

个护专题

# 国产质造崛起，国货迎黄金期

西南证券研究发展中心  
轻工研究团队  
2020年12月

# 核心观点

**千亿个护市场，国货迎来结构性机遇。**一次性吸收用品市场规模广阔，渗透率较高，消费者偏好呈高端化趋势，主流高端产品更新迭代的速度加快。2013-2019年，行业市场规模从624.8亿元增至1248.3亿元，年均复合增速达12.2%。

• **女性卫生产品：行业渗透率较高，高端化趋势显著。**女性消费者卫生巾产品的消费显著升级，中高端卫生巾市场呈快速发展的趋势，2016-2019年女性卫生用品消费均价复合增长率达到12.9%。2008-2019年，国内卫生巾CR10从20.8%增至38.6%，行业集中度有加速提升的趋势，国内外头部品牌在用户拓展上均未达到天花板，国产品牌凭借本土化的电商营销能力和新品迭代能力，有望迎来量价齐升的机遇期。

• **婴儿卫生用品：流量入口趋于分散，新锐品牌涌现。**母婴产品电商渗透率持续提升，2019年达到44%，电商和母婴店渠道合计占比超过70%，个护品类的流量入口趋于分散。由于母婴社群流量相对封闭，新品牌可以通过社群营销大幅降低品牌知名度不足的劣势，快速赢得口碑和新用户的信任。在流量入口分散的背景下，外资品牌在线下商超渠道的明显份额优势被打破，新锐品牌通过电商及新零售渠道获得更多关注度和用户粘性，有机会实现突围。

**国产研发质造崛起，ODM议价能力提升。**渠道变革下品牌的竞争格局尚未固化，新锐品牌崛起使ODM制造商议价能力相对改善，主要表现为：1) 小品牌入局使ODM可集中下游订单，规模优势相对凸显；2) ODM开发新品创造新需求，帮助下游品牌份额提升；3) 产品享受研发溢价，品牌商与ODM盈利空间均有所提升。

**建议关注标的：**百亚股份(003006)、豪悦护理(605009)、稳健医疗(300888)。

**风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，市场竞争加剧的风险，终端销售不及预期的风险。

# 目 录

---

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

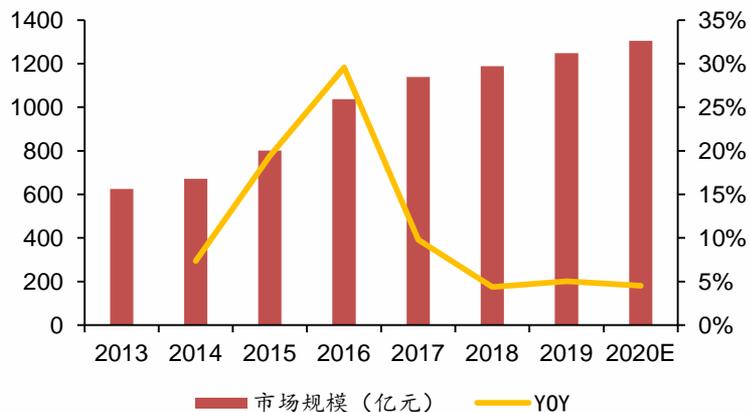
非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

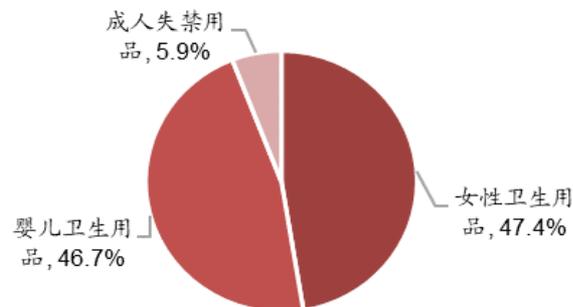
◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

# 吸收性卫生用品规模逾千亿，集中度仍低

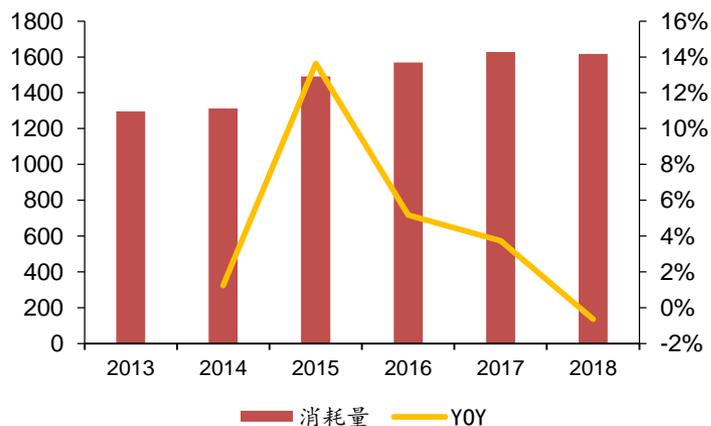
## 2015-2020E我国吸收性卫生用品市场规模



## 2018年我国吸收性卫生用品各品类份额



## 中国吸收性卫生用品消耗量 (亿件) 及增速



- 吸收性卫生用品规模逾千亿，市场广阔。**吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿卫生用品、成人失禁用品三大类。2013-2019年，行业市场从624.8亿元增至1248.3亿元，复合增长率为12.2%。消耗量方面，2013-2018年，从1296.1亿件增至1616.2亿件，复合增长率为4.5%。
- 女性及婴儿卫生用品市场规模更大。**由于女性及婴儿卫生用品的用户群体的消费习惯已基本养成，且使用周期及频次相对稳定，份额较大。2018年，卫生巾及卫生护垫市场规模为563亿元，占比47.4%；婴儿纸尿裤市场规模为555.4亿元，占比46.7%；而成人失禁用品仅为70.3亿元，占比5.9%。

数据来源：中商产业研究院，华经产业研究院，中国产业信息网，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

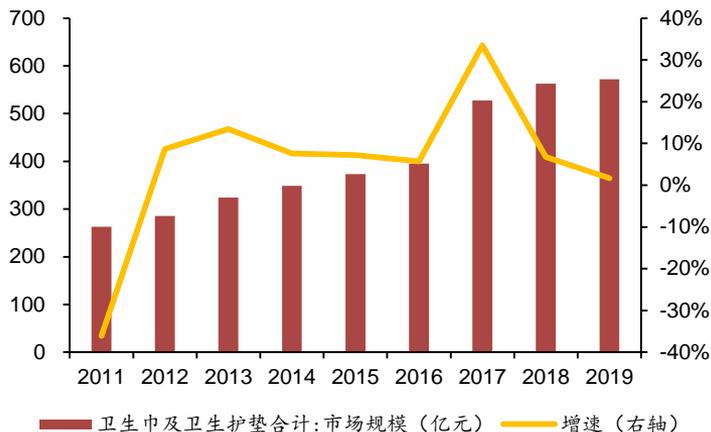
非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

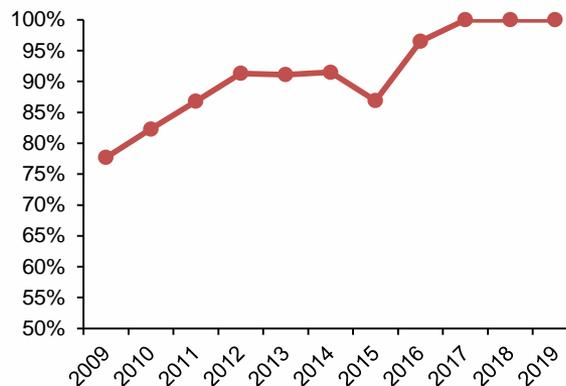
## ◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

# 渗透率高，市场平稳增长

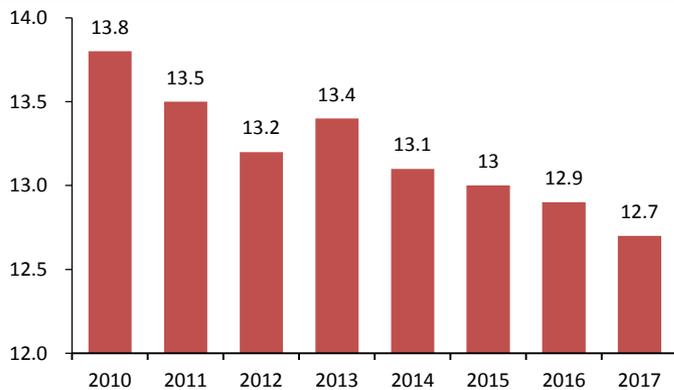
## 2009-2018我国女性卫生用品市场规模及增速



## 2015-2019年国内卫生巾渗透率



## 中国女性初潮平均年龄

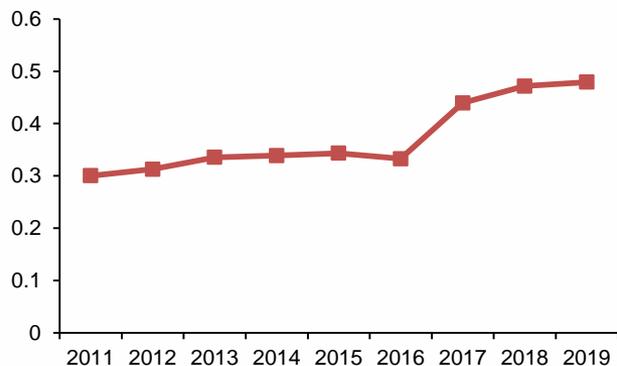


- 女性卫生用品市场趋于成熟，规模增速放缓。2011-2019年市场规模从262.8亿元增至572.4亿元，年均复合增速为10.2%。近年卫生巾及卫生护垫用户的消费习惯已基本形成，2017年卫生巾市场渗透率已达100%，行业规模增长整体趋于放缓。长期来看女性卫生用品消费量提升的空间，一方面来自女性生理期年龄段逐渐向两端扩展，卫生巾的使用周期延长；另一方面来自随着女性健康意识的提升，卫生巾更换频率逐渐增加。

数据来源: Euromonitor, Wind, 西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 新品迭出，高端化趋势明显

## 女性卫生用品平均消费价格（元/片）



## 表：各品牌新品推广情况

	2015	2016	2017	2018	2019
苏菲			口袋魔法S		卷卷贴设计
七度空间			萌睡裤	动物君系列	Space7高端系列
护舒宝					北美纯棉液体卫生巾
自由点	“隐形”系列卫生巾	“掌控君”条形包	YY结构芯体、“无感无忧”系列		有机纯棉系列
ABC	超长夜用420mm上市	260mm量多日用卫生巾	掌心包、无忧裤型卫生巾		

- 消费升级背景下差异化、高端化趋势明显。** 随着我国女性生理期卫生重视程度的加强和居民人均可支配收入的提高，女性消费者卫生巾产品的消费显著升级，卫生巾产品中高端化的迭代进程顺利，中高端卫生巾市场呈快速发展的趋势。2017-2019年女性卫生用品消费均价快速提升，2019年均价达到0.48元，同比增长1.6%；2016-2019年复合增长率达到12.9%。
- 产品迭代加快，新品增长亮眼。** 中高端卫生巾品牌新品快速迭代，以极薄、舒适、超强吸收为代表的超长夜用、液体卫生巾、安睡裤等具有新功能卖点的产品的消费比例将持续提升。根据尼尔森的统计数据，与2017年相比，2018年极薄卫生巾的全国商超渠道销售额占卫生巾销售额同比增长24.8%；2015-2018年，安睡裤的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别高达78.4%、74.8%，新品切入后能够快速打开市场，增速显著高于行业平均增速。

# 新品迭出，高端化趋势明显

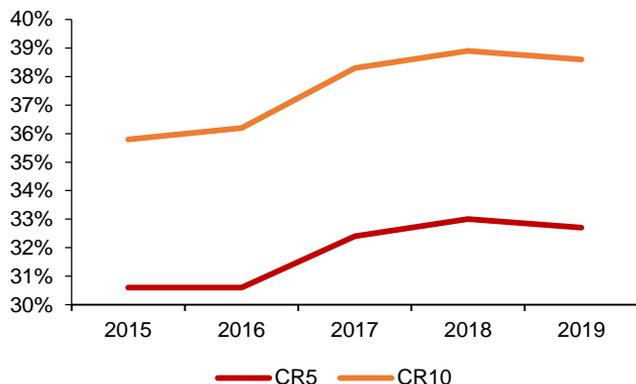
表：各品牌部分卫生巾产品价格比较

公司	品牌	产品系列	规格	价格（元/片）	店铺粉丝数
大王+APP金光	怡丽	立体护围	日用240mm，4包40片	0.47	62w
			夜用410mm，4包16片	1.12	
丝宝	洁婷	樱花	日用245mm，5包30片	1.00	101w
			夜用420mm，4包16片	1.88	
百亚	自由点	无感7日	日用240mm，3包24片	1.33	61.8W
			夜用400mm,3包12片	2.42	
		无感无忧	日用240mm，5包25片	1.04	
			夜用430mm，7包28片	2.71	
安睡裤	20片	4.3			
恒安国际	七度空间	优雅系列	日用245mm，5包50片	0.8	210W
		少女系列	夜用420mm，5包20片	2	
		安睡裤	15片	2.39	
景兴健护	ABC	KMS系列	日用240mm，3包24片	1.88	183W
			夜用420mm,5包15片	3.73	
		无忧裤	12片	5.49	
尤妮佳	苏菲	裸感S系列	日用250mm，2包26片	1.35	251W
		夜用超熟睡	夜用420mm，4包16片	2.19	
		安心裤	16片	5.37	

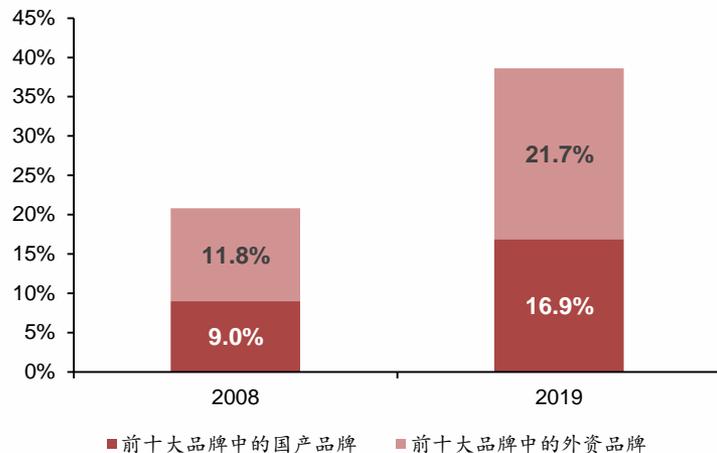
- 国产品牌价格空间打开，用户定位上与外资品牌已经并驾齐驱。从价格带来看，自由点、ABC等国产品牌在高端化的产品定位基本得到市场认可，国产高端品牌的日用卫生巾产品均价约为1.5元，夜用卫生巾均价约为2.5元，裤型产品均价约为5元，价格定位与目标群体与苏菲等头部品牌已经较为接近；且由于国产品牌新品迭代快速，可以跳出原有产品系列的定价范围，产品高端化升级后消费者对提价比较钝感，国产品牌的盈利空间逐步释放。整体来看消费者对国产品牌的产品力和高端化定价接受度比较高，使国产品牌的定价空间打开。

# 国产高端品牌份额仍有提升空间，量价齐升可期

## 2015-2019年国内卫生巾市场集中度



## 卫生巾前十大品牌市占率变化



- **国产品牌规模紧跟外资品牌扩张，份额依然有提升空间。**2008-2019年，国内卫生巾CR10从20.8%增至38.6%，其中有六家为国产品牌，份额从9%增至16.9%；外资品牌市场份额从11.8%提升至21.7%。整体来看，行业集中度有加速提升的趋势，但中高端国产品牌的份额并没有受到挤压，而是与外资品牌保持共同增长态势，一定程度上说明无论是外资还是国产的头部品牌在用户拓展的空间上均未达到天花板，都有机会在品牌化消费倾向下持续提升市场份额；而国产品牌凭借本土化的电商营销能力和新品迭代能力，有望迎来量价齐升的机遇期。

数据来源：Euromonitor，西南证券整理

# 目 录

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

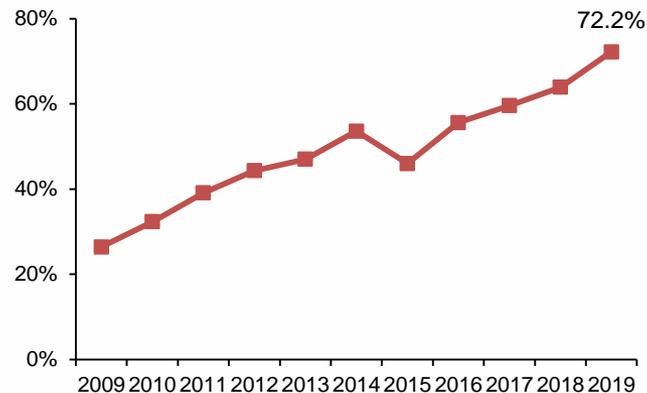
◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

# 规模较快增长，下沉市场仍具潜力

## 中国婴儿纸尿裤市场规模及增速



## 2009年-2019年婴儿纸尿裤市场渗透率

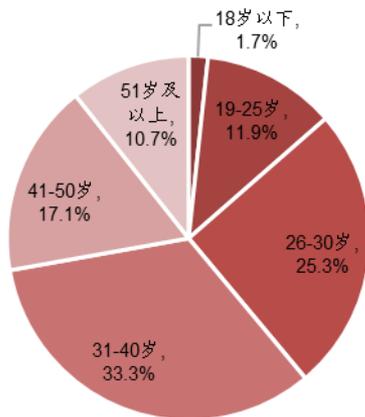


- **纸尿裤规模增速高于全球平均，下沉市场空间大。**随着国民收入提高以及消费习惯的转变，我国婴儿纸尿裤市场近年来渗透率快速提升，市场规模不断扩大。据欧睿咨询数据显示，2019年全球婴儿纸尿裤市场规模增至433.8亿美元，预计未来5年复合增速维持在3.5%，到2024年预计将达到515.3亿美元。2014-2019年中国婴儿纸尿裤市场规模从241.4亿元增至649.3亿元，复合增长率为21.9%，增速明显高于全球市场。目前，我国城市婴儿纸尿裤使用普及率已达92%，而农村地区仍低于10%，未来行业在四、五线城市的发展机遇较大。

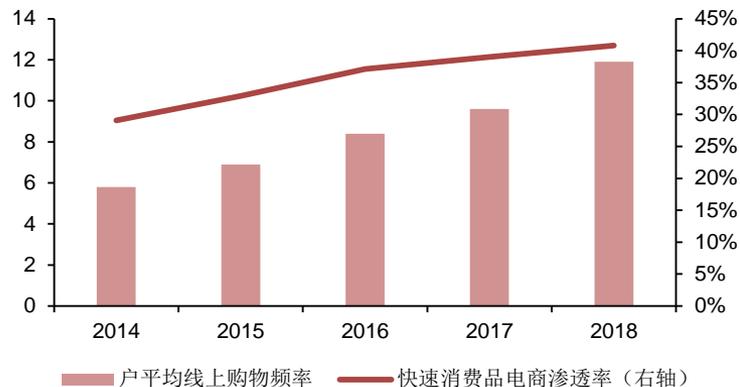
数据来源: Euromonitor, Wind, 西南证券整理

# 传统渠道式微+电商渗透率提升，流量入口趋于分散

## 2019年我国网购用户年龄构成



## 2014-2018年快消品电商渗透率及消费频率

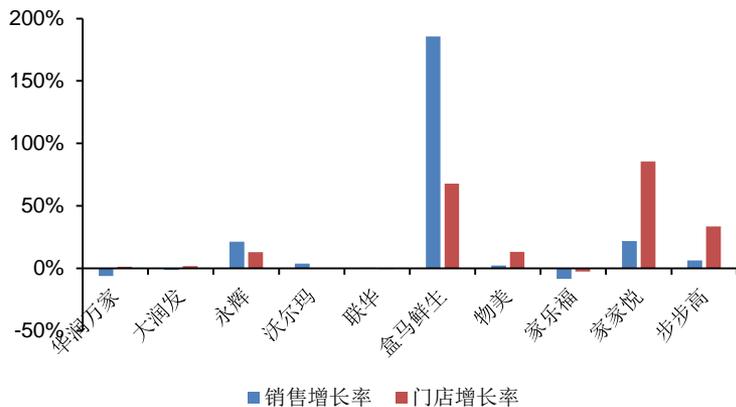


- **个护产品属性天然适合线上消费，快消品电商渗透率持续提升。**从产品属性来看，婴儿纸尿裤和女性卫生用品体积大，消费频次高，可长期囤货，线上消费极大提高了消费的便捷性，母婴及个护产品的电商渗透率持续提升。根据贝恩分析数据，2018年快消品的电商渗透率整体已经达到40.8%，消费频率和客单量也快速增长。预计随着品牌的线上渠道进一步扩张，快消品电商渗透率仍有提升空间。
- **新一代用户线上消费习惯基础良好，品牌向线上扩张业务难度较低。**互联网一代成为母婴产品消费的主流群体，线上消费习惯已经形成。根据艾媒数据中心报告显示，在网购用户当中，26-40岁用户占比过半，是我国网购主力军，而这一年龄段与现阶段新生儿父母年龄段基本重合，使母婴产品的电商渗透率提升具备天然土壤。

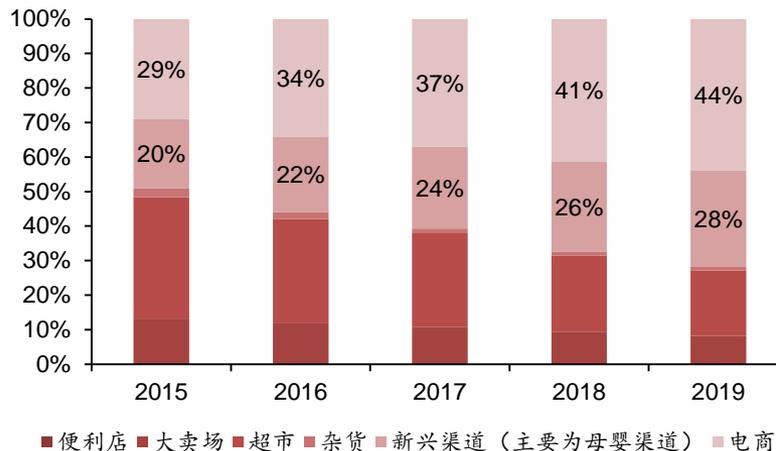
数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，艾媒咨询，西南证券整理

# 传统渠道式微+电商渗透率提升，流量入口趋于分散

## 2019年TOP10连锁超市销售和门店增速



## 2015-2019年母婴产品各销售渠道占比

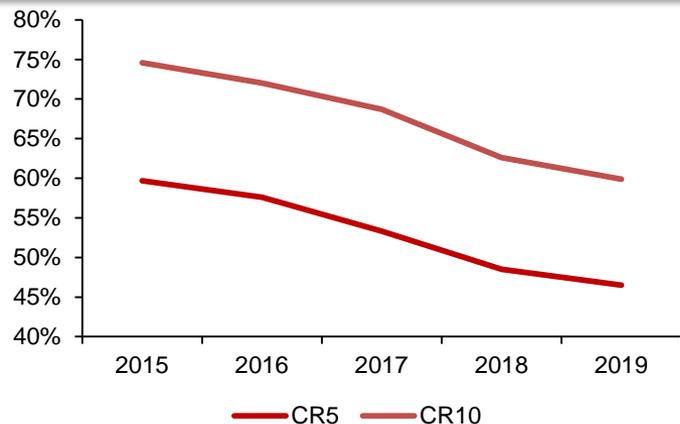


- ❑ **传统KA渠道和经销商渠道竞争较激烈，线下客流下滑。**受到电商和新零售等渠道冲击，传统渠道线下客流量的增长放缓。根据中国连锁经营协会数据，2019年除盒马鲜生销售额及门店数量分别有185.7%和67.8%的大幅增长外，其余商超销售额增速普遍为10%以下，大型商超渠道的客户被显著分流。个护品牌在传统渠道的竞争较激烈，品牌需要培养地推及导购团队，精细化制定营销策略，运营门槛较高。
- ❑ **电商及私域流量逐渐占据母婴产品的主要流量入口。**2015-2019年母婴产品的电商渗透率持续提升，从29%增长为44%，2019年电商和母婴店渠道合计占比超过70%，电商流量与私域流量占据了绝大部分流量入口。母婴产品电商及私域流量占比较高，主要由于母婴零售具备一定社群流量性质，母婴产品消费者更倾向于信任有育儿经验的人对产品使用的体验和产品推荐。

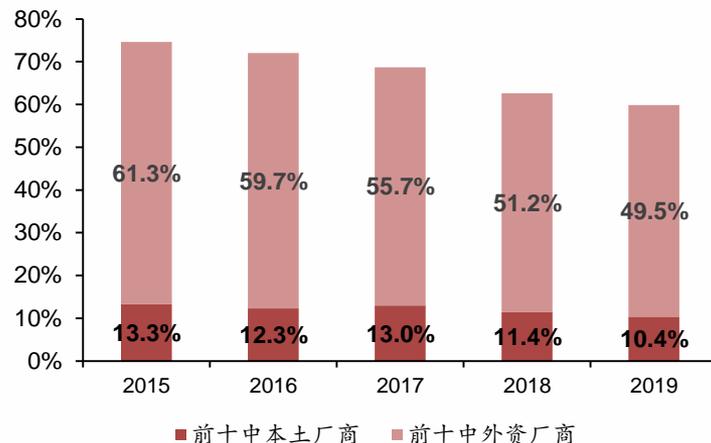
数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，中国连锁经营协会，西南证券整理

# 国产新锐品牌涌现，行业集中度下行

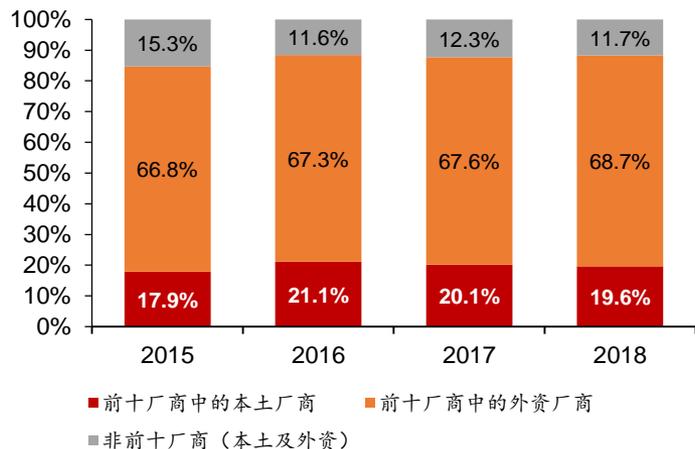
## 2015-2019年国内婴儿纸尿裤市场集中度



## 2015-2019年TOP10纸尿裤品牌市场份额



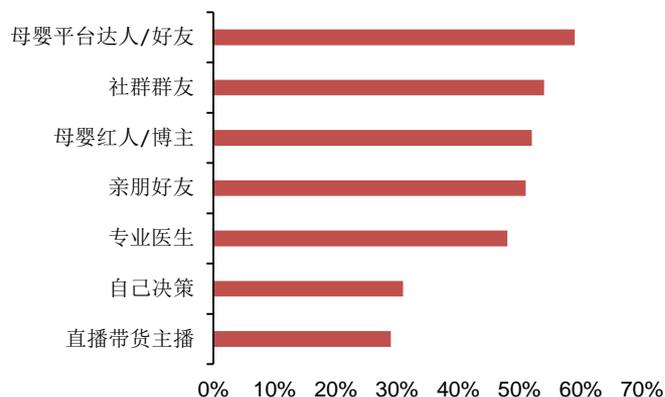
## 婴儿纸尿裤商超渠道市场份额



□ 头部市占率整体下行，国产新锐品牌快速崛起。近年行业集中度不断下滑，2015-2019年行业CR10从74.6%下降至59.9%，主要由于**母婴产品的电商渗透率快速增长，带动新锐品牌崛起**。由于外资品牌进入商超渠道较早，份额优势明显；本土品牌重点拓展电商平台，渠道运营具备一定先发优势。随着电商渗透率整体上升，消费者向线上转化，外资品牌份额下滑，2015-2019年TOP10纸尿裤品牌中外资品牌的市场份额从61.3%下滑为49.5%，降幅大于TOP10中的本土品牌，外资品牌在线下渠道的高份额优势随着线下客流量下滑而趋弱。

# 新流量入口为新锐品牌打开销售通路

## 中国母婴用户消费决策时主要参考信息来源



## 2011-2019年母婴电商交易规模及增速

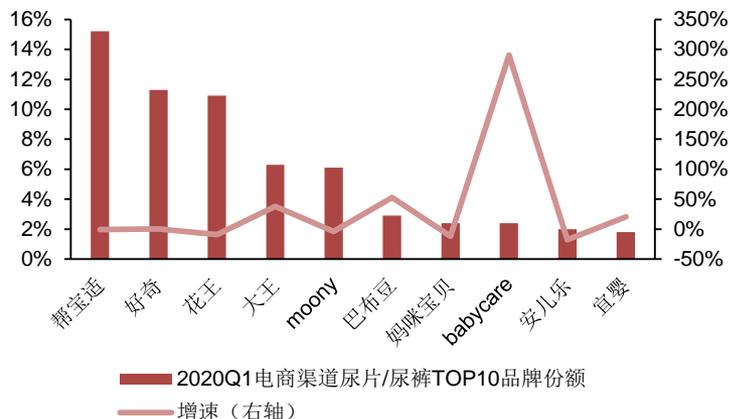


- **微商、社交电商、母婴电商等私域流量渠道扩容，新品牌得以在社群群体内建立口碑快速起量。**随着个护产品电商渗透率提升，新锐品牌通过电商、母婴社群或微商代理模式进入市场并快速赢得消费者的青睐，销售额快速增长。其中，凯儿得乐、BEABA、BabyCare、Eleser、蜜芽等国内品牌通过优质的产品 and 社群营销迅速崛起，通过内容营销提高社群活跃度，实现品牌粘性的提升和流量快速变现。母婴消费群体相对封闭的圈层性质使新锐品牌有机会从头部外资品牌的高市占率中突围，发力社群营销快速放量。

数据来源: Wind, 天猫, 西南证券整理

# 新流量入口为新锐品牌打开销售通路

## 2020Q1三大电商平台纸尿裤TOP10份额及增速



## 表：2019-2020婴儿纸尿裤品类天猫购物节销售/预售排名

排名	2019年双十一销售额	2020年618预售	2020年618销售额	2020年双十一销售额
1	帮宝适	babycare	帮宝适	帮宝适
2	moony	帮宝适	好奇	Moony
3	好奇	BEABA碧芭宝贝	大王	好奇
4	大王	大王	花王	大王
5	KAO/花王	好奇	moony	KAO/花王
6	花王/妙而舒	BEABA心宠	Babycare	花王/妙而舒
7	Babycare	尤妮佳moony海外旗舰店	巴布豆	Babycare
8	宜婴	尤妮佳moony旗舰店	宜婴	宜婴
9	爽然	巴布豆	露安适	爽然
10	泰迪熊	泰迪熊	泰迪熊	泰迪熊

- 社群营销效果显著，新品牌实现流量的快速变现。** 从天猫、淘宝、京东销售额数据来看，国产新锐品牌已经在电商渠道占据一席之地并高速增长，尤其是疫情期间海外品牌进口受限，线下渠道客流量下降，布局电商渠道的国产品牌迎来品牌影响力快速增长的窗口期。2020Q1三大平台尿片/尿裤前十大品牌中，巴布豆、BabyCare、宜婴等国产品牌均上榜，分别占据2%-3%的市场份额，其中babycare的销售额同比增长达到290.4%，已经实现了品牌力的快速变现。
- 整体来看，渠道变革使个护品牌的竞争格局并没有固化，电商渗透率提升使新锐品牌存在弯道超车的机会，顺应消费趋势强化渠道布局的品牌将优先受益。**

# 目 录

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

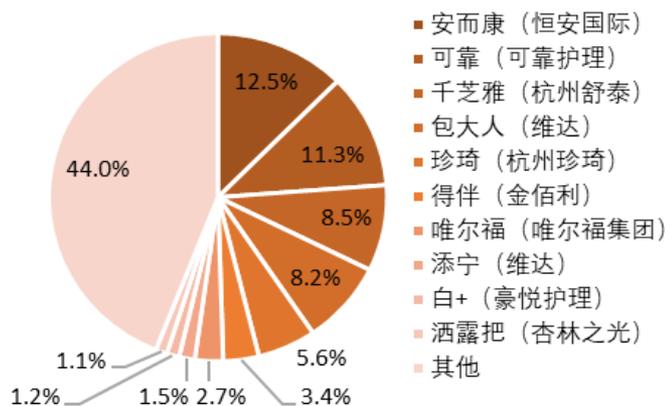
# 成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

- **行业处于导入初期，市场规模较小。**我国成人失禁用品市场起步较晚，仍处于行业发展初期，与婴儿纸尿裤和女性卫生用品相比，成人失禁用品的市场规模相对较小，规模增长缓慢，2018年行业仅为70.3亿元，同比增长11.8%。
- **行业小品牌较多，国内市场主要以价格竞争为导向，产品集中在满足基本功能的、具有较高性价比的中低端纸尿裤。**成人失禁用品小品牌众多，根据生活用纸专业委员会的统计，2018年生活用纸专业委员会统计在册的成人失禁用品生产商有448家，其中，本土生产商主要包括杭州可靠、恒安国际、千芝雅、杭州珍琦等，外资厂商主要包括金佰利、尤妮佳等，2019年成人失禁用品CR5达到46.1%。中国成人纸尿裤市场渗透率相对其他国家仍然偏低，未来随着老龄化人口进一步增长以及消费观念逐步改善将催化成人失禁用品需求增长。

### 2009-2018年成人失禁用品市场规模（亿元）



### 2019年国内成人失禁用品前十大品牌占比

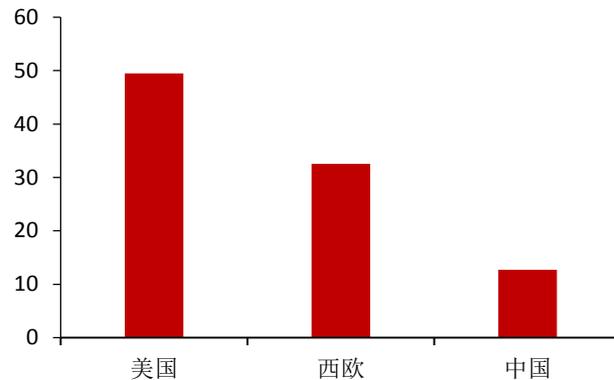


# 非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

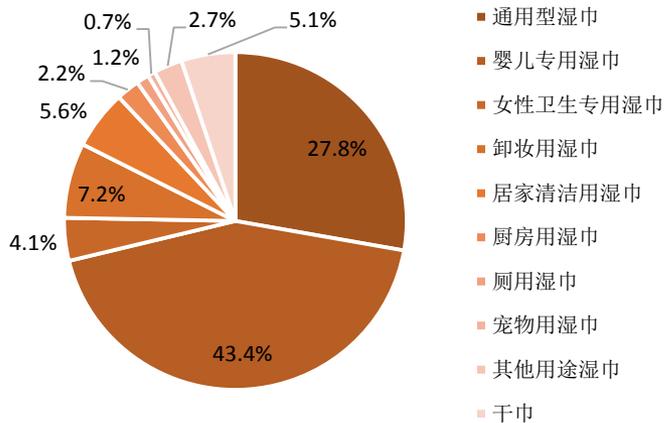
## 2010年来中国湿巾行业市场规模及增速



## 2019年中国与欧美国家湿巾市场规模（亿美元）对比



## 2018年各品类擦拭巾产量占比



□ **我国湿巾行业处于快速成长期。**湿巾在2003年之前消费者认可度一直较低，非典爆发后，国人卫生意识显著增强，湿巾行业规模快速增长，近年来增速都保持在10%以上，2019年行业规模达87.8亿元，同比增长13.7%。与欧美发达国家相比中国湿巾行业的市场规模仅为美国市场的25.7%和欧洲市场的39.1%，规模成长空间依然较大。

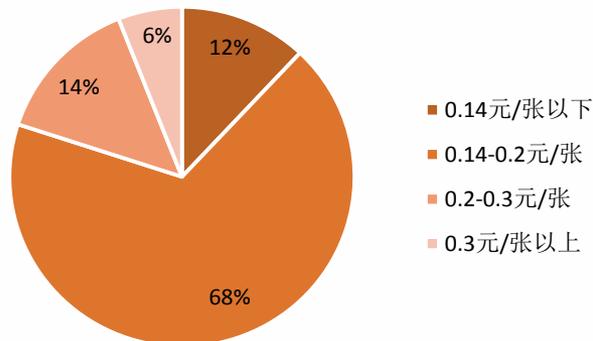
□ **湿巾市场品类和需求多样，产品细分化明显。**消费升级背景下消费群体对卫生护理产品的功能性和个性化需求日益增强。过去几年，湿巾应用从个人清洁到家居清洁，再到特种清洁全面延伸发展，产品细分化明显。2018年擦拭巾中占比最大为婴儿专用湿巾，占比43.4%，其他产品功能更加细分化，满足消费群体的功能性和个性化需求。

# 非吸收性卫生用品：棉柔巾赛道品牌众多，消费者忠诚度高

## 2013-2019年中国棉柔巾市场需求量（亿张）



## 我国棉柔巾市场各价格层次分布



## 表：各品牌棉柔巾单价对比

品牌	单包价格 (元)	张数 (张)	尺寸 (mm)	每张价格 (元)
好奇	19.8	80	200*120	0.248
好孩子	14.5	100	200*120	0.145
棉花秘密	15.5	100	200*150	0.155
顺顺儿	18	30	200*150	0.6
全棉时代	13.5	100	200*110	0.135
十月结晶	13.9	100	200*120	0.139
子初	18.9	100	200*100	0.189
Nuby	22	80	200*140	0.275
爱得利	10	100	200*150	0.1
Babycare	15.8	80	200*120	0.198
Cottontree	19.9	80	200*120	0.249

- **棉柔巾市场需求处于爆发期，增长迅速。**2014年国内棉柔巾市场需求量仅为2.4亿张，2018年已增至163.5亿张，复合增长率达132.6%，市场需求量较大。天猫排名前三的品牌为全棉时代（44%），babycare（20%）、安慕斯（6%），三者合计占比70%。
- **棉柔巾定位高端，消费者忠诚度较高。**目前国内主流市场价格在0.14-0.2元/张左右。但由于棉柔巾主要接触面部肌肤，婴儿、产妇、敏感肌肤者和美妆护肤频率高的人群更愿意为高质量付出高价格，且忠诚度较高。未来随着国民收入提升、消费升级，具备品牌知名度的企业将获得更大市场份额。

# 目 录

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

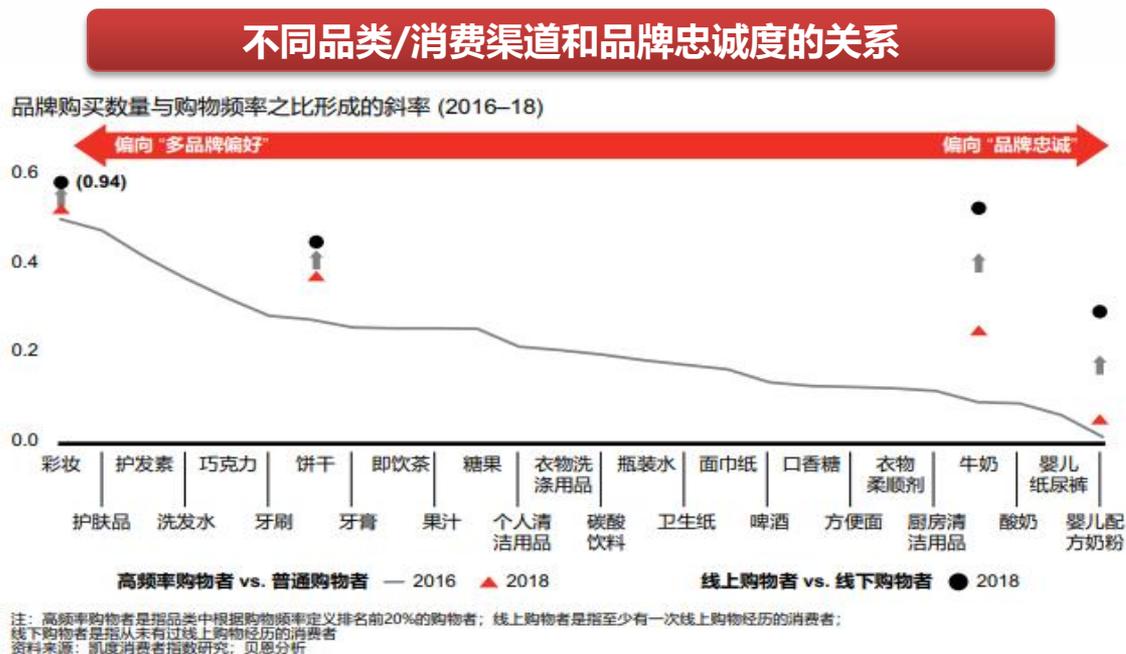
非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

## ◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

# 新锐品牌崛起，ODM议价能力改善

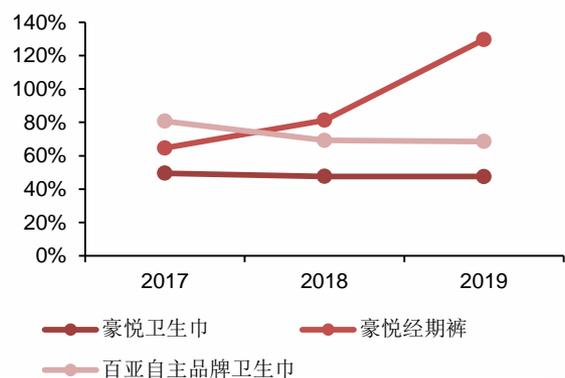
- **小品牌入局使ODM议价能力改善。**由于电商平台和新零售等渠道崛起，流量入口趋于分散，给新锐品牌更多获取流量的机会。目前新锐品牌多以轻资产运营模式为主，增加ODM采购比例可将管理能力专注于深耕社群营销和渠道建设，是更具性价比的合作模式，且新品牌自建或外购产能并形成一定规模尚需时日，短期内与ODM制造商的合作关系较为稳定。整体来看ODM制造商面对的品牌客户规模较小且增长较快，订单增长较为可观，且ODM的议价能力相对于承接大客户订单时有所提升。



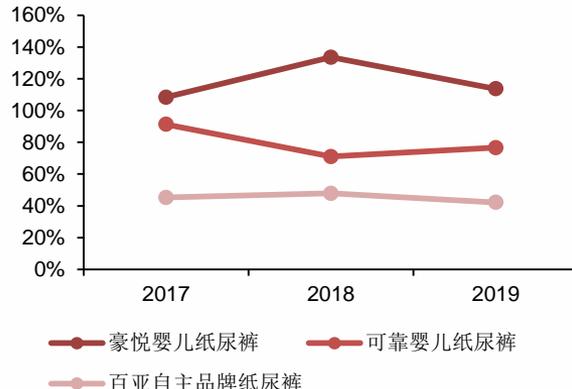
# 新锐品牌崛起，ODM议价能力改善

- **集中小品牌订单，规模优势显现。**个护产品的产能利用率偏低，各企业核心产品生产线的产能利用率普遍在60-80%。产能利用率不高主要由于个护产品型号多，多SKU导致生产转产时间长，规模效应不够明显。因此部分品牌商将一些新起量的品类外包给ODM生产商，ODM生产商在集合多家订单后能集约化生产，提升制造效能和产能利用率。且由于这些新品的单价和附加值较高，ODM生产商也能获得相对较高的盈利能力。

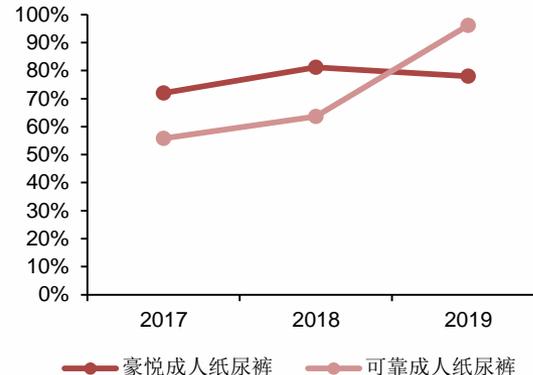
## 卫生巾产线产能利用率



## 婴儿纸尿裤产能利用率



## 成人纸尿裤产能利用率

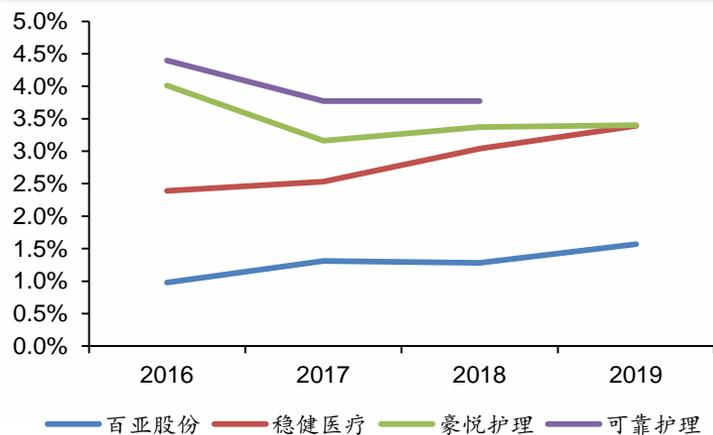


数据来源: Wind, 各公司公告, 西南证券整理

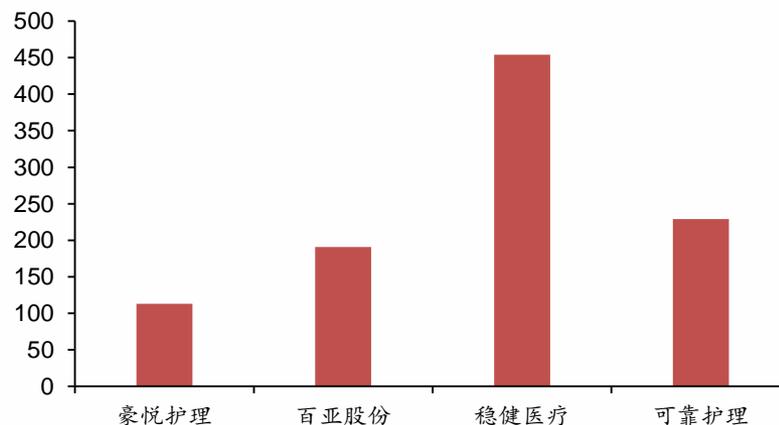
## 新锐品牌崛起，ODM议价能力改善

- **ODM集研发设计生产于一体，创造市场需求。**经过多年普及，女性卫生用品和婴儿卫生用品渗透率已经较高，一次性卫生用品行业已经渡过了产品全面导入阶段，行业机会更多来自消费升级背景下新品需求的释放。ODM制造商在生产过程中掌握研发环节，可以根据客户需求主导产品设计。在市场调研及新品研发过程中制造商可以及时了解市场需求，推出具备市场潜力的新品，帮客户赢得更多市场份额，主动进行研发设计的ODM制造商甚至可以以革新性的产品设计引领市场需求。

### 2016-2019年各企业研发费用率



### 各企业专利数量



数据来源: Wind, 各公司官网, 西南证券整理

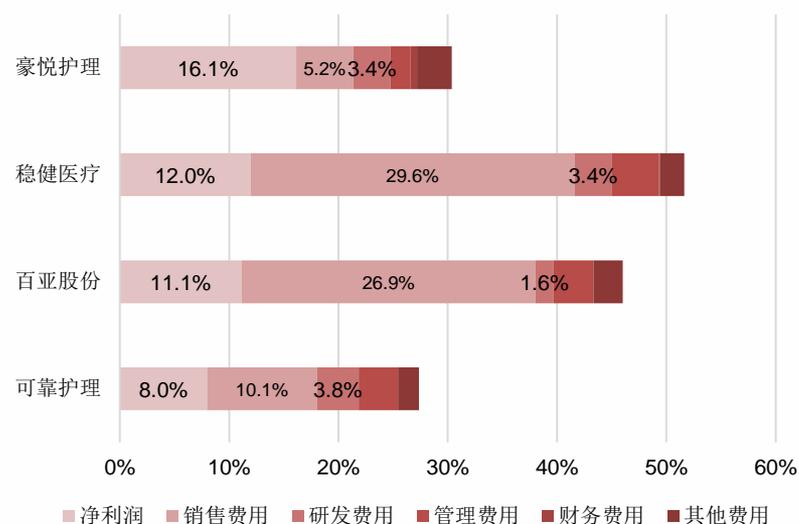
## 新锐品牌崛起，ODM议价能力改善

- 研发提升产品附加值，制造商亦享高盈利。** ODM主导研发的高端化新品为品牌商扩大了提价空间，品牌商盈利能力提升。例如根据各品牌电商平台数据，具备一定研发技术壁垒的经期裤产品和复合芯体纸尿裤产品定价大幅高于常规卫生巾及木浆芯体产品。随着ODM的新设计受到品牌商的广泛使用，ODM制造商的产品可以形成先发优势，品牌商将对独家设计给予一定的研发溢价，ODM的盈利天花板随之抬升。

### 经期裤和复合芯体纸尿裤与常规产品单价对比

	经期裤	规格	卫生巾	规格
苏菲	5.37	16片装	2.19	夜用420mm
七度空间	2.39	15片装	2	夜用420mm
ABC	5.49	12片装	3.73	夜用420mm
自由点	4.3	20片装	2.71	夜用430mm
	复合芯体	规格	木浆芯体	规格
帮宝适	2.28	L	1.54	L
花王	/	/	2.02	L
Babycare	4.94	L	/	/
Beaba	3.58	L	/	/

### 2019年各公司净利润及各项费用占收入比



数据来源：各公司公告，各品牌天猫旗舰店，西南证券整理

# 目 录

## ◆ 千亿个护市场，结构性机遇促量价齐升

女性卫生用品：高渗透率下新品频出，高端化趋势明显

婴儿卫生用品：流量入口分散，国产新锐品牌涌现

成人失禁用品：行业处于导入期，产品以高性价比为主

非吸收性卫生用品：湿巾市场处于成长期，需求多元化

## ◆ 国产研发质造崛起，ODM议价能力提升

## ◆ 相关个股：关注研发、制造、渠道三大优势

# 百亚股份（003006）：立足西南放眼全国，品牌性加速成长

## □ 投资逻辑：

1) 公司在川渝等核心销售区域用户基础扎实，积累了丰富的渠道运营经验，在川渝、云贵陕、两湖等核心销售区域的空白渠道仍有渗透空间，电商渠道有效覆盖了短期内难以触达的区域，形成线上线下互补发展；2) 近年公司新品推出节奏加快，品牌形象高端化，价格带逐步提升；3) 公司在自有产线和设计工艺持续投入，产品品质和制造能力有望再上台阶，优质的产品力将加快渠道迭代，进而扩大销售半径走向全国。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年EPS分别为0.43元、0.55元、0.68元，对应PE 56倍、44倍、35倍。考虑到公司自主品牌增长较快，在价值链中处于优势地位，且随着销售区域不断扩大，电商渠道快速放量，未来成长可期，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

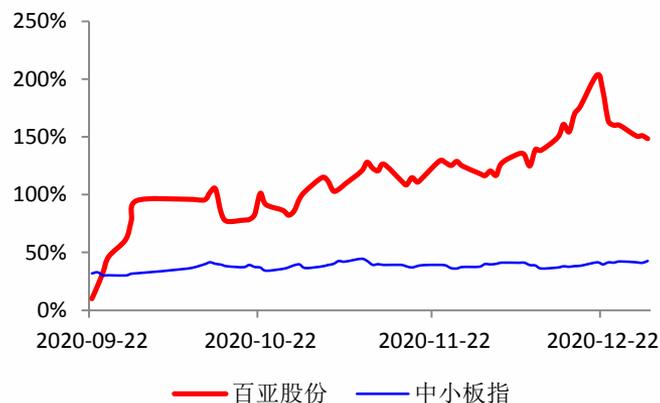
原材料价格大幅波动的风险，下游商超客户拓店不及预期的风险，电商渗透率提升不及预期的风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1149.41	1299.99	1619.12	1974.95
营业收入增长率	19.59%	13.10%	24.55%	21.98%
归母净利润（百万元）	128.15	183.69	234.65	290.46
净利润增长率	43.43%	43.33%	27.75%	23.78%
EPS（元）	0.30	0.43	0.55	0.68
P/E	80	56	44	35

数据来源：Wind，西南证券（截至2020/12/29）

WWW.SWSC.COM.CN

## 股价表现

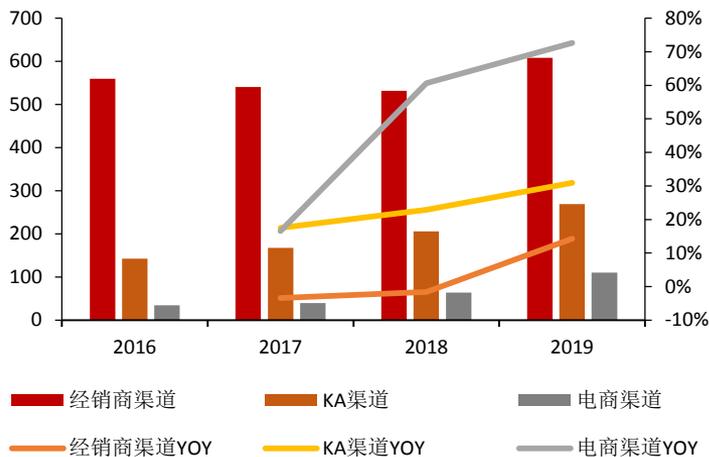


数据来源：Wind，西南证券整理

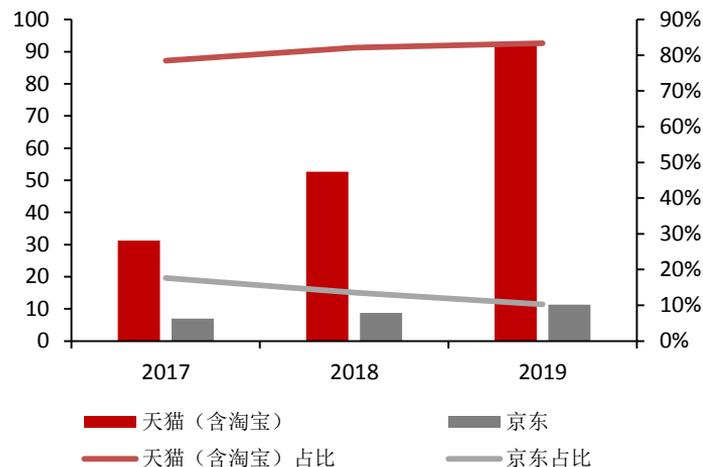
# 百亚股份（003006）：立足西南放眼全国，品牌性加速成长

- KA渠道客户关系稳定，销售规模不断提升。**公司KA收入规模不断提升，2019年KA渠道收入规模达到2.7亿元，2017-2019年KA渠道复合增速达到26.9%。公司主要与有较强市场影响力的KA客户合作，公司目前与永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高、贵州合力和大润发等7家品牌影响力较大且实力雄厚的KA客户建立了稳定的合作关系。公司在商超的营销与推广具备丰富经验，长期来看公司在主要销售地区的商超运营经验可灵活应用至其他地区，外埠地区的KA渠道扩展能力具有明显优势。
- 线上渠道快速放量，电商团队运营能力提升。**2020年上半年疫情加速了用户消费习惯向线上转变，公司积极建设电商渠道实现快速放量，2019年电商渠道收入规模达到1.1亿元，占比达到9.7%。2017-2019年电商渠道复合增速达到66.6%。此外，公司电商团队的管理能力持续提升，公司与专业电商团队合资成立了电商控股子公司，由经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺，进一步扩大了公司产品销售的覆盖面。

2016-2019公司产品销售收入情况（百万元）



2017-2019公司各电商平台销售收入（百万元）

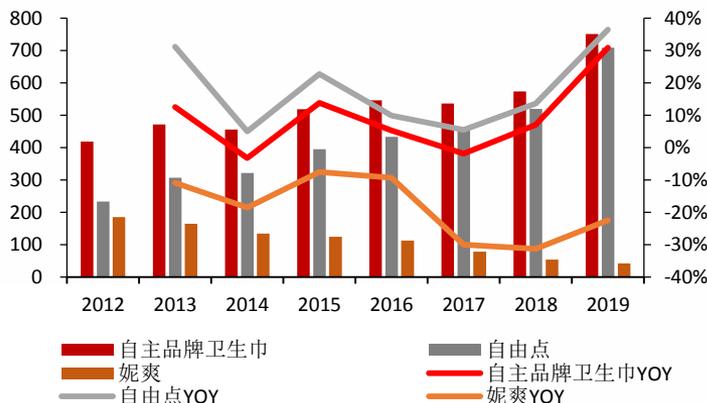


数据来源：Wind，西南证券整理

# 百亚股份（003006）：立足西南放眼全国，品牌性加速成长

- “自由点”品牌已在市场上建立了良好的品牌形象，具备认可度。“自由点”作为公司的明星品牌，近年收入持续高增长，2017-2019年分别实现营收4.6/5.2/7.1亿元，增速分别达5.5%、13.6%、36.4%。目前，“自由点”品牌已成为公司主要收入来源，2019年“自由点”营收占公司总营收比例达61.6%。与竞品相比，自由点终端价格处于中上水平，凭借其“活力动感形象”和深入人心的广告营销在年轻女性群体中拥有较高知名度，中高端产品不断丰富，在主要销售地区品牌忠诚度较高，产品销量不断上行。
- 新品快速迭代，揽新能力显著提升。公司通过持续创新不断迭代“自由点”品牌下的细分系列，2015年以“隐秘、隐感、隐痕”的设计理念推出“隐形”系列卫生巾，2016年以“高体验、高颜值”为特点推出“掌控君”条形包系列产品；2017年以“YY结构芯体”为特点推出“无感无忧”系列产品；2019年推出有机纯棉产品，以健康无添加的理念吸引品质用户；2020年投建安睡裤生产线，预计达产后公司每年可增约8000万片安睡裤产能。新品推出有效帮助品牌圈粉新用户，创造新的需求点，整体来看公司对产品结构的梳理逐渐明晰，对消费者需求和市场新品做到快速反馈，品牌市场竞争力不断提升。

### 公司自主品牌卫生巾产品营收及增速



### 公司自主品牌卫生巾产品平均销售价格（元/片）



# 豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM领先制造商强势突围

## □ 投资逻辑：

1) 公司与下游快速放量的新锐品牌绑定订单、与国际大品牌拓展合作新品，业绩有较强支撑；2) 设计研发能力处于行业领先地位，在经期裤和复合芯体纸尿裤产品的研发具备领先优势，细分赛道成长性高，有望充分把握行业结构性发展机会；3) 制造成本处于行业较低水平且随着生产规模扩大仍有下行空间，产业链议价力强，制造规模优势突出，成长空间广阔。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年EPS分别为6.32元、6.97元、8.15元，对应PE分别为31倍、28倍、24倍。考虑到公司设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

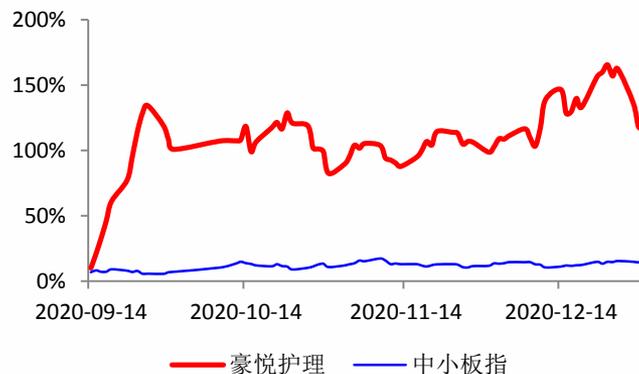
原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

业绩预测和估值指标				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1953.38	2778.65	3364.36	4018.89
营业收入增长率	34.76%	42.25%	21.08%	19.45%
归母净利润（百万元）	315.32	673.68	743.09	869.79
净利润增长率	70.35%	113.65%	10.30%	17.05%
EPS（元）	2.96	6.32	6.97	8.15
P/E	66	31	28	24

数据来源：Wind，西南证券（截至2020/12/29）

WWW.SWSC.COM.CN

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM领先制造商强势突围

- 经期裤研发壁垒持续加深，市占率行业领先。**在经期裤方面，公司是较早申请相关技术专利的国内制造商之一，也是目前产量最大的国内制造商。公司于2011年开始研发经期裤，于2012年申请了相关专利，2013年公司与尤妮佳联合开发的经期裤产品成功上市并获得了较好的市场反响。2016-2018年公司经期裤产品销售额在国内市场占有率连续3年保持第1，2018年公司经期裤的市占率达到40.2%。
- 纸尿裤芯体研发技术已取得先发优势。**公司对纸尿裤核心部分吸水芯体持续深入研究，于2010年研发出新型无木浆多维复合芯体结构，目前已升级到第4代无木浆多维复合芯体，具有轻薄、柔韧、不易断层，吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点，同时兼具干爽、透气、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次。2016-2018年公司婴儿纸尿裤产品占国内行业生产总量的比重分别为0.8%、1.7%和3.4%，预计下游品类升级的趋势将带动公司份额较快成长。
- 应收账款账期较短，产业链议价力强。**公司应收账款周转率高于行业平均水平，2019年应收账款周转率达到22.4次。2019年公司账龄在1年以内的应收账款占比为99.9%，对下游具备较强的议价能力。

2016-2018年公司经期裤产量及市占率

	2016	2017	2018	2019E
豪悦经期裤年产量（万片）	1995.8	4477.78	8870.1	15817.1
市占率	55.30%	45.80%	40.2%	38%
行业生产规模（万片）	3609	9777	22065	41624

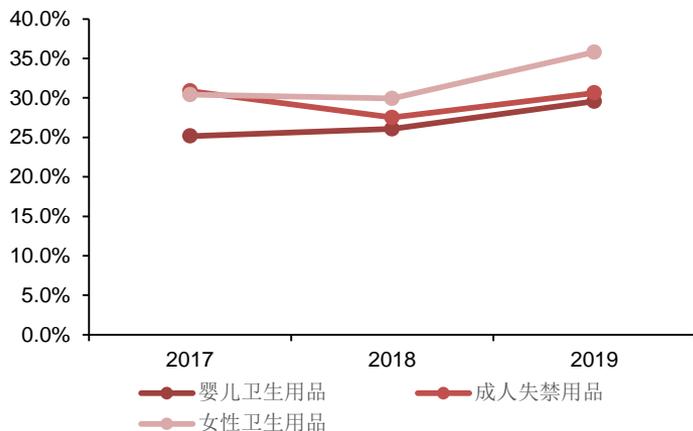
可比公司应收账款周转率



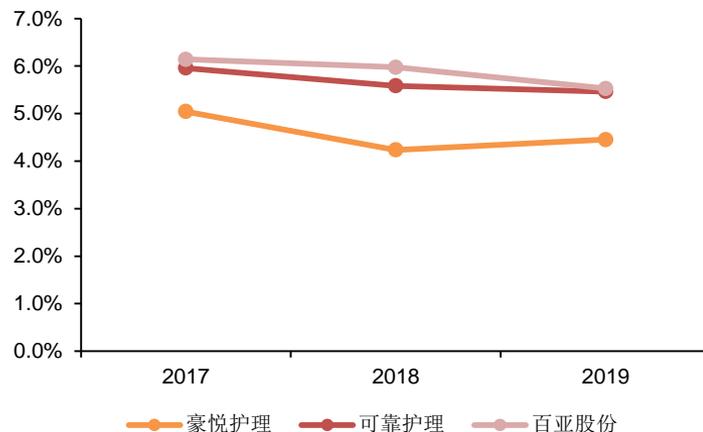
# 豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM领先制造商强势突围

- **原材料成本控制能力较强，成本可部分向下游转嫁。** 公司原材料价格主要受石油价格影响，2018年石油价格上行，带动下游衍生品价格上涨，公司原材料成本有所上升，但毛利率保持相对稳定。而在19年原材料下行期公司产品毛利率大幅提升，表明公司能将盈利留存体内，产业链上定价能力较强。
- **制造费用占比较低，单位制造成本企稳，规模效应突显。** 与可比公司相比，公司直接材料占收入比重处于较高水平，约为60%，而制造费用占比相对更低，约为4-5%，证明随着公司生产规模逐渐扩大，制造的规模效应逐渐突显。

### 2017-2019年各品类毛利率



### 可比公司制造费用占收入比



数据来源：Wind，西南证券整理

# 稳健医疗（300888）：产品力+渠道力协同，构筑健康生活消费大品牌

## □ 投资逻辑：

1) 凭借医用全棉水刺无纺布技术，主打“安全、舒适、医用级”等特点，培育出以母婴消费者为代表的忠实消费群体，尤其是棉柔巾产品，其销量、品质和口碑在市场中均处于领先地位；2) 线下渠道以直营连锁门店为主，2020年全棉品牌保持较快开店步伐，预计全年新增门店数可达50家，品牌逐渐向二三线城市下沉变现，在营门店平均收入仍然呈现上行趋势，渠道扩展空间广阔；3) 小程序销售规模表现亮眼，占私域流量比例在10%-20%，零售新生态逐渐形成。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年EPS分别为9.4元、5.2元、6.48元，对应PE 18倍、32倍、26倍。考虑到公司品牌知名度壁垒较高，渠道扩展加速，医疗业务在全球疫情反复后有望保持较大规模，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

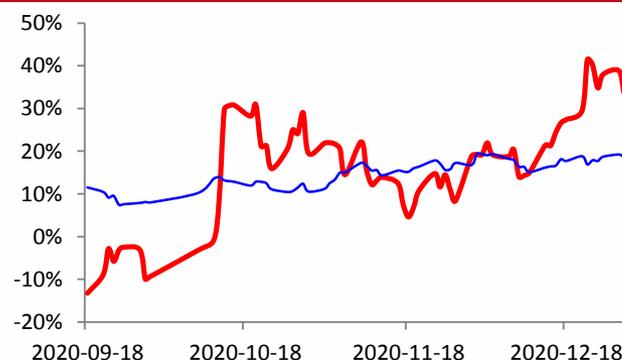
新业务开拓不及预期的风险；线下渠道扩张不及预期的风险；海外业务销售波动较大的风险；汇率波动较大的风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4574.63	13533.02	10680.17	12211.02
营业收入增长率	19.16%	195.83%	-21.08%	14.33%
归母净利润（百万元）	546.29	4009.30	2218.77	2763.06
净利润增长率	28.64%	633.91%	-44.66%	24.53%
EPS（元）	1.28	9.40	5.20	6.48
P/E	132	18	32	26

数据来源：Wind，西南证券（截至2020/12/29）

WWW.SWSC.COM.CN

## 股价表现



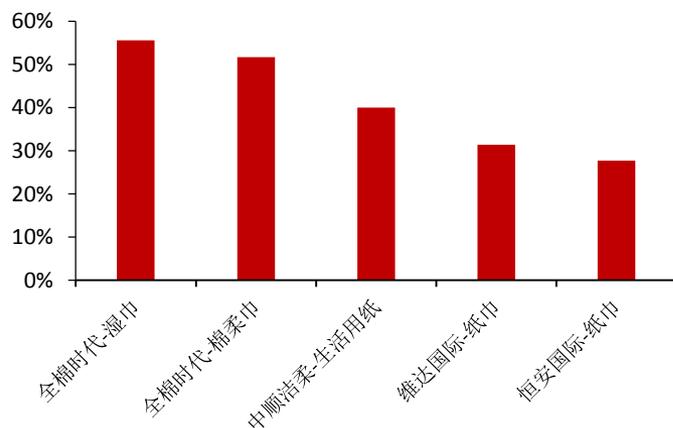
— 稳健医疗 — 沪深300

数据来源：Wind，西南证券整理

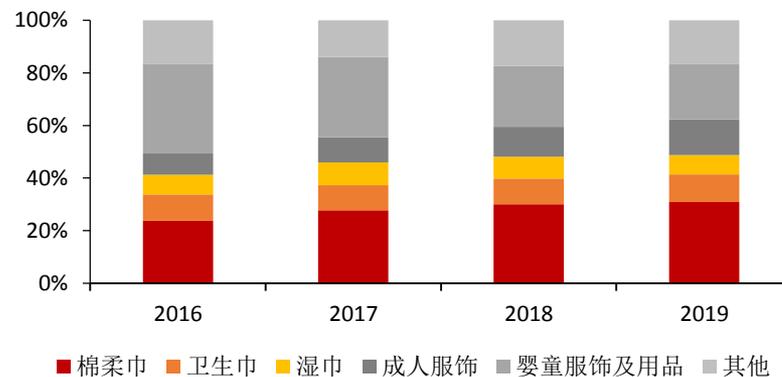
# 稳健医疗（300888）：产品力+渠道力协同，构筑健康生活消费大品牌

- **受众群体广泛，瞄准中高端市场。**公司的“全棉时代”品牌树立“医用、安全”的形象，目标消费群体为一、二线城市的中高层次收入人群，产品附加值高，用户粘性强。2017-2019年在售PureCotton全棉时代产品SKU数量分别为1.4万个、2.4万个和2.7万个，增速分别为75.6%和11.6%。2017年至2018年，全棉时代连续两年位列天猫“双11”母婴类目成交金额的第二名，2019年“双11”，全棉时代旗舰店以单日4.73亿元成交额的成绩，位列母婴类目成交额第六名、家庭清洁类目店铺成交额第一名以及品牌成交额第五名。
- **高端品产品力突出，毛利水平优越。**公司高端品类如棉柔巾等产品销量、品质和口碑在市场中均处于领先地位。产品毛利率高于行业其他公司。2019年，公司日用消费品业务各产品毛利率均超过50%，其中卫生巾毛利率高达70%，湿巾、棉柔巾等定位高端、功能更细分的产品毛利率也显著高于传统生活用纸。

### 2019年全棉时代和洁柔、维达、恒安产品毛利率对比



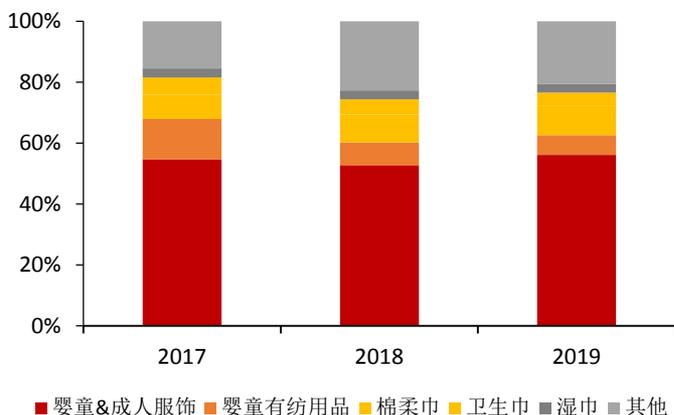
### 2016-2019年公司日用消费品收入构成



# 稳健医疗（300888）：产品力+渠道力协同，构筑健康生活消费大品牌

- **线下渠道以直营连锁门店为主，单店收入处于上升区间。**2019年线下渠道销售收入占比达到83.8%。随着公司不断加强线下渠道建设，公司线下收入高速增长。2017-2019年，公司消费品业务线下收入分别为7.5/10.4/13.5亿元，占比为分别为35%/43.6%/44.5%，增速分别为38.8%、29.8%。2017年末至2019年末，公司在营门店数量从146家增至250家，公司期末在营门店平均收入仍然呈现增长趋势，2017-2019年分别为443.5、446.4、464.9万元/家，增速分别为0.7%、4.2%，公司线下直营门店扩张的边际效应递增。
- **加大线上推广投入以提高品牌影响力，小程序引流降低获客成本。**公司线上销售主要通过天猫、京东两大平台进行，借助“天猫直通车”、“钻石展位”、“双11”等线上促销活动提高品牌影响力。2017-2019年，公司健康生活消费品业务通过线上渠道实现收入分别为13.9/13.4/16.8亿元（增速-3.6%、25.4%），占消费品业务的比重为64.8%/56.2%/55.4%。同时公司加大官网和小程序的引流力度，有利于降低获客成本并使渠道产品深度融合。

### 公司消费品业务直营连锁门店各产品收入占比



### 公司消费品业务电商渠道营收构成





西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhl@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn