

投资评级 **增持** 维持

# 竞争聚焦品牌渠道，护理用品打造新增长极

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

分析师:曾知

Tel:(021)23219810

Email:zz9612@htsec.com

证书:S0850514050001

联系人:赵洋

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

## 投资要点:

- 供给端产能持续扩张，未来增速放缓。** 2016 年生活用纸全行业产能为 1125 万吨，实际产量为 855 万吨，消费量为 787.6 万吨，产能利用率从 2009 年的 86% 下降至 76%。目前大企业根据需求合理投放产能，签定和投产的项目以已有的生活用纸企业扩产或新建基地为主，新宣布进入生活用纸行业的企业较少，并且实际产能并未完全按照计划，投产远低于计划产能，叠加环保趋严限制中小产能释放，预计供给端未来增速会逐步放缓，市场供给过剩状态逐步好转。
- 需求端稳定增长，结构优化升级。** 我国生活用纸消费量年均增长率保持在 6.6% 以上，是全球各主要区域中增长最快的市场。16 年国内生活用纸市场规模达 988 亿元向千亿进发。而人均用纸量仍低于全球平均水平，二胎放开、消费升级都是未来行业持续增长的内在动力。随着经济发展生活水平提升，生活用纸的消费结构呈现卷纸占比下降面巾纸占比上升的变化，同时人们更加注重洁净健康带动了如厨房用纸、湿厕纸等新品类的份额提升。预计未来行业增长率将保持在 6%-8%，供需矛盾将持续改善。
- 行业集中度持续提升，公司竞争聚焦品牌与渠道。** 在生活用纸高端市场的竞争当中，品牌与渠道是最关键的两个因素。行业收入增速的驱动力主要来自于渠道的扩张以及品牌的竞争力带来的份额提升。**品牌上**，心相印、清风、维达和洁柔是国内生活用纸销售额最高的 4 个品牌，市占率接近 70%，行业一线领先企业基本已经完成商业布局，小企业难以进入市场构成威胁。**渠道端**，传统渠道依然是企业最稳定的盈利来源，三四线城市的消费需求增长使得传统渠道仍具发展空间。KA 渠道尽管盈利能力较差，但因走量很大容易影响终端消费者的选择，形成品牌意识从而促进传统渠道进货，并带动企业利润上升。电商渠道由于消费习惯转移线上的变化，侵蚀传统渠道与 KA 渠道的份额，并且有望帮助一些渠道较弱的差异化产品实现弯道超车。
- 护理用品协同发展，打造利润新增长极。** 第一梯队的生活用纸企业除了在生活用纸积极扩张，恒安与维达在一次性护理用品领域也不断开拓市场。国内**卫生巾**市场中，安尔乐、苏菲、ABC、护舒宝等品牌也在市场占有较高份额，市场渗透率高，行业增量市场空间已不大，目前都是存量市场的份额争夺。**纸尿裤**市场受益于二胎政策、人民生活水平的提高和消费升级的需求市场空间广阔。宝洁集团旗下品牌帮宝适市场占比达到 30.85% 市占率第一，金佰利旗下的好奇、恒安集团旗下安尔乐、以及尤妮佳旗下的妈咪宝贝和 Moony 紧随其后。行业竞争愈发激烈，中低档产品打起了价格战，跨境电商崛起与外国纸尿裤品牌也不断冲击中国消费市场，预计拥有优秀产品与渠道的大型企业将会进一步提高市占率。
- 建议关注中顺洁柔与维达国际。** 中顺洁柔在 15 年进行了营销渠道改革，效果显著。产品质量优秀，渠道端改革使得产品快速推广，公司现阶段维持高速增长。维达国际在生活用纸主业方面收入端与行业龙头恒安集团不相上下，在一次性护理用品领域收购爱生雅亚洲业务，16 年扭亏为盈预计未来发展迅速，预计护理用品业务将成为公司利润的新增长级，值得关注。
- 风险提示:** (1) 原材料价格上涨风险; (2) 行业激烈竞争风险; (3) 新业务产品发展不及预期风险;

## 目 录

1. 行业供需矛盾持续修复.....	6
1.1 产能持续扩张，供给增速放缓.....	6
环保趋严限制中小产能释放.....	7
第一梯队产能有序投放，市场集中度持续聚集.....	8
1.2 需求稳定增长，结构优化升级.....	9
经济增长带动需求结构变化.....	10
1.3 浆价未来趋势下行，纸企缓解成本压力.....	10
2. 行业竞争聚焦品牌与渠道.....	12
2.1 市场份额向龙头品牌聚集.....	12
2.2 电商渠道抢占 KA 传统渠道份额.....	13
3. 护理用品协同发展，打造利润新增长极.....	15
3.1 卫生巾市场进入成熟期.....	16
3.2 纸尿裤受益二胎政策，市场空间巨大.....	18
4. 投资建议：关注行业一线龙头企业.....	20
4.1 中顺洁柔：营销团队成效渐显，产能扩张后续发力.....	21
4.2 维达国际：收购爱生雅切入护理用品领域.....	22
4.3 恒安国际：线下渠道销售王者，护理用品行业龙头.....	25
5. 行业风险提示.....	26

## 图目录

图 1	生活用纸行业产能与实际产量 .....	7
图 2	生活用纸消费量与同比增速 .....	7
图 3	历年计划产能实际完成情况 (万吨) .....	7
图 4	生活用纸前四大企业市场占有率 (CR4) .....	8
图 5	生活用纸前四大企业产能 (千吨/年) .....	8
图 6	国内生活用纸市场规模及其同比增速 .....	9
图 7	全球生活用纸人均使用量 (公斤/年) .....	10
图 8	我国生活用纸人均消费量与同比增速 .....	10
图 9	2016 年国内生活用纸细分市场结构 .....	10
图 10	生活用纸细分市场结构变化 .....	10
图 11	2015 年生活用纸原材料结构 .....	11
图 12	生活用纸原材料结构变化 .....	11
图 13	针叶浆现货价格均价 (元/吨) .....	11
图 14	阔叶浆现货价格均价 (元/吨) .....	11
图 15	15 年国内生活用纸品牌销售额分布情况 .....	12
图 16	国内生活用纸前 15 大企业产量与销售额占比 (%) .....	13
图 17	生活用纸销售渠道 .....	14
图 18	中国快消品线上销量占比 .....	15
图 19	中国电商市场规模及增速 .....	15
图 20	卫生巾与卫生护垫产量与消费量 .....	16
图 21	卫生巾与卫生护垫市场规模 (亿元) .....	16
图 22	2014 年卫生巾销售渠道占比 .....	17
图 23	卫生巾+卫生护垫消费均价及出厂均价 .....	18
图 24	婴幼儿纸尿裤生产量、消费量及市场渗透率 .....	19
图 25	2014 年纸尿裤销售渠道占比 .....	20
图 26	中顺洁柔近年收入及其增速 .....	21
图 27	中顺洁柔近年业绩及其增速 .....	21
图 28	中顺洁柔产能分布 .....	21
图 29	维达国际近年收入及其增速 .....	23

图 30	维达国际近年业绩及其增速 .....	23
图 31	维达旗下品牌 .....	23
图 32	维达多个产品在区域市场占有率靠前 .....	23
图 33	维达产能分布情况 .....	24
图 34	维达国际 15-16 年销售渠道收入占比变化 .....	24
图 35	恒安国际近年收入及其增速 .....	25
图 36	恒安国际近年业绩及其增速 .....	25
图 37	恒安国际销售网络 .....	25
图 38	恒安国际生产基地 .....	25

## 表目录

表 1	生活用纸产能过剩.....	6
表 2	2015 年分地区造纸行业淘汰落后和过剩产能情况（万吨） .....	7
表 3	政府关闭生活用纸产能（万吨） .....	8
表 4	生活用纸主要纸企产能及品牌 .....	8
表 5	17-18 年纸浆产能投放计划 .....	12
表 6	四大生活用纸品牌对比 .....	13
表 7	生活用纸龙头渠道对比 .....	14
表 8	2015 年国内卫生巾品牌及市场占比 .....	16
表 9	2015 年卫生巾及护垫公司产能情况 .....	17
表 10	婴幼儿纸尿裤人均消费前景预测 .....	19
表 11	2015 年国内纸尿裤品牌及销售市场占比 .....	19
表 12	2015 年纸尿裤公司产能情况 .....	20
表 13	中顺洁柔产品创新不断探索 .....	22

## 1. 行业供需矛盾持续修复

生活用纸指为照顾个人居家，外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、盒装面纸、袖珍面纸、纸手帕、餐巾纸、擦手纸、湿巾、厨房纸巾。由于生活用纸单位价值较低，运输费用占销售价格的比重较大，受运输半径因素的制约，生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。受消费能力和消费习惯的影响，区域内高中低档产品相互之间存在市场竞争。从生活用纸行业发展趋势看，全国性品牌的中高档生活用纸将在市场竞争中占据优势。但目前，在部分区域市场中，少数区域性品牌的竞争力占有一定的优势。

近年来我国生活用纸行业呈现出以下特点：（1）总体行业供过于需，但供需矛盾持续修复；（2）行业竞争激烈，产品的平均价格在下降，即便 2016 年下半年以来原纸涨价，但生活用纸基本上没有调价；（3）投资趋于理性，新进入生活用纸行业的企业较少，大型企业新增产能基本配套市场需求的增长，中小企业依然继续扩张产能；（4）电商渠道变化明显，虽然难以成为销售的主渠道，但份额不断提升；（5）中小企业的转型升级，行业向中高端升级，原材料及产品结构发生明显变化。

### 1.1 产能持续扩张，供给增速放缓

“十二五”期间，中国生活用纸行业发展十分迅速，新增产量约占全球 1/3，国产产品已经能够完全满足市场和消费者的需求。2016 年生活用纸全行业产能为 1125 万吨，实际产量为 855 万吨，产能利用率 76%，消费量为 787.6 万吨。从下图可以看出行业产能增长迅速，从 2009 年的 556 万吨到 2016 年的 1125 万吨，复合增长率达到 10.6%。行业生活用纸的消费量从 2009 年的 419 万吨增长到 2016 年的 788 万吨，复合增长率达到 9.4%。

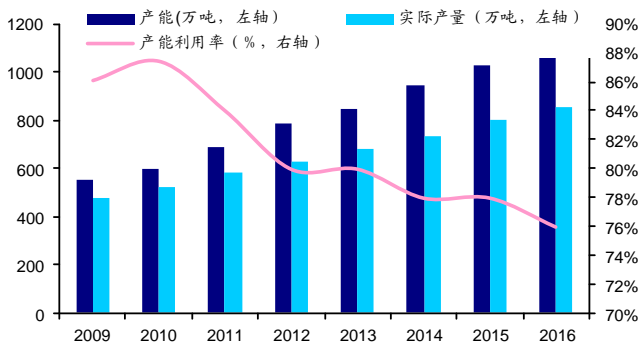
由于产能的大量扩张大于需求消费量的增长，行业竞争愈发激烈，产能利用率从 2009 年的 86% 下降至 76%，近年已逐步稳定在 75-80% 区间。在激烈的行业竞争中，行业中的大企业已经放缓了产能扩张的脚步，根据需求合理投放产能，鉴定和投产的项目以已有的生活用纸企业扩产或新建基地为主，新宣布进入生活用纸行业的企业较少，尽管生活用纸的产能在当前处于相对过剩的阶段，但在未来会逐步好转。

表 1 生活用纸产能过剩

年份	产能 (万吨)	实际产量 (万吨)	消费量 (万吨)	产能过剩 (产量-消费量, 万吨)
2009	556.2	479.1	419.7	59.4
2010	600.0	524.8	466.3	58.5
2011	692.7	582.1	525.4	56.7
2012	784.2	627.3	562.8	64.5
2013	851.0	680.8	603.6	77.2
2014	944.0	736.3	660.1	76.2
2015	1028.7	802.4	736	66.4
2016	1125.3	855.2	787.6	67.6

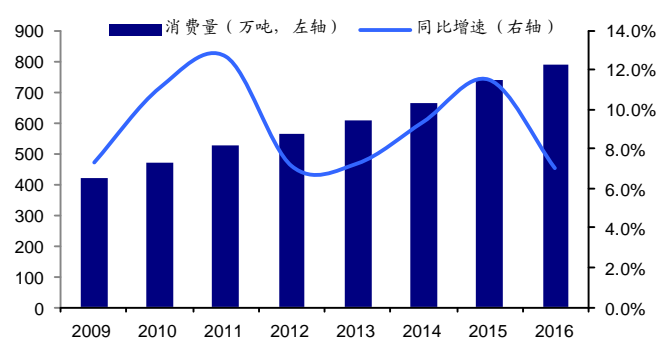
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

图1 生活用纸行业产能与实际产量



资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

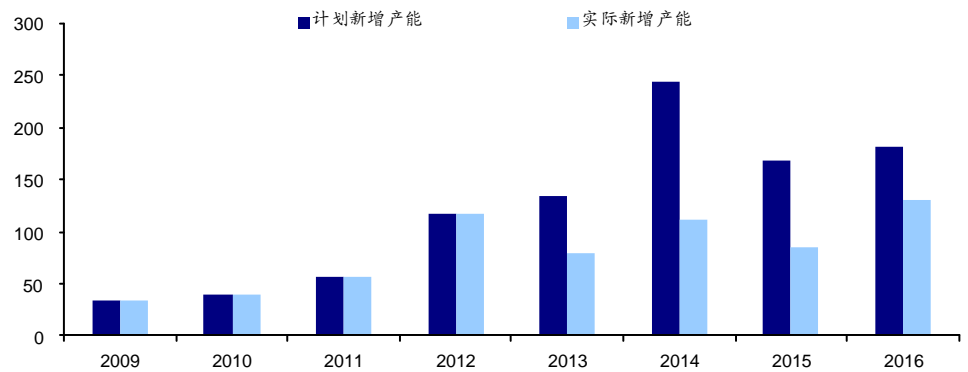
图2 生活用纸消费量与同比增速



资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

虽然国内产能持续扩张，但近年来增速放缓，生活用纸的实际产能远低于计划产能，多个项目产能延迟投放。2015年宣布的项目至今仍有部分延期投产，2016年计划投产的项目总产能182.3万吨，实际投产130.35万吨，有约三成的项目未按照计划投产。

图3 历年计划产能实际完成情况（万吨）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

### 环保趋严限制中小产能释放

尽管目前来看行业整体供需情况严峻，但是环保趋严背景下中小产能的限制利于龙头市场份额的持续扩张。我国的造纸行业属于高耗能、高污染的双高行业。16年下半年由于G20会议、雾霾等环境事件的影响，政府颁布了环保新策，按季向社会公布严重超标国家重点监控企业名单，开展环境损害赔偿相关工作，让污染的企业付出更高的违规代价。这也导致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。根据国家工信部数据，15年被淘汰167万吨落后产能，主要集中在中小产能较多的广东、浙江以及四川等地区。

表2 2015年分地区造纸行业淘汰落后和过剩产能情况（万吨）

地区	吉林	浙江	福建	山东	广东	广西	重庆	四川	贵州	宁夏
产能	1	30	9.4	10.3	79.6	8.7	1.8	19.8	3.2	3.4
总计	167									

资料来源：工信部，海通证券研究所 注：15年北京、上海、海南、西藏无产能过剩淘汰任务，天津、山西、辽宁、吉林、陕西、甘肃任务很少，完成数据根据省级人民政府自查报告核定。

进入 2017 年，环保部为推动地方政府落实环保保护责任，中央环境保护督查将实现 31 个省份的全覆盖，环保政策愈发严格，未来落后产能淘汰持续，生活用纸市场需求对市场供给的压力将进一步增大。但行业内第一梯队企业正在迅速扩大生产规模，满足市场需求，抢占市场空间。行业集中度有望继续提升，第一梯队企业将获得更大市场机会，供需矛盾也会逐步缓解。

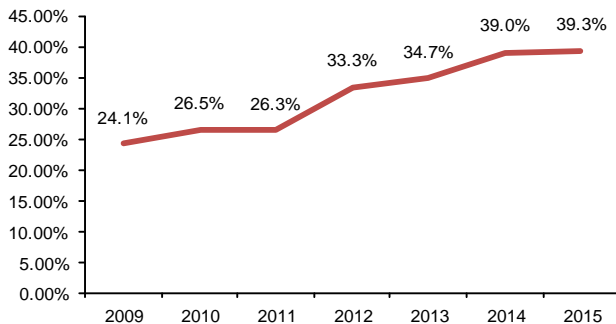
**表 3 政府关闭生活用纸产能 (万吨)**

项目	2013	2014	2015	2016E
环保原因关闭产能 (万吨)	>20	42.0	47.0	>40

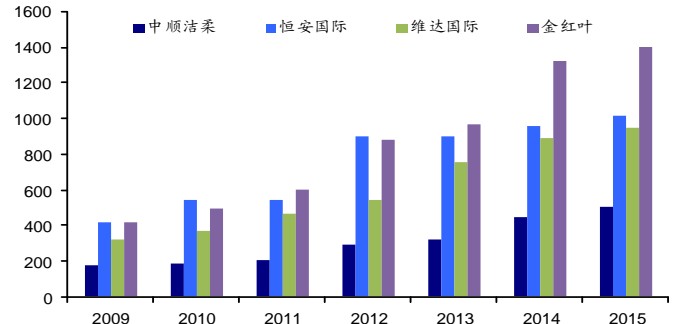
资料来源：维达国际 16 年年报，海通证券研究所

### 第一梯队产能有序投放，市场集中度持续聚集

目前生活用纸的行业格局第一梯队有四大企业：恒安集团（心相印）、维达国际（Vinda）、金红叶（清风）与中顺洁柔（洁柔）。四大企业的市场占有率 2015 年约为 39.3%。这些在行业中领先的企业拥有自己的规模与品牌优势，并没有因为市场饱和而停滞不前，而是仍在新地区扩产或在新品种上继续扩大领先地位，市场集中度依然在向第一梯队的公司聚集。

**图 4 生活用纸前四大企业市场占有率 (CR4)**


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

**图 5 生活用纸前四大企业产能 (千吨/年)**


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

**表 4 生活用纸主要纸企产能及品牌**

公司	2016 年产能	未来投放产能	旗下品牌
金红叶	目前 164 万吨产能	扩张逐渐向印尼转移，2016 年 APP 在印尼的生活用纸产能已经达到 106.4 万吨/年	清风、唯洁雅、真真
恒安国际	目前 114 万吨产能	预计 17 年第四季或 18 年上半年提升到 143 万吨	心相印、柔影
维达国际	目前 104 万吨产能	17 年预计浙江厂房有 6 万吨产能投放，17 年底达到 110 万吨产能	维达、德宝
中顺洁柔	目前 50.5 万吨产能	17 年唐山新投产 2.3 万吨产能，云浮二期新投产 9.5 万吨产能，共增加 12 万吨新产能；	洁柔、太阳

资料来源：根据各公司产能投放公告整理，海通证券研究所

第二梯队的企业包括山东东顺（旗下有顺轻柔、奥佳月等品牌）、上海东冠（旗下有洁云、丝柔品牌）、上海金佰利（旗下有舒洁、Kleenex 品牌）、永丰余（旗下有五月花等品牌）等年生产量在 10-50 万吨的企业。这些企业紧随其后，但是不管是销售额、净



利润、品牌价值都与第一梯队集团有着不小差距并且差距越拉越大。第二梯队的公司往往在部分区域拥有较强的渠道优势，也拥有自己的品牌，通过提升自己的品牌的竞争力在中高端市场取得一席之地。

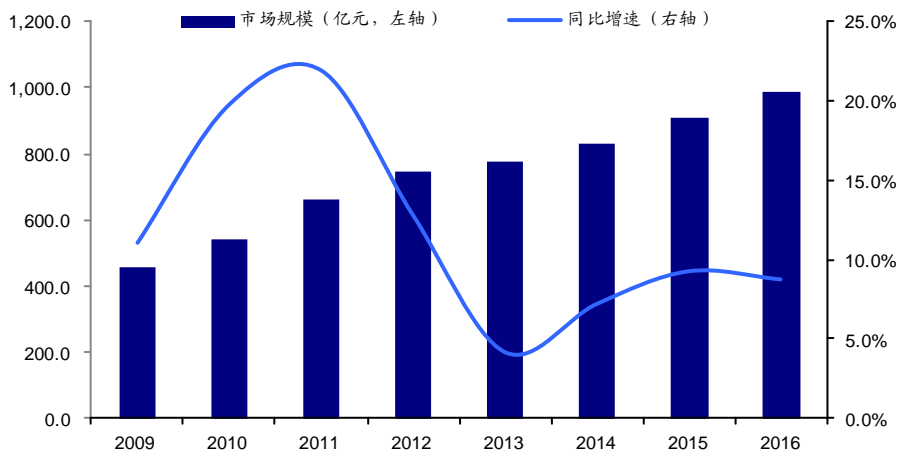
除了这些产能较大的生活用纸企业，一些大宗用纸龙头企业也进军生活用纸行业：理文造纸、太阳纸业、景兴纸业等传统大型原纸生产商在生活用纸行业开始逐步发展，目前仍以销售生活用纸为主，同时培育自有品牌希望以区域性优势占得一席之地。

