

生活用纸行业深度： 生活必需品，成本下行盈利或改善

——行业投资评级：强于大市|维持

证券分析师：杨维维

SAC编号：S1340522090007

邮箱：yangweiwei@cnpsec.com

2024年8月20日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

当前市场对生活用纸行业担忧主要在于行业产能供给不断增加、需求端稳定发展，导致行业竞争加剧，此外，木浆价格高位，行业盈利水平或持续低位。鉴于此，我们从需求端、供给端以及原材料端等三方面进行详细分析，探讨生活用纸行业短期变化以及发展机会。

需求端：生活用纸作为日常消费易耗品，消费需求相对刚性。据中国生活用纸年鉴，2022年我国生活用纸行业市场规模、消费量分别达1571亿元、1185万吨，2015-2022年行业市场规模、消费量分别年复合增长率为8.1%、7.0%，国内市场消费规模保持稳步增长。但从人均消费量看，2022年我国生活用纸年人均消费量达8.4千克，对比美国、日本等人均消费量29千克、16-17千克（2021年），我国人均消费量提升空间较大。此外，消费者生活用纸“专纸专用”理念趋向成熟，产品逐步呈现细分化、多样化发展趋势，带来2015-2022年生活用纸终端销售吨均价以年复合0.6%增速稳步提升。消费市场也逐步从家用向家外、海外市场拓展，进一步提升对生活用纸需求的增长。

供给端：伴随着我国生活用纸消费量的增长，行业产能快速释放，据中国造纸协会，2023年我国生活用纸行业装机总产能2037万吨，2010-2023年行业装机总产能年复合增速达5.3%。2024年行业计划投产超过220万吨，但上半年实际投产仅69万吨，产能投产节奏克制，下半年行业或仍有产能释放，但需求端或将受益于金九银十，供需或将逐步达到平衡。从参与者来看，行业参与者总数由2013年400多逐渐下降至2023年的208家，中小企业加速退出，而金红叶、恒安、维达、洁柔等行业四大领先企业稳步增长，以上四家2023年产能占比约30.2%，行业或将持续向优质企业集中。

原材料端：木浆作为生活用纸主要原材料，其价格的波动对行业成本端影响较大。短期看，年初以来，木浆外盘报价、现货市场价均呈现先扬后抑趋势，价格区域整体高位运行，行业盈利水平承压，但7月底漂阔浆外盘报价下调90美元/吨，且我们注意到，下半年全球木浆产能进入集中投产期，供给端紧张局面有望打破。此外，随着美国降息时点的接近，美元兑人民币或有一定幅度的贬值，对于造纸企业而言，成本端压力有望进一步缓解。其次，业内公司也在不断降低木浆原材料的依赖度，如恒安通过收购芬兰芬浆项目，以及泰盛使用竹浆等纤维，或有助于降低木浆价格带来的影响。

投资建议：近期海外木浆报价下调，成本端压力或将逐步缓解，后续随着海外木浆产能的投放，木浆价格有望进一步下行，对下游生活用纸企业而言，成本端压力有望得以缓解，盈利水平将逐渐修复，维持行业“强于大市”评级。建议关注生活用纸行业领先企业**中顺洁柔、恒安国际**。

风险提示：木浆价格下行低于预期风险；下游需求不及预期风险；行业出清速度不及预期。

目录

- 一 | **行业现状：供需弱平衡，盈利下滑**
- 二 | **需求：需求相对刚性，新兴品类/市场扩张**
- 三 | **供给：新增产能放缓，中小企业加速退出**
- 四 | **原材料：木浆价格下调，新增产能或集中投产**
- 五 | **投资建议**
- 六 | **风险提示**

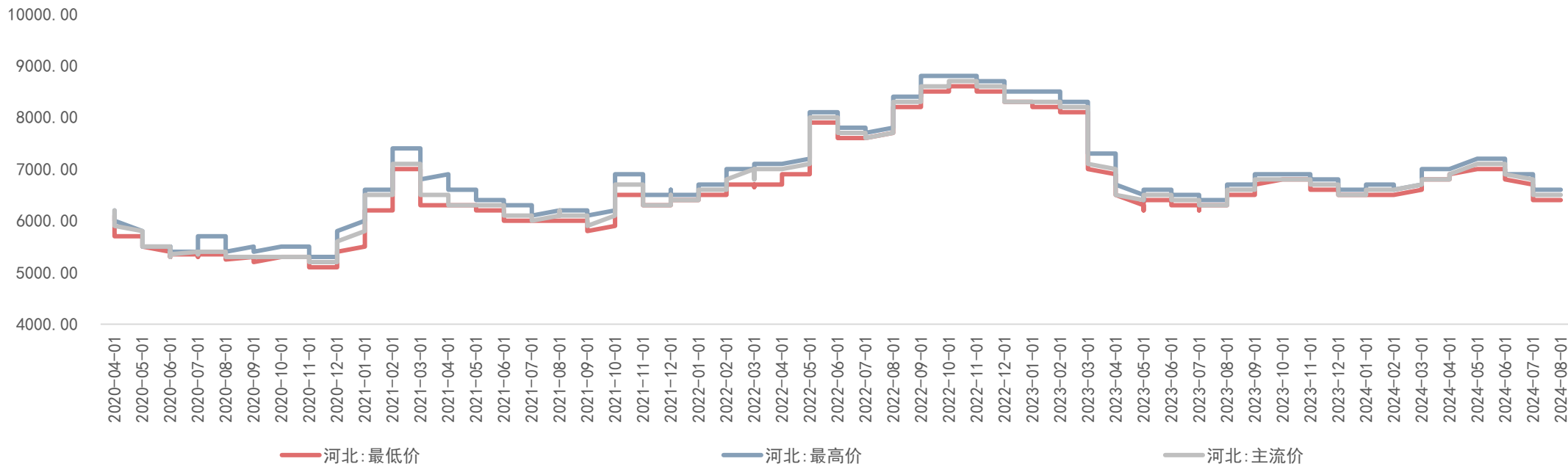
—

行业现状：供需弱平衡，盈利下滑

1.1 生活用纸：纸价经历“平稳-上涨-微跌”，幅度有限

- **生活用纸价格经历“平稳-上涨-微跌”**：生活用纸价格年初以来经历了一季度的平稳波动，到二季度的上涨，以及第三季度的微跌，目前纸价回到了年初的水平，以木浆生活用纸河北市场为例，截至8月1日，生活用纸市场价为6500元/吨，与年初价格一致。
- **价格波动幅度有限**：这轮价格波动幅度相对有限，我们看到今年6月中旬木浆生活用纸价格最高达7100元/吨，较年初+9%；截至目前价格为年初以来最低水平6500元/吨，较高点-8%。

图1：今年以来生活用纸价格经历“平稳-上涨-微跌”（元/吨）



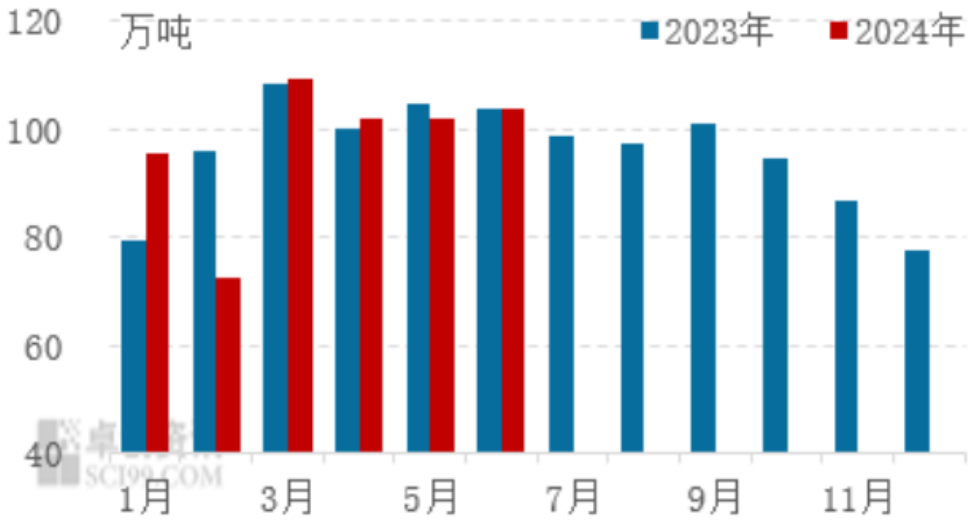
资料来源：同花顺，中邮证券研究所

1.2 生活用纸：供需弱平衡，纸价下行

生活用纸年初以来价格波动主要受国内生活用纸行业供需弱平衡、上游木浆价格上涨等影响。

- **国内产量、产能利用率均同比略下滑：**受需求端偏弱、行业竞争加剧以及上游木浆价格高位影响，生活用纸行业利润恢复有限，导致工厂产量同比略有下滑，据卓创资讯，今年前6月生活用纸总产量为575万吨，同比-0.6%。
- **新增产能持续释放，释放节奏有所控制。**据生活用纸杂志，今年上半年行业新投产能为69.3万吨，其中Q1投产42.8万吨，Q2投产26.5万吨。我们看到，二季度新增产能增幅环比回落明显，且上半年新增产能仅为全年计划的3成左右，新增产能节奏有所放缓。

图2：生活用纸月度产量



资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

图3：生活用纸行业上半年新增产能

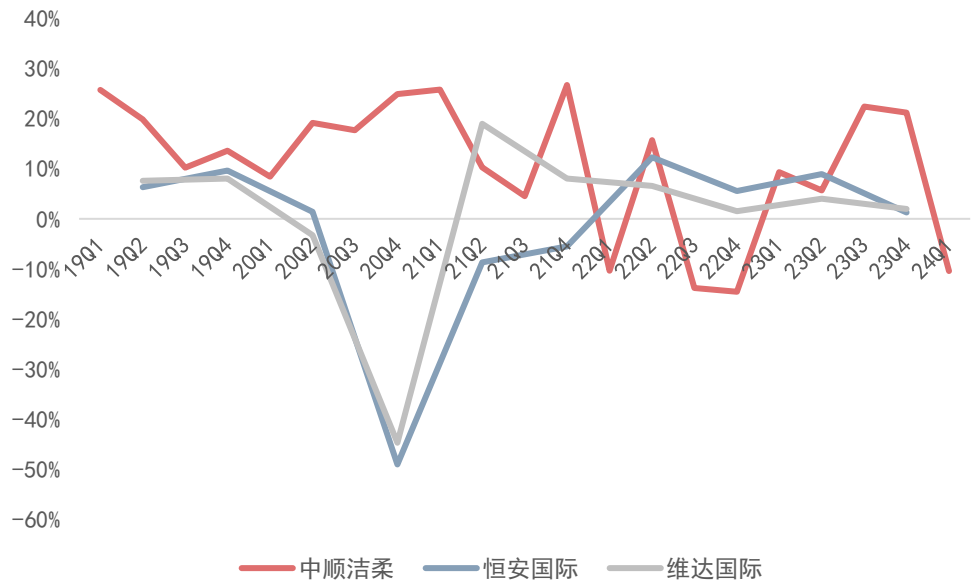
项目省份	产能（万吨）	数量（台）	投产纸厂家数
广西	21	9	3
湖北	13	6	2
安徽	10	4	2
河北	9	4	3
山西	7	3	2
河南	4	2	1
辽宁	3	1	1
广东	3	1	1
合计	70	30	15

资料来源：生活用纸杂志，中邮证券研究所

1.3 生活用纸：上市公司增速放缓，盈利下行

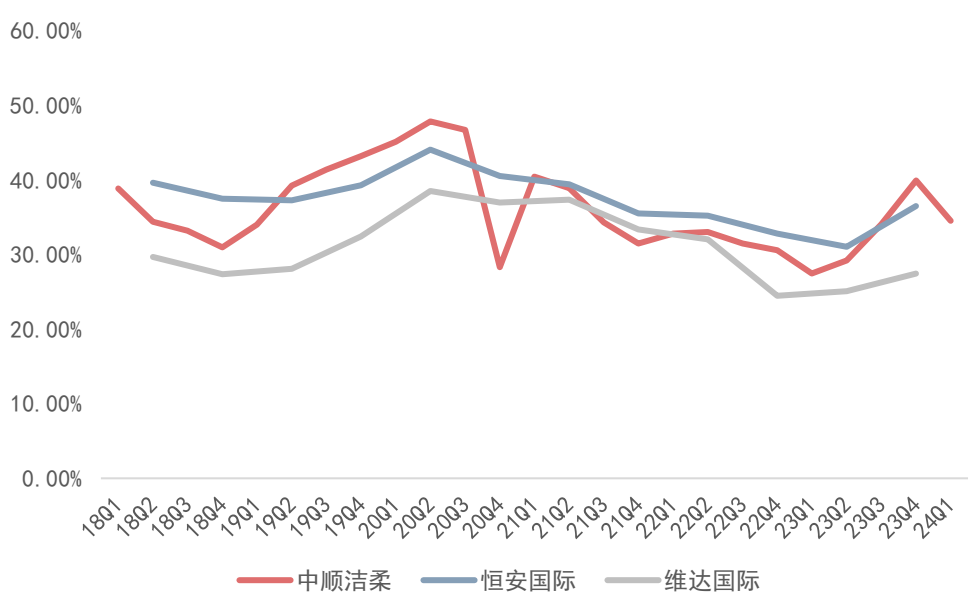
- **头部企业短期增速放缓：**短期受木浆原材料价格对销售节奏的扰动以及头部企业内部变革或调整，收入增速有所放缓，盈利水平短期也有所下滑。
- **中长期增长稳定：**从中长期看，受益于终端消费需求相对刚性，营收端整体保持稳定增长；且从盈利水平看，木浆原材料价格对长期盈利水平影响相对不大，影响比较大的主要是消费水平的提升导致对产品结构的升级。

图4：头部企业季度收入增速



资料来源：公司公告，同花顺，中邮证券研究所

图5：头部企业季度毛利率水平



资料来源：公司公告，同花顺，中邮证券研究所

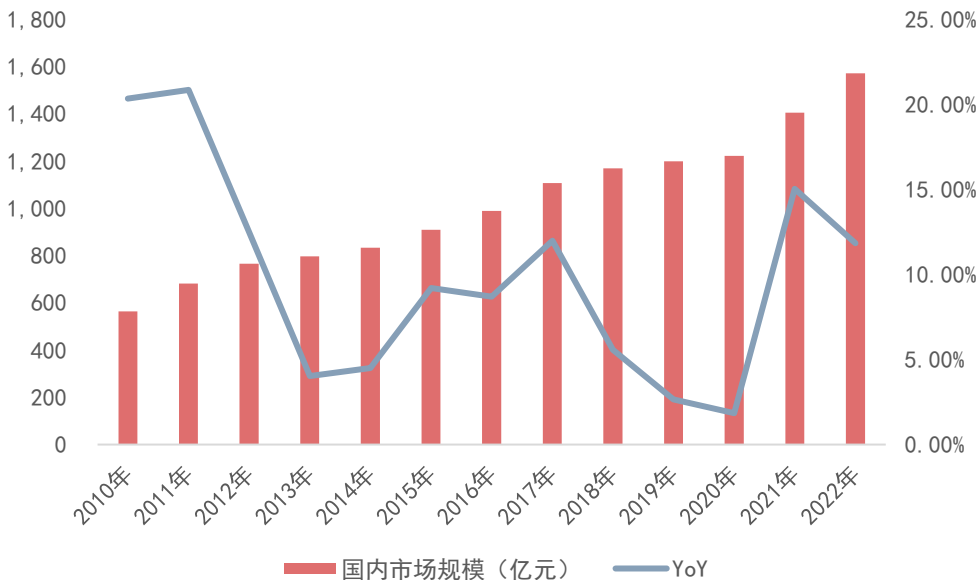


需求：需求相对刚性，新兴品类/市场扩张

2.1 生活用纸：行业发展向上，消费规模稳步增长

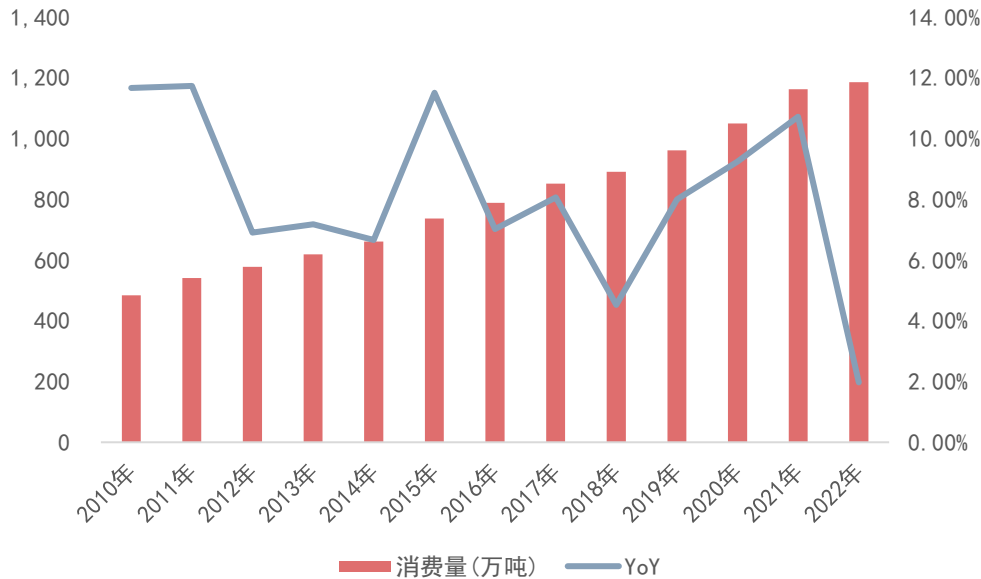
- **行业发展稳步向上**：生活用纸作为高频低价日用品，其消费水平衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。我国生活用纸从上世纪八十年代开始普及，国内卫生纸恒安、维达、洁柔、金红叶也主要成立于1985-2000年代，并引入较为先进的纸机。伴随经济发展、人民生活水平的提高以及卫生意识的提升，我国生活用纸行业市场规模稳步向上，据中国生活用纸年鉴，2022年我国生活用纸行业市场规模、消费量分别达1571亿元、1185万吨，2015-2022年行业市场规模、消费量分别年复合增长率为8.1%、7.0%，国内市场消费规模保持稳步增长。

图6：生活用纸市场规模稳步向上



资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

图7：生活用纸消费量逐年走高

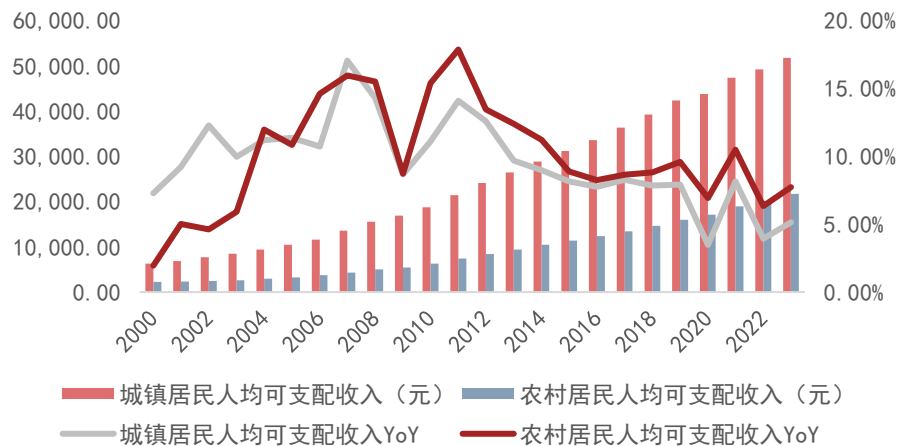


资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

2.2 消费力：可支配收入提升，生活用纸品类逐步丰富

- **人均可支配收入逐步提升：**随着经济的发展，我国居民人均可支配收入稳步提升，据国家统计局，2023年居民人均可支配收入达3.9万元，2000-2023年居民人均可支配收入年复合增速达10.8%，其中城镇居民、农村居民人均可支配收入年复合增速分别为9.6%、10.3%。
- **生活用纸演变：**此外，消费者卫生意识的加强，也带来生活用纸的逐步演变和迭代。从最开始草纸或是废纸和草浆生产的粗糙的卫生纸，到现在的多个品种，如卫生厕纸、面巾纸、手帕纸、厨房用纸以及擦拭纸等，生活用纸品种愈加丰富。

图8：人均可支配收入稳步提升



资料来源：国家统计局，同花顺，中邮证券研究所

图9：生活用纸产品逐步丰富

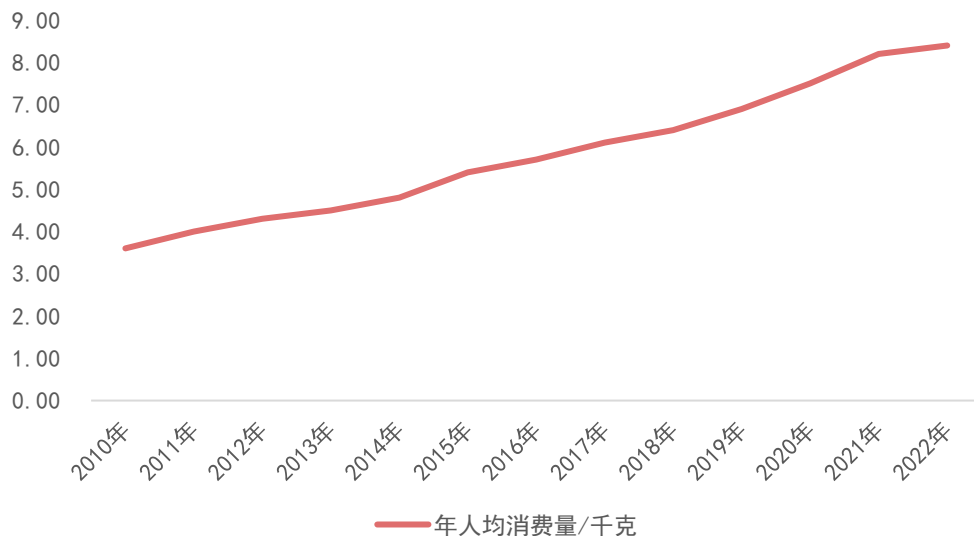


资料来源：百度百科，中邮证券研究所

2.2 消费力：人均消费量增加，对比海外仍有提升空间

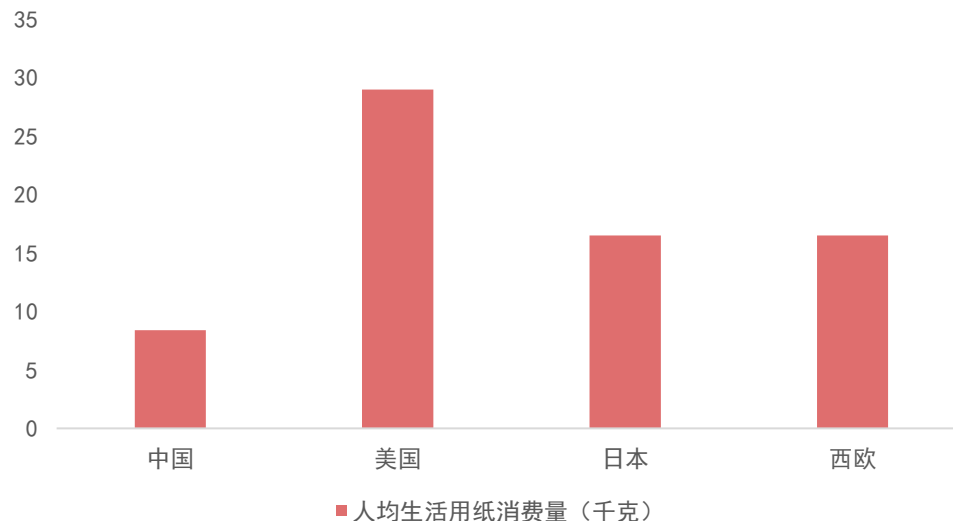
- **人均生活用纸消费量增加：**得益于人均可支配收入增加，以及人们卫生意识提升，人均生活用纸消费量也逐步增加，据中国生活用纸年鉴，2022年我国人均生活用纸消费量达8.4千克，2015-2022年年复合增速达6.3%。
- **对比其他国家或地区：**据中国生活用纸年鉴，2022年我国生活用纸年人均消费量达8.4千克。对比发达国家，据中国造纸协会，2021年美国生活用纸年人均消费量为29千克，日本和西欧国家生活用纸人均消费量为16-17千克，我国人均消费量提升空间较大。

图10：人均生活用纸消费量逐步提升



资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

图11：我国人均生活用纸消费量仍有较大发展空间



资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

2.3 纸品结构：卫生纸仍占主导地位，细分占比提升

- **卫生纸仍占主导地位：**国内消费生活用纸产品结构中，卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、擦拭纸、卫生用品用吸水衬纸消费量占比依次为50.5%、32.6%、4.6%、4.0%、6.9%、1.4%，卫生纸仍为主要品类。
- **更多细分品类产品占比逐渐提升：**卫生纸占比略有下降，其他细分品类如餐巾纸、擦拭纸、吸水衬纸占比提升。随着更多细分品类产品占比提升，带来销售吨均价的稳步提升，据中国生活用纸年鉴，2022年终端均价达1.33万元/吨，2015-2022年年复合增速达0.6%。

图12：卫生纸仍占主导地位，餐巾纸、擦拭纸占比提升

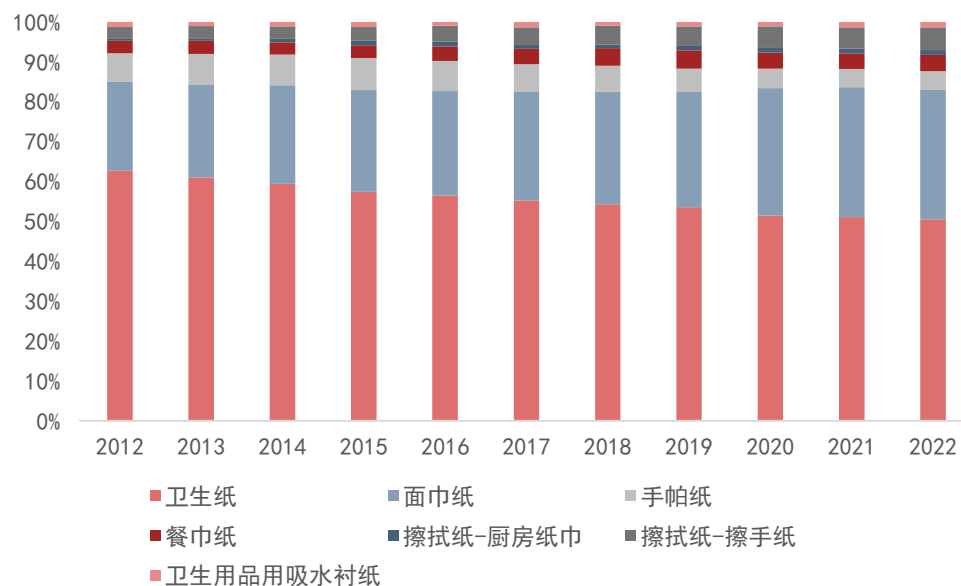
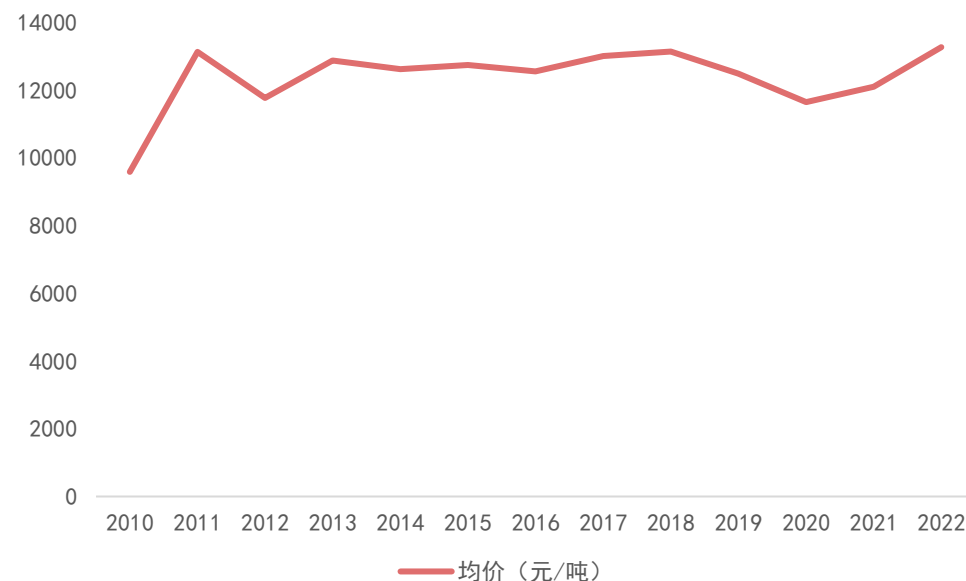


