

中顺洁柔 (002511.SZ)

卫生巾新品落地，个护领域探索成长空间

事件：洁柔卫生巾朵蕾蜜 (dolemi) 6月6日新品首发，登陆京东线上销售。公司旗下高端卫生巾品牌朵蕾蜜产品正式落地，于今日上线京东销售，配合京东“年中购物节”进行营销宣传，并聘请马思纯作为洁柔和朵蕾蜜品牌的新代言人。

卫生巾新品正式落地，个人护理新品类布局再下一城。公司主营生活用纸，自18年开始丰富产品品类。18年已推出个人护理新品棉花柔巾，并且已经储备卫生巾产品，19年卫生巾产品落地，公司产品品类布局进一步完善。新推出的卫生巾品牌朵蕾蜜定位中高端，并聘请明星马思纯作为代言人，配合京东年中大促上线宣传，有望依托公司洁柔纸巾品牌知名度打开卫生巾产品市场，带来新增增长点。

卫生巾市场规模400亿元，公司具备渠道和品牌优势。根据中国产业研究院，17年国内卫生巾市场规模达400亿元，消费量达1200亿片，13~17年市场规模/消费量CAGR为3.0%/5.6%，预计未来仍维持个位数稳定增长。国内卫生巾行业集中度较高，前四大企业恒安、尤妮佳、景兴和宝洁市占率达到64%。公司进军卫生巾行业的优势将主要来自以下方面：1) 依托生活用纸渠道，可实现快速布局。卫生巾销售主要仍依托线下渠道，据中国产业信息网数据，卫生巾线下渠道销售占比85% (KA 60%、GT 25%)，公司生活用纸已覆盖国内近2000个城市，依托原有渠道有利于公司卫生巾新品快速铺设。2) 品牌调性偏高端，具备品牌优势。消费者对卫生巾等个人护理产品选择主要从品牌 and 安全性角度出发，对价格敏感程度较低。并且在消费升级趋势下，消费者对中高端卫生巾需求逐步上升。公司洁柔生活用纸定位中高端市场，消费者对洁柔品牌认知偏高端，卫生巾产品依托公司原有品牌有望快速打开新市场。

降税+浆价下行，Q2成本端压力继续缓解。一方面增值税降低3pct自4月开始执行，同时公司生活用纸产品并未对经销降价，降税利润将留在公司。另一方面，公司木浆原材料以美元进口，外盘针阔叶浆均从4月开始报价持续下调，截至本周降幅较3月末达到10%，降幅超过人民币贬值幅度，公司原材料成本压力持续缓解。同时生活用纸终端对应分散化的消费者，木浆价格下降并不会带来售价同幅度降低，预计Q2毛利率环比上升。

产品结构继续优化，新品类布局落地。Face+Lotion+自然木为公司主推的三款高毛利产品，19Q1收入占比提升至65%以上 (vs 18年占比63.4%)，其中Lotion收入增速达100%以上，为公司19年发展重点，并且公司仍在开发其他高毛利产品，未来通过产品结构调整，单吨售价仍有提升空间。公司中高端个人护理卫生巾产品19Q2落地，有望带来新增增长点。

公司正式进入“渠道强化”年，产能扩张持续推动销量增长。公司依托GT+EC+KA+AFH四大渠道加速网点布局，截至18年末已覆盖的县市区达到1791个 (超目标达成)，经销商数量新增256个，2019年目标新增县市区500个。同时，公司电商渠道增长强劲，依托线上渠道有望加速提升市占率。产能方面，预计湖北将新增10万吨产能、唐山将新增5万吨产能，未来总产能将达到81万吨，有望维持销量18%的增长。

成本端压力持续缓解，产品结构高端化，全渠道布局完善，内生增长动能充足，维持“买入”评级。预计19-21年净利分别为5.5/6.6/7.8亿元，同比35.0%/20.2%/17.5%，对应PE 24.8X/20.6X/17.6X。

风险提示：原材料价格波动风险、新产品销售不及预期风险、渠道拓展不及预期风险

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,638	5,679	6,664	7,942	9,372
增长率 yoy (%)	21.8	22.4	17.4	19.2	18.0
归母净利润 (百万元)	349	407	549	660	776
增长率 yoy (%)	34.0	16.6	35.0	20.2	17.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.43	0.31	0.42	0.51	0.59
净资产收益率 (%)	11.5	12.3	14.3	14.7	14.8
P/E (倍)	24.3	33.5	24.8	20.6	17.6
P/B (倍)	4.5	4.1	3.5	3.0	2.6

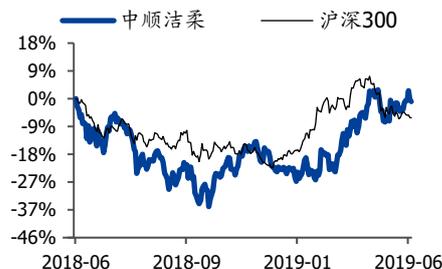
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	10.44
总市值(百万元)	13,638.48
总股本(百万股)	1,306.37
其中自由流通股(%)	97.43
30日日均成交量(百万股)	7.86

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511.SZ)：产品结构高端化趋势助力业绩表现，成本逐季向下拐点确立》2019-04-19
- 2、《中顺洁柔 (002511.SZ)：业绩拐点显现，2019有望逐季向上》2019-04-15
- 3、《中顺洁柔 (002511.SZ)：高端纸品先锋者，积极拥抱成长期》2019-03-04



免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com