



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中顺洁柔	002511.SZ	14.98	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年08月13日当地货币收市价为标准

卫生巾行业处升级期，新兴品牌存机遇

卫生巾行业专题报告

我国卫生巾行业正处于升级期，量价齐升助规模稳定扩张，行业格局远未稳定，第二梯队和新兴品牌对头部企业形成挤占之势，互联网普及与消费升级削弱渠道与品牌壁垒，主打品质化的新兴卫生巾品牌应运而生，表现各异。新进入者中的多品类跨界品牌具备渠道优势，其发展值得关注。

支撑评级的要点

- **量价齐升扩规模，长尾新品牌促升级。** 1) 2011-2017年我国卫生巾人均消费量 CAGR 为 7.5%，出厂均价 CAGR 为 2.0%，量价齐升助工厂销售额 CAGR 达 7.9%。据我们测算，量价双升趋势下，2022年我国卫生巾工厂销售额有望达 350 亿元，较 2017 年增长约 25%，CAGR 为 4.6%；2) 我国卫生巾行业 CR3 为 27.7%，远低于美国、日本的 76.7%、89.1%，市场格局尚在演变，目前正处升级期，远未到格局稳固期。2014 年后 CR3 平均每年提升 0.3%，远低于 08-14 年的 1.6%，而 Top4-Top10 在 2014 年后的合计份额平均每年提升 0.3%，远高于 08-14 年的 -0.1%，行业集中度呈现长尾分布趋势，第二梯队企业和高附加值新兴品牌对传统品牌形成挤占之势，成近年卫生巾市场一大变量。
- **互联网普及与消费升级趋势下，新兴品牌存发展空间。** 1) 互联网普及削弱渠道与品牌壁垒。 2014-2018 年，我国网购用户数占总人口比例提升 17.0% 至 43.7%，电商销售额占快消品城镇零售渠道份额提升 10.7% 至 16.7%，网络广告占总广告市场规模比例提升 19.6% 至 46.5%，商家进入门槛更低的电商成主流销售渠道，投放更精准高效、成本更低的网络营销覆盖范围扩大，削弱了渠道与品牌壁垒；2) 人均可支配收入增长推动消费升级，消费者愈发追求品质化、个性化，品牌与价格关注度降低； 3) 大量新兴卫生巾品牌应运而生，以互联网品牌、新进入的国外知名品牌为主，跨界品牌、传统卫生巾厂商新推品牌为辅。
- **国产新兴品牌倚重线上渠道，国外新兴品牌线下渠道占优。** 1) **渠道：**通过分析卫生巾品牌在淘宝、京东等主流电商平台，及沃尔玛、家乐福等主流商超的表现情况，发现国产新兴品牌线上渠道表现更佳，拥有资金优势与渠道拓展能力的国外新兴品牌在线下商超渠道铺设上占优；2) **营销：**国产新兴品牌更擅长利用低成本的多媒体账号进行品牌运营，国外新兴品牌相对缺乏线上运营，认知度较低。

投资建议

- 卫生巾行业仍保持较高增速，行业竞争格局尚未稳定，高毛利不断吸引新品牌进入，第二梯队呈追赶之势，新兴品牌也不断涌现。跨界品牌具备一定渠道基础与资金实力，有能力进行多品类运营与高强度营销，实现渠道与品牌共享，在新兴品牌中具明显优势，我们看好中顺洁柔扩充卫生巾品类后，整体渠道能力的提升，建议持续关注其卫生巾业务进展，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨；渠道拓展不达预期。

相关研究报告

《轻工行业 2019 年中报前瞻》20190717
《轻工行业 2019 年中期策略》20190630
《轻工制造行业 18 年报和 19 年一季报综述》
20190507

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510
zhiwei1.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

刘凯娜

(8621)20328284
kaina.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300118030026



目录

量价齐升扩规模，新兴品牌促升级.....	5
我国卫生巾行业进入升级期	5
量价齐升助市场稳步扩张.....	7
集中度提升趋缓，新兴品牌入局.....	9
互联网普及与消费升级利好新兴品牌发展	11
互联网普及削弱渠道壁垒.....	11
消费升级孕育个性化与品质化需求	13
新兴卫生巾品牌应运而生.....	14
国产新兴品牌重线上渠道与多媒体营销，国外新兴品牌重线下渠道 ...	18
渠道：国产新兴品牌线上销售更佳，国外新兴品牌线下铺设更广	18
品牌营销：国产品牌主攻多媒体营销，国外品牌缺乏线上品牌运营	20
主要国内企业分析	22
风险提示.....	26



图表目录

图表 1.我国女性早期使用的月事带	5
图表 2.我国卫生巾行业发展历程.....	5
图表 3.国产卫生巾进行产品升级.....	6
图表 4.我国功能性卫生巾异军突起	6
图表 5.我国互联网卫生巾品牌追求高产品附加值	6
图表 6. 市场部分卫生巾品牌一览.....	7
图表 7. 2009-2017 年我国卫生巾出厂销售额	8
图表 8. 2009-2017 年我国卫生巾及护垫市场规模	8
图表 9. 2009-2017 年我国卫生巾平均出厂价	8
图表 10. 2011-2017 年我国卫生巾人均消费量	8
图表 11. 我国女性护理用品人均消费量持续攀升	8
图表 12. 2010-2018 年女性护理用品人均消费量 CAGR	8
图表 13.我国卫生巾市场规模（工厂端）测算	9
图表 14. 2018 年我国卫生巾市场头部品牌份额情况	9
图表 15. 2018 年美国卫生巾市场头部品牌份额情况	9
图表 16. 2008-2018 年卫生巾零售额 CR3 变化趋势	9
图表 17. 2008-2018 年卫生巾零售额 CR5 变化趋势	9
图表 18. 我国卫生巾零售端市场份额集中度变化趋势	10
图表 19. 全棉时代卫生巾营收同比增速明显领先.....	10
图表 20. 我国卫生巾产品分渠道零售额增速	11
图表 21. 我国卫生巾产品分渠道零售额占比	11
图表 22. 2018 年我国网购用户数占网民比重为 73.6%.....	11
图表 23. 我国实物商品网上零售额占比持续增长.....	11
图表 24. 我国快速消费品城镇零售渠道销售额占比	12
图表 25. 我国快速消费品城镇零售渠道销售额同比增速.....	12
图表 26.我国各省市女性健康消费线上发展水平.....	12
图表 27. 2010-2018 年我国网络广告市场规模高速增长.....	13
图表 28. 2018 年我国网络广告市场规模占比达 46.5%.....	13
图表 29. 我国城镇居民人均可支配收入持续较高速增长.....	13
图表 30. 2018 年中国中产女性消费时最关注的因素	13
图表 31. 我国女性生理健康线上消费增速领先整体板块.....	14
图表 32. 我国女性购买线上生理健康相关品类消费占比.....	14
图表 33.我国卫生巾行业新兴品牌分类	14



图表 34.2014-2016 年卫生巾百度指数处于高峰.....	15
图表 35.部分互联网卫生巾品牌融资情况.....	15
图表 36.互联网卫生巾品牌产品特征	16
图表 37.我国互联网卫生巾品牌追求高产品附加值	16
图表 38.互联网卫生巾品牌定价普遍高于传统品牌	17
图表 39.互联网卫生巾品牌 SKU 少于传统品牌.....	17
图表 40.互联网卫生巾品牌营销情况	17
图表 41.主流电商平台月销量 TOP20 卫生巾品牌一览.....	18
图表 42.超市卫生巾品牌一览.....	19
图表 43.超市卫生巾产品货架.....	19
图表 44.卫生巾品牌淘宝旗舰店表现	20
图表 45.卫生巾品牌微信公众号表现	21
图表 46.卫生巾品牌新浪官方微博表现.....	21
图表 47.我国卫生巾企业市场份额变化趋势	22
图表 48.2015-2018 年公司卫生巾业务营收及同比增速.....	22
图表 49.2015-2018 年卫生巾业务营收占比	22
图表 50.2015-2018 年卫生巾业务毛利率.....	22
图表 51.2015-2018 年我国卫生巾厂商毛利率趋势	23
图表 52.2015-2018 年我国卫生巾厂商净利率趋势	23
图表 53.三大生活用纸龙头企业已有产品一览.....	23
图表 54.2018 年我国生活用纸与卫生巾零售额渠道分布.....	24
图表 55.我国生活用纸与卫生巾零售额渠道分布高度重合	24
附录图表 56.报告中提及上市公司估值表.....	27

量价齐升扩规模，新兴品牌促升级

卫生巾诞生于约 100 年前，正式进入我国市场不足 40 年，已经历了产品导入期、成长期、整合期，目前正处于升级期，高附加值新兴品牌对传统品牌形成挤占之势。

2011-2017 年我国卫生巾人均消费量 CAGR 为 7.5%，出厂均价 CAGR 为 2.0%，量价齐升助工厂销售额 CAGR 达 7.9%，未来将继续驱动市场规模增长。据我们测算，2022 年我国卫生巾市场规模（出厂价）有望达 350 亿元，较 2017 年增长约 25%，CAGR 为 4.6%。与此同时，我国行业集中度远低于美国市场，2014 年进入行业升级期后集中度提升速度更加趋缓，市场格局加速演变，新兴品牌入局成为行业一大变量。

我国卫生巾行业进入升级期

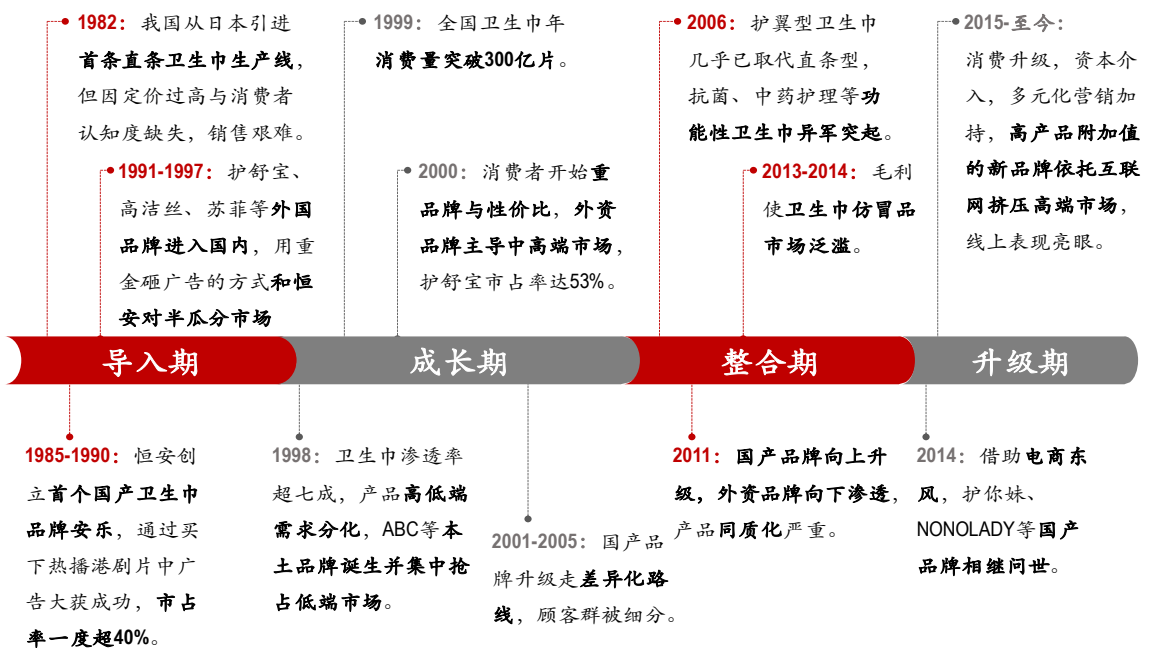
1920 年，金佰利即在美国推出高洁丝卫生巾。1980s，卫生巾在欧美国家已尤为普及，但在中国仍是新奇事物，当时国内女性仍在使用月事带。月事带由布条制成，中间垫上卫生纸或草木灰，清洗后可循环使用，但若使用不当，易造成经期或产后感染。

图表 1.我国女性早期使用的月事带



资料来源：百度图片，中银国际证券

图表 2.我国卫生巾行业发展历程



资料来源：百度新闻，中银国际证券



1982年，我国从日本引进第一条卫生巾生产线，但因售价是月事带的数倍而滞销。虽然之后通过广告和宣传册教育等方式使其一度销售火爆，但从月事带到卫生巾的跨度太大，消费理念一时难以转化，市场很快归于沉寂。1985年，恒安创立首个国内卫生巾品牌安乐，并通过电视广告宣传大获成功，市占率一度超40%。1991年，市场已完成初级消费者教育，护舒宝、高洁丝、苏菲等国外品牌纷纷进入，与恒安对半瓜分我国卫生巾市场，一起走过市场导入期。

1998年，我国卫生巾渗透率超七成，本土品牌如雨后春笋般出现，集中抢占低端市场，海外品牌牢牢占据高端市场，产品呈高低端分化局面。1999年，我国卫生巾品牌消费量突破300亿片，9年间翻了14倍。进入千禧年后，消费者开始重品牌与性价比，占据中高端市场的外资品牌受益，国产品牌开始进行产品升级，走差异化路线，如恒安推出包装鲜艳亮眼，定位时尚少女的“七度空间”品牌，价格较“安尔乐”翻倍，避开电视广告红海，在网络、平面媒体、QQ等多渠道进行广告推广，一炮而红。市场完成初步顾客细分，渡过成长期。

图表 3. 国产卫生巾进行产品升级



资料来源：百度图片，中银国际证券

经过几轮广告与价格大战，众多中小品牌惨遭淘汰，生产企业由2000多家缩减为300多家，剩余品牌竞争愈发激烈。2006年，价格战进行到极致后，抗菌、中药护理、KMS清爽因子等功能性卫生巾异军突起，消费者对产品追求更进一步。2011年起，原两极分化市场逐渐渗透重叠，中端受众占大头，于是外资品牌开始向下渗透，国产品牌向上升级，产品同质化严重，市场迎来整合期。

图表 4. 我国功能性卫生巾异军突起



资料来源：百度图片，中银国际证券

2014年，伴随互联网普及，电商成为主流渠道，诸多互联网品牌卫生巾相继问世，尤其是消费升级趋势明显后，高产品附加值的新品牌借助资本支持，依托互联网进行多元化品牌营销，对高端市场形成挤占之势，线上表现亮眼。传统渠道已较为稳定的卫生巾市场迎来新的活力，进入升级期。

图表 5. 我国互联网卫生巾品牌追求高产品附加值



资料来源：百度图片，中银国际证券

目前，我国卫生巾行业主流品牌如下表所示：

图表 6. 市场部分卫生巾品牌一览

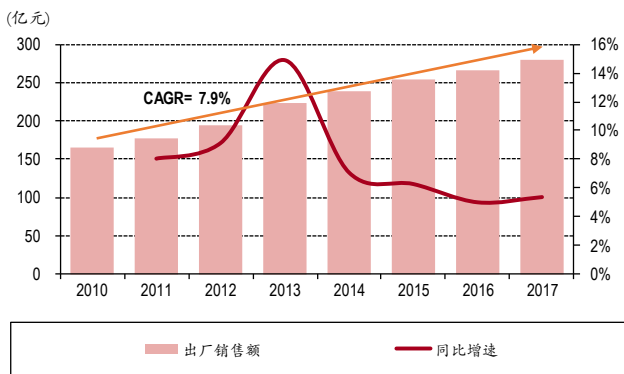
企业	品牌	日用		夜用		图示
		型号 (mm)	价格 (元/片)	型号 (mm)	价格 (元/片)	
传统品牌						
金佰利	高洁丝	190-240	0.75-2.00	280-420	1.25-3.12	
尤妮佳	苏菲	175-260	0.70-2.41	290-420	1.33-4.58	
宝洁	护舒宝	240-270	0.83-2.96	280-400	0.67-5.21	
花王	乐而雅	170-250	0.61-2.67	300-400	0.98-6.86	
恒安	七度空间	180-245	0.68-1.68	275-425	0.87-2.40	
	Free	190-240	0.50-0.98	285-420	1.18-2.22	
景兴	ABC	190-260	0.94-1.37	280-420	1.09-2.66	
重庆百亚	自由点	190-240	0.8-3.56	280-430	1.61-5.27	
新兴品牌						
维达	轻曲线	240-284	2.23-4.88	320-420	3.64-5.00	
	薇尔	190-290	0.61-0.85	290-410	0.91-1.83	
朵朵云	植护	190-240	0.6-1.26	360-420	1.26-1.51	
和祥	棉密码	180-290	1.11-2.25	360-420	2.5-4.5	
中顺洁柔	朵蕾蜜	180	0.92	420	2.73	
全棉时代	奈丝公主	240-245	1.79-3.99	330-417	2.48-2.97	
八零赞	轻生活	240	2.1	320-420	2.16-4.7	

资料来源：天猫，中银国际证券

量价齐升助市场稳步扩张

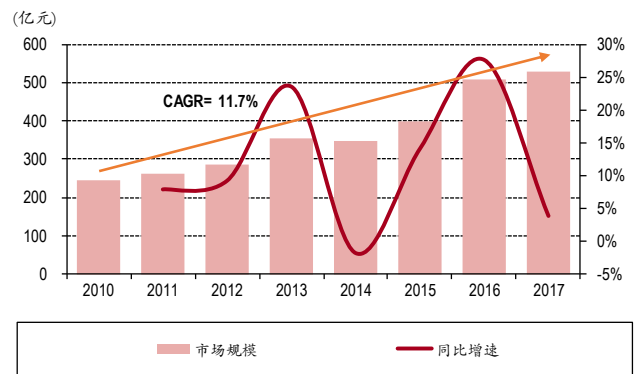
中国生活用纸年鉴数据显示，2017年我国卫生巾出厂销售额同比增长5.3%至280亿元，卫生巾及护垫市场规模同比增长3.9%至527亿元，2010-2017年，两者CAGR分别为7.9%、11.7%，整体增速较高。

图表 7. 2009-2017 年我国卫生巾出厂销售额



资料来源：中国生活用纸年鉴，中银国际证券

图表 8. 2009-2017 年我国卫生巾及护垫市场规模

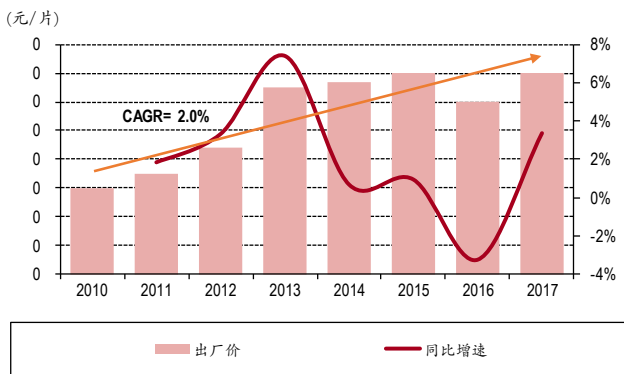


资料来源：中国生活用纸年鉴，中银国际证券

2010-2017 年，我国卫生巾平均出厂价由 0.27 元/片增长至 0.31 元/片，CAGR 为 2.0%，2017 年增速恢复正增长至 3.4%，整体均价呈缓慢上升趋势，覆盖了通货膨胀的影响，保持了消费升级的态势。

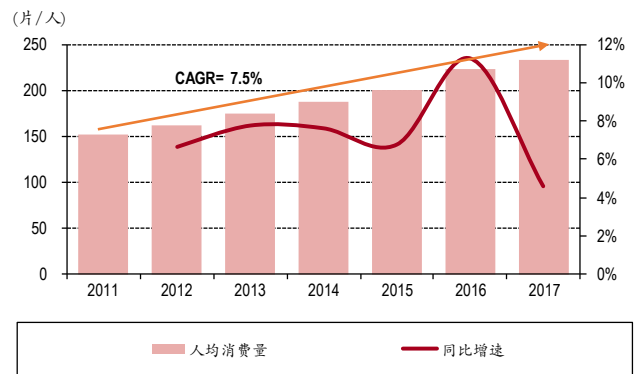
2011-2017 年，我国卫生巾人均消费量由 152 片/年增长至 233 片/年，CAGR 为 7.5%，高于均价增速，可见消费频次增加对卫生巾市场扩容驱动力更大。

图表 9. 2009-2017 年我国卫生巾平均出厂价



资料来源：中国生活用纸年鉴，中银国际证券

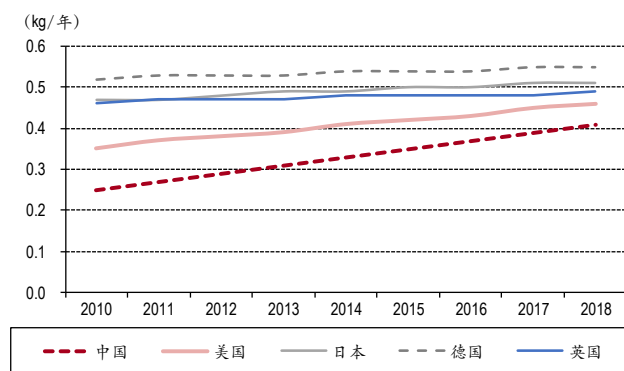
图表 10. 2011-2017 年我国卫生巾人均消费量



资料来源：中国生活用纸年鉴，中银国际证券

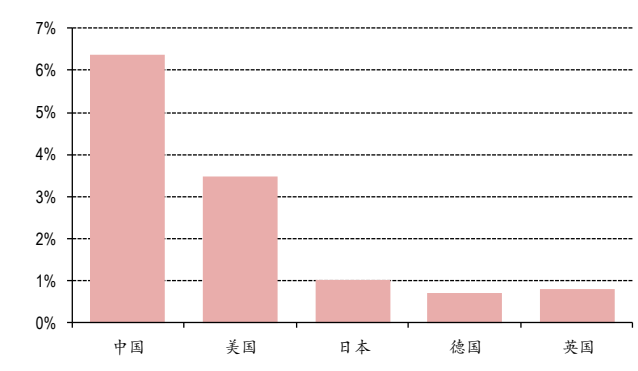
我国卫生巾市场人均消费频次仍有多大提升空间呢？据 Statista 数据显示，2018 年我国女性护理用品人均消费量为 0.41kg/年，低于德国、日本、英国、美国的 0.55 kg/年、0.51 kg/年、0.49 kg/年、0.46kg/年，但 2010-2018 年我国女性护理用品人均消费量 CAGR 为 6.4%，处领先水平。若向德国或美国看齐，我国卫生巾消费频次仍有 12%-34% 的提升空间。

图表 11. 我国女性护理用品人均消费量持续攀升



资料来源：Statista，中银国际证券

图表 12. 2010-2018 年女性护理用品人均消费量 CAGR



资料来源：Statista，中银国际证券

以下表红色数据为假设条件，我们对卫生巾（不含护垫等其他品类）工厂端销售额进行测算，结果显示其销售额 2022 年将达 350 亿元，较 2017 年增长约 25%，CAGR 为 4.6%，增速较为稳定。

图表 13. 我国卫生巾市场规模（工厂端）测算

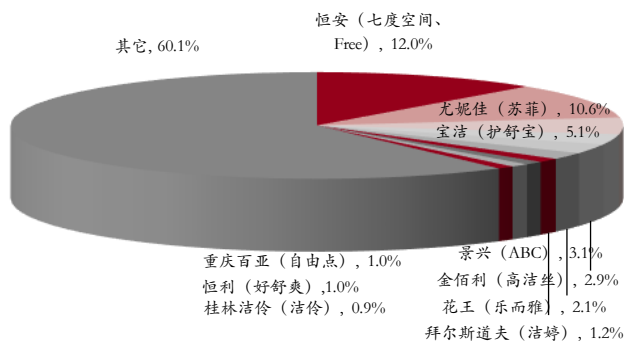
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
15-49 岁女性人数 (万人)	36,276	35,757	35,294	35,018	34,178	33,563	33,110	32,509
YoY		-1.4%	-1.3%	-0.8%	-2.4%	-1.8%	-1.4%	-1.8%
人均消费量 (片/年)	200	223	233	244	254	265	274	282
YoY		11.3%	4.6%	4.5%	4.3%	4.0%	3.5%	3.0%
出厂均价 (元/片)	0.31	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34	0.34	0.35
YoY		-3.2%	3.4%	3.0%	2.8%	2.5%	2.3%	2.0%
工厂国内销售额 (亿元)	225	239	255	273	285	299	312	322
YoY		6.2%	6.7%	6.8%	4.6%	4.7%	4.4%	3.2%
国内销售额占比	89.0%	90.0%	91.2%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
工厂总销售额 (亿元)	253	266	280	297	310	325	339	350
YoY		5.0%	5.3%	5.9%	4.6%	4.7%	4.4%	3.2%

资料来源：国家统计局，中国生活用纸年鉴，中银国际证券（注：红色为假设数据，蓝色为推测数据）

集中度提升趋缓，新兴品牌入局

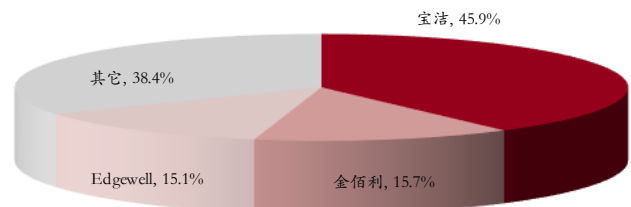
我国卫生巾行业集中度较低，品牌格局仍在演变。据欧睿国际数据显示，2018 年我国卫生巾市场中，恒安国际以 12.0% 的市场份额位列第一，其后是外资品牌尤妮佳（10.6%）、宝洁（5.1%），本土品牌景兴凭 ABC 排名第四（3.1%），金佰利以 2.9% 的份额紧随其后，日本品牌花王则以 2.1% 的份额位列第六。我国 CR3 为 27.7%，远低于美国、日本的 76.7%、89.1%，CR5 为 33.7%，亦低于日本的 98.2%，我国卫生巾市场格局远未进入稳定得难以撼动的阶段。

图表 14. 2018 年我国卫生巾市场头部品牌份额情况



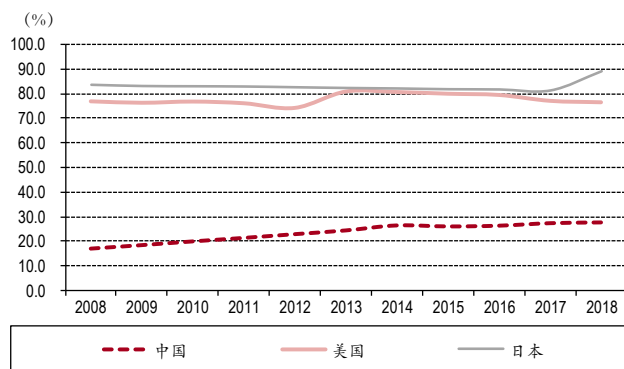
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 15. 2018 年美国卫生巾市场头部品牌份额情况



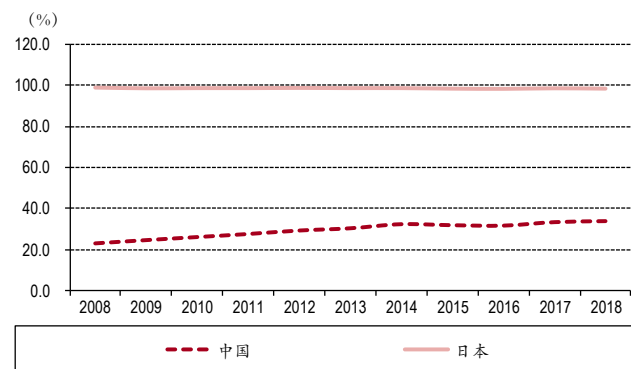
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 16. 2008-2018 年卫生巾零售额 CR3 变化趋势



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 17. 2008-2018 年卫生巾零售额 CR5 变化趋势



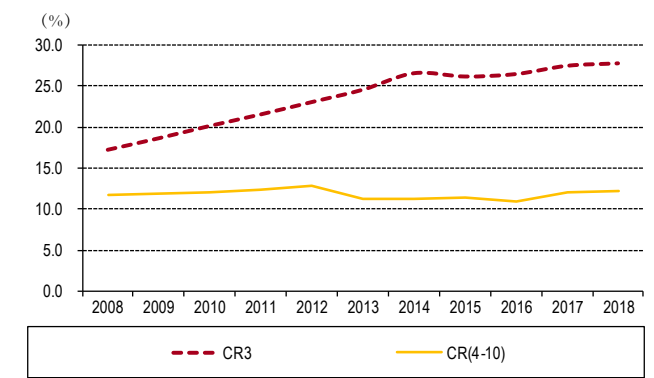
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

行业集中度提升趋缓，新兴品牌存机遇。据欧睿国际数据显示，2008-2014年，我国卫生巾零售额CR3提升9.3%，平均每年提升1.6%，2014-2018年，CR3仅提升1.2%，平均每年提升0.3%，速度大幅降低，但Top4-Top10的份额由2008-2014年间的每年下降0.1%变为2014-2018年的每年提升0.3%，速度不降反升，可见相对头部品牌，中部厂家增长更为明显。

而新兴品牌中，以2010年成立的全棉时代为例，在2015、2016年卫生巾业务营收保持80%以上同比增长，迅速达到1.4亿元，增速远高于传统品牌。可见行业格局未稳时，新兴品牌同样存在发展机遇。

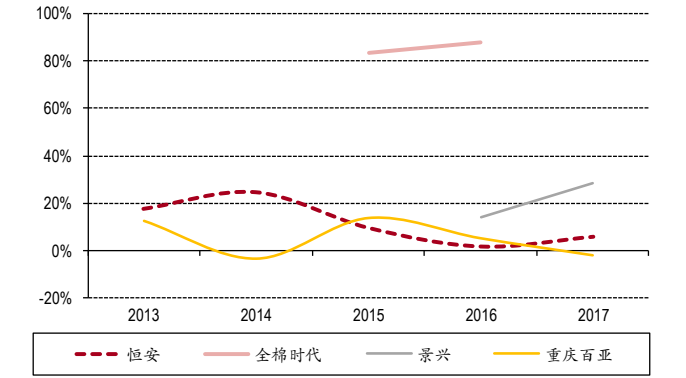
我们认为互联网渠道的崛起削弱了传统品牌的渠道壁垒，消费升级趋势对产品品质化、个性化要求的提升，给新兴品牌带来了市场空间和发展机遇。

图表 18. 我国卫生巾零售端市场份额集中度变化趋势



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 19. 全棉时代卫生巾营收同比增速明显领先



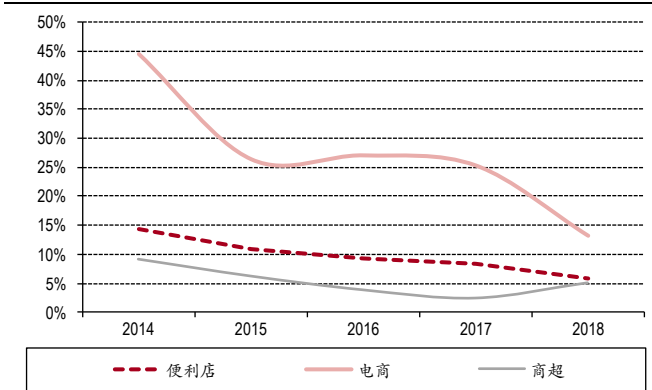
资料来源：中国生活用纸年鉴，万得，中银国际证券

互联网普及与消费升级利好新兴品牌发展

2018年，我国网民数为8.3亿人，占总人口的59.6%，较2008年提升37%，网购用户数占总人口数的43.7%，较2014年提升26.7%，我国互联网及网购普及度快速提升，一方面使商家进入门槛更低的电商成为销售主流渠道，削弱了渠道壁垒；另一方面扩大了网络营销影响力，使广告投放更精准高效，弱化了品牌壁垒。与此同时，人均可支配收入增长推动消费升级，消费者愈发追求品质化、个性化产品，品牌与价格关注度降低。两者相结合，卫生巾市场出现长尾分布趋势，大量新兴品牌应运而生，成为近年市场最大变量。

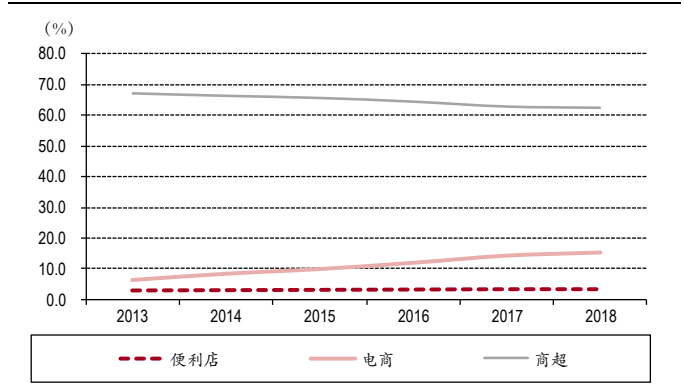
商超卖场与电商是我国卫生巾产品主要零售渠道。据欧睿国际数据显示，2013-2018年，我国卫生巾产品电商渠道零售额CAGR为26.8%，领跑所有零售渠道增速，零售额占比由6.5%提升至15.3%，成为仅次于商超卖场的第二大零售渠道。

图表 20. 我国卫生巾产品分渠道零售额增速



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 21. 我国卫生巾产品分渠道零售额占比



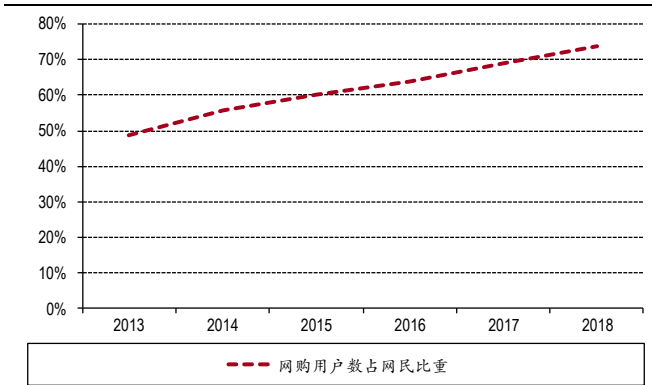
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

互联网普及削弱渠道壁垒

因卫生巾并无太大技术壁垒，产品同质化严重，行业护城河主要来自渠道与品牌。在互联网尚未普及的时代，消费者仅能通过线下店面购买产品，龙头企业凭借数量庞大、覆盖市场广的线下网点构筑了新进入厂商难以翻越的渠道城墙。另外，当时主要营销方式是成本较高的电视广告，若没有充裕资金支持，新品牌推广较为艰难，品牌成为龙头厂商另一主力护城河。

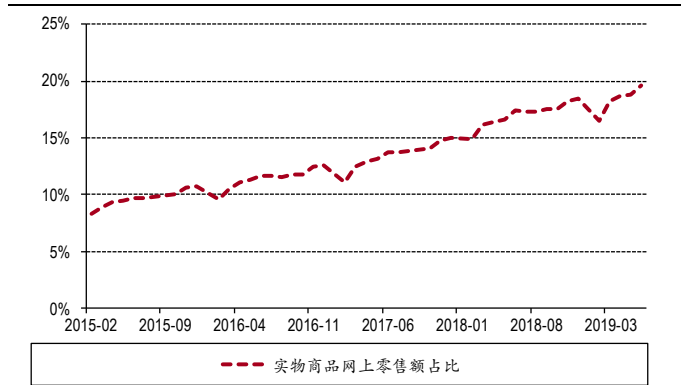
但随着互联网普及，网购用户增加，网上营销影响力增强，网络成为产品销售与品牌推广的主流渠道。据CNNIC（中国互联网络信息中心）数据显示，2018年我国网购用户规模同比增长14.4%至6.1亿人，占网民总数的73.6%，较2013年提升24.7个百分点。另有国家统计局数据显示，截至2019年6月，我国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的19.6%，较2015年提升8.8个百分点。

图表 22. 2018年我国网购用户数占网民比重为73.6%



资料来源：CNNIC，中银国际证券

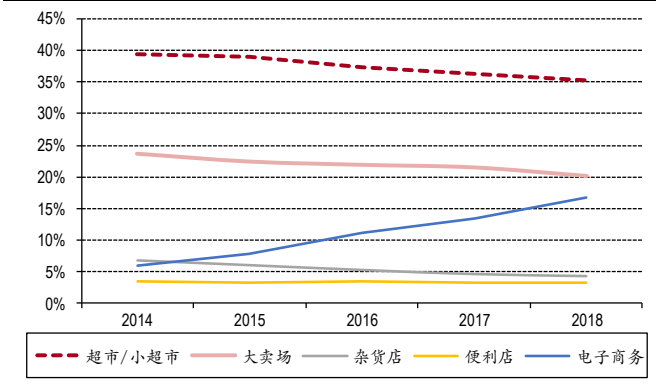
图表 23. 我国实物商品网上零售额占比持续增长



资料来源：国家统计局，中银国际证券

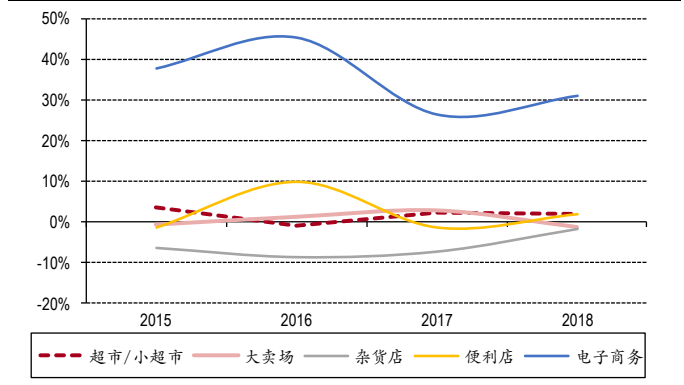
另据贝恩咨询数据显示，2014-2018年，我国快消品城镇零售渠道中，电商销售额 CAGR 为 35.0%，远高于整体水平（4.5%），销售额占比提升 10.7%至 16.7%，成最大增长驱动力。

图表 24. 我国快速消费品城镇零售渠道销售额占比



资料来源：贝恩咨询，中银国际证券

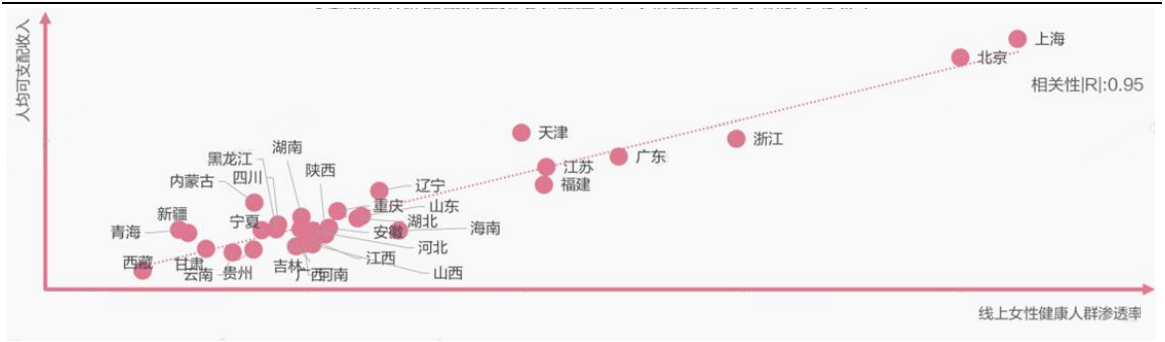
图表 25. 我国快速消费品城镇零售渠道销售额同比增速



资料来源：贝恩咨询，中银国际证券

就卫生巾产品而言，据 CBNDATA 数据显示，人均可支配收入与女性健康线上消费渗透率具有正向强相关关系，未来随着全国人均可支配收入增长，女性健康线上消费占比将持续提升，电商在产品销售上的重要性毋庸置疑。

图表 26. 我国各省市女性健康消费线上发展水平

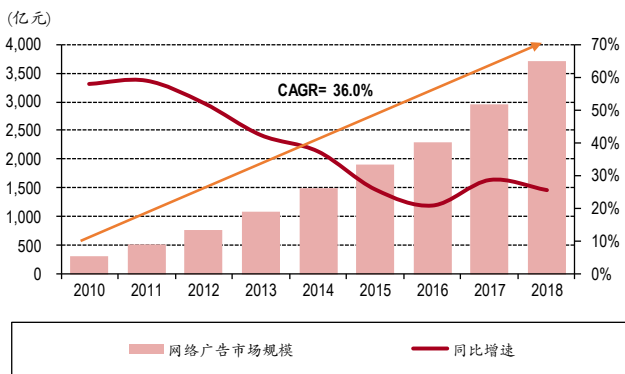


资料来源：CBNDATA，中银国际证券

在品牌推广方面，据 CNNIC 数据显示，2010-2018 年我国网络广告市场规模 CAGR 高达 36.0%，截至 2018 年，网络广告市场规模占我国广告总经营额的 46.5%，近半壁江山，影响力不言而喻。

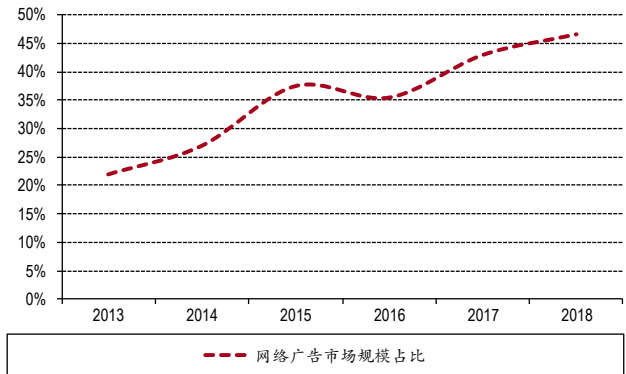
相较电视、广播等传统广告渠道，网络广告（早期）价格更为低廉，且投放效果更精准高效，互联网的普及使其触达用户范围不断扩大，方式也越来越多元化，且在借助社群效应扩大品牌影响力方面独具优势，给了新兴品牌弯道超车的机会。

图表 27. 2010-2018 年我国网络广告市场规模高速增长



资料来源: CNNIC, 中银国际证券

图表 28. 2018 年我国网络广告市场规模占比达 46.5%



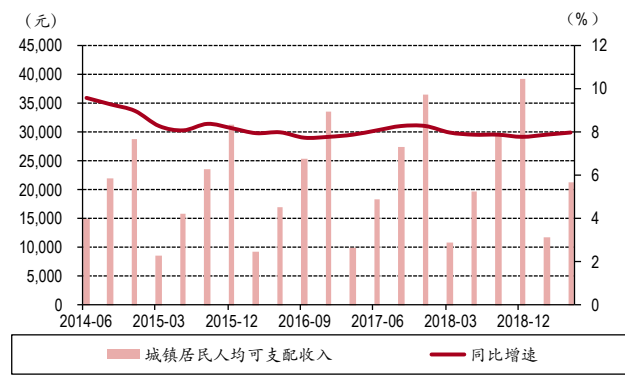
资料来源: CNNIC, 中银国际证券

综上, 互联网的普及一方面使进入门槛更低的电商成为主流渠道, 削弱了渠道壁垒; 一方面扩大了网络营销的影响力, 使广告投放更精准高效, 弱化了品牌壁垒, 利好新品牌成长。

消费升级孕育个性化与品质化需求

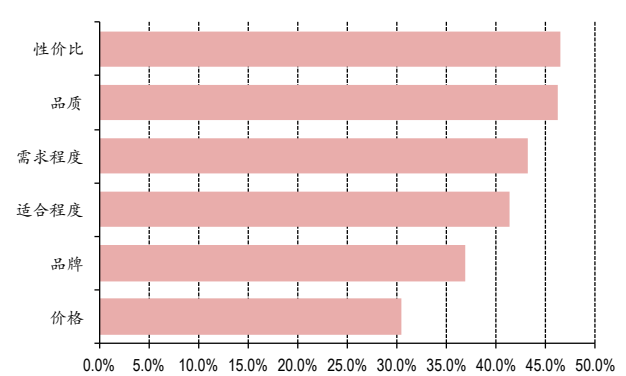
随着居民收入水平提升推动消费升级, 个性化与品质化消费需求增强。据艾瑞咨询数据显示, 2018 年我国中产女性消费时, 最关注的前两大因素是“性价比”与“品质”, 且两者关注度非常接近, “品牌”关注度排名第五, 与排名第六的“价格”拉开较大差距, 表明中产女性消费观念趋于理性, 相较品牌, 更追求品质, 价格敏感度较低。

图表 29. 我国城镇居民人均可支配收入持续较高速增长



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

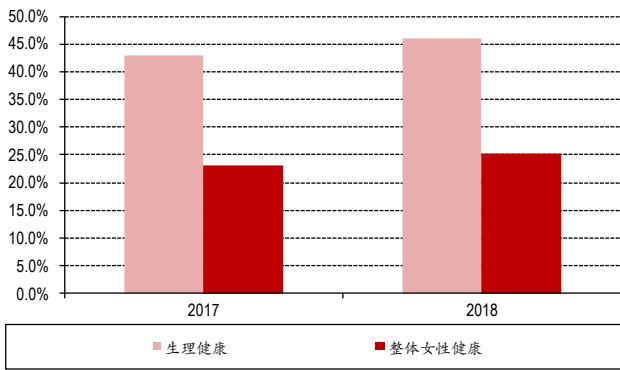
图表 30. 2018 年中国中产女性消费时最关注的因素



资料来源: 艾瑞咨询, 中银国际证券

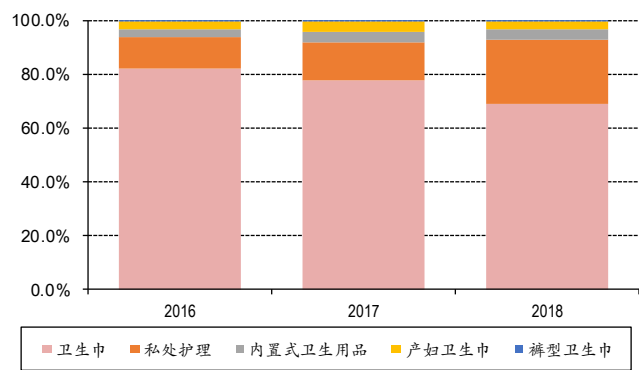
女性消费者对品质化生活的追求也体现在线上生理健康产品消费高速增长上。据 CBNDATA 数据显示, 2017-2018 年, 我国女性生理健康线上消费增速皆超 40%, 明显高于整体女性健康产品消费增速, 其中, 私处护理产品作为新兴品类, 占比在两年间提升超 10%, 成仅次于卫生巾的第二大女性生理健康消费品。可见女性消费愈发多元化健康化, 对“品质”的关注度直线提升。

图表 31. 我国女性生理健康线上消费增速领先整体板块



资料来源: CBNDData, 中银国际证券

图表 32. 我国女性购买线上生理健康相关品类消费占比



资料来源: CBNDData, 中银国际证券

新兴卫生巾品牌应运而生

部分消费者不再满足于价格竞争下同质化严重且无法保障健康安全的卫生巾, 转而追求更高品质、更精美包装、更有情怀的品牌故事等, 于是大量新兴品牌顺势而生。

总的来说, 这些新兴品牌可分为四类: **互联网品牌、跨界品牌、(新进入国内市场的) 国外知名品牌、传统卫生巾厂商新推品牌。**

从下表可见, **2014 年是卫生巾新兴品牌爆发元年**, 许多互联网品牌及国外知名品牌皆自 2014 年登陆国内市场, 成为卫生巾行业升级期的积极参与者, 这与“卫生巾”百度指数 2014 年明显上升, 及卫生巾零售额集中度 2015 年明显下滑的现象相契合。

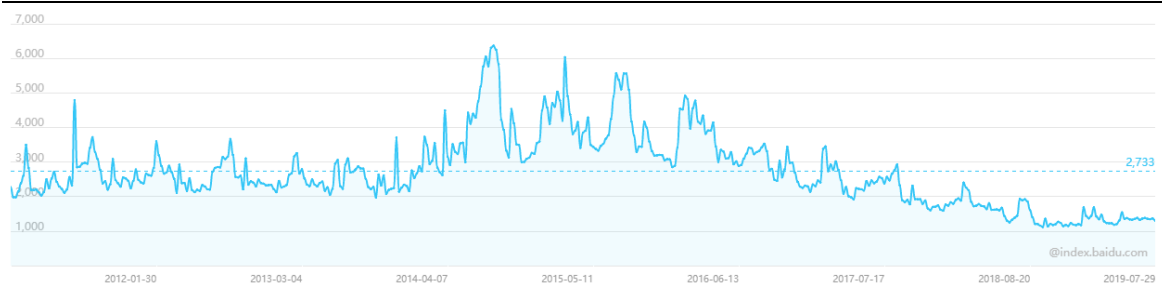
图表 33. 我国卫生巾行业新兴品牌分类

类别	品牌	上市/进入国内市场时间
互联网品牌	午后	2013
	轻生活	2014
	美则 Honeydate	2014
	花熙	2014
	NONOLADY	2015
跨界品牌 (生产商 (医疗、生活用纸等) 渠道商)	全棉时代	2010
	薇尔 VIA	2013
	植护	2018
	朵蕾蜜	2019
	家乐福	—
国外知名品牌	简约组合	—
	恩芝	2013
	丽尔莱斯	2013
	娜日舒	2014
	樱恋	2014
	花缪蕾	2014
	贝拉 Bella	2014
	轻曲线	2017
	闰艾朗	2018
传统卫生巾厂商新推品牌	未可 V-GIRL	2019

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券



图表 34.2014-2016 年卫生巾百度指数处于高峰



资料来源：百度指数，中银国际证券

相较于起点更高的国外知名品牌，互联网品牌是真正的从零开始，也蕴含更多可能性。

2013 年，国内首个互联网卫生巾品牌——午后——诞生。之后，美则 Honeymate（曾用名：护你妹）、轻生活、华熙、NONOLADY 等互联网品牌纷纷面世，并经过数轮融资，借助资本力量实现扩张。

图表 35.部分互联网卫生巾品牌融资情况

公司	成立时间	主营业务	融资情况
午后	2013	卫生巾	2015: 获天使轮融资 2017: 获战略融资
轻生活	2014	卫生巾、洗脸巾、化妆棉、蒸汽眼罩、其它代销个护产品	2014: 国富源投资天使轮投资 200 万人民币 2015: IDG 资本、灏源资本 Pre-A 轮投资 700 万人民币 2017: 启赋资本 A 轮投资数千万人民币
美则 Honeymate (曾用名: 护你妹)	2014	卫生巾、安睡裤、护肤品、洗脸巾	2014: 帮实资本、红秀资本天使轮投资数百万人民币 2015: 凡星资本 Pre-A 轮投资 1000 万人民币 2016: 盈信资本、齐一资本 A 轮投资 1000 万人民币 2018: 美图公司 A+轮投资 8000 万人民币
花熙	2014	卫生巾	2016: 柴可等人天使轮投资 400 万人民币
NONOLADY	2015	卫生巾、护垫	2016: 华铁科技杨子平领投 5000 万元天使轮投资 2017: 时尚资本、叶茂中 A 轮投资数千万人民币

资料来源：各公司官网，搜狐新闻，中银国际证券

相较于传统品牌，互联网品牌缺乏规模效应带来的低成本优势，所以最好避开产品同质化导致的价格战，定位中高端，走个性化与情感化路线，而这注定它们要在**产品品质与品牌营销上下功夫**。我们分析后发现这些互联网品牌的行事方针可总结为以下 5 点：

1、强调产品品质高

为避开价格战，定位中高端，互联网品牌通常会在产品宣传页花大篇幅强调产品**高质量高标准高安全性**，并突出**匠心精神**，满足目标顾客群对**品质与安心**的追求。

图表 36.互联网卫生巾品牌产品特点

品牌	产品特点	营销用语
棉密码	采用专利茶多酚芯片，祛除异味；食品级背胶；进口云感棉柔；材料可降解；40倍吸收不反渗	茶多酚芯片、进口热风无纺布、全密封、FDA药品生物制品认证、欧盟SGS细菌检测认证
美则 Honeydate	日本进口双梳理棉；无绒毛浆，柔软、疏松、透气；日本进口高分子，超薄干爽超吸收	无荧光剂、无致敏性、美国FDA医疗认证、医用级检测、零污染材料、英国独立设计师跨界、经过数万次调研，自带个性与温度、科技面料、APBS丝柔透气底膜、无化学添加、专利护翼
轻生活	100%天然进口美国纯棉，无香精甲醛，不致敏；吸收芯体采用50%日本住友高分子，吸水指标高于国标3倍	Strict Middling级进口美棉、纯棉、高分子复合吸收层、SMS拒水护围、美国富乐胶、实验室上百次测试、外观专利设计、天然的卫生巾
午后	采用顶级婴幼儿级超柔无纺布；吸水量达170ml，是普通卫生巾的1.5倍以上，吸收速度提升25%以上，干爽抗菌	首家、顶级婴幼儿级、PH值处于7.35-7.45之间、高分子复合纸、双层进口高分子吸水树脂、八层叠芯立体合成、37度弧形曲线切边边缘棉柔
NONOLADY	乳丝竹炭材质，柔软干爽亲肤，延展性强，祛味抑菌；日本进口SAP吸水因子，超吸不反渗	无荧光剂、植物乳酸分子、128年后卫生巾全新形态、487个日夜打磨、PH值5-6之间、美国FDA认证、800度高温煨烧竹炭、日本进口SAP吸水因子

资料来源：各公司官网，天猫，中银国际证券

2、包装别出心裁

包装是品牌方与消费者表达个性追求，表现情怀，凸显消费档次的有效方式。互联网卫生巾品牌包装都尤为精美，如：采取单片独立密封包装、抽屉式盒装设计、独立设计师设计图案等，方式各异，但都很好地区别于传统卫生巾品牌包装。

图表 37.我国互联网卫生巾品牌追求高产品附加值



资料来源：百度图片，中银国际证券

3、定价高于市场平均水平

不管是为了体现高档次，还是为了覆盖产品与包装等带来的高成本，互联网品牌都不约而同地采取了高于市场平均水平的定价。

图表 38. 互联网卫生巾品牌定价普遍高于传统品牌

品牌	日用均价 (元/片)	夜用均价 (元/片)
互联网品牌		
棉密码	1.11-2.25	2.50-4.50
轻生活	2.10	2.10-4.70
午后	1.89-1.99	2.49-2.79
NONOLADY	2.25-6.33	6.33-9.67
传统品牌		
高洁丝	0.75-2.00	1.25-3.12
七度空间	0.68-1.68	0.87-2.40
ABC	0.94-1.37	1.09-2.66

资料来源: 各公司官网, 天猫, 中银国际证券

4、SKU 较少

为了追求规模效应最大化, 互联网卫生巾品牌通常只销售使用最普遍的常规产品规格, SKU 数量较少, 尤其相对尤妮佳等动辄七八个系列, 每个系列五六个规格的传统品牌而言。

图表 39. 互联网卫生巾品牌 SKU 少于传统品牌

互联网品牌	SKU	传统品牌	SKU
NONOLADY	6	苏菲	28
美则 Honeydate	6	ABC	18
午后	5	七度空间	16
花熙	4	护舒宝	14
轻生活	3	高洁丝	9

资料来源: 各公司官网, 天猫, 中银国际证券

5、重情怀营销

为尽快与消费者建立情感基础, 也为避开昂贵的主流广告营销开支, 互联网卫生巾品牌更侧重情怀营销, 追求用高性价比触达目标客户群内心。

图表 40. 互联网卫生巾品牌营销情况

品牌	情怀营销	传统营销
午后	<ol style="list-style-type: none"> 1、行业首创“午后女人保护节”； 2、免费向全国女性赠送 1 亿片卫生巾； 3、设立午后会员体系 	推出线上广告短片进行宣传
轻生活	<ol style="list-style-type: none"> 1、以刷爆朋友圈的软文积攒用户； 2、主打口碑营销, 最初走“第一盒男人买的卫生巾”路线, 后调整为“对生活有高品质需求的女性”； 3、线上下单送 2 片日用体验装, 若不喜欢, 正品 30 天内无条件包邮退货； 4、提供礼盒装, 含: 一个月用量的卫生巾、一个用来装卫生巾的布包、女生的照片、男朋友写给女朋友的一段话 	推出线上广告短片进行宣传
美则 Honeydate	<ol style="list-style-type: none"> 1、打造了一对萌萌又挑剔的猫头鹰情侣 IP——“护小妹”和“哈尼哥”。“护小妹”微信服务号经常发布与女性精致生活和生理期相关的信息, 哈尼哥微信公众号定位“资深私人感情顾问”, 猫头鹰家族经常与用户直接沟通, 用情感化交流建立更具人情味的品牌形象。 2、微信公众号提供经期管理功能, 为女性用户提供最简易的生理周期记录提醒服务。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、和美柚、美啦、辣妈帮等女性应用合作推广； 2、在天猫上推出各种促销活动吸引人气

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券

这些举措在一定程度上契合了消费升级趋势下日益壮大的品质生活追求, 收效显著。如美则 (曾用名: 护你妹) 2014 年 12 月在天猫上线, 当月杀入同品类单品销售前 10 名, 半年后月销售额已接近百万元, 获千万级的 Pre-A 轮融资, 估值超 1 亿元。

国产新兴品牌重线上渠道与多媒体营销，国外新兴品牌重线下渠道

为了解这些新兴品牌的渠道与品牌拓展情况，我们统计了它们在线上渠道（主流电商）与线下渠道（主流商超）的表现，及天猫旗舰店、微信公众号、官方微博的运营情况，发现国产品牌在线上渠道销售与低门槛多媒体品牌运营方面优势明显，国外品牌在线下渠道开拓上呈领先之势，但在线上品牌运营方面落后明显。

渠道：国产新兴品牌线上销售更佳，国外新兴品牌线下铺设更广

据欧睿国际数据显示，2018年我国卫生巾零售渠道中，商超、电商零售额占比分别为62.2%、15.3%，是前两大主要渠道，因此我们分析了传统以及新兴品牌在线上电商及线下商超的渠道拓展情况。

线上电商：低价平台国产新兴品牌存在感较强

在淘宝、京东、拼多多、苏宁易购、一号店、当当、盒马鲜生上搜索“卫生巾”，搜索结果按销量排序，发现：

- 1) 排名前二十的产品中，主打低价的拼多多上大部分为国产新兴品牌，社会认知度较低；
- 2) 用户数最多的淘宝的第二、第五名是国产新兴品牌；
- 3) 其余平台基本被高洁丝、护舒宝、七度空间等传统主流品牌占据。

由上可知，新兴品牌在线上渠道的存在感比较强，“高性价比”是强劲竞争力，个性化、品质化定位是有效助力。

图表 41.主流电商平台月销量 TOP20 卫生巾品牌一览

电商平台	品牌类型	排名	品牌	销量	累积评价数
淘宝	传统品牌	TOP1	护舒宝	20万+	501,725
		TOP20	护舒宝	3万+	107,445
	新兴品牌	TOP2	植护	10万+	321,771
		TOP5	棉密码	9万+	71,861
		TOP1	高洁丝	—	25万+
京东	传统品牌	TOP20	七度空间	—	32万+
		TOP1	七度空间	6万+	24,403
拼多多	传统品牌	TOP20	苏菲	1.1万+	3,950
		TOP2	花香	10万+	96,668
	新兴品牌	TOP3	植护	7万+	26,682
		TOP6	爱生活	10万+	76,111
		TOP7	爱生活	6.7万+	28,619
		TOP8	花香	10万+	55,656
		top10	爱生活	2.2万件	9,551
		top11	梦露	7万件	31,798
		top12	期柔	6.8万件	29,384
		top15	爱生活	7.9万件	23,406
top18	洛微	1.4万件	3,421		
苏宁易购	传统品牌	TOP1	七度空间	—	62万+
		TOP20	乐而雅	—	4.2万+
一号店	传统品牌	TOP1	苏菲	—	146万+
		TOP20	高洁丝	—	228万+
当当	传统品牌	TOP1	ABC	—	1,488
		TOP20	ABC	—	148
	新兴品牌	TOP11	全棉时代	—	16
盒马鲜生	传统品牌	TOP1	尤妮佳	—	35
		TOP20	高洁丝	—	11
	新兴品牌	TOP11	恩芝	—	144

资料来源：各电商网站，中银国际证券（注：拼多多销量指标为已拼单数）

线下商超：新兴品牌以国外为主

我们走访了深圳、上海的 11 家商超卖场，发现其货架上摆放的卫生巾品牌中，无论货架位置、SKU 数量、所占空间，都以**主流传统品牌为主，新兴品牌为辅**，其中，华润万家与家乐福都摆放了自有品牌。

新兴品牌中，大部分是国外进口品牌，如韩国的娜日舒 NARSIA、恩芝、闺艾朗、猫小菲，日本的樱恋，英国的丽尔莱斯、花缪蕾，瑞典的轻曲线 Libresse，波兰的贝拉 Bella，**其次是有渠道基础的跨界品牌**，如维达运营的薇尔 VIA、拥有实体专卖店的**全棉时代**。这不仅印证了中国卫生巾市场极具开发潜力致海外品牌纷纷入驻，也反应出国外热销品牌与国内跨界品牌相较互联网品牌，在线下渠道铺设上更具优势。

图表 42. 超市卫生巾品牌一览

城市	超市	传统卫生巾品牌	新兴卫生巾品牌
深圳	沃尔玛	苏菲、护舒宝、高洁丝、ABC、乐而雅、七度空间、安尔乐、Free	未可 V-GIRL
	天虹	苏菲、护舒宝、高洁丝、ABC、乐而雅、七度空间、Free、U 适、小妮	薇尔 VIA、轻曲线 Libresse、全棉时代、美则 Honeymate、樱恋、娜日舒 NARSIA、恩芝
	华润万家	苏菲、护舒宝、高洁丝、ABC、乐而雅、七度空间、Free、U 适、小妮、自由点	薇尔 VIA、全棉时代、千金净雅、简约组合、樱恋、恩芝、阿莎娜 Asana、绵柔时光
	家乐福	苏菲、护舒宝、高洁丝、ABC、乐而雅、七度空间、安尔乐、Free、U 适、小妮、怡丽、淘淘氧棉、洁伶	薇尔 VIA、轻曲线 Libresse、樱恋、花缪蕾 Faeuiua Lak、好舒爽、轻逸堂、家乐福
	屈臣氏	苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅、七度空间、ABC、Free	樱恋、恩芝、阿莎娜 Asana、闺艾朗
	万宁	苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅、七度空间、ABC	樱恋、恩芝、闺艾朗、贝拉 Bella
上海	盒马	苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅	全棉时代、樱恋、闺艾朗、猫小菲
	永辉	苏菲、护舒宝、七度空间、安尔乐、高洁丝、怡丽	阿莎娜 Asana、娜日舒 NARSIA、轻曲线 Libresse
	卜蜂莲花	护舒宝、乐而雅、ABC、Free、七度空间、苏菲、高洁丝、怡丽	丽尔莱斯 lil-lets
	屈臣氏	护舒宝、乐而雅、苏菲、ABC、七度空间、Free、高洁丝	樱恋、恩芝、闺艾朗
	盒马	护舒宝、乐而雅、苏菲、花王、高洁丝、七度空间	—

资料来源：各大超市实地走访，中银国际证券

图表 43. 超市卫生巾产品货架



资料来源：各大超市实地走访，中银国际证券



综上，国产品牌在进入门槛更低、讲究根据国内市场灵活运营的线上渠道上具备明显优势，国外品牌在进入门槛更高，需要资金实力与渠道开拓能力的线下渠道相对占优。将线上与线下渠道结合起来看，多品类跨界品牌具备一定资金实力与渠道基础，可实现渠道协同。

品牌营销：国产品牌主攻多媒体营销，国外品牌缺乏线上品牌运营

为直观比较各卫生巾厂商的品牌营销表现，我们分析了其天猫旗舰店、微信公众号、官方微博数据。

天猫旗舰店

从粉丝数、半年内评论数指标来看，新兴品牌中，销售多种品类的跨界品牌明显表现更优，如：2010年开始运营的全棉时代旗舰店粉丝数超 660 万，仅次于护舒宝，2014 年开始运营的植护旗舰店粉丝数排名第五，半年内评论数位列第一，我们认为这与其主打性价比高，定价较低有关，店铺好评率最低也反应了这点。

半年内店铺好评率指标上，互联网品牌表现最优，这与其主打高品质产品、走暖心情怀路线的定位相契合，低于跨界品牌、传统品牌的半年内评论数也与其 SKU 较少有关。其中，运营品类最多的轻生活各项指标数表现最优，再次说明丰富的产品矩阵有利于品牌运营与产品销售。

图表 44. 卫生巾品牌淘宝旗舰店表现

品牌	开店时间	粉丝数	半年内评论数	半年内店铺描述相符指标好评率
互联网品牌				
轻生活	2016/6/1	61.4 万	82,005	47.16%
美则	2014/12/2	21.6 万	36,976	57.02%
NONOLADY	2015/3/23	3.7 万	222	42.08%
国外知名品牌				
樱恋	2016/1/19	1.1 万	691	20.61%
轻曲线	2017/4/11	18.1 万	15,162	29.78%
恩芝	2014/4/17	12.8 万	12,227	25.48%
娜日舒	2016/3/30	1.7 万	2,226	13.36%
跨界品牌				
植护	2014/9/17	150.9 万	2,899,655	4.68%
全棉时代	2010/6/23	660.6 万	624,368	26.22%
传统品牌				
护舒宝	2009/4/16	837.7 万	1,929,216	14.19%
苏菲	2014/5/9	179.7 万	214,632	45.21%
高洁丝	2014/12/5	192.1 万	125,968	50.49%
七度空间	2014/9/28	113.2 万	176,058	16.94%
ABC	2011/9/28	157.4 万	81,318	38.55%

资料来源：天猫，中银国际证券

微信公众号

据西瓜数据显示，头部跨界品牌与头部互联网品牌各项指标表现较优，预估活跃粉丝数与头条平均阅读数明显高于传统品牌，但非头部品牌则表现较差，如 NONOLADY 的微信公众号仅在 2017.12.7 至 2018.3.8 发布 10 篇文章，目前基本处于停运状态。



图表 45. 卫生巾品牌微信公众号表现

品牌	西瓜指数	预估活跃粉丝	头条平均阅读数	头条平均点赞
互联网品牌				
轻生活	622.1	258,319	11,560	36
美则	685.2	452,594	17,016	33
NONOLADY	400	0	0	0
跨界品牌				
全棉时代	690.1	581,107	33,160	35
传统品牌				
护舒宝	486	53,685	2,349	13
高洁丝	568	130,946	11,559	510
七度空间	557	255,823	19,304	62
ABC	531	168,804	13,623	19

资料来源：西瓜数据，中银国际证券

新浪微博官方账号

新浪微博是主流社交媒体，明星艺人及粉丝群体是流量的最大贡献者之一，因此拥有代言人且微博开通时间早的传统品牌粉丝数及微博数遥遥领先，互联网品牌次之，国外品牌仅有国内维达运营的轻曲线开通微博。

图表 46. 卫生巾品牌新浪官方微博表现

品牌	粉丝数	微博数	第一条微博发布时间
互联网品牌			
午后	5.24 万	370	2014-4-28
轻生活	5.95 万	907	2014-6-20
美则 Honey-mate	5.89 万	208	2015-3-16
NONOLADY	3.25 万	1,801	2015-7-9
国外知名品牌			
轻曲线 Libresse	8.28 万	770	2017-4-19
跨界品牌			
植护	1.02 万	224	2016-2-26
全棉时代	25 万	6,409	2010-12-5
传统品牌			
护舒宝	51 万	6,259	2010-8-20
苏菲	47 万	2,739	—
高洁丝	423 万	2,288	2010-8-9
七度空间	103 万	7,563	2012-5-28
ABC	52 万	2,768	2011-6-21

资料来源：新浪微博，中银国际证券

综上，品牌营销方面：

- 1) **传统品牌**：凭借强大的资金实力，通常采取成本高、见效快的营销模式，如：聘请明星代言人、大量投放媒体广告，等；
- 2) **新兴品牌**：
 - ① **互联网品牌**在社交媒体账号运营方面表现较优，重视加强用户交流，强化高品质暖心品牌定位，走低资金门槛、高性价比的情怀营销路线；
 - ② **国外新进入品牌**在营销方面落后一步，没有明显建树；
 - ③ **跨品类品牌**中，走高性价比路线的植护并没有太重视多媒体品牌运营，而高品质定位的全棉时代起步早，且崛起于电商，因其丰富的产品矩阵可摊薄营销成本，故在保持多媒体运营优势的同时，大手笔聘请王俊凯为代言人，以期快速扩大知名度。

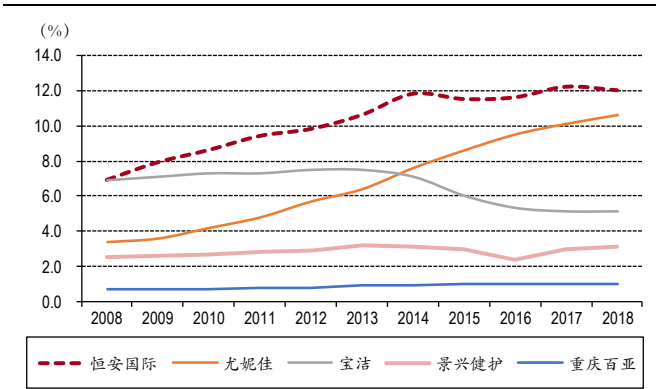
主要国内企业分析

我国卫生巾行业正处于升级期，以人均消费量增长为主要驱动力，量价齐升助规模稳步扩张，2022年工厂销售额有望达 350 亿元。近年，随着互联网普及与消费升级，电商成为主要销售渠道之一，网络营销重要性俱增，消费者对品质化与个性化追求更甚，削弱了卫生巾头部品牌的渠道与品牌壁垒，大量新兴品牌应运而生。

新兴品牌中，国产品牌在线上销售与多媒体营销方面优势明显，国外品牌在线下渠道铺设方面领先，多品类跨界品牌数量相对较少，但以全棉时代为代表，因其具备一定渠道基础与资金实力，可实现渠道协同，摊薄营销成本，在线上渠道及品牌营销方面皆表现出色。

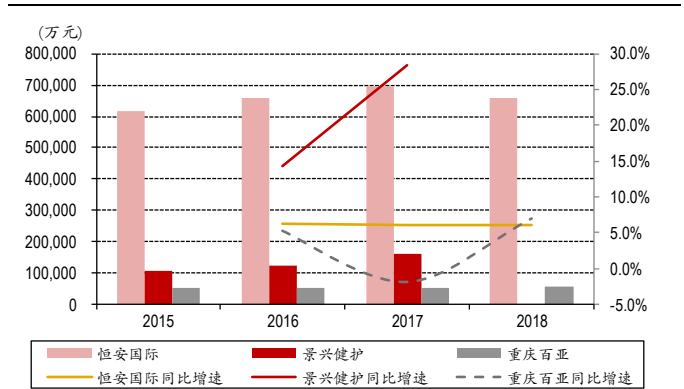
我国根据卫生巾行业主要传统国内厂家：恒安国际、景兴健护、重庆百亚，以及三家新兴厂家：维达国际、全棉时代、中顺洁柔，进行行业比较。

图表 47. 我国卫生巾企业市场份额变化趋势



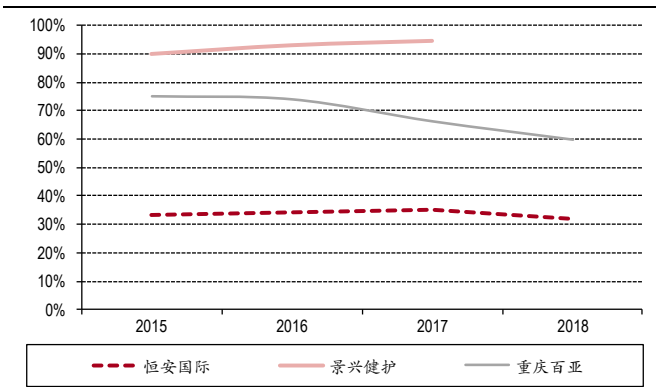
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 48. 2015-2018 年公司卫生巾业务营收及同比增速



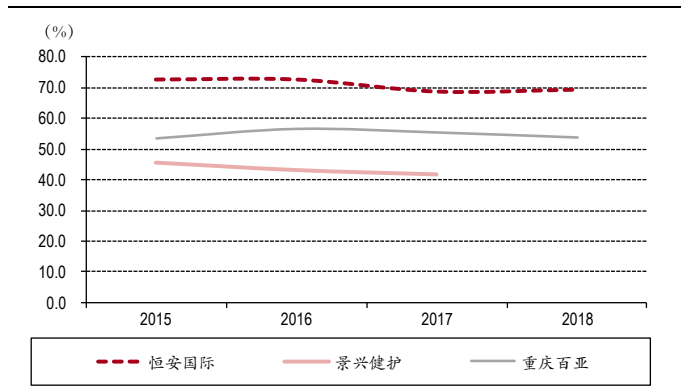
资料来源：万得，中银国际证券

图表 49. 2015-2018 年卫生巾业务营收占比



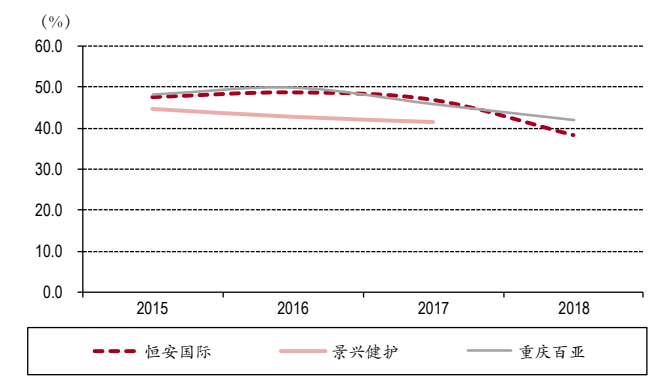
资料来源：万得，中银国际证券

图表 50. 2015-2018 年卫生巾业务毛利率



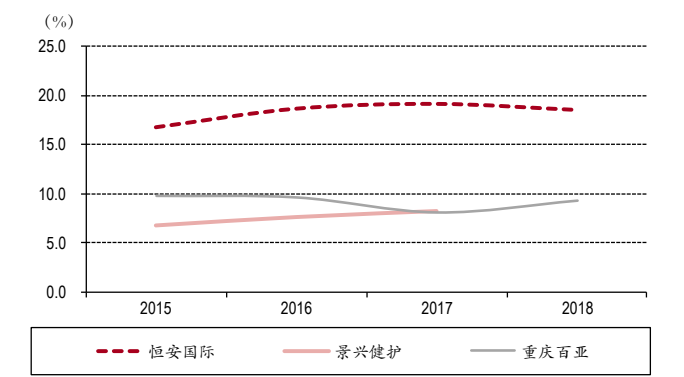
资料来源：万得，中银国际证券

图表 51. 2015-2018 年我国卫生巾厂商毛利率趋势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 52. 2015-2018 年我国卫生巾厂商净利率趋势



资料来源: 万得, 中银国际证券

6 家中有 3 家是我国生活用纸龙头企业, 其中, 除恒安国际是以卫生巾业务起家, 拓展至生活用纸领域, 维达国际与中顺洁柔皆起步于生活用纸业务, 后往个人护理领域延伸。目前, 恒安国际产品矩阵最为丰富, 维达国际次之。

图表 53. 三大生活用纸龙头企业已有产品一览

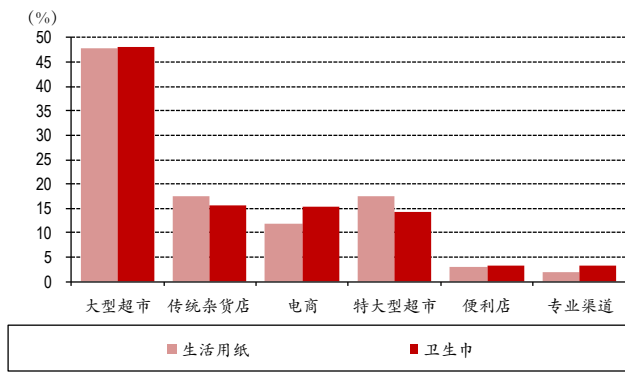
品类	产品	恒安国际	维达国际	中顺洁柔
生活用纸	卷纸	√	√	√
	抽纸	√	√	√
	手帕纸	√	√	√
	湿巾	√	√	√
	厨房用纸	√	√	√
	棉花柔巾	√		√
婴幼儿护理	纸尿裤	√	√	
	卫生巾	√	√	√
女性护理	护垫	√	√	
	安全裤	√	√	√
成人护理	成人纸尿裤	√	√	

资料来源: 各公司官网, 中银国际证券

我国生活用纸与卫生巾行业非常类似, 产品同质化严重, 生产壁垒较低, 消费者对品牌忠诚度不高, 致使渠道成最关键护城河。三大龙头业务布局之所以如此相似, 很大程度源自生活用纸与卫生巾业务渠道的高度重合, 使企业能利用渠道协同, 攻克最关键的护城河, 更顺利高效地进入新布局领域。

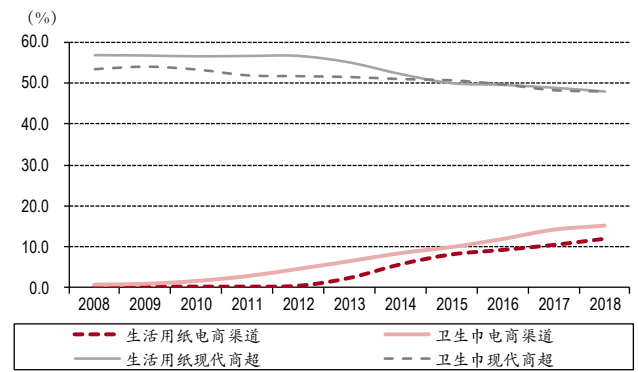
根据欧睿国际数据分析, 2018 年我国生活用纸行业与卫生巾行业零售额的渠道分布非常相似, 份额最多的大型超市零售额占比分别为 47.9%、48%, 提升速度最快的电商零售额占比分别为 11.9%、15.3%。2008 年-2018 年, 这两者的份额变化轨迹高度重叠, 可见生活用纸与卫生巾业务具备很强渠道协同性, 彼此是业务线拓展时的绝佳选择。

图表 54. 2018 年我国生活用纸与卫生巾零售额渠道分布



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 55. 我国生活用纸与卫生巾零售额渠道分布高度重合



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

恒安国际

恒安国际是我国最早从事卫生巾产品研发、生产与销售的企业，目前已成长为主营个人护理与生活用纸业务的龙头企业，旗下品牌包括女性护理类的安尔乐、七度空间、安乐，婴幼儿护理类的安尔乐、奇莫，生活用纸类的心相印、品诺等。公司经销商数量超 3300 个，百货商超类渠道约 6 千家，网点已下沉至乡镇地区，渠道搭建进程领先。

2018 年，公司实现营收 205 亿元，同比增长 13.5%，其中，卫生巾业务营收同比增长 6.1% 至 65.9 亿元。据欧睿国际数据显示，2018 年公司卫生巾产品市场份额为 12.0%，位列第一，较 2017 年下降 0.2%，其中，七度空间、安尔乐市场份额分别为 11.4%、0.6%，同比-0.1%、-0.2%。

公司作为我国卫生巾行业领头羊，市场份额明显领先于其它国内厂商，但与排名第二的尤妮佳的差距由 2008 年的 3.5% 缩小至 2018 年的 1.4%。作为生活用纸龙头，恒安产品品类齐全，渠道协同性更好，品牌也具备优势。我们仍然看好公司既有优势，期待其能够更准确捕捉并满足消费者需求，迎合消费升级趋势，持续夯实行业龙头地位，建议投资者关注公司的销售改革进展。

维达国际

维达国际在我国四大生活用纸龙头企业中位列第二，2011 年推出婴儿纸尿裤品牌“贝爱多”，正式进入个人护理领域。2013 年，公司通过轻资产运营模式推出自创卫生巾品牌薇尔 VIA，定位中高档，以时尚年轻女性为目标群体，在华南及华中地区进行试销。2014 年，公司整合了维达护理用品及爱生雅 SCA 中国区业务，管理品牌达 10 个：生活用纸类的维达 Vinda、得宝 Tempo、多康 Tork；婴幼儿护理类的爱贝多 Babyfit、丽贝乐 Libero、嘘嘘乐 Sealer；女性护理类的薇尔 VIA、轻曲线 Libresse；失禁护理类的添宁 TENA、包大人 Dr.P。

2015 年，公司扩大个护产品的业务覆盖范围，薇尔 VIA 开展了创新性的地面互动与网上推广活动。2017 年，薇尔 VIA 继续专注社交媒体推广，轻曲线 Libresse 重新登陆我国电商平台及精品护理店。此前，公司个护业务营收主要源自东南亚及中国台湾地区，在中国大陆的动作并不大，致使卫生巾业务进展略缓，19 年公司计划开始运行个护产品本地化计划，包括本地化生产与推广，未来发展值得期待，建议投资者关注。



中顺洁柔

中顺洁柔是四大生活用纸龙头企业之一，自 2014 年进行渠道与管理层改革以来，渠道质量与组织架构明显优化，截至 2019Q1 已拥有 2400 余家经销商，覆盖 1804 个县市区，助市场份额持续提升，2019 年 4 月达 10.6%（尼尔森数据）。

公司积极进行产品研发创新，2017 年推出主打环保健康的自然木系列，2018 年推出可用于美妆、母婴的棉花柔巾产品，2019 年推出朵蕾蜜卫生巾产品，并邀请金马影后马思纯代言，正式进军女性护理领域。

新品类的拓展有利于公司培育新营收增长驱动力，且卫生巾的销售渠道与生活用纸重叠度高，公司新增卫生巾业务可释放渠道协同效应，相较互联网品牌与国外新进入品牌，更具优势。目前公司卫生巾产品 SKU 较少，渠道也仍在建设中，有待产品与渠道进一步完善，我们对于洁柔新品类的发展持乐观态度。洁柔在生活用纸领域成追赶之势，成熟且激励更充分的销售团队是重要原因，增添卫生巾业务后，公司品类上的短板进一步补足，对零售终端的吸引力增强，有利于整体渠道协同发展，我们看好公司在生活用纸第一梯队里竞争实力的提升，继续维持买入评级。

重庆百亚

公司成立于 2010 年 11 月，主营卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品的研发、生产和销售，旗下品牌包括卫生巾类的自由点、妮爽，婴幼儿纸尿裤类的好之、成人失禁用品类的丹宁。公司以重庆为大本营，销售网络遍布重庆、四川、云南、贵州、陕西等 17 个省市区域，是川渝地区一次性卫生用品领先企业。

2018 年公司营收同比增长 18.6% 至 9.6 亿元，其中卫生巾业务营收同比增长 7.0% 至 5.7 亿元，占比 59.7%，较 2017 年下降 6.5%，主因 ODM 产品营收高速增长，2018 年营收份额同比提升 8.9% 至 16.6%。据欧睿国际数据显示，公司 2018 年卫生巾市场份额为 1.0%，位列全国第九，较 10 年前提升 0.3 个百分点。目前公司 IPO 进入已反馈状态。

景兴健护

公司成立于 1998 年，主营卫生巾、护垫、湿巾、护理液等个人护理产品，旗下拥有卫生巾及护垫品牌 ABC、Free，婴儿湿巾品牌 ABC's BB，卫生湿巾品牌 EC。公司自成立之初就采取轻资产运营模式，重研发、市场和品牌，卫生巾和护垫等主要产品皆采取委托加工模式生产，故盈利水平相对较低。

2017 年公司营收同比增长 26.4% 至 16.9 亿元，其中卫生巾及护垫产品营收同比增长 28.4% 至 16.0 亿元，占比 94.4%，较 2016 年提升 2.5%，营收结构相对单一。欧睿国际数据显示，2018 年公司卫生巾市场份额为 3.1%，同比提升 0.1%，位列第四。目前公司 IPO 于 19 年终止。

全棉时代

公司成立于 2009 年，是稳健医疗集团全资子公司，凭借稳健医疗独创的“全棉水刺无纺布专利工艺”生产的全棉水刺无纺布，开发出纯棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾、奈丝宝宝棉尿裤等系列生活用品。截至 2017 年初，公司已在近 30 个一线城市及各省会城市的大型购物中心开设 109 家直营店面，以奈丝公主卫生巾为主的产品入驻近 1300 家大型商超，官方商城、天猫旗舰店、京东旗舰店、唯品会等网购销售额连续 4 年翻番增长，渠道拓展顺利。

公司诞生于电商红利爆发时代，并很好地抓住了这波机会，通过出色的电商平台运营实现线上导流线下引流。2016 年公司日用消费品的电商渠道营收同比增长 130% 至 8.4 亿元，占比 63%，较 2013 年提升 24.8%；其次是直营店渠道营收同比增长 75.3% 至 4.2 亿元，占比 31.3%；商超渠道营收同比增长 68.7% 至 4897 万元，占比 3.7%。

公司卫生巾业务增长迅速，2016 年营收同比增长 88.1% 至 1.4 亿元，2014-2016 年 CAGR 为 85.8%，增速远高于传统头部品牌，工厂端市占率为 0.5%，成长迅速。



风险提示

- 1、**原材料价格大幅上涨。**石油化工材料及绒毛浆是卫生巾主要原材料，若其价格上涨，带动卫生巾原材料成本上涨，若不能顺利转移给压缩企业盈利空间，对规模效应小的新兴品牌尤为不利。
- 2、**渠道拓展不达预期。**卫生巾产品同质化严重，对新进入者而言，主要行业壁垒是渠道与品牌，若渠道拓展不达预期，产品无法触达更多消费者，将不利于销售放量。



附录图表 56. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
002511.SZ	中顺洁柔	买入	14.98	196	0.31	0.39	48.1	38.6	2.79
1044.HK	恒安国际	未有评级	52.85	629	3.19	3.48	16.5	15.2	14.06
3331.HK	维达国际	未有评级	13.50	161	0.54	0.74	24.8	18.3	6.60

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 8 月 13 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371