图13：我国生活用纸销售吨均价稳步提升



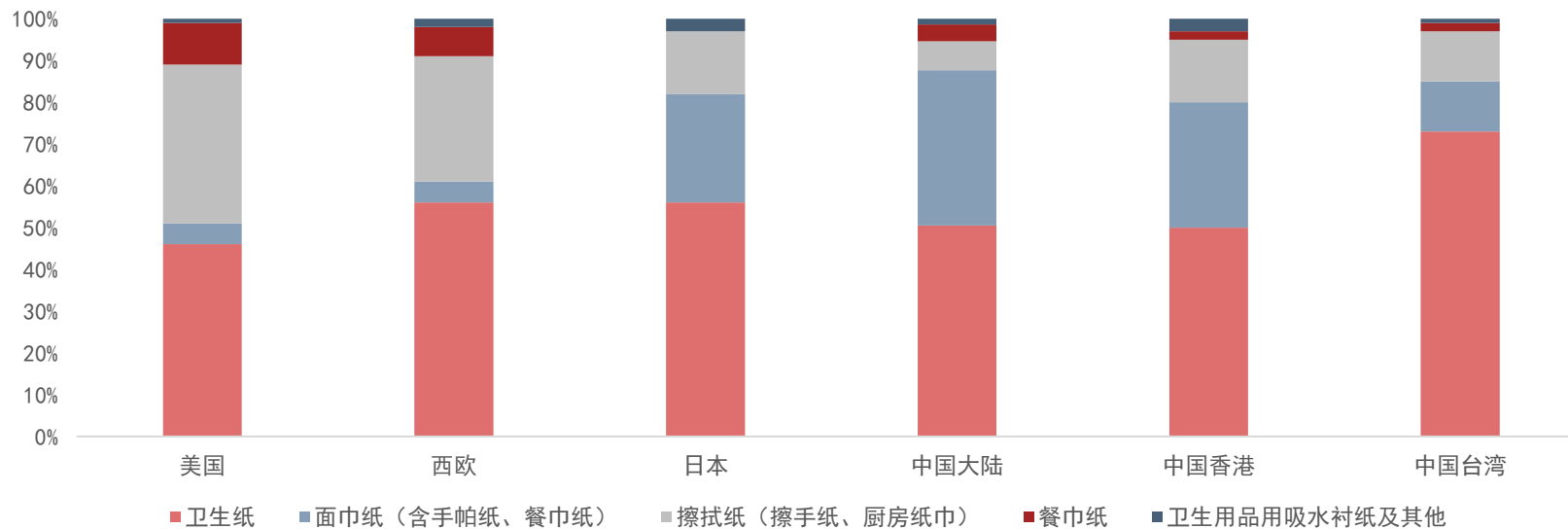
资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

2.3 纸品结构：品质化逐步升级

- **从生活用纸结构看：**我国生活用纸消费产品类型跟美国、日本、西欧基本一致，但由于消费习惯、产业发展水平等差异，生活用纸消费结构有所不同，其中卫生纸、面巾纸、擦拭纸占比相差较大。
- 目前我国生活用纸主要集中于卫生纸等产品，而美国、西欧以及日本等国家或地区在擦拭纸、餐巾纸方面占比远高于中国，其中，中国大陆擦拭纸消费占比低于日本、美国、西欧等国家，美国、西欧擦拭纸消费占比在30-40%区间，日本、中国香港、中国台湾擦拭纸消费占比在10-15%区间，而中国大陆在擦拭纸消费占比7%。

图14：生活用纸产品结构不同国家/地区对比（2022年）



资料来源：中国造纸协会，Fastmarkets RISI，中邮证券研究所

2.4 消费习惯：高中端消费品偏好

- **“专纸专用”理念趋向成熟，使用场景增加。**随着生活水平的提高以及消费者对卫生意识的提升，消费者对生活用纸产品提出了更精细化要求，厂家也积极响应消费终端的变化，纷纷打造出创新型产品，目前看，生活用纸产品逐步呈现细分化、多样化发展趋势，如刚需性更强家用卫生厕纸从卷纸到抽纸的演变，手帕纸方便携带，厨房用纸吸油性更强也深受部分消费者欢迎，擦手纸也逐步应用于家庭及公共机构等，专纸专用理念逐步成熟。据《2024年中国品质生活用纸消费趋势洞察白皮书》，近9成消费者表示已经养成专纸专用意识，且消费场景覆盖家中餐厅、厨房、卫浴，以及办公室、餐饮场所等，人均5个及以上使用场景。

图15：专纸专用理念趋向成熟

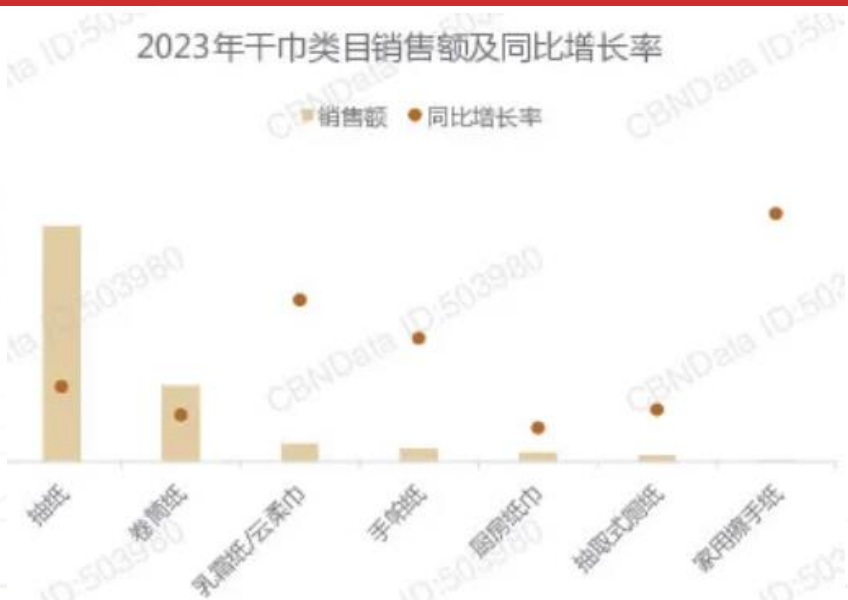


资料来源：《2024年中国品质生活用纸消费趋势洞察白皮书》，中邮证券研究所

2.5 产品形态升级，新兴品类扩张

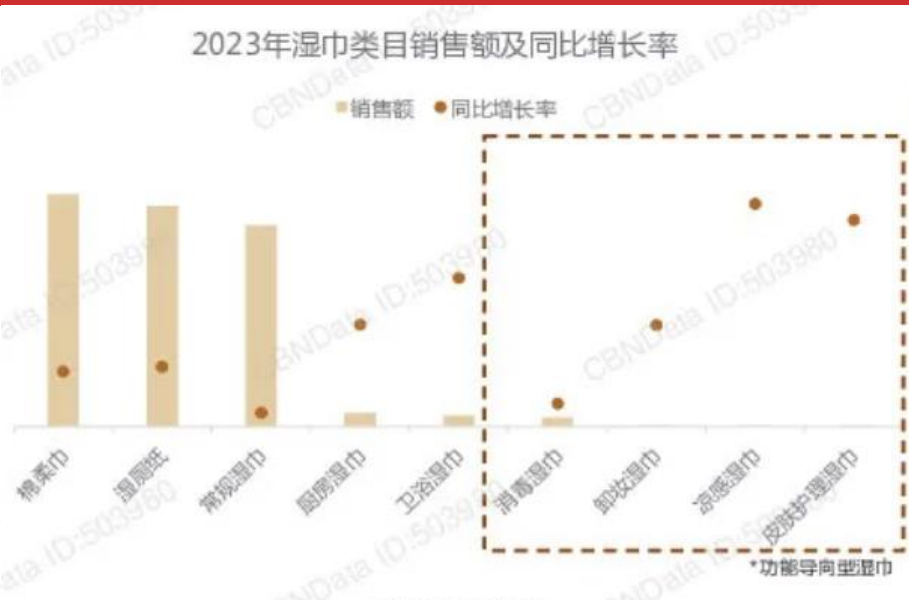
- **干巾：**生活用纸产品形态不断升级，卫生纸也逐渐出现折叠纸。折叠卫生纸相较于卫生卷纸，使用以及产品补充更为便利，消费者对折叠纸的需求也在不断增加。此外，据第一财经商业数据中心，棉柔巾、洗脸巾、手帕纸、擦手纸也以20%的增长速度持续抢占市场，头部恒安、洁柔、维达等均打造出不同品类产品矩阵，满足不同消费者的消费需求，如恒安的云感柔肤2023年同比增长26.6%达13亿元，占纸巾销售比重到12.0%，产品结构逐步优化。
- **湿巾：**相较于干巾，湿巾差异化更为明显，种类更加丰富。据第一财经商业数据中心，除了常规湿巾外，棉柔巾、湿厕纸、厨房湿巾、卫浴湿巾均保持不错增长，消毒湿巾、卸妆湿巾、凉感湿巾、皮肤护理巾在23年实现了快速增长。

图16：2023年干巾类目销售额及同比增长



资料来源：第一财经商业数据中心，中邮证券研究所

图17：2023年湿巾类目销售额及同比增长



资料来源：第一财经商业数据中心，中邮证券研究所

2.6 家外市场：商销应用场景增加，家外市场需求释放

- **家外市场保持强劲增长。**卫生纸除了家庭使用外，家庭外市场包括酒店、医疗机构、商务大楼、公共设施等增长对卫生纸需求也在逐步提升，据华经产业研究院，家外纸巾市场份额从2017年的35%上升至2021年的38.6%。随着旅游业的发展、商业设施数量的增加以及家外市场对卫生要求的提高，酒店、度假村、餐馆等对纸巾需求或将进一步增长，相应的，随着卫生纸的商销市场的场景的逐步增加，企业所需要的客户服务能力、产能布局以及渠道完善能力也更高。

图18：国内旅游人数向上（万人次）

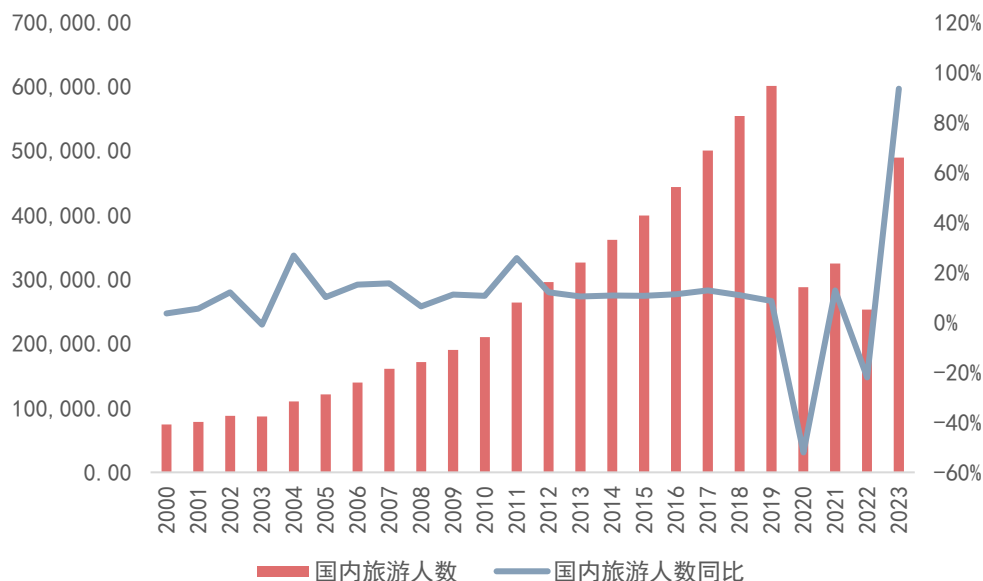
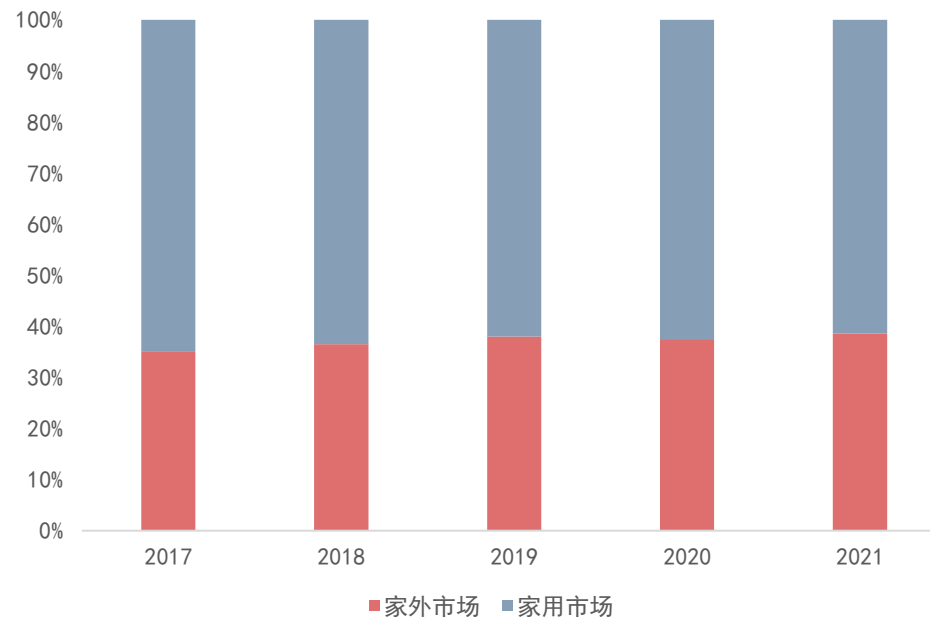


图19：生活用纸家外市场逐步发展



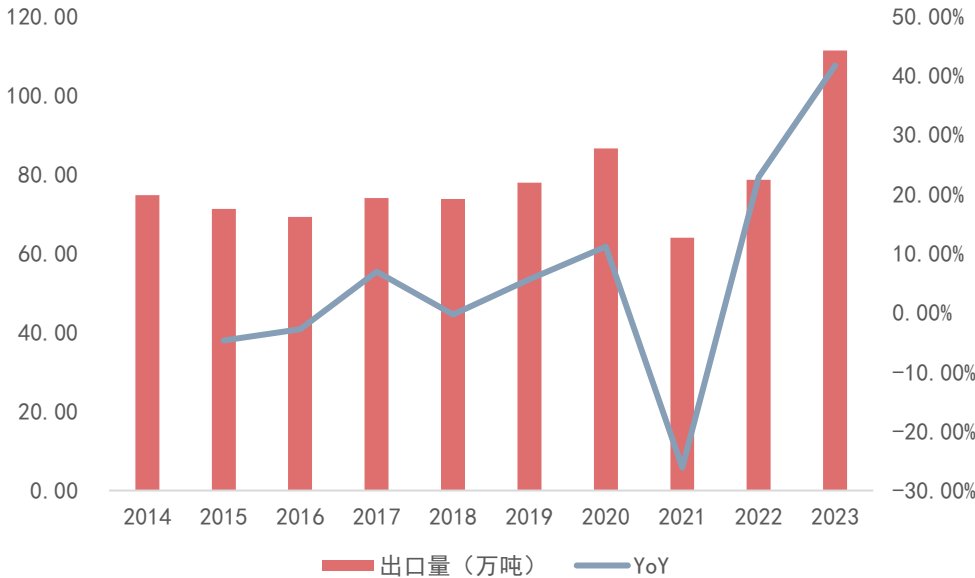
资料来源：国家统计局，同花顺，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

2.7 出口市场：贸易顺差，出口量向上

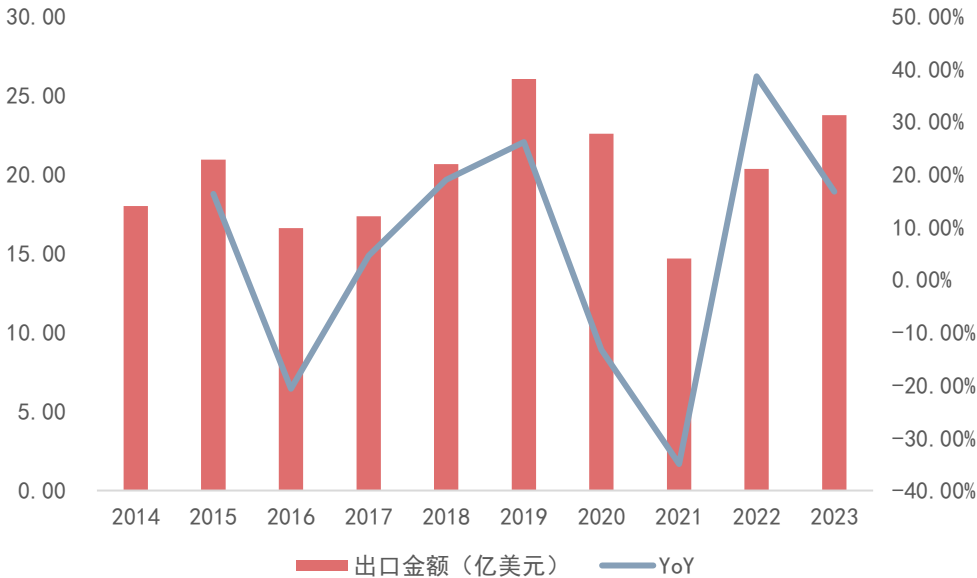
- **生活用纸呈贸易顺差，出口市场逐步增加。**我国生活用纸产品呈现贸易顺差，自2020年起，我国生活用纸进口量基本保持在5万吨以下，而随着海外尤其是东南亚消费水平的提高，我国生活用纸出口量每年逐步增加，出口市场也逐步成为生活用纸消费市场的重要部分。据海关总署，2023年我国生活用纸首次突破百万吨，达111万吨，出口量占产量比重9.2%，2015年-2023年年复合增速达5.7%；出口金额达23.73亿美元，2015-2023年年复合增速达1.6%，生活用纸出口稳步提升。出口主要以成品（卫生纸、手帕纸、面巾纸、餐巾纸等）为主，2023年成品纸出口量占比达71%。

图20：生活用纸出口量



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图21：生活用纸出口金额



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

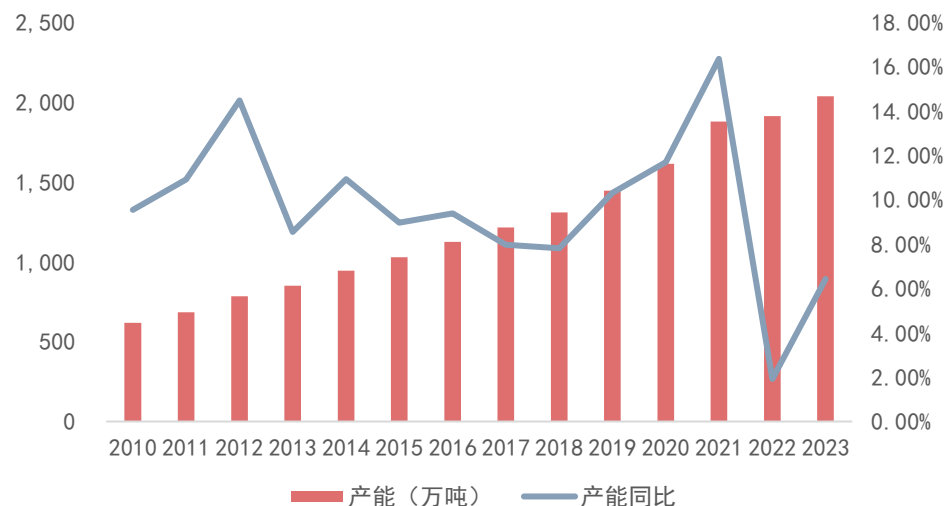
三

供给：新增产能放缓，中小企业加速退出

3.1 供给：行业新增产能放缓，开工率稳步恢复

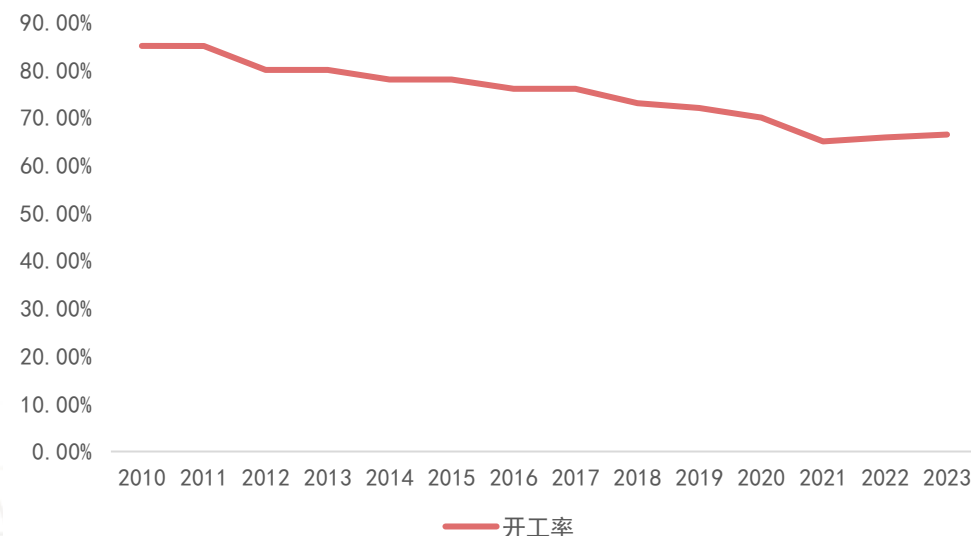
- **行业产能持续增加：**伴随着我国生活用纸消费量的逐步增长，行业产能尤其是单机年产6万吨卫生大纸机产能快速释放，其中，2019-2021年间生活用纸行业产能投放节奏加快，而2022年后新增产能速度有所放缓，部分产能投产延期，新增投产产能放缓，据中国造纸协会，2023年我国生活用纸行业装机总产能2037万吨，2010-2023年行业装机总产能年复合增速达5.3%。
- **开工率缓慢恢复：**由于新增产能的快速释放带来供给端的增加，叠加上游木浆价格高企，行业盈利困难，导致行业开工率向下，2021年行业开工率达65%，首次低于70%；2022年以来得益于生活用纸用途和需求增加，行业新增产能投放克制，行业产量增速高于产能增速，行业开工率同比持续回升，2023年开工率恢复至66%。

图22：生活用纸行业产能持续增长



资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

图23：行业开工率缓慢恢复



资料来源：中国造纸协会，中国生活用纸年鉴，中邮证券研究所

3.1 供给：行业新增产能放缓，开工率稳步恢复

■ **新增产能：**产能投产计划延续延期状态。

2024全年：

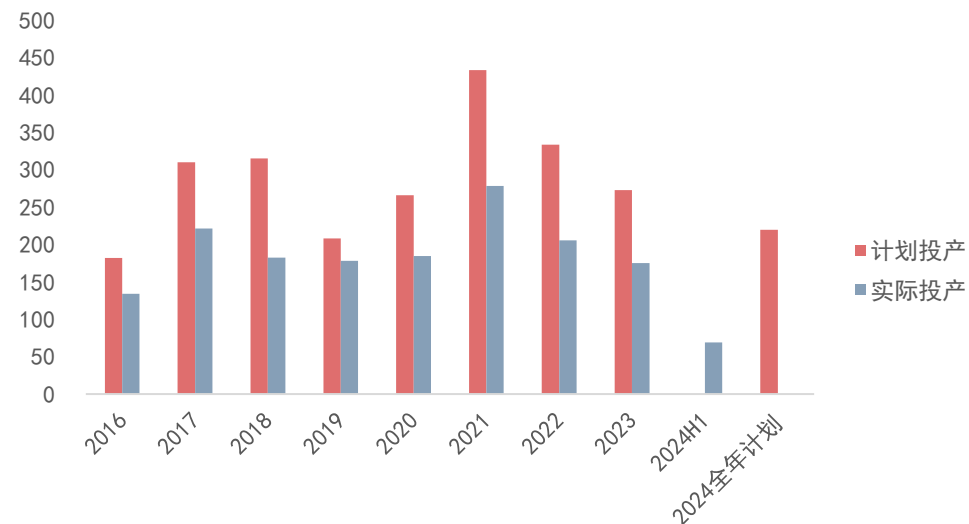
据中国造纸协会，2024年全年行业计划投产超过220万吨，但上半年实际投产仅69万吨，仅占全年计划投产产能的3成；从幅度看，2024年上半年实际新投产产能同比-14%，其中，二季度投产同比-48%，产能投产节奏克制。

从下半年来看，行业仍有产能释放，预计主要集中于三季度，带来行业产量的增加。需求端下半年或将受益于金九银十，市场需求或在9-10月有一定的提升空间，供需或将逐步达到平衡。

中长期看：

行业目前新增产能大幅扩大的时期或告一段落。此外，纸厂为了提高生产效率，逐步对现有落后纸机的淘汰，供给端压力有望逐步缓解。且在需求端，随着人均生活用纸消费量的提升以及市场对差异化产品需求的增加，生活用纸需求或延续稳步提升态势，行业供需有望逐步达到平衡。

图24：行业新投产产能放缓（万吨）



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

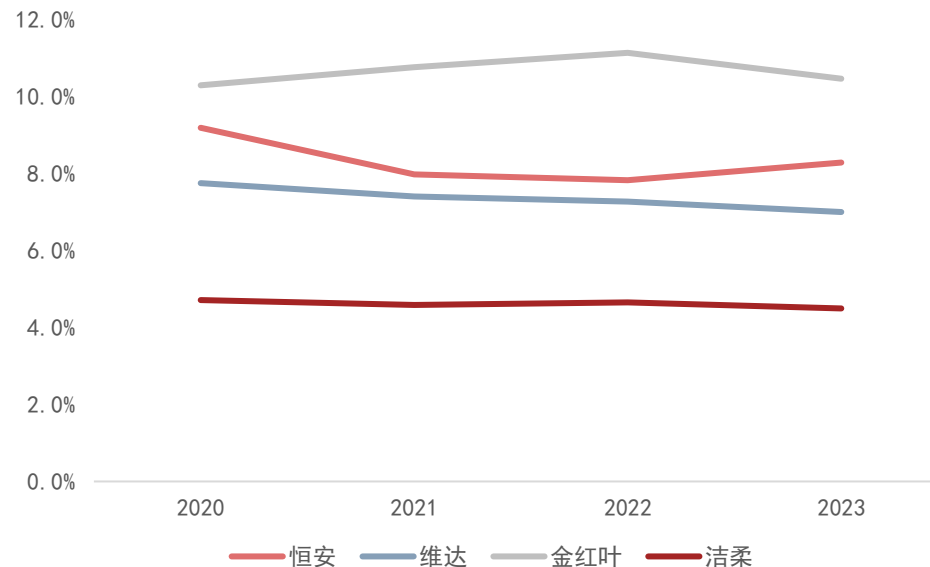
3.2 行业集中度：市场格局基本稳定，CR4约30%

- **头部企业：**金红叶、恒安、维达、洁柔是国内生活用纸行业四大领先企业，以上四家企业主要品牌清风、心相印、维达、洁柔是我国全国性四大品牌，市场格局已经基本稳定，据中国造纸协会，2023年我国生活用纸前四大领先企业产能占比约30.2%。除了以上四家头部企业外，行业自2014年后涌现出了包括理文、泰盛、韶能、太阳纸业、亚太森博、联盛等在内的六家由上下游企业转型的生活用纸企业，这些企业产品大部分是以原纸、大轴纸为主，主要面向B端市场，而金红叶、恒安、维达、洁柔等头部企业则主要是以消费品生活用纸为主，面向C端市场为主。2024年全球领先的纸浆、造纸和生活用纸企业——金鹰集团收购维达集团，或进一步推动行业格局的优化。

图25：行业头部领先企业



图26：2023年国内生活用纸CR4约占30.2%



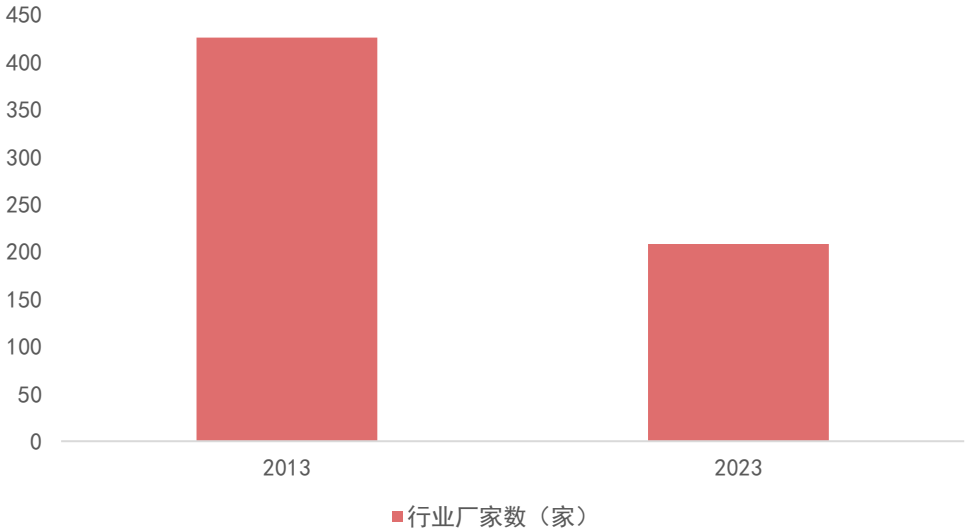
资料来源：百度百科，中邮证券研究所

资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

3.3 行业参与者：落后产能淘汰，小企业加速退出

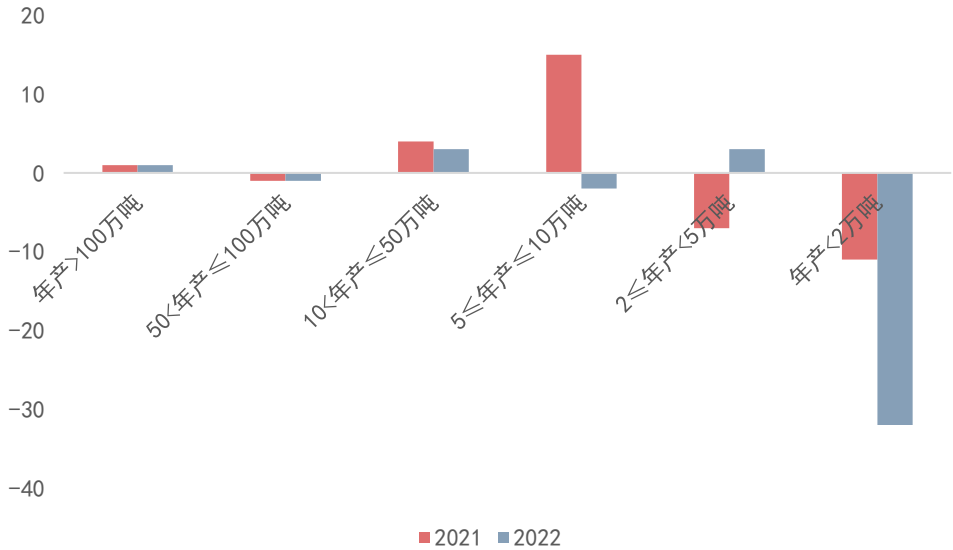
- **行业参与者总数量下降：**据中国造纸协会，随着节能减排以及落后产能政策实施，行业参与者总数由2013年400多逐渐下降至2023年的208家。由于行业竞争等加剧，行业不断优化，我们看到，2022、2023年开机中的生活用纸企业分别同比下降28、5家。
- **行业小企业加速退出市场：**年产能在100万吨以上的原纸厂数量稳步新增，而年产能2万吨以下的企业数量下滑最为明显，主要为行业新增产能主要集中于大型现代化纸机，且同时持续淘汰落后产能，小企业加速退出市场或转产停产。随着生活用纸头部企业规模效益的发挥，叠加上游商品浆及能源价格高企，市场竞争加剧，行业进入加速洗牌阶段。

图27：我国生活用纸原纸生产企业家数下降明显



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

图28：我国生活用纸原纸生产企业不同产能数量变化情况



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

3.4 头部企业对比——财务端

■ 龙头企业财务对比：恒安收入及利润规模领先于行业

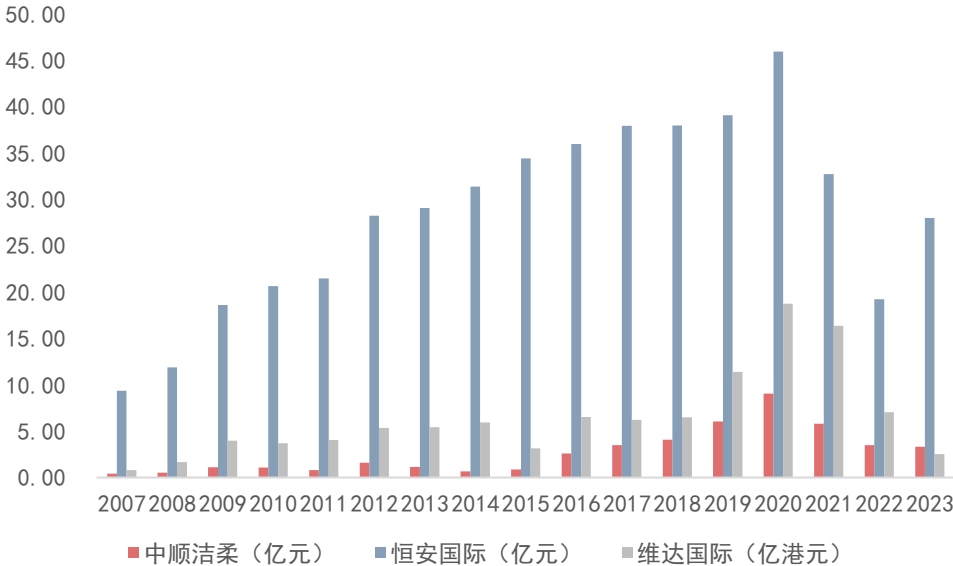
1) 收入：2023年洁柔、恒安、维达收入规模分别为98亿元、238亿元、182亿港元，2007-2023年以上公司年复合增速为14%、10%、16%。

2) 归母净利润：2023年洁柔、恒安、维达归母净利润规模分别为3.3亿元、28.0亿元、2.5亿港元，2007-2023年以上公司年复合增速为14%、7%、8%。

图29：龙头企业收入规模对比



图30：龙头企业归母净利润规模对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 头部企业对比——财务端

■ 龙头企业财务对比：

- 1) 毛利率：2023年洁柔、恒安、维达毛利率分别为33.15%、33.70%、26.26%；
- 2) 毛销差：2023年洁柔、恒安、维达毛销差分别为10.64%、18.76%、6.81%；
- 3) 净利率：2023年洁柔、恒安、维达净利率分别为3.39%、11.81%、1.27%。

图31：龙头企业毛利率对比

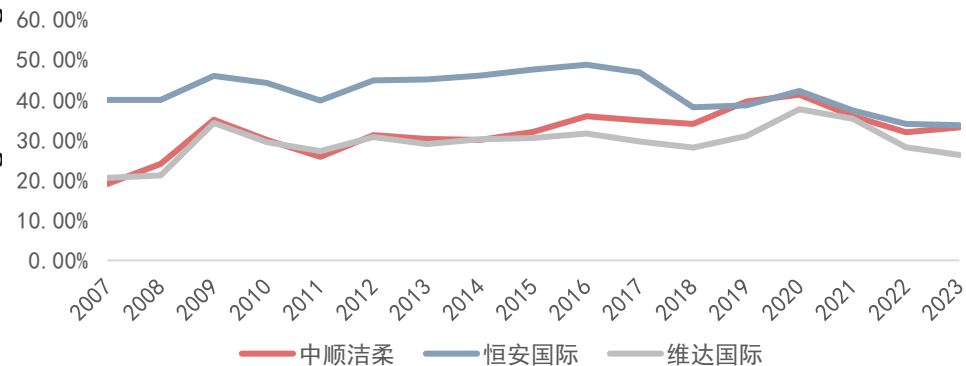


图32：龙头企业毛销差对比

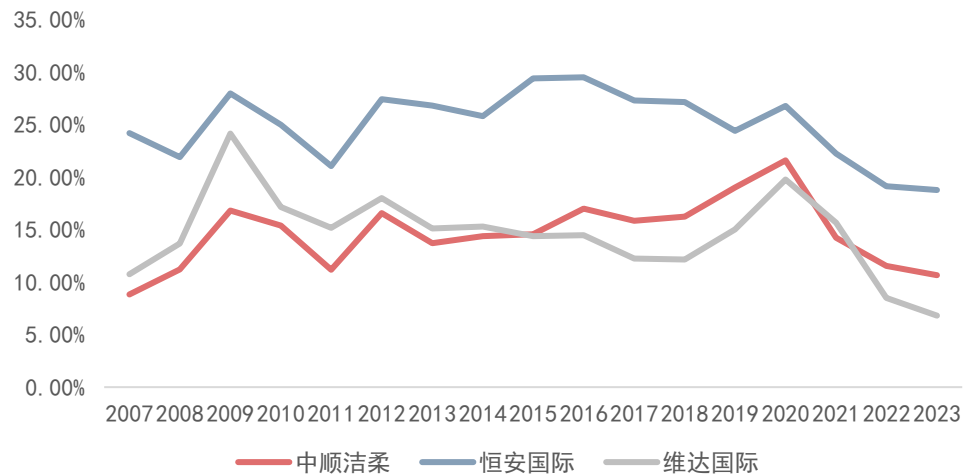
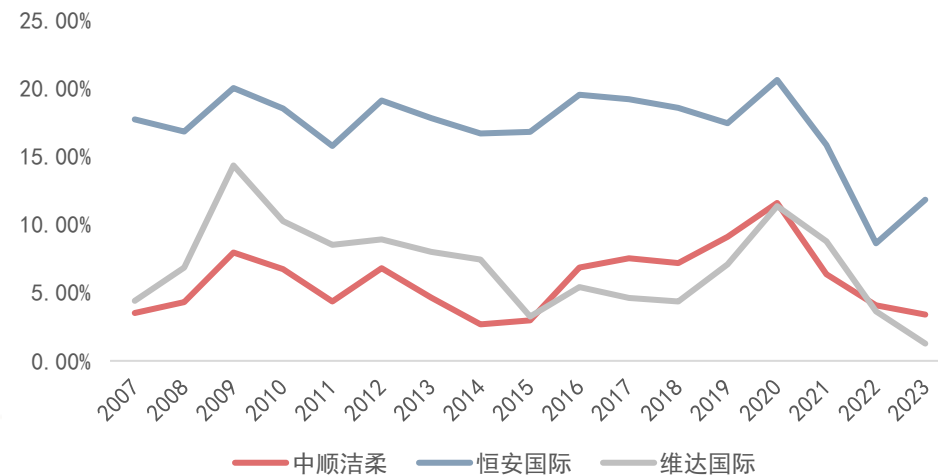


图33：龙头企业净利率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 头部企业对比——业务端

- **业务对比：**恒安、维达、洁柔业务均覆盖生活用纸、卫生巾、纸尿裤等业务，但是业务占比有所差异，业务结构的差异主要取决于各家发展阶段及公司战略选择。2023年恒安、维达、洁柔生活用纸业务收入占比分别为58%、83%、99%，个人护理及其他业务占比分别为42%、17%、1%。相较之下，恒安业务结构中业务结构相对均衡，洁柔则主要聚焦在生活用纸领域，维达业务结构则处于恒安及洁柔之间。

图35：恒安国际业务结构

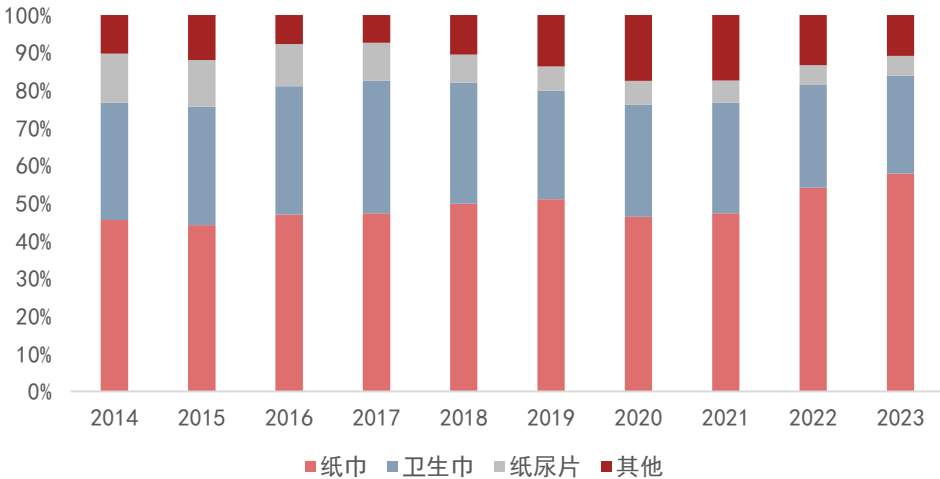


图34：中顺洁柔业务结构

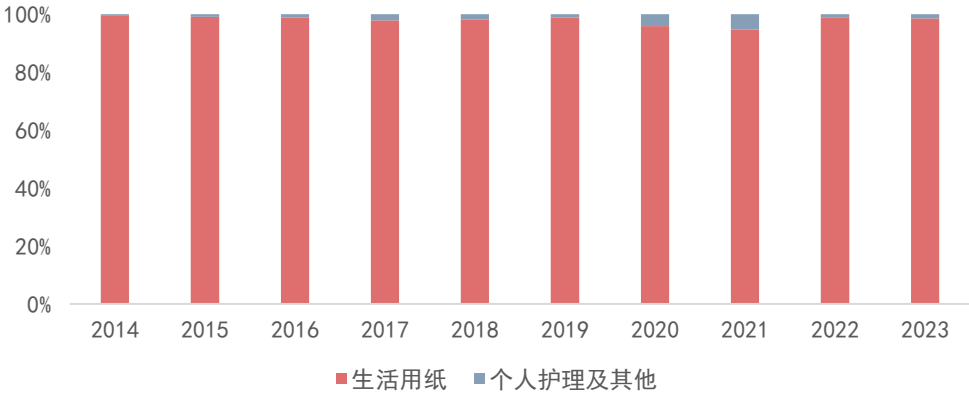
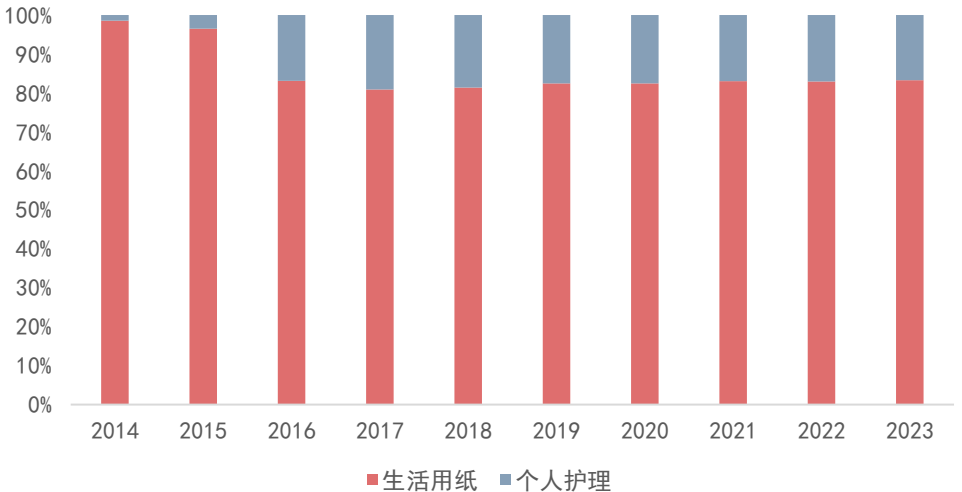


图36：维达国际业务结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 头部企业对比——渠道端

■ **业务对比：**头部公司渠道布局完善，均采用全渠道销售策略。

洁柔：2023年洁柔非传统渠道收入占比达55%，且非传统渠道毛利率高于传统渠道，非传统渠道的快速发展带来整体毛利率保持相对较好水平。

恒安、维达：电商及新零售渠道对收入贡献也在不断攀升，2023年恒安电商及新零售渠道收入占比达30%，维达电商渠道占比高达46%。

图38：恒安国际电商及新零售业务收入（亿元）

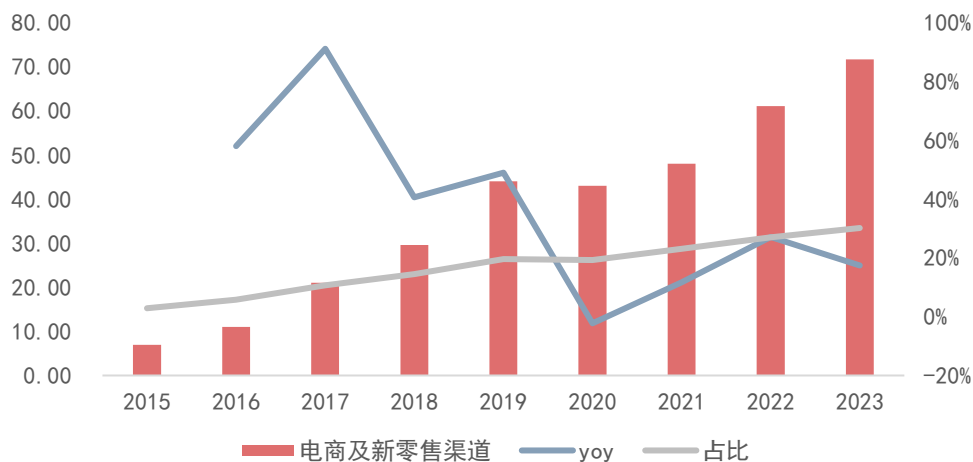


图37：中顺洁柔渠道结构

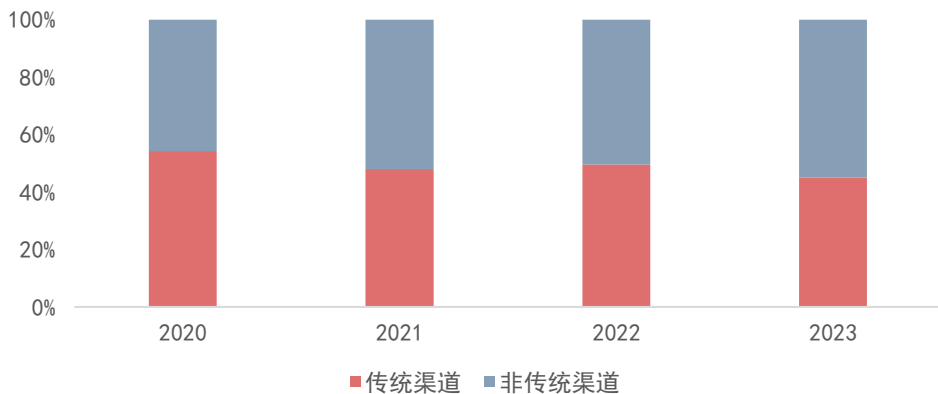
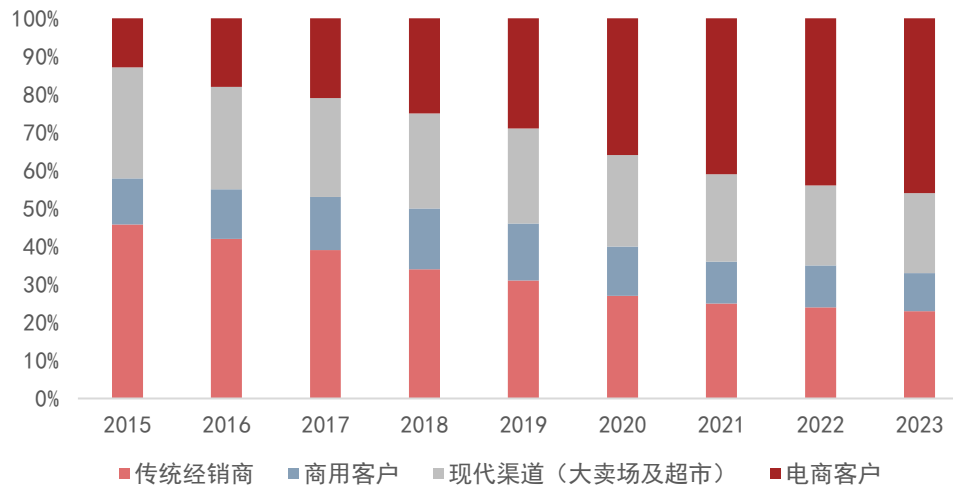


图39：维达国际渠道结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 头部企业对比——品牌战略端

- **品牌对比：**洁柔、恒安、维达生活用纸、个人护理业务均采用多品牌战略，不同品牌覆盖不同消费群体。从品牌个数看，恒安、维达由于业务布局相对广泛，品牌相对较多。
- **销售费用率对比：**2023年洁柔、恒安、维达销售费用率分别为22.51%、14.95%、19.45%，恒安销售费用率低于同行。

图41：销售费用率对比

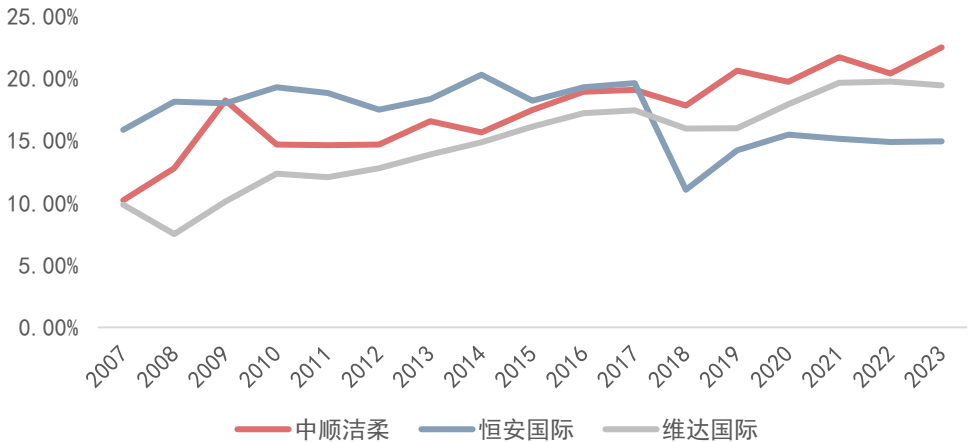


图40：多品牌战略

公司	业务	品牌
中顺洁柔	生活用纸	洁柔 太阳
	个人护理	朵蕾蜜 洁柔
恒安国际	纸巾	心相印 品诺 竹π
		七度空间
		安尔乐
	卫生巾	安儿乐
		奇莫
	纸尿裤	安而康
		安而康
		安而康
维达国际	纸巾	维达 得宝 多康
		Libresse薇尔
		添宁
	女性护理	包大人
		Drypers
	成人失禁护理	丽贝尔Libero
		丽贝尔Libero
		丽贝尔Libero
金红叶	纸巾	清风 唯洁雅 真真

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

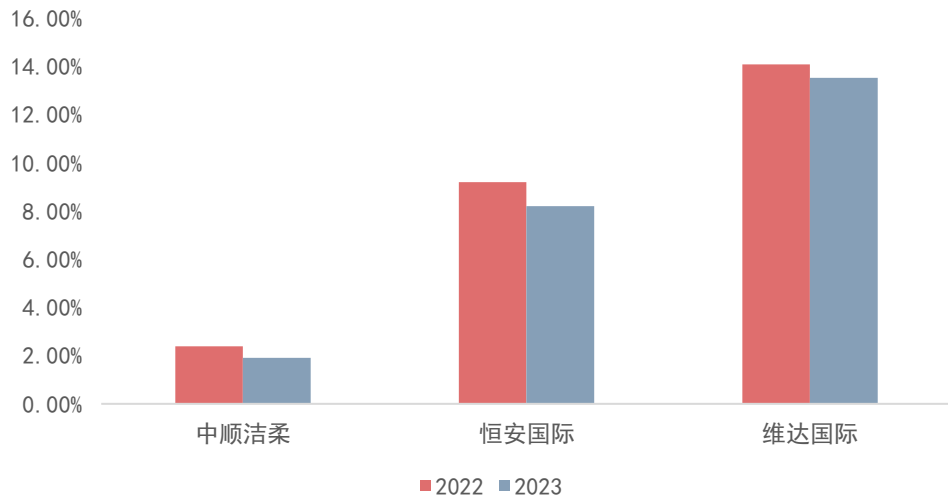
3.4 头部企业对比——海外端

- **龙头企业陆续收并购，加速出海。**头部企业近几年纷纷收并购海外公司，加速海外市场拓展，其中，维达于2016年收购爱生雅东南亚、中国台湾及韩国业务，并于2022年东南亚区域总部正式投入运营，设有首个海外创新及研发中心，精准对接当地消费市场，海外收入比重高于其他公司，2023年维达海外收入占比13.5%，其中东南亚市场纸巾业务同比+24.4%，表现靓丽；恒安于2017年收购马来西亚皇城集团，加快海外市场拓展，并于2018年收购声科集团（食物保鲜膜及胶袋制造），加大家居用品业务在欧洲、澳洲、北美以及亚洲市场的拓展，23年国际业务收入约19.51亿元，占集团整体销售比重8.2%。相较而言，洁柔战略中心主要在国内市场，海外布局相对较少，23年海外收入占比1.9%。

图42：维达国际东南亚新总部



图43：恒安、维达海外收入占比相对较高



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

四

原材料：木浆价格下调，新增产能或集中投产

4.1 漂阔浆外盘报价下调，漂针浆同比下行

木浆作为生活用纸主要原材料之一，其价格的波动对行业成本端影响较大。而木浆主要采取进口模式，自2006年起，我国进口木浆消费量占比基本在60%以上，对外依存度较高。

