

行业研究

银发经济方兴未艾，电商崛起提供国产化机遇

——一个护行业动态跟踪报告

要点

银发经济方兴未艾，成人失禁用品跻身个护新势力

老龄化日益加深，中国成人失禁用品行业初露锋芒。根据欧睿数据，中国成人失禁用品 2015-20 年市场规模 CAGR 为 26.69%，2020 年市场规模为 51.2 亿元，增速约 20%。当前成人失禁用品市场的“朝阳”态势得益于中国日益加深的老龄化问题，2020 年中国 65 岁以上人口 1.9 亿人，占总人口比重达到 13.5%，较 2015 年提升 3 pct，老龄化问题已成大趋势。而当前中国成人失禁用品渗透率不到 5%，远低于日本（80%）、美国（60%）等发达国家，未来提升空间巨大。

我们测算认为，至 2050 年，中国成人失禁用品市场空间或超 680 亿元。在老年人口逐步增加及渗透率提升的双轮驱动下，我们测算认为，假定 2021-25 年渗透率提升速度为每年 1 pct，至 2025 年，中国成人失禁用品市场规模或将翻倍至 113 亿元，至 2050 年，在后期渗透率提升速度放缓的情况下，失禁用品渗透率仍有望达到 33%，市场规模或实现 681 亿元。

国内市场格局分散，电商兴起为国产品牌提供发展机遇

竞争格局上，我国失禁人群消费习惯尚未完全养成，市场尚处于发展初期，中国 2020 年销售额 CR5 占比不到 30%，远低于美日，行业暂未出现领导性品牌。渠道分布上，商超、养老院等线下渠道仍占主导，但电商崛起迅速，2020 年线上占比已达到 36%，头部企业可靠股份自有品牌电商占比更是高达 70%+。同时电商渠道因省去经销环节，品牌方能够在更低终端售价的情况下实现与线下相同的加价率，因此电商渠道对于品牌方盈利保证也更为可观。我们认为不同于纸尿裤、卫生巾等行业，失禁用品国产品牌进入市场较早，同时有效把握电商兴起带来的渠道变革，未来有望出现具有市场话语权的国产龙头公司。

可靠股份：深耕护理用品，有望充分享受行业红利

公司为成人失禁用品行业头部企业，产品涉及婴儿护理、成人失禁和宠物卫生用品三大板块，2020 年实现收入/净利润 16.35/2.23 亿元，同比增长 39.31%/138.65%（口罩业务带来增量），旗下拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”等全价格带产品，且公司注重产品研发与创新，拥有业内首家省级企业研究院，研发投入一直高于同行业竞争对手，产品质量与用户体验的提升使得公司具备明显的市场竞争优势。公司在电商、养老机构等渠道有较为领先的布局，未来有望充分受益人口老龄化带来的行业红利。

投资建议：经过多年市场教育及渗透，成人失禁用品行业已出现成长迹象，我们看好中国成人失禁用品的市场前景，在老龄化趋势及消费者收入逐步提升的大环境下，电商渠道发力、各价格带产品体系逐步完善，国产品牌有望持续享受市场红利，建议关注产品及渠道布局较为完善的头部企业可靠股份。

风险分析：渗透率提升不达预期，市场竞争加剧影响行业盈利。

造纸印刷轻工
增持（维持）

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

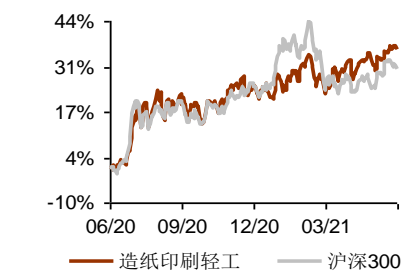
021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、银发经济方兴未艾，成人失禁用品跻身个护新势力.....	4
1.1、市场规模：老龄化加深与渗透率提升双轮驱动市场.....	4
1.2、国内市场格局分散，电商兴起为国产品牌提供发展机遇.....	6
2、可靠股份：深耕护理用品，有望充分享受行业红利.....	9
3、投资建议.....	10
4、风险分析.....	10

图目录

图 1: 中国成人失禁用品行业市场规模（亿元）及增速	4
图 2: 个护各类子行业国内市场规模增速	4
图 3: 中国成人失禁用品行业发展历史	4
图 4: 中国 65 岁以上人口数量	5
图 5: 2020 年中外老年人口占比	5
图 6: 2020 年成人失禁用品渗透率	5
图 7: 成人纸尿裤价值链分布	8
图 8: 可靠股份分业务收入（亿元）	9
图 9: 可靠股份净利润及增速	9
图 10: 可靠股份毛利率与净利率	9
图 11: 可靠股份各业务毛利率	9

表目录

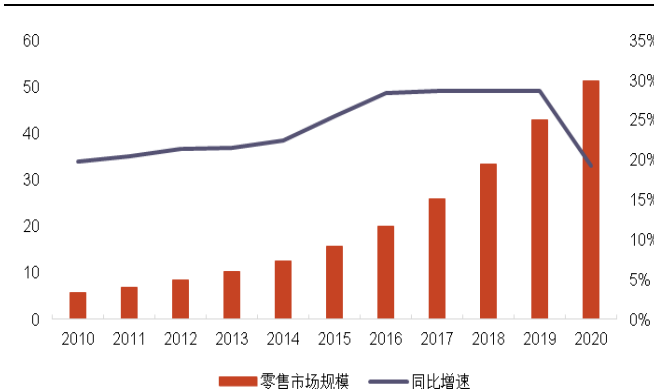
表 1: 中国成人失禁用品行业市场规模测算核心假设	6
表 2: 中国成人失禁用品市场规模测算	6
表 3: 中美日品牌市场份额演变数据（零售价口径）	7
表 4: 中美日成人失禁用品渠道分布	8

1、银发经济方兴未艾，成人失禁用品跻身个护新势力

1.1、市场规模：老龄化加深与渗透率提升双轮驱动市场

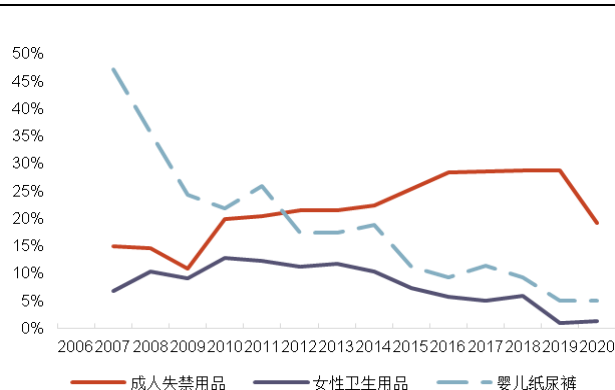
随着居民生活收入不断增加及老龄化问题的日益加重，成人失禁用品行业初露头角。人民生活收入提升及老龄化问题的日益加深，中国成人失禁用品行业开始逐步进入成长期，根据欧睿数据，中国成人失禁用品 2015-20 年市场规模 CAGR 为 26.69%，2020 年中国成人失禁用品行业市场规模为 51.2 亿元，即便在疫情影响下仍有 20%左右的同比增速，是当前个护领域成长性较优的赛道。随着国民消费水平逐步提升、社会观念逐步改进，老龄化程度不断加深，成人失禁用品行业前景广阔。

图 1：中国成人失禁用品行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

图 2：个护各类子行业国内市场规模增速



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

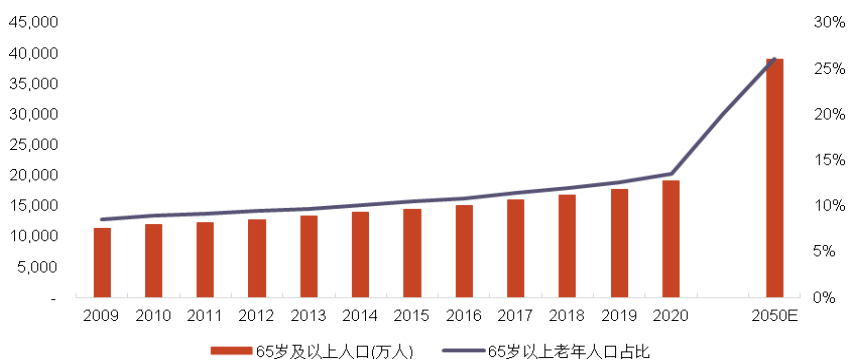
图 3：中国成人失禁用品行业发展历史



资料来源：可靠股份招股说明书，各公司官网，光大证券研究所整理

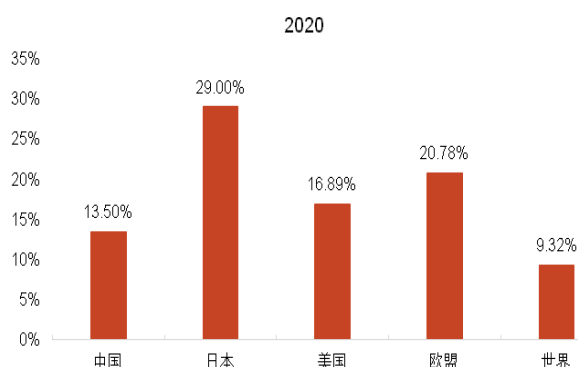
中国老龄化进程已是大趋势，对比美日，中国失禁护理渗透率空间巨大。2020年中国65岁以上人口1.9亿人，占总人口比重达到13.5%，较2015年提升3 pct，老龄化问题已成大趋势。从成人失禁用品渗透率角度来看，欧美日均处于高位水平，其中日本高达80%，而当前中国渗透率不到5%，市场仍处于初级阶段，未来提升空间巨大。

图 4：中国 65 岁以上人口数量



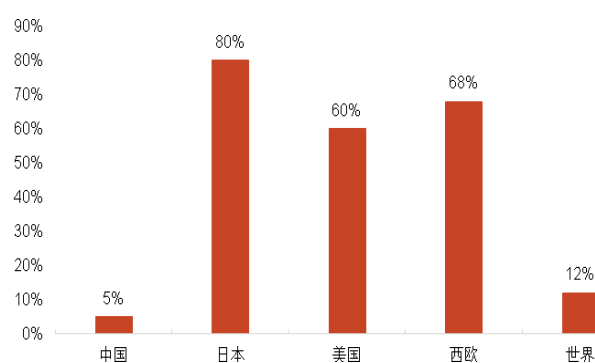
资料来源：欧睿国际，国家统计局，光大证券研究所
注：2050 年数据为国家统计局预测

图 5：2020 年中外老年人口占比



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

图 6：2020 年成人失禁用品渗透率



资料来源：GIR，光大证券研究所，渗透率为失禁用品在失禁人口中的运用比例

我们测算认为，到 2025 年成人失禁用品市场规模有望翻倍，2050 年市场规模有望超 600 亿元。渗透率上，假定 2021-25 年每年提升速度为 1 pct，随后 2026-35 年市场进入成长加速期，渗透率提升为每年 1.5 pct，2036-50 年渗透率提升速度降至每年 0.5 pct，则至 2050 年，失禁用品渗透率有望达到 33%；人均消耗上，假定失禁人口每日使用四片纸尿裤，则我们测算认为，到 2025 年市场规模有望翻倍至 113 亿元，长期来看，2050 年市场规模有望达到 681 亿元。

表 1：中国成人失禁用品行业市场规模测算核心假设

核心假设	参数
2020 渗透率	5%
渗透率每年增速 (2036-2050)	0.5 pct
渗透率每年增长速度 (2026-2035)	1.5 pct
渗透率每年提升速度 (2021-2025)	1 pct
日均花费 (4片*1.5元/片)	6.00 元
人均年花费 (元)	2,190
2020 年失禁人口占老年人口比例	25%

资料来源：欧睿国际，国家统计局，光大证券研究所假设

注：参照表 2，我们测算得到 2020 年已渗透失禁用品的人口为 233.8 万人，假定渗透率为 5%，倒算得到失禁人口为 4676 万人，占 65 岁以上老年人口的 25%

表 2：中国成人失禁用品市场规模测算

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025E	2050E
市场规模 (亿元)	3.28	3.77	4.32	4.79	5.74	6.92	8.40	10.21	12.51	15.69	20.15	25.92	33.37	42.94	51.21	112.83	681.03
同比增速		14.86%	14.63%	10.80%	19.85%	20.52%	21.46%	21.53%	22.43%	25.47%	28.39%	28.66%	28.74%	28.68%	19.25%	17.12%	9.01%
65 岁以上老年人口数量 (亿人)				1.13	1.19	1.23	1.28	1.33	1.39	1.45	1.50	1.60	1.67	1.77	1.91	2.1	3.9
已渗透失禁人口数 (测算值,万人)				21.9	26.2	31.6	38.4	46.6	57.1	71.6	92.0	118.4	152.4	196.1	233.8	515.2	3109.7
渗透率					1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	5%	5%	10%	33%

资料来源：欧睿国际，国家统计局，头豹研究院，光大证券研究所测算

注：1) 2025 及 2050 年 65 岁以上老年人数量为国家统计局公布的测算值

2) 根据 GIR 数据，2019-20 年失禁用品渗透率不超过 5%，此处假定为 5%，2010-18 年失禁用品渗透率为假设值

1.2、国内市场竞争格局分散，电商兴起为国产品牌提供发展机遇

竞争格局：对比美日，我国竞争格局较为分散，同时有别于其他个护产品，国产品牌具备一定竞争力。我国失禁人群消费习惯尚未完全养成，市场尚处于发展初期，因此对比美日头部品牌市占率相对较低，2020 年行业 CR5 市场规模占比不到 30%，超过 60% 的市场份额把握在低端品牌，区域性小品牌手中。但同时，相比母婴个护产品，国产品牌进入市场相对较早，已有一定发展积淀，因而成人纸尿裤国产品牌具备一定竞争力，未来有望出现行业领导地位的企业。

表 3：中美日品牌市场份额演变数据（零售价口径）

	Company Name	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
中国	可靠	7%	8%	9%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	9%	
	安尔康（恒安国际）	16%	16%	15%	14%	12%	11%	10%	9%	8%	8%	
	包大人（维达国际）	-	-	-	-	-	-	6%	6%	5%	5%	
	周大人（山东康舜）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4%	
	老来福（河北宏达）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2%	
	豪悦实业（康福瑞）	-	-	-	-	-	-	3%	3%	2%	2%	
	美国金佰利（得伴）	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	
	珍琦	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	
	杭州舒泰（千芝雅）	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	
	尤妮佳（乐互宜）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1%
	其他	65%	65%	65%	66%	68%	70%	64%	67%	70%	64%	
日本	Unicharm Corp	47%	49%	50%	51%	51%	51%	51%	52%	53%	53%	
	Daio Paper Corp	14%	14%	14%	14%	15%	15%	15%	15%	14%	15%	
	Kao Corp	13%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	
	Livedo Corp	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	
	Hakujiji Co Ltd	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	
	Kimberly-Clark Corp	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
	Pigeon Corp	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	
	Oji Paper Co Ltd	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Others	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
美国	Kimberly-Clark Corp	53%	53%	54%	53%	52%	52%	52%	49%	48%	47%	
	Procter & Gamble Co, The	-	-	-	4%	8%	9%	10%	11%	13%	14%	
	Essity AB	-	-	-	-	-	-	5%	5%	5%	5%	
	First Quality Enterprises Inc	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
	Domtar Corp	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	
	Principle Business Enterprises Inc	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
	SCA Group	9%	9%	9%	8%	6%	6%	-	-	-	-	
	Private Label	28%	27%	27%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	24%	
	Others	5%	5%	5%	5%	4%	5%	5%	6%	5%	7%	

资料来源：欧睿国际，光大证券研究所测算

销售模式：线下渠道为主，电商渠道迅速崛起。线下仍是当前国内主要销售渠道，但随着互联网、直播带货等线上渠道的兴起，电商渠道比重逐年增加，2020年中国成人失禁用品的电商销售占比已经超过30%，线上渗透率高于美国与日本，很多消费者通常在线下实现产品教育及体验，并转向线上购买。回顾个护行业发展历史，新晋品牌的崛起往往伴随着渠道端的重大变革（母婴渠道、品牌专卖店、微商等渠道的兴起），我们认为国内品牌在具备先发优势的前提下，有望利用本土化电商优势进一步巩固市场地位。其中可靠股份保持战略远见，对个护行业护城河之一渠道迭代具有敏锐嗅觉，引进阿里巴巴电商营销与运营资深团队，顺着电商渠道乘风而起，截至2020年，公司自主品牌电商收入占比达到70.63%，远超行业平均水平。

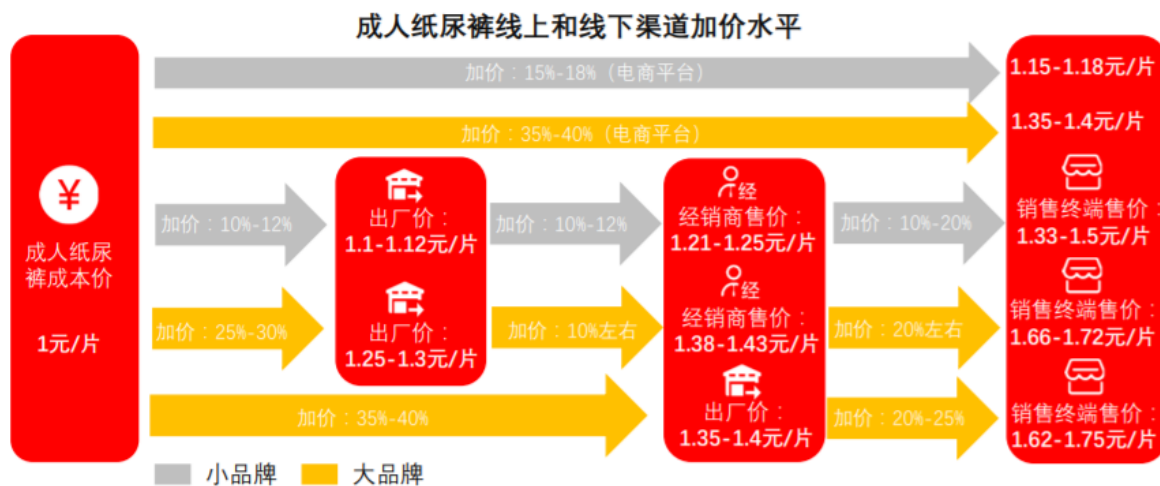
表 4：中美日成人失禁用品渠道分布

国家	渠道类型	2006	2010	2015	2020
中国	线下渠道	98.5%	97.4%	84.0%	64.5%
	超市等杂货渠道	74.2%	74.8%	64.5%	44.6%
	健康用品&美妆专门店	11.0%	9.0%	6.5%	5.5%
	其他	13.2%	13.7%	13.0%	14.4%
	电商	1.5%	2.6%	16.0%	35.5%
日本	线下渠道	95.1%	92.7%	86.9%	80.1%
	超市等杂货渠道	9.4%	8.8%	6.2%	3.5%
	健康用品&美妆专门店	69.5%	68.7%	70.1%	70.5%
	其他	13.7%	12.7%	9.0%	4.8%
	电商	4.9%	7.3%	13.1%	19.9%
美国	线下渠道	95.4%	92.4%	86.8%	74.8%
	超市等杂货渠道	29.2%	27.5%	24.9%	21.7%
	健康用品&美妆专门店	35.1%	32.2%	30.8%	26.4%
	其他	31.1%	32.7%	31.1%	26.7%
	电商	4.6%	7.6%	13.2%	25.2%

资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

从价值链分布上看，大品牌及电商渠道拥有更高的加价率。大品牌拥有更大的加价空间，同时电商渠道因省去经销环节，品牌方能够在更低终端售价的情况下实现与线下相同的加价率，因此电商渠道对于品牌方盈利保证也更为可观。

图 7：成人纸尿裤价值链分布

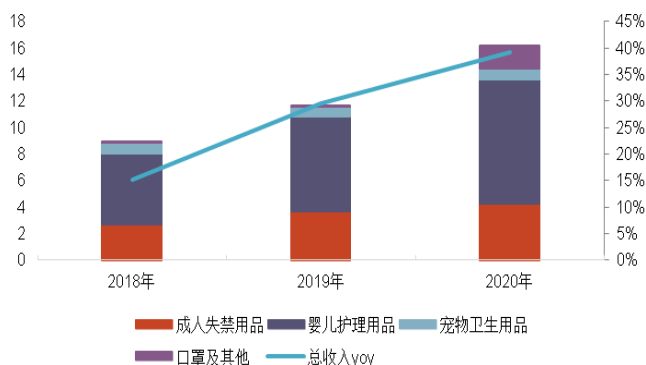


资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

2、可靠股份：深耕护理用品，有望充分享受行业红利

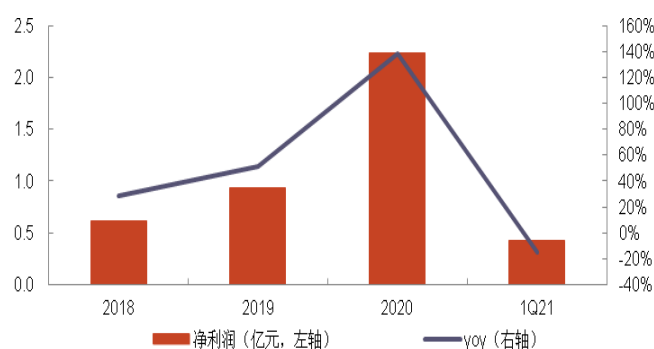
可靠股份为成人失禁头部企业，业绩增长迅速。可靠股份成立于2001年，并于2021年6月17日在科创板上市，产品主线涉及婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品三大板块。2020年实现收入16.35亿元，同比增长39.31%，净利润2.23亿元，同比增长138.65%（1Q21收入/净利润同比增速6.06%/-14.93%，或因1Q20口罩业务高基数导致）。公司旗下拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”等全价格带产品，且注重产品研发与创新，拥有业内首家省级企业研究院，研发投入一直高于同行业竞争对手，产品质量与用户体验的提升使得公司具备明显的市场竞争优势，逐渐成为行业龙头公司。

图 8：可靠股份分业务收入（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

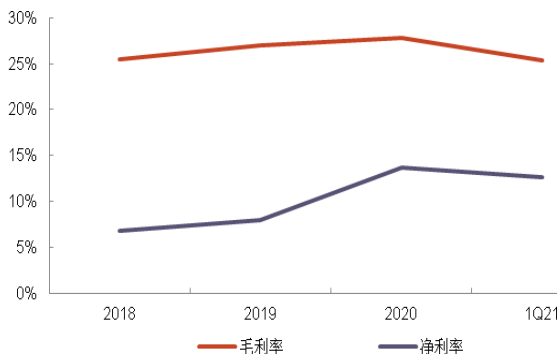
图 9：可靠股份净利润及增速



资料来源：wind，光大证券研究所

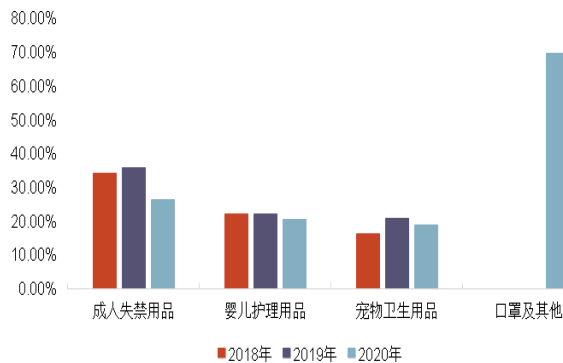
口罩业务提升 2020 年盈利能力，短期主营毛利有所承压。2020 年因口罩业务高毛利拉高公司盈利能力，但其主营业务成人失禁用品毛利率有所承压，或因行业竞争激烈，新零售渠道开拓投入成本大等因素导致。

图 10：可靠股份毛利率与净利率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 11：可靠股份各业务毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所

3、投资建议

经过多年市场教育及渗透，成人失禁用品行业已出现成长迹象，我们看好中国成人失禁用品的市场前景，在老龄化趋势及消费者收入逐步提升的大环境下，电商渠道发力、各价格带产品体系逐步完善，国产品牌有望持续享受市场红利，建议关注产品及渠道布局较为完善的头部企业可靠股份。

4、风险分析

渗透率提升不达预期，市场竞争加剧影响行业盈利。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE