公司提升产能利用率，从而提升产品的生产效率及利润率。公司坚持产品创新及研发，取得多项专利如：超迷你、可湿水、创新易开口等。针对零售端客户对于不同柔韧性的要求，公司也开发了丰富的产品线：如 FACE、LOTION、金尊、自然木。2018 年公司开启扩品类之路，发布新品“新棉初白”棉柔巾。丰富的品类及出色的产品质量在零售端形成了较优的品牌口碑积淀，为 2B 端打通优质客户奠定基础。公司商销渠道全系列产品均可与零售产品对应（产品相同，包装、规格不同，以防零售价盘紊乱），同时还可支持商销定制，为客户提供多样的选择。当前公司商销渠道按照产品品类划分，分别有小盘纸（如公厕用大卷卷纸）、擦手纸、餐巾纸，同比增长 20%、28%、37%，同时高端用纸（非卷纸）增速快于卷纸。

图 31: 中顺洁柔商销渠道产品支持各类零售产品定制



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

■ 行业目前引领者为维达

商销国内的标杆为维达, 市占率 3.6%。2014 年 10 月, 维达以 11.44 亿港元收购爱生雅在中国内地、香港及澳门的卫生业务。此后维达获得了 Tork 多康(商业卫生消费品用纸) 等一系列品牌在中国(大陆、香港及澳门)的独家营销权。维达 AFH 收入 3Y CAGR 为 28.85%, 2018 年收入达 20.87 亿人民币, 占总收入比例达 16%。根据草根调研, 其中约 50% 为中国大陆地区收入, 即约 10 亿。当前 Tork 品牌收入占比较低, 约为大中华区的 20%, 即约 2 亿。

图 32: 维达商销渠道双品牌运行



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

当前与维达 Tork 相比, 洁柔在商消渠道的产品品类及系统化服务上还有很大的提升空间。我们看好洁柔将零售产品的创新精神移植到 2B 端, 为 B 端客户开发、完善产品线, 进一步打开收入和利润增长的空间。

5. 投资建议

2018年中国纸巾商销市场规模达42.6亿美元，从人均消费的角度来看，美国人均商销纸巾消费额为19美元，而中国仅为3美元，美国约为中国的6倍，参照美国我国纸巾商销市场还有6倍的发展空间。

我们认为商销渠道的放量是行业性机会，率先布局的头部企业有望受益。从上市公司数据来看，企业商销过去3年的增速明显快于C端渠道，表现出明显的行业性红利机会。中顺洁柔商销渠道基数较小，自2015年重新组建销售团队以来，中顺拆分商销渠道独立运营，3Y CAGR为48.01%，2018年收入达2.7亿元人民币。公司传统渠道如GT、KA快速铺开，为商销渠道提供有力的物流服务支持。鉴于中高端生活用纸于大型企业率先爆发，公司将依托于零售端系列高端产品，持续深耕开发如中石油、招商银行等大客户，同时顺应集采大趋势，积极绑定史泰博、科力普等有集采入口的企业，进一步打开收入和利润增长的空间。

当前公司商销收入体量较小，公司商销渠道有望依托于公司完善的产品线以及传统渠道的服务支持，在商销市场上获得较大的市场份额，进一步扩大生产规模以及提升产能利用率和盈利能力。同时，看好2019年木浆价格维持低位，增值税下调催化公司利润弹性释放。预测公司2019-2020年EPS分别为0.41、0.51元，对应PE分别为26X、21X，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4638.3	5678.5	6866.2	8254.9	9914.2	成长性					
营业成本	3018.6	3744.1	4423.9	5349.2	6444.2	营业收入增长	21.8%	22.4%	20.9%	20.2%	20.1%
销售费用	886.08	1013.0	1235.9	1469.3	1764.7	营业成本增长	23.7%	24.0%	18.2%	20.9%	20.5%
管理费用	248.52	309.66	402.36	445.77	530.41	营业利润增长	27.9%	21.4%	31.9%	23.7%	18.0%
财务费用	46.75	55.84	68.97	83.18	100.60	利润总额增长	25.8%	21.2%	31.4%	23.4%	17.9%
投资净收益	5.78	10.64	7.57	8.29	8.44	净利润增长	34.0%	16.6%	31.4%	23.4%	17.9%
营业利润	414.42	502.90	663.34	820.39	968.19	盈利能力					
营业外收支	6.90	7.56	7.34	7.41	7.39	毛利率	34.9%	34.1%	35.6%	35.2%	35.0%
利润总额	421.32	510.46	670.68	827.80	975.58	销售净利率	7.5%	7.2%	7.8%	8.0%	7.8%
所得税	72.25	103.47	135.95	167.80	197.75	ROE	11.5%	12.3%	13.9%	14.8%	14.9%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.8%	10.6%	12.7%	13.3%	13.0%
净利润	349.07	406.99	534.74	660.01	777.83	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	19.1%	17.8%	18.0%	17.8%	17.8%
流动资产	3014.1	2156.8	2981.5	4666.5	6773.2	管理费用/营业收入	5.4%	5.5%	5.9%	5.4%	5.4%
货币资金	1085.7	415.03	861.22	2038.3	3814.8	财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	1.00%	1.01%	1.01%
应收账款	598.72	738.24	877.35	1042.4	1236.7	投资收益/营业利润	1.4%	2.1%	1.1%	1.0%	0.9%
应收票据	9.43	2.83	10.39	2.52	16.76	所得税/利润总额	17.1%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
存货	546.94	857.56	877.31	1220.4	1306.7	应收账款周转率	8.14	8.49	8.50	8.60	8.70
非流动资产	2777.6	2989.0	2965.3	2865.0	2753.9	存货周转率	6.24	5.33	5.10	5.10	5.10
固定资产	2321.2	2555.6	2644.5	2586.5	2499.2	流动资产周转率	1.82	2.20	2.67	2.16	1.73
资产总计	5791.8	5145.9	5946.8	7531.5	9527.1	总资产周转率	0.90	1.04	1.24	1.22	1.16
流动负债	2572.3	1701.5	2005.5	3008.3	4282.1	偿债能力					
短期借款	518.38	347.18	279.13	292.09	293.36	资产负债率	47.4%	35.7%	35.49	40.7%	45.3%
应付款项	586.00	577.36	596.86	1002.8	1703.7	流动比率	1.17	1.27	1.49	1.55	1.58
非流动负债	175.51	133.16	105.19	57.21	31.18	速动比率	0.96	0.76	1.05	1.15	1.28
长期借款	150.00	74.60	50.19	15.21	-10.82	每股指标 (元)					
负债合计	2747.9	1834.6	2110.7	3065.5	4313.3	EPS	0.27	0.31	0.41	0.51	0.60
股东权益	3043.9	3311.2	3836.0	4466.0	5213.8	每股净资产	2.33	2.53	2.94	3.42	3.99
股本	757.46	1286.6	1306.3	1306.3	1306.3	每股经营现金流	0.01	0.67	0.70	1.10	1.56
留存收益	1206.7	1538.0	2033.9	2645.9	3367.2	每股经营现金/EPS	0.05	2.14	1.71	2.17	2.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	5791.8	5145.9	5946.8	7531.5	9527.1	PE	39.22	33.64	25.60	20.74	17.60
现金流量表					(百万)	PEG	0.54	0.51	0.94	0.88	0.73
经营活动现金流	585.44	437.25	915.55	1432.8	2042.1	PB	4.50	4.13	3.57	3.07	2.63
其中营运资本减少	-522.7	169.76	125.83	481.94	942.39	EV/EBITDA	23.50	18.71	15.08	11.75	9.00
投资活动现金流	-982.8	88.34	-171.2	-110.3	-110.2	EV/SALES	3.05	2.45	1.93	1.46	1.03
其中资本支出	398.76	568.42	-20.18	-87.28	-111.0	EV/IC	3.09	3.54	3.13	2.49	1.84
融资活动现金流	550.24	-1238.	-298.0	-145.2	-155.4	ROIC/WACC	0.78	1.07	1.27	1.31	1.28
净现金总变化	133.42	-703.6	446.19	1177.1	1776.4	REP	3.96	3.32	2.45	1.89	1.44

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>