■ **木浆价格：**年初以来，木浆外盘报价、现货市场价均呈现先扬后抑趋势，价格区域整体高位运行。以银星漂针浆、明星漂阔浆为例，截至2024年7月底，CFR到岸价分别为750美元/吨、650美元/吨，较年初分别下行了15美元/吨，0美元/吨。其中，7月底漂阔浆报价下调90美元/吨，漂阔浆报价有所松动。

图44：外盘针叶浆、阔叶浆报价（美元/吨）

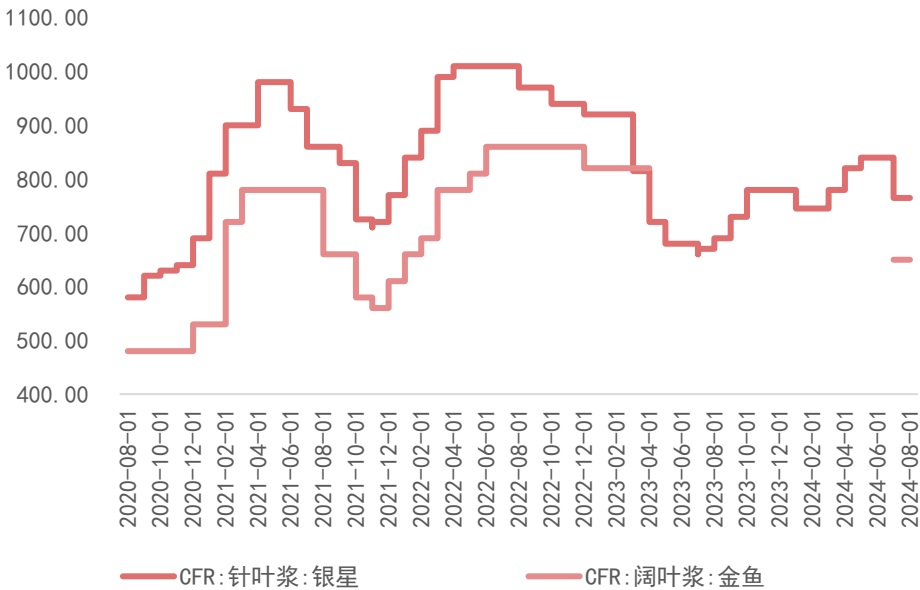
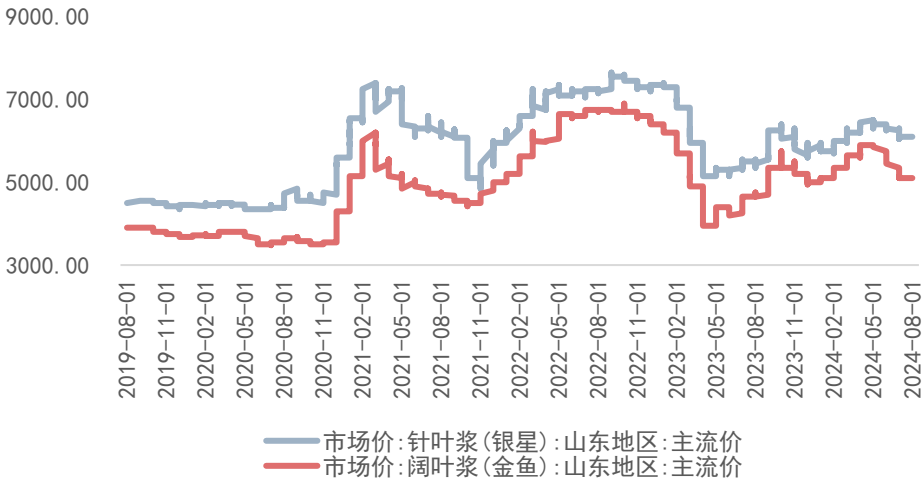


图45：内盘针叶浆、阔叶浆报价（元/吨）



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

资料来源：同花顺，中邮证券研究所

4.2 纸浆进口量下滑，木浆库存保持高位

- **木浆需求：**上半年受终端消费需求影响，国内纸厂纷纷进行现有产能检修，且放缓新增产能爬坡节奏，叠加木浆价格的上行，国内对木浆进口量逐步降低，据海关总署，除去2023年12月，纸浆进口金额自2023年7月起单月均呈现同比下滑。今年上半年我国纸浆进口金额达114亿美元，同比-12.4%，国内纸厂对纸浆的进口量延续下滑态势。
- **木浆库存：**相应的，虽然纸浆需求端相对较弱，但随着木浆进口金额的下降，部分木浆港口库存略有下滑，但整体库存水位仍处于高位，以青岛港、常熟港为例，截至7月底，纸浆库存分别达109.9、48.7万吨，较年初分别-10.2、+8.6万吨。

图46：纸浆进口额逐月下滑

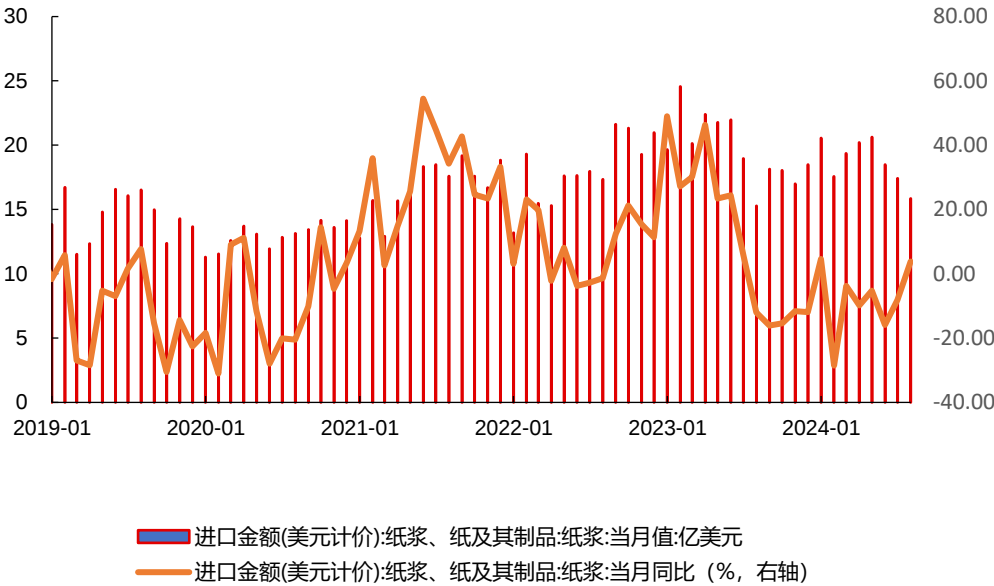
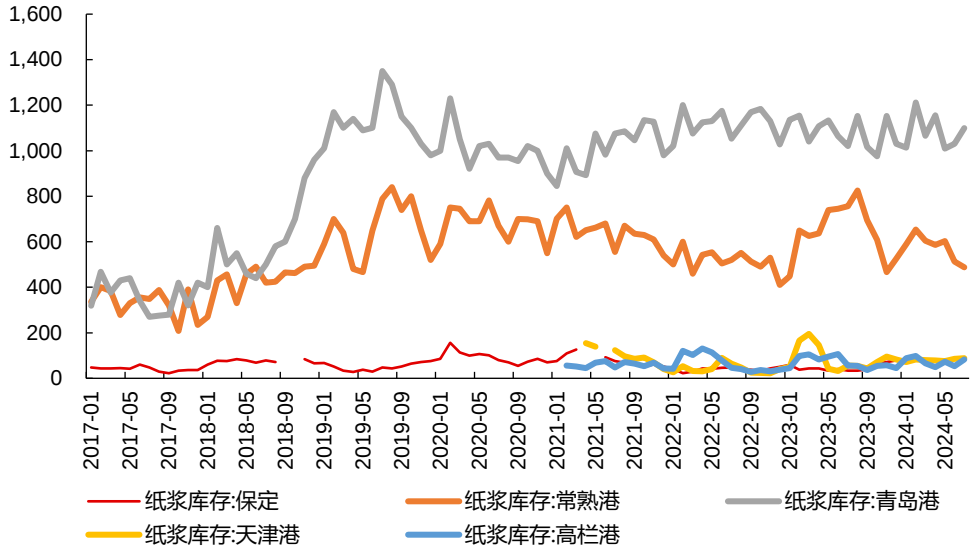


图47：纸浆港口库存仍高位（千吨）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

资料来源：同花顺，中邮证券研究所

4.3 新增产能下半年集中投产，供应面宽裕

- **木浆供给端：**2023年我国进口木浆占总消耗量比重约54%，对外依存度较高，而且木浆主要供给端主要集中于海外欧美等市场，且供给端相对稳定，因此，海外木浆厂对木浆供给端的收紧对木浆价格有较大影响。今年以来海外木浆市场供给端突发消息不断带来短期供给端收紧，叠加美元走强，国内造纸厂生产成本持续高位。从下半年看，木浆产能进入集中投产期，据卓创资讯统计，下半年国内外木浆行业计划新增产在1216万吨左右，供给端紧张局面有望打破。中长期看，据Fastmarkets RISI，未来3年全球阔叶浆、针叶浆等新增产能规模较大，供应面持续充裕。

图48：全球木浆新增产能投产计划表

公司	种类	国家	产能 (万吨)	预计投产时间	备注
联盛纸业	阔叶浆	中国	166	2024年6月	
Suzano	阔叶浆	巴西	255	2024年7月	
玖龙	阔叶浆、化机浆		20	2024年9月	白卡纸新产能配套阔叶浆、化机浆
Paracel	阔叶浆	巴拉圭	180	2027年	
Arauco	阔叶浆	巴西	250	2028年	
CMPC	阔叶浆	巴西	250	2029年	
Eldorado	阔叶浆	巴西	260		

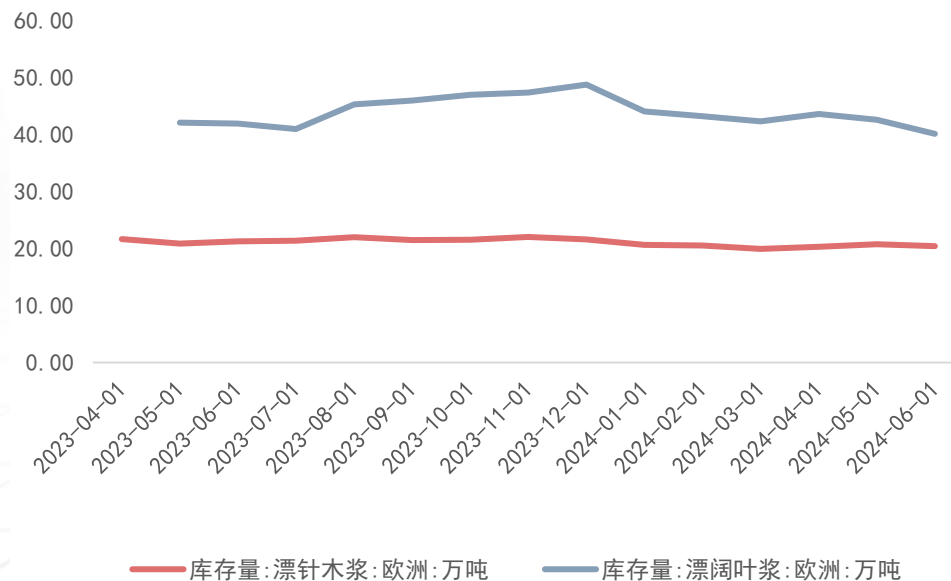
资料来源：卓创资讯，纸业联讯，Fastmarkets RISI，中邮证券研究所

4.4 木浆中长期需求平稳，欧洲港口木浆库存低位

■ 木浆需求端：

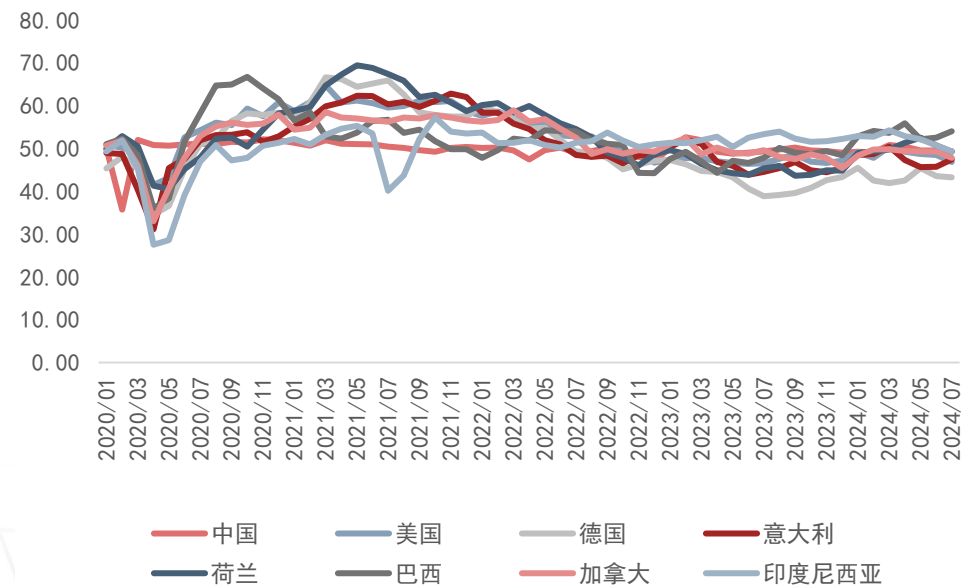
- 从木浆主要进口国经济来看，国内加大内销消费，以旧换新等政策刺激，经济端或将稳步向上；德国制造业PMI自5月同比向上，经济边际改善。且欧洲港口木浆库存低位，对木浆需求或有所提升。
- 从木浆主要出口国经济来看，巴西经济走强，而加拿大、印度尼西亚则经济平淡。

图49：欧洲港口木浆库存



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

图50：全球制造业PMI

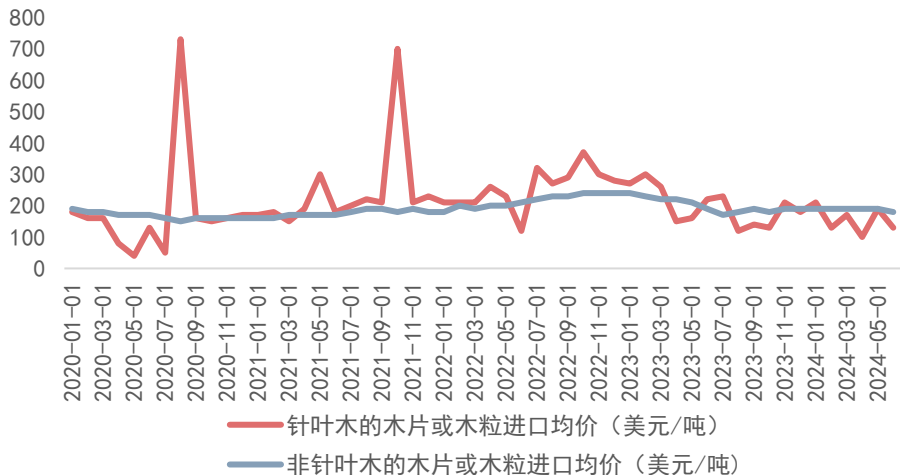


资料来源：同花顺，中邮证券研究所

4.5 木片价格走低，进口量持续向上

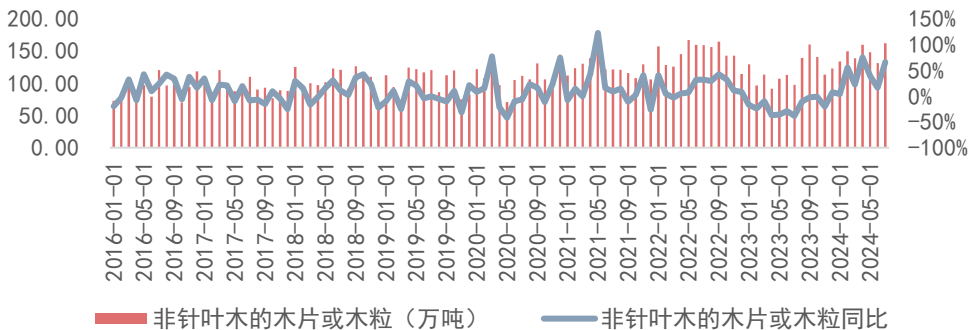
- **成本端：**随着国内自用浆产能投产对进口木片需求的增加，进口非针叶木片量持续走高，一定程度上支撑非针叶木片价格。目前来看，木片进口价格同比有所下降，国产木浆成本端相对而言压力不大。从中长期看，由于亚洲自用浆产能投资增长迅速，对木片进口量需求或将有所增加，对木片中长期价格或形成一定支撑。
- 我们认为下半年木浆价格将有所回落，但空间相对有限，对于生活用纸企业而言，成本端压力将逐渐缓解。

图52：进口木片价格



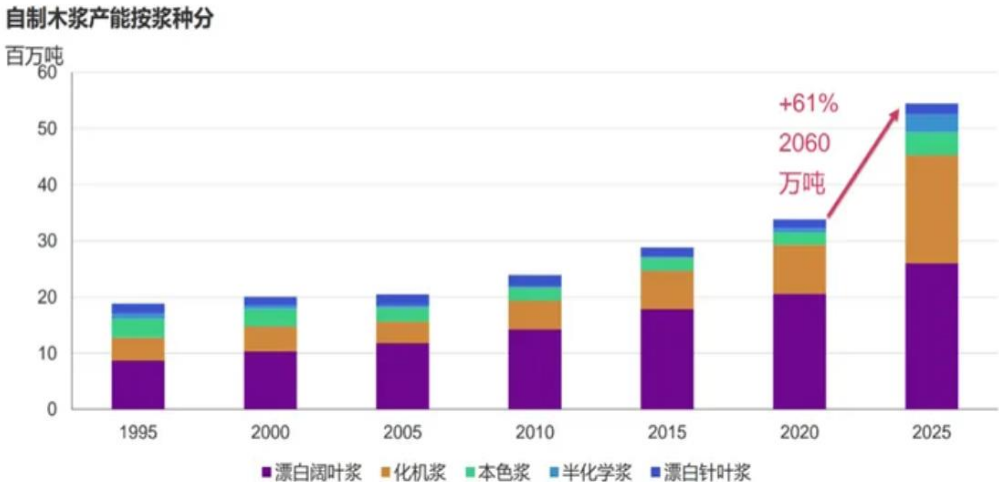
资料来源：海关总署，同花顺，中邮证券研究所

图51：非针叶木进口量持续向上



资料来源：海关总署，同花顺，中邮证券研究所

图53：亚洲自用浆产能投资增长迅速

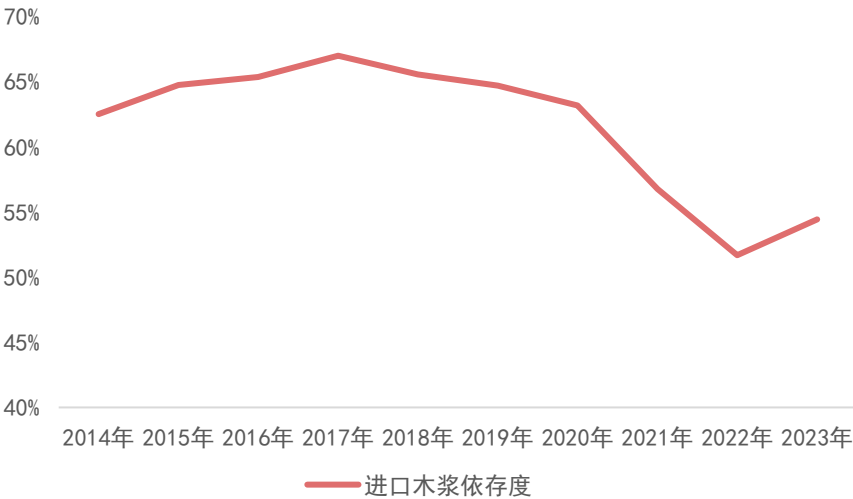


资料来源：Fastmarkets RISI，中邮证券研究所

4.6 对外依存度高，汇率波动影响采购成本

■ **人民币或将升值，成本压力进一步缓解：**木浆对外依存度高，因此，汇率的波动对国内造纸公司木浆采购成本有所影响。今年以来，美元兑人民币中间价保持在7.05-7.15区间，波动相对平稳；从幅度看，截至8月5日，美元兑人民币中间价为7.13，较年初+0.8%，美元兑人民币小幅升值。随着美国降息时点的接近，我们预计美元兑人民币或有一定幅度的贬值，对于造纸企业而言，成本端压力有望进一步缓解。

图54：木浆对外依存度高



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

图55：美元兑人民币中间价平稳波动

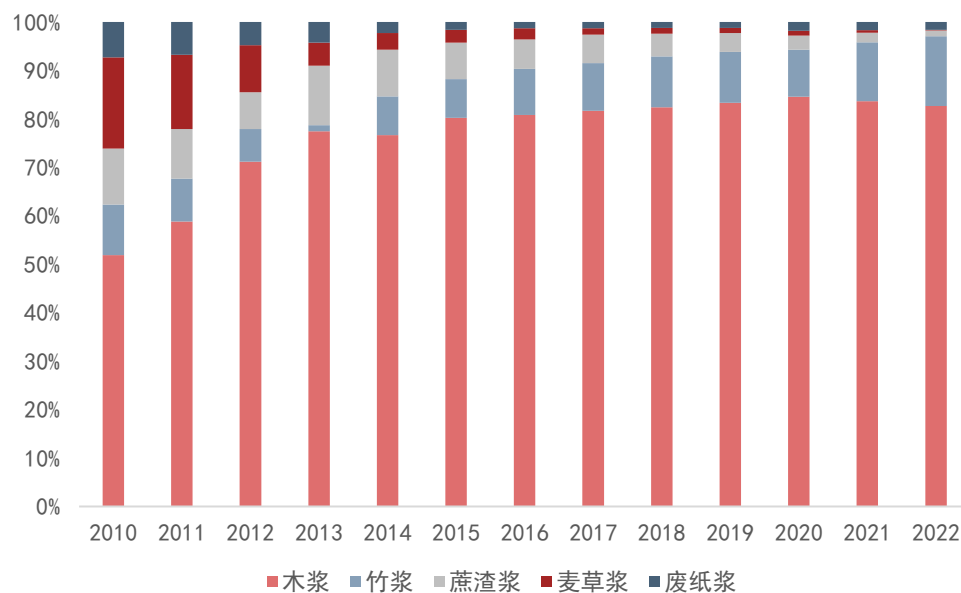


资料来源：同花顺，中邮证券研究所

4.7 木浆仍是主要纤维原料，其他纤维原料占比略有提升

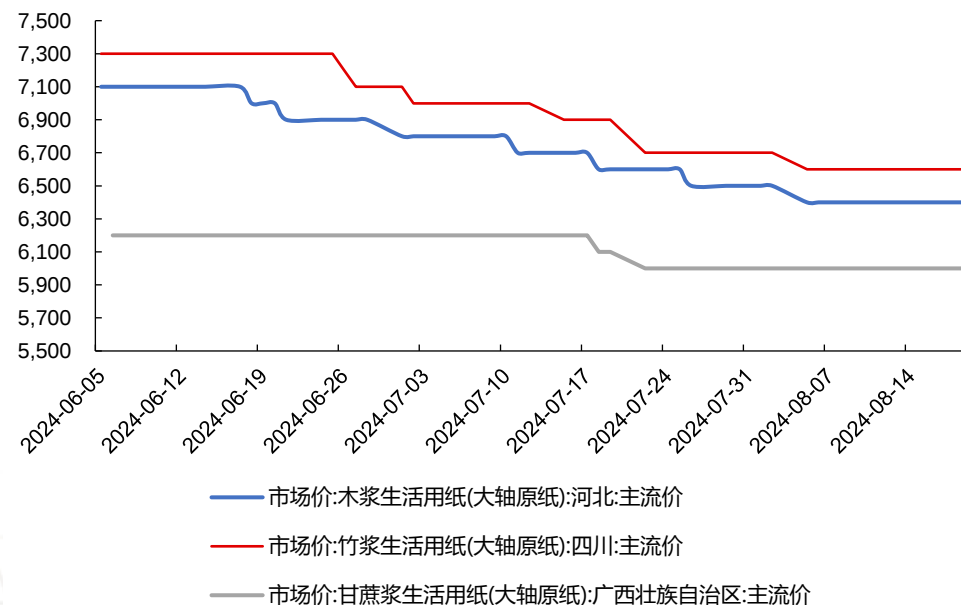
- **木浆仍是主要纤维原料，其他纤维原料占比略有提升：**木浆仍是生活用纸行业主要纤维原料，且生活用纸行业使用木浆原料比例高于造纸行业平均水平，但由于木浆价格的变化，国内生活用纸行业也逐步加大对竹浆原料的使用，据中国造纸协会，2022年木浆、竹浆占行业总纤维原料比重分别为82.42%、14.30%，同比分别-0.89pct、+2.20pct。从业内公司方面，不断降低木浆原材料价格波动的影响，如恒安通过收购芬兰芬浆项目，以及泰盛使用竹浆等纤维，或有助于降低木浆价格带来的影响。

图56：生活用纸纤维原料结构占比



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研究所

图57：不同生活用纸价格变化（元/吨）



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

五

投资建议

短期积极因素不断累积：我们认为，生活用纸行业目前短期主要的痛点在于由于上游木浆价格高位带来的成本端压力、以及行业新增产能增加导致行业竞争加剧，短期存在压力，但往后看，积极因素逐步累积，包括木浆价格的下调、人民币汇率的波动以及新增产能投产延期或取消等。另外，我们也注意到，行业领先企业通过产品结构优化、全渠道布局以及拓展品类和海外市场等多维度带来收入、利润表现优于行业，且中小企业尤其是主要提供原纸标准品企业逐步退出市场，行业或将加速集中。

中长期行业需求稳步发展：生活用纸作为日常消费易耗品，消费需求相对刚性，相较美国、日本，我国年人均消费量仍有较大提升空间。细分来看，生活用纸产品呈现细分化、多样化发展趋势，高客单值且产品差异化产品逐步被消费者接受，此外，应用场景也在逐步扩大，家外市场、出口市场对生活用纸需求的增长也进一步驱动行业稳步发展。

建议关注生活用纸行业领先企业：**中顺洁柔、恒安国际。**

图58：生活用纸行业企业盈利预测与估值

公司代码	公司简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
002511.SZ	中顺洁柔	7.16	93.16	0.25	0.34	0.40	28.64	21.06	17.90
1044.HK	恒安国际	25.55	296.92	2.41	2.72	2.91	10.60	9.39	8.78

资料来源：同花顺，中邮证券研究所 注：恒安国际收盘价、总市值单位为港元，数据日期为2024年8月19日。中顺洁柔、恒安国际EPS24、25年均为公司预测值



风险提示

- **木浆价格下行低于预期风险：**我国木浆以进口为主，若海外木浆产能释放节奏以及其他供给扰动事件发生，导致木浆价格下行低于预期，对于国内纸厂而言，成本端将继续承压，盈利水平恢复将受影响。
- **下游需求不及预期风险：**生活用纸产品属于日用品，消费相对刚性，若受下游需求不及预期，行业上市公司或增长受限。
- **行业出清速度不及预期：**行业参与者众多，白牌成本竞争较为激烈，若行业出清速度不及预期，价格竞争或将延续，导致行业整体盈利水平恢复不及预期。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES