

纸中贵族 洁柔不“柔”

—中顺洁柔 (002511.SZ)

轻工制造/造纸

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

国内生活用纸行业 TOP4 企业中最晚起步，奋起直追。公司是国内生活用纸行业内第一梯队成员，与另外三家（恒安国际、维达国际、金红叶）相比起步最晚，但发展迅速，毛利率已跃居首位。公司近年来关注多元化产品布局，注重提升个护类高毛利产品的占比，未来毛利率仍有上升空间。公司管理层经验丰富，通过股权激励+员工持股计划与公司利益捆绑，若 2021Q4 业绩达标可完成第二次股权激励的实施。

行业持续发展，集中度有望提升。我国人均生活用纸用量较发达国家仍有较大差距，且随着消费升级，以及疫情期间消费者卫生防护意识的提高，我国生活用纸行业市场规模将稳定增长。同时，我国生活用纸行业集中度较美国日本等国家偏低，CR5 为 30%，较美国 60% 的市占率仍有较大上升空间。加之环保政策日趋渐严，生产不能达到标准的一些小企业将被优胜劣汰，行业集中度有望提升。公司处于行业内第一梯队，市占率有望快速提升。

浆价短期内难以大幅回升，浆价、股价联动。由于港口库存充足以及全球新增纸浆产能，从木浆供需角度来预测浆价短期内难以大幅回升。木浆价格占公司生产成本中的 40%-60%，浆价的变动直接影响公司的毛利率以及二级市场表现，根据历史数据观测，这一传导会在 6-10 个月内得到反映，浆价在 5 月开始波动下行，预计未来公司盈利水平逐步得到改善。

产品、渠道、产能、营销共同促进公司未来发展。产品方面，公司持续增加研发投入支撑其产品多元化发展，不断提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的销售占比，产品结构持续优化。渠道方面，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，其中电商渠道增速较快。产能方面，公司正逐步布局全国性产能，以每年约 10 万吨的速度稳步扩张，2022 年产能或将跃升至行业第三，但仍具上升空间。营销方面，公司增加广告投放，并预计于 2022 年调整产品价格。

投资建议：预计公司 2021 年~2023 年 EPS 分别为 0.62 元、0.83 元、1.03 元，当前股价市盈率分别为 27 倍、20 倍、16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨、人民币贬值、产能未达预期、新品销量不佳。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,634.9	7,823.53	9,082.74	10,425.41	11,822.42
增长率 (%)	16.84	17.91%	16.10%	14.78%	13.40%
归母净利润(百万元)	603.83	905.89	812.24	1,088.13	1,353.51
增长率 (%)	48.36	50.02%	-10.34%	33.97%	24.39%
净资产收益率 (%)	14.81	17.97%	13.71%	15.60%	16.34%
每股收益(元)	0.47	0.70	0.62	0.83	1.03
PE	35.40	23.77	26.87	20.06	16.12
PB	5.34	4.33	3.68	3.13	2.63

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2021 年 12 月 02 日

曹旭特

分析师

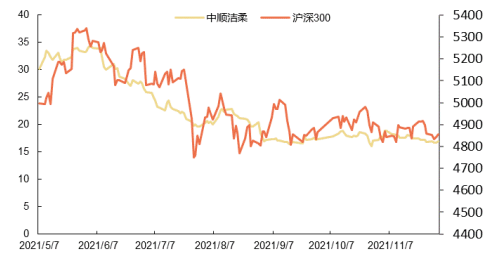
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2021.12.02

总市值/流通市值(亿元)	222/217
总股本(万股)	13,099.27
资产负债率(%)	35.15
每股净资产(元)	3.70
收盘价(元)	16.97
一年内最低价/最高价(元)	15.05/35.10

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 中顺洁柔：国内中高端生活用纸龙头企业	4
1.1 “后来者居上” 推陈出新有望进一步提升市场份额.....	4
1.2 营收增速较快 毛利率处于行业首位.....	5
1.3 产品多元化布局.....	7
1.4 股权结构稳定 管理层经验丰富.....	8
1.5 股权激励+员工持股 绑定公司和管理层及员工的利益.....	9
2. 行业分析：国内生活用纸行业稳步增长	11
2.1 总体：我国生活用纸行业市场规模长期稳步增长.....	11
2.2 需求端：我国生活用纸行业仍有上升空间.....	12
2.3 供给端：产能过剩趋势明显 环保政策的实施或将提升行业集中度.....	13
3. 原材料：预计浆价短期难以回升 股价联动	15
3.1 港口库存回升+新增产能 预计浆价短期不会大幅上涨.....	15
3.2 历史数据看浆价、股价联动.....	16
4. 公司看点：产品升级+渠道优势+产能投放+价格调整	17
4.1 加大研发投入 向高毛利产品倾斜.....	17
4.2 六大渠道齐头并进 注重电商渠道拓展.....	19
4.3 产能不断扩张 有望跃居行业第三.....	20
4.4 公司注重广告投放 拟于 2022 年调价.....	22
5. 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 估值.....	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：中顺洁柔发展历程	4
图 2：恒安国际发展历程	4
图 3：维达国际发展历程	5
图 4：金红叶发展历程	5
图 5：2011-2021H1 行业 TOP4 企业营收对比（亿元）	6
图 6：2011-2021H1 行业 TOP4 企业营收增速对比	6
图 7：2015-2021H1 行业 TOP4 企业毛利率对比	7
图 8：2015-2021H1 行业 TOP4 企业净利率对比	7
图 9：公司股权结构	8
图 10：2015-2021H1 行业 TOP4 企业资产负债率	9
图 11：2015-2021H1 行业 TOP4 企业权益乘数	9
图 12：2015-2021H1 行业 TOP4 企业流动比率	9
图 13：2015-2021H1 行业 TOP4 企业速动比率	9
图 14：中顺洁柔股权激励目标及完成情况	10
图 15：中顺洁柔历史营收水平（季度）	10
图 16：2010-2019 国内生活用纸行业产销量及增速	11
图 17：2010-2019 国内生活用纸行业市场规模及增速	11
图 18：2010-2019 国内生活用纸行业人均消费量	11
图 19：2010-2019 国内生活用纸行业市场均价	11

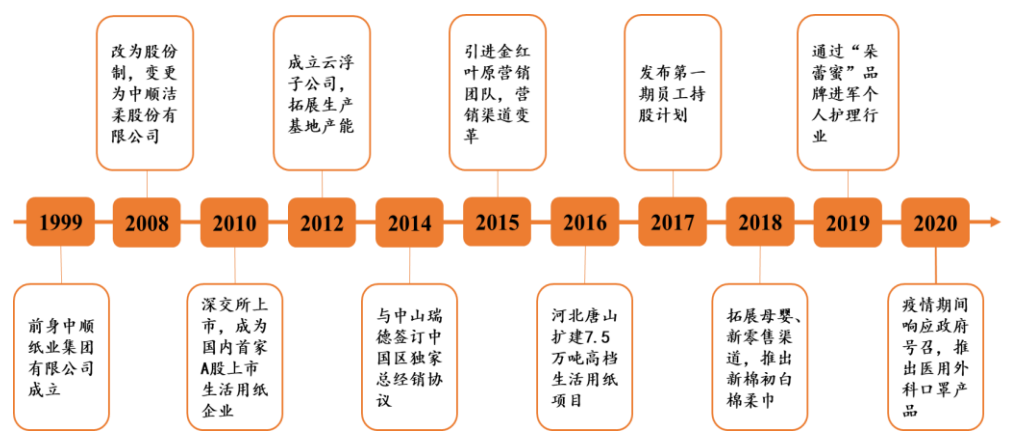
图 20: 人均生活用纸消费量与人均 GDP 正相关.....	12
图 21: 各国人均每年卫生纸用量情况 (2019 年统计)	12
图 22: 我国生活用纸历年产能情况	13
图 23: 我国生活用纸历年产量情况	13
图 24: 我国生活用纸行业产能利用率情况	13
图 25: 中国生活用纸行业 CR4 集中度变化情况	14
图 26: 各国生活用纸行业 CR5 市占率.....	14
图 27: 历年木浆进口总量及同比增速	15
图 28: 历年木浆进口总额及同比增速	15
图 29: 欧洲木浆港口库存 (吨)	15
图 30: 国内纸浆港口库存 (千吨)	15
图 31: 2016 年至今浆价指数变动 vs 中顺洁柔股价变动.....	17
图 32: 中顺洁柔主要产品历史发展时间轴	18
图 33: 2013-2020 年公司研发投入不断增加.....	18
图 34: 2013-2020 年公司研发占营收比例变化情况	18
图 35: 恒安国际不同品类毛利率 (2020 年报)	19
图 36: 2011-2021H1 中顺洁柔毛利率变化情况	19
图 37: 公司销售渠道发展进程	19
图 38: 公司线上销售额及增速情况	20
图 39: 公司线上渠道营收占比不断提升	20
图 40: 目前公司生产基地布局 (已投产)	21
图 41: 公司历年来产能不断上涨.....	21
图 42: 公司固定资产及增速情况.....	22
图 43: 公司固定资产占总资产比例	22
图 44: 生活用纸行业 TOP4 企业产能布局对比	22
图 45: 生活用纸行业 TOP4 企业产能对比	22
图 46: 公司广告宣传费用及增速情况	23
图 47: 公司线上渠道营收占比不断提升.....	23
表 1: 龙头公司财务数据对比 (截至 2020 年底, 单位: 亿元)	6
表 2: 中顺洁柔主要产品	7
表 3: 截至 2020 年底公司管理层薪酬及持股情况.....	10
表 4: 我国生活用纸未来三年消费量预测	12
表 5: 美国造纸行业发展史	14
表 6: 木浆供需关系预测	16
表 7: 洁柔、恒安、维达、金红叶营销渠道优势对比	20
表 8: 中顺洁柔可比公司估值表.....	24
表 9: 公司盈利预测表	25

1. 中顺洁柔：国内中高端生活用纸龙头企业

1.1 “后来者居上” 推陈出新有望进一步提升市场份额

中顺洁柔起步最晚，发展速度快，仍有较大成长空间。中顺洁柔是国内生活用纸行业内 TOP4 企业之一，另外三家分别为恒安国际(1044.HK)、维达国际(3331.HK)、金红叶。中顺洁柔于 2010 年成功上市成为唯一一家 A 股上市的生活用纸企业。公司前身中顺纸业成立于 1999 年，是 TOP4 企业中成立最晚的一家，起初以生活用纸起家，后扩展生产基地，注重营销渠道，迅速提升销售额后稳居生活用纸行业第一梯队。尽管公司卫生巾等个护产品起步较晚，但已经跻身行业龙头企业，近年来开始注重推出个护类产品，故未来仍有较大发展空间。

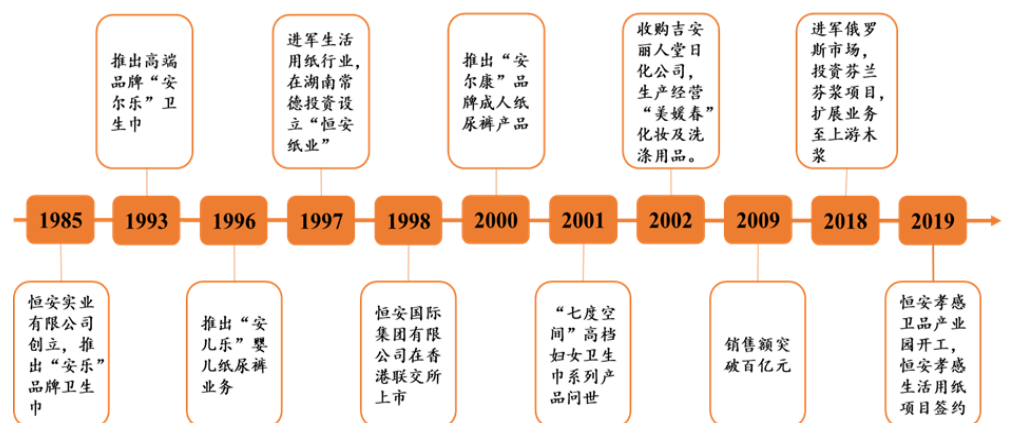
图1：中顺洁柔发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

恒安国际最早占领卫生巾领域，后进军生活用纸行业。恒安国际前身恒安实业于 1985 年成立，并推出直条型“安乐”卫生巾，之后又推出高端品牌“安尔乐”卫生巾、“安儿乐”婴儿纸尿裤和“安尔康”成人纸尿裤。与中顺洁柔不同，公司早期占领卫生巾等个护产品领域市场份额，后于 1997 年进军生活用纸行业，并拓展生产基地，拓展海外销售渠道。近年来，公司关注到成本端浆价对公司发展的重要影响，故涉足上游木浆生产项目的投资。

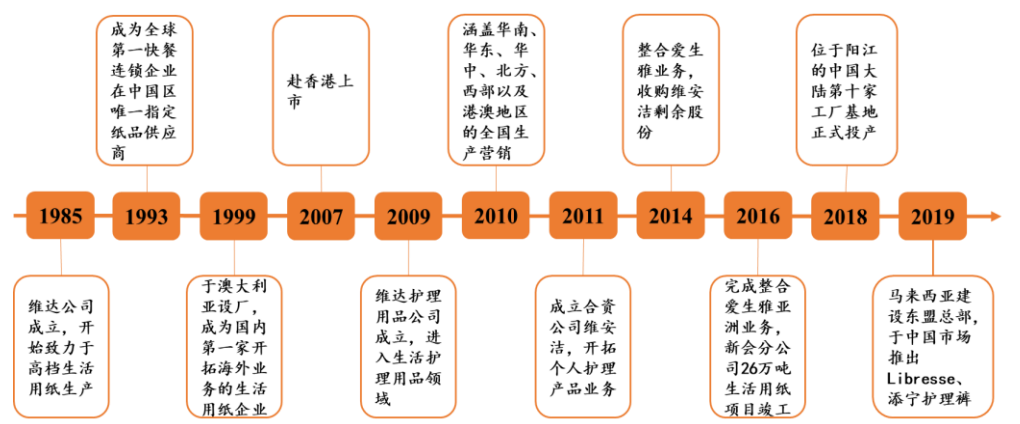
图2：恒安国际发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

维达国际纸业起家，以收购方式开拓多个品类，兼顾国际市场。维达公司同样成立于 1985 年，与中顺洁柔发展路径类似，公司早期以生活用纸产品抢占市场份额，同时注重国际市场。后于 2009 年起进军个人护理领域，同时全国范围拓展生产基地，并不断推出新品。

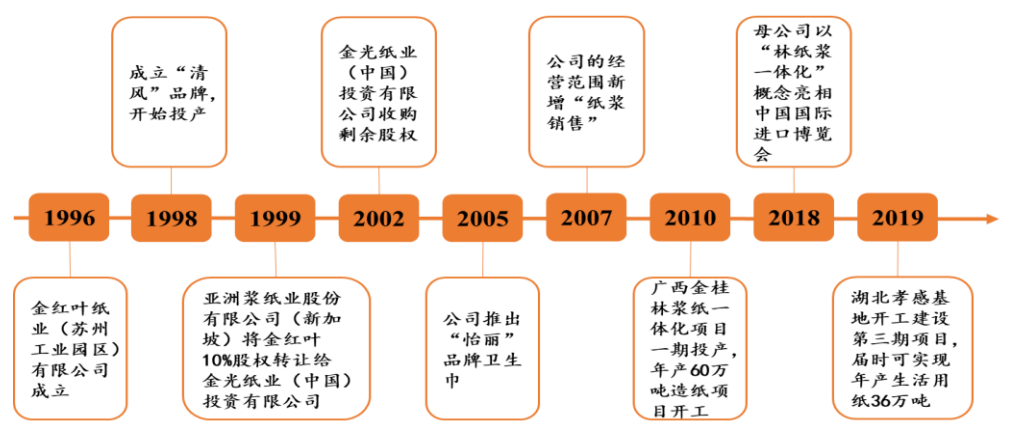
图3：维达国际发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

金红叶为外商独资纸企，生活用纸起家，兼顾原纸的生产销售。1996 年，亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）独资成立金红叶纸业（苏州工业园区）有限公司，而后被金光纸业(中国)投资有限公司收购。公司起初以“清风”、“真真”等生活用纸品牌占领市场份额，2005 年，推出“怡丽”卫生巾。公司为加速库存周转，同时对外销售部分原纸，此部分较其他三家龙头公司的收入结构有所不同。

图4：金红叶发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

1.2 营收增速较快 毛利率处于行业首位

恒安国际规模最大，中顺洁柔毛利率水平较高。

- 恒安国际和维达国际成立较早，且恒安国际以卫生巾起家，由于个护类产品的收入及利润高于生活用纸类产品，故恒安国际的收入及利润情况处于第一位，维达国际处于第二位。

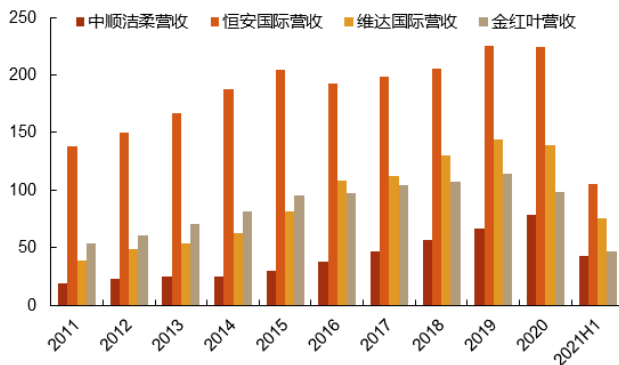
- ◆ 金红叶积极布局生产基地，投资全球先进的机器设备，由于公司有一部分原纸产销业务，此类业务的利润率更是低于生活用纸类产品，故公司毛利率和净利率水平处于 4 家企业最末端。
- ◆ 中顺洁柔成立最晚，后起直追，在营收上已经逼近目前的第三家企业金红叶，净利润已经超过了金红叶处于行业第三位。值得注意的是中顺洁柔的毛利率处于行业第二位置，仅次于恒安国际，相差甚微，净利率也处于行业第二位置。中顺洁柔推出高毛利的个护类产品时间较短，已达到如此毛利率水平，待未来个护类产品丰富并在市场上大力推广后，公司毛利率有望进一步提升。

表1：龙头公司财务数据对比（截至 2020 年底，单位：亿元）

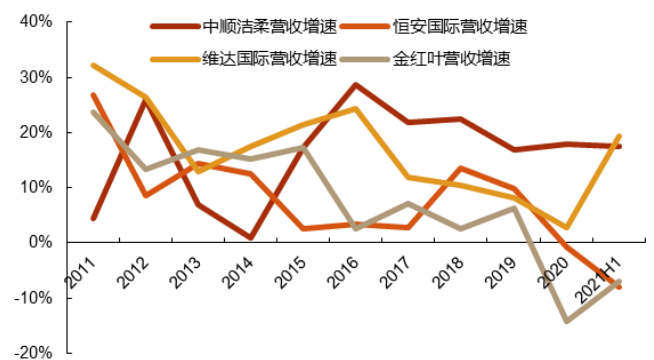
企业名称	总资产	营业收入	净利润	资产负债率	毛利率	净利率
恒安国际	444.41	224.01	45.95	55.76%	42.26%	20.57%
维达国际	194.60	139.03	15.78	49.54%	37.69%	11.35%
金红叶	295.82	98.02	2.78	64.41%	26.74%	2.83%
中顺洁柔	74.78	78.24	9.06	32.58%	41.32%	11.58%

资料来源：Wind，申港证券研究所

中顺洁柔营业收入增速跃升至行业领先水平。历史数据来看，恒安国际营业收入一直处于行业首位，中顺洁柔处于行业第四位，与第三位的金红叶逐渐缩短差距。中顺洁柔自 2015 年引入原金红叶营销团队，并逐渐扩大产能布局，推动公司营收增速跃升至行业首位，而后随着行业情况波动，截至 2020 年末仍稳居首位。维达国际由于大力发展电商渠道以及促销力度提升，2021H1 营收增速明显回升，但中顺洁柔的增速仍处于较高水平。

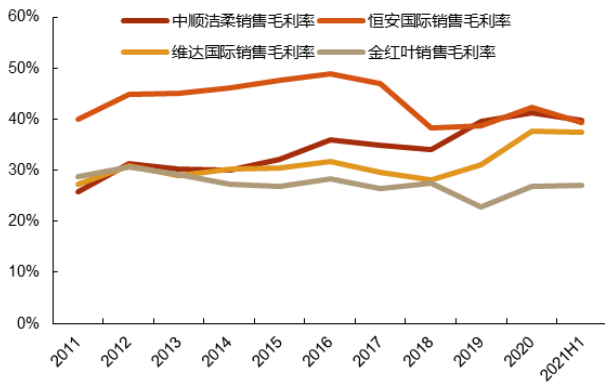
图5：2011-2021H1 行业 TOP4 企业营收对比（亿元）


资料来源：公司公告，申港证券研究所

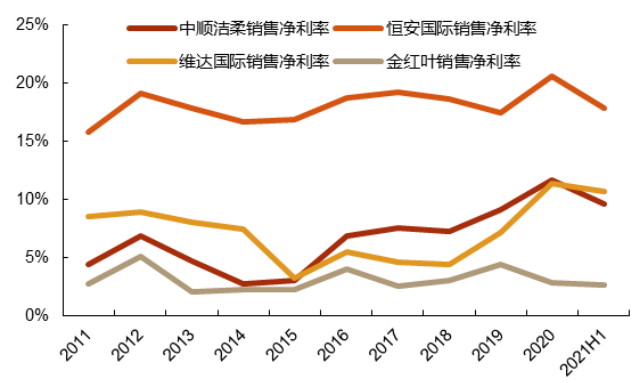
图6：2011-2021H1 行业 TOP4 企业营收增速对比


资料来源：公司公告，申港证券研究所

中顺洁柔的毛利率处于 TOP4 企业首位。近年来，公司通过不断研发新品，提升高端、高毛利产品的销售占比，销售毛利率不断提升，几乎追平恒安国际。中顺洁柔于 2019 年跃升至行业毛利率第一的水平，而后基本保持首位。同时，由于公司对新产品研发的投入和对电商、广告投放力度的加大，公司研发费用及销售费用均有上升，导致公司净利率处于第二/三位波动。

图7: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业毛利率对比


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图8: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业净利率对比


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

1.3 产品多元化布局

公司主要定位中高端市场, 目前主要产品布局如下。

表2: 中顺洁柔主要产品

大类	产品系列	主要产品	定位	竞争力
生活用纸	Face 系列	手帕纸、抽纸、卷纸	中高端	可湿水面纸, 开发 4 层加厚型抽纸, 柔韧厚实, 一抽抵两抽, 湿水不易烂
	Lotion 系列	手帕纸、抽纸	中高端	可锁水面纸, 乳霜倍亲肤, 含有保湿因子, 锁水更柔滑, 母婴、鼻敏感、美妆适用
	自然木系列	手帕纸、抽纸、卷纸	天然产品爱好者	采用 100% 进口原生木浆制造, 纸质柔软强韧, 达到优等品质质量等级
	抑菌纸系列	手帕纸、抽纸、卷纸	中高端	蕴含抑菌因子成分, 有效减少纸巾上 99% 以上的细菌滋生, 有效抑制大肠杆菌、金黄色葡萄球菌等细菌
	金尊系列	抽纸、卷纸	中高端	100% 进口原生木浆制造, 产品纸质加倍厚实, 层层柔韧
	湿巾产品	母婴湿巾、消毒湿巾、护理湿巾、厨房湿巾、纯净水湿巾	中高端	加厚水刺无纺布, 更厚实, 一抵两张, 通过皮肤刺激性测试
	太阳系列	抽纸、卷纸	中低端	价格实惠, 性价比高
护理用品	朵蕾蜜系列	卫生巾	中高端	源自天然棉花, 双向循环透气, 还有弹力柔软贴身、会呼吸、任性动等舒适特点
	OKBEBE 系列	婴儿纸尿裤与拉拉裤	中高端	具备医护级高标准, 亲肤透气干爽好吸收, 严格通过致敏微生物检验及生产环境细菌等 6 大产品性能指标监控
健康精品	新棉初白系列	棉花柔巾	母婴、美妆人群	100% 新棉花制作, 全物理工艺, 完全“0”漂白, 自然健康, 柔软亲肤, 干湿两用
	医用外科口罩	口罩	防疫人群	高效过滤, 呼吸阻力小, 佩戴舒适, 获得欧盟 CE、美国 FDA 认证
	其他健康精品	漱口水、消毒洗手液、	全部人群	高品质, 个性化产品

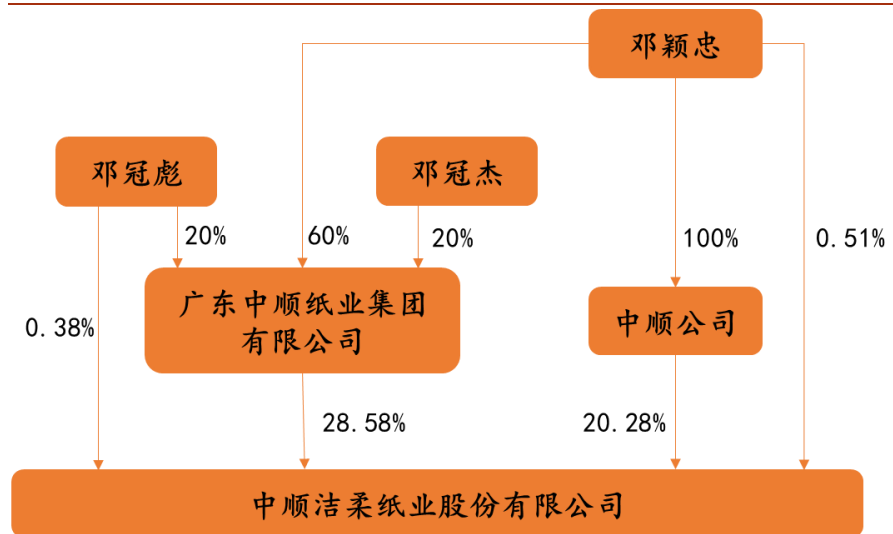
洗脸巾、一次性吸汗巾、鞋垫等

资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.4 股权结构稳定 管理层经验丰富

邓氏家族控制企业，管理层经验丰富。公司的实际控制人为邓氏父子（邓颖忠、邓冠彪、邓冠杰）。公司前十大股东以机构投资者为主，截至 2021 年三季度末，广东中顺纸业集团有限公司持股比例为 28.58%，中顺公司持股比例为 20.28%，二者为邓氏家族控制下的企业，加之邓氏三父子的直接持股比例，邓氏家族控制的股份占公司总股份占比达到了 49.75%。公司高层均拥有十分丰富的管理经验，其中公司创始人邓颖忠拥有近 40 年的生活用纸从业经验。

图9：公司股权结构



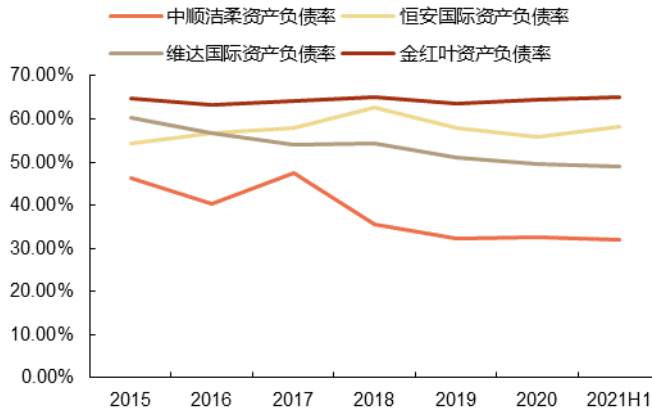
资料来源：Wind，申港证券研究所

公司为“去家族化”今年频繁更换高管。

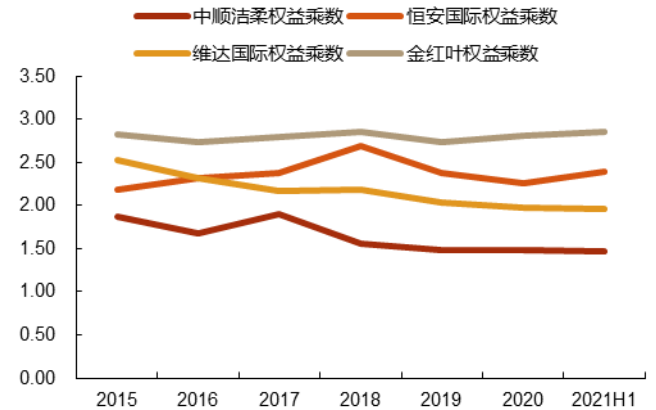
- ◆ 3月22日，公司总裁邓冠彪先生基于对公司未来战略发展规划考量，进一步推进职业经理人制度体系，持续完善公司治理结构，辞去总裁职务，仍在公司担任第五届董事会副董事长、战略委员会委员的职务，不会影响其实际控制人的身份。
- ◆ 4月12日，公司董事长基于同样的原因辞职，仍在公司第五届董事会担任董事、战略委员会主席职务，不会影响其实际控制人的身份。至此，邓氏父子已不在公司高管层，由刘鹏担任公司董事长及总裁职务。
- ◆ 公司创始人邓颖忠表示，父子辞职是希望更专注于公司战略，同时着力“去家族化”，打造成一家现代公众公司。

引入金融背景高管人才或与调整资本结构有关。新任董事长/总裁刘鹏先后担任兴业银行江门分行和中山分行行长，作为跨行人士或许可以发现新的行业成长点，同时，刘鹏表示会在合适机会时对公司的资本运作做一些辅助性的工作。《引入金融背景高管人员与企业资本结构调整——基于民营上市公司的证据》研究结果显示，提高债务融资能力并改善资本结构是民营上市公司引进金融背景高管人员的重要动

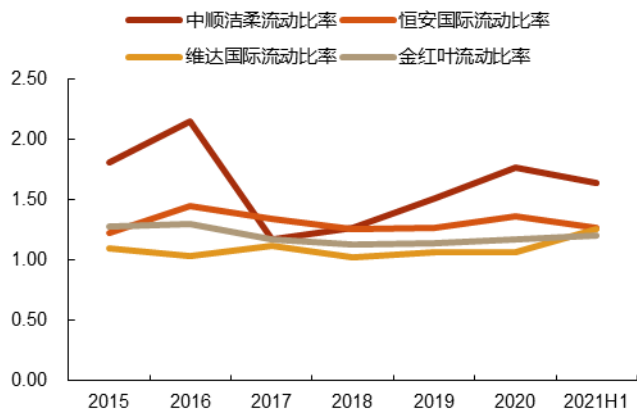
因之一。与国内生活用纸行业其他三家龙头企业比较，中顺洁柔目前资产负债率和权益乘数最低，流动比率最高，速动比率处于中间水平。现阶段公司借款较少，金融背景高管的引入或将为公司制定新一轮融资计划，调整资本结构。

图10: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业资产负债率


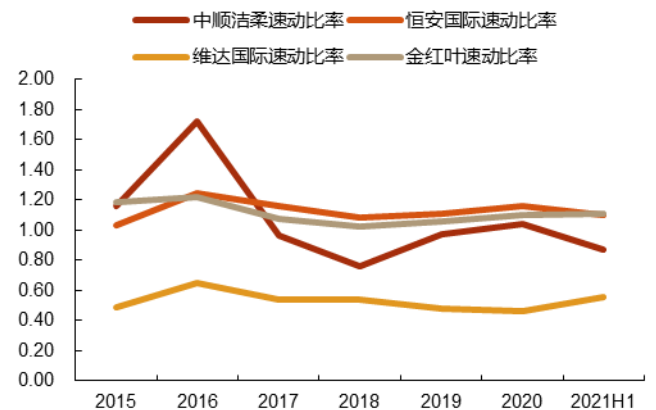
资料来源: Wind, 中港证券研究所

图11: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业权益乘数


资料来源: Wind, 中港证券研究所

图12: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业流动比率


资料来源: Wind, 中港证券研究所

图13: 2015-2021H1 行业 TOP4 企业速动比率


资料来源: Wind, 中港证券研究所

人才引进磨合稳定后或将有进一步成长点。除董事长刘鹏外，公司今年还聘请了原金红叶制造总经理李肇锦、原恒安国际品牌总经理邓雯曦为公司副总经理。李肇锦曾担任金红叶造纸前工序经理，金红叶注重林纸浆一体化项目，为加速库存周转对外销售部分原纸；邓雯曦曾担任恒安国际集团品牌总经理，恒安国际是最早进军卫生巾行业的公司之一，且目前仍是行业规模最大的公司。两位新任副总经理有多年行业经验，将从各自擅长领域对中顺洁柔予以支持。

1.5 股权激励+员工持股 绑定公司和管理层及员工的利益

股权激励计划发挥功效，公司连续多年超额完成业绩目标。2015年10月，公司第一次向199名管理层及技术人才推行股权激励计划，共计推行1882.4万股限制性股票，占激励计划公告日股本总额的3.9%，分三次解锁。此次计划中公司制定的业绩激励目标为：以2014年作为基准，2016-2018年净利润增长率不低于129%、249%、352%，营业收入增长率不低于37%、60%、83%。此次绑定成效明显，2016-2018年实际净利润增长率为285.81%、417.14%、502.95%，营业收入增长率为

51.06%、83.93%、125.18%。

股权+期权复合激励计划，覆盖范围更广。2019年3月，公司第二次发布股权激励计划，此次计划向569名符合条件的激励对象推行2317.55万股限制性股票，占激励计划公告日股本总额的1.8%；同时，公司向3118名符合条件的激励对象推行1623.45万股限制性股票期权，占激励计划公告日股本总额的1.26%。此次激励计划对员工的覆盖范围更广，制定的业绩激励目标为：以2017年作为基准，2019-2021年营业收入增长率不低于41.6%、67.09%、94.03%，截至目前均已完成目标，2019-2020年实际营业收入增长率为43.04%、68.67%。

图14：中顺洁柔股权激励目标及完成情况

	2016净利润增长率	2016营业收入增长率	2017净利润增长率	2017营业收入增长率	2018净利润增长率	2018营业收入增长率
目标值	129.00%	37.00%	249.00%	60.00%	352.00%	83.00%
实际值	285.81%	51.06%	417.14%	83.93%	502.95%	125.18%
是否完成	是		是		是	
	2019营业收入增长率	2020营业收入增长率	2021营业收入增长率			
目标值	41.60%	67.09%	94.03%			
实际值	43.04%	68.67%	未到时间			
是否完成	是	是	未到时间			

资料来源：Wind，申港证券研究所

2021Q4 业绩决定了第二次股权激励能否达成。以2017年营业收入46.38亿元作为基准，2021全年营业收入达到89.99亿元可满足股权激励方案。根据2021前三季度已有营业收入，测算出2021Q4公司应达到营业收入27.24亿元。根据历史三年的第四季度营收水平增速情况来看，达到预期的可能性较高。

图15：中顺洁柔历史营收水平（季度）

	2019Q1A	2019Q2A	2019Q3A	2019Q4A	2020Q1A	2020Q2A	2020Q3A	2020Q4A	2021Q1A	2021Q2A	2021Q3A	2021Q4E
营业总收入(亿元)	15.41	16.32	16.47	18.15	16.71	19.45	19.39	22.68	21.02	21.46	20.27	27.24
同比(%)	25.78	19.88	10.21	13.61	8.46	19.21	17.70	24.97	25.81	10.29	4.54	9.09

资料来源：Wind，申港证券研究所

薪酬激励叠加股权激励，绑定管理层，调动积极性。公司现任董事中除邓氏父子外，刘金峰和戴振吉为原金红叶营销团队核心管理人员，2020年，刘金峰增持公司股票市值较2019年上涨71.88%，戴振吉薪酬较2019年上涨112.85%。通过员工持股计划和股权激励计划，公司将销售团队高管自身利益同公司整体利益进行绑定，提升了销售团队积极性；通过薪酬激励，公司可以吸引更多优秀的职业经理人加入，充分发挥能动性。

表3：截至2020年底公司管理层薪酬及持股情况

姓名	职务	2020年薪酬(元)	较上年增长率	2020年末参考持股市值(元)	较上年增长率
岳勇	副总裁,原董事	3,015,300.00	15.97%	219,922,655.00	29.88%
邓颖忠	董事,原董事长	4,807,800.00	0.16%	140,931,166.00	78.41%
邓冠彪	副董事长,原总裁	2,971,600.00	14.57%	103,462,462.00	64.85%
刘金锋	董事,副总裁	4,024,800.00	9.46%	50,308,179.00	71.88%
戴振吉	董事,联席总裁	10,012,600.00	112.85%	34,852,900.00	24.01%
邓冠杰	副董事长,原副总裁	2,570,700.00	14.96%	25,064,327.00	64.85%
周启超	副总裁,董事会秘书,原董事	2,600,200.00	35.48%	10,407,285.00	-7.09%

敬请参阅最后一页免责声明

姓名	职务	2020 年薪酬(元)	较上年增长率	2020 年末参考持股市值(元)	较上年增长率
董晔	财务总监	1,015,300.00	11.57%	4,773,491.00	32.43%
叶龙方	副总裁	1,918,300.00	-7.98%	3,130,500.00	新增
李佑全	监事	346,100.00	30.11%	1,299,784.00	64.85%

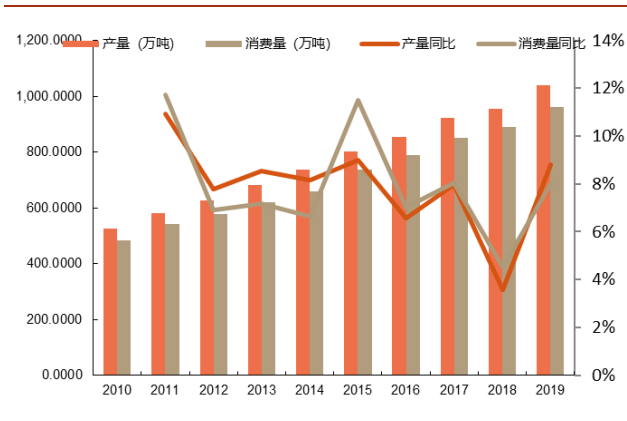
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 行业分析: 国内生活用纸行业稳步增长

2.1 总体: 我国生活用纸行业市场规模长期稳步增长

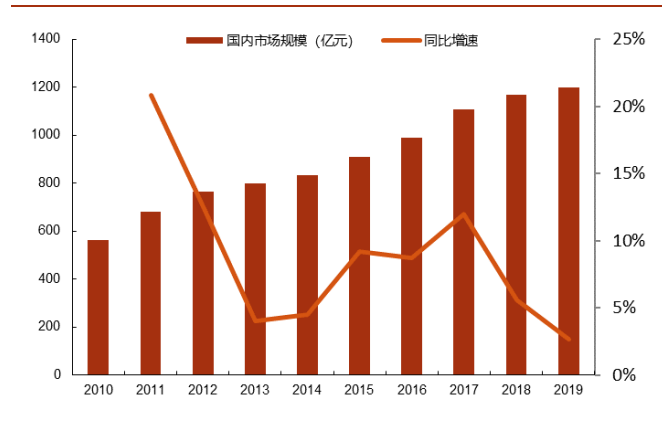
国内生活用纸行业产销量及市场规模稳步增长。根据中国生活用纸年鉴数据, 除 2018 年经济压力影响增速下滑外, 2010-2019 年, 国内生活用纸行业产量及消费量均保持相对稳定且协同的增速, 2015-2019 年产量复合增长率为 7.16%, 消费量复合增长率为 7.79%。同时, 市场规模也保持相对稳定的增长趋势, 2015-2019 年复合增长率为 7.57%。由于前期增速过快, 2012-2013 年和 2018-2019 年增速均有所回落整体来看, 生活用纸行业多年来稳步增长。

图16: 2010-2019 国内生活用纸行业产销量及增速



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 申港证券研究所

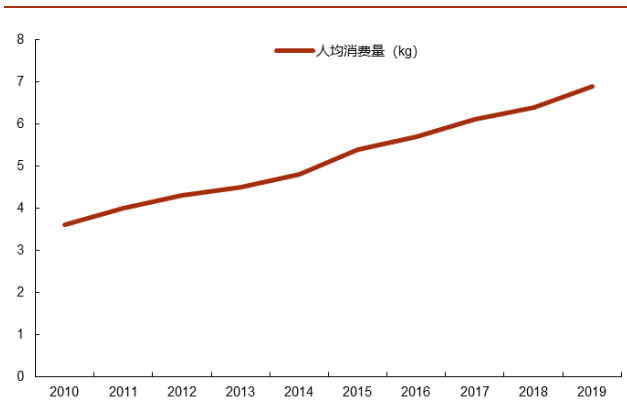
图17: 2010-2019 国内生活用纸行业市场规模及增速



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 申港证券研究所

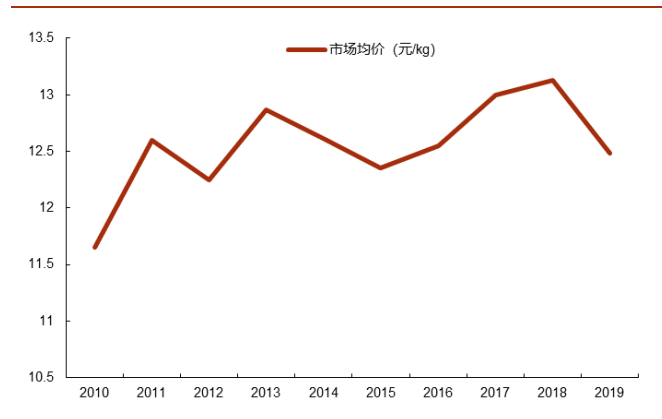
人均消费量稳步增长, 市场单价波动变化。根据中国生活用纸年鉴数据, 2010-2019 年, 国内生活用纸行业人均消费量稳定增长, 2015-2019 年复合增长率为 7.53%。市场均价早期呈波动上涨趋势, 近年来, 维持在 12.5-13 元/kg 波动。

图18: 2010-2019 国内生活用纸行业人均消费量



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 申港证券研究所

图19: 2010-2019 国内生活用纸行业市场均价



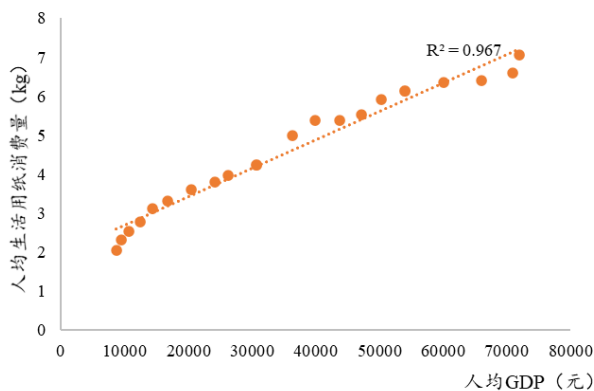
资料来源: 中国生活用纸年鉴, 申港证券研究所

2.2 需求端：我国生活用纸行业仍有上升空间

人均生活用纸消费量与人均 GDP 正相关，消费升级趋势为未来行业发展奠定基础。根据中国造纸年鉴统计的每年中国生活用纸消费量与国家统计局统计的每年中国总人口数量计算，人均生活用纸消费量与人均 GDP 正相关，相关系数为 0.967。随着经济不断发展，消费升级趋势将驱动生活用纸行业的未来发展。

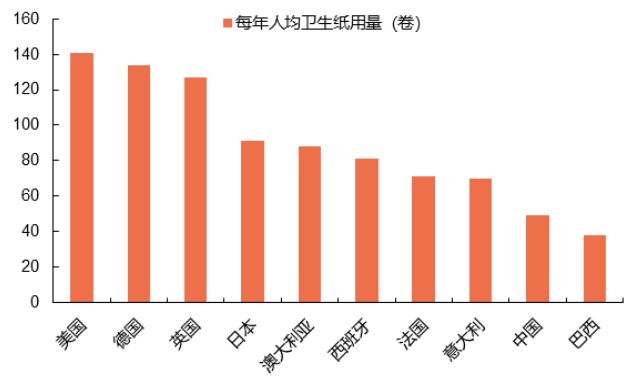
国内生活用纸行业较发达国家相比仍有较大上升空间。自然资源保护委员会和 Stand.earth 联合发布的一份有关全球部分国家或地区的人均卫生纸用量的报告显示，人均卫生纸用量最多的国家是美国，人均每年使用卫生纸 141 卷，而中国人均每年使用 49 卷，较发达国家仍有较大上升空间。

图20：人均生活用纸消费量与人均 GDP 正相关



资料来源：Wind，申港证券研究所

图21：各国人均每年卫生纸用量情况（2019年统计）



资料来源：NRDC，Stand.earth，申港证券研究所

判断未来市场规模的因素 1——量增。由于人均生活用纸消费量与人均 GDP 正相关，故假设两者未来增速一致，根据世界银行对中国 GDP 的预测，2021 年增速为 7.9%，2022 年增速为 5.2%；由于放开二胎政策当年出生率提升 0.158 个百分点，第二年回落 0.093 个百分点，而后几年持续下滑，三胎政策较二胎政策对人口增速影响较小，我们预计 2021-2023 人口增长率为 0.24%、0.19%、0.14%，则 2021-2023 年我国生活用纸消费量增长率分别为 8.16%、5.4%、5.35%。

表4：我国生活用纸未来三年消费量预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
人口增速	0.33%	0.14%	0.24%	0.19%	0.14%
人均生活用纸消费量增速	2.88%	6.94%	7.90%	5.20%	5.20%
生活用纸消费量增速	3.22%	7.10%	8.16%	5.40%	5.35%

资料来源：Wind，申港证券研究所

疫情促使人们提升健康观念，生活用纸行业消费量有望进一步提升。受新冠肺炎疫情的影响，消费者对个人卫生和安全防护的意识增强，消毒湿巾等一次性抗菌安全性纸质用品的市场需求大幅提升。同时，随着人们对生活用纸消费观念的升级，市场上不断推出更安全卫生的生活用纸产品。疫情常态化趋势下，消费者对此类高品质生活用纸已有所依赖，疫情后时代的生活用纸行业消费量有望进一步提升。

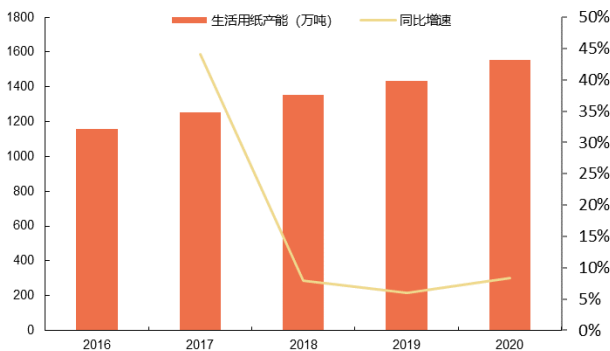
判断未来市场规模的因素 2——价增。我国生活用纸行业多家企业均宣布，受原材

料价格上涨影响，于今年调升部分产品价格。根据卓创资讯统计的生活用纸企业报价显示，2021年1-11月较2020年价格提升在3-12%之间。我们预计2021年市场均价提升5%，之后主要考虑通货膨胀率，我们预计2022年市场均价提升3%，2023年保持在3%，计算得出，我国生活用纸行业市场规模2021-2023年增速分别为13.57%、8.57%、8.51%。

2.3 供给端：产能过剩趋势明显 环保政策的实施或将提升行业集中度

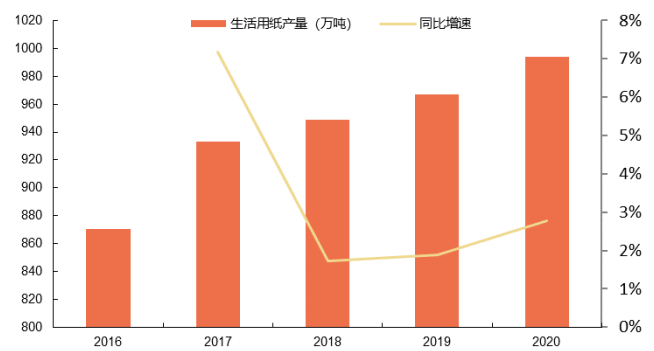
国内生活用纸行业产能、产量稳步提升。我国生活用纸行业产能、产量均逐年提升，2018年受宏观经济下行的影响，增速有所放缓。2016-2020年产能年均复合增长率为7.64%，产量年均复合增长率为3.37%，产能增速明显高于产量，产能过剩趋势愈发明显。

图22：我国生活用纸历年产能情况



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

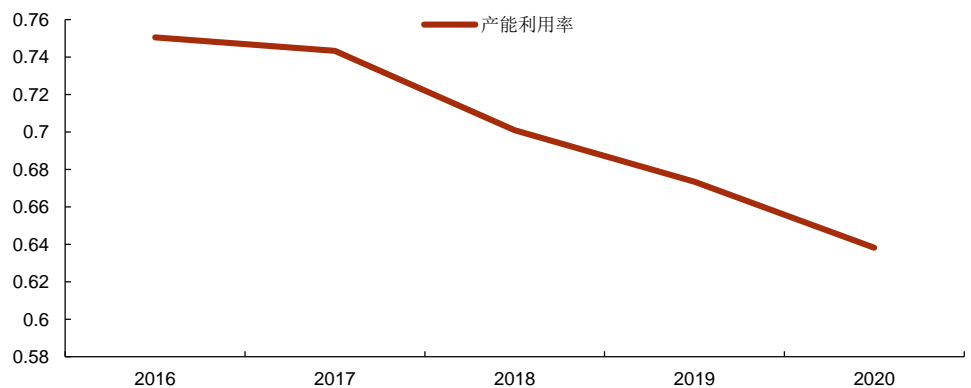
图23：我国生活用纸历年产量情况



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

近年来出现产能过剩趋势，产能利用率不断下降。根据卓创资讯数据，我国目前在产企业产能达到1823.1万吨/年，拟在建项目中于2022年投产的产能为195万吨/年，预计2022年我国生活用纸行业产能增速增加10.7%。2016-2020年，我国生活用纸行业产能利用率由75.05%下降至63.83%，呈现产能过剩趋势。若产能利用率持续下滑，假设2021-2022年产能利用率分别为62%、60%，则我国生活用纸行业2022年产量增加7.13%。

图24：我国生活用纸行业产能利用率情况



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

我国生活用纸行业集中度有望提升。我国生活用纸行业第一梯队的企业主要为恒安国际、维达国际、金红叶、中顺洁柔，这四家企业生产和销售渠道覆盖全国，以中高端产品为主。但是，目前我国生活用纸行业集中度较美国低且上升速度慢：

- ◆ 原因一是我国生活用纸行业发展史较短，还未达到行业成熟稳定的阶段；
- ◆ 原因二是外国企业已有品牌效应，维持着一定的市场占有率；
- ◆ 原因三是近几年许多本地品牌和中小企业通过积极布局线上渠道和发展电商业务而快速发展崛起，开展线上业务模式成本较低，它们的产品可以通过具有竞争力的价格而受到欢迎。我国生活用纸行业集中度在 2017 年、2019 年两次下滑均由于国内中小企业集中扩张产能、更新机器设备生产产品抢占市场份额。

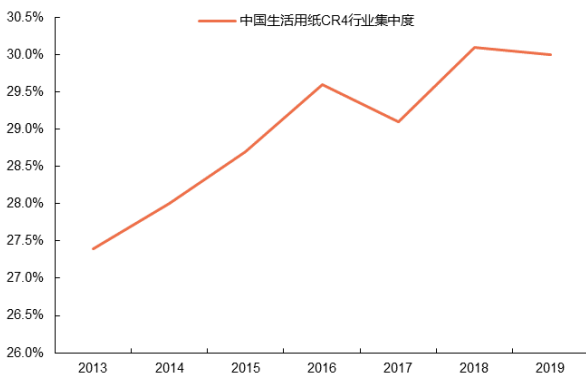
但长期来看，品牌化、高品质化依然是行业发展趋势。与美国的造纸行业发展历史对比，中国已经走过美国相似的道路，目前处于美国造纸行业发展的第二、三阶段之间，正值行业集中度上升期，我国生活用纸行业集中度虽超过 30%，但较美国生活用纸行业 CR5 市占率 60% 仍有较大上升空间。

表5：美国造纸行业发展史

阶段	时间	发展情况
第一阶段	1970 年前	需求拉动行业发展，美国工业整体也处于快速扩张时期，造纸行业的产能利用率达到 90%
第二阶段	1970-2000 年	产能和需求共同促进了美国造纸行业的迅猛发展，随之而来的是环境污染恶化，环保政策出台清洗落后产能，行业集中度加速提升
第三阶段	2001-2010 年	行业集中度达到较高水平，趋于稳定
第四阶段	2011 年至今	成熟期后期，行业议价能力强，美国造纸行业开始呈现出一些颓势

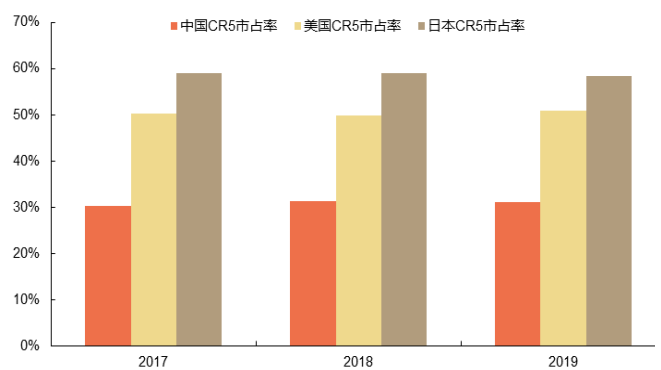
资料来源：中国产业信息网，申港证券研究所

图25：中国生活用纸行业 CR4 集中度变化情况



资料来源：欧瑞数据，前瞻产业研究院，申港证券研究所

图26：各国生活用纸行业 CR5 市占率



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，申港证券研究所

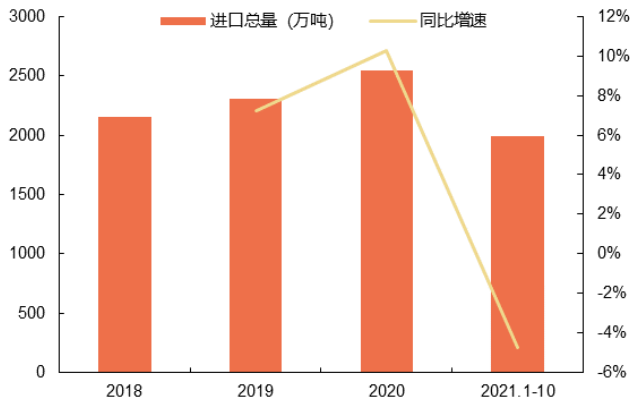
在政策方面，近年来，各级政府部门加大了对生活用纸行业的监督管理执法力度，对一些经济规模不合理、能耗水耗较高、排放不达标企业采取了关停或限期整改的措施，淘汰了大量落后产能。随着造纸行业环保政策趋严，环保设施不健全或产能落后的造纸企业将被陆续淘汰，同时，行业的准入门槛也在提高，行业集中度有望提升。

3. 原材料：预计浆价短期难以回升 股价联动

3.1 港口库存回升+新增产能 预计浆价短期不会大幅上涨

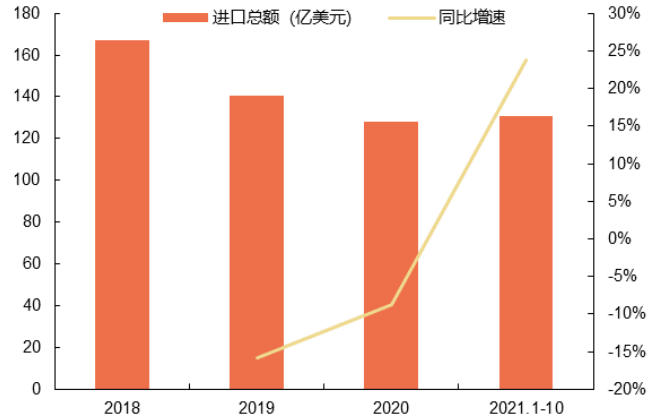
2021 年木浆进口量同比下降。生活用纸原材料为木浆，我国木浆对进口依存度较高，2018-2020 年进口总量持续增长。疫情+环保政策影响下，2020 年国际浆价大跌，国内木浆下游企业囤货，进口总量同比上涨 10.28%。2021 年浆价回升，由于国内企业存货量充足，截至 2021 年 10 月底，木浆进口总量同比下降 4.75%。

图27：历年木浆进口总量及同比增速



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

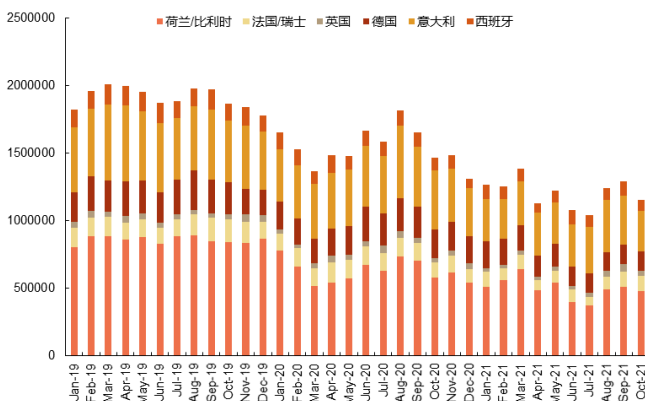
图28：历年木浆进口总额及同比增速



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

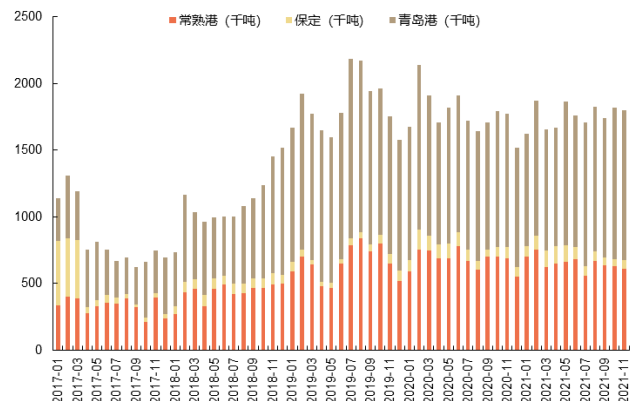
国内纸浆港口库存呈波动上涨趋势。卓创资讯统计的数据显示，2021 年，欧洲主要木浆出口国家的港口库存总量下降，但 8-9 月有所回升。根据 Wind 数据库，我们统计了三大港口常熟港、保定、青岛港三大港口纸浆库存总量，目前国内纸浆港口库存总量存在波动上涨趋势。

图29：欧洲木浆港口库存（吨）



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

图30：国内纸浆港口库存（千吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

国内外纸浆产能大增。据卓创资讯最新不完全统计，2021 年国内外新增纸浆产能 592 万吨，中国 2021 年纸浆新增产能 257 万吨，多为浆、纸一体化产能的投放。2022 年之后国内外纸浆新增产能不断释放，合计 4000 余万吨。2022 年国际新增纸浆产能预计 800 余万吨，其中，中国 2022 年纸浆新增产能占国际新增产能的

55%。

预计未来两年木浆供需相对稳定。根据卓创资讯历史 5 年数据，我们对 2021-2023 年木浆供需关系相关因素做出如下预测。

- 由于“禁废令”的颁布，我们预计 2021 年我国木浆对进口的依存度有所提高，但随着国内产能不断扩增，2022 年后依存度数据将有所回落；
- 我国木浆产量增速逐年增加，2020 年疫情较为严重，2021 年工厂开工率回升，预计木浆产量增速高于 2020 年；
- 受疫情影响，2020 年木浆消费量大幅上升，2021 年疫情好转但人们仍保留着使用一次性湿巾等卫生防疫习惯，故预计 2021 年我国木浆消费量增速较 2020 年有所下降，但仍高于 GDP 增速。

根据上述假设，我们得出 2021-2023 年我国木浆供给-需求量分别为 8.97/22.74/16.98 万吨，供需关系相对稳定。

表6：木浆供需关系预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
木浆对进口的依存度	69.47%	67.46%	66.98%	67.44%	68.13%	68.40%	68.20%	68.00%
中国木浆产量 (万吨)	826.39	1016.45	1064.18	1119.09	1195.33	1279.00	1368.53	1457.48
同比增长	0.00%	23.00%	4.70%	5.16%	6.81%	7.00%	7.00%	6.50%
中国木浆表观消费量 (万吨)	2699.05	3116.34	3216.38	3425.52	3739.35	4038.50	4280.81	4537.66
同比增长	0.00%	15.46%	3.21%	6.50%	9.16%	8.00%	6.00%	6.00%
供给-需求 (万吨)	7.75	7.36	6.44	11.50	11.28	8.97	22.74	16.98

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

3.2 历史数据看浆价、股价联动

中顺洁柔股价滞后于浆价变动。公司生产主要原材料为纸浆，纸浆成本占公司生产成本的比重为 40%-60%，浆价变动直接影响公司成本，进而影响公司的毛利率以及公司股价。回顾浆价近年来的变动，我们以漂针浆、漂阔浆中纸指数代表国内降价变动情况，对比中顺洁柔股价走势来看，选取几个关键变动的时间点观察结果如下：

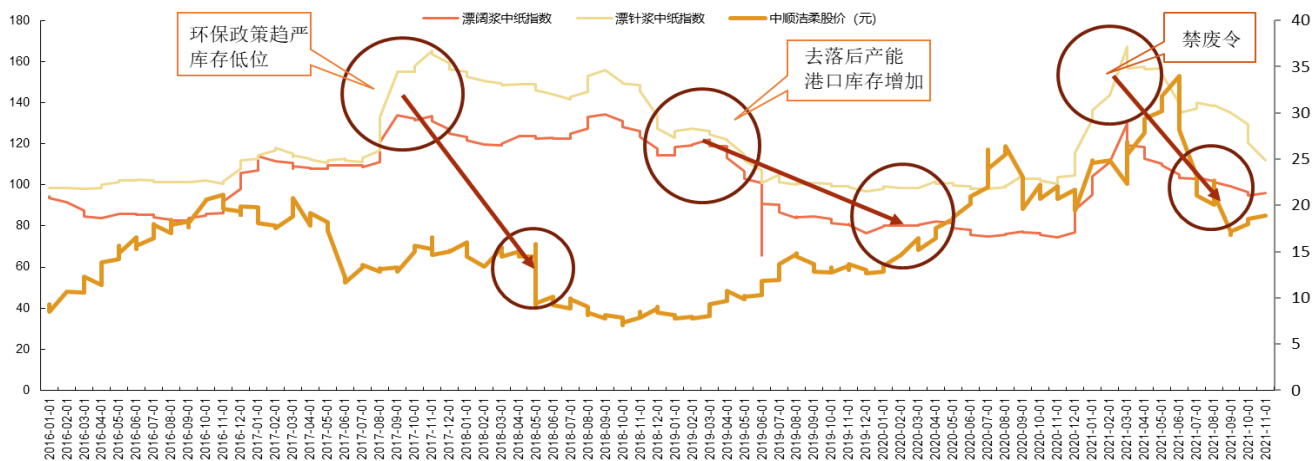
- 2017 年 7 月-12 月：环保政策趋严，“禁塑令”的实施使纸浆需求增加，库存下降，价格走高，10 个月之后反映到公司股价上，2018 年 5 月中顺洁柔股价下跌明显；
- 2018-2020 年：环保政策进一步提升要求，行业内落后产能企业面临淘汰，纸浆库存充足，价格回落，6-8 个月后在中顺洁柔股价上有所体现；
- 2020 年 12 月-2021 年 3 月：“禁废令”的颁布导致可替代品纸浆价格的大幅上升，公司股价于 2021 年 6 月起回落，滞后反应时间为 6-7 个月。

公司库存能力及成本计算法导致财务数据反应滞后。公司处于行业龙头地位，有一定积累原材料库存的能力；另外，公司采用加权平均法核算成本，成本端价格下降趋势在财报的反应上有所滞后。今年下半年原材料价格下跌时反而没有很快地反应

在公司成本端，故公司 2021Q3 财报显示毛利率仍处于下滑阶段。

浆价目前处于下行阶段，已开始反映在公司股价。根据上述历史变动关键点的分析，公司原材料纸浆价格变动在 6-10 个月内会反映在公司股价上。最近一次转折点为 2021 年 4 月份浆价回落，目前仍处于波动下行阶段，而公司股价于 2021 年 11 月开始有明显的上升趋势，这个滞后时间符合历史规律。本轮浆价下跌已经维持 6 个多月，基于上一部分的分析，浆价短期内难以大幅上升，故我们预测此轮浆价下跌对未来半年股价走势有一定支撑作用。

图31：2016年至今浆价指数变动 vs 中顺洁柔股价变动



资料来源：Wind，中港证券研究所

4. 公司看点：产品升级+渠道优势+产能投放+价格调整

4.1 加大研发投入 向高毛利产品倾斜

公司近年来不断研发新品类。公司早期以洁柔、太阳两大纸类品牌抢占市场份额，近年来不断推陈出新。

- ◆ 2017 年推出自然木系列，产品定位高端人群，采用 100%进口原生木浆，注重健康安全理念；
- ◆ 2018 年公司推出新棉初白系列母婴及美妆产品，棉柔巾干湿两用；
- ◆ 2019 年进军个人护理市场，推出朵蕾蜜卫生巾；
- ◆ 2020 年，针对疫情下的市场需求，公司设立消毒防疫品生产线，推出口罩、消毒湿巾、洗手液等产品，预计在疫情常态化趋势下，此类防疫品可持续贡献可观利润；
- ◆ 2021 年，公司刚刚推出新生儿护理品牌 OKBEBE，产品包括婴儿纸尿裤与拉拉裤，按照医护级高标准生产。

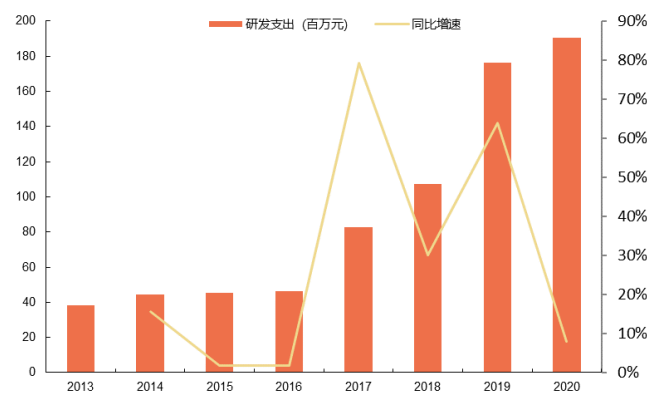
图32: 中顺洁柔主要产品历史发展时间轴



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

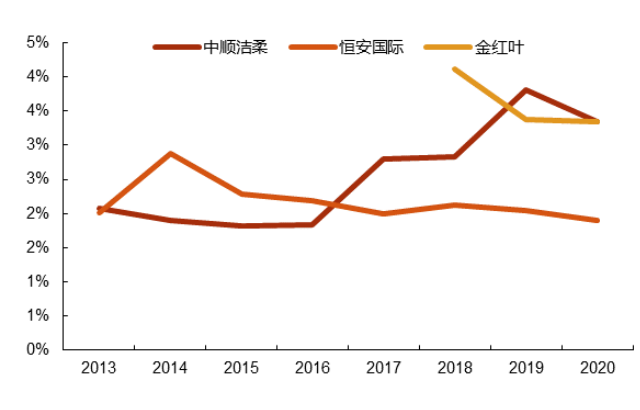
公司加大研发投入, 不断研发推出高毛利率产品。2013-2020 年公司不断增加研发投入, 目前研发支出占营收 3.35%。根据这几家公司年报数据统计, 中顺洁柔的研发支出/营收比例成上升趋势, 2020 年是这几家公司中最高的。公司注重研发, 近年来不断推出高毛利率产品, 例如母婴产品、美妆产品、卫生巾、防疫产品等, 帮助公司抢占市场份额。

图33: 2013-2020 年公司研发投入不断增加



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 2013-2020 年公司研发占营收比例变化情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

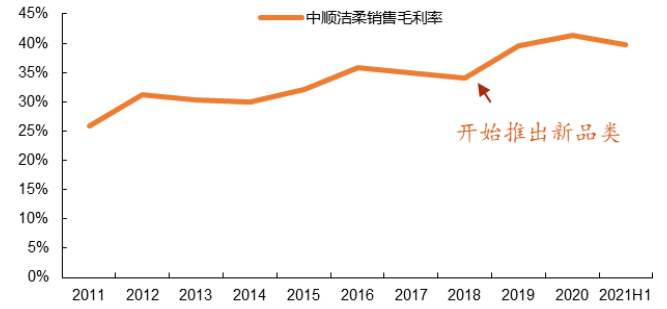
公司近年来新推出的个护类产品毛利率更高。由于中顺洁柔年报并未按照产品类别拆分毛利率, 故我们参考行业内产品种类较齐全的恒安国际的毛利率拆分情况, 可以看出, 卫生巾等个护类产品的毛利率要远远高于卫生纸、纸巾等生活用纸类产品。中顺洁柔于 2018 年起推出母婴类、美妆类、卫生巾、防疫类等高毛利产品, 于公司毛利率已有推动作用, 此类新产品借由公司品牌优势及丰富的渠道销售, 未来将进一步拉升公司的毛利水平。

图35: 恒安国际不同品类毛利率 (2020 年报)

毛利率	卫生巾	纸巾	纸尿裤
2019年	70.30%	33.50%	39.60%
2020年	71.40%	27.70%	40.50%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图36: 2011-2021H1 中顺洁柔毛利率变化情况

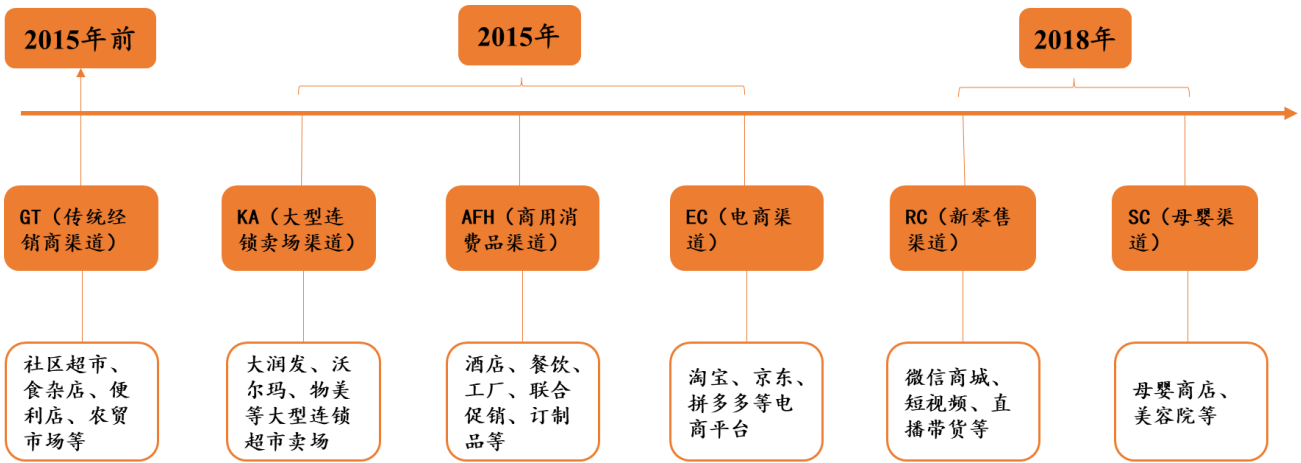


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

4.2 六大渠道齐头并进 注重电商渠道拓展

公司目前采取六大渠道齐头并进的发展模式。对于生活用纸这种大众必需消费品, 购买的便利性直接影响大众的选择, 所以渠道布局对于生活用纸企业来说至关重要。中顺洁柔不断的建立与完善的营销网络, 从早期单一的经销商渠道拓展为目前 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37: 公司销售渠道发展进程



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

国内生活用纸第一梯队企业渠道对比来看:

- ◆ 中顺洁柔全渠道布局, 主要依赖传统经销商模式, 电商模式发展迅速;
- ◆ 恒安国际拥有最多的分销商, 同时兼具海外渠道;
- ◆ 维达国际在商销渠道占有率较高, 2015 年以来, 公司电商渠道的市场份额稳占主要电商平台首位, 同时以个人护理产品覆盖海外渠道;
- ◆ 金红叶则是注重商销渠道。

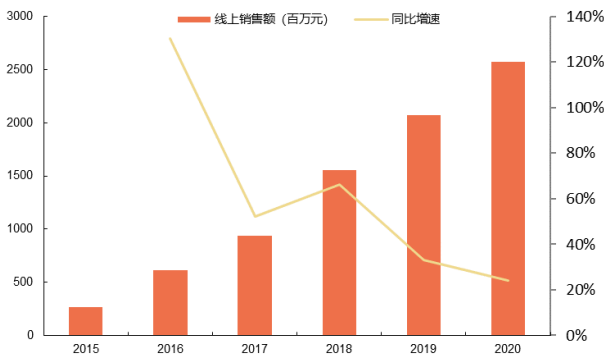
表7: 洁柔、恒安、维达、金红叶营销渠道优势对比

公司	渠道优势
中顺洁柔	公司有 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, 主要依赖于传统经销商渠道, 不断扩大网络布局, 下沉至乡镇, 目前已到达近 3000 家经销商, 销售额占比 50% 左右; 第二大销售渠道为电商渠道, 近年来发展最迅速的销售渠道, 目前销售额已占到 30% 以上。
恒安国际	公司拥有数量最多的分销商, 截至 2019 年底公司已有经销商 12277 家, 其中商超渠道 7110 家、传统渠道 3608 家, 2020 年疫情期间, 公司大力支持电商和新零售渠道, 电商渠道销售占比提高 40%, 新零售渠道销售占比提升近 15%。同时, 公司关注海外渠道, 2020 年海外业务占集团整体销售比例约 9.7%。
维达国际	公司主要依赖于传统渠道、经销商渠道、KA 渠道和商销渠道, 其中 KA 渠道和商销渠道占比逐年升高。公司在商销渠道占有率较高, 在优势地区广东省的市占率高达 70% 左右, 我国商销渠道生活用纸的渗透率还很低, 未来有巨大发展空间。公司电商渠道的市场份额稳占主要电商平台首位, “双十一”销售额连年居各大平台之首。公司海外渠道与国内其他渠道可产生较强的互补效应, 由于爱生雅之前在东南亚地区的渠道主要覆盖个人护理产品, 公司在国内渠道主要覆盖生活用纸产品。
金红叶	公司通过家乐福 B2B 福礼、家乐福零售云、苏宁大快消联动合作, 扩宽渠道。一直以来, 苏宁易购与金红叶都保持着良好的合作关系。尤其是清风品牌, 一直是苏宁超市个护家清品类全渠道销售 top 品牌。

资料来源: 奥陶纪财经, 长江日报, 龙商网, 新疆网, 公司公告, 申港证券研究所

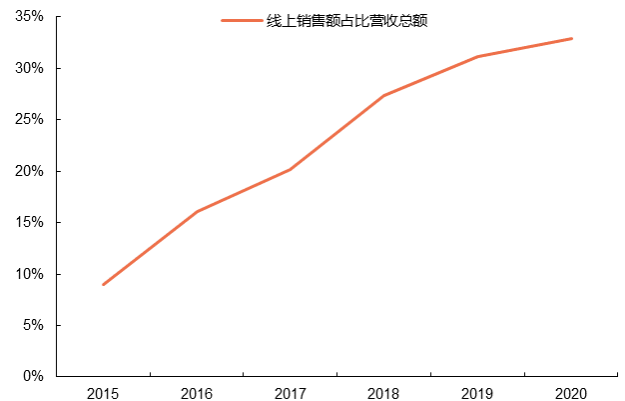
公司线上收入持续增长。公司紧跟时代步伐, 进驻了各大电商平台, 主要包括天猫、京东、拼多多、淘宝、唯品会、苏宁、快手、抖音、云集、网易等。近年来, 公司线上销售增长迅猛, 2015-2020 年, 公司线上销售额年均复合增长率达 57.34%, 线上销售额占比营收逐年提升至 32.86%, 电商渠道已成为公司第二大销售渠道。

图38: 公司线上销售额及增速情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图39: 公司线上渠道营收占比不断提升



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

4.3 产能不断扩张 有望跃居行业第三

生产基地全国化布局, 产能稳步快速扩张。

- ◆ 2009 年上市之初, 公司形成华南——广东中山、江门, 华东——浙江嘉兴, 华中——湖北孝感和西南——四川成都四个区域的五大生产基地, 产能达到 17.8 万吨。
- ◆ 2014 年新增广东云浮 12 万吨生产基地;

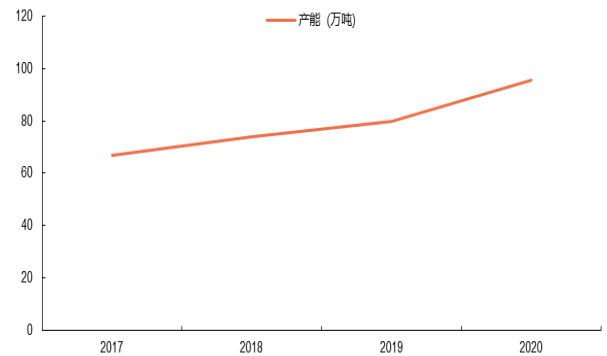
- ◆ 2017 年，云浮中顺开展投资建设高档生活用纸项目第二期工程 12 万吨/年；
- ◆ 2019 年，湖北中顺新建 20 万吨高档生活用纸项目第一期工程已完成了竣工验收工作，“湖北二期 10 万吨”预期 2021 年投产；公司拟在四川省达州市建设 30 万吨竹浆纸一体化项目；
- ◆ 2021 年初公司宣布将于江苏宿迁新建 40 万吨高档生活用纸项目，项目总投资约 25.5 亿元，其中第一期项目计划投资约 6 亿元，产能约年产高档生活用纸 10 万吨。

图40：目前公司生产基地布局（已投产）



资料来源：公司官网，申港证券研究所

图41：公司历年来产能不断上涨



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

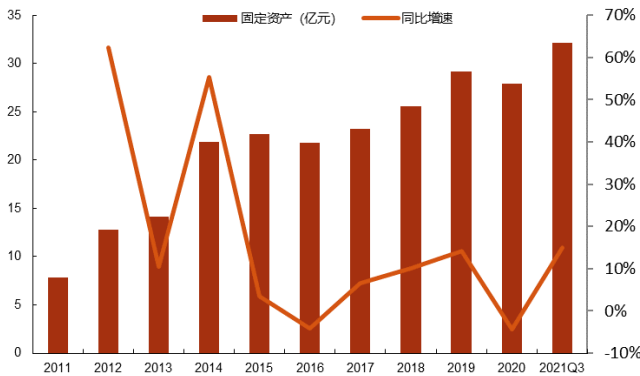
公司固定资产投资总体呈上涨趋势，调整产能扩张节奏。

- ◆ 从固定资产投资情况来看，公司 2014 年前迅速扩充产能，固定资产投资增速较高，但经历 2014 年行业的产能过剩调整之后，公司固定资产投资增速明显放缓。
- ◆ 2017 年至 2019 年公司重新布局生产基地的扩张是固定资产投资稳步上升。
- ◆ 2020 年受疫情影响，公司固定资产投资再次下滑，但 2021 年一季度由于拟新建 40 万产能基地固定资产投资再创新高。

总体来看，公司固定资产体量较大，占总资产比例较高，但近期呈波动下降趋势。从几次较大的波动可以看出，公司在不断调整产能扩张节奏，追求稳步可持续发展。

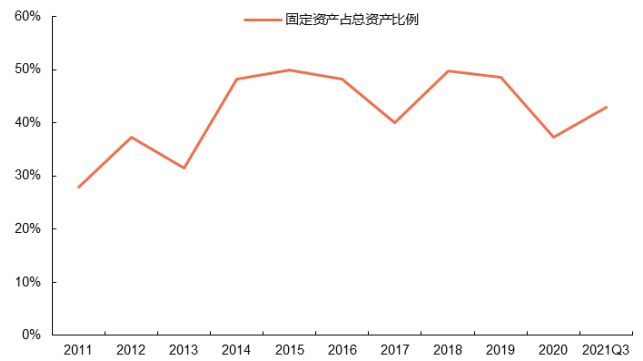
公司新建产能已部分投入使用，看好明年产销量。根据公司 2021Q3 财报显示，在建工程金额较 2020 年末减少 225,851,617.84 元，下降 81.86%，主要系 2021 年在建工程达到可使用状态结转到固定资产所致。

图42: 公司固定资产及增速情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图43: 公司固定资产占总资产比例



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

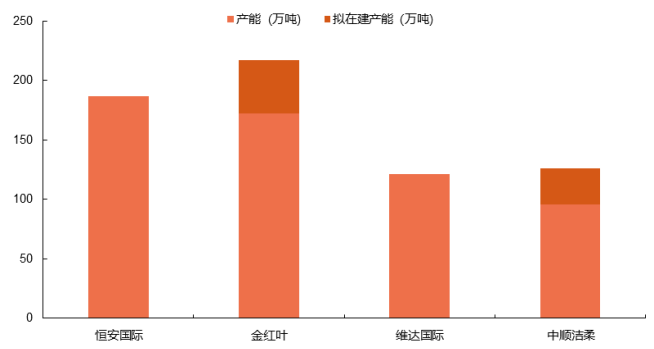
公司可提升在中部和北部的竞争力，产能仍有大幅上升空间。根据公司目前的产能布局，主要集中在东南部，尤其是广东地区，新建产能为华东地区，中部和北部是公司的劣势区域，公司可持续提升在中、北的竞争力以完善全国性布局。同时，根据卓创资讯数据，目前公司产能在行业内位居全国第四位，前三名按顺序分别为恒安国际、金红叶、维达国际，金红叶及中顺洁柔均有拟在建项目将于2022年投产，届时中顺洁柔产能将提升至行业第三位，赶超发展路径最相似的维达国际。

图44: 生活用纸行业 TOP4 企业产能布局对比

公司	产地
恒安国际	安徽、福建、广西、河南、湖南、湖北、江西、辽宁、四川、山东、山西、天津、新疆、浙江
金红叶	北京、广东、湖北、辽宁、四川、山东、浙江、台湾、马来西亚
维达国际	福建、广东、海南、湖北、辽宁、山东、四川、天津
中顺洁柔	广东、河北、湖北、四川、浙江

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

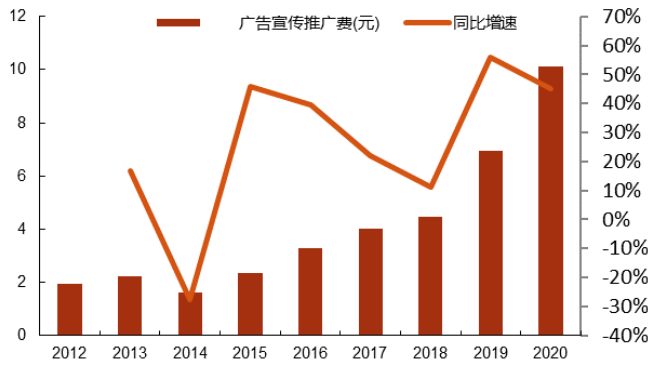
图45: 生活用纸行业 TOP4 企业产能对比



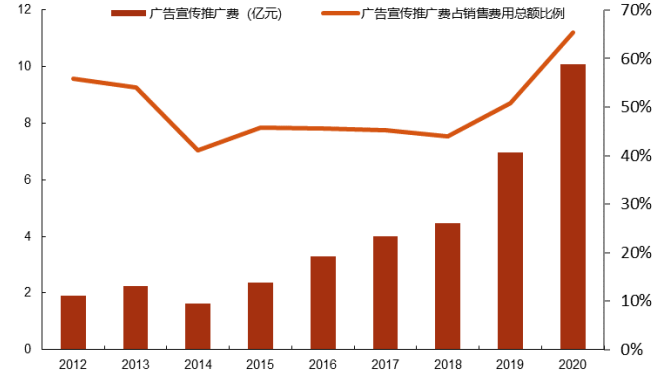
资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

4.4 公司注重广告投放 拟于 2022 年调价

公司加大广告投放力度。生活用纸类产品的同质性太高，主要依赖于广告宣传、电商、商场促销抢占市场份额。历年来，广告宣传推广费一直是占销售费用总额比例最高的项目，平均占到销售费用总额的一半左右，仍呈上升趋势。尤其是2019-2020年，公司和众多热门 IP 形成战略合作推出新系列产品，同时举办线上线下主题活动，大力发展电商直播等渠道，广告宣传推广费明显上涨，但为公司销售额的提升做出巨大贡献。

图46: 公司广告宣传费用及增速情况


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图47: 公司线上渠道营收占比不断提升


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司公告于2022年初调整产品价格, 有利于营收。10月28日, 公司发布公告称, 受生产成本及运营成本不断增加, 拟于2022年1月1日对公司旗下产品进行价格调整。若此次涨价落实, 将有利于公司2022年营业收入。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入端: 随着人民日益提升的消费水平, 以及疫情期间由于防护意识形成的消费习惯, 预计我国生活用纸行业消费额将大幅提升。另外, 我国环保政策日趋渐严, 生产不能达到标准的一些小企业将被优胜劣汰, 行业集中度持续提升。公司处于行业内第一梯队, 产能布局逐渐扩大, 营销渠道不断完善, 业绩增速行业领先。预计2021-2023年营收分别为90.83亿元、104.25亿元、118.22亿元, 同比增速为16.1%、14.78%、13.4%。

成本端: 生活用纸行业公司的原材料主要是木浆, 公司成本主要受国内外浆价影响。2019-2020年疫情期间, 浆价大幅下跌至历史低位, 2021年初浆价回升, 下半年有所下滑。由于国内外新投产产能, 全球木浆供需关系平衡, 浆价短期内难以大幅上升, 且受公司成本核算法影响, 下半年的浆价下滑尚未反应在公司财务数据上, 预计2022年公司成本会有一定下降。考虑到2020年浆价处于历史低位, 今年有所回升, 我们预计2021-2023年毛利率分别为36.34%、37.9%、39.09%。

费用端: 由于公司不断扩展新品类产品, 同时不断推出各种IP联名系列新品, 研发费用预计有所增加。另外, 公司的营销策略不断丰富, 落实员工激励政策, 销售费用也将增加。预计2021-2023年归母净利润分别为8.12亿元、10.88亿元、13.54亿元, PE分别为26.87倍、20.06倍、16.12倍。

5.2 估值

选取同样涉及造纸行业的裕同科技、仙鹤股份、岳阳林纸作为可比公司。采用Wind一致预期, 可比公司2022年PE均值为17.24倍, 最高值为18.25倍, 最低值为16.06倍。考虑到中顺洁柔是行业龙头企业, 公司毛利率增速较快, 且仍在向高毛利产品倾斜, 公司业绩上有更大成长空间, 我们给予2022年中顺洁柔PE为25倍, 目标价格20.74元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表8：中顺洁柔可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002831.SZ	裕同科技	31.60	294.04	1.34	1.82	2.25	23.76	17.41	14.07
603733.SH	仙鹤股份	37.52	264.88	1.74	2.06	2.46	21.56	18.25	15.23
600963.SH	岳阳林纸	7.13	128.66	0.35	0.44	0.57	20.39	16.06	12.47
	均值			1.14	1.44	1.76	21.90	17.24	13.92

资料来源：Wind，申港证券研究所

6. 风险提示

原材料价格上涨：2021 下半年木浆价格有回落趋势，但疫情反复也将影响木浆的库存及价格，木浆价格上涨将直接对公司利润产生不利影响。

人民币贬值：由于国内生活用纸行业仍比较依赖于进口木浆，故汇率波动将对木浆进口价格产生影响，若人民币贬值，将不利于公司的盈利情况。

产能未达预期：由于公司新建产能项目，在建进度及生产效率都将受到疫情等因素影响，若产能未达到公司预期，将不利于公司的营收水平。

新品销量不佳：公司于近两年不断推出新品类，并配套新建营销渠道，已为此投入一定的成本，若销量不佳，将影响公司的净利率水平。

表9: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6635	7824	9083	10425	11822	流动资产合计	2744	4040	5025	6294	7822						
营业成本	4005	4591	5782	6474	7201	货币资金	704	1125	1825	2715	3836						
营业税金及附加	43	56	65	75	85	应收账款	808	1051	1194	1371	1555						
营业费用	1370	1545	1635	1866	2116	其他应收款	8	16	18	21	24						
管理费用	295	365	419	476	534	预付款项	15	27	29	19	19						
研发费用	176	190	221	243	276	存货	986	1661	1743	1951	2170						
财务费用	21	-18	0	0	0	其他流动资产	166	102	114	116	117						
资产减值损失	-19	-16	0	0	0	非流动资产合计	3282	3439	3306	3176	3046						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	0	4	2	2	2	固定资产	2921	2793	2699	2599	2495						
营业利润	719	1104	983	1319	1635	无形资产	169	169	164	159	154						
营业外收入	6	5	6	6	6	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	4	21	13	17	15	其他非流动资产	6	28	27	31	35						
利润总额	721	1088	976	1307	1626	资产总计	6026	7478	8331	9469	10867						
所得税	117	183	164	219	273	流动负债合计	1814	2285	2256	2342	2431						
净利润	604	906	812	1088	1354	短期借款	15	143	0	0	0						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	578	762	871	975	1085						
归属母公司净利润	604	906	812	1088	1354	预收款项	142	0	0	0	0						
EBITDA	1166	1553	1123	1460	1777	一年内到期的非流动负债	32	0	60	60	60						
EPS (元)	0.47	0.70	0.62	0.83	1.03	非流动负债合计	135	151	151	151	151						
主要财务比率						长期借款	23	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	1949	2436	2407	2493	2582						
营业收入增长	16.84%	17.91%	16.10%	14.78%	13.40%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	43.06%	53.43%	-10.96%	34.16%	24.02%	实收资本(或股本)	1309	1311	1311	1311	1311						
归属于母公司净利润增长	48.36%	50.02%	-10.34%	33.97%	24.39%	资本公积	761	907	907	907	907						
获利能力						未分配利润	2059	2859	3637	4679	5976						
毛利率(%)	39.63%	41.32%	36.34%	37.90%	39.09%	归属母公司股东权益合计	4077	5042	5924	6977	8286						
净利率(%)	9.10%	11.58%	8.94%	10.44%	11.45%	负债和所有者权益	6026	7478	8331	9469	10867						
总资产净利润(%)	10.02%	12.11%	9.75%	11.49%	12.45%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	14.81%	17.97%	13.71%	15.60%	16.34%	经营活动现金流	1360	828	665	937	1177						
偿债能力						净利润	604	906	812	1088	1354						
资产负债率(%)	32%	33%	29%	26%	24%	折旧摊销	262	304	140	142	142						
流动比率	1.51	1.77	2.23	2.69	3.22	财务费用	21	-18	0	0	0						
速动比率	0.97	1.04	1.45	1.85	2.32	应付帐款减少	-70	-244	-143	-177	-184						
营运能力						预收帐款增加	83	-142	0	0	0						
总资产周转率	1.19	1.16	1.15	1.17	1.16	投资活动现金流	-729	-382	49	-12	-12						
应收账款周转率	9	8	8	8	8	公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
应付账款周转率	12.20	11.68	11.13	11.29	11.47	长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						投资收益	0	4	2	2	2						
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.70	0.62	0.83	1.03	筹资活动现金流	-328	-69	-13	-36	-44						
每股净现金流(最新摊薄)	0.23	0.29	0.53	0.68	0.85	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.84	4.52	5.32	6.32	长期借款增加	-52	-23	0	0	0						
估值比率						普通股增加	22	3	0	0	0						
P/E	35.55	23.87	26.98	20.14	16.19	资本公积增加	151	146	0	0	0						
P/B	5.36	4.35	3.70	3.14	2.64	现金净增加额	304	377	700	890	1121						
EV/EBITDA	18.21	13.47	17.95	13.19	10.21												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上