此外，本色生活用纸市场快速崛起。在这些本色纸企业中，目前最具规模的成品产销一条龙企业为山东泉林本色、四川石化雅诗纸业、四川环龙科技。前者是现代本色生活用纸的开创者，以麦草为主要造纸原料，后两位是竹纤维本色的开创者，目前都处于成品销售的前三位，特别是四川石化雅诗纸业(竹妃 + 鸥露)和环龙科技(斑布)后发优势明显。

## 1.2 需求稳定增长，结构优化升级

纵观目前中国消费市场，在可以预见的未来生活用纸是潜力空间巨大的行业，人均用纸量略低于全球平均水平，中国二胎放开、消费升级的大背景给生活用纸行业的持续增长带来巨大动力。RISI 咨询公司公布的全球生活用纸行业数据显示，2011-2015 年，全球生活用纸消费量的每年增长率均未超过 4%。中国生活用纸消费量的每年增长率均未低于 6.6%，中国是全球各主要区域中生活用纸增长率最高的市场。16 年生活用纸国内市场规模达到 988 亿元，未来向千亿市场进发。

图6 国内生活用纸市场规模及其同比增速

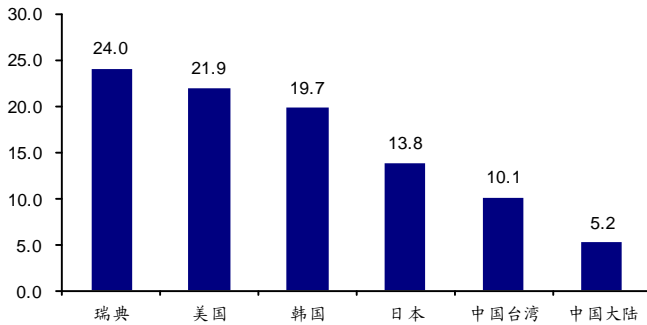


资料来源：RISI，海通证券研究所

2015 年人均中国大陆的年均生活用纸使用量仅为 5.2 公斤，相较于发达国家瑞典（24.0 公斤/年）、美国（21.9 公斤/年）、韩国（19.7 公斤/年）都有巨大差距。生活用纸拥有消费品属性，居民对其需求与自身的经济水平有着很大关系。当经济水平较为落后时，生活用纸只能满足人们最基本的如厕清洁需求，而随着国家经济水平的提高，人们为了满足自身的健康、日常洁净等需求，对中高端生活用纸的需求急剧增加。

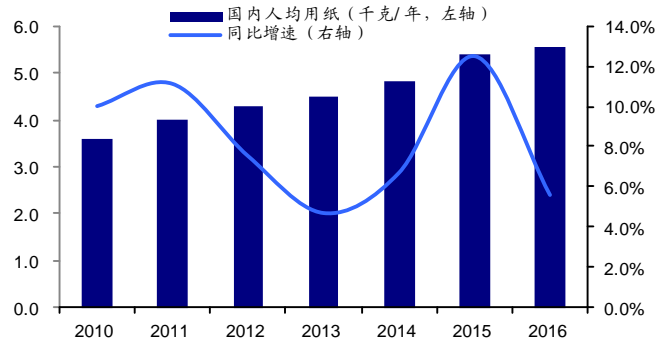
对于生活用纸市场的未来发展趋势，随着经济的放缓，过剩产能越来越明显，行业高速增长的时代已经过去。未来，经济增长和放开二胎会影响整个行业的走势，落后产能的淘汰也给新产能带来市场。我们预计今后一段时间，中国生活用纸增长率将保持在 6%-8% 的增长需求。

图7 全球生活用纸人均使用量 (公斤/年)



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

图8 我国生活用纸人均消费量与同比增速

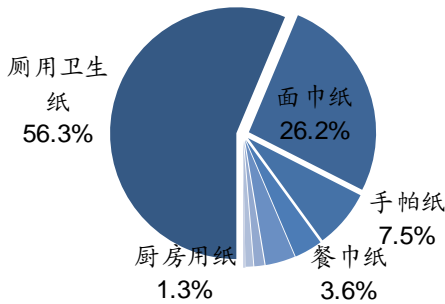


资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

### 经济增长带动需求结构变化

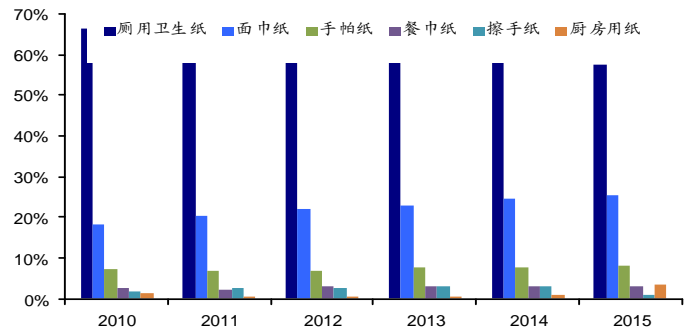
从生活用纸细分市场结构来看, 厕用卫生纸为生活用纸的最主要产品, 2016 年厕用卫生纸的消费类达到 481 万吨, 卫生卷纸总占比从 09 年的 67% 逐年下降至 56.3%。与之对应面巾纸与厨房用纸的消费类也随着人们生活习惯的改变占比上升最为显著, 09 年面巾纸与厨房用纸分别占总生活用纸消费量的 14.0% 和 0.3%。截止到 16 年, 面巾纸与厨房用纸已分别达到 26.2% 与 1.3%, 但是这一比例相较于发达国家还有较大增长空间, 这也反映了在经济水平提升的背景下, 人们更加注重洁净健康与厨房卫生, 由于消费升级而带来的人们追求生活品质的需求未来还会不断增长, 市场潜力巨大。

图9 2016 年国内生活用纸细分市场结构



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

图10 生活用纸细分市场结构变化



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

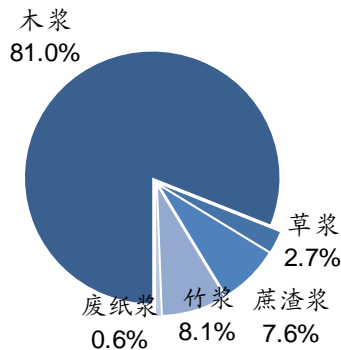
### 1.3 浆价未来趋势下行, 纸企缓解成本压力

生活用纸通常由木浆、竹浆、蔗渣浆、草浆、废纸浆制造而成, 质量好的卫生纸都是由原生木浆制成, 木浆已成为当前生活用纸的主流原材料, 高档生活用纸龙头企业如恒安、维达、金红叶、中顺洁柔都已采用 100% 原木浆制造生活用纸。木浆比例上升, 草浆比例逐渐下降, 竹浆成为商品木浆以外的第二大浆种。

生活用纸属于耗浆量最大的纸类产品, 生产 1 吨生活用纸需要消耗 0.9-1 吨纸浆。木浆已成为生活用纸的主流原材料, 2015 年木浆的使用比例达到 80% 以上, 而草浆的使用量逐年降低, 从 09 年的 17.2% 下降至 15 年的 2.7%。同时, 生活用纸的下游直接面对普通居民, 体现出快消品的属性, 产品的终端出货价格与原材料价格相关性较弱,

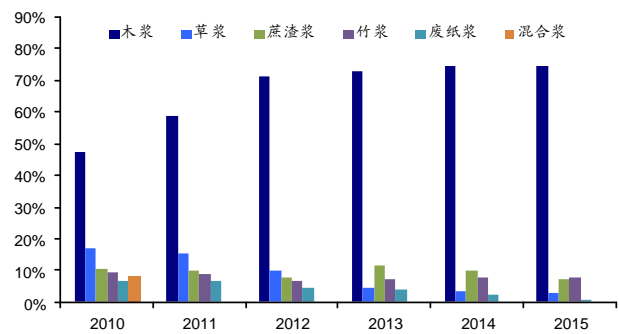
原材料价格的变化短时间难以转移到下游客户，木浆的价格变化会显著影响企业业绩。

图11 2015年生活用纸原材料结构



资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

图12 生活用纸原材料结构变化

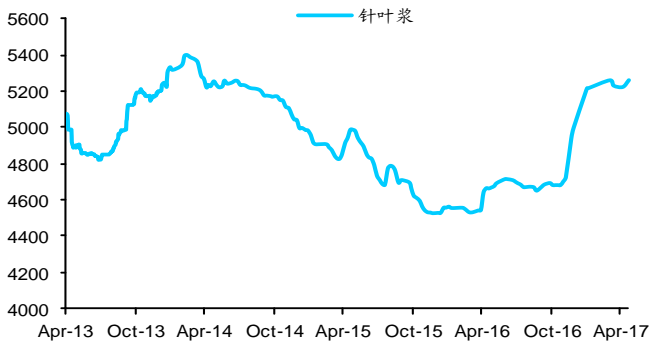


资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

由于我国造纸原料结构长期以非木材纤维为主，木浆及高档纸浆严重短缺，进口依赖度高达90%，对于一线生活用纸企业的原材料基本上来自于进口，主要来自于加拿大、巴西、智利、俄罗斯等国家。

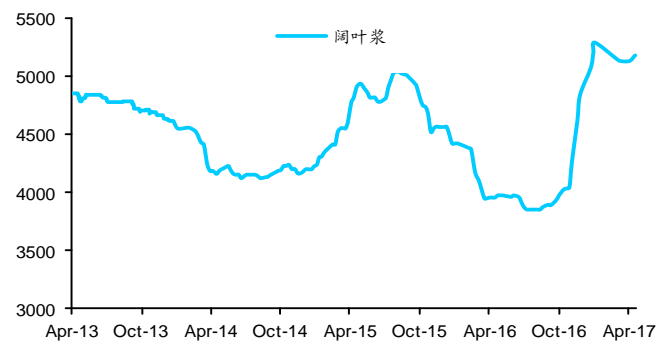
木浆的成本占到生活用纸总成本的60%，因此国外木浆的产能情况就会很大程度上影响国内木浆价格。2016年初由于纸张市场低迷，造纸厂开工不足，对木浆需求不旺，买家只买够维持生产需要量，结果木浆价格一路下滑。从16年第二季度开始至整个夏季，国内几乎所有纸厂对木浆需求都处于低迷状态，木浆价格一直在底部徘徊。到了2016年9月，下游纸企原材料需求逐渐旺盛，市场上商品木浆供应紧张，为避免买不到货引起生产线断货停机，买家纷纷多买货推涨木浆价格，四季度叠加人民币兑美元贬值带来进口纸浆成本上升，给生活用纸生产企业带来更大成本压力，但从终端零售市场来看价格并未传导给消费者。

图13 针叶浆现货价格均价（元/吨）



资料来源：纸业联讯，海通证券研究所

图14 阔叶浆现货价格均价（元/吨）



资料来源：纸业联讯，海通证券研究所

下表整理了17-18年主要厂商的纸浆投产计划，我们预计17/18年全球的浆年产能达到200/250万吨，原材料纸浆产能快速扩张。木浆产能的集中投放未来可能会冲击木浆价格。我们预计浆价未来价格长期有持续下行趋势，短期浆价高位整理为主，对于生活用纸企业在17-18年成本端直接受益，毛利率还有上升的空间。

**表 5 17-18 年纸浆产能投放计划**

主要公司	国家	投产数量 (万吨)	投产品种	预计投产日期
Arauco, Klabin Puma	拉丁美洲	14	白针叶木硫酸盐浆、绒毛浆	2017
Varo, Anekoski, SCA	北欧	42	漂白针叶木硫酸盐浆	2017
Ashdown, Riegel wood, Jesup	美国	44	白针叶木硫酸盐浆、绒毛浆	2017
SUZANO(金鱼), 巴西 Fibria 纸浆	巴西	75	北方漂白阔叶木硫酸盐浆	2017
APP, Kerinci, Toba	印度尼西亚	130	漂白阔叶硫酸盐浆	2017
<b>17 年预计增加产能</b>		<b>约 200</b>		
Varo, Anekoski, SCA	北欧	90	漂白针叶木硫酸盐浆	2018
Guaiba	巴西	165	漂白阔叶木硫酸盐浆	2018
APP, Kerinci, Toba	印度尼西亚	35	漂白阔叶硫酸盐浆	2018
<b>18 年预计增加产能</b>		<b>约 250</b>		

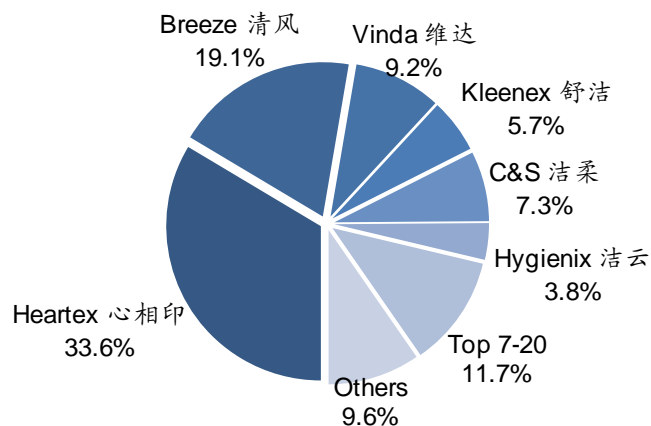
资料来源: RISI, 海通证券研究所;

注:17/18 年预计增加总产能为预测值供参考, 上表所列仅为主要厂商投产计划, 预计增加产能考虑到全球部分产能退出

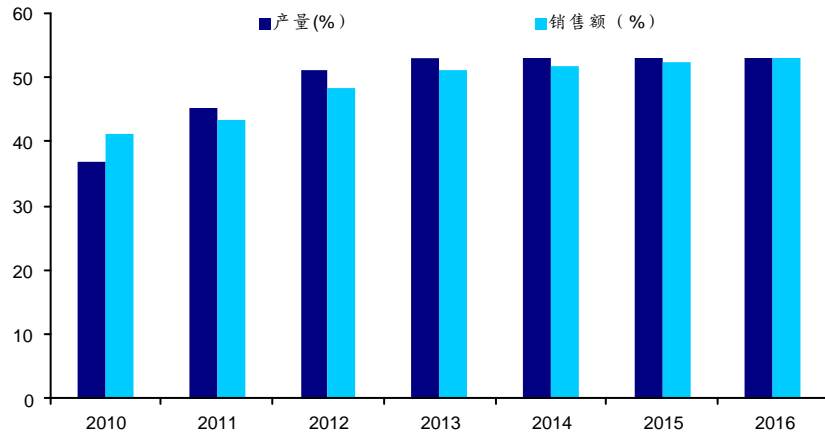
## 2. 行业竞争聚焦品牌与渠道

### 2.1 市场份额向龙头品牌聚集

在生活用纸高端市场的竞争当中, 品牌与渠道是最关键的两个因素, 行业收入增速的驱动力主要来自于渠道的扩张以及品牌的竞争力带来的份额提升。公司只有树立自己的品牌形象, 通过优质的产品培养消费者对企业品牌的忠诚度能够在激烈的竞争中脱颖而出。目前国内心相印、清风和维达是国内生活用纸销售额最高的 3 个品牌, 此外洁柔、舒洁和洁云占比分列 4-6 位, 7-20 位的品牌共占 11.7% 的市场占有率, 其余品牌共占 9.6% 的市场。

**图15 15 年国内生活用纸品牌销售额分布情况**


资料来源: 中国造纸协会, 海通证券研究所

**图16 国内生活用纸前15大企业产量与销售额占比(%)**


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

目前国内超市等卖场终端的竞争格局已定，领先企业基本已经完成商业布局，小企业往往很难进入现代大型渠道，对中大型企业难以构成威胁。下表分析了生活用纸市场上四大品牌（心相印、维达、清风、洁柔）的情况，四大品牌中心相印的渠道最为稳定，执行力也最强，并且保持了高毛利。稳定的经销商渠道和执行力高效的销售团队确保了心相印的市场稳固地位。

**表6 四大生活用纸品牌对比**

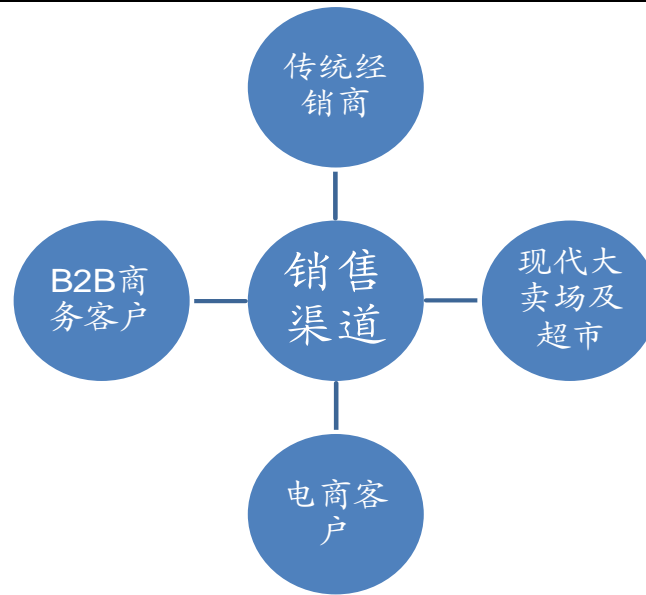
品牌	特点	渠道
心相印	薰衣草系列、几米系列、茶语系列、湿巾系列、厨房用纸系列强势占领市场，以保证新颖风格迎合消费者需求，受到年轻群体的喜爱	在KA和经销商传统渠道为王的年代，心相印占据了天时地利人和，新产品3个月通达全国，稳定的经销商渠道和销售团队，团队执行力强
维达	产品以蓝色经典系列为依托，Tempo在香港、广州、武汉、北京等一线城市稳居第一，主要是卷纸因质量足，设计中性稳重收到消费者喜爱。	生活用纸黄金十年间(2002-2012)，渠道稳健中推进，以湖北、北京、香港、广东为根据地，以蓝色经典系列为产品依托，稳住了经销商渠道和销售团队，特别是几大一线城市市场地位得到巩固
清风	欧陆风情、超质感、原木系列占据华东市场份额第一的位置，使用低价策略抢夺市场份额	全国渠道的强势布局，相对稳定的区域是华东地区，因出厂价、经销价、零售价格的耗损导致经销商稳定性一般、业务团队稳定性相比另外两大品牌稍显不足。
洁柔	Face与Lotion系列产品质量行业领先，在华南与西北地区份额较大，Face与Lotion系列产品在一些优势区域占比较高	14年之前营销渠道发展较弱，在华南与西北地区份额较大，15年后重塑销售体系，五大区域划分为7+2（东西南北中+东西北+港澳+电商），渠道发展迅速

资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

## 2.2 电商渠道抢占KA传统渠道份额

渠道在竞争当中也扮演着十分重要的角色，企业需要建立维护销售网络，主要通过经销商（传统通路）、KA卖场（现代通路）、B2B商务客户（商业通路）和电商渠道覆盖有效目标区域，最后将产品销售给终端客户人群。

图17 生活用纸销售渠道



资料来源：海通证券研究所整理

**传统渠道盈利稳定，仍具发展空间。**在过去传统通路是主要的销售模式，这类渠道主要由连锁小超市，便利店、杂货店等等为主。目前由于电商的崛起，传统经销商渠道份额在受到侵蚀，但是分销商渠道依然是企业最稳定的盈利来源，同时三四线城市的消费需求增长使得传统渠道仍具发展空间。

同时纸企也在不断加强对经销商的激励与管控。一方面会根据市场情况的发展制定经销商考核措施，细化考核指标和奖励办法，来激发经销商的动力和信心，另一方面企业也会加强对经销商的控制，对终端价格、销货区域、产品覆盖率进行管控。对比三家行业龙头，恒安拥有超 3000 家经销商，近百万个销售网点覆盖全国，渠道端最为强势。而维达与洁柔分别拥有 1600 与 1000 家经销商，并且继续稳中推进，不断巩固优势区域拓展劣势区域。

表 7 生活用纸龙头渠道对比

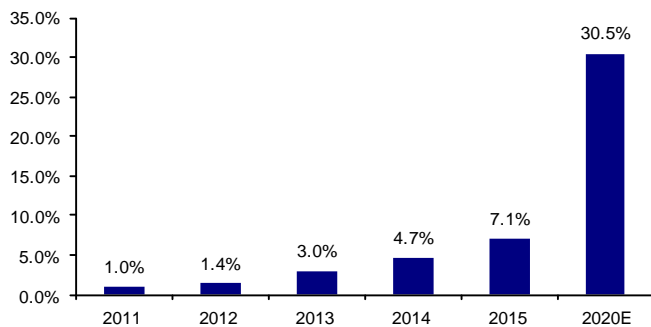
	恒安	维达	中顺洁柔
经销商数量 (家)	超 3000	超 1600	超 1000
传统经销商渠道	品牌覆盖全国大中小城市，传统和现代市场拥有近百万个销售网点，渠道数量和布局面领先于其他三家一线生活用纸厂商。	渠道稳健中推进，以湖北、北京、香港、广东为根据地，超过 30 万个销售网点。以蓝色经典系列为产品依托，稳住了经销商渠道和销售团队，特别是几大一线城市市场地位优势明显。	渠道相比较弱。公司的传统渠道优势在于华南和西南，占比达到 70% 以上，而华东，东北，华北占比较少。因此公司组织上开始布局渠道，不断开发经销商和提高铺货平台，力求扩大与弱势区域的市场占有率。
电商发展情况	恒安自 2011 年开始进入电商渠道，2016 年，公司电商渠道销售收入已经达到 11 亿人民币，占公司整体收入的 5% 左右。	维达的电商化进程最为领先。电商销售额快速提升，16 年占比达到 18%。公司借助猫超市、京东超市、淘宝、京东自营，天猫旗舰店、苏宁易购等平台，目前电商渠道在一线企业中规模最大。	中顺洁柔电商销售在 2014 年开始发力，2016 年双十一电商平台零售总额突破 1 亿元。未来公司电商发展重点将放在 B2C 平台的经销商、分销商开发、经营以及全国电商系统、客户的联动上。

资料来源：各上市公司相关公告整理，海通证券研究所

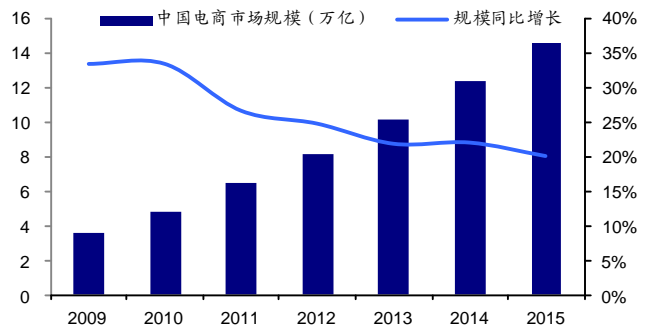
**KA 渠道树立品牌，促进传统渠道。**早期生活用纸的销售渠道主要依赖经销商，而随着商家品牌意识觉醒以及大型商超的普及，KA 渠道也愈发重要。尤其是一线城市，企业主要通过 KA 渠道进行销售，大卖场与大型超市会通过促销折扣优惠活动培养消费者购买自己品牌产品的习惯。

KA 渠道一般生活用纸企业自主经营，由于渠道高昂的入场费以及终端价格战，其盈利也会大部分分给下游商超，企业在这个渠道上不求盈利，但由于该渠道走量很大，容易影响终端消费者的选择，形成品牌意识，所以对于品牌推广至关重要。而决定了传统渠道销售规模的核心因素来自品牌，即如果大型超市销量较好，则很大程度上能够影响消费者在传统渠道的购买选择，从而促进传统渠道的进货，并带动企业利润上升。

**消费习惯转移线上，电商渠道抢占份额。**近年来，我国的电子商务企业发展非常迅速。中国电商市场规模从 2009 年的 3.6 万亿到 2015 年的 15 万亿，复合增长率达到 26.9%。据中国造纸协会生活用纸专业委员会预测，2020 年中国快消品线上销量占比将达到 30.5%。由于生活用纸具备快消品的特点，在年轻新一代消费习惯逐步转移线上的背景下，电商渠道的市场占比有望继续扩大。此外，传统渠道中拓展渠道的费用不断增加和不断被压缩的零售价格，以及 KA 渠道大卖场与超市高额的入场费和激烈的价格战，都在不断挤压生活用纸企业的毛利空间。

**图18 中国快消品线上销量占比**


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

**图19 中国电商市场规模及增速**


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

电商更加讲求品牌和品质的口碑传播，所以在这个市场中完全有机会颠覆线下的格局。一些产品有特色但现阶段渠道较弱的品牌可利用电商渠道实现突围，实现弯道超车。目前线上竞争中，维达占据有利位置再加上近两年品牌营销的成功，电商化进程最为领先，清风得益于进入时间早位列第二，恒安和中顺洁柔分列三四，同样呈现四大家族竞争格局。

但是电商渠道同样有自己的局限性。一般来说电商的利润相对较低，这主要是因为纸品单价较低，相比之下电商渠道存在比较高的物流成本，而且时常促销销售价格往往又低于传统经销商渠道。较高的物流成本难以覆盖，销售需要大批量购买，电商终端的价格竞争会使得一部分利润流失。

### 3. 护理用品协同发展，打造利润新增长极

第一梯队的生活用纸企业除了在生活用纸积极扩张，恒安与维达在一次性卫生用品领域也不断开拓市场。恒安国际除了生活用纸之外，业务还包括一次性纸尿裤、女性护理产品，其中旗下品牌安尔乐是国内最大的妇女卫生巾和婴儿纸尿裤生产企业。恒安集团旗下品牌在卫生巾领域的产能及国内市占率都排名第一。而维达从在 2010 年就开始

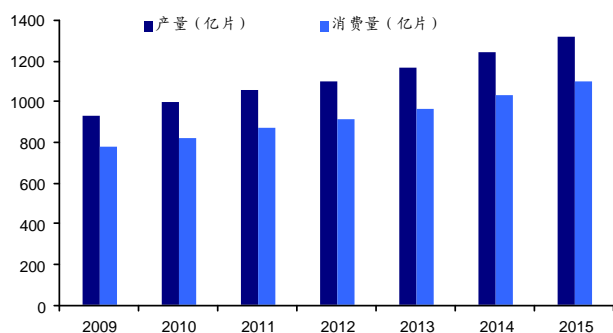
涉足个人护理产品领域，而随着 2014 年大股东爱生雅相关业务的注入，包括爱生雅马来西亚、韩国、台湾业务，公司个人护理业务未来将会继续快速发展，在国内市场也将紧追恒安。

### 3.1 卫生巾市场进入成熟期

作为一次性卫生用品行业的主导产品，卫生巾市场经过 30 年的发展市场渗透率已经相当高，15 年卫生巾与卫生护垫的产量超过 1300 亿片，市场规模超过 370 亿元。卫生巾市场基本上属于自给型，由于跨国公司进入中国建厂，绝大部分在中国销售的国际品牌一次性卫生用品都是在中国境内生产。

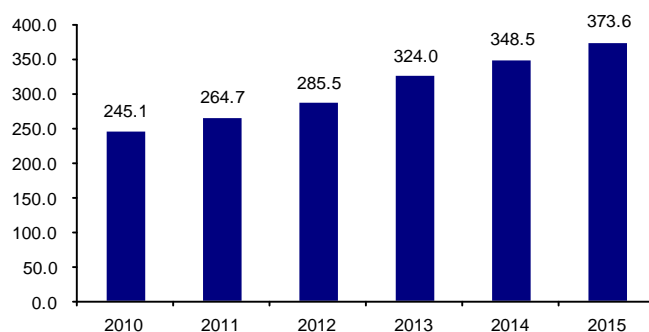
卫生巾市场在大中型城市已饱和，市场已进入成熟期。在原材料价格上涨、物流成本提高的压力下，在每年的淡季有许多竞争力差的小企业关闭停产，同时行业龙头品牌不断扩大自己的市场份额，许多国外优秀品牌也通过在国内建设生产基地、跨境电商等形式向国内市场发起冲击。行业整体竞争激烈，市场新增空间不大。

图20 卫生巾与卫生护垫产量与消费量



资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售份额及排名》，海通证券研究所

图21 卫生巾与卫生护垫市场规模 (亿元)



资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售份额及排名》，海通证券研究所

从下表可以看出，恒安集团下品牌安尔乐以及七度空间系列市场占比达到 26%，并且公司产能也位居行业第一。另外国内市场中安尔乐、苏菲、ABC、护舒宝等品牌也在市场占有较高份额。2015 年女性卫生巾(180 片/年)市场渗透率高达 91.5%，行业增量市场空间已不大，目前都是存量市场的份额争夺。

表 8 2015 年国内卫生巾品牌及市场占比

公司	品牌	占比
福建恒安集团有限公司	七度空间、安尔乐、安尔	26.04%
尤妮佳生活用品(中国)有限公司	苏菲、Center in、佳慕	17.11%
广东景兴卫生用品有限公司	ABC、Free	10.94%
宝洁(中国)有限公司	丹碧丝、护舒宝、朵朵	10.14%
桂林洁伶工业有限公司	洁伶、淘淘氧棉	4.05%
金佰利(中国)有限公司	高洁丝、舒而美	3.80%
重庆百亚卫生用品股份有限公司	自由点、妮爽	2.88%
花王(中国)投资有限公司	乐而雅	2.33%

资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售份额及排名》，海通证券研究所

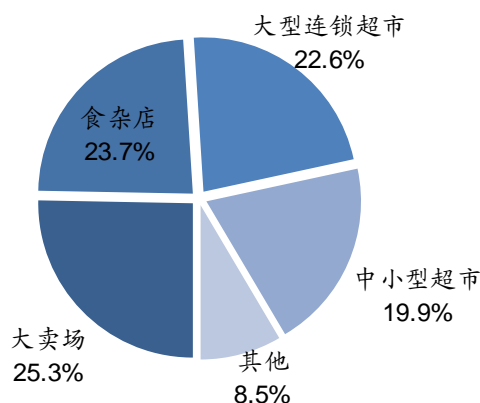


**表 9 2015 年卫生巾及护垫公司产能情况**

公司	品牌	卫生巾+卫生护垫产能(亿片)
福建恒安集团有限公司	七度空间, 安尔乐	155 (卫生巾)+81 (卫生护垫)
广东景兴卫生用品有限公司	ABC, Free	OEM 加工
福建恒利集团有限公司	好舒爽, 舒爽	85+30
佛山市启盛卫生用品有限公司	美适, 小妮	66+27
上海护理佳实业有限公司	护理佳	25+30
河南舒莱卫生用品有限公司	舒莱	43+23
重庆百业卫生用品有限公司	妮爽, 先由点	30.3+7.5

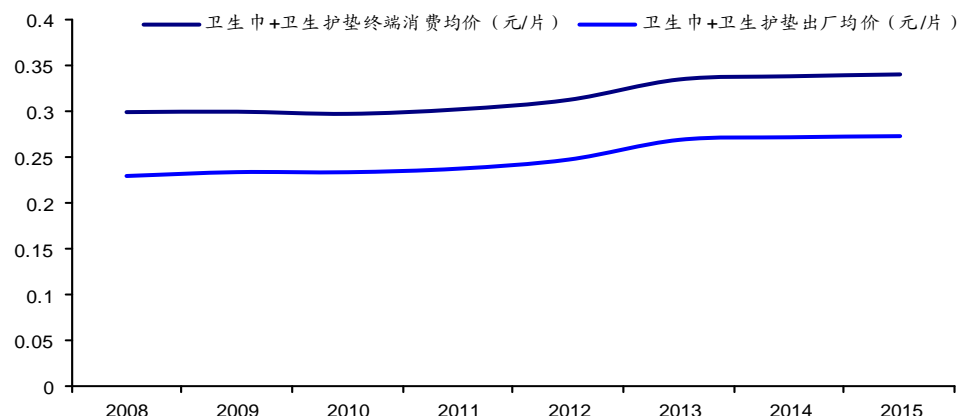
资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售额份额及排名》,海通证券研究所

卫生巾属于快速消费品,物流成本较高、流动资金占用较大。中小型生产规模的制造商一般在附近地区销售产品。厂商一般通过多种渠道销售产品,包括批发商、分销商、超市、大卖场、传统零售店铺、便利店。2014 年中国卫生巾销售渠道来看,食杂店、大型超市、中小型超市、大卖场是主要消费者购买途径。

**图 22 2014 年卫生巾销售渠道占比**


资料来源: 尼尔森《2014 年中国卫生用品零售趋势报告》,海通证券研究所

**消费变革未来可期。**卫生巾及护垫的需求相对刚性,作为稳定的一次性消耗用品,女性使用时多为关注健康、洁净、舒适等因素,随着女性社会地位提升、收入水平上升,更加乐于尝试中高端产品,对于卫生巾的舒适体验、制作材料、吸收性能方面更加敏感。然而相较之下,卫生巾及卫生护垫的价格变化却相对稳定,从 2008 年至 2015 年,卫生巾加卫生护垫的终端消费单价由 0.299 元/片提升至 0.341 元/片,出厂均价由 0.229 元/片到 0.273 元/片,8 年每片均价仅增加 5 分钱。人们对于更加健康、舒适的中高档卫生巾的需求逐渐增加,而从价格上反应卫生巾还没有大规模的进行消费升级,我们预计消费升级趋势未来会给行业带来重大变化。

**图23 卫生巾+卫生护垫消费均价及出厂均价**


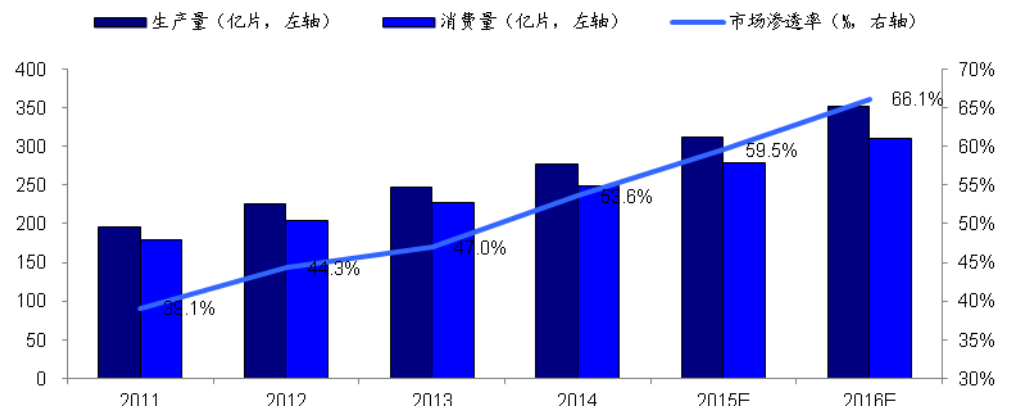
资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售份额及排名,海通证券研究所  
注:消费均价是由当年消费总额/消费量得出,出厂均价是由当年工厂消费额/销售量得出

在 A 股市场上,已经出现了一些公司进行高档卫生巾的研发制造,并且取得了不错的成绩。千金药业在 2012 年开始从事卫生巾业务,主打高端品牌“千金净雅”100%纯棉,透气性强于同类产品,能够预防产后感染,是国内首个医学级护理棉品牌。另外云南白药子公司清逸堂拥有“日子”、“菲漾”卫生巾品牌,产品提取天然植物精华,采用高档材质,高效洁菌、净味、防敏感,可以从根源上解决女性经期的尴尬减少感染和患病风险。尽管暂时这些高档品牌知名度较小并且短期难以取得较好的盈利,但是已经在消费市场拥有了自己的一批忠实消费者,国内卫生巾市场经过了多年来低价竞争,消费升级大势所趋,未来更加注重品质的中高档产品将会引领市场进行变革。

### 3.2 纸尿裤受益二胎政策,市场空间巨大

相对于女性卫生用品而言,婴儿纸尿裤市场的发展对居民可支配收入的要求高得多,购买者主要集中在收入属于中高层次的大城市以及经济较为富裕地区的家庭。截止 2014 年过去 3 年纸尿裤的生产量复合增速为 12.41%,消费量复合增速为 11.69%,渗透率复合增速为 11.09%。根据尼尔森统计数据,2014 年年底纸尿裤渗透率为 53.6%。我们预计 2016 年纸尿裤生产量将达到 350 亿片,消费量将达到 310 亿片以上,渗透率将提升到 66%以上。然而纸尿裤目前仍然未被视为必需品,整体的渗透率相较于发达国家还有上升的空间。

纸尿裤的使用对象主要为 0-2 岁的婴幼儿。根据国家统计局数据中 0-4 岁人口数量估算,2016 年 0-2 岁的人口数量为 3931 万,我们以此测算预计纸尿裤销售额为 341 亿元。从人均消费水平来看,2016 年人均日使用数量将上升到 2.17 片。发达国家如日本、美国等地的人均日使用量均在 5 片左右,我国纸尿裤市场还有很大的发展空间。2015 年我国新生儿人口约为 1659 万人,单独二胎政策的实施后,未来几年新生儿数量将持续增加,且随着我国居民消费习惯的改变,纸尿裤的人均使用量将继续提升,预计 2018 年纸尿裤的市场规模将接近 450 亿元。

**图24 婴幼儿纸尿裤生产量、消费量及市场渗透率**


资料来源：Wind，海通证券研究所。

**表 10 婴幼儿纸尿裤人均消费前景预测**

年份	0-2 岁人口数量 (万人)	纸尿裤消费量 (亿片)	纸尿裤销售额 (亿元)	人均日使用数量 (片)	平均单价 (元/片)
2013	3864	227	240	1.61	1.06
2014	3891	249	267	1.75	1.07
2015	3911	278	302	1.95	1.09
2016E	3931	311	341	2.17	1.10
2017E	3951	347	386	2.41	1.11
2018E	3971	388	437	2.67	1.13

资料来源：wind，国家统计局，海通证券研究所整理；注：0-2 岁人口数量根据国家统计局 0-4 岁人口数量数据估算得出。

从下表可以看出，宝洁集团下品牌帮宝适市场占比达到 30.85%，金佰利旗下的好奇、恒安集团旗下的安尔乐、以及尤妮佳旗下的妈咪宝贝和 Moony 市场占有率都超过 10%。从产能情况来看，恒安集团的安尔乐品牌 15 年产能达到 56.4 亿片，位居国内第一。

**表 11 2015 年国内纸尿裤品牌及销售市场占比**

公司	品牌	占比
宝洁 (中国) 有限公司	帮宝适	30.85%
金佰利 (中国) 有限公司	好奇	15.93%
福建恒安集团有限公司	安尔乐	13.75%
尤妮佳生活用品 (中国) 有限公司	妈咪宝贝、Moony	13.09%
花王 (中国) 投资有限公司	妙而舒	6.88%
重庆百亚卫生用品股份有限公司	好之	1.23%
爹地宝贝股份有限公司	爹地宝贝	0.88%
雀氏 (福建) 实业发展有限公司	雀氏	0.80%

资料来源：《尼尔森 2015 年全国商超渠道婴幼儿纸尿裤主要厂商销售份额及排名》，海通证券研究所

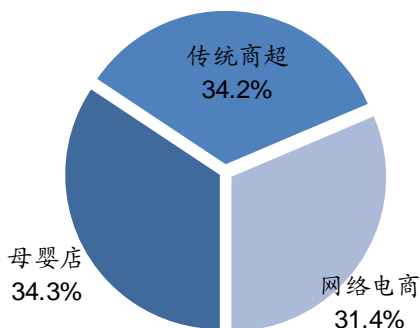
**表 12 2015 年纸尿裤公司产能情况**

公司	品牌	纸尿裤+纸尿片 (亿片)
福建恒安集团有限公司	安儿乐	56.4
省氏 (福建) 实业发展有限公司	省氏	19
福建恒利集团有限公司	爽儿宝	17.1
广东百顺纸品有限公司	茵茵 Cojin	14.7
杭州舒泰卫生用品有限公司	名人宝宝	10.3
爹地宝贝股份有限公司	爹地宝贝	11
福建中天生活用品有限公司	可爱宝贝	24.2

资料来源:《尼尔森 2015 年全国商超渠道卫生巾 (含护垫) 主要厂商销售额份额及排名》,海通证券研究所

目前中国地区纸尿裤市场格局已经基本稳定,拥有资金优势和研发优势的龙头企业占据了绝大部分市场份额。且随着居民购买力的提升及消费升级的需求,高端产品越来越受欢迎。行业整体竞争激烈,近年来收到跨境电商的冲击以及优质品牌的扩张,中小厂商的生存环境越来越艰难,中低档产品打起了价格战,预计未来会有大量中小企业退出市场,拥有优秀产品与渠道的大型企业将会进一步提高市占率。

在销售方面纸尿裤与生活用纸有一定的相似性,在很大程度上都依赖于渠道的建设。细分渠道方面,纸尿裤与生活用纸略有不同,从 14 年尼尔森数据来看,传统商超、母婴店以及网络电商三足鼎立。渠道除了自己开拓之外,选择与渠道丰富的企业合作是快速推广品牌的一种方式。以日本的花王品牌为例,2011 年与上海家化合作以后,仅一年的时间产品覆盖的城市就超过 150 个,同比增加了 60 个。

**图 25 2014 年纸尿裤销售渠道占比**


资料来源:尼尔森《2014 年中国卫生用品零售趋势报告》,海通证券研究所

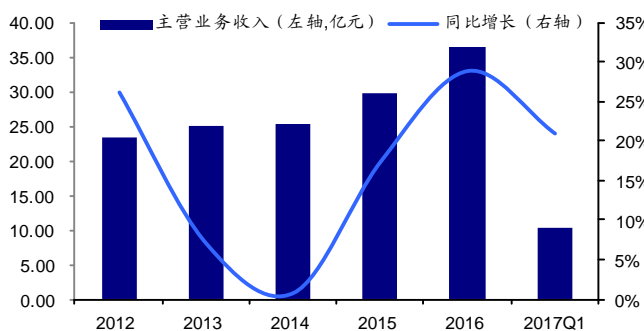
## 4. 投资建议: 关注行业一线龙头企业

在生活用纸激烈的行业竞争当中,一线龙头企业由于品牌竞争力强、渠道稳定,不断扩大自己的品牌市场占有率,尤其是中高端市场。在行业份额向龙头聚集、消费品牌创造超额收益的趋势下,渠道品牌都有优势的龙头具有投资价值,其中我们建议关注中顺洁柔与维达国际,中顺洁柔在 15 年进行了营销渠道改革,效果显著。产品质量优秀,渠道端改革使得产品快速推广,公司现阶段维持高速增长。维达国际在生活用纸主业方面收入端与行业龙头恒安集团不相上下,在一次性护理用品领域收购爱生雅亚洲业务,16 年扭亏为盈预计未来发展迅速,预计护理用品业务将成为公司利润的新增长级,值得关注。

### 4.1 中顺洁柔：营销团队成效渐显，产能扩张后续发力

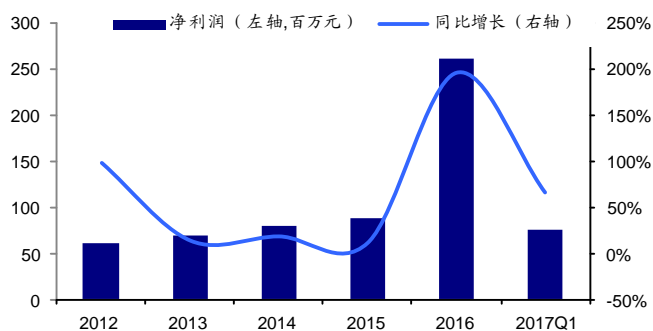
2016 年公司实现营业收入 38.09 亿元，同比增长 28.74%；归属于上市公司股东的净利润 2.60 亿元，同比增长 195.27%。分产品来看，公司 2016 年卷纸类业务实现收入 16.48 亿，同比增 23.68%，非卷纸类业务实现收入 20.40 亿，同比增加 31.50%。公司 16 年收入业绩表现优异一方面得益于公司新的营销团队对于市场的积极开拓，另一方面受益于全年木浆价格较低以及产品不断结构向高毛利产品倾斜导致的毛利率上升。

图26 中顺洁柔近年收入及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

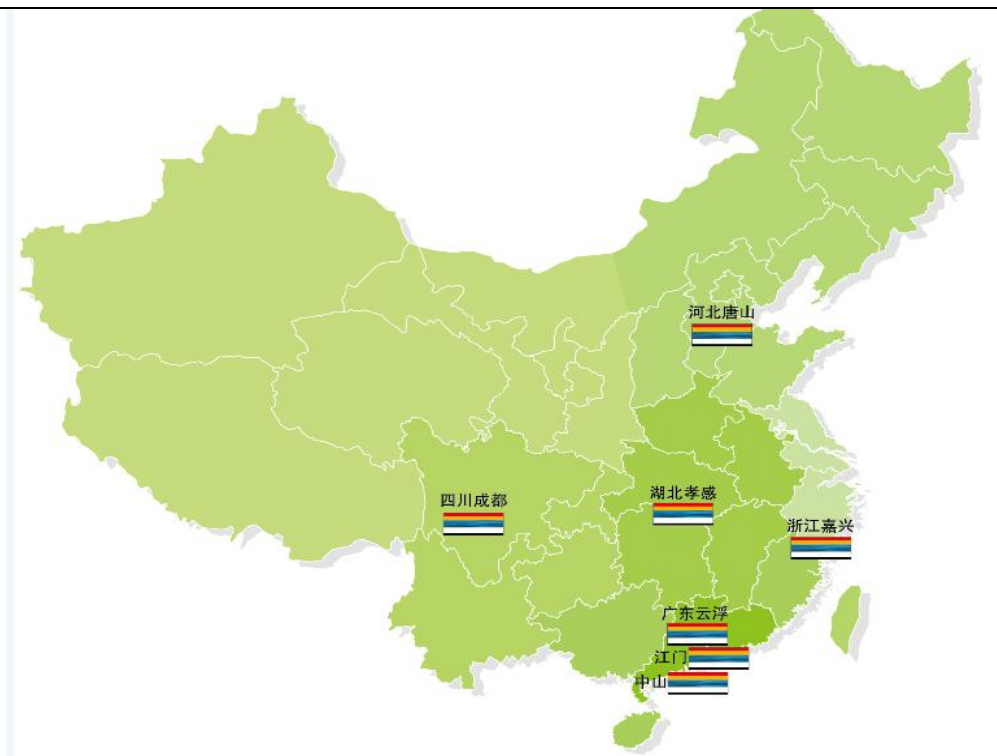
图27 中顺洁柔近年业绩及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

**产能步伐紧跟需求增长。**公司分别在广东中山、广东江门、广东云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建有七大生产基地，随着公司云浮中顺项目和四川中顺项目的逐步投产，公司产能 16 年达到 50.5 万吨/年。公司的新增产能根据各地新增的需求也不断扩张，公司计划在湖北扩建 20 万吨高档生活用纸项目，主要是为了满足华中市场未来销售增长的需求。在唐山扩建 7.5 万吨高档生活用纸项目，主要是为了满足华北和东北市场未来销售增长的需求。云浮二期的 12 万吨高档生活用纸项目也将逐步实施。

图28 中顺洁柔产能分布



资料来源：公司官网，海通证券研究所

**Face 与 Lotion 系列深受消费者喜爱。**对于产品创新，公司一直不遗余力地给予探索和实践，力求开发出更时尚、更贴合潮流、更迎合消费者需求的新产品。Face 可湿纸系列包装素雅、遇水不易烂，分为黑白两色，黑色的带有古龙香味，白色的带有百花香味，可以当做湿巾使用，其去油、清洁的特性增强了消费者的使用体验。另一款 Lotion 系列产品水分含量高于 10%，添加了保湿因子，尤其适合皮肤较为细腻的女性及婴儿人群使用，两款产品也都以其外观新颖、携带方便、质量优异、经济实惠等特点在推出市场后立即深受广大消费者的喜爱与追捧。

**表 13 中顺洁柔产品创新不断探索**

时间	创新产品
2013 年 6 月	率先推出全球首款超迷你专利手帕纸 Face 系列产品
2014 年 5 月	推出超迷你手帕纸 Lotion 系列产品，以其外观新颖、携带方便、节约环保、经济实惠等特点，在推出市场后立即深受广大消费者的喜爱与追捧
2014 年 12 月	升级推出洁柔 Face 高端柔韧细滑抽纸，敞篷式设计，创新易开口专利，轻松第一抽、节约零浪费
2015 年 10 月	开发了洁柔 BabyFace 系列软抽，针对母婴专用，呵护新生肌肤；
2015 年中后期	推出了“洁柔厨房湿巾”，快速清除厨房油污

资料来源：中顺洁柔 2016 年 2 月 26 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

**产品结构优化提升毛利率。**洁柔在激烈的市场竞争当中，采用差异化、高端化的战略思路，根据市场需求不断调整产品结构。公司逐步加强对非卷纸产品的推广，公司推出的 Face 与 Lotion 系列为主打品牌，在一些优势区域这两款产品可以占到洁柔总产量份额的 70%。由于非卷纸产品的毛利率高于卷纸，我们预计在产品结构的优化下公司毛利率也会不断提高。

**新营销团队成效渐显。**2015 年一季度公司组建了全新营销团队，对公司营销组织框架、渠道建设、产品转换进行优化升级。公司成立了全国的营销总部，建立 4 级营销组织，地级市设立所长，省级设立省办经理。公司不断加强全国主要零售系统的渠道终端控制力，快速扩展开空白网点以及提升网点的单店产值；同时公司加强与直营客户和优质经销商的合作，定期进行生意回顾，与关键客户建立战略联盟，以具有核心竞争力的洁柔 Face 和 Lotion 系列产品为重点，调整品类结构，积极推动了洁柔品牌的美誉度和市场占有率的提升。

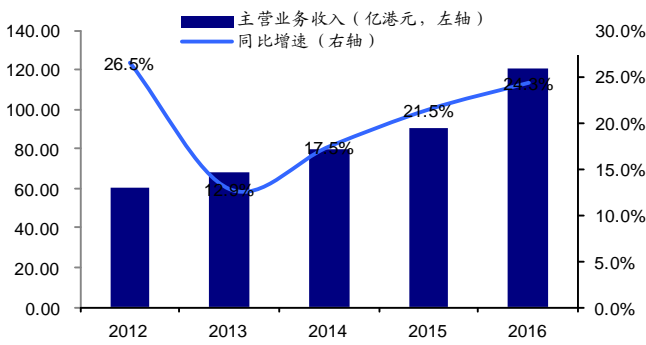
**持续加强渠道建设。**区域上从过去的 5 大区改为 7+2（中西南北中+西北东北+港澳+电商），特别是新成立的 EC 电商渠道，抓住了当下渠道消费的习惯与需求，在业绩的快速增长与新品推广上取得了不俗的市场表现，2016 年收入实现 100% 增长，EC 渠道占比达到 11%。其中华南，西南是公司比较强势的区域，渠道建设、产品覆盖各方面比较成熟，对公司的销售额贡献很大。其他几个区域，目前正不断加强渠道建设和产品推广，效果渐显，对公司销售额也做出了贡献。未来公司将进一步加强渠道建设，推动各个区域的不断发展。在全国范围内启动“直销到县，网络到镇”的行动，目前，1000 多个经销商的营销网络构筑了一个点线面结合，覆盖全国近 2000 个城市。

风险提示：原材料价格上涨风险，销售团队市场扩张不达预期。

## 4.2 维达国际：收购爱生雅切入护理用品领域

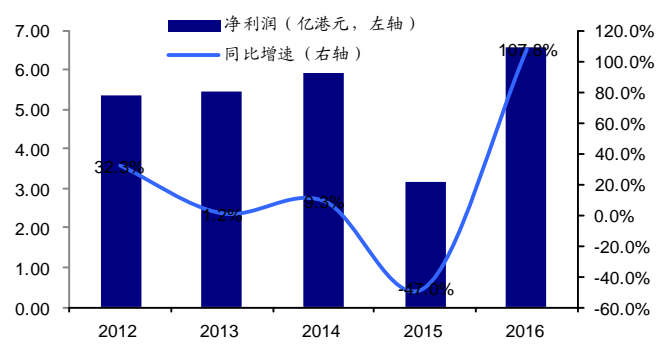
维达国际是国内卫生纸产品生产商龙头，专注于研产高级生活用纸产品。旗下的维达（Vinda）、德宝（Tempo）品牌在香港、广州、武汉、北京等一线城市稳居前列。2016 年公司在宏观经济增速放缓、人民币贬值、零售市场疲弱等不利因素的环境下依然取得了良好的成绩，16 年营业收入达到 120.57 亿港元，同比增长 24.3%，净利润 6.54 亿港元，同比增长 107.8%。

图29 维达国际近年收入及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

图30 维达国际近年业绩及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

**两大生活用纸品牌极具潜力。**生活用纸是公司的核心业务，16年收入中生活用纸占比达到83%，对利润的贡献达到97%。集团的两大知名品牌维达 Vinda 和得宝 Tempo 被打造成超优质生活用纸品牌。Tempo 在香港、广州、武汉、北京等一线城市稳居第一，主要是卷纸因质量足，设计中性稳重收到消费者喜爱，并且未来销售市场从珠江三角洲及长江三角洲一带的主要城市进一步扩展至其他省市。维达 Vinda 品牌亦推出升级版抗菌湿巾、厨房纸巾及超韧系列产品，不断向高毛利产品进行扩展。

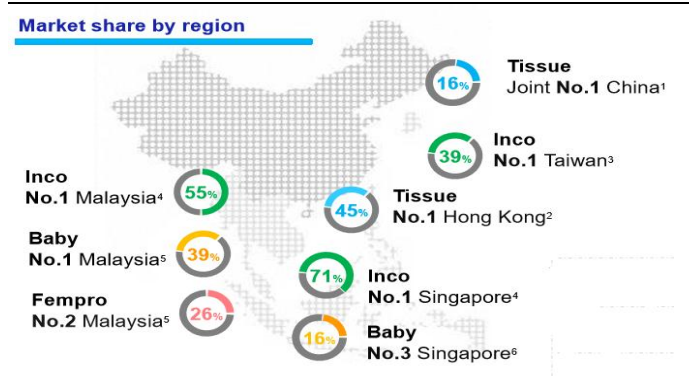
**整合爱生雅切入护理用品领域。**除了生活用纸主业，公司个人护理业务的收入16年也达到20.43亿港元，占总收入的17%。个人护理业务的收入增加主要源于2016年4月合并爱生雅亚洲业务（除日本外）并表，此块业务的毛利率为29.7%，相较于发展较为成熟的恒安还有较大提升空间。维达国际在整合大股东爱生雅亚洲地区（除日本外）的业务之后，在女性护理用品领域增加了全球第五大品牌轻曲线(Libresse)，在婴儿护理用品领域增加了国际知名品牌嘘嘘乐 (Sealer)、Dryper 和丽贝乐 (Libero)。并切入了成人失禁护理用品行业，获得了全球领先的失禁护理用品品牌——添宁 (TENA) 和包大人 (Dr.P, 原属于台湾全日美旗下品牌，于2012年被爱生雅收购)。

图31 维达旗下品牌



资料来源：公司16年年报，海通证券研究所

图32 维达多个产品在区域市场占有率靠前



资料来源：公司16年年报，海通证券研究所

**中国区域个人护理业务发展迅速。**16年中国地区个人护理业务处于亏损状态，预计17年通过渠道变革与生产线落成将会提高收入改善盈利。成人失禁护理方面，公司于2016年内在中国完成失禁护理用品新生产线的安装，并已投入运作。并且加强零售网络，并提升专销渠道的渗透率，有效提高销售额。女性护理用品方面，薇尔 VIA 通过产品包装升级，创新的网络营销活动，在中国取得可观的销量增长，轻曲线品牌将于今年二季度在中国市场正式上市。未来随着国内人口结构的变化以及爱生雅亚洲业务和公司大陆及香港业务的整合，国内护理用品的收入占比还将持续提升。

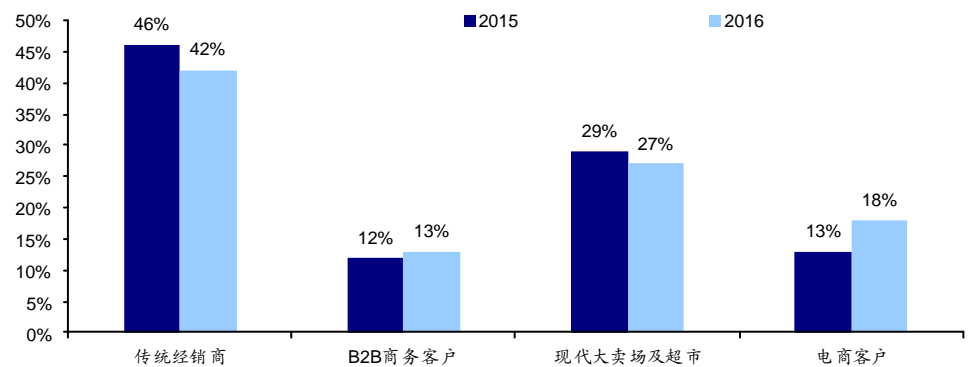
图33 维达产能分布情况



资料来源：公司 16 年年报，海通证券研究所

**电商进程行业领先。**在渠道方面，维达的电商化进程最为领先。电商销售额快速提升，16 年占比达到 18%。公司借助猫超市、京东超市、淘宝、京东自营、天猫旗舰店、苏宁易购等平台连接 C 端客户，目前电商渠道在一线企业中规模最大，未来电商份额有望持续扩大。

图34 维达国际 15-16 年销售渠道收入占比变化



资料来源：公司 16 年年报，海通证券研究所

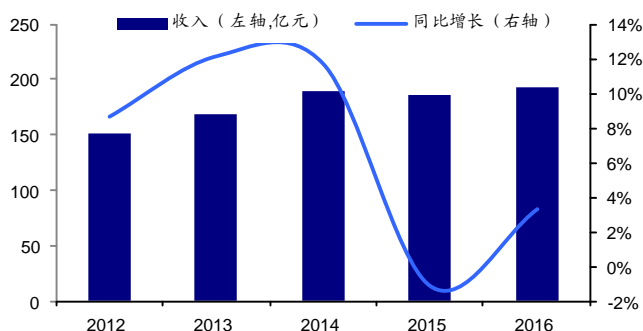
风险提示：个人护理用品业务发展不及预期，市场竞争风险。



### 4.3 恒安国际：线下渠道销售王者，护理用品行业龙头

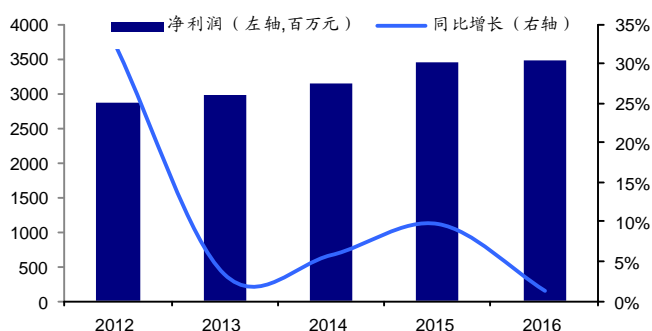
恒安国际是国内最大的生活用纸企业，并且中国女性卫生巾及婴儿纸尿裤市场均具有领导地位。公司 2016 年收入同比增长 3.3%至 192.77 亿元，生活用纸与卫生巾业务实现小幅增长，纸尿裤业务 16 年增速为负，主要是因为中国经济增长增速放缓，以及其滞后的渠道整合和近期的管理变革导致。尽管市场竞争加剧，但是由于 16 年内主要原材料石油、化工产品的价格整体处于较低水平，卫生巾的毛利率依然较高，恒安集团 16 年卫生巾毛利率达到 72.6%，公司相当一部分利润来源于女性护理产品业务。

图35 恒安国际近年收入及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

图36 恒安国际近年业绩及其增速



资料来源：历年公司年报，海通证券研究所

**品牌渠道行业领先。**品牌方面，公司的薰衣草系列、几米系列、茶语系列、湿巾系列、厨房用纸系列强势占领市场，以保证新颖风格迎合消费者需求，受到年轻群体的喜爱。价格方面，出厂价格、渠道价格、终端价稳定，特别是非卷产品始终保持行业最高毛利。渠道端，公司的线下渠道行业领先，目前在全国拥有超过 300 个销售办事处，超过 3000 个经销商，产品覆盖全国大中小城市，传统和现代市场拥有近百万个销售商店。渠道与销售团队执行力强，新产品 3 个月通达全国。

图37 恒安国际销售网络



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图38 恒安国际生产基地



资料来源：公司官网，海通证券研究所

**阿米巴经营模式长期激活员工效率。**自 2013 年启动第三次管理变革以来，在大数据、信息化的支持下，恒安集团通过打造供应链端到端可视化平台，建立“运营中心+共享中心”平台化模式。公司通过建立“小微团队”（阿米巴经营模式）使其销售团队扁平化，每个小型组织都作为一个独立的利润中心，按照小企业、小商店的方式进行独立经营。借助变革及创新，通过经营模式的改变，重建规则，让有能力的人都可以在这个平台上发挥聪明才智，实现自身新一轮的发展。短期来看公司销售模式的改变影响了收入增速，

但是长期来看，新的销售模式可以更好的激励销售团队。

**电商渠道整合，未来发展迅速。**自 2011 年开始进入电商渠道，到 2016 年公司电商渠道销售收入已经达到 11 亿人民币，占公司整体收入的 5%左右，低于同业维达国际。目前线上业务等渠道与线下渠道并未整合，线上渠道无法利用强势的线下渠道实现生产与销售的最优配置，下一步线上线下的渠道整合将会成为重点改革举措。线上的淘宝、京东等平台之前是由经销商经营管理，而如今改为集团公司亲自负责管理，预计未来电商业务发展迅速。

风险提示：管理变革影响公司短期业绩；市场竞争风险。

## 5. 行业风险提示

- (1) 原材料价格上涨风险；
- (2) 行业激烈竞争风险；
- (3) 新业务产品发展不及预期风险；

## 信息披露

### 分析师声明

曾知 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业,喜临门,合兴包装,好莱客,东港股份,太阳纸业,大亚科技,华泰股份,恒康家居,奥瑞金,索菲亚,安妮股份,山东华鹏,裕同科技,创新股份,山鹰纸业,青岛金王,德尔未来,昇兴股份,盛通股份,海鸥卫浴,环球印务,广博股份,曲美家居,亚振家居,博汇纸业,顾家家居,大亚圣象

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

**宏观经济研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj111087@htsec.com

**金融工程研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
史霄安 sxa11398@htsec.com

**金融产品研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

**固定收益研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

**策略研究团队**

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

**中小市值团队**

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

**医药行业**

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

**汽车行业**

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

**公用事业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

**互联网及传媒**

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
唐宇 ty11049@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

**有色金属行业**

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

**房地产行业**

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiaty@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 联系人 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com 唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕 23219431 mr11128@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com 联系人 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
<b>军工行业</b> 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com	<b>银行行业</b> 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 llj11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 联系人 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹园 gxm11214@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com 赵洋 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 蒋炯 jj10873@htsec.com  
 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 张明 zm11248@htsec.com  
 陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 陈铮茹 czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com