

一次性卫生用品行业系列报告之一： 消费渗透尚待提升，产品升级长期可期

核心观点：

- **我国一次性卫生用品行业规模达到 1700 亿元，覆盖多类生活必需场景。**行业内以女性、婴儿、成人失禁等吸收性卫生用品为主（占比 92%），棉柔巾、湿巾等非吸收性用品为辅；**整体产业链成熟**，上游原料供应充足，下游需求随着经济发展及居民购买力提升持续扩大；**当前消费已经出现多元化细分、高端化升级趋势。**
 - 1) **女性卫生用品**行业渗透率饱和，发展趋于成熟，行业增长更多的依靠产品升级（从卫生巾到全棉材质、经期裤、卫生棉条等）带来价格驱动；
 - 2) **婴儿卫生用品**借力微商、直播等新兴线上渠道可加速行业在低线城市与农村地区的渗透，同时三胎政策或可带来消费量规模的短期提升，产品售价提升来自于芯体性能、材质外观等方面的创新改良，国产品牌由于把握新渠道与新专利极具竞争力；
 - 3) **成人护理卫生用品**行业中，随着老龄人口规模提升，消费观念改善，对于产品的接受度与渗透率有望出现大幅提升，消费量增长带动行业规模扩张；
 - 4) **非吸收性卫生用品**短期受疫情催化消费者卫生安全意识提升，带来使用普及，同时行业内产品品类繁多，棉柔巾、湿巾等大单品细分赛道内产品间同质化严重，未来使用场景丰富，多元化的需求助力消费量不断提升，价格带逐步丰富；
 - 5) **一次性卫生用品行业发展的共性**在于，初期靠渗透普及，消费量增长为主导；中期靠量价齐驱，卫生意识提升带来使用频次的增长，产品的基础型迭代出现差异化竞争；长久靠产品的创新变革以改善性能，搭配功能细化以满足多元需求，价格抬升成为主导；同时，伴随行业的发展，具有规模化和产品研发优势的公司市占率提升。

行业	20 年规模(亿元)	10-CAGR	CR5	乐观规模预期(亿元)
女性卫生用品	703.39	12.92%	38.1%	2,300
婴儿卫生用品	890.67	7.14%	42.4%	2,122
成人失禁用品	51.21	24.46%	28.4%	211
非吸收性用品	109.20	15.35%	35.2%	364

- **配置建议：**推荐细分赛道内，具有生产规模化优势、注重产品迭代升级的成熟代工企业与品牌商。
- **盈利预测：**

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)		
		21E	22E	23E	21E	22E	23E
稳健医疗	300888.SZ	4.68	5.50	6.45	25	21	18
豪悦护理	605009.SH	3.87	4.78	6.09	18	15	12
百亚股份	003006.SZ	0.58	0.74	0.93	40	32	25
可靠护理	301009.SZ	0.96	1.27	1.70	31	24	18

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，截止 2021 年 07 月 14 日收盘价

- **风险提示：**人口增长不及预期的风险；消费者健康卫生意识和消费习惯转换程度不及预期的风险；原材料价格波动的风险。

一次性卫生用品行业

推荐 首次深度覆盖

分析师

李昂

✉: liang-zb@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130517040001

甄唯萱

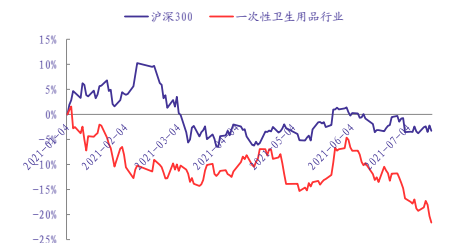
✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130520050002

章鹏

✉: zhangpeng-yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521050001

行业数据

时间 2020.07.18



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目 录

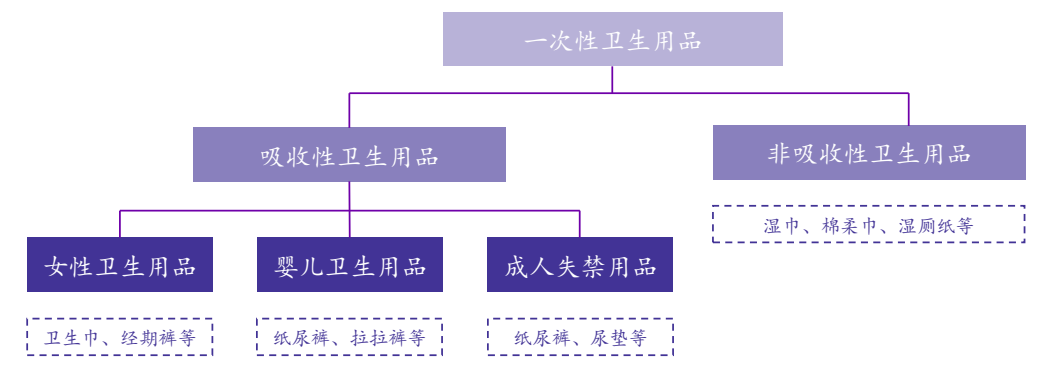
一、一次性卫生用品行业：千亿市场规模，国货迎来机遇	3
（一）2020年一次性卫生用品行业总体规模突破1700亿元，产品针对多类生活必需场景	3
（二）行业产业链成熟，代工企业与品牌商共享行业红利	5
（三）行业现状分析：消费升级与新兴消费渠道裂变带来发展机遇	6
二、女性卫生用品行业：行业进入成熟期，产品趋向高端化	10
（一）渗透率触顶导致消费量增长放缓，产品单价抬升驱动当前行业规模稳步增长	10
（二）中日美市场对比：成熟市场内量价稳定，中国仍处于产品升级与提价的快车道中	13
（三）量价提升空间：消费者基数与人均使用量尚有延伸空间，但产品升级带来的价格增长或成为核心驱动	18
（四）市场规模预测：乐观预期零售市场规模可翻倍增长至2300亿元	21
三、婴儿卫生用品行业：行业高速增长，新零售为国产新锐品牌赋能	23
（一）下沉市场内渗透率与消费量增长带来行业增量，国产新兴品牌分流国际巨头市场份额	23
（二）中日美市场对比：成熟市场的规模增长由价格驱动，高景气的中国市场由量向价转移	26
（三）量价提升空间：低线城市渗透率与全市场人均消费量均有望继续增长，长期依靠消费升级的价格提升	31
（四）市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至2100亿元	34
四、成人护理卫生用品：行业处于发展起步期，国产高性价比产品份额领先	35
（一）消费者接受程度与渗透率亟待提升，品牌发展带动行业实现共同进步	35
（二）中日美市场对比：以消费量提升带动规模增长是各国主要趋势，产品价格不存在明显差异	38
（三）量价提升空间：老龄化人口结构凸显潜在消费群体庞大，社会逐步正视失能老人的生活问题带来使用渗透提升	42
（四）市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至211亿元	44
五、非吸收性卫生用品：行业增长迅速，棉柔巾、消毒湿巾等细分市场处于爆发期	44
（一）大单品赛道内产品差异较小，市场以生活用纸和母婴卫生用品品牌公司为主导	44
（二）中日美市场对比：个人及家庭清洁护理刚需属性较强，人均消费额在收入中占比保持稳定	47
（三）量价提升空间：卫生意识提升与清洁需求多元化成为行业发展的主要推动力	52
（四）市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至364亿元	52
六、配置建议：推荐细分赛道内、注重产品迭代的成熟代工企业与品牌商	53
（一）一次性卫生用品市场规模展望与预测	53
（二）稳健医疗（300888.SZ）：消费+医疗双轮驱动，后疫情时代关注高品质的生活消费产品优势	55
（三）豪悦护理（605009.SH）：芯体产品创新引领行业发展，规模化制造优势显著绑定多元客户	56
（四）百亚股份（003006.SZ）：产品结构不断向中高端优化，区域内营销网络深化拓展	57
（五）可靠护理（301009.SZ）：深耕成人失禁用品细分赛道，积累优质客户资源	57
七、风险提示	58

一、一次性卫生用品行业：千亿市场规模，国货迎来机遇

(一) 2020年一次性卫生用品行业总体规模突破1700亿元，产品针对多类生活必需场景

一次性卫生用品包括吸收性卫生用品和非吸收性卫生用品。其中吸收性卫生用品主要包括女性卫生用品、婴儿卫生用品与成人失禁用品；非吸收性卫生用品主要是湿巾和干巾市场。从商品属性与底层的消费逻辑出发，我们认为一次性卫生用品从初次进入居民日常生活到适用人群的全面普及往往伴随着国家经济发展带动人均收入提升和全民受教育程度提高对健康意识与知识水平的逐步抬升。

图 1：一次性卫生用品行业细分市场

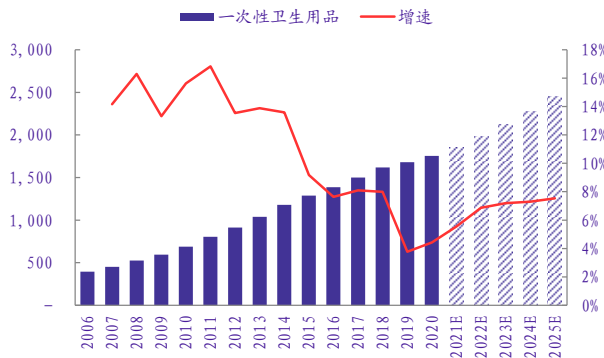


资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

经过 30 多年的快速发展，我国一次性卫生用品行业内产品种类不断丰富，产品功能不断完善，已成为与人民生活密切相关的重要行业。2020 年我国一次性卫生用品市场规模达到 1754.47 亿元，同比增速为 4.4%，10-20 年十年期复合增速达 9.8%，当前行业增速较 19 年略有提升，但仍处于相对低位水平。伴随着我国人均可支配收入增加带来的消费升级以及新兴渠道发展红利，一次性卫生用品行业仍有较大的价量提升空间。一方面，消费者追求更高品质的商品带来价的增长，新型渠道的出现推动渗透率的快速提升带动量的扩张；同时，更多的行业发展机会吸引新锐品牌进入，市场内竞争加剧，新产品的迭代和升级进一步带来价的提升。根据欧睿咨询的数据预测，未来五年一次性卫生用品行业将加速增长，2025 年或将达到接近 2500 亿元的市场规模，20-25 年期间复合增速达到 6.9%。

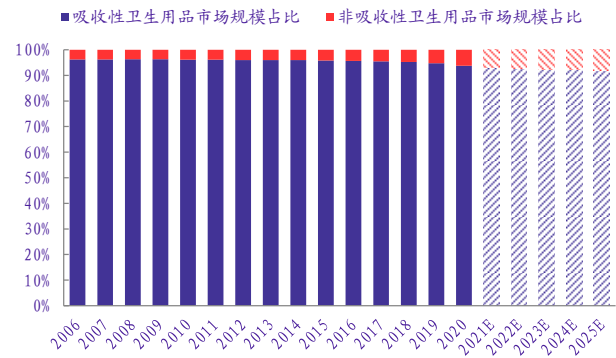
分结构看，2020 年吸收性卫生用品和非吸收性卫生用品占比分别为 92.0%、8.0%，其中吸收性卫生用品占据主要市场份额。06-20 年非吸收性卫生用品市场份额逐年稳步提升，逐渐提升其所占市场份额。随着消费者卫生健康意识的提高以及消费习惯的改善，我们预计未来非吸收性卫生用品有望进一步提升市场份额。

图 2：我国一次性卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 3：我国一次性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)

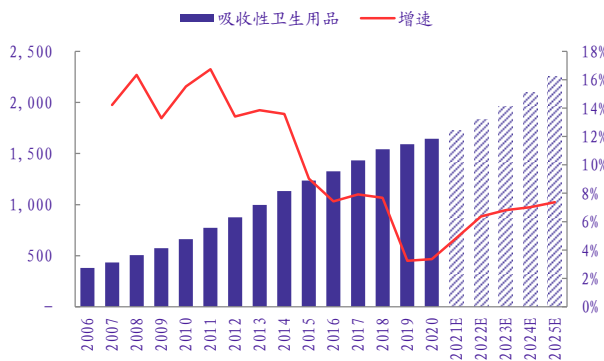


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

1. 吸收性卫生用品市场

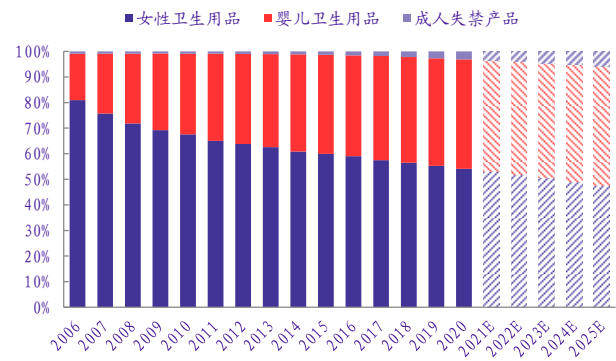
2020 年我国吸收性卫生用品市场规模达到 1645.27 亿元 (YOY3.4%)，10-20 年十年期复合增速达 9.5%。分结构看，2020 年女性卫生用品、婴儿卫生用品、成人失禁用品占比分别为 54.14%、42.75%、3.11%，女性、婴儿卫生用品占据主要市场份额。上述三大品类的所处的发展阶段不尽相同：1) **女性卫生用品**，由于进入我国时间较早且使用习惯已养成，对于适龄女性群体而言属于必需消费品，产品渗透率提升迅速并已于 2017 年实现适用人群渗透率 100%，但这也使得该市场失去了渗透率提升的行业红利，逐步步入发展中后期，预计未来规模增速水平相较发展初期渗透率偏低的成人失禁用品与发展中期渗透率仍有提升空间的婴儿纸尿裤而言将明显放缓，将主要依靠产品升级带来结构性变化；2) **婴儿卫生用品**，自 20 世纪 90 年代首次进入中国市场后，在过去的 30 余年时间内始终保持渗透率稳步提升，目前在低线市场内普及度依旧偏低，并且成熟消费者已经步入到追求更高品质消费的发展阶段，整体处于发展中期，未来仍有望伴随渗透率提升与高质量发展实现规模稳步扩张；3) **成人失禁用品**，由于我国人均可支配收入较发达国家仍有差距，且相关消费观念尚未得到社会充分认可，行业仍处于发展初期，未来发展空间巨大。

图 4：我国吸收性卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 5：我国吸收性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)



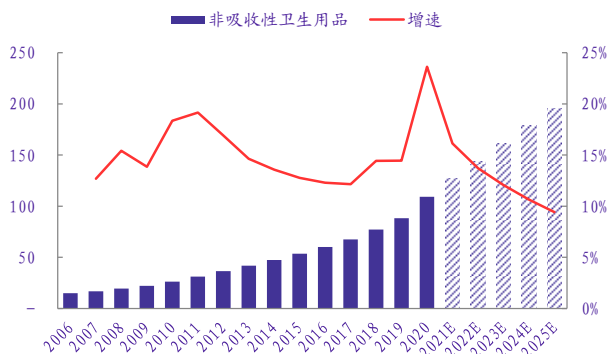
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

2. 非吸收性卫生用品市场

2020年我国非吸收性卫生用品市场规模达到109.20亿元，首次突破百亿市场。10-20年十年期复合增速达15.4%，高于吸收性卫生用品行业平均增速；在2020年疫情的催化推动下，消费者卫生健康意识加速提升，当年行业规模增速达到23.6%。我们预计未来2年仍能保持两位数的增长，2025年左右非吸收性卫生用品行业将回归较为平稳的区间，而其在一次性卫生用品市场中的规模份额则有望继续保持稳中微升的趋势。

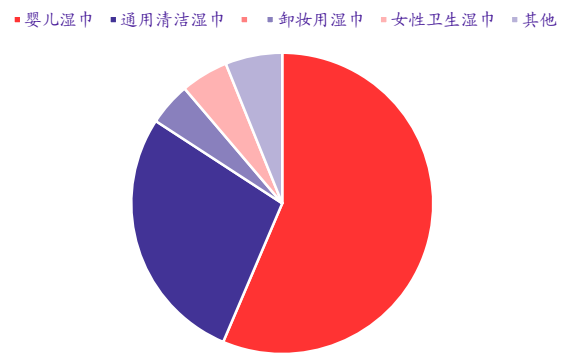
非吸收性卫生用品可以分为湿巾和干巾，其中，棉柔巾（干巾的主要形式）、湿巾等品类受益消费升级增长亮眼（2014-2018年棉柔巾市场规模CAGR达101.59%），预计未来随着消费者卫生健康意识进一步提升，对于日常清洁、消毒的需求增长，行业成长潜力巨大。

图 6：我国非吸收性卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 7：2017 年我国湿巾卫生用品市场产品结构（%）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

（二）行业产业链成熟，代工企业与品牌商共享行业红利

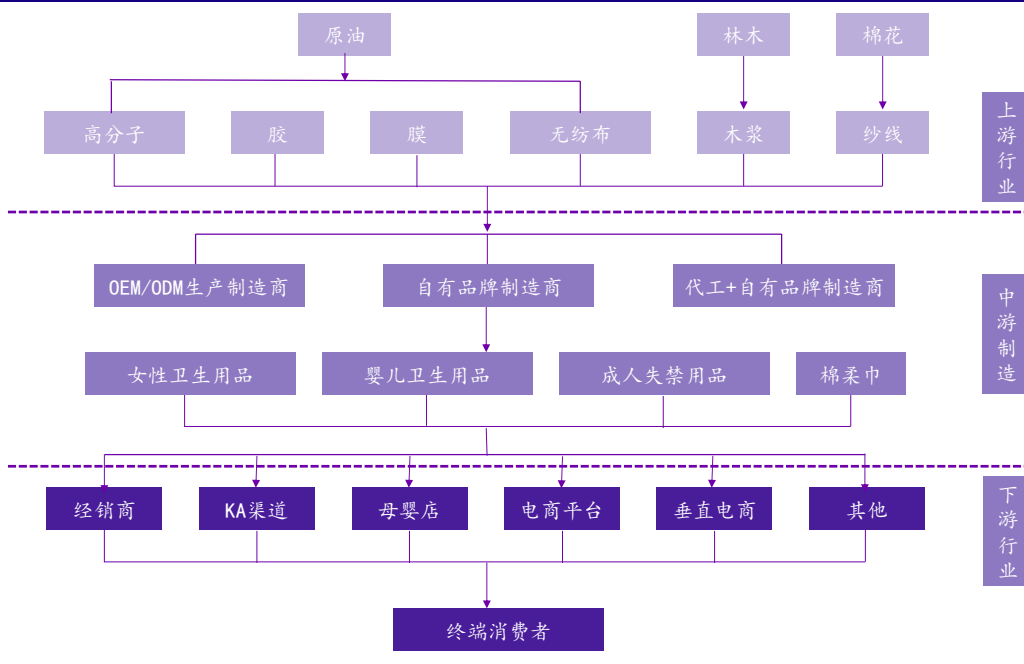
从产业链的角度来看，一次性卫生用品的上游原材料主要包括诸多化工相关大宗商品，例如木浆、无纺布、高分子吸水树脂（Super Absorbent Polymer, SAP）、胶、纸和膜等，并且上述原料均与木材与石油等自然资源高度相关，全球市场定价特征明显，市场竞争相对充分。尽管天然化石资源与林木资源相对有限，但是就目前来看木浆与各类石化衍生产品的价格均属于围绕中枢上下波动而非呈现出明显的趋势性上扬，因此我们判断一次性卫生用品行业上游原材料市场整体处于供求平衡的状态。同时，考虑到国内原材料供应商格局相对分散，生产制造商在原材料采购时会向多家供应商询价，并根据供应商供货品质、及时性等确定最终采购价格和数量，因此当前中游制造商相较上游议价能力较强。

中游环节生产制造企业较多，竞争相对激烈，一般以代工（包含 ODM 与 OEM 两种模式）或/和自有品牌进行运营，生产设备上多采用日本进口的生产线。从规模较大的制造企业来看，对应代工客户基本涵盖国内外中高端品牌，同时企业也在不断打造自有品牌。

至于下游环节，对于一次性卫生用品代工商而言，其下游客户主要为各大一次性卫生用品品牌商，自身不需要承担销售环节的责任与成本；一次性卫生用品品牌商需要通过包括经销商、KA 渠道、母婴店、电商平台、垂直电商等渠道铺货，将产成品售卖给终端消费

者，故而各大渠道商/经销商是品牌制造商的下游客户。终端销售环节内竞争激烈，格局不断调整。对于吸收性卫生用品，女性卫生用品行业竞争格局稳定，本土企业品牌领先；婴儿卫生用品行业市场竞争较为剧烈，国产新锐品牌层出不穷并已初具规模；成人失禁用品市场格局较为分散，国产品牌占据较大份额；至于非吸收性卫生用品，尽管国产品牌占据主导且领军企业优势明显，但市场整体竞争格局仍远不及欧美发达国家成熟市场。

图 8：一次性卫生用品产业链结构



资料来源：蒙悦护理招股书，中国银河证券研究院整理

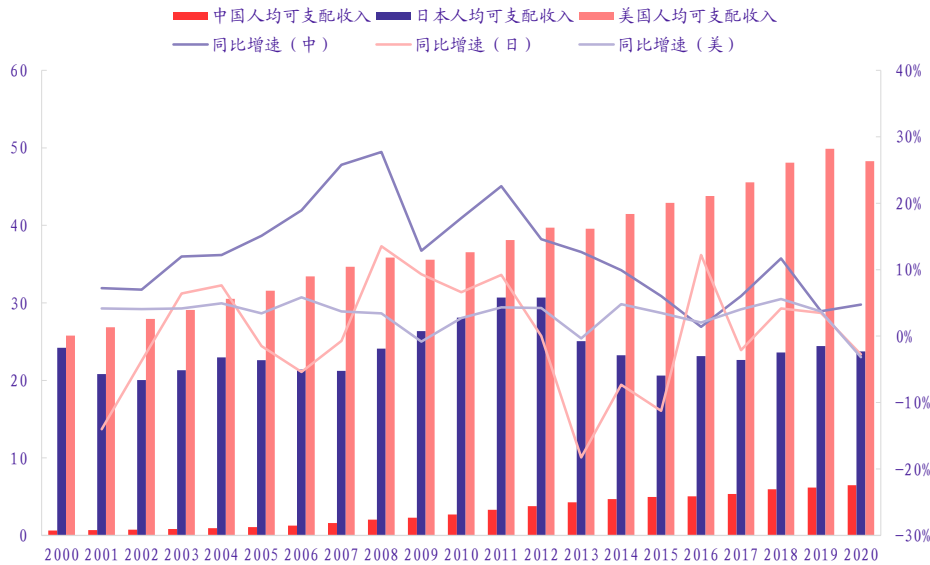
综合来看，我国一次性卫生用品产业链成熟，上游原料供应充足，下游消费需求随着经济的快速发展以及居民购买水平的提升持续扩大。在“中国质造”、“新零售业态”等新兴概念的驱动下，一次性卫生用品行业中偏好轻资产运营的品牌商与专注制造的代工企业将长期共存，发挥各自在产业链中的比较优势并共享行业发展红利。

（三）行业现状分析：消费升级与新兴消费渠道裂变带来发展机遇

1. 人均可支配收入提高带动消费升级，需求出现高端化、多元化趋势

国民生活水平的提高，使得消费者对产品的需求更加多元化。人均可支配收入是影响国民消费水平和消费升级的核心因素。未来消费者的卫生意识和可支配收入的提高将推动个护产品整体市场规模的持续增长，中高层收入消费者对生活品质的追求也将促进中高端品牌及代工厂的发展。从人均可支配收入来看，目前中国和日本及美国差异较大，但其同比增速处于高位。中国更快的增长速度和向中产阶级转型的趋势有助于消费升级的进一步推进，给个护市场带来价与量的机会。

图 9：中日美三国人均可支配收入及同比增速（千美元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

当前我国随着人均 GDP 和人均可支配收入的提升迈入第三消费时代，产品多元化的升级是未来的持续趋势，经期裤、成人失禁卫生用品等蓝海产品前景可期。参考借鉴《第四消费时代》中对日本过往数十年的消费时代变迁的经济指标划分标准，结合我国自 1960 年开始至今的人均 GDP 水平，我们可以清晰地看到在 2010 年以前，我国居民人均 GDP 始终处于 5000 美元以下，而这对应到日本消费市场中则是处于第一与第二消费时代，特征主要是由全民基本满足日常生活所需向私人消费逐步普及转化，并且在此期间消费偏好更加追求功能性与性价比。与此同时，尽管消费者的品牌消费意识与意愿逐步得到培养与提升，但消费能力仍有所欠缺。聚焦到一次性卫生用品领域，一次性卫生用品在 1980 年左右进入首次进入我国后，由于我国当时还处于第一消费时代向第二消费时代蜕变过程中，故而在进入我国市场后长达近 30 年的时间内，消费者始终是一步步伴随着收入水平提升逐步接受与学习使用纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品，而这也使得消费者在该阶段内主要追求的是产品的基本吸收性功能，并对产品价格较为敏感，市场渗透率较低。

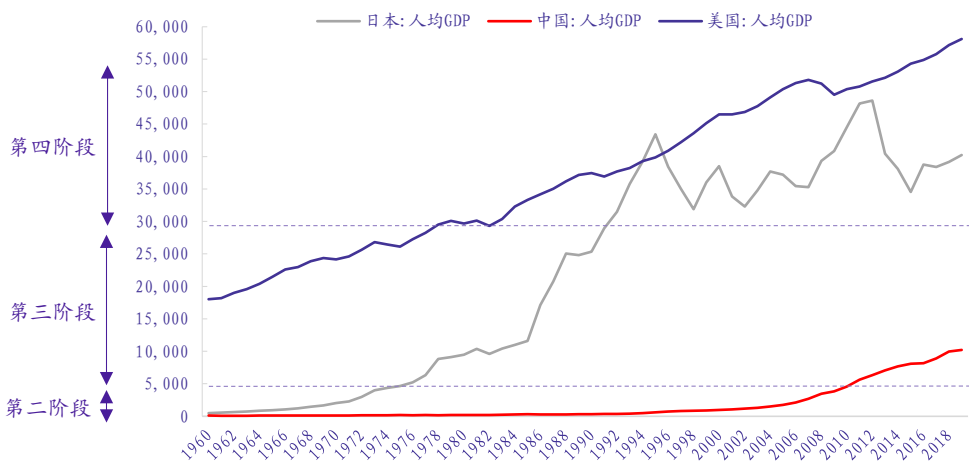
表 1：消费升级进程

	人均 GDP	消费主体	日本	美国	中国
第一阶段		消费以生存所需的必要	1921-1941	-	20 世纪 80 年代
生存阶段		商品为主			-1993 年
第二阶段	<5000 美元	私家车、私人住宅、大家	1945-1974	1920-60 年代	1992-2010 年
大众消费		电普及			
第三阶段	5000-30000 美元	消费从量变到质变	1975-2004	1960-90 年代	2011 年至今
品质消费					
第四阶段	>30000 美元	无品牌倾向，朴素化、休	2005-至今	20 世纪 90 年代后	-
理性消费		闲化；注重性价比			

资料来源：《第四消费时代（2014）》，中国银河证券研究院整理

2010 年至今，伴随着我国人均 GDP 首次突破 5000 美元后，我国也逐步开始由第二消费时代向第三消费时代迈进，而在此期间我国消费者对吸收性卫生用品的选择也逐渐从产品价格向产品品质转移。具体来看，自 2011 年以来以品质见长的国外品牌在国内市场的占有率迅速提高，其中以金佰利、尤妮佳、SCA(维达)、花王等全球著名跨国公司等最为突出。消费者从原来对价格、品质的单一追求发展到对产品舒适性、功能、品质、便利性、安全性等多元化为一体的需求。

图 10: 1960 年至 2020 年中、美、日人均 GDP (美元)



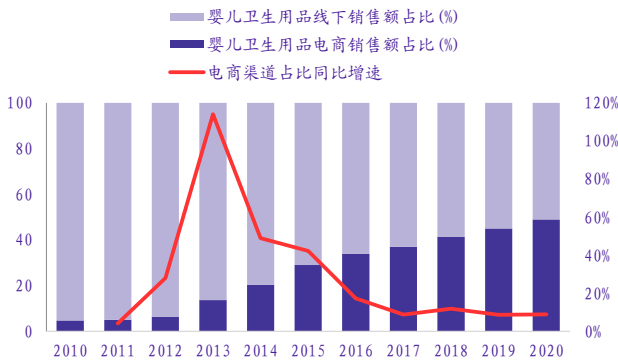
资料来源: 世界银行, 第四消费时代 (2014), 中国银河证券研究院整理

为了更好地满足追求品质消费与多元化需求的国内消费者, 一次性卫生用品品牌商需要在产品满足基本需求的基础上更加注重功能性的细分以及产品的附加值, 而这对于欠缺品牌积淀的新兴国产品牌而言, 可谓是迎来了难得的发展机遇。国内品牌商在此期间凭借着贴近消费者群体的优势能够更加迅速地洞悉消费者需求, 并通过快速迭代的产品开发能力以及不断提升且趋于稳定的产品质量实现异军突起, 从而实现市场份额的逐步提升。支撑国牌崛起的关键除了品牌商自身对市场变幻莫测的需求要有快速反应能力外, 还需要归功于早期专注为国际知名一次性卫生用品品牌商代工的代加工制造商, 为第三消费时代中国牌崛起提供了生产制造端以及技术研发端坚实的基础。

2. 新兴渠道裂变, 电商平台发展给赛道注入新活力

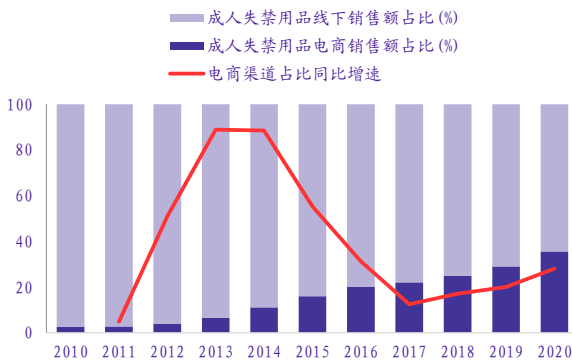
除了需求端在收入提升的过程中渗透率持续提升、需求持续细化对行业整体规模增长形成有效拉动外, 下游销售渠道的结构性变化也为一次性卫生用品行业的规模增长提供了更加有效的流通支持。整体而言, 我国一次性卫生用品的销售渠道可以划分为两大类: 1) 传统渠道, 包括 KA、便利店、经销商等; 2) 新兴渠道, 包括母婴专营店、专业连锁门店、电商平台等。上述多种渠道中, 电商平台充分享受互联网时代流量红利, 增长最为明显, 并且发展至今已经具备举足轻重的渠道地位。

图 11: 婴儿卫生用品电商渠道占比及增速



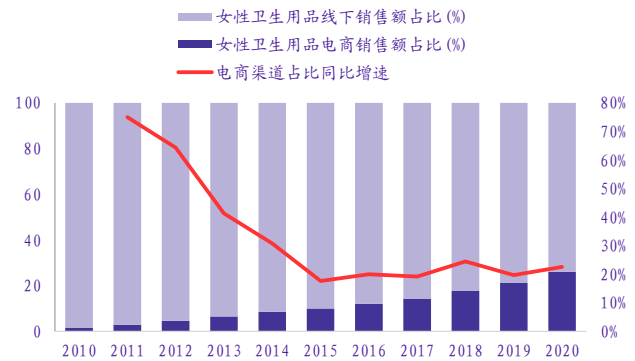
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 13: 成人失禁用品电商渠道占比及增速



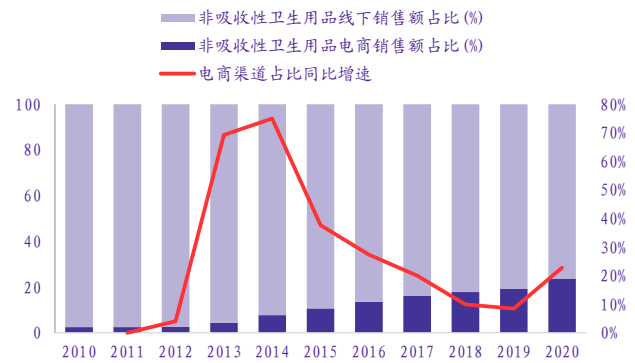
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 12: 女性卫生用品电商渠道占比及增速



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院整理

图 14: 非吸收性卫生用品电商渠道占比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

从上图数据可以看出，一次性卫生用品的四个细分市场的电商销售占比增速均在 2011-2013 年之间达到峰值，并于 2017 年后逐步步入平稳增长区间。其中 2013 年左右行业在电商渠道内的高速发展主要在于：1) 2009 年正式推出双十一购物节，其较高的活动力度给一次性卫生用品这种具有囤积性质的产品带来了冲击，电商渠道销售额有上升趋势。2012 年开始头部品牌进驻淘宝旗舰店，加速线上渠道销售占比增速；2) 传统商业过度依赖多重批发储运系统，2011 年前后各大平台的物流服务体系逐渐完善，开始自建物流，进一步提升网上购物的便捷性和实效性；3) 第三方支付运营合法化，线上支付业的发展有助于电商购物的便捷性，进一步推动电商渠道销售发展。长期来看，一次性卫生用品保质期较长（通常为 1-3 年），一旦养成使用习惯后消费具有必需属性且频次固定（例如婴幼儿每日使用纸尿裤，女性在每月经期使用卫生巾等），因此购买产品的数量可以预知；现行的线上电商大促具有低价囤货的特性，与上述购买行为匹配，故电商渠道的发展将进一步拉动一次性卫生用品的销售，且渠道份额占比也将在现有基础上不断提升。

具体来看，不同的一次性卫生用品由于购买者不同，线上渠道的重要性也不尽相同，婴儿卫生用品表现最为突出。婴儿卫生用品的电商渠道销售占比在 2020 年达到 49%，占据将近一半销售额；当前婴儿卫生用品的主要消费群体-新生儿的父母年龄主要集中为 80 后及 90 后群体，报告数据显示，2020 年 30-39 岁群体网购金额占比达到 45.5%，是网上购物

的主要消费力。新世代新生儿的父母更加接受微商及网上购物等消费模式，并且随着母婴新媒体的出现以及主打线上渠道销售的国产母婴新锐品牌的出现，婴儿卫生用品受到多重作用因而线上销售额占比快速提升，因此长期来看，随着品牌商对于线上渠道和线上营销的把控增强，婴儿卫生用品的电商销售额占比也将出现进一步提升。

二、女性卫生用品行业：行业进入成熟期，产品趋向高端化

（一）渗透率触顶导致消费量增长放缓，产品单价抬升驱动当前行业规模稳步增长

自1982年卫生巾产品进入中国市场，经过逾三十年的发展，随着女性健康意识与消费意识的提升，渗透率逐步提升；一方面外资品牌享有一定的先发优势，凭借成熟的产品坐拥稳定的客群市场，另一方面，国产品牌不断发力，从更了解本土消费者的角度出发提供多元化、差异化的产品。

图 15：我国女性卫生用品行业发展进程



资料来源：青竹新消费，中国银河证券研究院整理

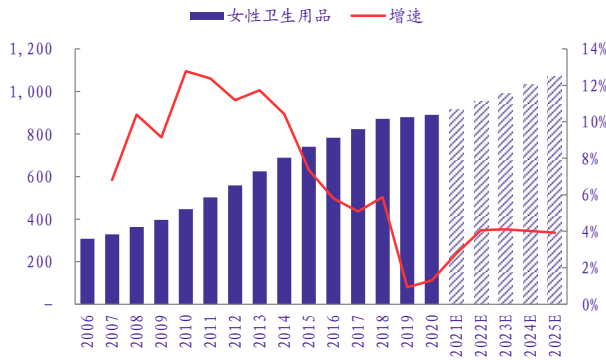
当前我国女性卫生用品市场趋于成熟，规模增速放缓。06-20年市场规模从307.99亿元增至890.67亿元，10-20年十年期复合增速为7.14%；行业规模增速从10年的峰值水平12.8%逐步降至19年的0.9%，20年略有提升至1.3%，但总体呈现出明显的降速增长趋势。

从使用量的角度来看，随着个人健康护理意识的增强，近年卫生巾及卫生护垫用户的消费习惯已基本形成，我国女性卫生巾产品的使用渗透率从05年的61.4%至17年已经达到100%。由此可见，用量的增量相对瓶颈，06-20年我国女性卫生用品消费量自672.55亿片提升至1172.24亿片，10-20年十年期复合增速仅为2.95%，消费量自18年开始连续

三年处于负增长区间。由于人口结构的变化，适龄女性人口数量呈现出规模下滑趋势，带来一定程度的消极影响；但同时考虑到女性经期内平均更换次数的上升，以及向两侧延伸的适龄年龄段会给消费量带来新的积极增长空间，我们对于未来总体的消费量仍保持乐观的预期。

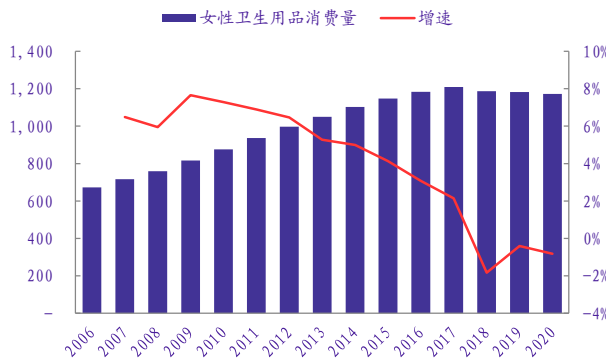
从价格的角度来看，女性消费者对于卫生用品的功能性要求逐步提升，包括面料、吸收性、外观等等层面出现了多元化和差异化的需求，同时消费升级使得女性卫生用品呈现高端化趋势，我国女性卫生用品产品单价从06年的0.46元/片上涨至20年的0.76元/片，年均涨价约为0.02元，预测未来伴随着产品转型及高端产品的推出，女性卫生用品单价将进一步出现抬升，并成为行业规模增长的主要驱动力。

图 16: 我国女性卫生用品市场规模 (亿元)



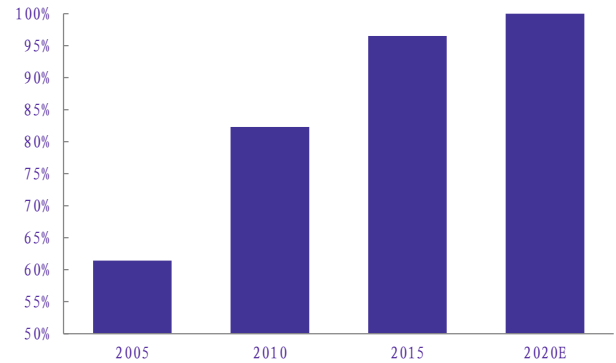
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 18: 我国女性卫生用品消费量 (亿片)



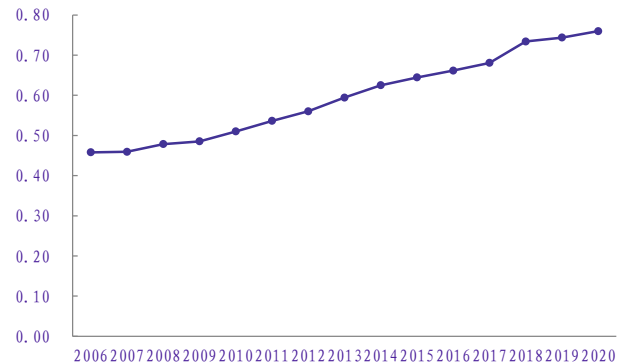
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 我国女性卫生巾消费渗透率 (%)



资料来源: 中国造纸协会, 中国银河证券研究院整理

图 19: 我国女性卫生用品销售单价 (元/片)

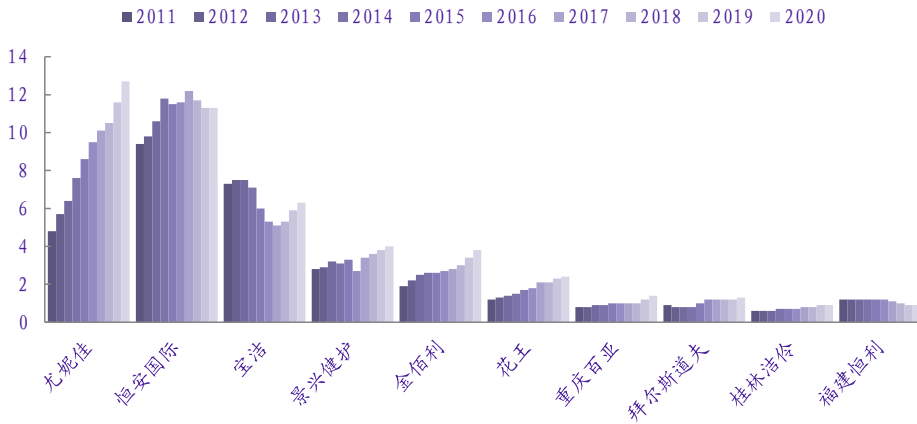


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

20年我国女性卫生用品企业CR10为45.0%，相较于11年提升了11.1个百分点。在销售额规模领先的前十大公司内，尤妮佳、宝洁、金佰利、花王、拜尔斯道夫五家外资合计占比约26.5%，恒安国际、景兴健护等国内品牌合计占比约18.5%，二者占比较十年前分别提升约6.1/5.0个点，外资品牌基数份额相对较高且发展速度更快。综合来看，我国女性卫生用品行业集中度有进一步提升的趋势，其中海外品牌在市场内主导且份额不断增长；国产品牌与海外品牌之间的差距逐步缩小，中高端国产品牌的份额并没有受到外资品牌的

影响或挤压，仍保持稳健增长趋势。

图 20: 我国女性卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 2: 我国女性卫生用品各大集团旗下品牌情况

集团名称	品牌列举
尤妮佳 (Unicharm)	苏菲 (Sofy)
恒安国际	七度空间 (Space 7)、安尔乐 (Anerle)、安乐 (Anle)
宝洁 (Procter & Gamble)	护舒宝 (Always/Whisper)、丹碧丝 (Tampax)
景兴健护	ABC、Free
金佰利 (Kimberly-Clark)	高洁丝 (Kotex)
花王 (Kao)	乐而雅 (Laurier)
重庆百亚	自由点
拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	洁婷 (Lady Care)
桂林洁伶	洁伶
福建恒利	舒爽、好舒爽
稳健医疗	奈丝公主

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

此外，在行业集中度的相对较低的背景下，市场份额在 0.1% 以下或规模在 1 亿元以下的企业数量庞大并且占据超过 50% 的市场份额。中小企业售卖的商品往往更加低端，以低廉的价格和仅过关的吸收性卫生用品被消费者接受和购买，目标人群更多的是三、四、五线城市及农村地区。考虑到当前小品牌规模市占率超过 50%，且价格较低，消费水平的差异以及卫生观念的落后导致部分消费者会因为价格、性价比等原因选择头部品牌以外的卫生用品。随着消费意识的提升及消费水平的提升，未来新锐品牌和当前的头部品牌会在这部分消费者中抢夺市场份额，靠低廉价格打市场的品牌前景将暗淡。

表 3: 2020 年我国女性卫生用品品牌竞争格局

	10 亿以上 规模品牌	5-10 亿 规模品牌	2-5 亿 规模品牌	1-2 亿 规模品牌	1 亿以下 规模品牌	合计
个数	8	4	4	3	2316	2335
体量(亿元)	372.30	24.94	14.25	5.34	473.84	890.67
占比	41.8%	2.8%	1.6%	0.6%	53.2%	100.0%

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

当前的行业竞争格局在一定程度上表明无论是外资还是国内的头部公司在发展空间上均未达到天花板, 在消费升级结构性变化的大背景下都有持续扩张市场份额的机会。我们认为, 卫生巾产品具有较强的品牌粘性, 往往消费者养成某一品牌的使用习惯后, 倘若其他品牌没有足够的亮点往往较难吸引消费者转换使用品牌。并且由于卫生巾产品属于固定周期使用的快速消耗品, 往往消费者采购时会选择小批量采购, 意味着在一段时间内较小概率会进行再次采购甚至转向于其他品牌的商品, 大品牌的龙头地位较为难以撼动。中国企业未来的竞争优势在于抓住目前新零售业态的出现, 凭借本土化的电商营销能力和新品迭代能力把握机遇抢占市场份额。

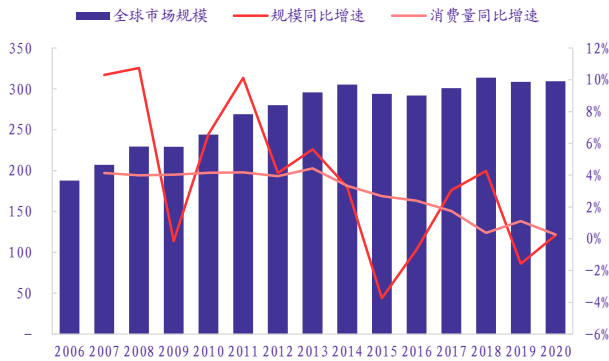
(二) 中日美市场对比: 成熟市场内量价稳定, 中国仍处于产品升级与提价的快车道中

1. 中国行业与消费量规模在全球范围内领先, 但产品均价与人均消费额相对水平有待提升

全球女性卫生用品市场较为成熟, 消费量的增长驱动行业规模平稳提升。据欧睿的数据, 20 年全球女性卫生用品零售额达到 309.4 亿美元, 同比增长 0.2%, 10-20 年十年期复合增速为 2.39%。其中总体的消费量是全球范围内行业规模变化的主导因素, 至 20 年全球的女性卫生用品消费量约为 2988 亿片, 10-20 年十年期复合增速为 2.43%; 对应期间范围内, 单片价格稳定在 0.10-0.11 美元/片范围内, 走势平稳短期未见提升的趋势。

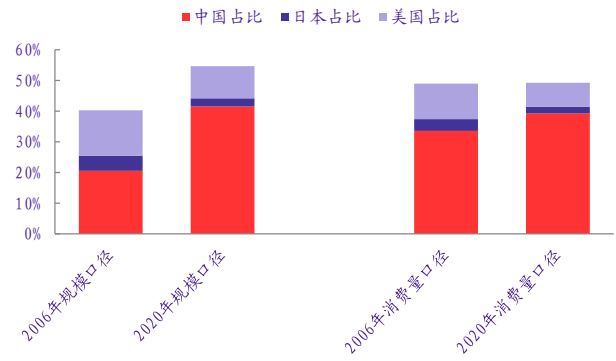
从行业规模与消费量两个角度来看, 中国在全球的女性卫生用品市场内均处于领先地位。自 06 年开始, 中国女性卫生用品在全球市场内的份额占比从 20.6% 大幅提升至 20 年的 41.5%, 消费量份额占比也从 33.6% 上涨至 39.2%, 全球格局中的重要地位逐步显现。同期内, 日本与美国的规模及消费量占比均呈现出下降趋势。

图 21: 全球女性卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 22: 中日美女性卫生用品市场规模、消费量在全球比重

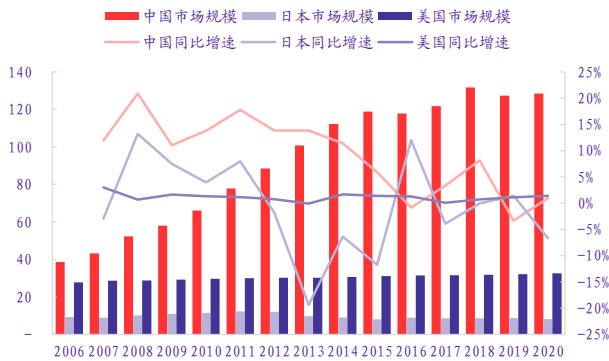


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

中日美三国对比来看, 美国女性卫生用品市场规模发展最为平稳, 10-20 年十年期复合增速低于 1%, 中国和日本的市场规模增速变动较大, 观察期间内美国/中国/日本三国女性卫生用品增速极差分别为 3.1%/24.2%/32.5%, 成熟稳定的市场规模增速落在 0.7%-1.5% 的区间范围内。

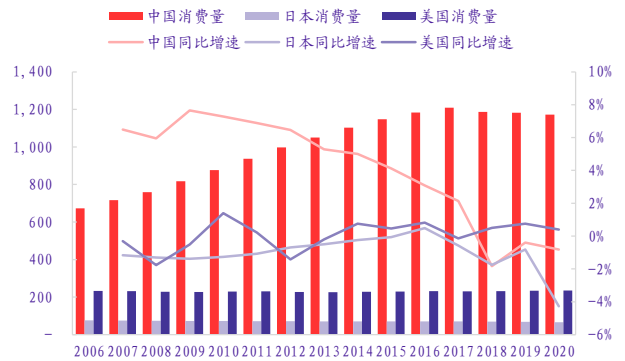
从消费量的角度来看, 中日美女性卫生用品消费量较为稳定且趋势相似, 美国女性卫生用品总体消费量基本保持稳定, 而中日两国过去三年内的总消费量则出现了小幅收窄, 这主要与中日两国女性适龄人口总数出现小幅负增长有关。

图 23: 中日美女性卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 24: 中日美女性卫生用品消费量 (亿片)

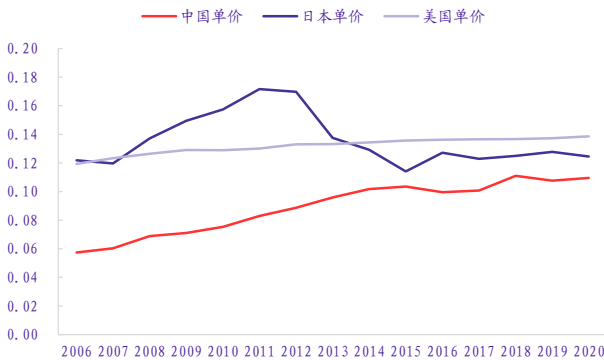


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

从均价的角度来看, 美国女性卫生用品行业卫生巾的单片零售平均价格也较为稳定, 自 06 年的 0.12 美元/片逐步提升至 15 年的 0.14 美元/片, 随后持续维持在该价格区间范围内。日本卫生巾产品因为本国的经济情况出现较大的波动幅度, 在 16 年左右回归平稳状态, 稳定在 0.12 美元/片左右。目前我国女性卫生用品产品的均价水平相对偏低, 自 06 年的 0.06 美元/片起几近翻倍提升至 20 年的 0.11 美元/片, 但距离美日水平仍有提升空间。我们预测伴随产品升级和消费升级, 中国女性卫生用品的平均零售价仍会保持增长态势, 向发达国家均值水平看齐, 由此在价格方面的提升也会给规模增长带来更多的正面影响。

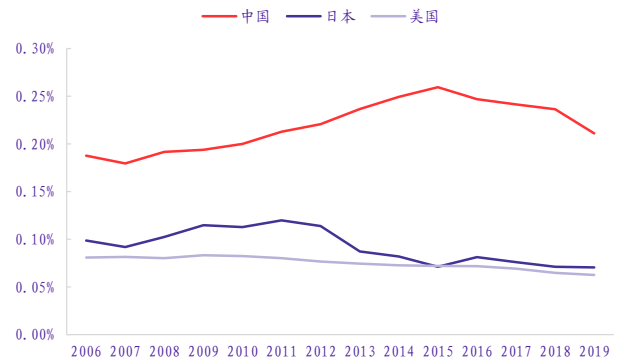
结合居民收入水平来看，美日两国内女性卫生用品的人均消费额（按照行业规模与15-64岁的适龄女性群体人口数测算）在人均收入中的占比趋于稳定，长期均值水平在0.7%左右。我国女性卫生用品的人均消费额在人均收入中的占比自15年触顶0.26%后开始出现滑落，至20年约为0.21%；考虑到女性卫生用品对于适龄女性属于必需商品，因此其渗透率达到天花板水平之后，收入增长带来的边际效应递减，人均消费额在收入中的占比逐步降低符合预期，长期来看，我国的人均消费额相对水平应向美日靠拢。

图 25: 中日美女性卫生用品平均售价对比（美元/片）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 26: 中日美女性卫生用品人均消费占人均收入比重



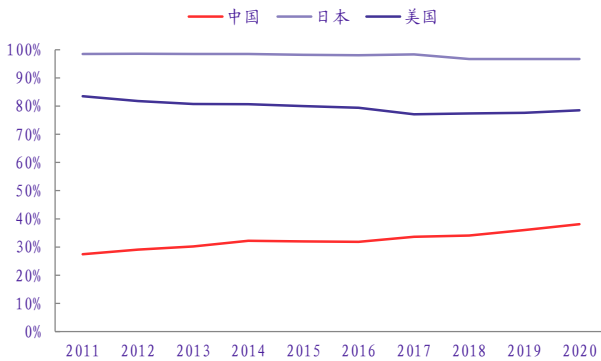
资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 中国行业集中度较低，外资品牌及头部国产品牌地位稳固

20年美国、日本女性卫生用品市场内头部公司CR5分别为78.5%、96.7%，头部品牌CR5分别为68.4%、95.4%，且表现优异的品牌均为其本土品牌；其中护舒宝在美国的市占率高达32.9%，对应所属公司宝洁在美国的市占率高达47.6%，苏菲在日本的市占率为49.8%，对应所属公司尤妮佳在日本的市占率高达55.9%，上述各份额均呈现逐年提升趋势，由此可以看出核心品牌对于本土公司主导当地市场的意义重大，规模化优势显著。此外，美国有宝洁旗下的丹碧丝及金佰利的品牌高洁丝、日本有花王旗下的乐而雅在各自市场内同样实现了10%以上的市场份额占比，断层领先市场内的其他竞争品牌，整体竞争格局明晰，小品牌或是新品牌难以实现规模突破与地位超越。

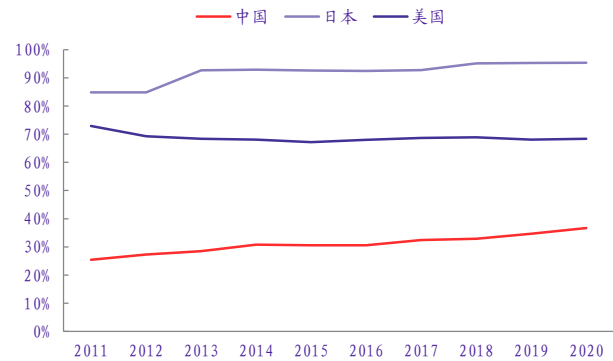
对比之下，我国女性卫生用品市场内头部公司CR5仅为38.1%，头部品牌CR5为36.7%；一方面外资品牌在我国市场内依旧占据主导地位，结合图20来看，表现最优的国产品牌恒安国际（品牌七度空间）近年来市占率提升至10%-12%区间范围后相对承压，其余国产品牌市占率不足2%，仍在市场中博取更多份额；另一方面，我国市场内尚未出现可类比海外龙头，享有绝对优势地位的头部品牌和公司。综上所述，未来我国女性卫生用品市场内依旧会出现较为激烈的竞争，格局有待进一步优化。

图 27: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 28: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)




资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理












我们认为未来我国女性卫生用品市场如果想沿袭发达国家的发展路径,女性消费者的消费观念和卫生意识是需要着重注意的因素,中小型品牌及制造商会受到老牌外资企业及国内品牌的挤压退出市场,由此带来行业集中度进一步提高。女性消费者会从注重产品价格转为功能导向,所以未来企业应该抓住产品升级的机会,并借助运营和新零售业态的优势抢占市场份额。






下表中我们对中国、日本和美国头部的两家公司及其核心品牌下的核心产品进行了价格以及功能的拆解,主要包含的产品有日用/夜用卫生巾,卫生护垫,液体卫生巾,经期裤以及卫生棉条,论证目前中日美头部品牌产品功能性差异以及定价差异。我们可以看到,中国、日本和美国目前的女性卫生用品主要聚焦在四大功能特性上,分别是吸水性,亲肤舒适性,防止侧漏与否和透气性(香味)。在我们罗列的16个单品中,基本都涵盖了这四大功能。

目前女性消费者仍偏好较为普通的日用卫生巾及夜用卫生巾,但中国和美国已经出现了产品升级和替代趋势。中国以经期裤这一新型产品为例,其凭借更好的防侧漏能力逐渐被大众接受并逐步替代夜用卫生巾;而在价格层面,同样为每晚使用一片,经期裤的均价超过3元/片,其定价较夜用卫生巾中出现翻倍。同样,在美国市场内消费者主要偏好购买液体卫生巾和卫生棉条,二者吸收性与使用便捷性较传统产品出现升级,相对普通卫生巾也存在2-3倍的提价。由此可见,在基本功能得到保证的基础上,品牌商会不断优化产品外观、面料、吸收性乃至针对各个使用场景进行产品的多元化变革,以此带来销售均价、客单价的增长,在消费量不变的基础上,获得更多的市场份额。

表 4: 中日美在售女性卫生巾主要品牌矩阵及功能

公司名	产品名	产品信息	产品功能	长度(mm)	单价(元/片)	每100mm价格(元)	产品图例
中国	尤妮佳 苏菲	温柔肌极薄日用卫生巾(17片)	独创的“粘稠经血超净层”,表面柔滑触感,极薄中身	260	0.92	0.35	

恒安国际	七度空间	超柔棉感超长夜用卫生巾 (4片)	大扇尾超包裹, 420mm 超长安心, 棉柔表层舒适柔软, 防止侧漏	420	1.29	0.31	
		绮悠莱卫生护垫 (72片)	超薄设计不移位, 吸收不适气味散发清香, 表层透气	140	0.41	0.29	
		超薄安心裤 (L码, 2片)	日本进口伸缩无纺布, 取代橡筋温柔包裹, 裤身超声波粘合技术, 全方位防止侧漏, 最薄处 0.2cm	420	3.09	0.74	
		优雅系列丝柔超薄 (10片)	空气感打孔, 独特无纺布面层, 具有透气呼吸膜和超真扇尾, 100%天然原料	245	0.85	0.35	
		少女系列夜用卫生巾 (8片)	100%纯棉, 双腿内侧不摩擦, 真芯双扇尾防止侧漏,	420	1.65	0.39	
		萌睡裤型卫生巾 (L-XL码, 4片)	360度全包围, 腿部立体护围, 高弹力防止侧漏, 超声波热压技术表层更加贴合	500	3.61	0.72	
美国	宝洁	Always Infinity 液体卫生巾 (36片)	可以吸收 10 倍自身重量的液体, 长达 8 小时的舒适、无泄漏保护, 采用超薄 FlexFoam 制成	205	2.08	1.01	
		Always Radiant 夜用女性卫生巾 (18片)	吸湿排汗技术保持干净清爽, 具有彩色设计和静音的包装, 具有 0 触感面料。	320	3.37	1.05	
		Tampax Radiant 塑料卫生棉条 (28支)	挑战无感, 顺滑易推, 反重力防漏设计吸收能力强	-	1.94	-	
		U by Kotex Barely There 常规卫生巾	薄而柔韧适合轻流量或日常使用, 内裤内衬采用透明侧面设计不显眼。	205	0.82	0.40	
		金佰利	高洁丝	U by Kotex 超薄夜用卫生巾	采用独特的 Xpress-DRI 核心, 可锁住液体整夜保持干爽, 有效防止侧漏。	320	3.51
		U by Kotex Click 紧凑型卫生棉条 (32支)	常规吸水性无香型卫生棉条, 顶部光滑, 插入方便舒适。体型小巧紧凑。	-	1.66	-	

			采用提高吸收性能的薄片,贴身设计,防止侧漏。	210	1.17	0.56	
		Happy Cache 普通日用	采用与丝绸几乎相同的纤维,触感柔软,舒适。				
	Centoin		和日用为生计功效相似,基础上增加卫生巾长度有效防治夜晚侧漏。	290	3.51	1.21	
		Happy Cache 夜用卫生巾	蓬松柔软,不粘腻的"爽肤坐垫",重视敏感肌肤。前后的"钻石压花"能够很好地吸收出血。采用了"安心的缓冲垫皱褶"面料。	400	4.03	1.01	
日本	Sofy	夜用超长卫生巾	三层吸收层共同作用,有效吸收,防止异味,棉柔表层空气触感。	250	2.12	0.58	
		快速吸收日用卫生巾	三层吸收层共同作用,有效吸收,防止异味,棉柔表层空气触感。适用于夜晚使用场景,有效预防侧漏等问题。	300	3.71	1.24	
	花王 Laurier	快速超薄夜用卫生巾					

资料来源: 天猫, Amazon, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 价量提升空间: 消费者基数与人均使用量尚有延伸空间, 但产品升级带来的价格增长或成为核心驱动

$$\text{消费量}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

$$\text{适龄消费人口}(\uparrow) \times \text{渗透率}(-) \times \text{年使用天数}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

对于目前的女性卫生用品市场, 价量均有较大的提升空间。其中市场内现有适龄消费人口规模相对稳定, 渗透率已经饱和, 但是平均期间天数的增长、初潮年龄的降低等因素导致女性使用周期延伸使得消费量有新的增长空间, 同时产品升级带来的产品结构性变化和平均单价的上升也可驱动平均价格抬升。

量的提升:

1) 平均经期天数的增加。下表的数据显示目前我国女性卫生用品的主要消费人群集中在 80 后-00 后, 可以看到超过 90% 的女性人群平均经期天数都在 5 天以上; 其中较为年轻的 90 后和 00 后女性群体经期天数处于 5~7 天的比例更高, 由此推断未来女性经期平均天数有增加的趋势。

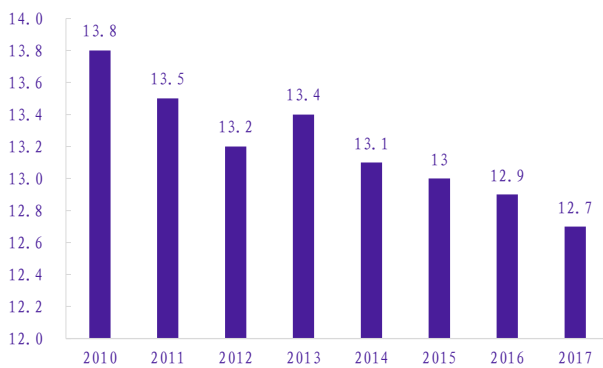
表 5: 2020 年不同世代经期天数分布与占比情况

年龄分布	3 天	4 天	5 天	6 天	7 天	不正常	5-7 天
整体	2.10%	8.40%	24.80%	27.40%	26.30%	10.90%	78.50%
70 以前	4.80%	13.90%	26.50%	22.60%	17.60%	14.50%	66.70%
70 后	4.70%	14.70%	28.20%	23.80%	17.20%	11.40%	69.20%
80 后	3.10%	10.70%	26.00%	26.20%	22.90%	11.10%	75.10%
90 后	1.80%	7.80%	24.50%	28.40%	27.40%	10.20%	80.20%
00 后	1.80%	7.20%	24.20%	26.30%	27.40%	12.90%	78.00%

资料来源: 2020 年中国女性健康白皮书, 中国银河证券研究院整理

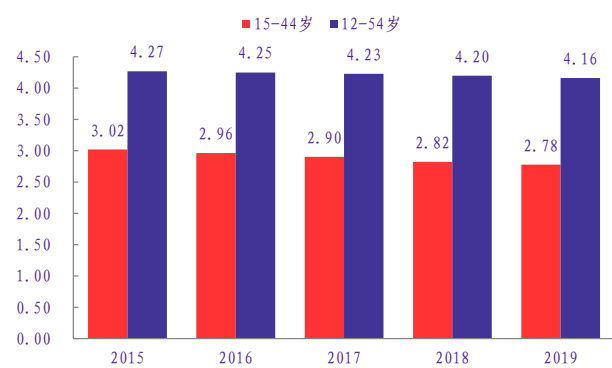
2) 适龄女性生理期年龄段向两端扩展, 使用周期延长。中国女性初潮平均年龄逐渐下降, 2017 年达到 12.7 岁。随着未来生理期年龄段的持续扩展, 从传统的 15-44 岁延伸至 12-54 岁, 适龄女性总人数即女性卫生用品的消费群体基数仍有增加的可能。

图 29: 我国女性初潮年龄 (岁)



资料来源: 2020 年中国女性健康白皮书, 中国银河证券研究院整理

图 30: 我国不同年龄阶段女性人口数量 (亿人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

价的提升:

未来价格提升的空间主要来自于, 在收入提升导致居民对美好生活的诉求愈发强烈的时代背景下, 女性卫生用品趋于高端化、倾向满足差异化需求的品类占比增加。我国女性对生理期卫生重视程度逐步加强, 并且随着居民人均可支配收入的提高, 女性消费者的卫生巾产品消费显著升级, 需求已经从基本的吸收性延伸到舒适性、安全性和便利性。卫生巾产品高端化进程显著。结合前文图 19 数据来看, 20 年我国女性卫生用品平均价格达到 0.11 美元/片 (合约 0.76 元/片), 年均涨价约 0.02 元, 呈现稳步上升趋势, 消费升级表现突出。

具体来看, 女性卫生用品价格的变化或由以下两种因素导致, 分别全产品价格普涨和产品矩阵倾向高端化带来的结构优化提升。其中, 受能源和原材料价格波动的影响, 品牌商会主动提升自身产品的价格以适应行业内的整体变化, 以宝洁为例, 从其公布的年报数据可以看出, 旗下个护产品的价格每年会提升约 1 个百分点; 此外公司也会在原材料价格

出现剧烈波动时提前发布涨价通知，例如 08-09 年时期宝洁曾两轮通告，在全球范围内实施产品售价提价，由此公司全线产品自 06-08 年价格提升 4%-8%，08 年开始继续提升 2%-16%，09 年护舒宝、帮宝适等品牌再度提价 10-15%。上述全产品价格普涨的情形不涉及产品的更新换代，系产业链制造商与品牌商将部分成本增长的压力转嫁至消费者端，没有带来实际意义上的规模增量。

图 31：宝洁每年披露个护（含母婴、女性、成人失禁类）产品价格波动情况

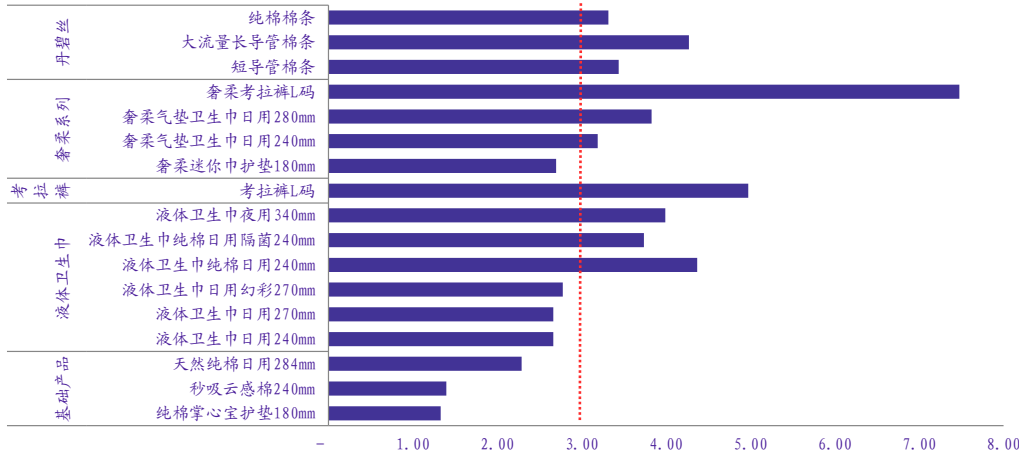


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

我们更好看产品矩阵向多元化、高端化转变后带来的结构优化与价格提升。女性卫生用品市场应该更专注于特定使用场合和需求的细分，现有功能形态的新式卫生巾（经期裤、卫生棉条等）、或是面料材质的新产品（全棉卫生巾）的推出便是结构性变化的产物。

同样参考宝洁（含护舒宝卫生巾及丹碧丝棉条两大品牌）的产品情况可以发现，护舒宝普通的卫生巾产品均价在 1.5 元/片以内，但纯棉材质的普通卫生巾产品价格提升至 2-2.5 元/片区间内；液体卫生巾是吸收材料的变革，使用了公司专利的 FlexFoam 液体材料具有更强的吸收效果，产品均价提升至 2.5 元/片以上，而纯棉的液体卫生巾、或是超长的夜用卫生巾均价则达到 3.5-4.5 元/片；考拉裤和丹碧丝卫生棉条则是功能/使用场景的变革，其中考拉裤针对睡眠夜用，价格升级至近 5 元/片，棉条则对标欧美、提出无拘束的玩乐场景（使用无感、可下水等），价格升级至 3-4.5 元/个；此外，护舒宝自 2021 年初开始通过品牌代言人迪丽热巴大力营销奢柔棉 Air 气垫系列，使用 Air-Maxi 蓬松扩容专利技术，进一步提升产品的吸收能力与舒适度，该系列下产品均价在 3 元/片以上，考拉裤价格超过 7 元/片。上述产品的迭代更新，均有效带动了价格带向上移动。

图 32: 宝洁天猫旗舰店售卖女性卫生用品产品单价 (元/片、个)



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

图 33: 宝洁天猫旗舰店相关产品更新迭代介绍



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

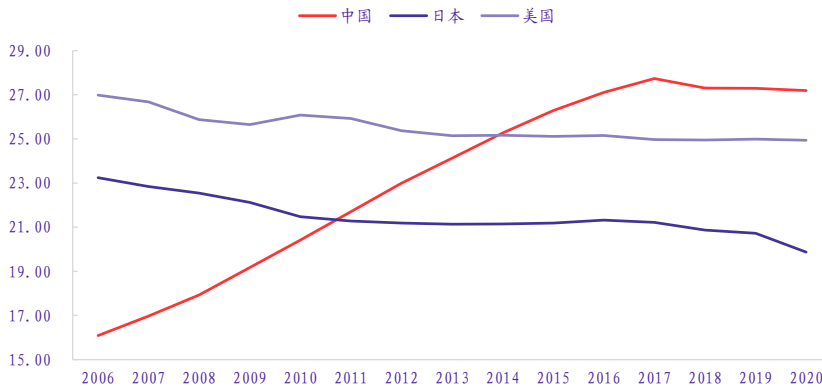
(四) 市场规模预测: 乐观预期零售市场规模可翻倍增长至 2300 亿元

我们按照不同地区划分对女性卫生用品市场规模进行了预测, 主要差别表现在卫生巾的日均使用量和使用产品的平均零售价上; 根据前文分析, 未来产品升级与价格提升会成为行业规模增长的主要驱动因素, 因此参照现在市场内主流产品价格, 我们针对不同线城市、考虑不同的消费与收入水平, 给予乐观及保守的市场规模预期。

需要注意的是, 女性健康意识的提升初期会因更换频次的提升而带来用量的增长, 但

随着产品不断升级，实际上成熟市场内人均每月用量反而出现缩减，20 年美日两国的人均每月用量分别降为 25/20 片，较 06 年减少了 2-3 片，这可能在于卫生棉条等吸收性更强的创新产品反而导致更换频次降低（普通卫生巾 2-4 小时、卫生棉条 4-8 小时更换）；我国的人均每月使用量自 2016 年开始稳定在 27-28 片的范围内不再提升，未来可能也会出现下降。

图 34：中日美人均每月使用量（测算值）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

综上，我们乐观预期我国女性卫生用品的终端市场规模约 2300 亿元，保守也可达到 1360 亿元，较 20 年市场规模有 50%-150%的提升空间；出厂价按照乐观 0.85 元/片、保守 0.70 元/片的行情预测，出厂市场规模也可达到 625-964 亿元。

表 6：女性卫生用品市场空间预测

目标市场	女性适龄人口 (亿人)	人口占比 (%)	每月平均用量 (片/天)	周期使用天数 (天)	平均零售价 (元)	平均出厂价 (元)	市场规模 (亿元)	
乐观	3.6	25	4.5	6	3.00	-	2300	
销售市场		一二线城市	25		4.5	2.00		-
空间		三四线城市	50		4.5	1.00		-
出厂市场		一二线城市	25	4.5	-	0.85	964	
空间		三四线城市	50	4.5	-	0.85		
空间		其他	25	4	-	0.85		
保守	3.5	25	5	5	2.00	-	1360	
销售市场		一二线城市	25		5	1.50		-
空间		三四线城市	50		4.5	0.80		-
出厂市场		一二线城市	25	5	-	0.70	625	
空间		三四线城市	50	4.5	-	0.70		
空间		其他	25	3	-	0.70		

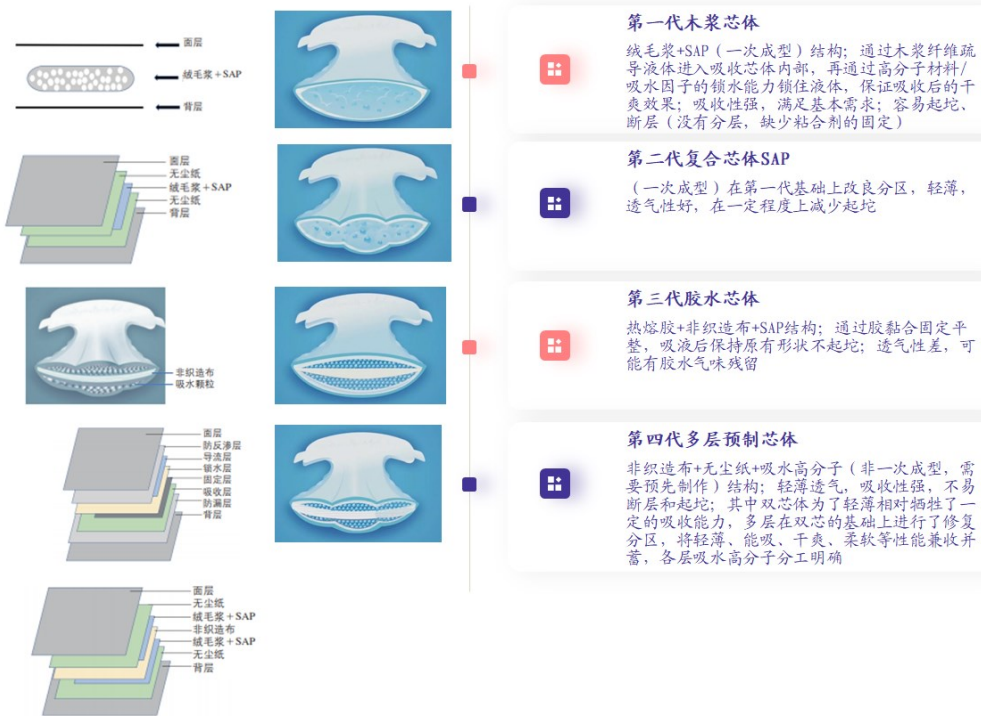
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

三、婴儿卫生用品行业：行业高速增长，新零售为国产新锐品牌赋能

（一）下沉市场内渗透率与消费量增长带来行业增量，国产新兴品牌分流国际巨头市场份额

自香港的瑞德国际旗下品牌 Fitti 菲比（1992 年），以及金佰利旗下品牌好奇（1994 年）进入中国大陆市场，我国婴儿卫生用品行业经历了快速发展，产品在材质、结构等层面不断迭代更新。行业整体与其核心——芯体的发展历程相近，以 2006 年为阶段性节点，在此之前，我国的婴儿卫生用品行业以外资品牌为主，好奇、帮宝适、妈咪宝贝等国际品牌集中进入中国市场，产品芯体虽有结构分区的变化，但以绒毛浆和高吸水树脂 (Super Absorbent Polymer, SAP) 材质为主导；2006 年不含绒毛浆的复合芯体结构出现，此后国内品牌大举扩张，市场内多品牌混战。

图 35：纸尿裤芯体发展历程



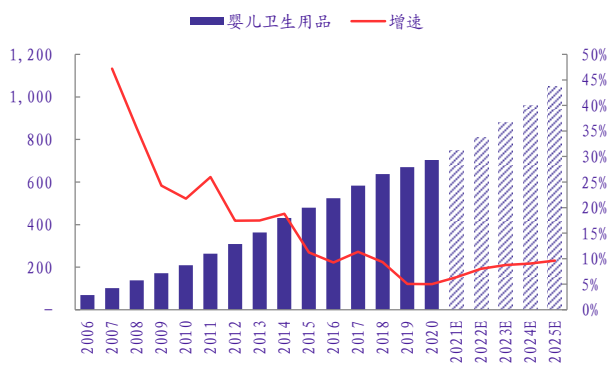
资料来源：《非织造技术》期刊，中国银河证券研究院整理

当前我国婴儿卫生用品行业仍处于成长期。市场规模由 06 年的 69.09 亿元增加至 20 年的 703.39 亿元，10-20 年十年期复合增长率 12.92%；随着规模基数的不断扩张，增速呈现逐年放缓趋势，至 19-20 年时已经降至 5% 左右，但对比前文所述规模较为相近的女性卫生用品行业，婴儿卫生用品行业增速水平较高。

从消费量的角度来看，婴儿纸尿裤（含尿片）在我国逐步普及推广，截止 19 年全国范围内的市场渗透率达到 72.2%，但不同地区之间差异明显，根据中国造纸协会的数据显示，一二线城市是当前最主要的市场，18 年时婴儿纸尿裤的渗透率约 92%，与发达国家成熟市场水平相近，而中低线城市与农村渗透率相对较低，部分落后地区渗透率甚至不足 10%，因此随着婴儿纸尿裤使用的不断渗透，下沉市场会是未来行业消费量的主要增量来源。06-20 年我国婴儿卫生用品行业的消费量自 49.00 亿片快速增长至 369.72 亿片，10-20 年十年期复合增长率达到 10.18%，与整体行业规模的增速表现相近，由此也可以看出行业的发展主要是受到消费量的驱动。

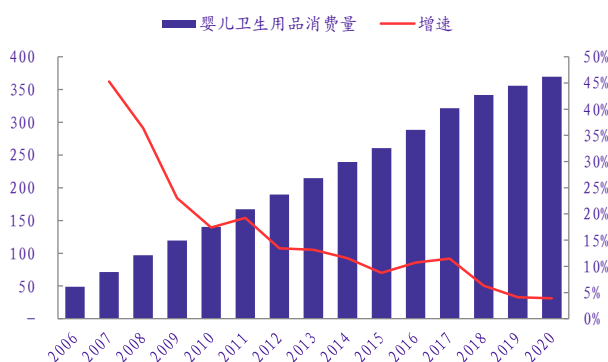
从价格的角度来看，行业内产品的价格呈现分阶段上涨的趋势，主要的涨价体现在 10-14 年的五年区间内，10 年之前价格在 1.4-1.5 元/片范围内波动，经过五年的提升，14 年之后价格带上涨至 1.8-1.9 元/片，此期间内主要的行业变化在于芯体由预制双芯体向多层预制的革新，我们也可以初步判定产品技术的进步会是产品均价水平提升的主导因素，但由于技术革新需要时间周期，因此短期内不会持续出现产品价格大幅提升的情形。

图 36：我国婴儿卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

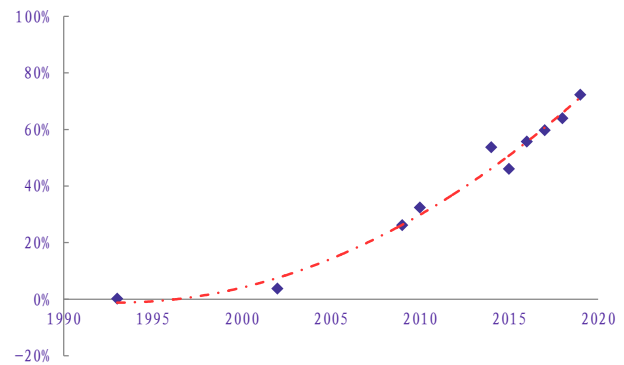
图 38：我国婴儿卫生用品消费量（亿片）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

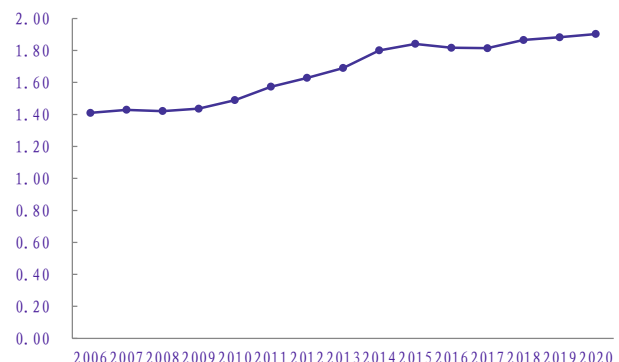
20 年我国婴儿卫生用品行业内企业的 CR10 为 51.4%，与 11 年相比大幅下滑 24.7 个百分点；其中前五大公司均为外资，合计占比达到 42.2%，宝洁、金佰利、尤妮佳三家传统优势的龙头公司份额下滑明显，花王、大王两家后起之秀出现增长，但这五家公司稳居前

图 37：我国婴儿卫生用品消费渗透率（%）



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院整理

图 39：我国婴儿卫生用品销售单价（元/片）

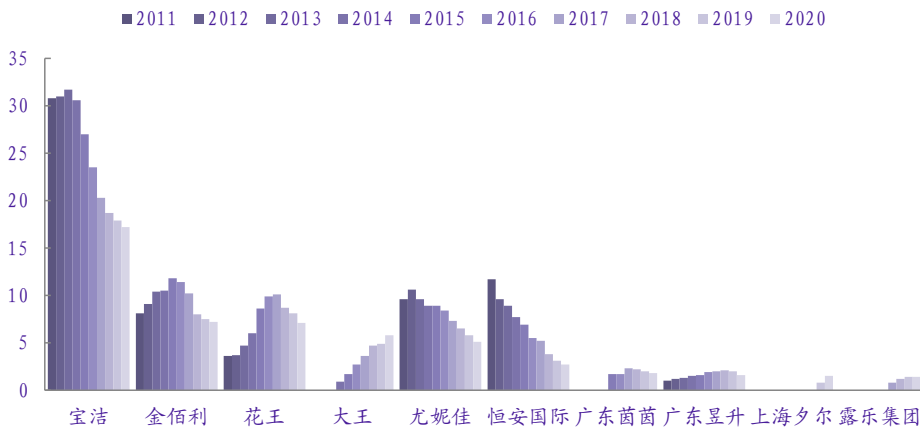


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

五名的地位未发生动摇；国产品牌的市占率虽较国际品牌存在较大差距，但增势亮眼，6-10名的五家国产公司有三家是2015年后成立的新公司，10-20名中也有半数公司如此。

整体来看，我国婴儿纸尿裤头部公司份额波动较大，行业尚未形成稳定市场格局。近五年头部公司市占率整体下滑，行业集中度不断下滑，新兴国产品牌迅速崛起，与国际品牌的差距收窄。其主要原因在于：1) 国产品牌信任度与认同感提升，新生代宝妈不再迷信海外品牌。在《洞悉纸尿裤行业“人货场”最新变革》报告中显示，13年时72%的消费者更推崇国外品牌，但至19年倾向选择国产品牌的人数达到81.5%。2) 母婴产品垂直类渠道的发展带动新品牌进入市场抢占份额。由于外资品牌进入中国市场主要通过商超等传统渠道进行售卖，对新兴渠道的敏感度不及国产新兴品牌；根据上述报告我们得知当前母婴店和母婴类线上平台是当前消费群体获取纸尿裤类产品信息并购买产品的最核心渠道，渗透比例均超过40%，此外，碎片化的微商模式的选择率也快速增长至11.7%，本土品牌更了解上述渠道的运营模式，具有获客优势。3) 随着技术、工艺和制造能力的提升，国牌品质不输海外，性价比优势凸显。经过多年的技术研发及制造积淀，国产品牌的质量控制及稳定性都大幅提升，同时性价比进一步凸显。纸尿裤的核心技术在于芯体，以国产品牌较为常用的复合芯体为例，海外品牌由于供应链、设备等原因普遍采用以绒毛浆为主要原料的芯体，而复合芯体技术的成熟让国产纸尿裤进一步具备轻薄且吸水后整体膨胀、不易断层、芯体不起坨等特点。

图 40: 我国婴儿卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 7: 我国婴儿卫生用品各大集团旗下品牌情况

集团名称	品牌列举
宝洁 (Procter & Gamble)	帮宝适 (Pampers)
金佰利 (Kimberly-Clark)	好奇 (Huggies)
花王 (Kao)	妙而舒 (Merries)
大王 (Daio)	Goo.N
尤妮佳 (Unicharm)	Moony、妈咪宝贝 (Mamypoko)
恒安国际	安儿乐 (Anerle)、奇莫 (Q MO)
广东茵茵	茵茵
广东昱升	奇氏 (Dress)

上海夕尔	Babycare
露乐集团	露安适 (Lelech)
巴布豆	巴布豆

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

与女性卫生用品市场相似,本行业内也存在市场份额在 0.1%以下或规模在 1 亿元以下的企业数量庞大的特点。较低的人均可支配收入水平可能会让部分低线城市及农村地区的消费者选择中小品牌的婴儿卫生用品,但考虑到在消费升级的大趋势下,新零售业态的出现和产品生产技术的提升带来众多国产新锐品牌入场,主流的新生儿父母年龄段为 80 后和 90 后,该部分人群受教育程度高、健康安全意识强且对线上购物和新型营销方式的接受度高,不存在品牌迷信,愿意尝试可靠的新锐品牌,未来行业格局可能会继续发生震荡。

表 8: 2020 年我国婴儿卫生用品品牌竞争格局

	10 亿以上 规模品牌	5-10 亿 规模品牌	2-5 亿 规模品牌	1-2 亿 规模品牌	1 亿以下 规模品牌	合计
个数	10	6	3	3	389	411
体量(亿元)	348.88	52.05	11.96	6.33	284.17	703.39
占比	49.6%	7.4%	1.7%	0.9%	40.4%	100.0%

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

目前市场竞争格局的变化说明我国婴儿卫生用品市场尚未成熟,仍存在发展的较大空间,在消费升级和市场体量扩张下外资企业和国内新锐企业都有规模增长、扩张市场份额的机会。短期内我国婴儿卫生用品市场的行业集中度可能不会快速回升,新锐品牌的加入推动了产品升级也给行业带来了活力和更多竞争,国产品牌具有本土化的电商营销能力与新渠道把控力,以及适应性更强的新品迭代能力,因此和外资品牌的拉锯战可能会持续进行。长期来看,参考女性卫生用品市场的发展路径,市场成熟后外资品牌的品牌效应会逐步显现,未能成功树立品牌影响力的国产新锐品牌或将逐步退出市场,行业届时将再次向龙头集中聚拢。

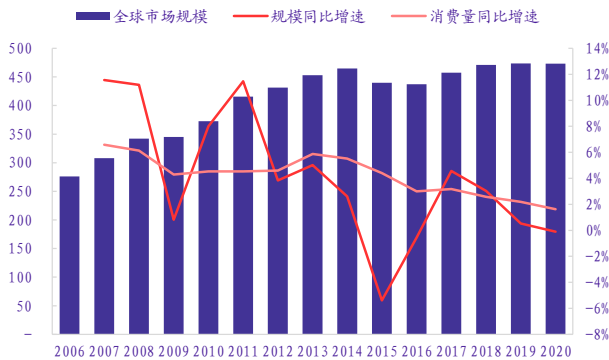
(二) 中日美市场对比: 成熟市场的规模增长由价格驱动, 高景气的中国市场由量向价转移

1. 中国行业规模逐步成长超越美国, 成熟市场的标志性驱动因素是从消费量增长向单价提升转移

全球婴儿卫生用品市场增长完全由消费量驱动,产品单价短期未见提升。据欧睿咨询数据,20 年全球婴儿卫生用品零售额达到 473.17 亿美元,同比增长-0.1%,10-20 年十年期复合增速为 2.42%。通过测算可以发现,06 年开始产品单价自 0.26 美元/片波动上涨至 11-14 年期间最高约为 0.30 美元/片的区间,但此后至 20 年单价回落维持为 0.25-0.26 美元/片,走势平稳;因此行业规模的扩张完全受到消费量的影响,20 年全球消费量约为 1909.57 亿片,10-20 年十年期复合增速为 3.74%,消费量的增长抵消了部分单价回落造成的消极影响。

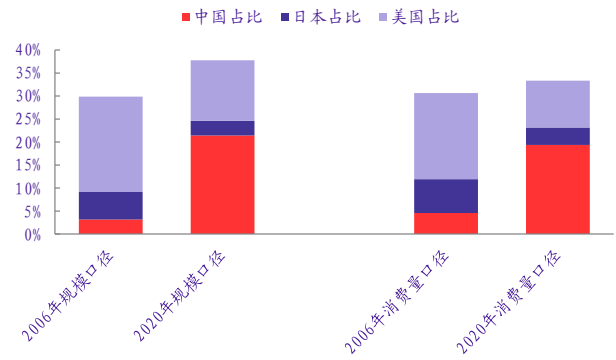
从行业规模与消费量两个角度来看，中国在全球的婴儿卫生用品市场内的地位均有显著提升。自 06 年开始，中国婴儿卫生用品在全球市场内的份额占比从 3.1% 大幅提升至 20 年的 21.4%，消费量份额占比也从 4.6% 上涨至 19.4%。同期内，日本与美国的规模及消费量占比均呈现出下降趋势。

图 41: 全球婴儿卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

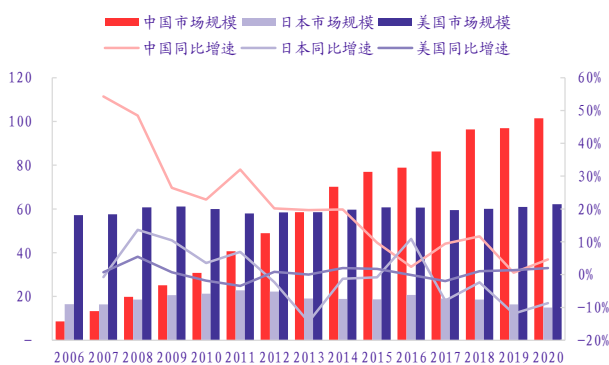
图 42: 中日美婴儿卫生用品市场规模、消费量在全球比重



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

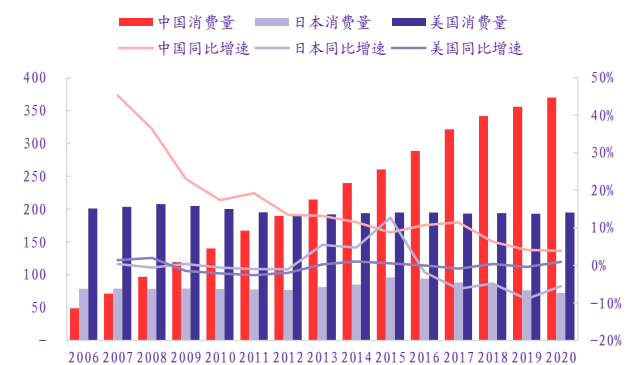
对比来看，美国婴儿卫生用品市场处于成熟阶段，十余年内行业规模围绕 60 亿美元水平波动，消费量也维持在 190-195 亿片的区间范围内，二者的增速基本不超过 $\pm 2\%$ ，未见明显波澜，行业环境稳定；日本市场规模则是出现了两轮明显下滑，负增长分别发生在 12-15 年、17 年至今，我们认为日本婴儿卫生用品行业受新生儿数量持续减少等人口因素的影响，本处于景气度下滑的承压期，但由于日本临近中国市场，结合考虑中国 2016 年落实推广的二胎政策，游客的消费或许是 16 年日本市场出现短暂逆势增长的主要原因。

图 43: 中日美婴儿卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 44: 中日美婴儿卫生用品消费量 (亿片)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

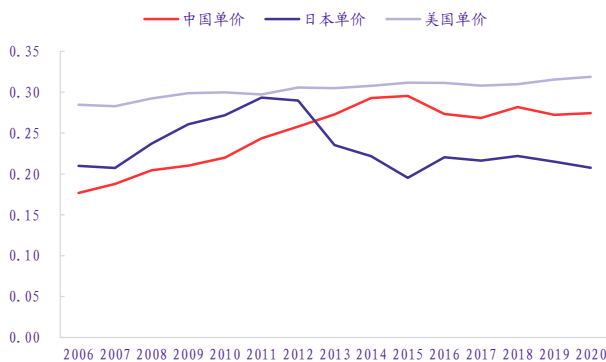
从均价和相对居民收入的角度来看，我们主要对比美国市场的情况；根据前文的分析，当地人口因素与中国消费者对于日本市场的影响较大，品牌商为了吸引消费者进行降价促销，且消费基数群体中本国居民占比减少，会对数据结论造成影响。美国作为一个成熟饱和的市场，价格变化带来的影响相较消费量的变化而言更为突出，自 06 年开始，美国婴儿

卫生用品的单价从 0.28 美元/片开始逐步提升，至 20 年达到 0.32 美元/片，增幅高于同期的女性卫生用品（增幅 0.02 美元），且至今未见平台期，持续为上涨趋势；现阶段我国产品均价有待突破瓶颈期，进一步迈向更高价格带区间。

与女性卫生用品结论相似，由于婴儿卫生用品对于新生儿（例如 0-3 岁期间）也属于必需消费品，因此随着行业规模的发展接近边际效应的临界值，人均消费额在收入中的占比

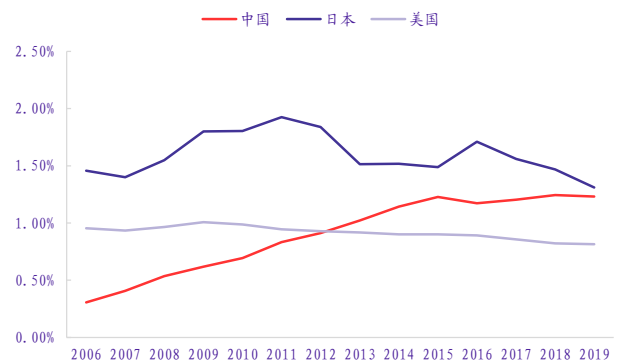
呈现先增后减的趋势。美国市场内婴儿卫生用品人均消费额在收入中的占比自 06 年的 1.00% 逐步降至 20 年的 0.80%；我国的占比已经从上升期逐步进入平稳期，自 15 年开始围绕 1.23% 的均值范围波动，料长期也会呈现下行趋势。

图 45：中日美婴儿卫生用品平均售价对比（美元/片）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 46：中日美婴儿卫生用品人均消费占人均收入比重



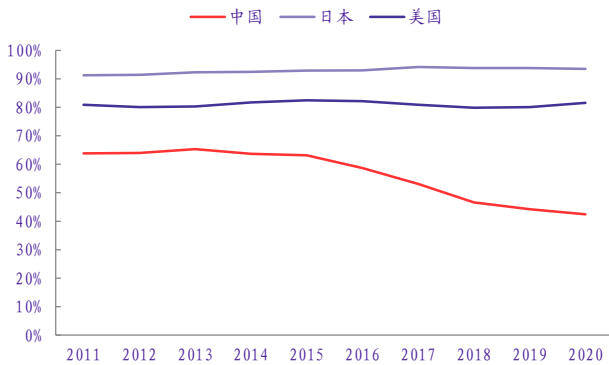
资料来源：Euromonitor，Wind，中国银河证券研究院整理

2. 中国市场格局尚未稳定，国产新锐品牌逐渐崛起

20 年美国、日本婴儿卫生用品市场内头部公司 CR5 分别为 81.6%、93.5%，头部品牌 CR5 分别为 80.3%、89.0%，市场内参与者较为集中，形成多寡头垄断的局面，且大公司主打核心品牌，凭借单一品牌的销售即可实现市占率的断层领先；美国市场中金佰利旗下的好奇以及宝洁旗下的帮宝适市占率均在 30% 以上，日本市场中则是以尤妮佳的 Moony、花王的妙而舒以及宝洁的帮宝适三足鼎立，各自市占率都在 20% 以上；市场内剩余品牌不断发展，但未见有市占率突破 10% 的选手出现。与女性卫生用品相似，头部品牌与公司的市占率稳中有升，不再受到市场竞争的冲击影响。

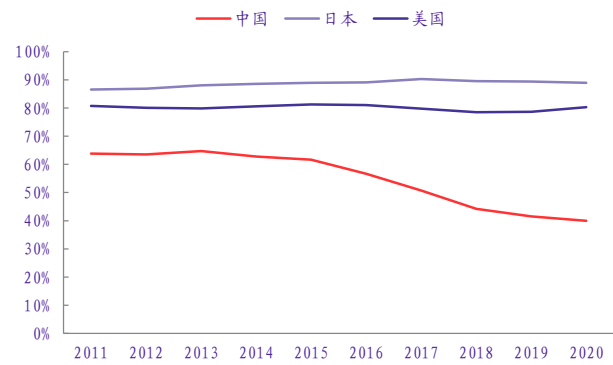
对比之下，我国婴儿卫生用品市场内头部公司 CR5 仅为 42.4%，头部品牌 CR5 为 40.0%，且持续处于下滑阶段。结合图 40 可知，其主要原因在于行业格局未定，新兴国产品牌高速发展挤压了现有品牌的市场份额，原处于寡头地位的宝洁帮宝适为代表的海外品牌份额大幅下滑。长期来看，国产品牌或可在渠道、营销以及本土产品研发的支持下，不断提升性价比的竞争优势，达到与部分国际品牌抗衡的规模体量。

图 47: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 48: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)





资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理






下表中我们对中国、日本和美国头部公司及其核心品牌下的核心产品进行了价格以及功能的拆解, 主要包含的产品有纸尿裤, 粘贴式纸尿裤和纸尿片, 论证目前中日美头部品牌产品功能性差异以及定价差异。因为中国市场市占率前五名我们可以看到, 中国、日本及美国目前的婴儿卫生用品主要聚焦在四大功能特性上, 分别是吸水性, 亲肤舒适性, 防止侧漏与否和透气性(香味), 与女性卫生用品相似。在我们罗列的 16 个单品中, 基本都涵盖了这四大功能。

目前中国、日本及美国的产品类型较为相似, 都有粘贴式纸尿裤和拉拉裤(成长裤), 普遍可以使用的时长为 12 小时(吸收量为 7-8 次)。日本和美国产品类型因为产品外形的升级使得婴儿纸尿裤的防侧漏能力更加突出, 带来了较为明显的价格提升。对比来看, 其他两国的头部品牌产品定价和中国差异不大, 主要原因是中国市占率前五名均为外资品牌, 且和日本及美国市场的品牌高度重合, 即为宝洁的帮宝适、金佰利的好奇等占据领先地位, 且产品均为本地自产或代工, 不会因为进口产生额外成本带来定价的提升。从我国市占率最高的本土公司恒安国际推出的产品来看, 相对外资而言, 其核心的四大功能性并没有巨大差异, 但是不论是日常纸尿裤还是高端拉拉裤定价都略低于外资品牌, 这一特征为国产品牌所共有。其中凯儿得乐的定价相对恒安国际旗下的婴儿纸尿裤产品的单片价格相对较高, 主要是凯儿得乐在吸收芯体超薄性这一属性上相对进行了加强, 也表明了适龄父母消费群体对产品功能性以及附加价值的逐渐重视。未来中国市场产品结构变动空间较大, 外资品牌所占份额可能因为新锐国产品牌低定价和善于渠道运营优势而受到挤压。

表 9: 中日美在售婴儿卫生用品主要品牌矩阵及功能

公司名 称	产品名称	产品信息	产品功能	单价(元/片)	产品图例
中 国 市 场	宝洁 帮宝适	帮宝适超薄干爽绿帮 纸尿裤(XL 码)	超薄吸收芯, 三条干爽通道, 均匀吸收不易鼓包, 更加合 身。外层柔软, 具有尿显提示。	1.98	
		帮宝适一级帮拉拉裤 (XL 码)	提取金盏花油呵护肌肤健康, 3D 苏醒过来, 舒适合身, 吸 收芯体不起坩。	3.42	

金佰利	好奇	好奇铂金装婴儿纸尿裤 (XL 码)	Nude-tech 裸感芯, 对比上代产品减薄 30%, 具有劲吸导流层和尾部“便兜”, 拒绝起坨断层。	2.12	
		好奇铂金装超薄透气成长裤 (XL 码)	加高加长立体护围, 高效防护侧漏。莱卡 LAYCRA 大弹力不勒肚不变形, 海量吸收干爽无潮感。	2.64	
恒安国际	安儿乐	安儿乐特柔小轻芯纸尿裤 (XL 码)	进口海量瞬吸魔力珠 (SAP), 吸收基底近卫 0.1cm 超薄舒适, 全兜造型设计防止侧漏。	1.61	
		安儿乐魔力吸婴儿拉拉裤 (XL 码)	可以吸收高达几十倍自身重量的液体, 一片紧锁八次尿量, 导流层具有高分子锁水分子。腰围舒适弹力大。	1.93	
凯儿得乐	凯儿得乐	丝柔亲体系列婴儿纸尿裤 (XL 码)	丝薄亲肤、轻芯柔软、3D 面层、干爽透气; 轻薄 2.0 系列吸收芯体薄至 0.095cm	2.57	
		丝薄瞬吸拉拉裤 (XL 码)	弹力贴合、轻薄立体防漏, 轻薄 2.0 系列吸收芯体薄至 0.095cm; 加速吸收, 5 重锁水防止渗漏	3.86	
美国市场	宝洁	Pampers 帮宝适 纯净保护尿布 (size 5)	采用优质棉、植物纤维材料制成, 尿布温和且低过敏性, 提供无与伦比的皮肤护理长达 12 小时的值得信赖的泄漏保护。	2.5	
		帮宝适 Easy Ups 训练裤 (size 5)	360 度包围, 双泄漏保护套帮助防止侧漏。材质柔软, 弹性接近修身内衣。相比上代增加吸收通道提供出色的吸收保护能力。	3.66	
金佰利	好奇	Huggies 超舒适婴儿纸尿裤 (size 5)	弹性臀带设计可以适应宝宝的动作, 双腿之间设计更窄使得穿戴舒适程度提高宝宝。利用 技术, 可在数秒内吸收液体。	1.83	

	好奇 Little Movers 成长裤 (size 5)	吸收迅速,有效防止防漏保持干爽舒适。材质柔软且有弹性,保护宝宝肌肤。LeakLock 系统保持清洁干燥,并提供长达 12 小时的防漏保护。	2.3	
日本市场	Natural Moony 皇家系列婴儿纸尿裤 (XL 码)	表层添加棉,舒适度提高。包含植物萃取油和弱酸性,具有凹凸构造的便于吸收部分	2.59	
	尤妮佳 trepanman 成长训练裤 (XL 码)	改善尿液的吸收力,强化了锻炼纸尿裤。	3.14	
	花王 Merries 婴儿纸尿裤 (XL 码)	瞬吸干爽,凹凸点透气柔点网层,透气更出色,绵柔弹性环抱腰围,舒适贴服腰部,裆下柔韧设计,服帖大腿根部,绵柔魔术重复贴,贴心尿湿显示。	5.79	
	花王 Merries 拉拉裤/学步裤 (XL 码)	花王拉拉裤系列瞬吸更放心,贴服合身不紧绷,绵柔弹性环抱腰围,防止脱落下滑,裆下吸收体立体贴合,特有空气通道排除湿气,贴心尿湿显示	10.25	

资料来源: 天猫, Amazon, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 价量提升空间: 低线城市渗透率与全市场人均消费量均有望继续增长, 长期依靠消费升级的价格提升

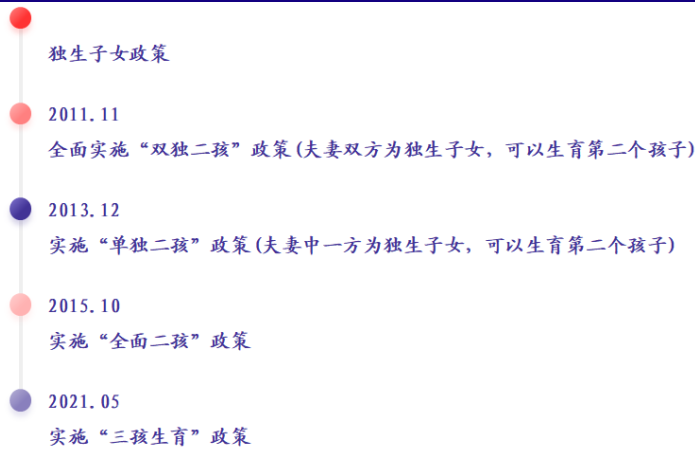
$$\text{消费量}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

$$\text{适龄消费人口}(\uparrow) \times \text{渗透率}(\uparrow) \times \text{日均使用次数}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

量的提升:

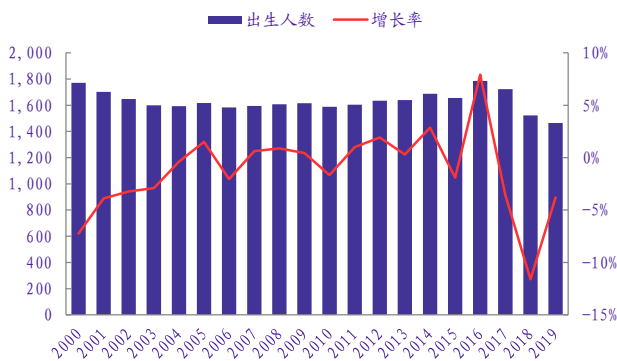
1) **三孩生育政策及配套支持措施的推出**。我国的出生人口数量逐年减少, 截止 19 年为 1465 万人, 较 00 年水平减少超 300 万人; 为积极改善我国的人口结构及出生情况, 计划生育政策逐步开放, 21 年 5 月已经推出三孩政策及相关配套措施来改善人口结构, 以应对新生儿数量的下滑以及年龄结构失衡等问题。从数据可以看出, 上一轮全面开放二孩政策的促进作用主要在 16-17 年有所体现, 尤其是 17 年非一孩的出生人数较前期大幅提升逾 200 万人。由此我们乐观的认为, 本轮生育政策的开放也将在短期内为婴儿卫生用品市场带来新的消费增量。

图 49: 我国计划政策逐步优化



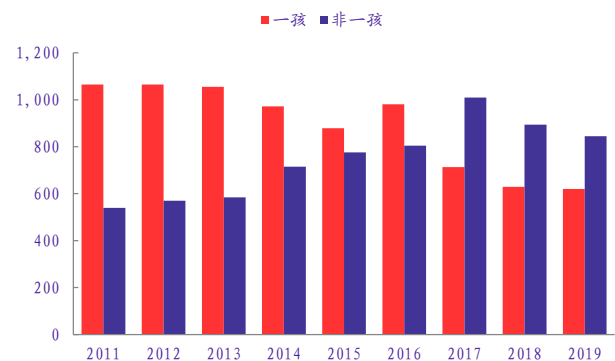
资料来源: 国务院, 中国银河证券研究院整理

图 50: 2000 年至今我国出生人数(万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

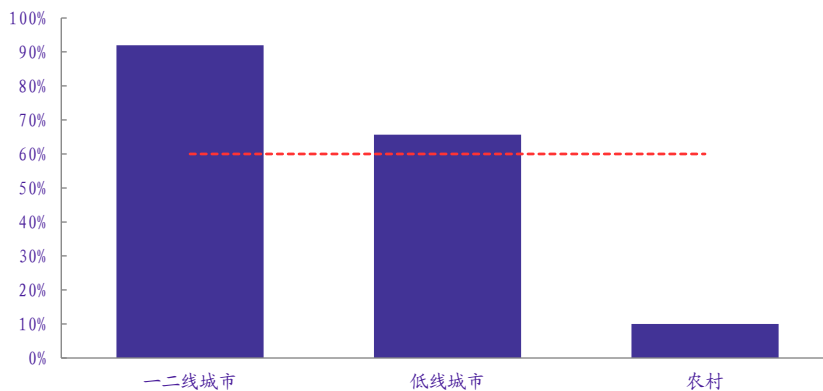
图 51: 我国出生人数中一孩与非一孩数量(万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2) 三四线城市以及农村市场渗透率的提升。根据现有数据测算, 各地的婴儿卫生用品渗透率存在明显差异, 三四线等中低消费等级城市与农村地区婴儿纸尿裤的渗透率仍然有待提升, 由此可以带来整体消费量的提升空间。

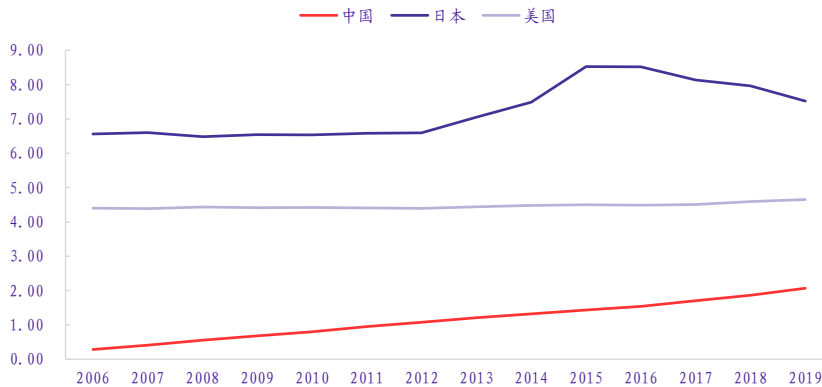
图 52: 我国各层级市场婴儿卫生用品渗透率测算情况



资料来源: 中国造纸协会, 中国银河证券研究院整理

3) 人均使用量的提升。伴随着卫生意识的提高，消费升级趋势以及婴儿卫生用品新产品的更新换代，家长们会更加注重纸尿裤安全性与舒适感，不断提高使用更换频次。根据测算，日本市场出现波动前每个适龄婴幼儿（0-3岁）的每日使用量约为6.5片，美国市场的长期均值水平为4.5片/日；对比之下，尽管出现提升趋势，我国当前的人均使用量为2片/日，较发达成熟市场存在较大差距，未来有望进一步提升至4-6片/日的区间内。

图 53：中日美人均每日使用量（测算值）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

价的提升：

零售单价逐步提升，高端化、多元化成为趋势。随着消费升级，新生代的父母们对健康和高品质生活的追求日益增长，对于婴儿卫生用品的功能性等也有更高的要求。根据《2019 CBME 中国孕婴童产业调查报告》中对品牌商未来发展趋势的分析中，认为70%的公司会更加重视产品设计、创新、颜值及包装，以提升自身的竞争力。以头部品牌帮宝适的全系列产品为例（参考均为适用于6-11kg 婴幼儿的L码产品，同一系列中码数更大的产品单价更高），可以看出公司的基础款产品绿帮系列均价水平最低（1.5元/片），清新帮和一级帮分别在吸收性、附加成分上有所突破，对应单片价格提升至2.0-2.5元，纯净帮则是采用了优质棉材并添加日系设计，对应单片价格提升了近3.5元，产品线中定价最高的黑金帮则是使用了更贵的蚕丝材质，单片价格突破6.5元/片；同时，对于同一系列相同尺寸的产品而言，吸收能力更强、针对活动场景、穿戴方便的拉拉裤产品售价也会比普通纸尿裤更高。由此看来，婴儿卫生用品在外观、性能、材质、使用功能等方面的创新改良均可以带来售价的提升，若此成为行业内产品发展的大趋势，也可以有效带动行业内产品销售均价水平的提升。

图 54: 帮宝适在售产品均价情况 (元/片)

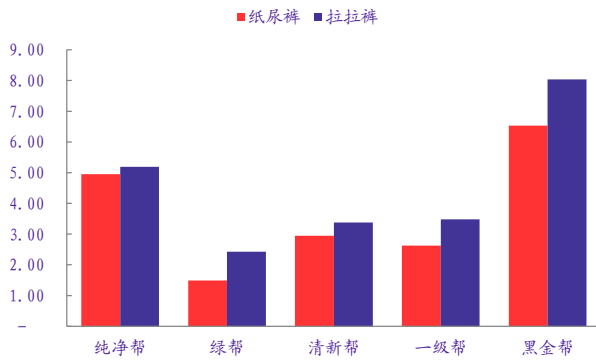


图 55: 帮宝适在售产品宣传特点与包装外形



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

(四) 市场规模预测: 乐观预期零售市场规模或可增长至 2100 亿元

考虑到渗透率、日均使用量以及产品价格带多种因素的差异, 我们同样按照不同地区划分对婴儿卫生用品市场规模进行了预测。其中因为 0-3 岁区间内不同年龄段婴儿的日均更换频次不同, 预测中进行了取均数处理, 通常新生儿每日应该更换 6-8 次, 随着年龄的增长, 随着时间间隔可以逐步拉长。综上, **我们乐观预期我国婴儿卫生用品的终端市场规模约 2100 亿元, 保守也可达到 1100 亿元, 较 20 年市场规模有 60%-200% 的提升空间;** 出厂价按照乐观 1.50 元/片、保守 1.20 元/片的行情预测, 出厂市场规模也可达到 490-1000 亿元。

表 10: 婴儿卫生用品市场空间预测

	目标市场	0-3 岁人口 (亿人)	人口占比 (%)	渗透率 (%)	日更换频次 (次/天)	平均零售价 (元)	平均出厂价 (元)	市场规模 (亿元)	
乐观	销售	0.5	一二线城市	25	100	5	4.00		
	市场		三四线城市	50	90	4	3.00	-	2,121.56
	空间		其他	25	70	3.5	2.00		
保守	销售	0.45	一二线城市	25	100	5			
	市场		三四线城市	50	90	4	-	1.50	1,002.61
	空间		其他	25	70	3.5			
保守	销售	0.45	一二线城市	25	95	4	3.50		
	市场		三四线城市	50	80	3	2.50	-	1,115.87
	空间		其他	25	50	2.5	1.50		
保守	销售	0.45	一二线城市	25	95	4			
	市场		三四线城市	50	80	3	-	1.20	485.36
	空间		其他	25	50	2.5			

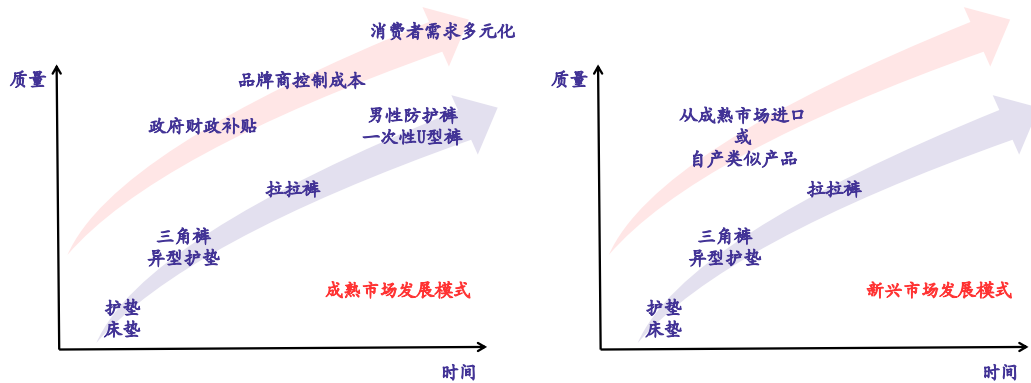
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

四、成人护理卫生用品：行业处于发展起步期，国产高性价比产品份额领先

（一）消费者接受程度与渗透率亟待提升，品牌发展带动行业实现共同进步

成人失禁用品的消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、及部分功能性需求患者等；而产品的购买消费者也与女性卫生用品（多为自用）和婴儿卫生用品（父母购买）不同，成人失禁产品既包括自购使用，例如可自由活动，有特殊场景需求的群体，也有他人购买，例如家人、护工为卧床的病人、老人进行购买。

图 56：成熟市场与新兴市场内成人失禁产品发展的基本模式



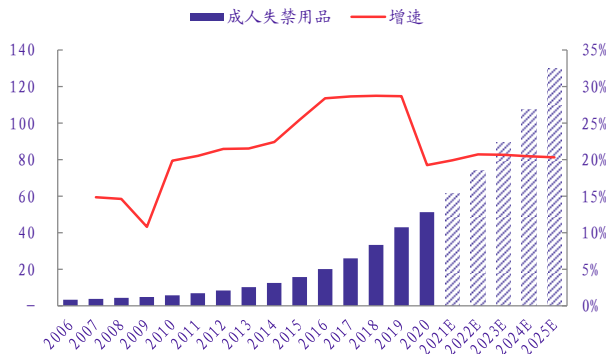
资料来源：Boskit，中国银河证券研究院整理

当前我国成人失禁卫生用品行业处于发展起步期。市场规模由 06 年的 3.28 亿元增加至 20 年的 51.21 亿元，10-20 年十年期复合增长率 24.46%；在疫情之前，行业呈现出加速发展的趋势，这与人口老龄化的大趋势相符，也说明消费者的接受程度正在逐步提升，至 19 年，行业增速几近 30%，增速表现远优于发展较为成熟、增速放缓的女性及婴儿卫生用品行业；疫情对于医院手术、老年看护等公共场所的需求使用造成影响，因此 20 年的增速放缓至 19.3%，我们认为随着疫情的影响逐步减弱，行业依旧会保持前期的高速扩张趋势。

从消费量的角度来看，我国的成人失禁产品渗透率较低，日本的渗透率已经达到 80%，欧美等地也达到 60%左右，我国仅为 3%，与全球 12%的水平也存在一定的差距；这主要在于成人失禁产品的使用尚在推广普及的初级阶段，一方面使用者自身或出于羞耻感接受程度较低，另一方面社会与使用者的家庭支持力度有待提升，例如部分国家地区将成人失禁用品引入社会保障体系以加强推广，家庭内成员对于长辈的关注度与照顾程度还需进一步加强等等。由此看来，未来渗透率的提升将直接拉动消费量与行业规模的增长。06-20 年我国成人失禁卫生用品行业的消费量自 1.91 亿片增长至 20.47 亿片，10-20 年十年期复合增长率为 21.31%，与婴儿卫生用品行业相似，当前成人失禁卫生用品行业的发展也是受到消费量的驱动。

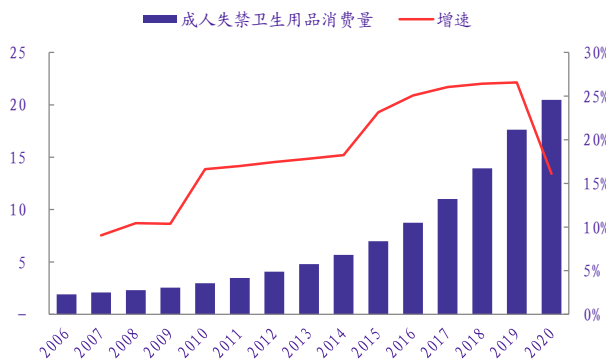
从价格的角度来看，行业内产品呈现出均匀提价的趋势，自 06 年的 1.72 元/片开始，逐步增至 20 年的 2.50 元/片，年均增幅约为 0.06 元，且保持较为稳定。结合图 56 中成熟市场的发展路径来看，随着产品丰富度增加，针对更多不同的功能与场景，其价格的提升为行业发展的趋势。

图 57: 我国成人失禁卫生用品市场规模 (亿元)



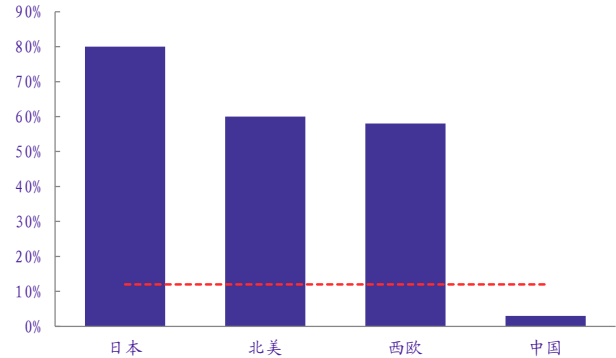
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 59: 我国成人失禁卫生用品消费量 (亿片)



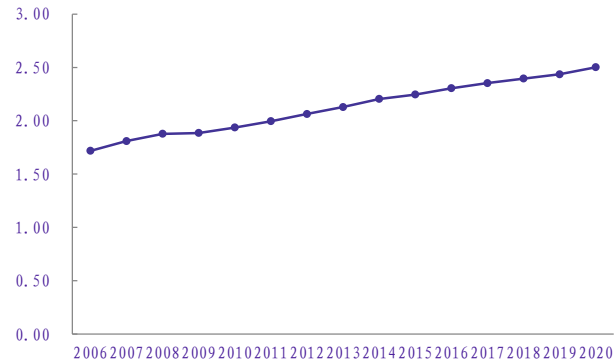
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 58: 2018 年全球成人失禁卫生用品消费渗透率 (%)



资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院整理

图 60: 我国成人失禁卫生用品销售单价 (元/片)

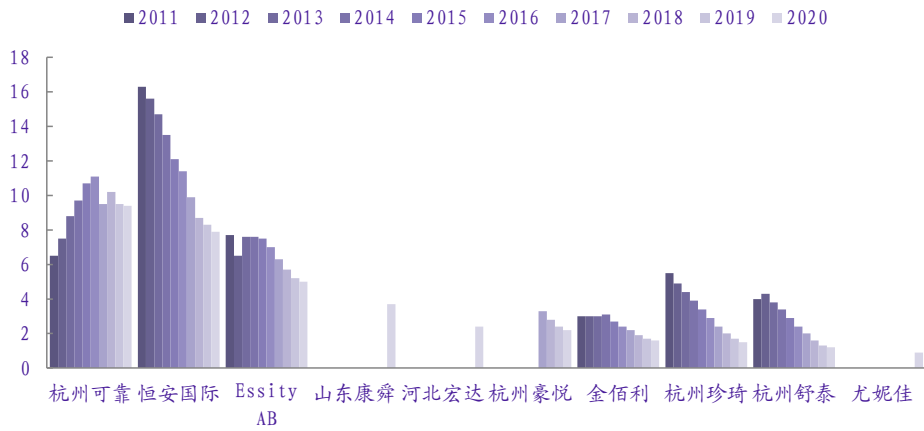


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

20 年我国成人失禁卫生用品行业内企业的 CR10 为 35.8%，与 11 年水平相比下滑 14.9 个百分点；前十名中仅有三家国际公司，其中 Essity 和金佰利的份额不断下滑，分别依靠包大人、得伴两个主力品牌支撑销售规模，而第十名的尤妮佳份额不足 1%，市场内国际公司未见明显的竞争优势；国产品牌中以可靠护理为首，但其市场份额自 15 年开始横于 10-11% 左右，不再继续提升。由于行业尚处于高速发展的初期，且存在诸多新进入者和小品牌，因此多数品牌的规模增速与行业增速相似即可获得健康成长，短期内难见市占率的集中。

总体来看，我国成人失禁用品市场格局表现为国产品牌领先，主要集中在高性价比的大众产品。产生这种竞争格局的原因是行业处于初步发展阶段，行业格局尚未完善，老牌企业享受先发优势与认知度红利的同时要面临新锐品牌的进入；此外，由于产品之间存在相似性，部分主营女性卫生用品业务或者婴儿卫生用品业务的公司逐渐涉足成人失禁卫生用品领域，加剧行业的竞争。

图 57: 我国成人失禁卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 11: 我国成人失禁卫生用品各大集团旗下品牌情况

集团名称	品牌列举
杭州可靠	可靠
恒安国际	安而康 (Elder joy)
Essity AB	包大人 (Dr P)、添宁 (Tena)
山东康舜	周大人
河北宏达	老来福
杭州豪悦	白十字、康福瑞
金佰利 (Kimberly-Clark)	得伴 (Depend)
杭州珍琦	珍琦
杭州舒泰	千芝雅
尤妮佳 (Unicharm)	乐互宜 (Lifree)
启动天成	常青树
上海唯尔福	唯尔福

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

此外, 市场份额在 0.1% 以下或规模在 1 亿元以下的企业数量庞大并且占据超过 70% 的市场份额, 这一比例远高于女性卫生用品和婴儿卫生用品市场。同时, 成人失禁卫生用品市场内暂无 5 亿元以上规模的品牌, 相对体量较小。上述特征也符合行业与公司共同成长的初期特征。

表 12: 2020 年我国成人失禁卫生用品品牌竞争格局

	10 亿以上 规模品牌	5-10 亿 规模品牌	2-5 亿 规模品牌	1-2 亿 规模品牌	1 亿以下 规模品牌	合计
个数	0	0	2	3	276	281
体量 (亿元)	0	0	8.86	5.43	36.92	51.21
占比	0.0%	0.0%	17.3%	10.6%	72.1%	100.0%

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

当前国内成人失禁产品品牌集中度偏低，也为企业树立品牌力提供了最佳时机。国内消费者短期内应该仍会保持高性价比的取向，对于国内企业而言，应通过加大产品创新和推广力度来进一步提高市场渗透率。同时，国产成人纸尿裤在中低端市场发展较为迅速，但是在高端市场上缺乏有号召力的领军企业，还处于品牌资源持续投入阶段，增长相对缓慢，所以企业可以在价格定位层面形成差异化竞争。

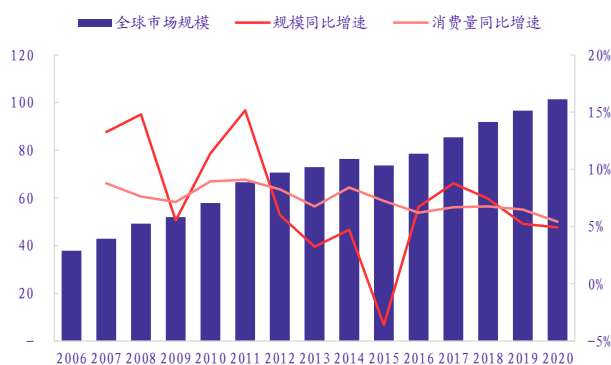
（二）中日美市场对比：以消费量提升带动规模增长是各国主要趋势，产品价格不存在明显差异

1. 全球范围内均以消费量带动规模增长为主导模式，中国市场内产品价格已到位但消费渗透存在较大差距

全球成人失禁卫生用品市场正处于高速发展期，消费量带动规模增长。据欧睿咨询数据，20年全球成人失禁卫生用品零售额达到101.43亿美元，同比增长4.9%，10-20年十年期复合增速为5.77%。与婴儿卫生用品相似，成人失禁卫生用品也处于渗透率提升阶段，且更接近成长前期，需要高性价比以实现有效的推广普及，因此行业内产品均价难见明显的提升趋势，15年至今产品单价维持在0.39美元/片的均值水平；行业规模的扩张完全受到消费量的影响，20年全球消费量约为260.74亿片，10-20年十年期复合增速为7.13%。

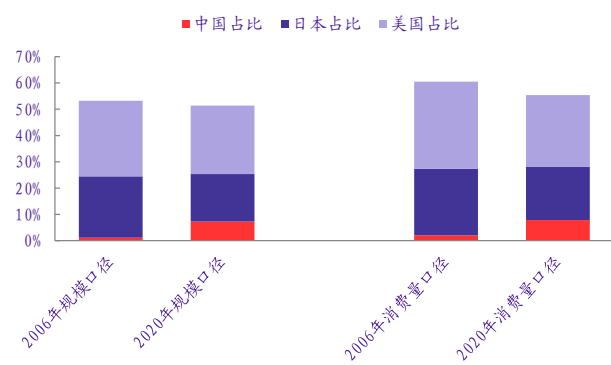
从行业规模与消费量两个角度来看，中国在全球的成人失禁卫生用品市场内的地位均有显著提升，但与美日市场规模仍存在较大差距。自06年开始，中国成人失禁卫生用品在全球市场内的份额占比从1.1%大幅提升至20年的7.3%，消费量份额占比也从2.0%上涨至7.9%；同期内，日本与美国的消费额、消费量在全球范围内的占比均超过20%。

图 58：全球成人失禁卫生用品市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

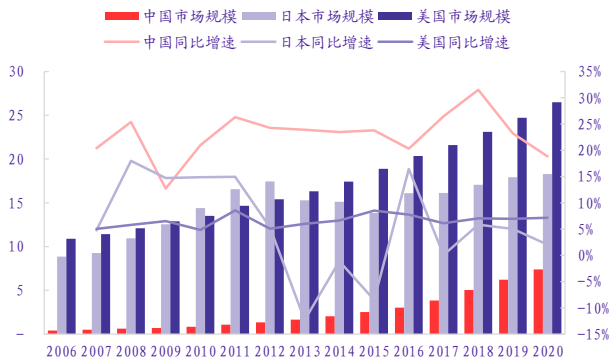
图 59：中日美成人失禁卫生用品市场规模、消费量在全球比重



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

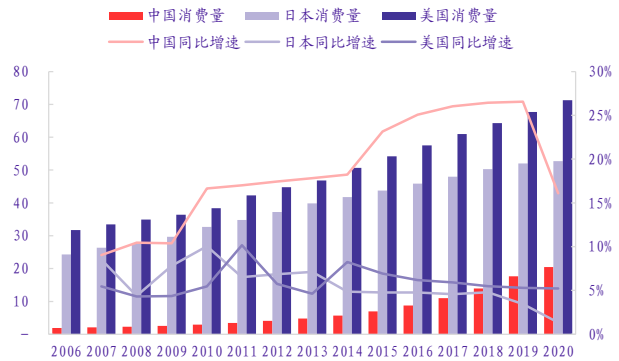
日本和美国成人失禁卫生用品市场也处于发展阶段，但进度略快于中国，相对中国市场较为成熟；目前三个市场内规模的增长均由消费量带动。对比可以发现，消费渗透率越高的国家，例如日本，其消费量的增速水平越低，逐步落入3-5%的区间内。

图 60: 中日美成人失禁卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 61: 中日美成人失禁卫生用品消费量 (亿片)

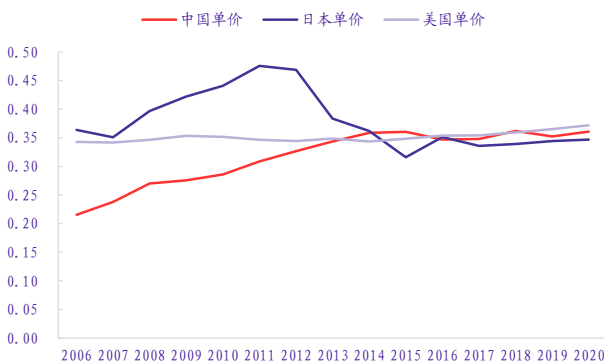


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

从产品均价的角度来看, 各国间产品价格带不存在明显差异, 我国成人失禁卫生用品的均价已经逐步提升至 0.35 美元/片左右, 与美日相似, 自 2014 年之后, 三国的产品价格均未见提升趋势, 保持在相对稳定的水平。

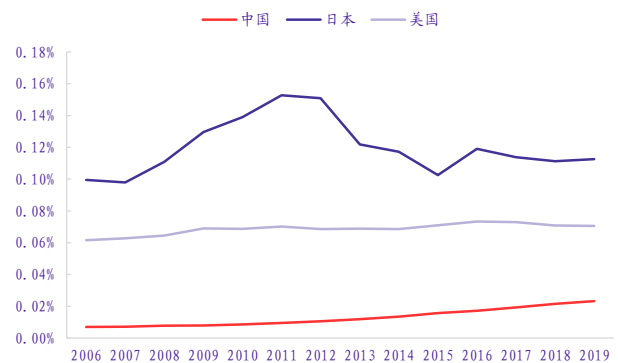
从相对居民收入的角度来看, 美日两国成人失禁产品的人均消费额在收入中的占比分别保持在 0.07%/0.11% 的水平, 中国该比例自 0.01% 逐步至 0.02% 且呈现提升趋势。可以看出, 当市场内消费渗透率较高时, 进一步发展相对瓶颈, 行业内产品如若不能实现质的突破或许只能保持与经济大环境背景相似的增长 (工资收入、物价等同步增长); 但处于渗透率亟待提升的发展初期, 人均消费额相对收入仍有较大提升空间。

图 62: 中日美成人失禁卫生用品平均售价对比 (美元/片)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 63: 中日美成人失禁卫生用品人均消费占人均收入比重



资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理

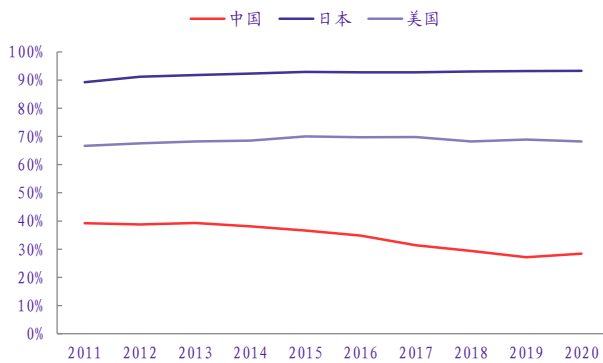
2. 品牌间市场份额差异性不大, 行业集中度仍待提高

20 年美国、日本成人失禁卫生用品市场内头部公司 CR5 分别为 68.2%、93.3%, 头部品牌 CR5 分别为 66.7%、85.7%, 格局与婴儿卫生用品相似, 市场内参与者较为集中, 形成多寡头垄断的局面, 头部公司通过少数品牌实现市占率的断层领先; 日本市场内尤妮佳一家独大, 凭借乐互宜一个品牌占据近 50% 的市场份额, 美国市场内金佰利旗下蓓姿 Poise、得

伴各自占据近 25% 的市场份额（二者存在定位差异，分别针对女性、长辈老年人群体）。对比之下，日本的格局更为稳定，尤妮佳形成寡头垄断后份额不断提升；美国市场内宝洁作为具有成熟一次性卫生用品经营的品牌商，迅速切入该赛道，通过护舒宝品牌提供成人失禁产品，市场份额在六年內大幅提升近 10 个百分点至 13.8%，虽然距离金佰利旗下品牌仍有差距，但是相较其他小品牌已经形成领先优势。可以看出，由于成人失禁卫生用品行业尚处于发展阶段，具有一定行业相关基础的品牌商，更具竞争实力。

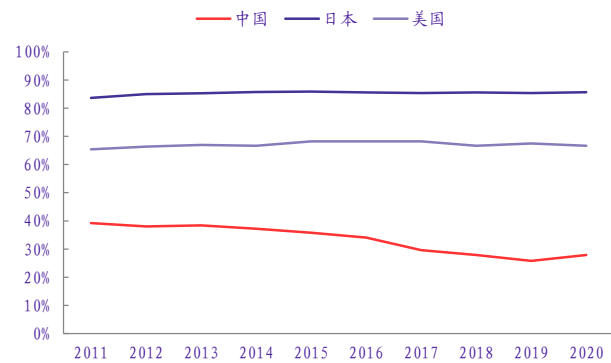
对比之下，我国成人失禁卫生用品市场内头部公司 CR5 仅为 28.4%，头部品牌 CR5 为 27.9%，且呈现出下降的趋势。根据前文的分析，头部品牌正处于与行业共同成长的阶段，市场竞争格局未来有待进一步优化。

图 64：中日美市场集团公司竞争格局 CR5（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 65：中日美市场品牌竞争格局 CR5（%）
















资料来源：Euromonitor，Wind，中国银河证券研究院整理

下表中我们对中国、日本和美国市占率前三的公司以及其核心品牌下的核心产品进行了价格以及功能的拆解，来论证目前中美头部品牌产品的主要差异在于产品的性价比。我们可以看到，中日美目前的成人失禁单品主要聚焦在五大功能特性上，分别是吸水性，亲肤舒适性，防止侧漏与否，透气性（除味性）以及是否具有尿显提示。在我们罗列的 15 个单品中，基本都涵盖了着五大功能。

中国的成人失禁用品单片吸收量偏多，所以尽管单片价格和日本及美国十分相近，但在核心功能吸水性方面表现出了更高的性价比。中国的单位价格集中在 0.2-0.6 元/100 毫升之间，其中除了主打加强型和超值型的产品以外，价格平均在 0.2-0.5 元/100 毫升之间。对比美国，两大主力品牌 Depend 以及 Always Discreet 的单品价格分别是 0.71 元/100 毫升和 0.96 元/毫升，远高于中国产品的平均单位价格。此外，可以看出美日的产品已经出现了功能的细分化，例如护舒宝 Always Discreet 旗下有主打女性使用的场景，提供类似卫生巾和内裤形式的卫生用品；日本市场内有专门针对轻失禁及可独立行走人群的环绕式纸尿裤，在保证产品吸收性功能上具有相对大的升级。由此看来，我国目前的产品更多针对老年人的长期使用，未来也可在实现男女之别、功能细分、提高贴身性和私密性、舒适性、安全性、改善皮肤健康等方面的产品创新及升级。

表 13: 中日美在售成人失禁卫生用品主要品牌矩阵及功能

公司名 称	产品名称	产品信息	产品功能	吸收量 (ml/片)	单价(元/ 片)	每吸收 100 毫 升价格 (元)	产品图例
杭州可 靠	可靠	超值型成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	双层棉芯+导流瞬吸 (60 倍瞬吸高分子), 智能尿显, 纠正偏离粘贴	980	2.46	0.25	
		亲肤型成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	多具备棉柔贴身表层	1200	4.56	0.38	
		加强型成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	主打海量吸收 (一夜一片)	1550	4.97	0.32	
中国市 场	恒安国 际	吸收宝腰贴士成人纸尿裤	腰贴式	1050	2.65	0.25	
		舒适成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	双层棉芯+进口导流层, 吸收性强的同时保证舒适干爽, 防侧漏呢。吸收能力不变的情况下棉芯更薄, 穿戴使用魔术贴随心所欲。	750	4.4	0.59	
	豪悦护 理	长效成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	多具备海量吸收, 夜用长效的功能	1550	6.0	0.39	
		白十字 康福瑞	成年人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	主打干爽无回渗且透气性良好, 具备防侧漏功能, 有尿显提示。	1200	3.56	0.30
美国市 场	金佰利	得伴 成人纸尿裤 (L 码, 16 片/包)	漏斗型锁水系统, 透气材质, 双重锁水防侧漏, 尿显提示	1035	7.31	0.71	
	宝洁	Always discreet 加长型卫生巾	主打女性失禁用品, 将外形设计的类似卫生巾。内部芯体除湿气和异味, 360 度贴合身体	475	4.55	0.96	

沃尔玛	assurance	成人纸尿裤 (L 码, 9 片/包)	更加柔和且防侧漏功能更佳。 双层棉芯+快速吸收层, 可以阻挡异味的气味阻挡技术, 提高贴合性的贴片, 尿显提示, 防止侧漏。	1005	3.2	0.32		
日本市场	尤妮佳	乐互宜	腰贴式成人纸尿裤 (L 码, 9 片/包)	迅速吸收尿液, 长时间保持干爽; 舒适度提高呵护柔嫩肌肤, 自由调节腰围, 更加服帖。 穿脱自如, 更加适用于可以独立行走的老人;	900	6.44	0.72	
	大王	安托	内裤式成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	360 度环抱式腰围弹力十足, 2 重立体防漏设计, 搞笑导流层快速渗析。	750	5.48	0.73	
	大王	安托	防漏干爽成人纸尿裤 (L 码, 10 片/包)	轻薄透气, 帮助抑味, 瞬吸干爽; 双重渗漏, 云柔触感, 可以单手穿脱	900	4.86	0.54	
	大王	安托	轻薄干爽成人纸尿裤 (L 码, 16 片/包)	适用于轻失禁, 可独立行走的人群。内裤式设计有效防止侧漏, 面料升级舒适度提高, 尿显提示敏感度上升。	980	6.8	0.69	

资料来源: 天猫, Amazon, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 量价提升空间: 老龄化人口结构凸显潜在消费群体庞大, 社会逐步正视失能老人的生活问题带来使用渗透提升

$$\text{消费量}(\uparrow) \times \text{产品单价}(-) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

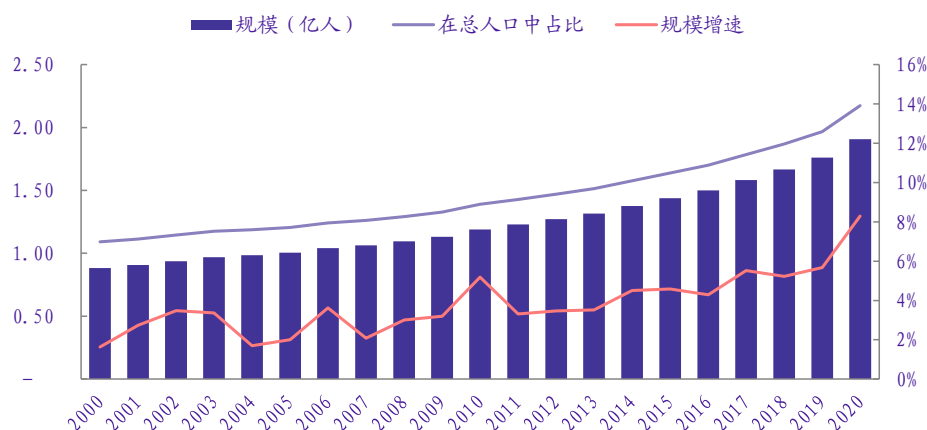
$$\text{适龄消费人口}(\uparrow) \times \text{渗透率}(\uparrow) \times \text{年产品单价}(-) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

量的提升:

1) 人口老龄化加剧且进程明显加快。我国 65 周岁及以上老龄人口数量居全球之首。根据“七人普”数据显示, 截至 20 年我国 65 岁以上老年人群体规模已经达到 1.91 亿人, 逐年显示出加速增长趋势, 且在总人口中的占比达到 13.91%。数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体, 尽管成人失禁用品适用于

手术后、孕期等多种场合，但此类需求或为短期，且发生的时间节点不确定；对比之下，老年人的失禁卫生需求更为稳定，据 Boskit 统计，成人失禁在 65 岁以上人口中的问题比例约为 50%，80 岁以上的人口几乎 100% 出现失禁问题，因此长期来看，成人失禁卫生用品的主力消费人群是患有不同程度失能的老年人。

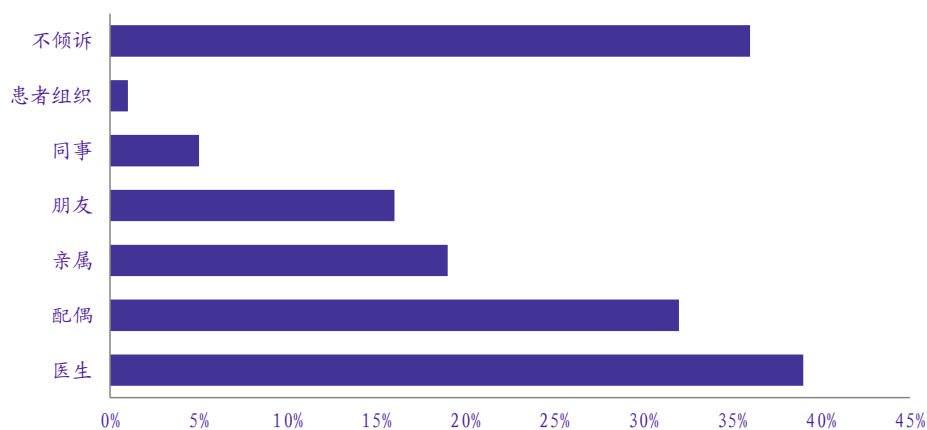
图 66: 我国 65 岁以上人口规模情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2) 市场渗透率的提升，尤其是二三线城市及农村地区。当前成人失禁产品的销售普及度偏低，主要在于“自尊心受挫”，据 Boskit 统计，由于患者感到羞耻与尴尬，通常不能正视失禁问题，拒绝倾诉问题的群体占比接近 40%。随着患者的认知提升，例如“七人普”数据显示，老年人口质量不断提高，老年消费者观念的转变有利于成人失禁卫生用品的渗透率提高。

图 67: 患者选择倾诉尿失禁问题的对象



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3) 国家加快建设居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系和健康支撑体系。我国于 5 月 31 日推出的该政策在其提出了对老人养老服务和健康生活的重视需要逐步加强，参考巴西等国家的发展历程，服务体系的进一步完善有利提高成人失禁卫生用品

的渗透率和消费量，从医疗补贴等角度推动成人失禁产品的普及。

(四) 市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至 211 亿元

在使用人群的层面，虽然已知我国 65 岁人口规模已达到近 2 亿人，且仍处于加速区间，但实际出现尿失禁问题的群体规模仅占部分（50%左右）；同时根据尿失禁的成因及失禁尿量，将尿失禁划分为充盈性、压力性、急迫性及功能性四种情形，其中中度及重度病症（例如膀胱过度活动症、失控等）才会对成人失禁用品产生依赖使用。以生活自理程度来判断，我国失能、半失能老人数量约为 4000 万，以此为基础估算成人失禁用品的消费使用群体。

同时以当前美日的渗透率、人口基数测算，人均使用量约为 380-400 片/年，过去十余年的年均增量为 10 片左右，未来人均使用量达到 350-450 片/年较为合理。

综上，我们乐观预期我国成人失禁卫生用品的终端市场规模约 211 亿元，保守也可达到 109 亿元，较 20 年市场规模有 120%-320% 的提升空间；出厂价按照 1.10 元/片的行情预测，出厂市场规模也可达到 48-93 亿元。

表 14：成人失禁卫生用品潜在市场空间预测

	目标市场	适用人口 (亿人)	人口占比 (%)	渗透率 (%)	年使用量 (片)	平均零售 价(元)	平均出厂 价(元)	市场规模 (亿元)
乐观	销售市场		25	60				
	空间		50	35		2.50	-	211
	出厂	0.5	25	20	450			
	市场		50	35		-	1.10	93
	空间		25	20				
	保守	销售市场		25	50			
空间			50	30		2.50	-	109
出厂		0.4	25	15	350			
市场			50	30		-	1.10	48
空间			25	15				

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

五、非吸收性卫生用品：行业增长迅速，棉柔巾、消毒湿巾等细分市场处于爆发期

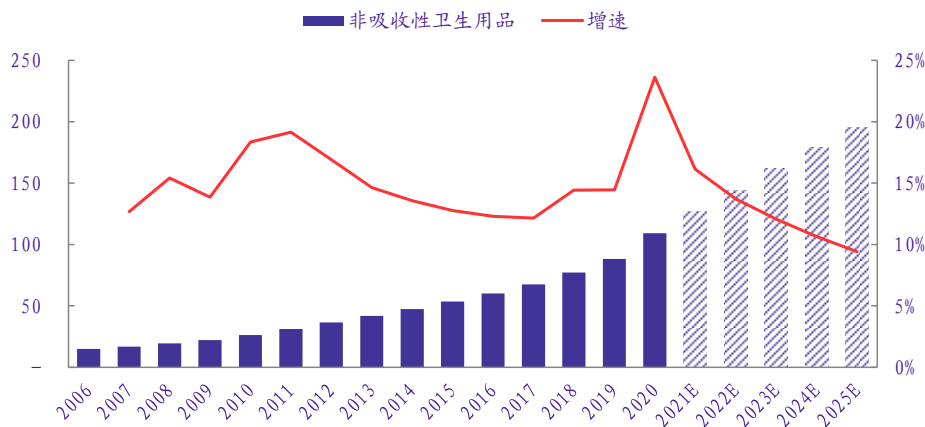
(一) 大单品赛道内产品差异较小，市场以生活用纸和母婴

卫生用品品牌公司为主导

非吸收性卫生用品对应为擦拭巾，从功能的角度来看，其主要竞品系传统的生活用纸（包括卷纸、抽纸、面巾纸等）以及可循环使用的毛巾抹布类产品；从产品结构来看，目前市面上销售的集中为干巾（棉柔巾、懒人抹布等）和湿巾。

当前我国非吸收性卫生用品行业处于成长期。市场规模由 06 年的 14.94 亿元增加至 20 年的 109.20 亿元，10-20 年十年期复合增长率 15.35%；在疫情之前，行业增速稳定在 12-15% 的范围内波动；疫情期间居民的安全卫生意识与防疫意识加速提升，因此行业 20 年实现了 23.6% 的高速扩张。长期来看，随着消费者生活水平的提升、消费者健康和品质生活理念的持续升温以及国家对环保理念的支持力度加大，擦拭巾类产品的普及度与需求量均有较大的提升空间。

图 68：我国非吸收性卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

从产品和价格的角度来看，非吸收性卫生用品行业具有明显的大单品属性，单一产品目录下的商品之间不存在明显的差异性(包括产品功能及售价)。以行业内的两大单品为例，棉柔巾通常主打天然植物纤维、柔软、吸水等，市场上主流品牌的产品均价约为 0.19 元/片；湿巾则强调 EDI 纯水、杀菌防护等特征，市场上主流品牌的产品均价约为 0.25 元/片。

图 69: 市场上主流棉柔巾产品均价 (元/抽)

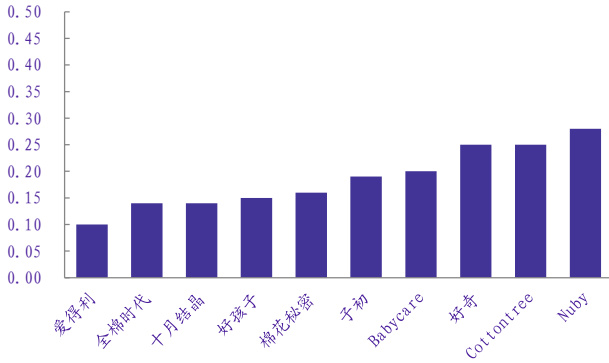
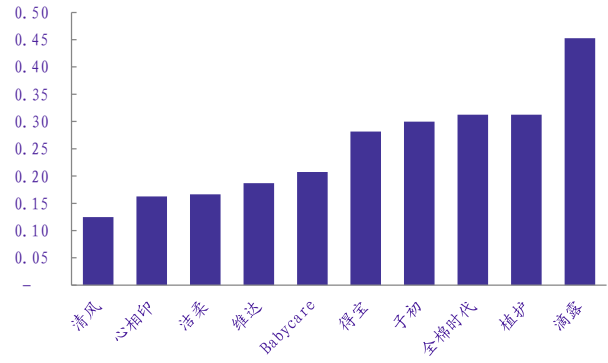


图 70: 市场上主流湿巾产品均价 (元/抽)

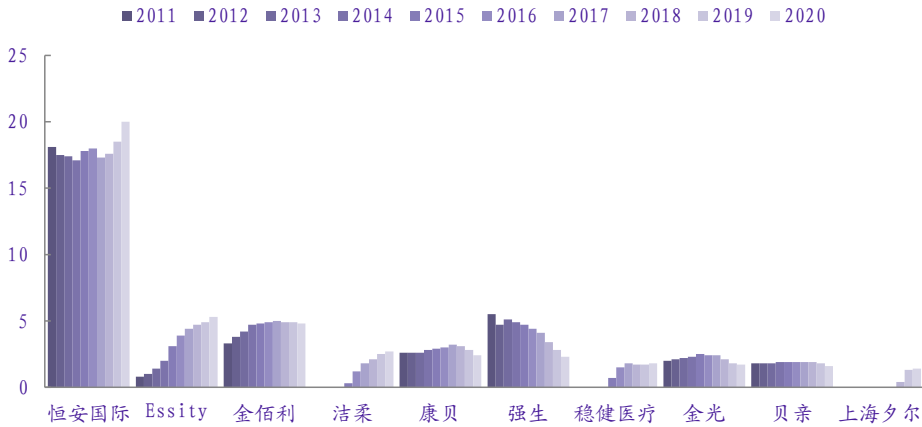


资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

20 年我国非吸收性卫生用品行业内企业的 CR10 为 44.0%，与 11 年相比轻微提升 1.1 个百分点；其中以恒安国际的心相印品牌为主导，市占率遥遥领先。从当前的竞争格局可以看出，一方面传统的生活用纸企业在市场中占据优势，由于此类擦拭巾可用于替代纸巾类产品，生活用纸品牌更善于把握相似的市场需求，在此背景下，心相印、维达、得宝、清风、洁柔、舒洁等品牌表现相对突出；另一方面，由于行业内以大单品为主导，棉柔巾、湿巾等产品多涉及婴幼儿使用场景，因此母婴品牌同样表现优异，这一部分品牌展现出了与婴儿卫生用品市场内相似的特征，传统老牌（好奇、强生婴儿、贝亲等）与新兴国货（全棉时代、Babycare 等）皆有受众。

图 71: 我国非吸收性卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 15: 我国非吸收性卫生用品各大集团旗下品牌情况

集团名称	品牌列举
恒安国际	心相印
Essity	维达、得宝 (Tempo)
金佰利 (Kimberly-Clark)	舒洁 (Kleenex)、好奇 (Huggies)
中顺洁柔	洁柔
康贝	康贝

强生	强生婴儿、爱呵 (Elsker)
稳健医疗	全棉时代
金光	清风
贝亲 (Pigeon)	贝亲 (Pigeon)
上海夕尔	Babycare

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

同时,与吸收性卫生用品市场相似,在非吸收性卫生用品行业内市场份额在1%以下或规模在1亿元以下的企业数量庞大并且占据超过50%的市场份额,可以推断出大量消费者在消费棉柔巾、湿巾等产品时,对于品牌的敏感度偏低,因此行业内竞争较大,小品牌也存在发展机会。长期来看,我们认为**市场份额终将向生活用纸或是经营婴儿卫生用品的头部企业聚拢**,对于这些公司而言,非吸收性卫生用品更像现有产品矩阵下的丰富补充与升级,消费群体和需求本质没有发生改变,渠道建设和获客成本压力相对更小。

表 16: 2020 年我国非吸收性卫生用品品牌竞争格局

	10 亿以上 规模品牌	5-10 亿 规模品牌	2-5 亿 规模品牌	1-2 亿 规模品牌	1 亿以下 规模品牌	合计
个数	1	0	5	7	2991	3004
体量 (亿元)	21.8408	0	16.82	11.03	59.52	109.20
占比	20.0%	0.0%	15.4%	10.1%	54.5%	100.0%

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

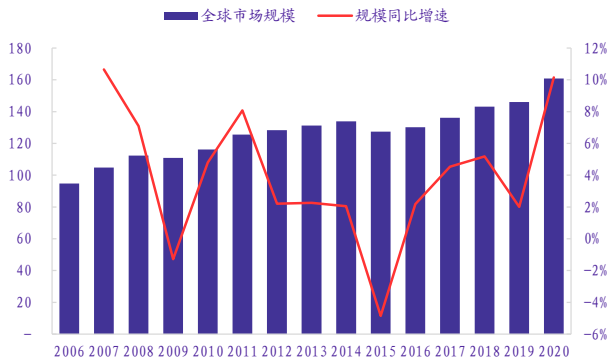
(二)中日美市场对比:个人及家庭清洁护理刚需属性较强,人均消费额在收入中占比保持稳定

1. 疫情促使全球非吸收性卫生用品行业出现短期爆发增长,成熟市场内人均消费额在收入中占比保持相对稳定

全球非吸收性卫生用品市场正处于平稳增长期。据欧睿咨询数据,20 年全球非吸收性卫生用品零售额达到 160.81 亿美元,同比增长 10.1%,10-20 年十年期复合增速为 3.31%。其中疫情环境之下,消费者对于消毒杀菌的卫生安全需求增长,带来的短期爆发增长显著,长期来看,行业规模增速或回落至 2-2.5%的均值水平。

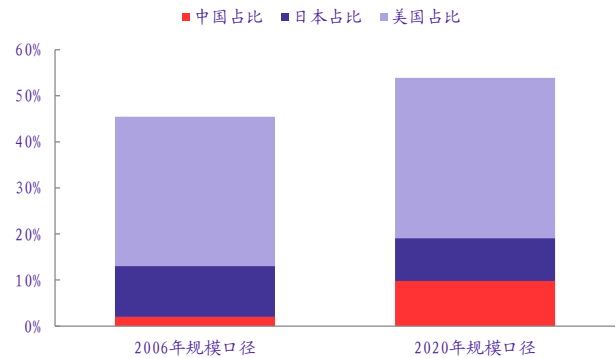
中国在全球的非吸收性卫生用品市场内的地位不断提升,现阶段规模已经与日本基本持平,但距离美国市场仍有一定距离。自 06 年开始,中国非吸收性卫生用品在全球市场内的份额占比从 2.0%大幅提升至 20 年的 9.8%;同期内,美国的消费额规模也在同步提升,在全球范围内的占比上升逾 2 个百分点至 34.8%。

图 72: 全球非吸收性卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 73: 中日美非吸收性用品市场规模在全球比重

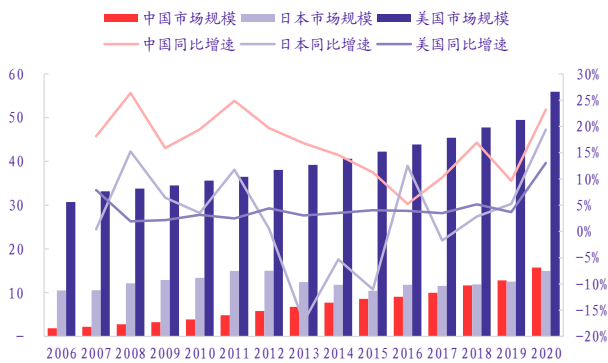


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

与女性卫生用品市场相似,美国的非吸收性卫生用品行业增速表现最为平稳,年均复合增速约为 4%,日本市场增速略有波动,长期增速均值水平约为 1.5%;疫情对于各国非吸收性卫生用品的发展均产生积极促进作用,20 年日本与美国的行业增速较往年大幅提升 10-15 个百分点。

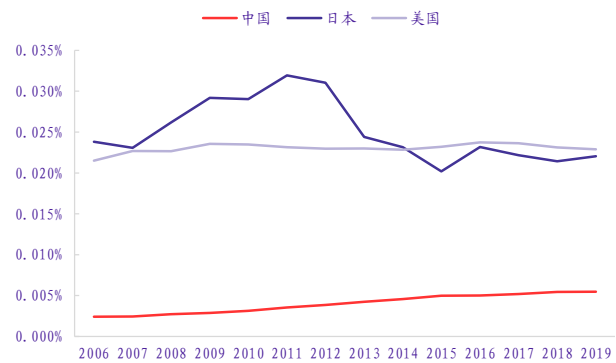
从相对居民收入的角度来看,美日两国非吸收性卫生用品行业均已基本达到成熟水平,其人均消费额在收入中的占比步入稳定区间,二者均保持在 0.023% 左右的中枢范围内;中国该比例自 0.002% 逐步至 0.005% 且呈现提升趋势,未来仍有进一步提升的空间。

图 74: 中日美成人失禁卫生用品市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 75: 中日美成人失禁卫生用品人均消费占人均收入比重



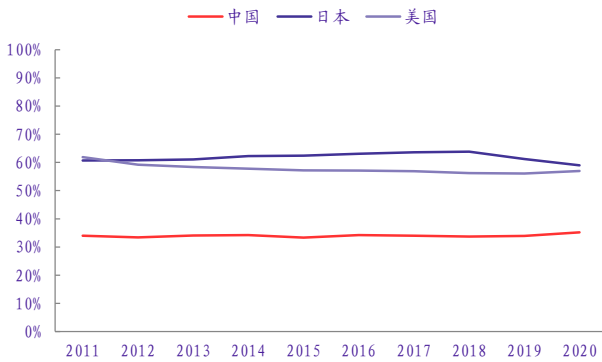
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

2. 产品结构带来品牌市占率差异, 未来需求多元化或助力细分龙头品牌脱颖而出

20 年美国、日本非吸收性卫生用品市场内头部公司 CR5 分别为 57.0%、59.0%，头部品牌 CR5 分别为 46.4%、45.3%，远低于吸收性卫生用品各细分市场水平。其主要原因在于非吸收性产品品牌或仅限于一个细分的单品领域,行业自身产品较为分散,因此难以出现一个品牌或公司覆盖各种使用场景,因此行业内集中度相对偏低。对比之下,我国非吸收性卫生用品市场内头部公司 CR5 为 35.2%，头部品牌 CR5 为 33.2%，与美日等国的差距较小。

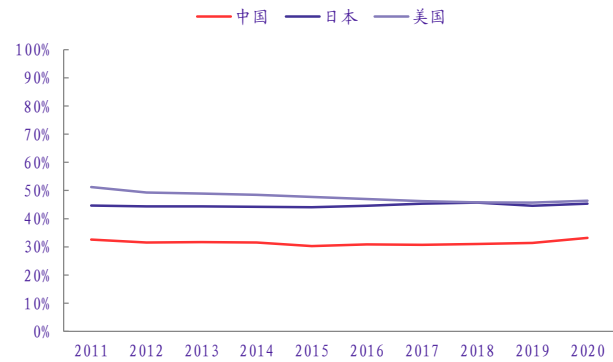
结合头部公司与品牌的具体经营产品可以发现，各个公司均有自身聚焦的大单品，且各国之间存在明显差异。美国公司主营的产品是家庭场景下使用的拖把抹布、家庭消毒湿巾，其次是母婴使用的棉柔巾、湿巾；日本同样以家庭场景下使用的拖把抹布市占率最高，但其次主打具有卸妆类的功能性湿巾；中国目前家庭清洁类的需求相对较少，因此主打的品牌多为个人或是母婴使用的洗脸巾、棉柔巾以及湿巾。从产品的角度来看，需求的多元化与细分化反而利于龙头品牌的出现，例如日本的 Quickle 和美国的 Swiffer 是前十中唯一专注于地板清洁抹布的品牌，市占率在各自市场中稳居第一，与其他品牌形成差异化竞争；由此也可以看出目前单一品类同质化较为严重，跨品类的经营更易实现突破。我国目前产品品牌均在棉柔巾、湿巾赛道内竞争，家庭清洁场景尚未得到普及与重视，未来也有待实现突破；长期来看，各个大单品的龙头品牌将共同实现行业集中度的整体提升。

图 76：中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 77：中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)



资料来源：Euromonitor，Wind，中国银河证券研究院整理

表 17：中日美市场内头部品牌的主营产品类型

中国品牌	主营产品	日本品牌	主营产品	美国品牌	主营产品
心相印	湿巾、棉柔巾	Quickle	拖把抹布	Swiffer	拖把抹布
维达	湿巾、棉柔巾	Silcot	卸妆巾	Clorox	湿巾
舒洁	湿巾	Bioré	卸妆巾	Huggies	湿巾、棉柔巾
洁柔	湿巾、棉柔巾	Elleair	湿巾、棉柔巾	Pampers	湿巾、棉柔巾
康贝	湿巾、棉柔巾	Moony	湿巾	Lysol	湿巾
强生婴儿	湿巾	Oshiri Napu	湿巾	Neutrogena	湿巾
全棉时代	湿巾、棉柔巾	Gatsby	湿巾	Cottonelle	湿巾
清风	湿巾、棉柔巾	Softymo	卸妆巾	Amazon Elements	湿巾
贝亲	湿巾、棉柔巾	Sea Breeze	湿巾	Wet Ones	湿巾
Babycare	湿巾、棉柔巾	Kirei Kirei	湿巾	Simple	湿巾











资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理











为了更好地判断未来我国非吸收性卫生用品的发展方向，我们通过下表梳理了我国非吸收性用品与国际发达国家成熟市场中非吸收性卫生用品在单价与功能性上的对比情况，由于各国在核心单品上存在差异，因此下表主要统计了最具共性的湿巾类产品。

通过对比可以发现，日本与美国的产品矩阵相较我国而言更加完善，细分功能的产品更多能够全方位满足消费者家庭清洁、个人护理的需求，对应产品单价更高。未来中国湿

巾产品的功能也会逐渐多元化，根据中国市场适用人口的需求进行调整和升级，由此有望带来产品价格带水平的提升。

表 18: 中日美在售湿巾用品主要品牌矩阵及功能

产品分类	产品名称	产品信息	产品功能	单包价格 (元)	单价 (元/片)	尺寸 (mm)	每平方米价格 (元)	产品图例
中国 市场	全棉时代	婴儿湿巾新生儿手口专用 (60 抽)	材质为 100%天然棉，品极高；成分包含 EDI 超纯水(7 重净化)+甘油因子；通过皮肤刺激性测试可适用于新生儿。	15.0	0.25	140*180	9.9	
	婴儿湿巾	Pigeon 贝亲 婴儿湿巾 (100 抽)	水润温和，轻松清洁，蕴含洋甘菊提取物，湿巾液配方中的纯化水含量达到 99%，弱碱性无添加剂	16.0	0.16	200*135	5.9	
		好孩子 婴儿专用手口湿纸巾 (80 抽)	分层过滤，呵护初生肌肤，可以入口，采用 EDI 超纯水，共有九层过滤材质	14.9	0.19	200*150	6.2	
		Baby care 婴儿专用手口湿纸巾 (80 抽)	一擦即净不透污，含水量刚好不易干不粘腻，七层净化过程。含有 5 大植萃精华。	21.5	0.27	200*150	9.0	
		全棉时代 酒精杀菌卫生湿巾 (50 抽)	75%食用酒精和 99.99%的高效杀菌率。抽取式包装设计，不起坨不粘连不浪费，含有 EPA*明星杀菌成分	23.0	0.46	200*150	9.2	
		通用湿巾 维达 75度酒精湿巾纸湿纸巾 (30 片)	99.99%的高效杀菌率且通过皮肤刺激性测试，含有甘油润肤成分。	9.9	0.33	200*180	9.2	
		好孩子 专用消毒酒精湿巾 75 度 (10 片)	透气无纺布，EDI 电解水。便携包装，干净卫生。密封程度高不易挥发。	2.9	0.29	180*140	11.5	
美 国 市 场	好奇 婴儿尿布湿巾 (48 片)	天然护理清爽 TripleClean 层以增加厚度；融入黄瓜和绿茶成分并通过低过敏性测试，具有 pH 平衡	含有 99% 的纯净水，并设 TripleClean 层以增加厚度；融入黄瓜和绿茶成分并通过低过敏性测试，具有 pH 平衡	17.0	0.36	196*170	10.8	
	好奇 婴儿手口专用湿巾 (72 片)	萃取芦荟精华给婴儿肌肤形成植物保护膜，含有天然制浆，温和低刺激。	萃取芦荟精华给婴儿肌肤形成植物保护膜，含有天然制浆，温和低刺激。	29	0.4	196*170	12.1	
	帮宝适 敏感水婴儿湿巾 (56 片)	自然亲肤体验，亲肤贴肤柔软，呵护弱酸配方，无添加纯天然。	自然亲肤体验，亲肤贴肤柔软，呵护弱酸配方，无添加纯天然。	20.0	0.55	190*140	20.7	

通用 湿巾	柔润护肤温和 配方婴儿清洁 湿巾 (56片)	自然亲肤体验,与皮肤接近 的软酸性配方,防止皮肤刺 激	19.7	0.35	190*140	13.2		
	Clorox /高乐 氏	卫生消毒湿巾 (10片)	水刺无纺布温和亲肤,季铵 盐配方有效灭菌99%,轻柔 出泡有效抑菌。	6.0	0.6	200*180	16.7	
	Wet Ones	卫生消毒湿巾 (6片)	杀菌效果达到99.99%,不 干燥或发粘,皮肤感觉干净 清爽;低过敏性且不含防腐 剂。	4.0	0.66	200*180	18.4	
	LYSOL/ 乐守	消毒湿巾 (80抽)	基础的擦拭及消毒功能外, 有效灭活人类冠状病毒,45 秒内灭活率超过99.99%	49.9	0.62	212*110	26.7	
日本 市场	花王 亲肤柔棉婴儿 护臀湿巾(54 片)	柔软亲肤,独特细小网孔交 叉铺网,4倍柔韧不起毛不 变形,使用EDI技术经过6 次净水净化,提取66%以上 可饮用纯净水	33	0.36	150*200	20.3		
	婴儿 湿巾 (54片)	弱酸保护,柔和清洁,含有 天然植物精华的护肤湿巾 保证有效清洁和呵护皮肤 健康。	37	0.4	196*170	12.1		
	Moony 婴儿亲 肤湿巾(72片)	手口专用,自然亲肤体验, 亲肤贴肤柔软,无添加纯天 然不含酒精。	39.6	0.55	200*140	19.6		
通用 湿巾	尤妮佳 婴儿清洁屁股 身体湿巾 (80片)	三层棉柔厚型,纸张加厚, 净水温柔和成分无添加,不残 留,不含酒精及香料	35.8	0.35	200*135	16.7		
	尤妮佳 除菌消毒湿巾 (45片)	主打安心除菌,有效灭菌 99%,轻柔出泡有效抑菌。	21.0	0.6	180*150	17.3		
	狮王 Lion 超强除菌卫生 消毒湿巾(30 片)	柔软亲肤温和保护,植物成 分随处可用,达到99.9% 超强除菌效果	17.0	0.66	200*180	18.4		

资料来源: 天猫, Amazon, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

（三）量价提升空间：卫生意识提升与清洁需求多元化成为行业发展的主要推动力

$$\text{消费量}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

$$\text{消费人口}(-) \times \text{渗透率}(\uparrow) \times \text{年使用片数}(\uparrow) \times \text{产品单价}(\uparrow) = \text{市场规模}(\uparrow)$$

量的提升：

1) **市场渗透率的提升，尤其是低线城市及农村地区。**中国造纸行业协会数据显示，18 年我国湿巾渗透率为 1.73%，而美国、日本、西欧的渗透率均达 10% 以上。19 年末开始的疫情有利于帮助人们树立更好的健康卫生消费理念，使更多的消费者接受非吸收性卫生用品，帮助现有消费者提高非吸收性卫生用品的使用频次。

2) **生活水平提升、生活节奏加快提升消费需求。**随着生活水平和生活节奏的加快，湿巾、棉柔巾等产品卫生、一次性的特点受到消费者欢迎。比如婴儿湿巾、棉柔巾/洁面巾，凭借一次性以及更好的清洁性特点替代了使用麻烦并且还需要清洗的毛巾；而湿厕纸更好的清洁性和水溶性，可以替代普通厕纸使用；卸妆巾则适合日常或差旅使用，相较于卸妆油等产品更为便捷，同时享受化妆品行业快速发展的红利；厨房巾、懒人抹布代替传统抹布，不需要清洗晾晒，适合都市白领快节奏生活等。湿巾、棉柔巾等产品对生活品质的提升有比较明显的作用，因此随着生活水平提升及生活节奏加快，对此类非吸收性卫生用品的需求量将快速增长。

3) **疫情防护需求的增加和相关政策规定的扶持。**本次“新冠疫情”较 03 年非典更加严重，进一步激化了国人对卫生健康的关注。消毒湿巾作为一种有效且便捷的消毒杀菌手段被广泛运用为一种防疫措施，全国的公共场所适应各地政府的要求对会提供酒精消毒液、酒精湿巾等产品。短期来看，疫情的不稳定性和疫情周期中人们培养出的消毒手段都会提高使用非吸收性卫生用品的频次。同时，随着我国经济积极向好，居民消费能力及意愿不断提升，企业不断探索制造多元化的湿巾，后疫情时代我国湿巾行业发展前景更为明朗。

价的提升：

当前国内市场中湿巾、棉柔巾等产品均价处于较低区间，产品高端化成为趋势，价格有望提升。随着我国消费者健康卫生意识的提高，产品已经演化出不同的分支和不同的使用场景，例如湿巾领域内出现含有护肤成分的湿巾、湿厕纸、厨房湿巾、卸妆湿巾等，而棉柔巾也区分普通洁面、婴儿专用等，功能细分化及产品升级趋势已经显现。

（四）市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至 364 亿元

非吸收性卫生用品由于产品多样，与吸收性卫生用品不同，不存在明确对应细分的消费者群体，例如女性、婴儿或是老年人，因此选定总人口与人均消费量作为行业规模的基

础。我们乐观预期我国非吸收性卫生用品的终端市场规模约 364 亿元，保守也可达到 199 亿元，较 20 年市场规模有 80%-235%的提升空间。进一步核验，当前我国的人均消费额为 0.91 美元（合约 8 元）/年，在收入中的占比近 0.005%，距离美日 0.020-0.025%的均值水平尚有四至五倍空间；若行业乐观增长至 364 亿元，届时对应人均消费额可达约 26 元/年，较现阶段提升近 3-3.5 倍，此背景下人均消费额占收入比重提升至 0.015%左右，进一步向发达国家成熟市场水平靠拢。

表 19：非吸收性卫生用品潜在市场空间预测

目标市场	人口 (亿人)	人口占比 (%)	渗透率 (%)	年均使用 数量 (片)	平均零售 价 (元)	市场规模 (亿元)
乐观	一、二线城市	25	35			
	三、四线城市	14.0	50	20	350	0.35
	其他	25	10			
保守	一、二线城市	25	25			
	三、四线城市	14.0	50	15	350	0.25
	其他	25	10			

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

六、配置建议：推荐细分赛道内、注重产品迭代升级的成熟代工企业与品牌商

（一）一次性卫生用品市场规模展望与预测

我们从市场规模、行业集中度（公司 CR5）和 10-20 年近十年年均复合增速这三个维度对一次性卫生用品行业下属四个细分赛道进行了发展概况的分析。明显可以看出，我国各个子行业的增速均优于美日等成熟市场，但行业集中度亟待提升；具体而言，我们认为：

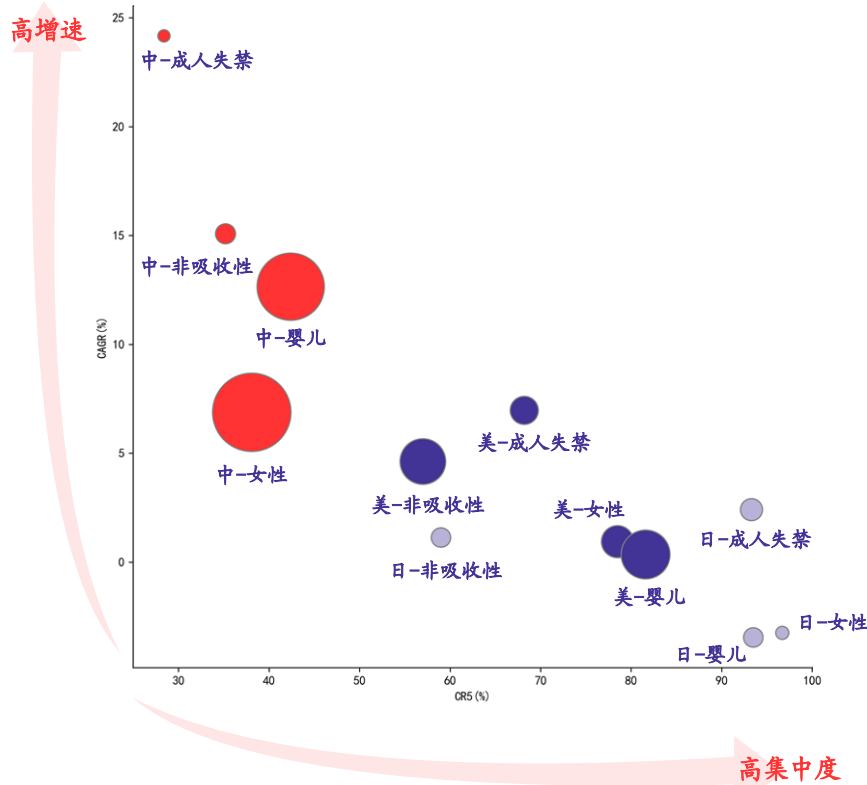
1) 我国女性卫生用品行业由于渗透率饱和，发展最为成熟，未来机会更多集中在竞争结构优化后头部企业市占率的提升；

2) 短期内，婴儿卫生用品与非吸收性卫生用品均具有潜力，婴儿卫生用品借力新兴电商渠道加速渗透，同时三胎政策或可带来消费量规模的短期提升，而非吸收性卫生用品则是受疫情催化消费者卫生安全意识提升，带来的使用普及；

3) 长期来看，非吸收性卫生用品与成人失禁产品增长空间更大，非吸收性卫生用品的使用场景丰富，多元化的需求细分导致消费群体与消费量不存在明显边界；成人失禁用品则是由于处于行业发展初期，消费者市场教育将会有望带来渗透率的大幅提升；

4) 综合来看，各个行业内发展的共性在于，初期靠渗透普及，消费量增长为主导；中期靠量价齐驱，卫生意识提升带来使用频次的增长，产品的基础型迭代出现差异化竞争；长久靠产品的创新变革以改善性能，搭配功能细化以满足多元需求，价格带抬升成为主导。

图 78: 中日美一次性卫生用品各细分赛道发展情况



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

一次性卫生用品行业的市场规模(以零售价)预测如下表所示,乐观预期一次性卫生用品市场的潜在市场规模可以达到近 5000 亿元,保守估计销售市场空间也可达到近 2800 亿元,与当前 1700 亿元的市场规模相比,增长潜力极大。

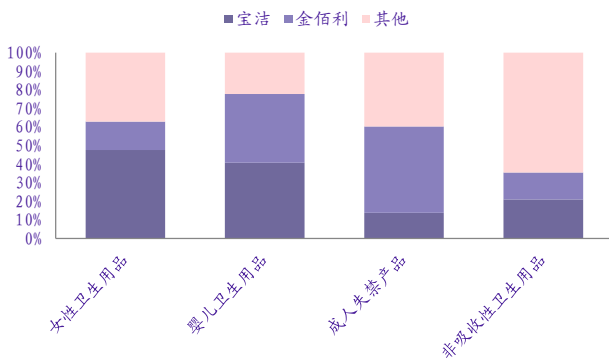
表 20: 非吸收性卫生用品潜在市场空间预测

	细分市场	细分市场规模(亿元)	市场规模(亿元)
乐观	女性卫生用品	2,300	4,997
	婴儿卫生用品	2,122	
	成人失禁用品	211	
	非吸收性卫生用品	364	
保守	女性卫生用品	1,360	2,784
	婴儿卫生用品	1,116	
	成人失禁用品	109	
	非吸收性卫生用品	199	

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

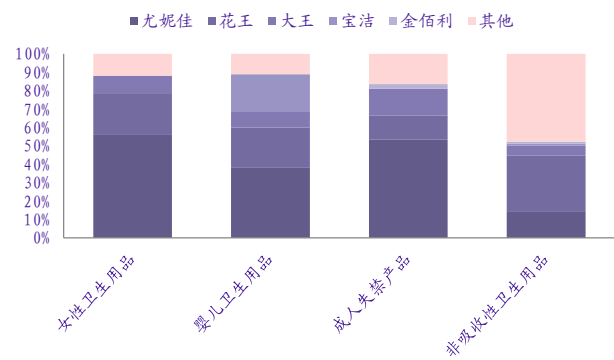
从行业参与者的角度来看，美日等市场内均以成熟的集团化公司形成垄断，凭借各自旗下的丰富品牌矩阵对各个细分赛道形成品类全覆盖。对比中国，未来是否能出现类似的大集团效应值得关注；目前中国一次性卫生用品行业下属细分赛道均尚未形成稳定的市场格局，竞争较为激烈，一方面一次性卫生用品多为舶来品，外资成熟品牌与企业凭借一定的口碑及规模优势销售表现突出，同时本土企业也利用新零售业态的出现和对本土市场的了解获得发展机遇，由此我们期待随着行业的变迁发展，具有产品力与品牌力的头部代工企业与品牌商脱颖而出，实现市占率的突破。

图 79：2020 年美国各赛道头部公司市场份额占比 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 80：2020 年日本各赛道头部公司市场份额占比 (%)



资料来源：Euromonitor，Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 稳健医疗 (300888.SZ): 消费+医疗双轮驱动, 后疫情时代关注高品质的生活消费产品优势

稳健医疗是国内领先的大健康消费企业。公司以棉为核心，成功创办“稳健医疗”和“全棉时代”两大龙头品牌，分别主打医用敷料和消费品领域。

从产品来看，全棉时代卓越的产品力源于医用产品制造和管理经验输出，严选优质原材料，及全程采取医疗级品质管控。从品牌运营角度来看，全棉时代的产品迎合了个护产品品类消费升级的趋势，成为初期成功的关键。此外，公司持续强化输出“全棉生活方式”，为消费者提供品质生活方式。在渠道运营方面，公司通过数字化建设加强线上线下渠道融合，提升整体运营效率。线下方面，公司通过优化门店结构加速加盟门店扩张，提升整体盈利能力；线上方面，公司将发力微信小程序，并加大对天猫自营、天猫超市、京东等渠道的市场推广。

表 21：稳健医疗盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	4,574.63	12,533.95	11,269.56	12,840.44	14,468.21
增长率 (%)	19.16%	173.99%	-10.09%	13.94%	12.68%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	546.29	3,810.41	1,996.14	2,347.23	2,749.51
增长率 (%)	28.64%	597.50%	-47.61%	17.59%	17.14%
BPS (元/股)	1.45	9.80	4.68	5.50	6.45

销售毛利率	51.65%	59.55%	47.46%	50.71%	53.64%
净资产收益率 (ROE)	17.29%	36.45%	18.22%	18.29%	18.29%
市盈率 (P/E)		22	25	21	18
市净率 (P/B)		7.25	4.48	3.82	3.26
市销率 (P/S)		6.45	4.35	3.82	3.39

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2021年07月14日收盘价）

（三）豪悦护理(605009.SH)：芯体产品创新引领行业发展，规模化制造优势显著绑定多元客户

豪悦护理是国内吸收性卫生护理用品行业的龙头制造商，产品主要包括婴儿纸尿裤、女性经期裤、成人纸尿裤护理垫等，为凯儿得乐、Babycare、BEABA 等国内龙头品牌及尤妮佳、宝洁等全球卫生用品龙头企业提供 ODM 服务，并经营宝宝、天生明星、Mamamia、Sunny Baby、NANAKIA 等自主品牌。

从营业收入的结构来看，豪悦护理的主营业务包括婴儿卫生用品、成人失禁卫生用品和女性卫生用品；其中婴儿卫生用品和女性卫生用品的占比逐年下滑，与前两大类相反，成人失禁卫生用品所占份额稳步提升，在2020年超越女性卫生用品成为份额第二名的主营业务。从生产端来看，公司具备强制造能力，其中无木浆多维复合芯体纸尿裤已研发出第四代产品，有效提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面性能，引领行业发展，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系；从产品端来看，公司产品梯队明晰，婴儿卫生用品与女性卫生用品制造实力强劲，公司为行业内较早开发出经期裤产品并实现规模化生产和销售的企业。公司成人失禁用品业务稳定增长，推出多个自主品牌，有望借渠道优势抓住先机；从渠道端来看，公司 ODM 业务稳步发展，自主品牌逐步发力，积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机。

表 22：豪悦护理盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位:百万元)	1,953.38	2,590.95	3,071.88	3,688.28	4,604.45
增长率(%)	34.76%	32.64%	18.56%	20.07%	24.84%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	315.32	601.96	614.36	759.67	967.77
增长率(%)	70.35%	90.90%	2.06%	23.65%	27.39%
EPS(元/股)	3.94	6.95	3.87	4.78	6.09
销售毛利率	30.36%	36.93%	32.95%	33.37%	33.88%
净资产收益率(ROE)	49.38%	21.60%	18.56%	19.21%	20.26%
市盈率(P/E)		34	18	15	12
市净率(P/B)		7.57	3.38	2.83	2.34
市销率(P/S)		7.80	3.64	3.04	2.43

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2021年07月14日收盘价）

(四)百亚股份(003006.SZ):产品结构不断向中高端优化,区域内营销网络深化拓展

百亚股份设有自有品牌,采取自主研发及生产的模式,以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道,覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域,为各年龄段消费人群提供对应功能的个人护理产品。2020年公司实现营业收入12.50亿元,同比增长8.82%,实现归母净利润1.83亿元,同比增长42.41%。

公司短期来看的发展驱动因素在于其渠道运营精细化。首先,公司与永辉超市合作紧密,在KA渠道上着重发力。合作门店数由2017年的303家增长至2019年981家,公司产品伴随永辉拓店,渗透率继续提升。其次在电商渠道方面,杭州百亚的成立让公司把握住了新渠道机遇,从而实现快速崛起,2020年电商渠道收入同比增长达到38.69%。其次,公司成功将川渝地区的发展经验推向全国,虽然卫生巾行业渗透率已趋于饱和,但公司产品在华东、华北、华中区域的市占率仍有巨大提振空间。

表 23: 百亚股份盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位:百万元)	1,149.41	1,250.75	1,565.06	1,954.17	2,395.59
增长率(%)	19.59%	8.82%	25.13%	24.86%	22.59%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	128.15	182.51	247.77	315.05	398.90
增长率(%)	43.43%	42.41%	35.76%	27.16%	26.61%
EPS(元/股)	0.33	0.46	0.58	0.74	0.93
销售毛利率	45.91%	42.66%	43.04%	43.64%	44.14%
净资产收益率(ROE)	18.20%	16.24%	19.86%	22.42%	24.86%
市盈率(P/E)		63	40	32	25
市净率(P/B)		10.07	7.96	7.06	6.19
市销率(P/S)		8.71	6.34	5.08	4.14

资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究院整理及预测(股价为2021年07月14日收盘价)

(五)可靠护理(301009.SZ):深耕成人失禁用品细分赛道,积累优质客户资源

可靠护理主要从事一次性卫生用品业务,主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品和口罩。其中婴儿护理用品和成人失禁用品营收占比较大,分别为30%和60%左右,宠物用品占比较小。口罩业务仅于2020年上半年经营,实现营收1.53亿,但已于6月份停产。

公司采用“ODM+自主品牌”的发展模式,基于目前婴儿护理用品市场渗透率较高而成人失禁用品市场渗透率较低的市场现状,公司的婴儿护理用品采用ODM业务模式,成人失禁用品采用自主品牌业务模式。在自主品牌业务领域,公司主打成人失禁用品,拥有成人失禁用品知名品牌“可靠”,产品覆盖高、中、低各个市场定位,在线上、线下多个渠道销售,同类市场竞争中处于领先地位。2017年至2019年公司和“可靠”品牌在国内成人失

禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一，同时“可靠”品牌连续数年蝉联淘系平台单品类全网销售冠军。在 ODM 业务领域，公司致力于精品制造和高端制造，与国内外诸多知名婴儿护理用品品牌商，例如菲律宾 JS、杜迪公司、万邦健康等探索建立起了长期稳定的合作模式。

表 23: 可靠护理盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位:百万元)	1,173.73	1,635.13	1,960.14	2,439.85	3,074.34
增长率(%)	29.52%	39.31%	19.88%	24.47%	26.01%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	87.45	214.01	262.12	345.95	461.17
增长率(%)	46.53%	144.72%	22.48%	31.98%	33.31%
BPS(元/股)	0.44	1.05	0.96	1.27	1.70
销售毛利率	27.02%	27.83%	26.53%	26.65%	27.08%
净资产收益率(ROE)	21.92%	34.89%	35.21%	37.71%	40.17%
市盈率(P/E)			31	24	18
市净率(P/B)			11.09	9.00	7.19
市销率(P/S)			4.21	3.38	2.69

资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究院整理及预测(股价为2021年07月14日收盘价)

七、风险提示

人口增长不及预期的风险;消费者健康卫生意识和消费习惯转换程度不及预期的风险;原材料价格波动的风险。

插图目录

图 1: 一次性卫生用品行业细分市场	3
图 2: 我国一次性卫生用品市场规模 (亿元)	4
图 3: 我国一次性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)	4
图 4: 我国吸收性卫生用品市场规模 (亿元)	4
图 5: 我国吸收性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)	4
图 6: 我国非吸收性卫生用品市场规模 (亿元)	5
图 7: 2017 年我国湿巾卫生用品市场产品结构 (%)	5
图 8: 一次性卫生用品产业链结构	6
图 9: 中日美三国人均可支配收入及同比增速 (千美元)	7
图 10: 1960 年至 2020 年中、美、日人均 GDP (美元)	8
图 11: 婴儿卫生用品电商渠道占比及增速	9
图 12: 女性卫生用品电商渠道占比及增速	9
图 13: 成人失禁用品电商渠道占比及增速	9
图 14: 非吸收性卫生用品电商渠道占比	9
图 15: 我国女性卫生用品行业发展进程	10
图 16: 我国女性卫生用品市场规模 (亿元)	11
图 17: 我国女性卫生巾消费渗透率 (%)	11
图 18: 我国女性卫生用品消费量 (亿片)	11
图 19: 我国女性卫生用品销售单价 (元/片)	11
图 20: 我国女性卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)	12
图 21: 全球女性卫生用品市场规模 (亿美元)	14
图 22: 中日美女性卫生用品市场规模、消费量在全球比重	14
图 23: 中日美女性卫生用品市场规模 (亿美元)	14
图 24: 中日美女性卫生用品消费量 (亿片)	14
图 25: 中日美女性卫生用品平均售价对比 (美元/片)	15
图 26: 中日美女性卫生用品人均消费占人均收入比重	15
图 27: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)	16
图 28: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)	16
图 29: 我国女性初潮年龄 (岁)	19
图 30: 我国不同年龄阶段女性人口数量 (亿人)	19
图 31: 宝洁每年披露个护 (含母婴、女性、成人失禁类) 产品价格波动情况	20
图 32: 宝洁天猫旗舰店售卖女性卫生用品产品单价 (元/片、个)	21
图 33: 宝洁天猫旗舰店相关产品更新迭代介绍	21
图 34: 中日美人均每月使用量 (测算值)	22
图 35: 纸尿裤芯体发展历程	23
图 36: 我国婴儿卫生用品市场规模 (亿元)	24
图 37: 我国婴儿卫生用品消费渗透率 (%)	24
图 38: 我国婴儿卫生用品消费量 (亿片)	24
图 39: 我国婴儿卫生用品销售单价 (元/片)	24

图 40: 我国婴儿卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)	25
图 41: 全球婴儿卫生用品市场规模 (亿美元)	27
图 42: 中日美婴儿卫生用品市场规模、消费量在全球比重	27
图 43: 中日美婴儿卫生用品市场规模 (亿美元)	27
图 44: 中日美婴儿卫生用品消费量 (亿片)	27
图 45: 中日美婴儿卫生用品平均售价对比 (美元/片)	28
图 46: 中日美婴儿卫生用品人均消费占人均收入比重	28
图 47: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)	29
图 48: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)	29
图 49: 我国计划政策逐步优化	32
图 50: 2000 年至今我国出生人数 (万人)	32
图 51: 我国出生人数中一孩与非一孩数量 (万人)	32
图 52: 我国各层级市场婴儿卫生用品渗透率测算情况	32
图 53: 中日美人均每日使用量 (测算值)	33
图 54: 帮宝适在售产品均价情况 (元/片)	34
图 55: 帮宝适在售产品宣传特点与包装外形	34
图 56: 成熟市场与新兴市场内成人失禁产品发展的基本模式	35
图 36: 我国成人失禁卫生用品市场规模 (亿元)	36
图 37: 2018 年全球成人失禁卫生用品消费渗透率 (%)	36
图 38: 我国成人失禁卫生用品消费量 (亿片)	36
图 39: 我国成人失禁卫生用品销售单价 (元/片)	36
图 61: 我国成人失禁卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)	37
图 62: 全球成人失禁卫生用品市场规模 (亿美元)	38
图 63: 中日美成人失禁卫生用品市场规模、消费量在全球比重	38
图 64: 中日美成人失禁卫生用品市场规模 (亿美元)	39
图 65: 中日美成人失禁卫生用品消费量 (亿片)	39
图 66: 中日美成人失禁卫生用品平均售价对比 (美元/片)	39
图 67: 中日美成人失禁卫生用品人均消费占人均收入比重	39
图 68: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)	40
图 69: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)	40
图 70: 我国 65 岁以上人口规模情况	43
图 71: 患者选择倾诉尿失禁问题的对象	43
图 72: 我国非吸收性卫生用品市场规模 (亿元)	45
图 73: 市场上主流棉柔巾产品均价 (元/抽)	46
图 74: 市场上主流湿巾产品均价 (元/抽)	46
图 75: 我国非吸收性卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)	46
图 76: 全球非吸收性卫生用品市场规模 (亿美元)	48
图 77: 中日美非吸收性用品市场规模在全球比重	48
图 78: 中日美成人失禁卫生用品市场规模 (亿美元)	48
图 79: 中日美成人失禁卫生用品人均消费占人均收入比重	48
图 80: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)	49

图 81: 中日美市场品牌竞争格局 CR5 (%)	49
图 82: 中日美一次性卫生用品各细分赛道发展情况	54
图 83: 2020 年美国各赛道头部公司市场份额占比 (%)	55
图 84: 2020 年日本各赛道头部公司市场份额占比 (%)	55

表格目录

表 1: 消费升级进程.....	7
表 2: 我国女性卫生用品各大集团旗下品牌情况	12
表 3: 2020 年我国女性卫生用品品牌竞争格局	13
表 4: 中日美在售女性卫生巾主要品牌矩阵及功能	16
表 5: 2020 年不同世代经期天数分布与占比情况	19
表 6: 女性卫生用品市场空间预测	22
表 7: 我国婴儿卫生用品各大集团旗下品牌情况	25
表 8: 2020 年我国婴儿卫生用品品牌竞争格局	26
表 9: 中日美在售婴儿卫生用品主要品牌矩阵及功能	29
表 10: 婴儿卫生用品市场空间预测	34
表 11: 我国成人失禁卫生用品各大集团旗下品牌情况	37
表 12: 2020 年我国成人失禁卫生用品品牌竞争格局	37
表 13: 中日美在售成人失禁卫生用品主要品牌矩阵及功能	41
表 14: 成人失禁卫生用品潜在市场空间预测	44
表 15: 我国非吸收性卫生用品各大集团旗下品牌情况	46
表 16: 2020 年我国非吸收性卫生用品品牌竞争格局	47
表 17: 中日美市场内头部品牌的主营产品类型	49
表 18: 中日美在售湿巾用品主要品牌矩阵及功能	50
表 19: 非吸收性卫生用品潜在市场空间预测	53
表 20: 非吸收性卫生用品潜在市场空间预测	54
表 21: 稳健医疗盈利预测	55
表 21: 豪悦护理盈利预测	56
表 23: 百亚股份盈利预测	57
表 23: 可靠护理盈利预测	58

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任消费品零售及化妆品团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

章鹏：消费品零售及化妆品行业分析师，美国纽约大学学士，美国哥伦比亚大学硕士，证券从业时间2年，2019年3月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn