

# 一般零售

## 复盘亚洲卫护龙头尤妮佳经营之道，看中国市场路在何方

证券研究报告

2021年03月10日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《一般零售-行业深度研究:全球家用投影仪市场空间广阔,智能微投品类持续渗透》2021-03-08
- 《一般零售-行业深度研究:海外电商渗透率提升&中国产品能力提升推动跨境电商行业快速发展,看好中国制造的品牌化出海机会》2021-01-27
- 《一般零售-行业点评:后疫情时代消费加速反弹,国庆黄金周表现亮眼》2020-10-16

尤妮佳是亚洲最大的卫生用品制造品牌商,全球排名第三。1961年诞生以来业绩持续增长,现已成为年销售额7000亿日元的跨国公司,婴儿护理/女性护理/成人护理/宠物护理等多个细分业务亚洲市场排名靠前。复盘尤妮佳的发展之路,我们发现:

- 产品研发是核心,先发优势很关键。**尤妮佳最初制造和销售建筑材料,1963年进入女性卫生用品市场,正值日本卫生巾渗透率初期。尤妮佳率先将无纺布&吸收体技术引进卫生巾制造工艺,推出首款使用SAP作为吸液材料的纸尿裤,推出定位“追求母亲的舒适”的裤型纸尿裤,通过“渐进式开发”的产品研发策略,开辟更多细分市场。
- 品类延伸和区域拓展是低天花板赛道的必经之路,新业务布局不可忽视协同性。**20世纪80年代,日本人口增长放缓,进入90年代后,持续萎靡的经济导致国内出现严重通货紧缩,商品均价持续下降。尤妮佳抓住机遇,分别于1986和1987年进入宠物和成人护理业务;同时开拓海外市场,重点进军处于市场渗透率初期、经济和人口增长潜力较大的亚洲市场。
- 渠道布局要因地制宜,营销策略需与产品、品牌形成正反馈。**跨国公司组织层级多,需重视反馈速度。2013-2016年,尤妮佳忽略了中国市场纸尿裤电商渠道的兴起,以及消费者对中高端纸尿裤的产品升级需求,其妈咪宝贝纸尿裤品牌(定位高性价比)自2012年达到市占率巅峰10.4%后一路下滑,后又通过Moony品牌(定位中高端)以及加强线上渠道建设扳回一城。

**国内婴儿/女性卫护市场长期空间有限,成人失禁市场潜力可观;走出国门,走向全球方更长久。**婴儿纸尿裤、女性卫生巾和成人失禁用品的市场空间可粗略测算为:终端零售市场规模=目标使用人群\*渗透率\*人均使用片数\*片均单价。女性卫生巾渗透率已于2017年达到100%,婴儿纸尿裤2019年渗透率达72.2%,而成人失禁市场目前仅为个位数。长期来看,我国人口结构婴儿数量和适龄女性数量大方向向下,即使渗透率每年提升3-5pct和单价每年提升5%-15%情况下,我们认为婴儿纸尿裤与女性卫生用品市场高位水平各自有望达到千亿人民币市场空间;成人失禁市场仍有较大突破空间,但短期存量市场规模有限,不足百亿人民币。

我们认为,整个卫生护理赛道本质上是低加价倍率、产品品类迭代速度较慢,在过去二胎红利、渠道流量转换、芯体技术变革的催化下,涌现出一批优秀的ODM代工厂商:①**短期来看**,纸尿裤新锐品牌崛起,中小品牌混战过程中,ODM代工厂商凭借长期实践中积累的know-how、生产制造的规模化效应,能够保证较低的生产成本、稳定的产品质量,溢价权较强。②**中期来看**,ODM代工厂商要想持续保持较高的业绩增速,国内竞争日渐激烈且天花板有限的前提下,跟随头部大客户走向海外/选择渗透率较低的领域发展自有品牌,开辟新战场不失为好选择。③**长期来看**,目前国内卫护赛道从生产制造到品牌销售,体量较大有港股的恒安国际,且其卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品均有布局。但恒安胜在传统线下渠道,弱在消费者偏好更新和流量变化局势下,新品迭代和新业态渠道营销反应速度较慢。复盘亚洲卫护龙头尤妮佳的经营之道,现阶段国内激励机制充分、拥有制造端或者品牌渠道端先发优势的企业,都有跑出来整合产业上下游的机会,看好稳需求赛道头部公司市占率提升空间。

投资建议:推荐卫生护理赛道公司豪悦护理(605009.SH),百亚股份(003006.SZ),建议关注可靠护理(待上市)。

风险提示:原材料价格上涨风险,行业竞争加剧风险,品牌声誉风险

## 内容目录

1. 尤妮佳：五十九载缔造传奇，亚洲第一卫护制造品牌商 .....	5
1.1. 从日本走向全球，多国市场龙头地位显著 .....	5
1.2. 个人护理构筑业务核心，持续增长投资回报可观 .....	9
2. 他山之石：观巨头崛起之路，鉴卫护行业成功逻辑 .....	11
2.1. 历史复盘：“无纺布&吸收体”大道至简，勇闯海外终成亚洲第一 .....	11
2.1.1. 1961-1980 年：女性护理业务积累技术经验，婴儿护理业务助力二次增长 .....	11
2.1.2. 1981-2000 年：勇者无畏出走海外，不惧逆风持续增长 .....	12
2.1.3. 2001-2010 年：聚焦核心业务，重塑增长基础 .....	12
2.1.4. 2011 年至今：加快收并购进程，全球化业务快速增长 .....	13
2.2. 经营之道：产品创新领跑市场，渠道营销因地制宜，拓品类&出海突破市场限制 .....	15
2.2.1. 渐进式开发产品策略，重视细节持续研发迭代 .....	15
2.2.2. 全品类延伸覆盖消费者全生命周期，进军海外突破国内天花板 .....	18
2.2.3. 渠道布局因地制宜，营销策略灵活多变 .....	21
2.3. 尤妮佳婴儿纸尿裤中国专题：失落的妈咪宝贝，姗姗来迟的 Moony .....	22
3. 路在何方：中国卫护市场展望 .....	25
3.1. 复盘日本市场，长期看好成人失禁细分赛道 .....	25
3.2. 代工&品牌各有所长，勇毅笃行方显英雄本色 .....	30
4. 投资建议 .....	33
5. 风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1：尤妮佳产品在多国市场取得领先地位 .....	5
图 2：尤妮佳海外拓展发展史 .....	8
图 3：尤妮佳历年收入变动（单位：亿日元） .....	9
图 4：2017 年尤妮佳分业务收入结构 .....	9
图 5：2019 年尤妮佳分市场收入结构 .....	9
图 6：2015-2019 尤妮佳毛利率与营业利润率 .....	10
图 7：2015-2019 尤妮佳费用率 .....	10
图 8：日本区域营业利润率较高（%） .....	10
图 9：2015-2019 年尤妮佳归母净利润与净利率（百亿日元） .....	10
图 10：2015-2019 年尤妮佳 ROA 与 ROE（%） .....	10
图 11：2015-2019 尤妮佳经营性现金流（百亿日元） .....	11
图 12：2015-2019 年尤妮佳每股现金分红与股息支付率（日元） .....	11
图 13：尤妮佳 1984-2000 年渠道分布与工厂规划 .....	12
图 14：价格竞争效应在 2000-2004 年较为显著 .....	13
图 15：日本护理服务体系由居家护理与机构护理两部分构成 .....	13

图 16: 尤妮佳业务整合时间线 .....	13
图 17: 2010-2019 年印尼纸尿裤品牌市占率 (%) .....	14
图 18: 2011 年后尤妮佳海外渠道拓展 .....	14
图 19: 日本女性卫生巾市场发展概览 .....	15
图 20: 日本婴儿纸尿裤市场发展概览 .....	16
图 21: 凭借 SAP 纸尿裤产品, 尤妮佳实现日本纸尿裤市场份额第一 (%) .....	16
图 22: Moony 畅销单品纸尿裤包装设计变更 .....	17
图 23: cool-fresh 产品 .....	18
图 24: 小包装尿布 .....	18
图 25: 尤妮佳产品线实现家庭消费全覆盖 .....	18
图 26: 尤妮佳市场渗透率模型 .....	18
图 27: 日本人口结构变迁趋势图 .....	19
图 28: 尤妮佳业务遍布全球 .....	19
图 29: 尤妮佳分区域固定资产 (十亿日元) .....	20
图 30: 尤妮佳产能数据 (十亿日元) .....	20
图 31: 日本/中国/印尼卫护产品渠道分布 .....	21
图 32: 2002-2010 年纸尿裤公司市占率 .....	22
图 33: 中国婴童尿裤市场份额 (按公司, %) .....	23
图 34: 中国婴童尿裤市场份额 (按品牌, %) .....	23
图 35: 亚太地区为世界最大的婴儿纸尿裤市场 .....	26
图 36: 2023 年婴儿尿布和湿巾市场规模分布 .....	26
图 37: 成人失禁现已成为日本个卫行业最大细分市场 .....	26
图 38: 成人失禁市场为近年来唯一正增长市场 .....	26
图 39: 日本人口结构变迁及推算 .....	27
图 40: 中国人口结构目前与日本 1990 年水平相当 .....	27
图 41: 日本成人失禁市场发展概览 .....	27
图 42: 辖区采购目录所提供的产品清单, 其中尤妮佳与白十字为主要供应商 .....	29
图 43: 全球成人失禁用品渗透率 .....	29
图 44: 国内轻、中/重度成人失禁用品市场增速预测 .....	29
图 45: 卫生巾原材料成本占到单位营业成本的 77% .....	30
表 1: 尤妮佳发展简史 .....	5
表 2: 尤妮佳旗下品牌 .....	6
表 3: 尤妮佳业务遍布多国 .....	8
表 4: 2011 年以来尤妮佳收购标的 .....	13
表 5: 尤妮佳产品持续革新 .....	17
表 6: 尤妮佳针对不同地区设计差异化产品 .....	17
表 7: 尤妮佳无纺布生产商 .....	20
表 8: 尤妮佳营销方式多样 .....	22
表 9: 花王在华渠道发展 .....	23
表 10: 尤妮佳中国市场产品定位 (价格标的为 L 码胶贴型纸尿裤) .....	24

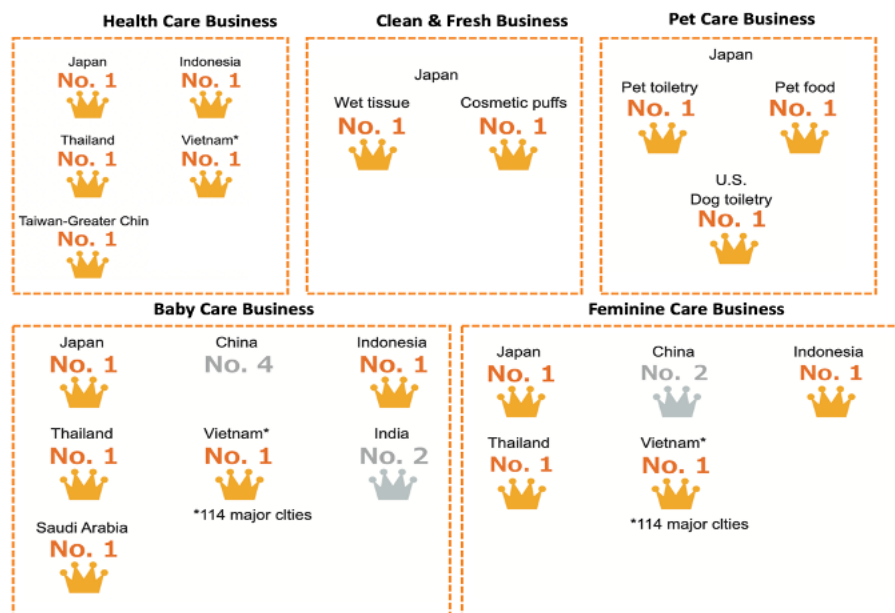
表 11: 卫护产品全球市场分布 .....	25
表 12: 失禁垫为日本成人失禁市场主导产品, 轻度失禁产品近年有所增长 (亿日元) ..	28
表 13: 东京都北区护理用品供应服务 .....	29
表 14: 吸液芯体的变革 .....	30
表 15: 豪悦/百亚/可靠自有品牌布局 .....	31
表 16: 豪悦/百亚/可靠 ODM 收入占比 .....	31
表 17: 豪悦/百亚/可靠产能对比 .....	32
表 18: 豪悦/百亚/可靠财务对比 .....	32

## 1. 尤妮佳：五十九载缔造传奇，亚洲第一卫护制造品牌商

### 1.1. 从日本走向全球，多国市场龙头地位显著

尤妮佳 Unicharm 前身为高原庆一郎于 1961 年创立的大成化工株式会社，英文名“Uni” & “Charm”寓意“独一无二，包罗万象，魅力永驻”。现任社长高原豪久于 2001 年上任，为创始人高原庆一郎的长子。尤妮佳最初制造和销售建筑材料，1963 年进入女性卫生用品市场，同时利用前期积累下的无纺布与木浆加工技术，进一步丰富产品结构。1974 年推出卫生棉条同时拓展清洁护理业务、1981 年延伸至婴儿护理业务、1986 年开启宠物护理业务、1987 年发展成人护理业务。尤妮佳自诞生以来业绩持续增长，现已成为年销售额 7000 亿日元的跨国公司，2019 年各细分业务日本本土市占率均为第一，是亚洲最大的卫生用品制造品牌商，全球第三大卫生用品制造品牌商，仅次于欧美龙头宝洁、金佰利。

图 1：尤妮佳产品在多国市场取得领先地位



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

尤妮佳的发展史划分为 4 大阶段：

- 转型渗透期 (1961-1980)：** 尤妮佳最早为建材生产制造商，后转型制造无纺布产品，自 1963 年开始生产和销售卫生巾，引领日本妇女卫护用品行业。
- 快速扩张期 (1981-2000)：** 日本国内市场的日益成熟，促使尤妮佳在 80 年代积极开拓海外业务，主要侧重于具有良好增长前景的亚洲市场。
- 业务聚焦期 (2001-2010)：** 千禧年左右，随着市场竞争加剧，尤妮佳业绩有所下滑。2002 年，建材业务被剥离，无纺布与吸收性材料产品相关业务被确定为核心业务板块，品牌升级和产品更新扩充速度明显加快。
- 全球化加速增长期 (2011-今)：** 尤妮佳加速海外市场收购步伐，除亚洲市场外，进一步开拓非洲与南美市场。

表 1：尤妮佳发展简史

发展阶段	重要事件
转型渗透期	1961 年，高原敬一郎创立大成化工株式会社，从事建材生产销售
1961-1980	1963 年，开始销售女用卫生巾
	1974 年，尤妮佳株式会社成立，开始销售卫生棉条、化妆棉、餐巾纸等产品

	1976 年, 东京证券交易所二部上市, 1985 年被准许在一部交易
快速扩张期	1981 年, 婴儿纸尿裤 “Moony” 发布
1981-2000	1984 年, 在中国台湾成立合资企业
	1986 年, 进入宠物护理业务
	1987 年, 成人纸尿裤 “Lifree” 发布, 在泰国成立合资公司
	1988 年, 成立金塔尤妮佳, 发展旅游业务
	1993 年, 在荷兰成立合资公司, 在阿拉伯成立裤型纸尿裤技术联盟
	1994 年, 在韩国成立合资工厂
	1995 年, 进入中国, 在上海成立合资公司
	1997 年, 在印尼成立合资公司, 在马来西亚成立第一家海外 100%全资子公司, 并与 SCA 一起成立成人护理合资企业 Unicharm Molnlycke K.K.
业务聚焦期	2002 年, 剥离建材业务
2000-2010	2002 年, 在菲律宾设立子公司
	2005 年, 收购沙特阿拉伯海湾卫生用品
	2006 年, 在韩国设立子公司, 收购资生堂集团 “-in” 女性卫生巾业务
	2008 年, 在印度设立子公司, 收购澳大利亚本土纸尿裤生产商 APPP
	2009 年, 在美国设立子公司
	2010 年, 在埃及设立子公司
全球化加速增长期	2011 年, 收购越南黛安娜卫护制造商
2011-至今	2013 年, 收购缅甸护理卫护制造商
	2018 年, 收购泰国瑞德国际卫护制造商
	2014 年, 进入巴西, 同年在圣保罗州建厂投产
	2017 年, 沙特阿拉伯第三工厂竣工
	2018 年, 印度第三工厂竣工

资料来源: 尤妮佳官网, 尤妮佳年报, 天风证券研究所

集团现由尤妮佳株式会社 (Unicharm Corporation)、56 家子公司和 4 家联营公司组成, 分为个人护理与宠物护理两大事业部。其中个人护理又细分为婴儿护理、女性护理、健康护理 (成人护理)、清洁护理等类目。目前集团中从事个人护理业务的子公司有 48 家, 宠物护理业务的子公司有 14 家, 其他相关业务的子公司有 8 家。

母公司拥有 Moony、MamyPoko、Sofy、Lifree、Silcot 等知名品牌, 部分东南亚国家子公司拥有自主品牌。纸尿裤方面, 高端品牌 Moony 在日本、中国两地销售, 主打性价比的 Mamypoko 主要瞄准新兴市场, 泰国地区的子公司 DSG 拥有 Babylove、Fitti 和 PetPet 品牌。女性护理方面, 主品牌为苏菲, 后又从狮王、资生堂处收购 -in 和卫生棉条品牌 Elldy, 越南地区拥有 Diana 品牌。成人护理方面, Lifree 为日本国民成人护理品牌, 19 年公司整体轻度失禁市场市占率达 60%。清洁护理方面, Silcot 舒蔻创立于 1978 年, 主要销售化妆棉洗脸巾等清洁产品, 市占率日本第一。宠物护理方面, 1998 年兼并味之素宠物公司后获得国民宠物护理品牌 Gaines 佳乐滋, 产品远销欧美。

表 2: 尤妮佳旗下品牌

事业部	品牌名	图片	描述	销售地区	自有/收购
婴儿护理	Moony		尤妮佳旗下高端婴儿护理品牌, 销售高附加值产品	日本、中国	自有



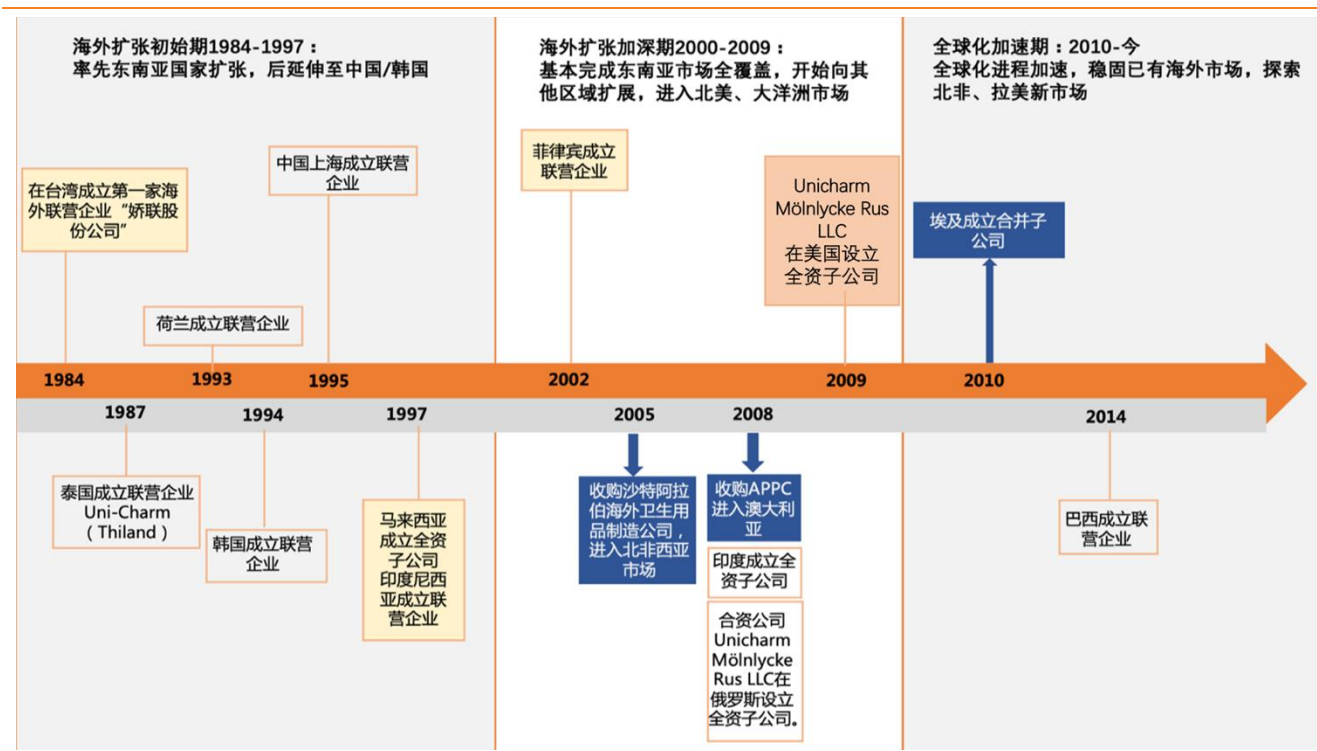
	Mamypoko 妈咪宝贝		1983 年创立，主打性价比的平价婴儿护理品牌	日本、中国、东南亚	自有
女性护理	Sofy 苏菲		1997 年进入中国，高端女性卫生护理品牌	日本、中国、东南亚、欧美	自有
	-in		2005 年从资生堂收购卫生巾业务获得，定位年轻女性	日本	收购
	Eldy		卫生巾品牌，2002 年从日本狮王株式会社收购	日本	收购
成人护理	Lifree 乐互宜		1987 年创立，日本最畅销的成人护理品牌，定位有失禁问题的老年人	日本、中国、东南亚	自有
	Charm-up		成人护理品牌，定位成年女性，尤其是生育后有失禁问题的女性	日本	自有
清洁护理	Silcot 舒蔻		1978 年创立，主要产品为化妆棉/卸妆巾/洗脸巾等清洁用品	日本、中国、东南亚	自有
	Wave-kun		生活用纸品牌，用于日常家居清洁	日本	自有
	超快适/超立体		口罩品牌，分为超舒适/超立体/儿童用三条产品线	日本、中国	自有
宠物护理	Gaines 佳乐滋		日本国民宠物护理品牌，产品远销欧美	日本、中国、北美、东南亚	收购

资料来源：尤妮佳官网、天风证券研究所

积极推动海外扩张，收购本土卫护制造商抢占市场份额。自 1980 年起，尤妮佳开始海外扩张，1984 年进军中国台湾，随后延伸至东南亚各国，1995 年在上海设立合资公司，2008 年进入印度，2010 年进入埃及，2014 年在巴西设立子公司并建厂。对于具有长期增长潜力且劳动力资源相对充沛的地区，例如亚洲、中东、北非和南美，尤妮佳自建工厂和渠道，

并将管理权大部分移交给当地子公司，保证能迅速响应当地市场需求变化，印尼子公司于2019年底在当地证券交易所上市。另外公司还积极收购本土卫护制造企业，宠物业务则通过收购发达国家强相关企业进行补足，通过收购实现目标市场份额的快速扩张。

图 2：尤妮佳海外拓展发展史



资料来源：尤妮佳官网、尤妮佳年报、天风证券研究所

表 3：尤妮佳业务遍布多国

区域	国家/地区	Baby care	Feminine Care	Health Care	Clean & Fresh	Pet Care	Production	Sale
东亚/东南亚	中国	●	●	●	●	●	●	●
	中国台湾	●	●	●	●	●	●	●
	韩国	●	●	●	●	●	●	●
	泰国	●	●	●	●	●	●	●
	越南	●	●	●	●	●	●	●
	缅甸	●	●	●	●	●	●	●
	马来西亚	●	●	●	●	●	●	●
	新加坡	●	●	●	●	●	●	●
	印度尼西亚	●	●	●	●	●	●	●
大洋洲	澳大利亚	●		●				●
	菲律宾	●	●	●				●
西亚/北非	沙特阿拉伯	●	●	●			●	●
	埃及	●	●	●			●	●
	印度	●	●	●			●	●
欧洲	荷兰	●		●			●	●
	俄罗斯	●					●	●
北美	美国			●		●	●	●



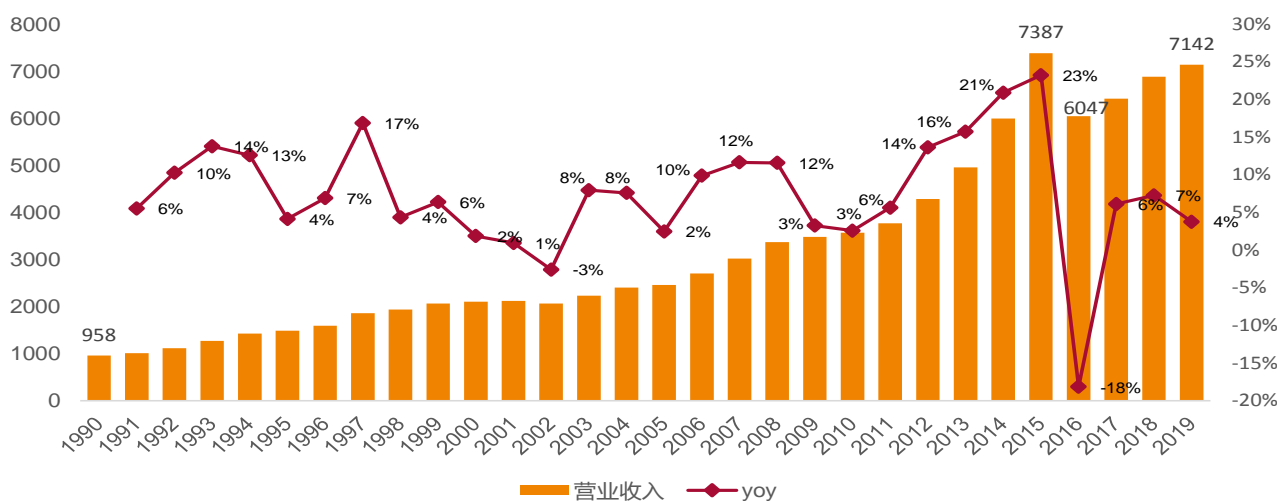
加拿大  
南美 巴西

资料来源：尤妮佳官网、天风证券研究所

## 1.2. 个人护理构筑业务核心，持续增长投资回报可观

营收稳步增长，2019 年突破 7000 亿日元。1990 年以来，尤妮佳整体收入保持稳步增长，2012-2015 年收入增速明显加快。由于进行会计准则调整，2015 年会计期间由 3 月 31 日调整为 12 月 31 日，2016 年部分会计科目入账方式调整( 促销费用和销售折扣抵减收入 )，收入确认口径差异导致 2016 年营收回落较大。2019 年实现收入 7142 亿日元，同增 3.8%，16-19 年营收 CAGR 为 5.7%。

图 3：尤妮佳历年收入变动（单位：亿日元）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

分业务来看，个人护理板块（包括婴儿、女性、成人和清洁护理）为主要收入来源。2017 年个人护理业务收入占比 87.6%；宠物护理业务占比 12.4%。细分来看，2017 年婴儿护理收入占比 44.9%，女性护理占比 20.5%，成人和清洁护理占比 21.1%，其他业务占比 1%。近年来整体业务结构变化不大，婴儿护理业务占比略有提升。

分市场来看，日本市场占比逐年下降，新兴市场成为新的驱动力。2006 年尤妮佳日本地区收入占比为 74.6%；随着海外开拓步伐的加快，2011 年日本市场占比降至 58.1%，中国市场占比提升到 11.9%。2019 年日本市场占比进一步下降至 38.3%，中国市场为 12.5%，中国以外的亚洲市场占比提升较快为 33.7%，其余地区占比为 15.5%。

图 4：2017 年尤妮佳分业务收入结构

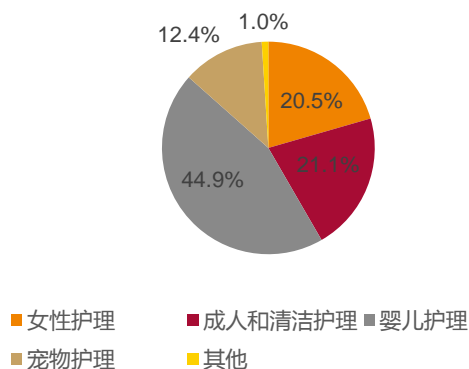
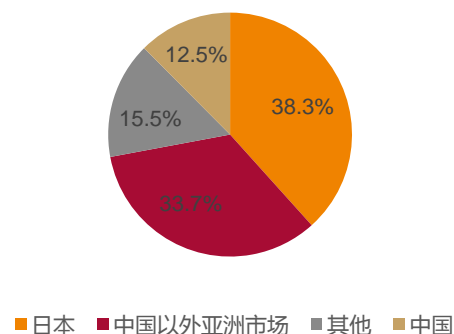


图 5：2019 年尤妮佳分市场收入结构

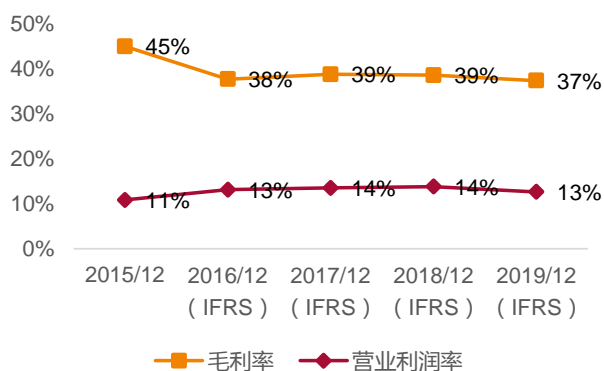


资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

资料来源: 尤妮佳年报, 天风证券研究所

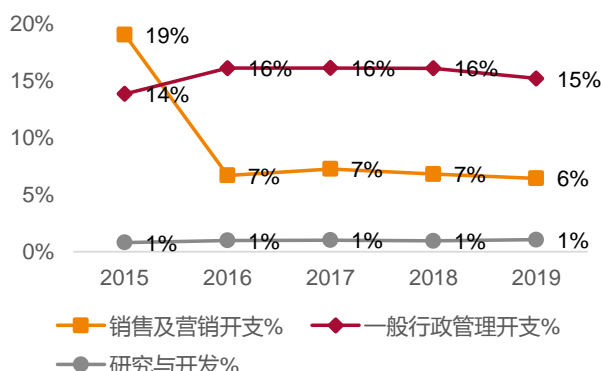
2019 年尤妮佳毛利率 37%，营业利润率 13%，日本区域营业利润率较高。2000 年-2015 年，尤妮佳的毛利率保持在 40%-46%之间，2016 年由于会计准则调整，毛利率有所降低至 37%-39%之间。16-19 年，一般行政管理费用率在 15%-16%水平之间；销售及营销费用率在 6%-7%水平之间；研究与开发费用率在 1%左右。营业利润率在 11%-14%区间，近年来营业利润率保持上扬趋势，得益于高溢价产品的推广与销售。2019 年营业利润同比下滑 5.6%，主要由于日本市场分销成本的上升。分区域来看，2019 年日本、亚洲和其他区域的营业利润率分别为 15.8%/11.8%/6.7%左右，日本区域 17 年来营业利润率有所下滑，亚洲区域上升趋势较猛。

图 6: 2015-2019 尤妮佳毛利率与营业利润率



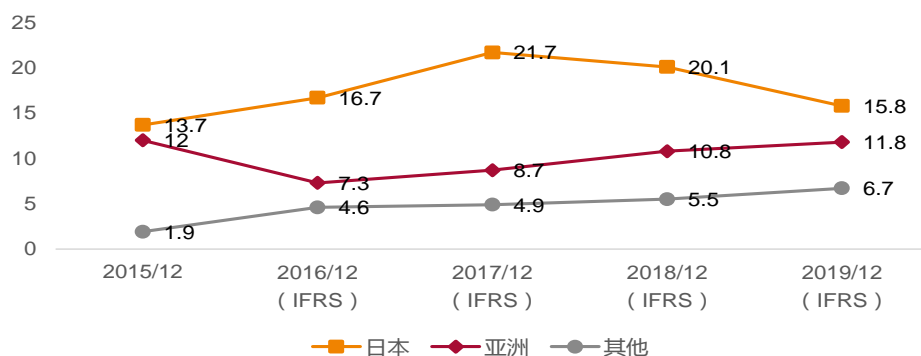
资料来源: bloomberg、天风证券研究所

图 7: 2015-2019 尤妮佳费用率



资料来源: bloomberg、天风证券研究所

图 8: 日本区域营业利润率较高 (%)

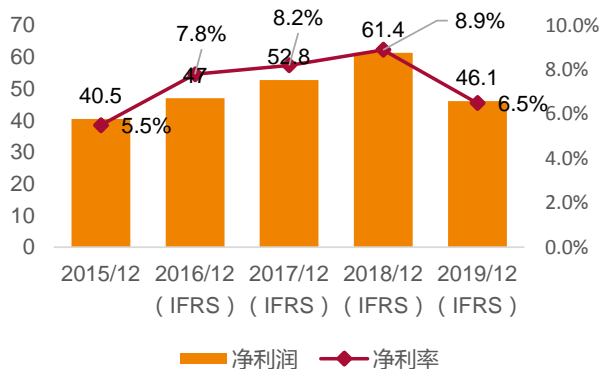


资料来源: 尤妮佳年报、天风证券研究所

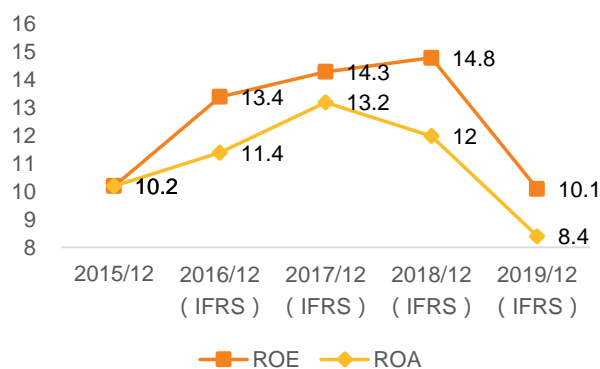
净利润总体呈上升趋势，19 年减值损失导致净利润锐减。2019 年，中国地区纸尿裤业务未达预期，尤妮佳对部分纸尿裤生产设备进行处理，计提减值损失 119.87 亿日元。此外，2018 年收购的 DSG 经过业务整合和分销渠道重组后，与 19 年度相关的无形资产（与客户有关的资产）计提 55.43 亿日元减值损失，对净利润造成一定影响。2019 年尤妮佳净利率为 6.5%，下滑 2.4 个百分点。

图 9: 2015-2019 年尤妮佳归母净利润与净利率 (百亿日元)

图 10: 2015-2019 年尤妮佳 ROA 与 ROE (%)



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

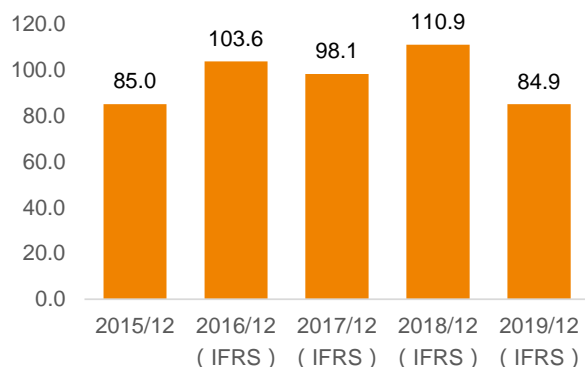


资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

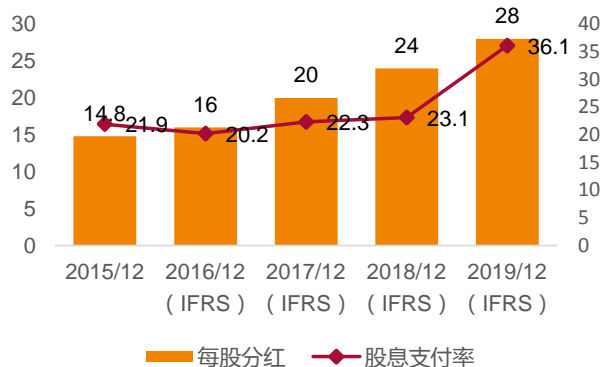
**最大化稳定现金流，再投资成长业务实现正循环。**持续经营带来的稳定现金流使得尤妮佳能够积极投资于成长性业务，并有足够的现金支付股利或回购股票。2020 年尤妮佳将进一步投资于个人护理业务与宠物护理业务，计划投资 455 亿日元购置卫生用品制造设备，15 亿日元用于购置宠物用品生产设备。

图 11：2015-2019 尤妮佳经营性现金流 (百亿日元)

图 12：2015-2019 年尤妮佳每股现金分红与股息支付率 (日元)



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

## 2. 他山之石：观巨头崛起之路，鉴卫护行业成功逻辑

### 2.1. 历史复盘：“无纺布&吸收体”大道至简，勇闯海外终成亚洲第一

#### 2.1.1. 1961-1980 年：女性护理业务积累技术经验，婴儿护理业务助力二次增长

**女性市场的第一桶金。**1961 年，高原敬一郎（现任 CEO）创立大成化工株式会社，主要从事建材的生产销售。在美国考察时发现了当地商超渠道堆积如山的女性卫生巾，遂萌生了做女性卫生巾的想法，彼时日本国内百货店中对女性卫生巾的需求量很大。2 年后，尤妮佳开始正式生产销售“Charm”卫生巾。此时日本市场的主导女性卫护品牌为“安妮”，归属于实力雄厚的三美电机，占领大部分卫生巾市场，“Charm”在“安妮”产品的基础上对柔软性和吸收性进一步提升。而在营销方面，“Charm”在产品外包装上设计精美，与“安妮”放在同一货架销售时更加受到女性群体的青睐，“Charm”卫生用品的销量逐渐上升。

1974 年，冈田产业株式会社吸收合并大成化工，并更名为尤妮佳株式会社。清洁护理业务

也一并从 Charm 工业株式会社转移至尤妮佳，主要生产销售化妆棉、餐巾纸等产品。同年对女性卫生用品进行品类扩张，推出卫生棉条。1976 年，尤妮佳在东京证券交易所第二部上市。1981 年，尤妮佳推出“Moony”一次性尿布，正式进入婴幼儿护理领域。

### 2.1.2. 1981-2000 年：勇者无畏出走海外，不惧逆风持续增长

**顺应人口结构变化，积极拓品覆盖更多消费人群。**尤妮佳于 1987 年开始生产和销售成人纸尿裤“Lifree”。另外，由于老龄化社会下对宠物陪伴的需求增加，1986 年尤妮佳开始生产和销售宠物护理产品，目的是使人们更健康 and 卫生地照顾宠物。同时期，公司也涉猎了婚姻信息服务、教育事业和度假村业务。

**1980 年至 2000 年，出走海外，覆盖主要亚洲发展中经济体。**1984 年，尤妮佳选择台湾作为海外扩张的第一站，在台湾成立“娇联卫生用品制造公司”，开启了全球化的第一步。此后又相继于 1987 年进入泰国，1993 年进入荷兰，同年在阿拉伯成立裤型尿布技术联盟。1994 年进入韩国，1997 年进入马来西亚、印度尼西亚。1995 年，尤妮佳在中国上海成立联营公司，并于 1997 年推出苏菲品牌。

**针对不同市场采取差异性投资策略。**在对外投资策略上，尤妮佳对不同市场有所区分，在成熟的市场诸如荷兰，提供技术指导合作与生产许可，获取稳定收益；亚洲市场则从头到尾参与到投资建设的过程中，设立合资公司，构建渠道，并在中国台湾、上海、泰国、印尼等地投资建厂。在沙特阿拉伯，与海湾卫生用品公司成立联营公司，提供技术许可生产婴儿用品。

图 13：尤妮佳 1984-2000 年渠道分布与工厂规划



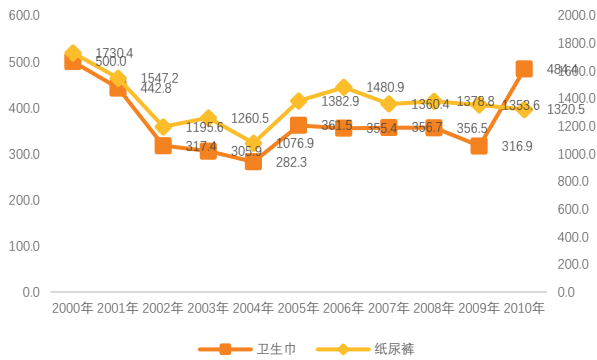
资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

### 2.1.3. 2001-2010 年：聚焦核心业务，重塑增长基础

**进入 21 世纪，出生率下降、价格竞争加剧、原材料成本上升压制日本本土市场发展。**以纸尿裤为例，1999 年 8 月至 2001 年 8 月，日本一次性婴儿尿布的 average 零售价格下降了 10% 以上。竞争的加剧导致尤妮佳在 2001 年净利润仅为 99.0 亿日元，同比锐减 21.2%。

**人口结构与制度政策变化给予成人失禁市场更多机会。**日本老龄化社会趋势持续，2000 年，日本开始实施全面保险制度，老龄化消费潮来临。日本护理服务项目分为两种护理类型：一是居家护理，二是专业机构护理。在《长期护理保险法》实施前，成人失禁产品相关费用不在设施治疗费等保险待遇范围内，作为使用费单独收取。该法案实施后，长期护理福利设施服务、长期护理保健设施服务、长期护理治疗设施服务、社区长期护理福利设施的住户，以及短期住宿护理、短期住宿护理、预防性短期住宿护理的使用者，其尿布费用均可由保险补助金支付。

图 14：价格竞争效应在 2000-2004 年较为显著



资料来源：日本产经省、天风证券研究所

图 15：日本护理服务体系由居家护理与机构护理两部分构成

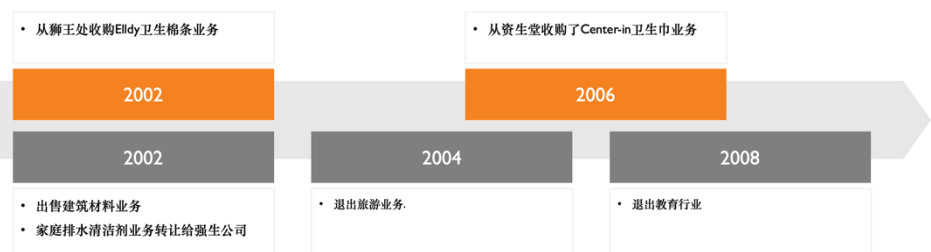


资料来源：大阪商工会議所、天风证券研究所

为了确保海外业务的顺利拓展与核心业务的持续增长，2001 年，新任总裁高原豪久（创始人高原庆一郎之子）启动第五次 3 年管理计划：将管理资源集中到核心业务，并重新评估和重组无利可图的业务，并在此后制定公司市占扩张目标——达到全世界卫生制品 10% 的市场占有率（G10 计划）。

**重组并购优化业务结构，聚焦核心最大化资产价值。**2002 年，尤妮佳出售建筑材料业务，转让家庭排水清洁剂业务给强生公司，并从狮王收购 Ellidy 卫生棉条业务；2004 年，退出旅游业务；2006 年，从资生堂收购 Center-in 卫生巾业务；2008 年，退出教育行业。经过一系列剥离和收购，尤妮佳逐步建立起以无纺布吸收材料为轴心，女性护理/婴儿护理/成人护理/宠物护理/清洁用品为支柱的业务架构。

图 16：尤妮佳业务整合时间线



资料来源：尤妮佳官网、尤妮佳年报、天风证券研究所

2.1.4. 2011 年至今：加快收并购进程，全球化业务快速增长

进入 2011 年，尤妮佳集团以“全球 20 计划”中提出的在亚洲取得主导地位为目标，继续执行其全球扩张策略。2011 年收购越南黛安娜、2013 年收购缅甸 Mycare、2018 年收购泰国 DSG，以上公司均为东南亚市占率领先的个人卫生用品制造与分销商。工厂建设方面，2011 年整合越南 Diana 工厂，2012 年埃及工厂竣工，同年中国天津工厂投产。2013 年，整合缅甸 Mycare 仰光工厂，同时印度尼西亚第二座工厂竣工。2014 年，中国扬州工厂投产，这是尤妮佳在中国的第五座工厂，同年圣保罗工厂竣工。2015 年、2018 年在印度追加两座工厂，供应南部、西部地区。

表 4：2011 年以来尤妮佳收购标的

时间	被收购方	国家	收购标的/收购价格
2011 年	Dianna	越南	收购公司 95% 股份
2013 年	MYCARE	缅甸	收购新加坡 CFA International Paper Products Pte. Ltd.(CFAIPP)持有 88% 的股份，通过其在泰

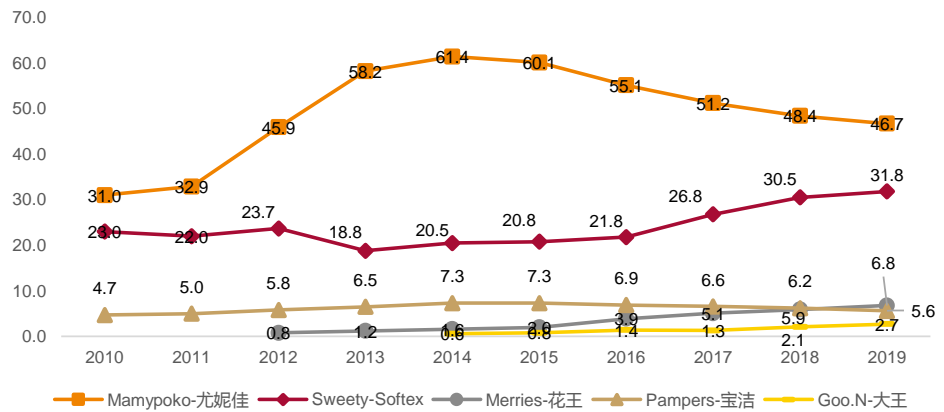


			国的关联公司 Uni Charm (Thailand) Co., Ltd. 持有 MYCARE 10%的流通股
2018 年	DSGCL	泰国	收购对价 5.3 亿美元, 以持有的现金和存款支付收购该公司全部股份

资料来源: 收购文件、天风证券研究所

低成本策略腹背受敌, 亚洲重要市场纸尿裤份额持续下跌。尤妮佳过去海外市场的销售方法可总结为: 专注于中档纸尿裤系列 Mamypoko, 以实惠的价格提供优质产品, 通过在本地产建立工厂降低生产运输成本。但这一模式随着市场消费升级、渠道变迁开始动摇, 好奇 (韩国产)、花王妙而舒 (日本产) 等进口纸尿裤市场份额 2013 年后显著攀升。在印尼市场, 妈咪宝贝品牌市占率在 2014 年达到 61.4%后持续下跌, 本土品牌 Sweety (2020 年 10 月被金佰利收购) 异军突起, 在这一阶段花王、大王也相继进入印尼, 售卖高质量纸尿裤。

图 17: 2010-2019 年印尼纸尿裤品牌市占率 (%)

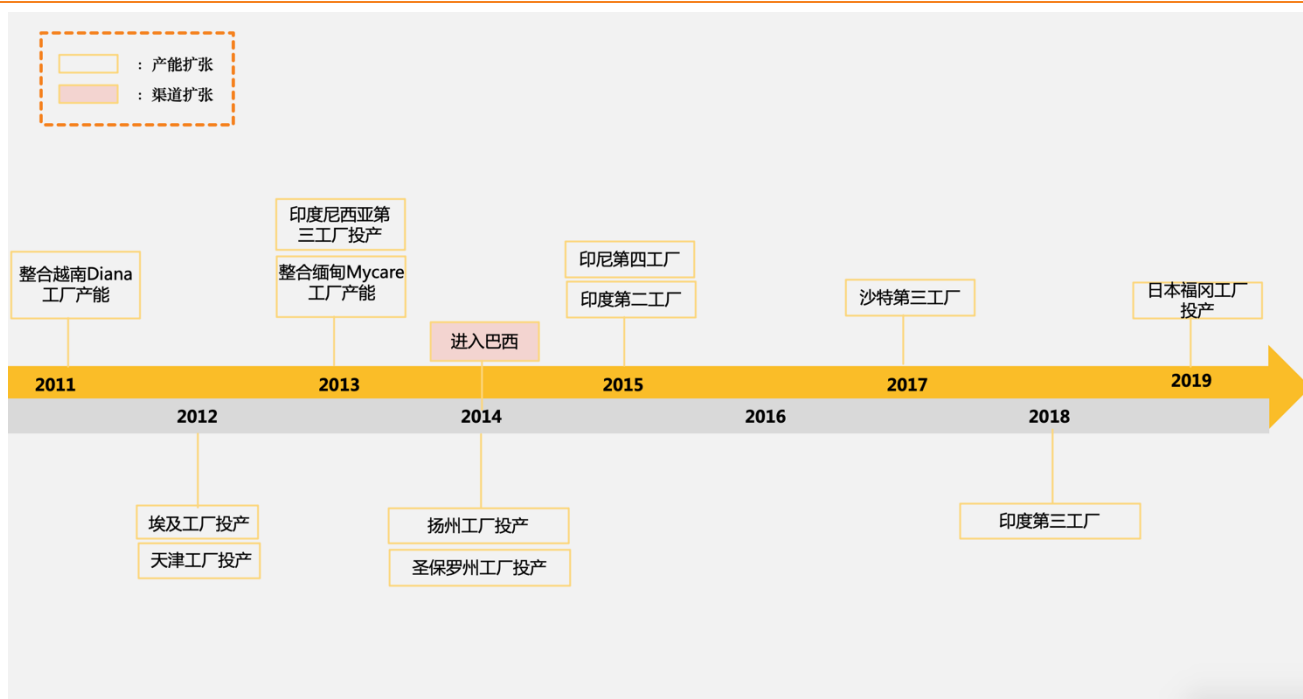


资料来源: 欧睿国际、天风证券研究所

适应跨境电商需求, 日本国内新建工厂, 拓展渠道至北美。由于中国市场对高质量日本产纸尿裤需求的增长, 尤妮佳在 2018 年在福冈追加新工厂。该工厂 19 年正式投产, 旨在进一步提高对中国市场的供应能力。拓展渠道至南美。尤妮佳于 2014 年进入巴西成立子公司, 并在圣保罗州投资建厂, 主要生产销售纸尿裤 “Mamypoko”, 面向当地富裕阶层与中产阶级消费者, 主推品类为裤型纸尿裤, 主要渠道为超市。截止 2016 年底, 已有 5.4 万余家当地超市在售 “Mamypoko” 产品。2019 年销售增速超 20%, 截止 2019 年市占率达到 5.1%。

图 18: 2011 年后尤妮佳海外渠道拓展





资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

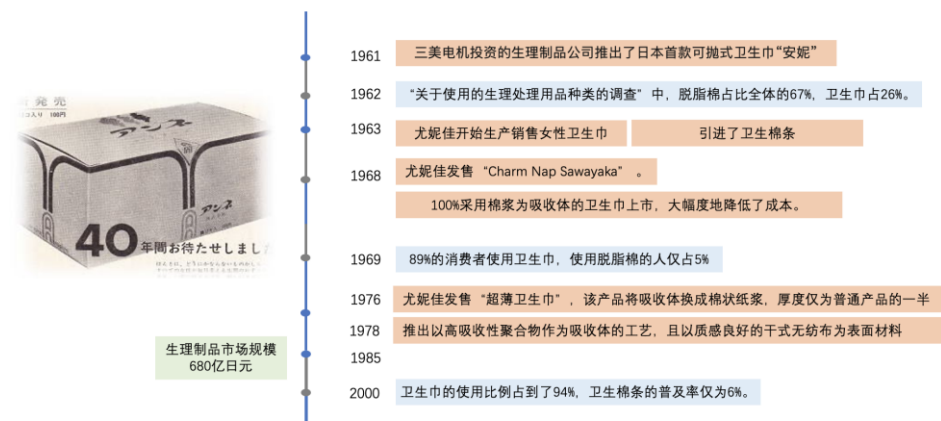
## 2.2. 经营之道：产品创新领跑市场，渠道营销因地制宜，拓品类&出海突破市场限制

### 2.2.1. 渐进式开发产品策略，重视细节持续研发迭代

日本卫生巾市场始于 1961 年，三美电机投资的“安妮”卫生巾成为日本首款可抛式卫生用品。尤妮佳 1963 年开始生产销售女性卫生巾，1964 年推出“Charm”品牌，在“安妮”的基础上对柔软性和吸收性进行改进提升，包装设计精美，更加受到女性群体的青睐。1973 年，石油危机导致纸张短缺背景下，尤妮佳发售“超薄卫生巾”，将吸收体换成棉状纸浆，厚度仅为普通产品的一半，成功引领潮流。

女性护理细分赛道技术领先。与时代在日化领域实力雄厚的花王类似，尤妮佳在个人护理领域的“无纺布&吸收体”技术领先于其他本土厂商。日本最初的卫生巾普遍简陋，由几层厚纸压制，很快就失去了吸水性。为了克服这一问题，公司用无纺布来代替纸张，逐步提高卫生巾的吸水性，在消费者中建立良好的口碑，与此同时也累积了大量无纺布与吸收体的加工和成型技术。

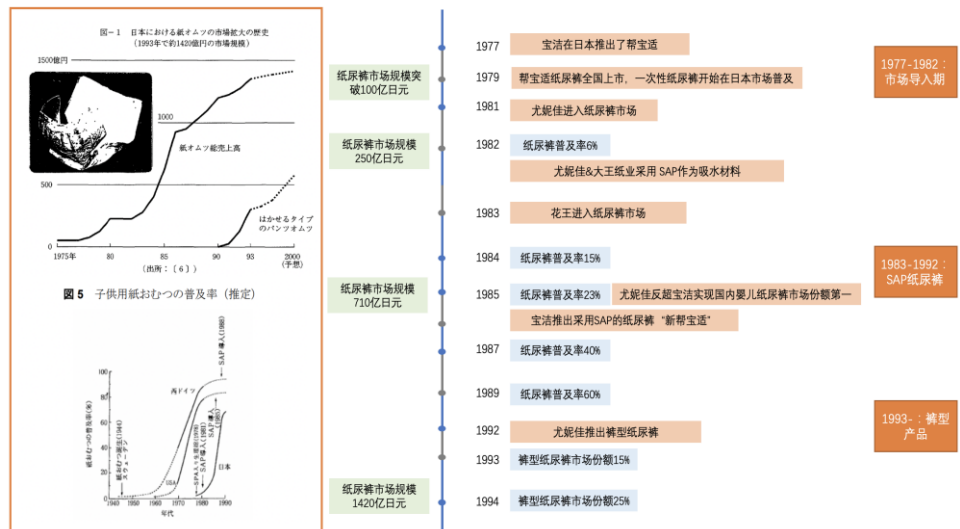
图 19：日本女性卫生巾市场发展概览



资料来源：日本卫生材料工业协会、《吸水性素材の衛生用製品への応用，水谷浩》、尤妮佳官网、天风证券研究所

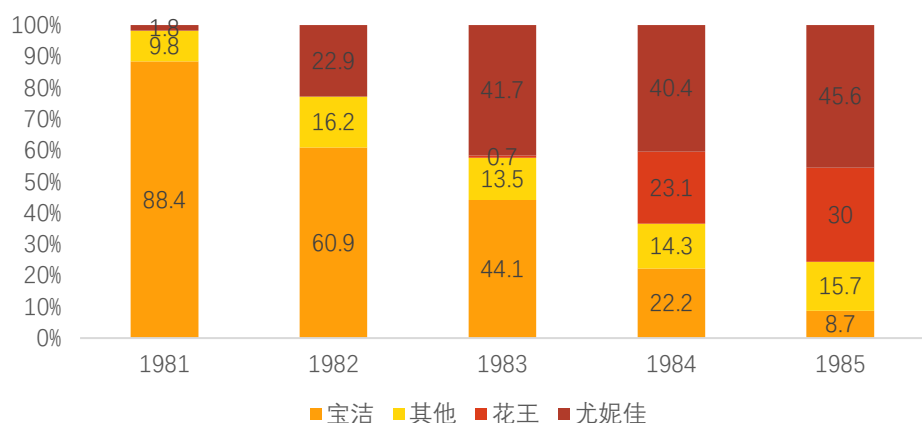
日本婴儿纸尿裤市场始于 1977 年，宝洁帮宝适纸尿裤 1979 年上市，3 年间市场规模达到 250 亿日元。1981 年，尤妮佳进入纸尿裤市场，同卫生巾的发展策略相同，在分析市售产品的缺点后，推出内层采用无纺布的纸尿裤品牌“Moony”。1982 年，尤妮佳与大王纸业推出首款使用 SAP 作为吸液材料的纸尿裤。此前传统一次性纸尿裤利用纸浆的毛细作用，在功能上与布尿裤没有太大区别；而新型一次性纸尿裤采用超强吸水性树脂，可吸收纸尿裤自身重量 10-50 倍的尿液，形成凝胶状，不会倒流。该产品取得极大成功，尤妮佳凭借该产品在 1984 年成功反超宝洁达到纸尿裤市场份额第一。与此同时，日本纸尿裤普及也进入第二阶段，1989 年渗透率达到 60%。

图 20：日本婴儿纸尿裤市场发展概况



资料来源：《新製品開発プロセスの日米の違い，柳川高行》、《P&G の日本市場におけるマーケティング活動，瑞恩·约翰》、《高吸水性ポリマーの製品開発と評価技術，富田純一》，天风证券研究所

图 21：凭借 SAP 纸尿裤产品，尤妮佳实现日本纸尿裤市场份额第一 (%)



资料来源：《P&G の日本市場におけるマーケティング活動，瑞恩·约翰》、天风证券研究所

**创新裤型纸尿裤开辟二次增长曲线。**1992 年，尤妮佳推出“Moonyman”裤型纸尿裤，定位差异化、高性能、高价格。裤型纸尿裤相比传统纸尿裤更换更加方便，追求“母亲的舒适”。裤型纸尿裤 1993 年市场份额 15% 左右，一年后达到 25%。1993 年，尤妮佳在沙特阿拉伯成立裤型纸尿裤技术联盟。1995 年，将该技术推广至成人失禁产品。尤妮佳产品持续升级，在舒适度、吸收性、透气性上持续迭代更新，满足消费者日益增长的纸尿裤品质

需求。

**高阶功能持续迭代创造更多细分市场。**裤型纸尿裤成功实践后，尤妮佳通过“渐进式开发”的产品研发策略——即在技术和市场尚不明了时，通过与市场的持续对话积累开发诀窍，开辟更多细分市场。提升生活品质感，解决消费者的琐碎问题，给予消费者无负担的“小确幸”生活。如在面层材料上选用更加健康放心的材料，添加亲肤成分；定位细分场景，开发游泳尿裤产品等。

表 5：尤妮佳产品持续革新

细分方向	产品	描述
季节性产品	“Moony” 极上透气	复合芯体产品，轻薄透气
	Moonyman 吸汗干爽	背部搭载吸汗贴片，迅速吸收皮肤的汗液，表面透气层防止闷湿
	Moonyman 安心保暖	配置具有冷感减低效果的温感贴片，采用凹凸形状设计，厚度为原有产品的 2.6 倍
特殊材料产品	“Moony” 皇家系列	日本首例在表层采用有机棉，接触皮肤的面料为不含敏感成分的弱酸性贴片，采用的油剂无石油提取物，纯植物萃取。混合三种植物油添加至接触宝宝敏感肌肤的面料
人群细分产品	Moonyman XXXL 号裤型纸尿裤	18-35kg 的宝宝使用，采用贴合身体的宽设计吸收体，扩大了产品目标人群的使用年龄范围
场景细分产品	Moony Man Mizu-Asobi Pants 婴儿泳裤	游泳专用超薄吸收体，在水中不会膨胀。腿部设计有阻挡排便的护围，防止突然排便
	Trepanman 排尿训练裤	特殊吸收体，帮助孩子学会自主排尿
	oyasumi 夜用大流量尿裤	针对夜晚大流量宝宝专门设计的夜用尿裤，包裹更全面，吸收力更强

资料来源：Moony 日本官网、尤妮佳官网、Moony 天猫旗舰店、天风证券研究所

图 22：Moony 畅销单品纸尿裤包装设计变更



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

**市场定位差异化，围绕消费体验构建一系列增值服务。**在印度，大包装产品因为单价太高不利销售，尤妮佳推出小包装纸尿裤；在印尼销售的成人纸尿裤产品获得清真认证，确保尽可能多的人群放心使用产品。在气候相对炎热的东南亚，尤妮佳推出触感更为清凉“cool-fresh”产品，深受当地女性的喜爱。除了提供单一产品，尤妮佳还为父母提供指导婴儿如厕训练的 APP，帮助婴儿克服夜间尿床困扰；为初潮期女孩提供管理经期 App；业内首推在线一次性成人纸尿裤选择指南，使用 AI 虚拟助手解答失禁护理问题，鼓励老人参与康复计划等。

表 6：尤妮佳针对不同地区设计差异化产品

产品	产品名	特色
婴儿纸尿裤	极上通气	搭载复合芯体技术，相比较绒毛浆芯体更加舒薄透气。
	Moony 新生儿纸尿裤	首款针对低体重新生儿设计的纸尿裤

	独立包装纸尿裤	在印度尼西亚市场，尤妮佳采用小包装贩卖策略
卫生巾	口袋魔法	大小仅为普通卫生巾一半，照顾女性经期尴尬心理，便于取用携带
	“口袋魔法 S”	可伸缩卫生巾，贴合身体曲线，可随着身体和内裤的活动幅度而自由伸缩
	安睡裤	设计研发新一代裤型卫生巾，360° 全面贴合包裹臀部不侧漏
	乳木果系列	表层添加护肤成份乳木果油，护肤级触感
	Sofy cool	具有“冷感”功能
	Hot 好暖	添加植物精油，一款会发热的暖宫卫生巾
	-in	带有淡香的卫生巾
	极净肌	草本抑菌卫生巾，添加 CPC 抑菌因子
成人失禁	清真纸尿裤	考虑到印尼的穆斯林人群，产品取得清真认证
	Lifree 助行衣	具有支撑骨骼作用的成人失禁产品，方便老年人日常生活，助力老人外出行走
口罩	儿童用口罩	首款针对儿童设计的口罩，设计可爱

资料来源：Moony/苏菲天猫旗舰店、尤妮佳官网、尤妮佳年报、天风证券研究所

图 23: cool-fresh 产品



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

图 24: 小包装尿布



资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

### 2.2.2. 全品类延伸覆盖消费者全生命周期，进军海外突破国内天花板

产品品类齐全，消费人群覆盖广泛抵御人口结构变化。得益于早年在无纺布吸收体上积累的生产技术与经验，尤妮佳在女性护理业务的基础上成功延伸到婴儿护理、成人失禁、宠物护理领域。全品类覆盖使得尤妮佳在人口增长放缓的高收入水平地区能够有效抵消人口变化的影响，支持业绩的持续增长。

尤妮佳将新市场的增长分为 4 个阶段：早期、增长、吸收和成熟阶段，针对市场所处的各个阶段实施明确的策略。致力于在正确时间推出合适的产品，提高市场占有率并最大化利润。在 GDP 突破 3000 美元时，女性护理和婴儿护理渗透率快速提升，尤妮佳通过具有竞争力的经济型产品快速打入新兴市场。而当该国 GDP 达到较高水平，适龄人群和人口出生均出现下滑时，尤妮佳一方面仰赖技术领先推广高附加值产品稳定营收，另一方面提前布局成人失禁市场和宠物护理市场，先发制人。

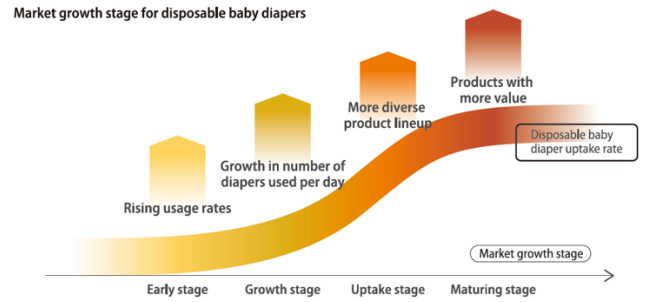
图 25: 尤妮佳产品线实现家庭消费全覆盖

图 26: 尤妮佳市场渗透率模型



	Infants	Young Adults	Middle-aged	Elderly	Pets
<b>Personal Care Business</b>					
Baby Care	●				
Feminine Care		●	●		
Clean & Fresh	●	●	●	●	
Health Care			●	●	
<b>Pet Care Business</b>					●

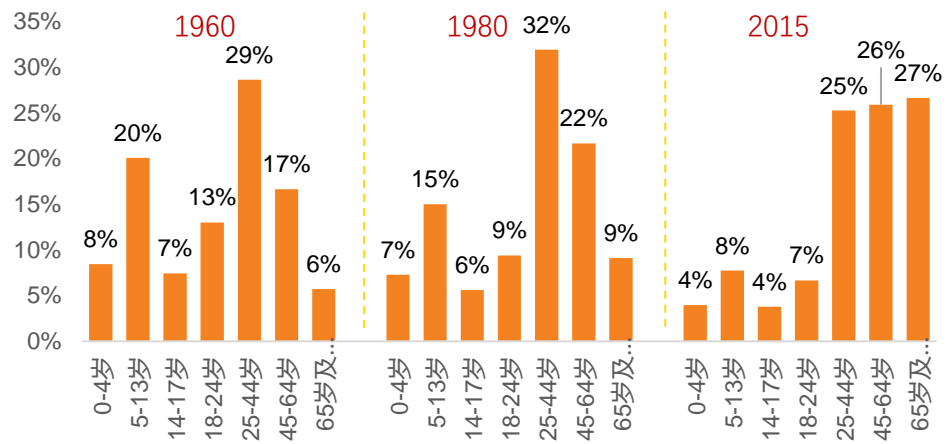
资料来源：尤妮佳官网、天风证券研究所



资料来源：尤妮佳官网、天风证券研究所

20 世纪 80 年代，日本人口增长放缓，进入 90 年代后，持续萎靡的经济导致国内出现严重通货紧缩，商品均价持续下降。尤妮佳抓住机遇：1. 进入新的商业领域，分别于 1986 和 1987 年进入宠物和成人护理业务。2. 开拓海外市场，重点进军处于市场渗透率初期，经济和人口增长潜力较大的亚洲市场。

图 27：日本人口结构变迁趋势图



资料来源：wind、天风证券研究所

从海外开拓发展历程来看，尤妮佳最早从东南亚市场入手，2000 年后巩固东南亚市场的同时，开始走向全球。外资品牌在海外扩张中往往面临着较大的成本控制压力，原材料价格、工厂建设、渠道费用等都会影响生产成本。尤妮佳在全球 15 个国家和地区拥有生产基地，日本国内现有四个卫护工厂，一个研发基地。从分布区域来看，东南亚地区劳动力成本较低，为主要工厂所在地。

尤妮佳意识到亚洲市场尤其是中国市场对于“日本制造”产品的痴迷，2019 年在福冈开设新工厂，这是尤妮佳时隔 26 年再次在国内建设工厂。另一方面，公司也在推进智能工厂建设，将长期积累的经验技术和 AI、物联网、机器人等现代科技相结合。

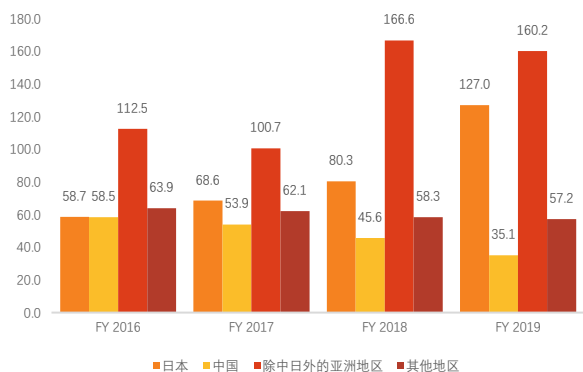
图 28：尤妮佳业务遍布全球



中国台湾	1984 台湾合资企业	台湾工厂
	1985	
	1986	
泰国	1987 泰国合资企业	泰国工厂
	1988	
	1989	
	1990	
	1991	
	1992	
沙特阿拉伯	荷兰合资企业 (技术合作)	沙特海湾公司 (技术许可授予)
	1993	
	1994 韩国合资企业	韩国工厂
中国上海	1995 上海合资企业	上海工厂
	1996	
马来西亚	1997 印尼合资企业	马来全资子公司
	1998 印尼工厂	
	1999	
	2000	
	2001 上海第二工厂	
菲律宾	2002 菲律宾合资企业	
	2003	
	2004	
	2005 收购沙特海湾公司	
越南	2006 韩国合资企业 (与LG集团)	越南子公司
	2007	
澳大利亚	俄罗斯	印度子公司
	2008 俄罗斯子公司	收购澳大利亚太平洋纸业
美国	2009 美国子公司	
埃及	2010 埃及子公司	上海青浦工厂 印尼第二工厂
	2011 收购越南Diana	
	2012 埃及工厂	天津工厂
	2013 收购缅甸护理公司	关闭澳大利亚工厂 印尼第三工厂
巴西	2014 扬州工厂	巴西工厂
	2015 印度第二工厂	印尼第四工厂
	2016	
	2017 沙特第三工厂	
	2018 印度第三工厂	收购泰国DSG
	2019 日本福冈工厂	

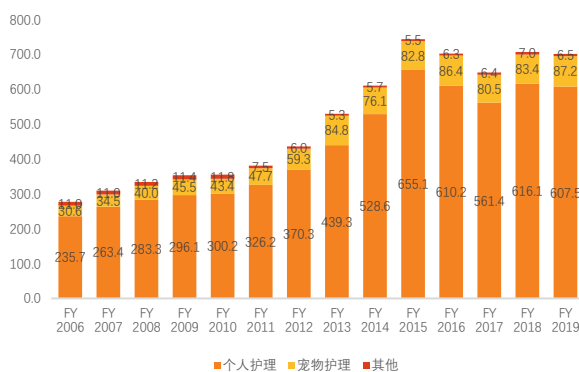
资料来源：尤妮佳年报、天风证券研究所

图 29：尤妮佳分区域固定资产（十亿日元）



资料来源：尤妮佳财报、天风证券研究所

图 30：尤妮佳产能数据（十亿日元）



资料来源：尤妮佳财报、bloomberg、天风证券研究所

**上下游打通，自建原材料实现部分自给。**日本国内无纺布厂商东丽、叁井化学、旭化成和智索均在海外设立生产基地，其产品相较中国、泰国和印尼的很多非织造布生产商更有优势，尤妮佳在供给亚洲的产品中大量使用这些原料。同时，由于日企和欧美企业间采购竞争日趋激烈，原材料价格居高不下，尤妮佳也通过全资子公司国光制纸，供给日本与中国地区的部分无纺布原材料。近年来，尤妮佳开始在海外构建从原料生产到产品销售的一条龙体制，在天津尤妮佳园区，除与公司有战略合作的原材料供应商进驻外，尤妮佳首次在海外构筑连贯性生产体系，在园区内设立非织造布工厂，计划先为在华销售纸尿裤供货两成，后完善增产将供货对象扩大到女性卫生用品。包装材料厂负责供给纸尿裤和卫生巾产品。

表 7：尤妮佳无纺布生产商

国家	无纺布生产商
中国	东丽、三井化学、JNC、Rengo
韩国	东丽
泰国	三井、旭化成、田中蓝、JNC
印尼	东丽、大和紡



资料来源：《日本纸尿裤生产商加紧海外布局，陈海昌编译》、天风证券研究所

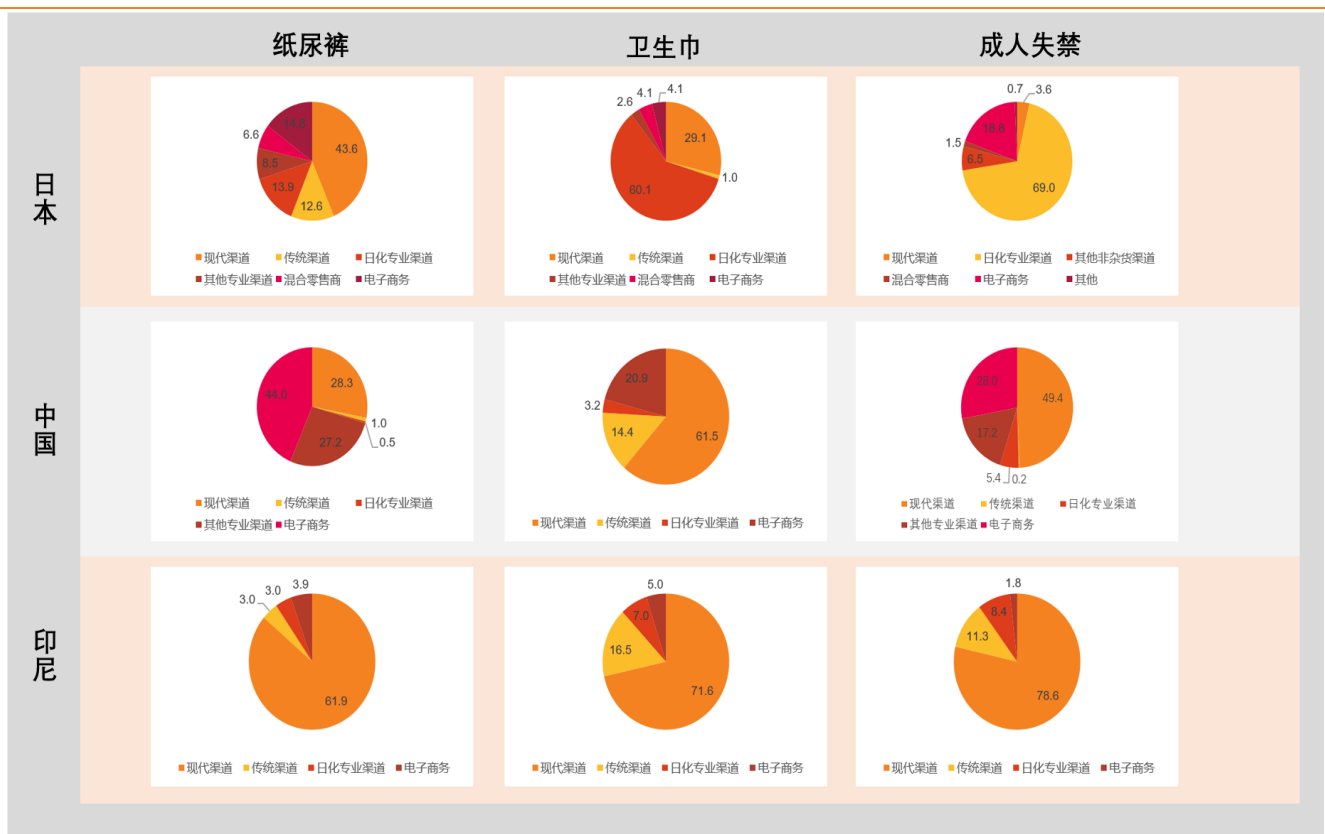
### 2.2.3. 渠道布局因地制宜，营销策略灵活多变

日本个人护理零售业态以线下消费为主，网购比例低，尤妮佳拥有自有贩社降低流通费用。日本零售业经过多年的发展，拥有大量购物中心、便利店，加上各种自助售货机的补充，线下购物足够便捷，中间环节少。另外，日本人很注重线下的体验过程，物流费用较高，整体电商占比较低。尤妮佳在国内拥有自己的贩社，专门向零售店直接贩卖，减少使用经销商或代理商。同时在与渠道商的交涉中，尤妮佳充分发挥“现场”思维，销售人员会就物品的陈列、促销等向渠道商提出意见。

中国卫护市场线上业态占比高于日本，纸尿裤售卖线上化尤为突出。中国电商业态繁荣，一方面国产新锐纸尿裤品牌主要通过电商/母婴店渠道销售，势头强劲；另一方面进口纸尿裤消费主要依靠跨境电商渠道。尤妮佳 95 年进入中国，随后开始销售卫生巾产品，01 年开始销售婴儿纸尿裤，15 年以来先后与天猫、京东、网易考拉等电商平台达成合作，加大在华线上渠道投入，通过电商平台销售高溢价原产纸尿裤 Moony。尤妮佳在上海独资成立尤妮佳生活用品服务（上海）有限公司，专门负责在华市场营销和售后服务。

“自建+并购”整合东南亚渠道，提前布局东南亚电商市场。现代渠道方面，尤妮佳一部分销售渠道通过东南亚当地子公司自建，一部分来源于整合收购的当地企业已有渠道，主要覆盖城市地区 KA 和杂货店。在电商渠道尚待发展的东南亚，尤妮佳吸取在中国的运营教训，在 Lazada、11street 平台均有业务布局。

图 31：日本/中国/印尼卫护产品渠道分布



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

营销方式多样，引领消费潮流。除 TVC、促销等传统营销方式外，尤妮佳针对不同市场的营销手段灵活度较高。在高渗透率的成熟日本市场，通过附加服务巩固消费者关系，如开发出免费 App 帮助父母教导婴幼儿进行如厕训练，积极参与老龄化社会问题的解决等。在流量渠道发生变化的中国市场，尤妮佳加强社交媒体宣传，加大与各类 KOL 的合作推广力

度，聘请明星品鉴官进一步强化品牌高端形象。在东南亚，尤妮佳针对当地人的消费习惯，单独设计独立包装纸尿裤，在当地杂货店销售，同时鼓励有消费能力的中产阶级使用易穿脱的裤型纸尿裤。

表 8：尤妮佳营销方式多样

国家/地区	营销模式
日本	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 开发出免费 App 帮助父母教导婴幼儿进行如厕训练</li> <li>2. 举办” NoBagForMe 项目“鼓励公众对经期和女性护理产品持更开放的态度</li> <li>3. 为月经初潮女孩提供免费应用程序，旨在让她们独立管理月经周期</li> <li>4. 推出在线一次性成人尿布选择指南，全年提供 24 小时支持</li> <li>5. 推出 Social Walking 计划，鼓励使用 Unicharm 护理产品的老年人散步，促进锻炼和社会参与，帮助预防痴呆症</li> </ol>
中国	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 加大线上广告投放，通过“超级品牌日”等线下活动与消费者交流</li> <li>2. moony 品牌与天猫携手，加入“天猫智慧母婴室”打造计划</li> <li>3. 引入明星产品推荐官与代言人进行品牌宣传，结合 IP 联名进行多元化营销</li> <li>4. 进驻社群类 APP，加大与 KOL 的合作推广</li> <li>5. 与抖音进行深度的官方合作推广皇家纸尿裤产品</li> </ol>
其他地区	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在印度启动一项关于首次月经的意识项目，向年轻女性传授月经知识</li> <li>2. 在沙特阿拉伯设立一家女性专用工厂，为女性提供更多就业机会</li> <li>3. 在印度赞助世界首部关爱女性生理期电影《PADMAN》(中文译名《印度合伙人》)</li> <li>4. 在东南亚等地区推广日本护理模式，与当地护理机构达成合作</li> <li>5. 在印度设计独立包装纸尿裤，该纸尿裤在当地杂货店大量销售</li> </ol>

资料来源：尤妮佳年报、小红书 App、中国品牌网、妈咪宝贝育儿网、天风证券研究所

### 2.3. 尤妮佳婴儿纸尿裤中国专题：失落的妈咪宝贝，姗姗来迟的 Moony

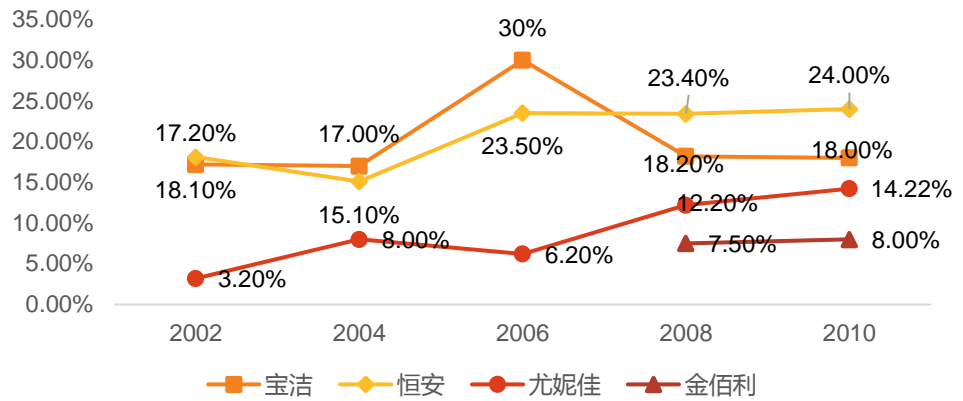
**1995 年进入中国，稳步扩大在华产能。**1995 年，尤妮佳进入中国，针对沿海城市销售女性卫生用品。1995 年 12 月，尤妮佳株式会社与上海家化、日本伊藤忠商事株式会社及伊藤忠（中国）集团四方合资成立上海尤妮佳有限公司，生产苏菲卫生巾，中国之旅启程。2001 年，为扩大中国区业务范围，尤妮佳与伊藤忠商事株式会社共同投资成立尤妮佳生活用品服务（上海）有限公司，专门生产“妈咪宝贝”纸尿裤系列产品。2010 年，尤妮佳在华第三座工厂在上海青浦工业园成立；2011 年，第四座工厂在天津竣工，同年在天津西青开发区设立尤妮佳生活用品、包装材料、无纺布（天津）有限公司、尤妮佳（天津）有限公司，实现部分原材料自供；2014 年，第五座工厂在扬州开发区投产。尤妮佳婴儿纸尿裤业务在华发展历程主要分为以下几个阶段：

#### ① 2001-2012 年：三大外资厮杀中国市场，本土与海外品牌竞争激烈

**三大外资分居北上广，先后切入中国市场。**上世纪末，中国广大的婴儿纸尿裤消费市场吸引了众多外资企业。金佰利最早进入中国市场，1994 年成立北京金佰利公司，销售“好奇”品牌纸尿裤。1995 年尤妮佳进入中国，最初仅生产销售“苏菲”卫生巾，2001 年后进军纸尿裤市场，推出“妈咪宝贝”品牌，在上海等沿海城市销售。1997 年宝洁进入中国，“帮宝适”品牌最早在广州区域推广。彼时日本国内其他纸尿裤制造商尚未在华进行大规模渠道建设。

**纸尿裤渗透率持续提升，外资品牌重金投入市场教育与品牌推广。**纸尿裤作为舶来品，最早在一线城市普及，随着外资品牌相继进入市场竞争加剧，以及国内消费者经济能力的提高，市场渗透率逐步提高。2004 年，大城市和长三角、珠三角地区市场渗透率在 60%以上，全国纸尿裤渗透率仅为 6.7%。

图 32：2002-2010 年纸尿裤公司市占率



资料来源：生活用纸杂志、天风证券研究所

### ② 2013-2016 年：渠道转换反应迟钝，花王后发制人占领高端市场

**进口纸尿裤在华风靡。**2010 年以来，中国电商业务飞速增长，纸尿裤线上化趋势明显。2011 年，纸尿裤终端渠道线上占比为 14%，2015 年这一数字已达到 40%。2012 年前后，进口纸尿裤在华风靡。随着中等收入阶层的崛起，私人代购市场迅速扩大，与国内同类型产品相比，进口纸尿裤的价格贵 3 到 4 倍。

**其中花王“merries”和金佰利“Huggies”表现较为突出**，其中花王工厂位于日本，金佰利在韩国有一个生产基地。以花王妙而舒为例，1993 年，花王在上海成立子公司，由于渠道建设薄弱，业务发展相对缓慢。2009 年，花王开始向中国市场投放日本产纸尿裤“Merries”，凭借“日本制造”便签在中国宝妈中迅速走红。2011 年，花王与上海家化合作，通过家化拥有的 1000 个城市经销商渠道，迅速覆盖线下市场，进一步打开品牌知名度。2013 年，“Merries”品牌市占率达到 4.9%。

表 9：花王在华渠道发展

时间	分销渠道
2011	与上海家化达成销售分销协议
2015.11	与天猫达成合作
2016.05	入驻京东
2016.06	上海家化合作终止，转为自营，主攻线上渠道

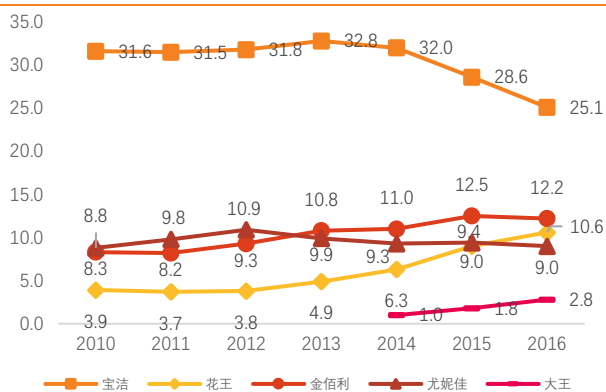
资料来源：《花王：日资撤资潮中的守望者，美圻》、生活用纸杂志、天风证券研究所

**与进口热潮和蓬勃发展的电商渠道相背**，尤妮佳在这一时期出现了对市场的重大误判：1. 认为海外原装纸尿裤的销售热潮只是暂时现象，未来市场仍青睐于物美价廉的产品。2013 年，海外原装纸尿裤市场开始迅速占领中国婴童尿裤市场，同年尤妮佳投资 100 亿日元（约合人民币 6.4 亿元）在江苏建立第五家工厂，主要产品为中等价位的纸尿裤，对妈咪宝贝产品进行升级，并继续利用传统线下渠道销售。2. 对线上渠道的重视不足。早在 2011 年，“妈咪宝贝”品牌已经入驻天猫商城，但尤妮佳对于线上渠道认知却停留在“建立消费者关系”的层面，渠道建设重心仍聚焦线下。

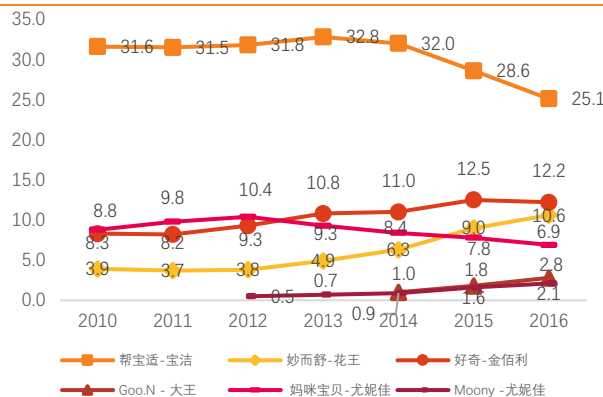
**2012 年妈咪宝贝品牌达到市占率巅峰 10.4%，此后市占率持续下滑，2016 年被花王全面反超。**根据欧睿数据，2013 年尤妮佳市场占有率首次被金佰利反超。截止 2015 年，花王单品牌妙而舒中国市占率 9.0%，首次超过尤妮佳妈咪宝贝跃升第三。2016 年，妈咪宝贝品牌市占率跌落至 6.9%，该年花王妙而舒市占率 10.6%，超过尤妮佳“妈咪宝贝”与“moony”双品牌市占率之和 9.0%。

图 33：中国婴童尿裤市场份额（按公司，%）

图 34：中国婴童尿裤市场份额（按品牌，%）



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

### ③ 2017 年至今：加大跨境电商投入，高端产品重启市场增长

**加大跨境电商投入，先后入驻国内领先跨境电商平台。**2016 年 2 月，CEO 高原豪久做出“强化在中国的电子商务”的决定。2015 年 11 月，尤妮佳入驻国内跨境电商平台“天猫商城”。2016 年 8 月，宣布与网易考拉海淘达成官方直采合作。2017 年 1 月，Moony 皇家系列入驻“京东母婴大牌说 moony 专场”。

**中日高端产品同步发售，品牌口碑效应助力线上增长。**2016 年，尤妮佳在日本推出名为“Natural Moony”的高级产品线，这是日本第一款带有有机棉表层的一次性尿布，强化了 Moony 系列高端定位。该产品在日本上市后不久便于 2016 年 12 月登陆中国市场（“皇家佑肌”纸尿裤），在 2017 年 5 月举办的京东“超级品牌日”活动中，品牌销售额在单日增长近 10 倍。

**推出复合芯体产品，满足轻薄透气需求。**2019 年 5 月，尤妮佳推出 moony “极上通气”复合芯体纸尿裤。复合芯体是一种广泛运用于国产纸尿裤的吸收芯体技术，由无尘纸、无纺布和吸水树脂机压而成，优点在于轻薄不易断层，吸水后整体膨胀，平整不起坨，穿着无负担，是近年来中国纸尿裤市场的消费风向。“极上通气”系列产品添加日本进口初淳植萃精华，含天然乳木果油成分，并采用拥有多项专利的复合吸收芯体，同时兼顾了“保证表面干爽”、“局部不膨胀鼓包”、“锁水透气”功能，吸收芯体仅 0.2cm 的厚度。

**针对中国市场推出高端产品。**2020 年 9 月，尤妮佳在华发售“致皇家”系列，该系列仅在中国电商平台销售。产品表层添加阿古屋珍珠精粹，腰贴处有金箔烫印的皇冠 logo 和 Moony 品牌标签，单片价格在 10 元左右，为在售纸尿裤中单片价格最贵产品。

表 10：尤妮佳中国市场产品定位（价格标的为 L 码胶贴型纸尿裤）

产品系列	图片	描述	价格&活动价格/片
经典畅透 (XL 系列国产)		Moony 经典产品，有纸尿裤和小内裤两种品类，主打干爽畅透，透气轻薄	3.3/1.5 元
极上通气 (国产)		相较于一般纸尿裤更厚，适合冬天使用，亲肤层有大量散闷湿透气孔，添加乳木	5.8/2.9 元



		果油。
皇家佑肌		采用贵族棉，质地更柔软，表层添加植物油。 5.5/2.6 元
甄选优风		仅有拉拉裤产品，5倍透气 3.8/1.9 元
致皇家		仅有纸尿裤产品，Moony 最高端纸尿裤，表层添加水解珍珠硬蛋白。 20.0/10.0 元

资料来源：Moony 天猫旗舰店、天风证券研究所

### 3. 路在何方：中国卫护市场展望

#### 3.1. 复盘日本市场，长期看好成人失禁细分赛道

国内婴儿/女性卫护市场长期空间有限，成人失禁市场潜力可观。婴儿纸尿裤、女性卫生巾和成人失禁用品的市场空间可粗略测算为：终端零售市场规模=目标使用人群\*渗透率\*人均使用片数\*片均单价。女性卫生巾渗透率已于 2017 年达到 100%，婴儿纸尿裤 2019 年渗透率达 72.2%，而成人失禁市场目前仅为个位数。长期来看，我国人口结构，婴儿数量和适龄期女性数量大方向向下，即使渗透率每年提升 3-5pct 和单价每年提升 5%-15% 情况下，我们认为婴儿纸尿裤与女性卫生用品市场高位水平各自有望达到千亿元人民币市场空间。婴儿和女性市场增量空间有限，走出国门，走向全球方更长久。

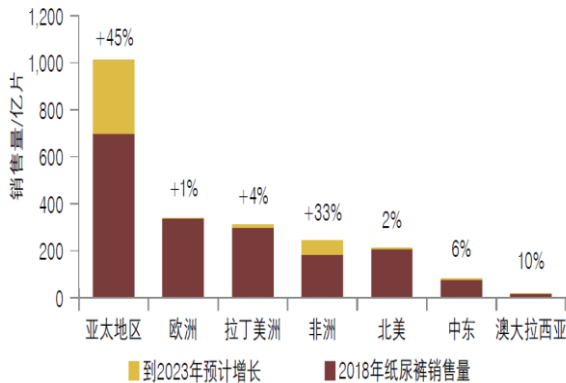
亚太地区为全球最大纸尿裤市场，中东和非洲市场增速亮眼。根据美国棉花公司 2018 年四季度的调查，18 至 23 年，全球婴儿纸尿裤销量将增长 23%，总销售量将超过 2200 亿片；其中非洲市场和亚洲市场的销量增长最多，分别为 33%和 45%；得益于较大的人口基数和较高的生育率，2023 年亚太地区仍将成为世界最大的纸尿裤市场。全球来看，预计 2023 年全球婴儿尿布和湿巾市场规模为 701 亿美元，18-23 年年均复合增长率为 36%。其中中东和非洲市场增速最快，18-23 年年均复合增长率为 83%，空间广阔。

表 11：卫护产品全球市场分布

销售额（亿美元）	Asia Pacific	Australasia	Eastern Europe	Latin America	Middle East and Africa	North America	Western Europe	total
婴儿纸尿裤	170.6	5.5	27.8	77.8	57.0	66.6	55.2	460.4
占比	37%	1%	6%	17%	12%	14%	12%	100%
女性卫生巾	177.1	2.3	17.4	26.7	19.6	35.1	38.3	316.4
占比	56%	1%	6%	8%	6%	11%	12%	100%
成人失禁用品	30.8	1.4	3.0	11.9	2.3	27.1	19.5	96.1
占比	32%	2%	3%	12%	2%	28%	20%	100%

资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

图 35：亚太地区为世界最大的婴儿纸尿裤市场



资料来源：《全球婴儿护理用品市场的现状与展望, Janet O'Regan》、天风证券研究所

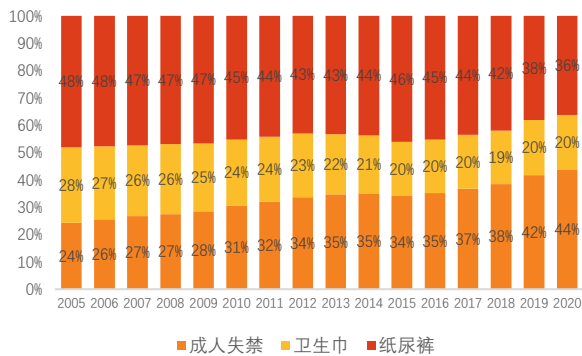
图 36：2023 年婴儿尿布和湿巾市场规模分布



资料来源：美国棉花公司、天风证券研究所

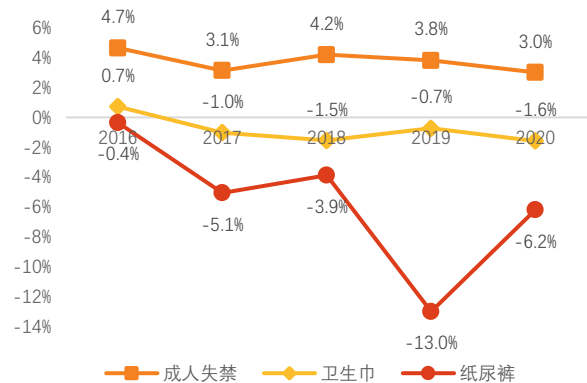
**复盘日本市场，成人失禁用品有望成为未来卫护重点品类。**成人失禁用品主要包括有成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人纸尿裤片和成人护理垫，其使用者一般为老年失禁者和残疾失禁者，其中老年失禁者为主要的目标消费群体。根据美国疾控中心报道，在超过 65 岁的老年人中，51%存在尿失禁或意外大便失禁的情况。目前日本人口结构呈现老龄化少子化双重趋势，2020 年预计 65 岁以上人口占比达到 29%，与之对应的则是成人失禁市场的蓬勃发展。2019 年，日本成人失禁用品终端市场规模约 18.0 亿美元，婴儿纸尿裤为 16.4 亿美元，女性卫生巾为 8.7 亿美元。成人失禁市场占整体卫护的半壁江山，2019 年超过婴儿纸尿裤成为行业最大细分市场，是近年来唯一保持正增长的赛道。

图 37：成人失禁现已成为日本个卫行业最大细分市场



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

图 38：成人失禁市场为近年来唯一正增长市场



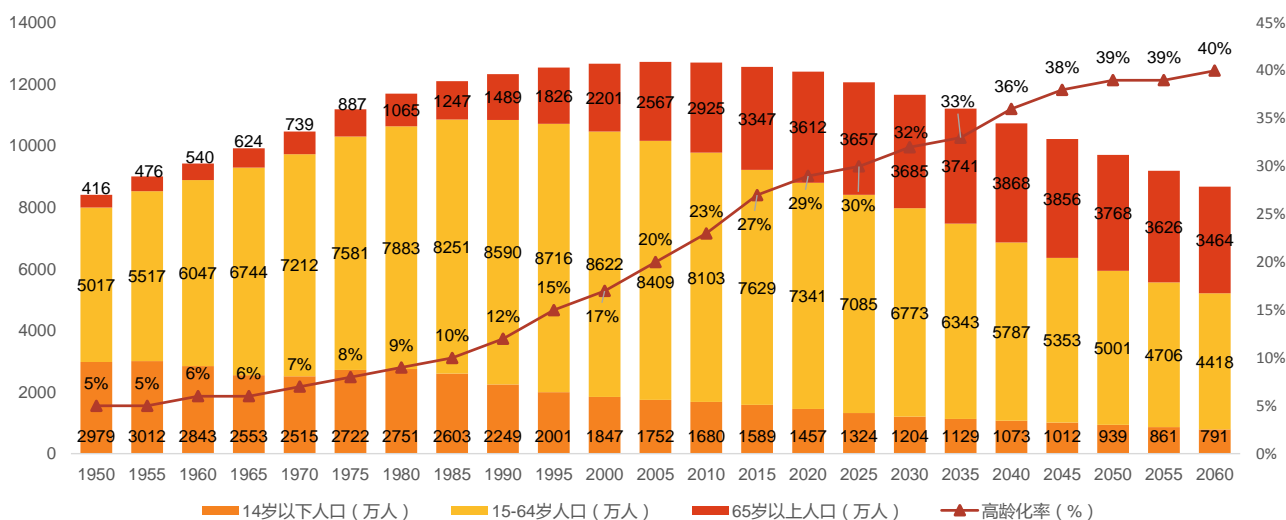
资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

**中国预计 2020 年 65 岁以上人口占比为 12.0%，大致与日本 1990 年的水平相当。**预计 2050 年 65 岁以上人口比例将上升至 26.1%，基于庞大的人口基数，成人失禁市场将成为未来几十年的新蓝海，市场空间广阔。中国成人纸尿裤行业起步较晚，1995 年，维达旗下品牌“包大人”进入大陆市场；2000 年，恒安集团推出“安尔康”成人纸尿裤；2001 年，杭州可靠成立，并于 2005 年引进首条成人纸尿裤生产线；自 2007 年起，金佰利旗下得伴、尤妮佳旗下乐互相继进入中国市场。根据生活用纸委员会数据，2019 年我国成人失禁用品市场规模为 94 亿元，同比增长 33.6%；13-19 年市场规模的 CAGR 为 20%，目前行业已步入



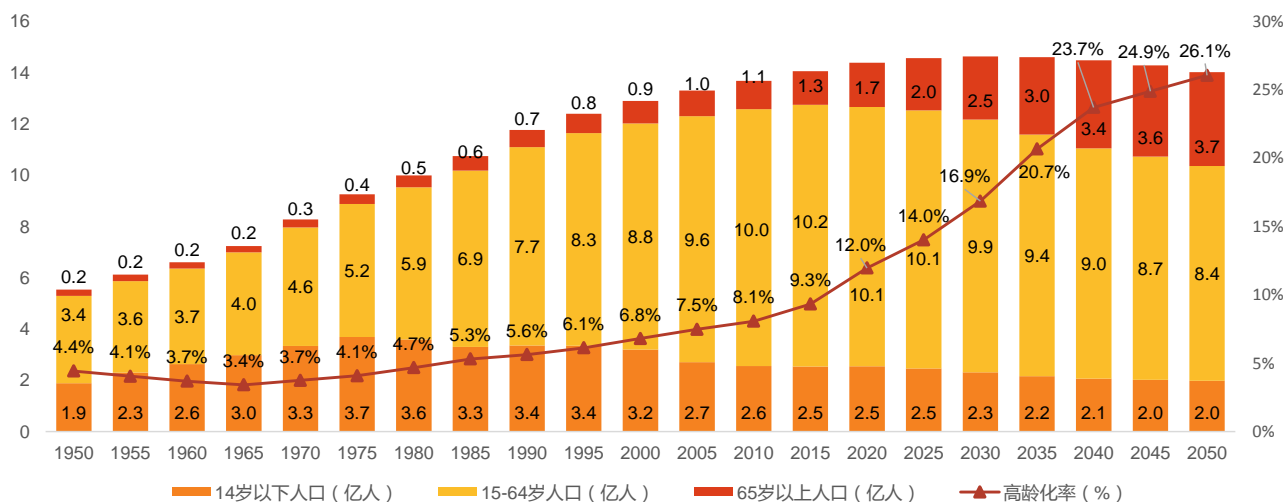
快速发展期。

图 39：日本人口结构变迁及推算



资料来源：日本总务省《平成 29 年版情报通信白皮书》、天风证券研究所

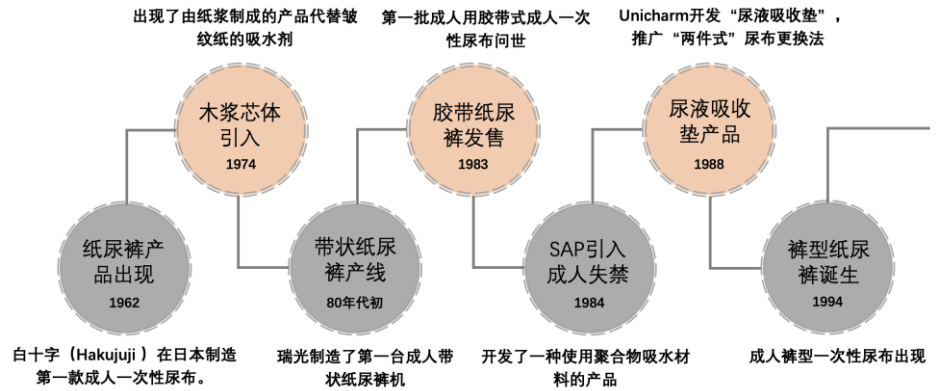
图 40：中国人口结构目前与日本 1990 年水平相当



资料来源：联合国人口司、天风证券研究所

日本本土第一款成人纸尿裤诞生于 1962 年，由白十字（Hakujuji）制造。其吸收体使用 15-20 张皱纹纸压制，防水纸覆盖外部，接触皮肤的部分使用无纺布，形状为扁平型，与尿布套和布尿布结合使用。早年成人失禁产品大部分供给医院，普通市民较少能够接触，1974 年出现以纸浆为芯体的产品，产品吸收性得到提升。80 年代后，瑞光制造出第一台成人带状纸尿裤机；1983 年第一批成人用胶带式纸尿裤问世。由于易于使用，家庭式尿布消费者开始增长，成人纸尿裤开始在普通老年消费群体中普及。此后由于 SAP 技术的引入，1984 年成人纸尿裤开始搭载 SAP 材料，吸收性得到极大提升。1988 年，尤妮佳旗下“Lifree”品牌推出“尿液吸收垫”，“两件式”尿布法得到推广，该尿垫作为内胆该方法不仅降低使用成本，也有助于减轻护理人员的负担。1994 年可独立穿脱的裤型纸尿裤诞生，推动更多老年人实现自主护理。

图 41：日本成人失禁市场发展概览



资料来源：白十字官网、尤妮佳官网、日本卫生材料工业联合会、生活用纸杂志、日本瑞光官网、天风证券研究所

表 12：失禁垫为日本成人失禁市场主导产品，轻度失禁产品近年有所增长（亿日元）

	2016	2017	2018	2019	2020
胶带型	273.2	275.2	286.1	296.1	293.8
yoy		0.7%	4.0%	3.5%	-0.8%
% of total	18.7%	18.1%	17.8%	17.8%	17.7%
裤型	345.5	361.0	384.2	388.9	390.1
yoy		4.5%	6.4%	1.2%	0.3%
% of total	23.6%	23.8%	23.9%	23.4%	23.5%
扁平型	32.2	30.6	29.9	29.1	25.3
yoy		-4.8%	-2.4%	-2.6%	-13.1%
% of total	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%
失禁垫	660.5	683.3	719.9	750.6	749.1
yoy		3.4%	5.4%	4.3%	-0.2%
% of total	45.1%	45.0%	44.9%	45.1%	45.1%
轻度失禁产品	152.1	167.5	184.3	198.0	201.2
yoy		10.1%	10.1%	7.4%	1.6%
% of total	10.4%	11.0%	11.5%	11.9%	12.1%
合计	1463.5	1517.6	1604.5	1662.6	1659.5

资料来源：日本产经省、天风证券研究所

日本成人失禁行业的发展得益于其完善的养老福利体系，《长期护理保险法》等一系列法规的实施使得机构养老保险得以覆盖纸尿裤费用。长期护理保险是日本国内面向 40 岁及以上的人提供的强制性保险，自 2000 年 4 月生效。65 岁及以上的人在需要护理时，可以使用长期护理服务，自付 10% 的费用。在《长期护理保险法》实施前，纸尿裤的费用不在设施治疗费等保险待遇范围内，作为使用费单独收取。而在该法案实施后，长期护理福利设施服务、长期护理保健设施服务、长期护理治疗设施服务、社区长期护理福利设施的住户，以及短期住宿护理、短期住宿护理、预防性短期住宿护理的使用者，其尿布费用由保险补助金支付。

由医生认证所必须的纸尿裤和失禁尿垫享受税基抵扣。日本税法规定，该年总医疗费用若超过 100,000 日元或总收入的 5%，在申报个税时将退还一部分税款，该医疗费用包括购买医生认为必要的一次性尿布和失禁尿垫。此外，日本各县市出台的“护理用品供应业务”助力居家养老，为鼓励居家养老给予老年人帮扶，日本各县市均出台成人纸尿裤补贴政策，以补助金/优惠券/实物等形式发放给辖区内符合要求的老年人，当地政府会定期进

行制造商的招募与更换。

表 13：东京都北区护理用品供应服务

	政策适用对象	不符合条件的情况	补助详情
需要长期护理的老年人纸尿裤补贴	需要护理的北区老年人，符合以下所有条件的居民： 1.根据《长期护理保险法》被认定为需要长期护理3(75岁以上)、4、5的人。 2.因经常性大小便失禁而需要使用尿布者。 3.在指定的纸尿裤医院住院的，或住院期间在医院门店购买纸尿裤并带入的。	属于以下任何一种情况的人都不符合条件： 1.在长期护理保险机构(特殊疗养院、老年人长期护理保健机构、长期护理医疗机构)的人。 2.接受公共援助的人。 3.领取一次性纸尿裤的身心障碍者。	补助金额： 每月最多补助 5,000 日元。如果每月的尿布费用少于 5,000 日元，则将补贴所支付的金额。申请月份的尿布价格将由补贴支付。
为需要长期护理的老人提供一次性尿布	属于以下任何一项并始终需要尿布的人： 1. 已通过长期护理保险证明需要长期护理 4 或 5 的 40 岁以上的人。 2. 已通过长期护理保险证明需要长期护理。 3. 的 75 岁及以上人士。	属于以下任何一项的人均不符合资格： 1.长期护理保险所(特殊养老院, 长期保健所, 长期诊疗所)。2.有福利的人。 3.为身心障碍者提供一次性尿布的人	付款明细： 符合要求的居民可以从商品目录中选择一次性尿布。在每个老人护理中心，都有“关于老人纸尿裤供应业务的信息”。

资料来源：东京都北区公开信息、天风证券研究所

图 42：辖区采购目录所提供的产品清单，其中尤妮佳与白十字为主要供应商

**该辖区所附商品目录**

**纸尿裤的配套物品清单**

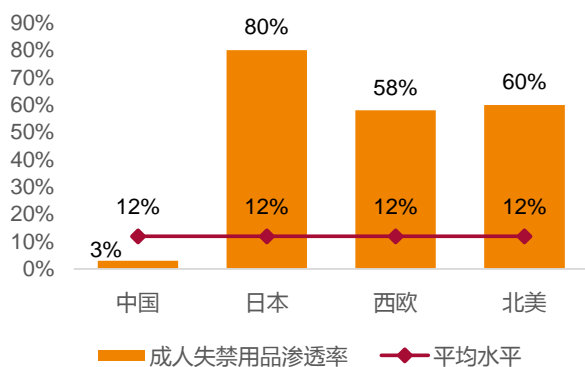
- 每月提供的物品点最多为50点。如果超过限额，将按每点100日元全额支付超额部分的费用。费用将在交货时收取。
- 累计30点以上，请下载单。如果是小订单，请下载单双月送等，这样每次送的商品总点数在30点以上。
- 可到病房办公室领取产品样品。
- 请注意，年内产品规格和数量可能会因制造商的情况而改变。

资料来源：东京都北区护理供给商品目录、天风证券研究所

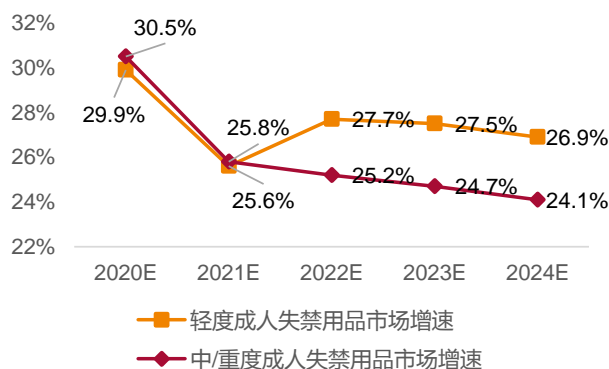
中国成人失禁用品渗透率远低于发达国家，一半以下均价在 1.7 元/片以下，消费习惯有待培育。日本、欧美等发达国家，成人失禁用品市场目前已较为成熟，日本成人失禁用品的市场渗透率约为 80%，北美和西欧的市场渗透率也在 60%左右，世界平均水平为 12%，我国目前仅为 3%。传统文化影响下，轻度失禁人群普遍比较保守，中度、重度失禁患者是主要受众人群，19 年约占失禁用品市场总额的 82%左右。但是轻度成人失禁用品市场增速略高于中/重度，根据欧睿预测，19-24 年预计轻度成人失禁用品市场规模的 CAGR 为 27.5%，中/重度则为 26.1%。从价格带分布来看，2018 年 54.6%的中号成人纸尿裤价格在 1.7 元/片以下，3.7 元/片以上的占比仅为 10.6%，目前市场还是中低端价格竞争为主。

图 43：全球成人失禁用品渗透率

图 44：国内轻、中/重度成人失禁用品市场增速预测



资料来源：可靠护理招股说明书、天风证券研究所

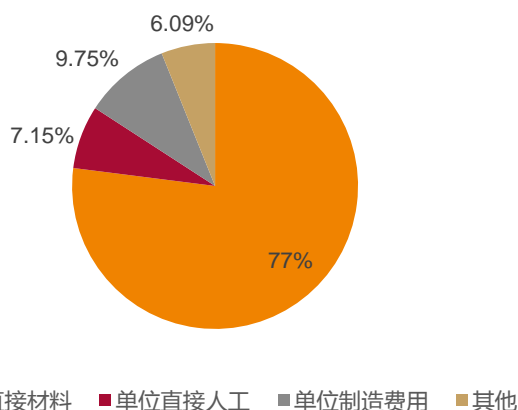


资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

### 3.2. 代工&品牌各有所长，勇毅笃行方显英雄本色

卫生护理赛道为低加价倍率，原材料占营业成本比重较大。以女性卫生巾为例，2019年百亚股份、豪悦护理的女性卫生用品整体出厂价分别为0.42和0.18元。按照生活用纸委员会数据，2019年我国卫生巾工厂销售量约927.3亿片，工厂销售额约290.2亿元，划算到工厂出厂价为0.313元/片。其中，经期裤工厂销售量约4.6亿片，工厂销售额约8.2亿元，出厂价为1.783元/片。根据淘宝价格，主打的日用180cm-245m的卫生巾价格大概为0.81元/片，加价倍数在2倍左右；部分高端产品如经期裤，终端零售价5.5元/片，加价倍数可以达到3倍以上。

图 45：卫生巾原材料成本占到单位营业成本的 77%



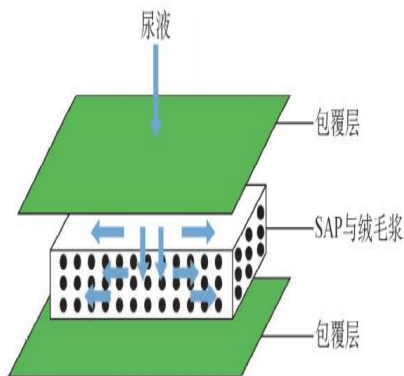
资料来源：百亚股份招股说明书、天风证券研究所

近年来较大的技术创新有无木浆复合芯体的发明推广，品类创新有女性安睡裤的推出。1960年，宝洁首先将非织造材料和绒毛浆复合并作为吸收芯体用于纸尿裤。1980年，尤妮佳创造了现代意义的第一代吸收芯体，在原吸收芯体的基础上添加了SAP，使得纸尿裤具备了一定的吸液和保液性能。第二代吸收芯体在第一代吸收芯体的基础上添加了分区，可在一定程度上固定绒毛浆和SAP，减轻纸尿裤吸液后易起坨不平整的问题。第三代吸收芯体将无尘纸和多孔蓬松非织造材料、SAP相结合，每层材料之间利用热熔胶黏合，纸尿裤变得更薄，吸液量变得更大。目前国产制造商研发出的第四代无木浆多维复合芯体，由多种卷曲以及中空纤维制成的热风蓬松无纺布和多种不同特性的高分子吸水树脂复合而成，相对木浆芯体成本较高，但具有轻薄、吸水后整体膨胀、平整不起坨、不易断层等优点。

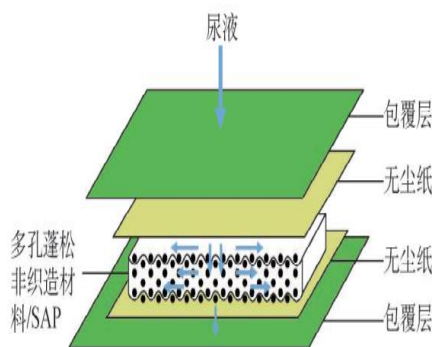
表 14：吸液芯体的变革



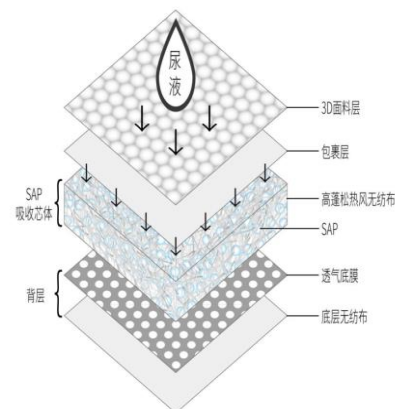
传统绒毛浆吸收芯体



新型复合吸收芯体



无木浆多维复合芯体



资料来源：豪悦护理招股说明书、东华大学产业用纺织品研究中心、天风证券研究所

目前卫护赛道涉及到的A股标的有豪悦护理（杭州）、百亚股份（重庆）、可靠护理（杭州，待上市）。豪悦是国内头部卫护ODM代工厂，在婴儿纸尿裤、女性卫生巾、成人失禁产品均有自有品牌布局；百亚拥有川渝地区卫生巾头部品牌“自由点”、婴儿纸尿裤品牌“好之”、成人失禁品牌“丹宁”，也做部分卫生巾和婴儿纸尿裤的ODM代工；可靠拥有国内头部成人失禁用品品牌“可靠”，但主要收入还是来源于婴儿纸尿裤ODM代工。就ODM代工收入占比来看，2019年豪悦护理、百亚股份、可靠护理分别为92%、14%和73%。

表 15：豪悦/百亚/可靠自有品牌布局

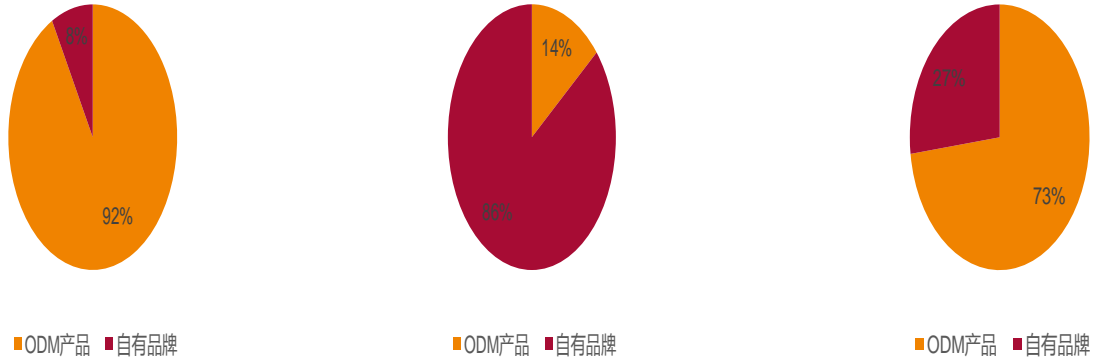
豪悦护理	百亚股份	可靠护理
<p><b>婴儿护理系列</b></p>	<p><b>婴儿纸尿裤品牌</b></p> <p><b>卫生巾品牌</b></p> <p><b>成人失禁用品品牌</b></p>	<p><b>成人护理系列</b></p>
<p><b>成人护理系列</b></p>	<p><b>公司主要产品</b></p>	<p><b>婴儿护理系列</b></p>
<p><b>女性护理系列</b></p>		<p><b>宠物护理系列</b></p>

资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

表 16：豪悦/百亚/可靠 ODM 收入占比

豪悦护理	百亚股份	可靠护理
------	------	------





资料来源：各公司招股说明书、wind、天风证券研究所

**国内卫护工厂品牌方多数体量较小，市占率有成长空间。**从产能的角度来看，按募投项目完全满产计算，豪悦护理的婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生巾的产能分别为28.4/3.6/14.1亿片。百亚股份的婴儿纸尿裤、女性卫生巾的产能分别为6.4/27.0亿片。可靠护理的婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生巾的产能分别为21.1/9.6/1.1亿片。

表 17：豪悦/百亚/可靠产能对比

产能（亿片）	豪悦护理	百亚股份	可靠护理
婴儿纸尿裤	28.4	6.4	21.1
成人纸尿裤	3.6	-	9.6
女性卫生巾	14.1	27.0	1.1
合计	46.1	33.4	31.8

资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

**代工方省去动销包袱，财务指标更为优异。**从财务报表的角度来看，2019年豪悦护理、百亚股份、可靠护理的综合毛利率分别为30.4%/45.9%/27.0%，销售费用率分别为5.2%/26.9%/10.2%，管理费用率分别为1.8%/3.7%/3.6%，研发费用率分别为3.4%/1.6%/3.8%。净利率分别为16.1%/11.1%/7.5%，资产周转率分别为1.8/1.2/1.1，ROE分别为65%/20%/18%。人均净利润产出分别为19.9/6.5/11.8万元，豪悦护理明显占优。

表 18：豪悦/百亚/可靠财务对比

	豪悦护理	百亚股份	可靠护理
营业收入（亿元）	19.53	11.49	11.74
归母净利润（亿元）	3.15	1.28	0.87
综合毛利率	30.4%	45.9%	27.0%
销售费用率	5.2%	26.9%	10.2%
管理费用率	1.8%	3.7%	3.6%
研发费用率	3.4%	1.6%	3.8%
净利率	16.1%	11.1%	7.5%
资产周转率	1.8	1.2	1.1
加权 ROE	65%	20%	18%
人均净利润（万元）	19.9	6.5	11.8

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 投资建议

我们认为，整个卫生护理赛道本质上是低加价倍率、产品品类迭代速度较慢，在过去二胎红利、渠道流量转换、芯体技术变革的催化下，涌现出一批优秀的 ODM 代工厂商。

**短期来看**，纸尿裤新锐品牌崛起，中小品牌混战过程中，ODM 代工厂商凭借长期实践中积累的 know-how、生产制造的规模化效应，能够保证较低的生产成本、稳定的产品质量，溢价权较强。

**中期来看**，ODM 代工厂商要想持续保持较高的业绩增速，国内竞争日渐激烈且天花板有限的前提下，跟随头部大客户走向海外/选择渗透率较低的领域发展自有品牌，开辟新战场不失为好选择。

**长期来看**，目前国内卫护赛道从生产制造到品牌销售，体量较大有港股的恒安国际，且其卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品均有布局。但恒安胜在传统线下渠道，弱在消费者偏好更新和流量变化局势下，新品迭代和新业态渠道营销反应速度较慢。复盘亚洲卫护龙头尤妮佳的成长经营之道，现阶段国内激励机制充分、拥有制造端或者品牌渠道端先发优势的企业，都有跑出来整合产业上下游的机会，看好稳需求赛道头部公司市占率提升空间。

**推荐豪悦护理（605009.SH）、百亚股份（003006.SZ），建议关注可靠护理（待上市）。**豪悦护理是吸收性护理领域的头部代工品牌，供应链优势突出规模经济显著，且婴儿/女性/成人均布局有自有品牌，新建产能翻倍预期下存在扩张空间。百亚股份是川渝地区卫生巾头部品牌，整体市占率较小，19-20 年产品升级&渠道优化&工厂扩产改革力度较大成效显著，各省市占率均稳步提升。内部激励充分&战略方向正确下，弹性空间较大。可靠护理在国内成人失禁用品领域自主品牌排名第一，拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”以及“康普适”等成人失禁品牌。国内成人失禁用品市场基数低增长快，公司以纸尿裤为核心，专注打造养老生态产业链，长期前景可观。

## 5. 风险提示

**原材料价格上涨风险：**卫护产品加价倍率较低，原材料占营业成本比例较大，上游木浆、原油价格上涨，可能会影响产品毛利率。

**行业竞争加剧风险：**卫护产品品牌优势较为重要，近年来渠道流量变化，新锐品牌涌现，行业竞争加剧可能会影响行业集中度提升速度。

**品牌声誉风险：**快消品行业中品牌形象对产品购买力影响较大，品牌声誉受损可能会对公司业绩影响较大。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com