

轻工制造

个护行业：拆解行业驱动，国货品牌崛起进行时

证券研究报告
2021年08月07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

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com
尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业研究周报:喜临门21H1 家居归母净利较19H1+90%,自主品牌高增速,软体集中度提升趋势不改》2021-08-01
- 《轻工制造-行业点评:1-6月家具出口额同比55.5%,PVC地板出口单6月环比+21.9%》2021-07-29
- 《轻工制造-行业研究周报:看好下半年软体龙头份额提升,家居出口有望持续改善》2021-07-24

吸收性卫生用品量价齐升，产品需求多元化，国货品牌崛起。根据中国造纸协会统计，2019年我国吸收性卫生用品市场规模1165.3亿元，2014-2019年CAGR 11.7%；吸收性卫生用品消费量1646.1亿片，2014-2019年CAGR 4.6%；近几年吸收性卫生用品单片价格保持稳定，2019年单片价格为0.71元/片，其中，2016年单片价格0.66元/片，出现较大幅度上涨，同比增长23.2%，2014-2019年CAGR 6.7%。**分品类来看**，女性卫生用品、婴儿卫生用品和成人失禁用品市场规模分别为572.16亿元、498.75亿元和94.39亿元，相应占比分别为49.1%、42.8%和8.1%；增速方面，成人失禁用品>婴儿卫生用品>女性卫生用品，2014-2019年CAGR分别为15.7%、12.5%和10.4%。同时，随着2019年中国人均GDP达到8242.05美元/年，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，国货品牌抓住新零售电商渠道红利实现崛起。

婴儿卫生用品行业：量价齐升驱动增长，国产品牌崭露头角。2020年中国婴儿卫生用品市场规模703.39亿元，2006-2020年CAGR 18.0%；婴儿卫生用品消费量369.72亿片，2006-2020年CAGR 15.5%，是行业的主要驱动力；婴儿卫生用品单片价格1.90元/片，2006-2020年CAGR 2.2%。此外，行业整体集中度有下降趋势，外资品牌市占率普遍下降，本土品牌抢占市场份额。2011-2020年间，按品牌口径，中国婴儿卫生用品CR3持续下降趋势，由52.1%下降至31.5%。主要因为消费者对中国制造产品观念转变，部分国内产品使用的OEM/ODM工厂与国际品牌相同，质量上并没有本质区别。中国品牌Leich, Dodie和Babycare由于具备高质量产品，树立口碑赢得人气，表现较好。

中国女性卫生用品：行业进入成熟期，未来价增驱动，国产品牌表现出色。2006-2017年间，中国女性卫生用品行业量价齐增，2018年转变为价格驱动。2020年中国女性卫生用品的市场规模890.67亿元，2006-2020年CAGR 7.9%；女性卫生用品消费量1172.24亿片，CAGR 4.0%；女性卫生用品单片价格0.76元/片，CAGR 3.7%，是行业的主要驱动力。此外，2011-2020年中国女性卫生用品集中度逐步提升，品牌口径来看，CR3从19.6%提升至29.5%，CR5从24.3%提升至36.7%。其中苏菲品牌表现亮眼，市场份额由2011年的4.8%提升至2020年的12.7%。此外，国产品牌在女性卫生用品领域表现较为出色，2020年行业排名前十的企业中本土企业共有6家，分别为恒安国际、广东景兴、百亚股份、丝宝集团、桂林福桂和福建南安恒利。

成人失禁用品：市场尚处于导入期，价格导向的消费观念主导市场，量增为主，国产品牌定价方面竞争力更强。2020年中国成人失禁用品市场规模51.21亿元，2006-2020年CAGR为21.7%；成人失禁用品消费量20.47亿片，2006-2020年CAGR 18.5%，是主要驱动力；成人失禁用品单片价格2.5元/片，2006-2020年CAGR 2.7%。此外，国产品牌定价方面竞争力更强，“可靠”品牌增长强劲，2020年市占率9.4%，主要源于其产品质量和价格竞争优势明显，并且注重电商渠道建设，此外，可靠股份通过与护理机构合作，构建“互联网+老年护理”平台，提高品牌知名度，支撑业绩增长。

宠物卫生用品：“它经济”时代来临，国内宠物用品依托线上渠道品牌初现。2019年美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品市场规模192亿美元，2018年欧洲和日本宠物用品市场规模分别为85亿欧元和1700亿日元，2019年中国宠物用品市场规模为236.81亿元。购买渠道方面，不同于欧美发达国家以商超为主，中国宠物饲养者更倾向于在宠物专营店和电商渠道购买包括宠物卫生用品在内的宠物用品。《2019年中国宠物行业白皮书》数据显示，58.20%的宠物主通常选择线上电商作为宠物用品的购买渠道，并会优选以天猫/淘宝、京东为代表的大型电商，主要是考虑品质有保障、货源种类多、优惠力度大、促销活动多、快捷便利等因素。此外，国内宠物生产厂商依托线上渠道快速发展，逐步从ODM/OEM模式，转变为以ODM/OEM为主并兼顾自主宠物品牌的发展模式，“疯狂小狗”、“华元宠物”和“宠幸”等品牌商初现。

风险提示：市场竞争风险；原材料木浆价格剧烈波动；宏观增长不及预期等

内容目录

1. 吸收性卫生用品：产品需求多元化趋势，量价齐升助力行业成长	5
1.1. 吸收性卫生用品市场规模千亿级，量价齐升助力行业成长	5
1.2. 女性及婴儿卫生用品占据主要市场，成人失禁用品增速最高	5
1.3. 产品需求多元化趋势，国货品牌崛起	7
1.4. 产业链：上游原材料影响制造商/品牌商产品毛利率，下游电商渠道发展迅速	8
2. 婴儿卫生用品：量价齐升驱动增长，国产品牌崭露头角	12
2.1. 2019 年我国婴儿纸尿裤渗透率 72.2%，未来量价齐升驱动增长	12
2.2. 外资品牌市占率普遍下降，国产品牌崭露头角	13
2.3. 2020 年电商渠道规模占比 49.0%，为中国婴儿卫生用品第一大渠道	15
3. 女性卫生用品：价增驱动，国产品牌表现较出色	16
3.1. 女性卫生用品进入成熟期，“量价齐升”转变为“价增”驱动	16
3.2. 国产品牌表现较为出色，集中度仍具提升空间	18
3.3. 超市渠道规模占比 40.2%，仍为最主要渠道，电商渠道增速亮眼	19
4. 成人失禁用品：人口老龄化&消费观念改变驱动行业消费量增长，国产品牌定价方面竞争力更强	20
4.1. 市场处于导入期，人口老龄化&消费观念改变驱动行业消费量增长	20
4.2. 集中度下降趋势，国产品牌定价方面竞争力更强	21
4.3. 看好电商渠道，2020 年渠道规模占比 35.5%	23
5. 宠物用品行业：“它经济”时代来临，国内宠物用品依托线上渠道品牌初现	24
5.1. 宠物行业：宠物行业发展增速快，宠物类型呈现多样化	24
5.1.1. 美国宠物行业进入产业整合期，宠物种类猫狗为主	24
5.1.2. 欧洲宠物行业较为成熟，中国宠物行业正快速发展	25
5.2. 宠物卫生用品行业：宠物卫生用品逐渐多元化，线上渠道促行业发展	26
5.2.1. 宠物行业分类：宠物垫和宠物尿裤为主要宠物卫生用品品类	26
5.2.2. 预计 2020 年美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品市场规模 198 亿美元	27
5.2.3. 2018 年欧洲宠物卫生用品市场规模 85 亿欧元，渠道结构与美国相近	27
5.2.4. 居民人均财富&情感因素驱动日本宠物产业发展，高质量宠物卫生用品需求提升	28
5.2.5. 国内宠物用品品牌显现，线上电商发展迅速已成主要渠道	28
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2014-2019 年中国吸收性卫生用品市场规模及同比增速 (亿元, %)	5
图 2: 2014-2019 年中国吸收性卫生用品消费量及同比增速 (亿片, %)	5
图 3: 2014-2019 年中国吸收性卫生用品单片价格及同比增速 (元/片, %)	5
图 4: 2014-2019 年一次性卫生用品市场规模中各类产品市场规模 (亿元)	6
图 5: 2014-2019 年一次性卫生用品市场规模中各类产品占比 (%)	6
图 6: 2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域 CR3 和 CR5, 按公司口径 (%)	7
图 7: 2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域 CR3 和 CR5, 按品牌口径 (%)	7
图 8: 2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域中不同公司市场份额变化 (%)	8
图 9: 吸收性卫生用品产业链	9
图 10: 2019 年豪悦护理主要原材料采购金额占比 (%)	9
图 11: 2019 年百亚股份主要原材料采购金额占比 (%)	9
图 12: 2020 年可靠股份主要原材料采购金额占比 (%)	10
图 13: 2020 年依依股份主要原材料采购金额占比 (%)	10
图 14: 2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道占比 (%)	11
图 15: 2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道市场规模 (亿元)	11
图 16: 2006-2024E 中国婴儿卫生用品市场规模及同比增速 (亿元, %)	12
图 17: 2006-2024E 中国婴儿卫生用品消费量及同比增速 (亿片, %)	12
图 18: 2006-2024E 中国婴儿卫生用品单片价格及同比增速 (元/片, %)	12
图 19: 2009-2019 年中国婴儿纸尿裤渗透率 (%)	13
图 20: 2020 年中国婴儿卫生用品分品类市场规模占比 (%)	13
图 21: 2011-2020 年中国婴儿卫生用品 CR3, 公司口径 (%)	14
图 22: 2011-2020 年中国婴儿卫生用品 CR3, 品牌口径 (%)	14
图 23: 2011-2020 年中国婴儿卫生用品领域不同公司市场份额 (%)	14
图 24: 2006-2020 年中国婴儿卫生用品不同渠道结构占比 (%)	15
图 25: 2006-2020 年中国女性卫生用品市场规模及同比增速 (亿元, %)	16
图 26: 2006-2020 年中国女性卫生用品市零售量及同比增速 (亿片, %)	16
图 27: 2006-2020 年中国女性卫生用品市单片价格及同比增速 (百万片, %)	16
图 28: 2009-2017 年中国卫生巾渗透率 (%)	17
图 29: 2010-2017 年中国女性初潮平均年龄 (岁)	17
图 30: 2020 年中国女性卫生用品分品类市场规模占比 (%)	17
图 31: 2020 年中国卫生巾分品类市场规模占比 (%)	17
图 32: 2011-2020 年中国女性卫生护理领域 CR3 和 CR5, 按公司口径 (%)	18
图 33: 2011-2020 年中国女性卫生护理领域 CR3 和 CR5, 按品牌口径 (%)	18
图 34: 2011-2020 年中国女性卫生用品领域中不同公司市场份额变化 (%)	18
图 35: 2006-2020 年中国女性卫生用品不同渠道规模占比 (%)	19
图 36: 2006-2025E 中国成人失禁用品市场规模及同比增速 (亿元, %)	20
图 37: 2006-2025E 中国成人失禁用品消费量及同比增速 (亿片, %)	20
图 38: 2006-2025E 中国成人失禁用品单片价格及同比增速 (元/片, %)	20
图 39: 1990-2019 年中国 65 岁及以上人口及占总人口比例 (人, %)	21

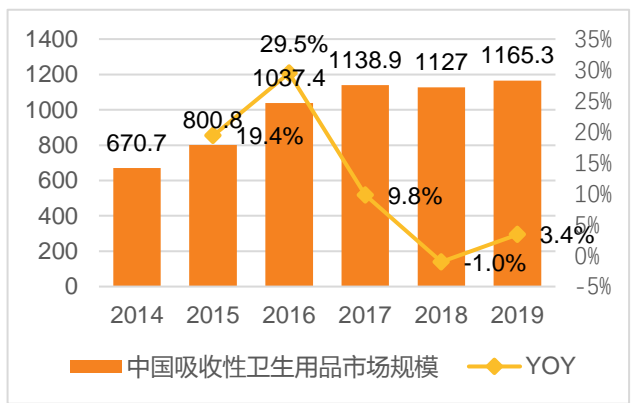
图 40: 2020 年中国成人失禁领域分品类市场规模占比 (%)	21
图 41: 2011-2020 年中国成人失禁用品领域 CR3, 按公司口径 (%)	22
图 42: 2011-2020 年中国成人失禁用品领域 CR3, 按品牌口径 (%)	22
图 43: 2011-2020 年中国成人失禁用品领域中不同公司市场份额变化 (%)	22
图 44: 2006-2020 年中国成人失禁用品不同渠道占比 (%)	23
图 45: 美国宠物行业市场规模及增速 (亿美元, %)	24
图 46: 美国宠物市场规模 (左) 与美国人均 GDP (右) (亿美元, 美元/年)	24
图 47: 美国家庭养宠总体情况占比 (%)	24
图 48: 美国家庭拥有各类宠物情况占比 (%)	24
图 49: 2018 年欧洲主要国家宠物猫狗数量情况 (万只)	25
图 50: 中国宠物行业市场规模情况 (亿元人民币)	25
图 51: 2017-19 年我国宠物猫和宠物狗的数量规模和人均单只宠物消费金额 (万只, 美元/年)	25
图 52: 我国宠物高消费和普通消费人群在各线城市的占比 (%)	26
图 53: 2017-2019 年我国宠物行业各类宠物占比 (%)	26
图 54: 宠物行业涵盖领域	26
图 55: 宠物卫生用品产业链	27
图 56: 美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品细分领域市场规模及 YOY (亿美元, %)	27
图 57: 日本宠物用品行业市场规模及 YOY (亿日元, %)	28
图 58: 狗主人购买宠物用品具体种类消费情况 (%)	29
图 59: 猫主人购买宠物用品具体种类消费情况 (%)	29
图 60: 狗主人购买宠物用品具体种类消费情况	30
图 61: 宠物用品类型购买考虑因素 (%)	30
表 1: 吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿卫生用品和成人失禁用品三类	6
表 2: 2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域中不同品牌市场份额变化 (%)	8
表 3: 吸收芯体是吸收性卫生用品的关键结构部位	10
表 4: 2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道占比 (%)	11
表 5: 2011-2020 年中国婴儿卫生用品领域不同品牌市场份额 (%)	14
表 6: 2006-2020 年中国婴儿卫生用品不同渠道结构占比 (%)	15
表 7: 2011-2020 年中国女性卫生用品领域中不同品牌市场份额变化 (%)	18
表 8: 2006-2020 年中国女性卫生用品不同渠道占比 (%)	19
表 9: 2011-2020 年中国成人失禁用品领域中不同品牌市场份额变化 (%)	22
表 10: 2006-2020 年中国成人失禁用品不同渠道占比 (%)	23

1. 吸收性卫生用品：产品需求多元化趋势，量价齐升助力行业成长

1.1. 吸收性卫生用品市场规模千亿级，量价齐升助力行业成长

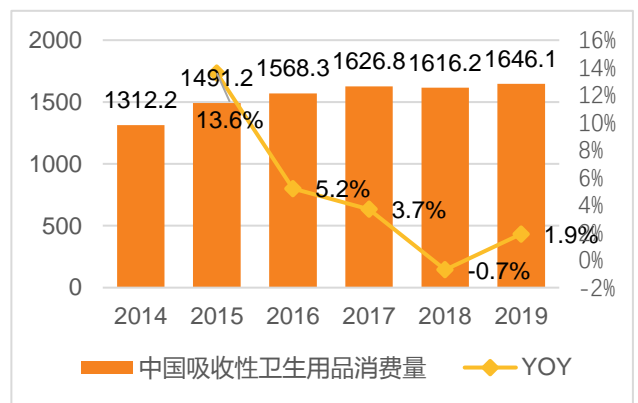
吸收性卫生用品市场规模千亿级，量价齐升助力行业成长。根据中国造纸协会统计，2019年我国吸收性卫生用品市场规模1165.3亿元，2014-2019年CAGR 11.7%；2019年我国吸收性卫生用品消费量1646.1亿片，2014-2019年CAGR 4.6%；近几年我国吸收性卫生用品单片价格保持稳定，2019年单片价格为0.71元/片，其中，2016年单片价格0.66元/片，出现较大幅度上涨，同比增长23.2%，2014-2019年CAGR 6.7%。

图 1：2014-2019 年中国吸收性卫生用品市场规模及同比增速(亿元, %)



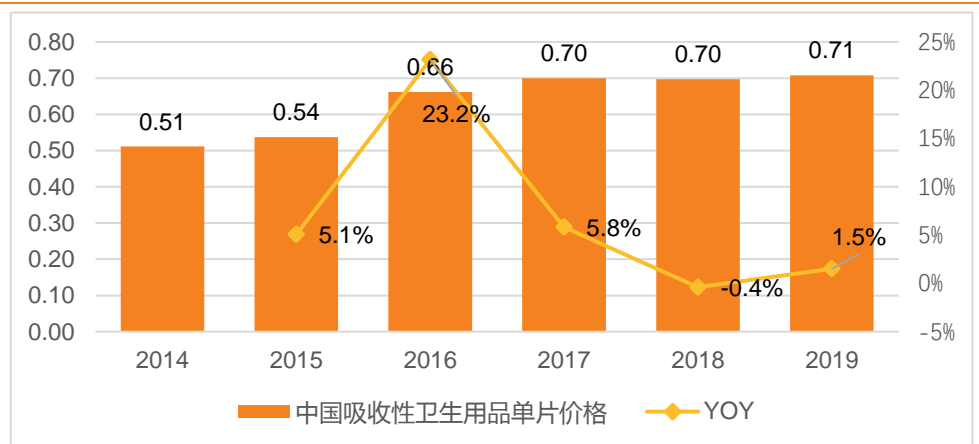
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 2：2014-2019 年中国吸收性卫生用品消费量及同比增速(亿片, %)



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 3：2014-2019 年中国吸收性卫生用品单片价格及同比增速(元/片, %)



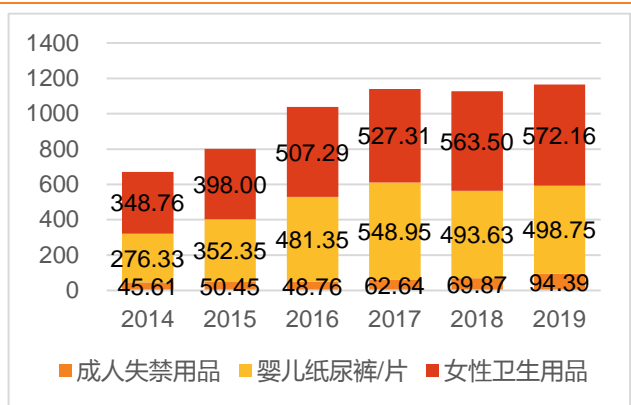
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

1.2. 女性及婴儿卫生用品占据主要市场，成人失禁用品增速最高

2019年女性卫生用品及婴儿卫生用品占据91.9%市场份额，增速方面成人失禁用品>婴儿卫生用品>女性卫生用品。个人卫生用品属于快消品之一，按照可使用次数划分，可分为一次性卫生用品和非一次性卫生用品。其中，吸收性卫生用品属于一次性卫生用品范畴，主要包括女性卫生用品、婴儿卫生用品和成人失禁用品。(1)从市场竞争格局来看，女性卫生用品及婴儿卫生用品占据绝大部分市场份额，其中2019年女性卫生用品、婴儿纸尿裤

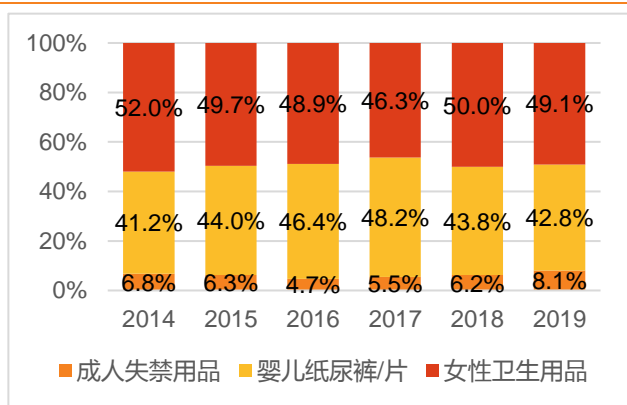
裤/片、成人失禁用品市场规模分别为 572.16 亿元、498.75 亿元和 94.39 亿元，相应占比分别为 49.1%、42.8%和 8.1%；(2) 从成长性来看，成人失禁用品增速>婴儿卫生用品增速>女性卫生用品增速，2014-2019 年成人失禁用品、婴儿卫生用品和女性卫生用品 CAGR 分别为 15.7%、12.5%和 10.4%。

图 4：2014-2019 年一次性卫生用品市场规模中各类产品市场规模（亿元）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 5：2014-2019 年一次性卫生用品市场规模中各类产品占比（%）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

表 1：吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿卫生用品和成人失禁用品三类

品类	细分品类	图例
女性卫生用品	卫生巾	
	经期裤	
	卫生护垫	-
婴儿卫生用品	纸尿片	
	纸尿裤	
	拉拉裤	
成人失禁用品	成人拉拉裤	
	成人纸尿裤	
	成人纸尿片	

护理垫



资料来源：豪悦护理招股说明书，天风证券研究所

1.3. 产品需求多元化趋势，国货品牌崛起

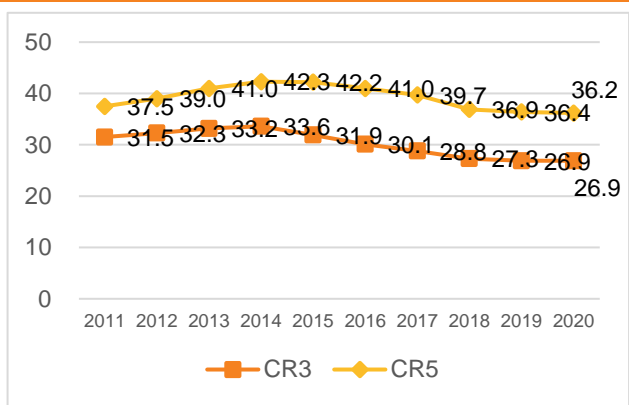
我国吸收性卫生用品可以分为三个阶段：

(1) 阶段一（1978-2000年）：发展初期，价格竞争为导向。在中国，纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品均为改革开放之后的舶来品，发展初期我国居民人均可支配收入相对较低，消费者虽然逐步接受使用纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品，但由于受到生活水平和对产品认知水平的制约，消费者在产品满足基本吸收性功能的基础上，对产品价格较为敏感。在该时期，市场竞争以价格竞争为导向。

(2) 阶段二（2000-2019年）：快速发展期，价格竞争转向品质竞争，国外品牌切割市场份额。进入 21 世纪以来，随着居民人均可支配收入不断提高，我国消费者对吸收性卫生用品的选择逐渐从产品价格向产品品质转移，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。

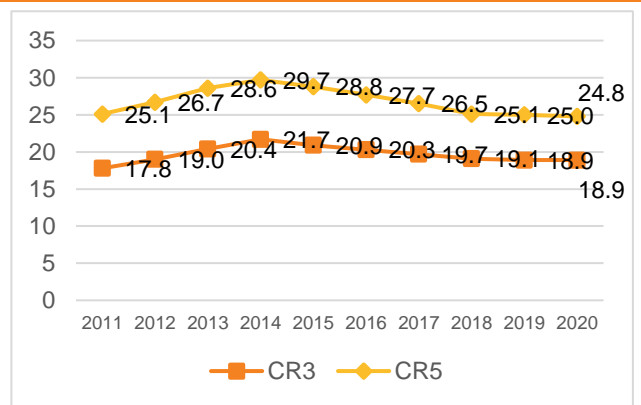
(3) 阶段三（2020-至今）：产品需求多元化，国货品牌崛起。2019 年中国人均 GDP 为 8242.05 美元/年，人均 GDP 突破 8000 美元，消费者从原来对价格、品质的单一追求发展到集对产品舒适性、功能、品质、便利性、安全性等多元化为一体的需求。据欧睿咨询数据，2011-2020 年中，2014 年是中国零售个人卫生护理领域 CR3 和 CR5 集中度的最高点，随着中国渠道结构变迁、电商平台崛起，国内品牌商具备贴近消费者群体优势，洞悉消费者需求，快速迭代产品开发推新，凭借产品质量异军突起，国外品牌的市场份额有所减少。

图 6：2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域 CR3 和 CR5，按公司口径（%）



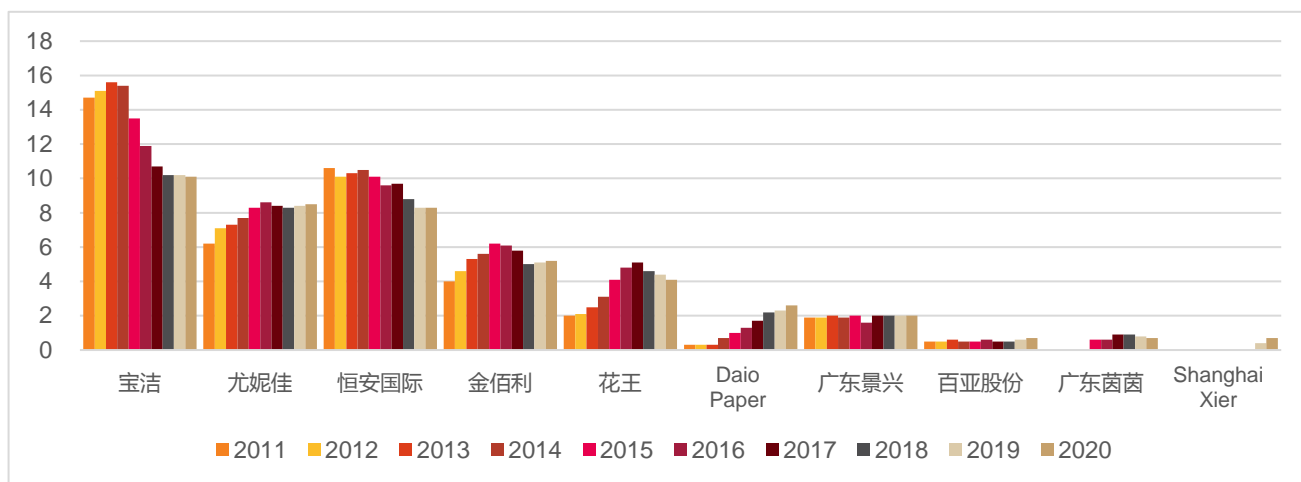
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 7：2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域 CR3 和 CR5，按品牌口径（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 8：2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域中不同公司市场份额变化（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 2：2011-2020 年中国零售个人卫生护理领域中不同品牌市场份额变化（%）

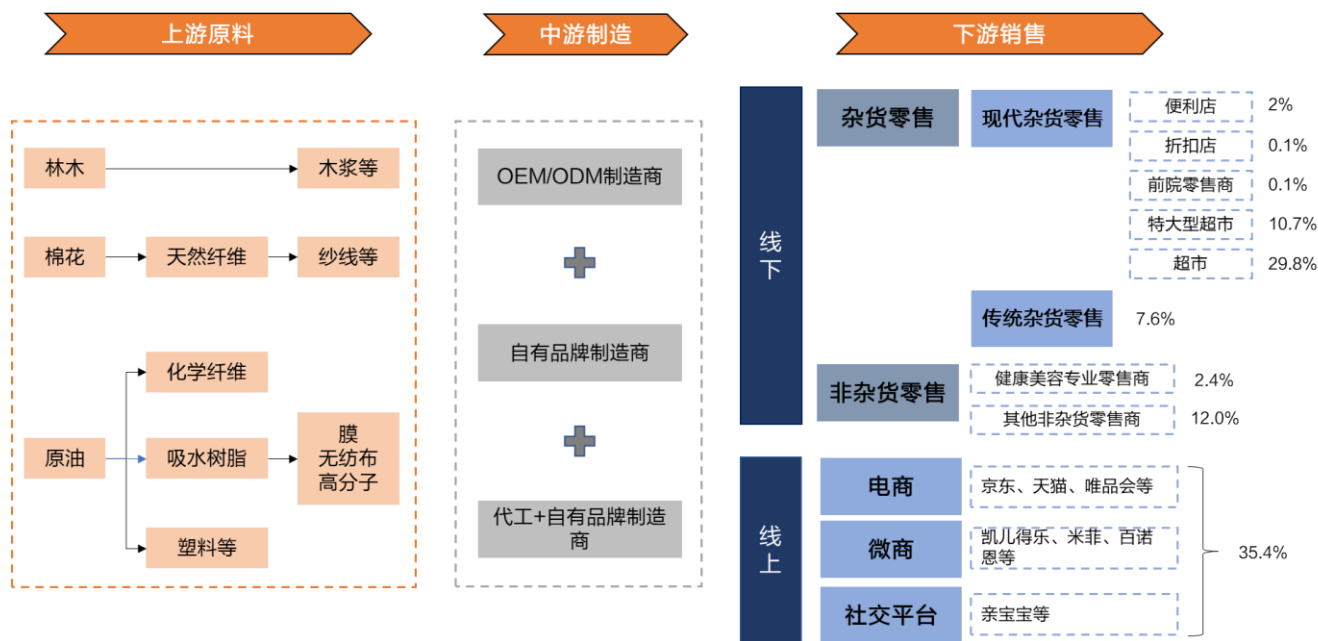
品牌	相应公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
帮宝适	宝洁	10.1	10.5	11.1	11.2	10.0	8.9	7.9	7.4	7.2	6.9
苏菲	尤妮佳	3.0	3.5	3.9	4.4	4.9	5.4	5.5	5.7	6.1	6.5
七度空间	恒安国际	4.7	5.0	5.4	6.1	6.0	6.0	6.3	6.0	5.6	5.5
护舒宝/Always	宝洁	4.6	4.6	4.5	4.1	3.4	3.0	2.7	2.8	3.0	3.0
好奇	金佰利	2.7	3.1	3.7	3.9	4.5	4.4	4.1	3.2	3.1	2.9
花王	花王	1.2	1.3	1.7	2.2	3.2	3.8	3.9	3.4	3.2	2.9
大王	Daio Paper	-	-	-	0.3	0.6	1.0	1.4	1.8	1.9	2.3
高洁丝	金佰利	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9
ABC	广东景兴	1.8	1.8	2.0	1.8	1.8	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
心相印	恒安	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2

资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

1.4. 产业链：上游原材料影响制造商/品牌商产品毛利率，下游电商渠道发展迅速

吸收性卫生用品产业链分为：（1）上游原材料端：主要包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂、胶、纸和膜等原材料供应商，上游行业产品标准化程度较高，原材料价格主要受石油价格和石油市场供需影响；（2）中游制造端：OEM/ODM 制造商、自有品牌制造商及“代工+自有”制造商；（3）下游渠道端：吸收性卫生用品传统渠道包括大卖场、大型超市、小超市等网点；新兴渠道包括母婴专营店和专营连锁店、电商平台、垂直电商等。近年来，母婴专营店作为母婴护理用品的独特销售途径，凭借其专业化、品牌化的优势在国内迅速发展；而随着互联网以及网购的流行，电商平台、垂直电商凭借其便利性逐渐成为吸收性卫生用品销售的重要渠道之一。

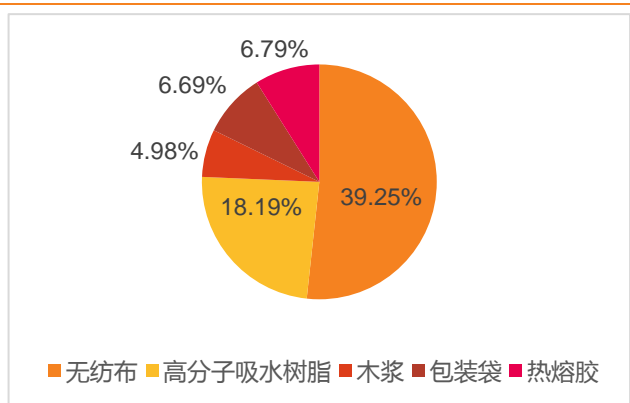
图 9：吸收性卫生用品产业链



资料来源：豪悦护理招股说明书，欧睿咨询，天风证券研究所；注：图中百分比为渠道结构占比

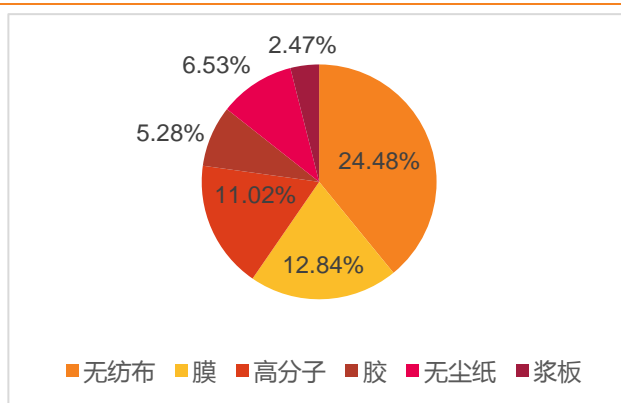
吸收性卫生用品上游竞争格局分散，无纺布、高分子和木浆为主要原材料。纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品的主要原材料包括无纺布、高分子、木浆等，其中豪悦护理、百亚股份、可靠股份的无纺布采购金额占比分别为 39.25%、24.48%和 29.27%，高分子采购金额占比分别为 18.19%、11.02%和 9.58%（依依股份因为自产无纺布，所以采购物料中没有无纺布），因此原材料价格的变动会大幅影响中游制造商及品牌商的产品毛利率。此外，原材料木浆价格的主要影响因素是针叶浆和阔叶浆，其他原材料高分子等主要受石油价格影响。竞争格局方面，吸收性卫生用品的上游竞争充分、供应商众多，总体处于供求平衡的状态。

图 10：2019 年豪悦护理主要原材料采购金额占比（%）



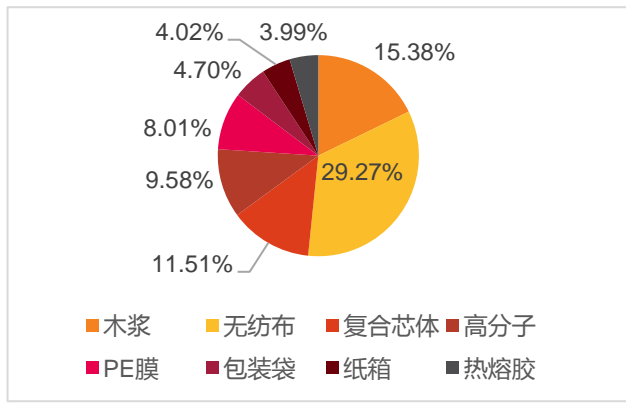
资料来源：豪悦护理招股说明书，天风证券研究所

图 11：2019 年百亚股份主要原材料采购金额占比（%）



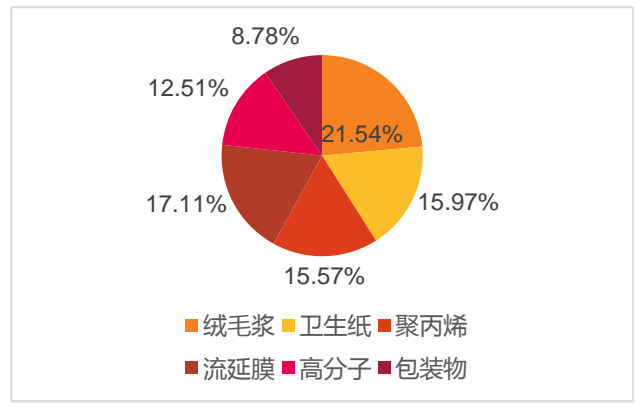
资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

图 12：2020 年可靠股份主要原材料采购金额占比（%）



资料来源：可靠股份招股说明书，天风证券研究所

图 13：2020 年依依股份主要原材料采购金额占比（%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

吸收芯体是吸收性卫生用品的关键结构部位，可分为复合芯体和木浆芯体两类。吸收芯体是决定纸尿裤、经期裤等吸收性卫生用品质量的关键结构部位，主要作用是快速吸收、分散和储存液体，决定了纸尿裤、经期裤等产品的吸收量、吸收速度、锁水能力及是否干爽、起坨、反渗等。根据吸收芯体材料的不同，可以分为复合芯体和木浆芯体两种芯体结构。其中复合芯体具备轻薄、柔韧等优点，成本较高，主要应用在婴儿纸尿裤及经期裤中；木浆芯体也称绒毛浆芯体，具有蓬松、厚实等特点，成本相对较低。

表 3：吸收芯体是吸收性卫生用品的关键结构部位

按芯体分类	芯体主要性能及特点	相应品牌商
无木浆多维复合芯体产品	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，具有轻薄、柔韧、不易断层，吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点，同时兼具干爽、透气、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次，但相对木浆芯体成本较高，主要应用在婴儿纸尿裤及经期裤中	凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产高端品牌客户的纸尿裤产品
木浆芯体产品	木浆芯体也称绒毛浆芯体，主要由木浆和高分子吸水树脂混合而成，具有蓬松、厚实等特点，较复合芯体成本低一些	金佰利、尤妮佳等跨国公司及部分国产品牌的成人纸尿裤、经期裤等产品

资料来源：豪悦护理招股说明书，天风证券研究所

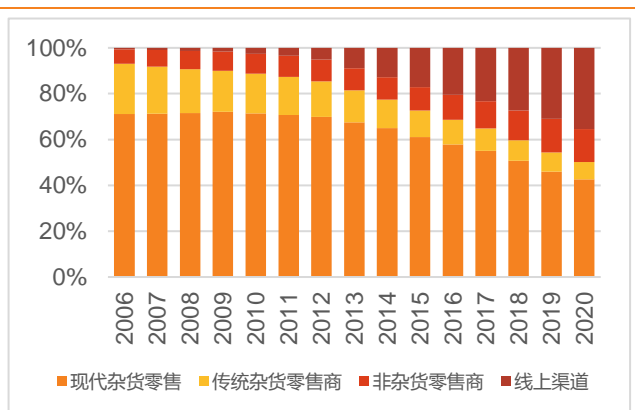
线上渠道高速发展，线下渠道中超市和特大型超市为主要渠道。中国个人卫生护理渠道可以分为线下门店和线上渠道：**(1) 线下门店：**可分为杂货零售和非杂货零售渠道。其中**杂货零售渠道**是目前中国个人卫生护理用品最主要的渠道，2020 年此渠道市场规模占比为 50.2%，近几年有略微下降趋势，基本规模体量为 900 亿元；**在杂货零售渠道中，超市、特大型超市和传统杂货零售商分别为前三大主要渠道，2020 年渠道市场规模占比分别为 29.8%、10.7%和 7.6%。非杂货零售渠道**包括健康美容专业零售渠道及其他，2006-2020 年渠道市场规模占比一直呈现上升趋势，由 2006 年的 6.2%上升至 2020 年的 14.4%。**(2) 线上渠道：**随着中国互联网经济发展，2012 年淘宝崛起，中国电商进入高速发展阶段，2020 年线上流量呈现分散化趋势，内容平台、垂直电商及直播带货等抢占市场份额，线上渠道建设也成为快消品渠道建设的重要一环。据欧睿咨询数据，中国个人卫生护理用品的线上渠道市场规模占比由 2006 年的 0.7%快速提升至 2020 年的 35.4%；2012 年后线上渠道红利加速凸显，线上渠道市场规模占比由 2012 年的 5.1%提升至 2020 年的 35.4%。预计未来线上渠道市场规模占比仍将进一步提升。

表 4：2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道占比（%）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下门店	99.3%	99.0%	98.7%	98.4%	97.4%	96.5%	94.9%	91.1%	87.2%	82.8%	79.5%	76.7%	72.7%	69.1%	64.6%
杂货零售	93.1%	91.7%	90.7%	90.0%	88.7%	87.3%	85.4%	81.5%	77.4%	72.8%	68.6%	64.8%	59.7%	54.4%	50.2%
现代杂货零售	71.1%	71.2%	71.5%	72.1%	71.4%	70.7%	69.8%	67.5%	64.9%	61.2%	57.9%	55.0%	50.7%	46.0%	42.6%
便利店	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%
折扣店	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
前院零售商	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
特大型超市	14.4%	14.6%	15.2%	15.7%	16.1%	16.3%	16.2%	15.5%	14.9%	14.2%	13.6%	13.0%	12.3%	11.4%	10.7%
超市	53.8%	53.8%	53.6%	53.9%	52.9%	51.9%	51.5%	49.8%	47.8%	44.7%	42.1%	39.7%	36.2%	32.5%	29.8%
传统杂货零售商	22.0%	20.5%	19.2%	17.9%	17.3%	16.6%	15.5%	14.0%	12.5%	11.6%	10.7%	9.8%	9.0%	8.4%	7.6%
非杂货零售商	6.2%	7.2%	8.0%	8.4%	8.7%	9.2%	9.5%	9.6%	9.7%	10.1%	10.9%	11.9%	13.0%	14.7%	14.4%
健康美容专业零售商	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
其他非杂货零售商	2.9%	3.9%	4.5%	5.0%	5.3%	5.8%	6.2%	6.5%	6.9%	7.4%	8.4%	9.5%	10.6%	12.3%	12.0%
线上渠道	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.6%	3.5%	5.1%	8.9%	12.8%	17.2%	20.5%	23.3%	27.3%	30.9%	35.4%

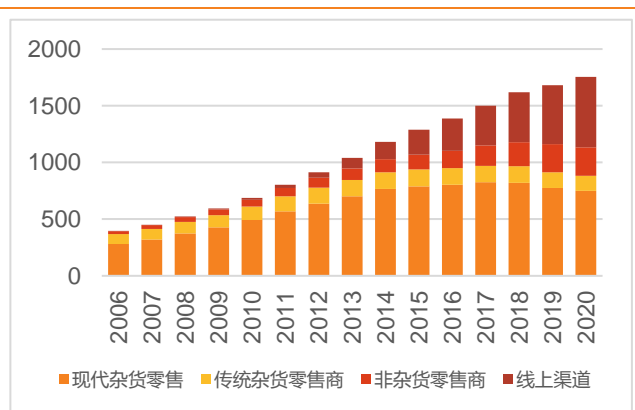
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 14：2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道占比（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 15：2006-2020 年中国各零售个人卫生护理渠道市场规模（亿元）



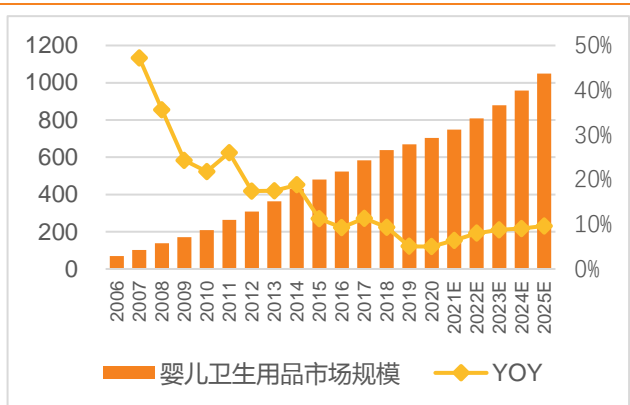
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

2. 婴儿卫生用品：量价齐升驱动增长，国产品牌崭露头角

2.1. 2019 年我国婴儿纸尿裤渗透率 72.2%，未来量价齐升驱动增长

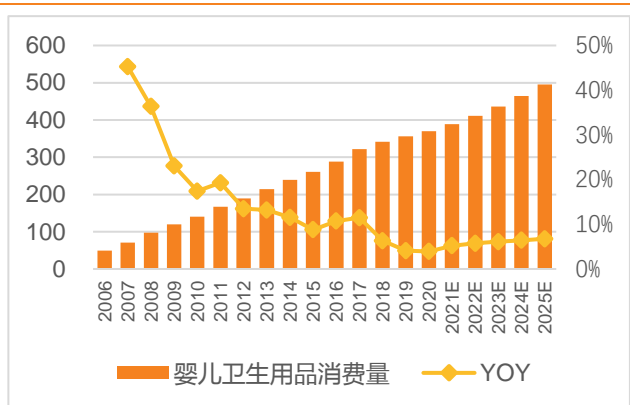
2020 年中国婴儿卫生用品市场规模 703.39 亿元，未来量价齐升驱动增长。2006-2017 年是中国婴儿卫生用品的高速成长期，其中 2007 年~2008 年市场规模同比增速高达 30% 以上。据欧睿咨询数据，2006-2020 年，中国婴儿卫生用品市场规模从 69.09 亿元扩大至 703.39 亿元，年均复合增长率达到 18.0%，预计 2025 年市场规模达到 1050.02 亿元；从消费量来看，2006-2020 年，中国婴儿卫生用品消费量从 49.00 亿片扩大至 369.72 亿片，年均复合增长率达到 15.5%，是行业的主要驱动力；从单片价格来看，中国婴儿卫生用品单片价格从 1.41 元/片扩大至 1.90 元/片，年均复合增长率达到 2.2%。

图 16：2006-2024E 中国婴儿卫生用品市场规模及同比增速（亿元，%）



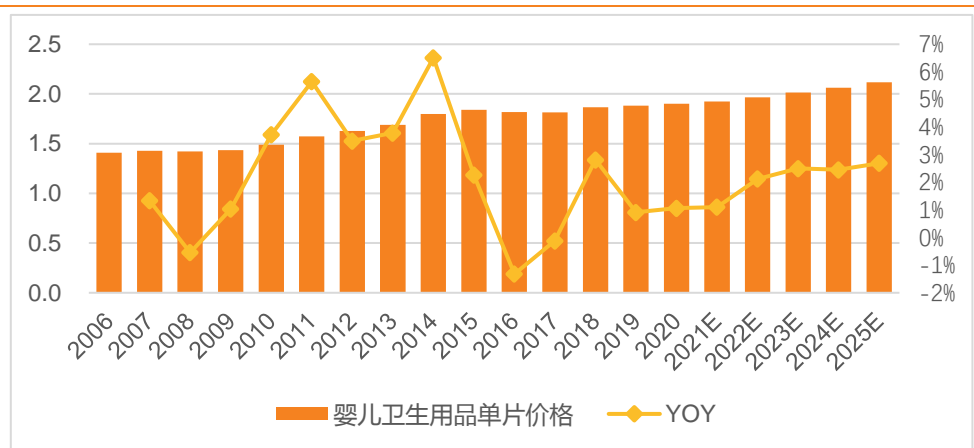
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 17：2006-2024E 中国婴儿卫生用品消费量及同比增速（亿片，%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

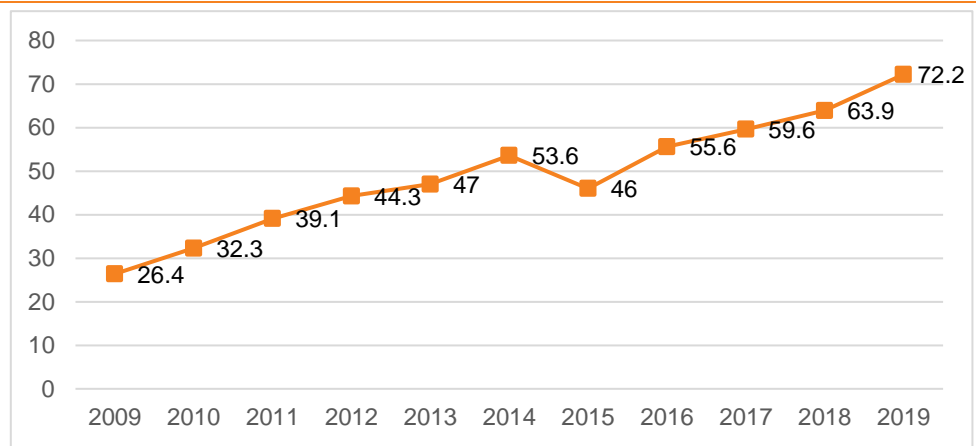
图 18：2006-2024E 中国婴儿卫生用品单片价格及同比增速（元/片，%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

渗透率提升、使用频次增加和使用年龄延长将带动婴儿纸尿裤人均消费量提升。受益于国民经济快速发展、人均可支配收入增加、卫生护理意识提升及育儿观念转变，对婴儿的护理从使用多次重复性的布尿布逐步到使用一次性纸尿裤进行护理，市场渗透率迅速提高，日均使用频次增加，并且使用年龄也相应延长。据 Wind 数据，2000 年我国婴儿卫生用品的市场渗透率仅有 2.1%，2020 年已提升至 72.2%。此外，我国婴儿卫生用品的市场渗透率相比于发达国家 90% 以上的市场渗透率，仍具备较大的提升空间。

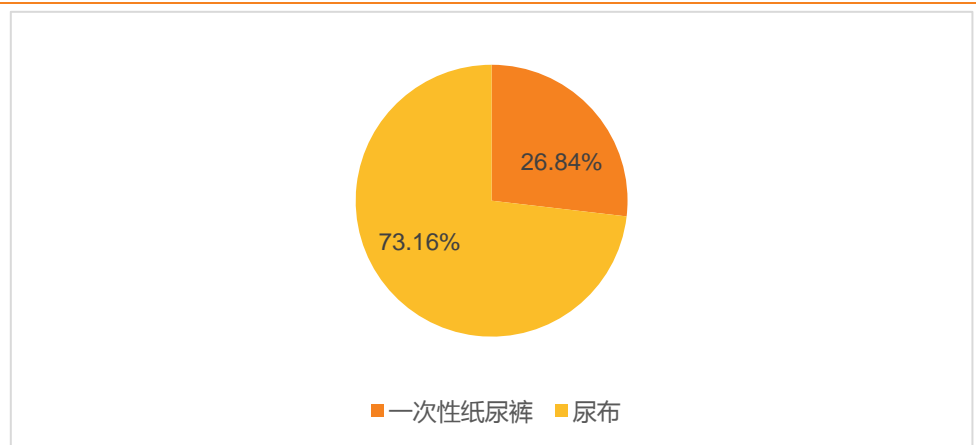
图 19：2009–2019 年中国婴儿纸尿裤渗透率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

据欧睿咨询数据，2020 年中国婴儿卫生用品市场规模 703.39 亿元，分品类来看，一次性纸尿裤和尿布市场规模分别为 188.82 亿元和 514.57 亿元，相应占比分别为 26.84% 和 73.16%。

图 20：2020 年中国婴儿卫生用品分品类市场规模占比（%）

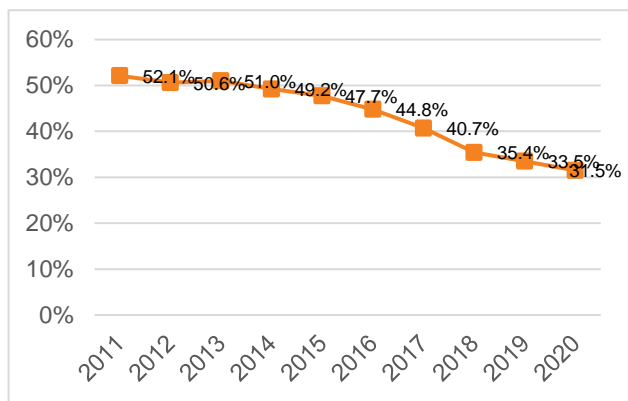


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

2.2. 外资品牌市占率普遍下降，国产品牌崭露头角

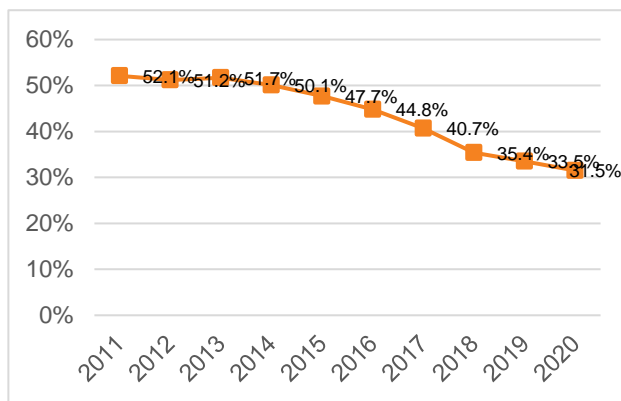
集中度持续下降，本土品牌抢占市场份额。据欧睿咨询数据，2011–2020 年间，按品牌口径，中国婴儿卫生用品 CR3 持续下降趋势，由 52.1% 下降至 31.5%。主要因为消费者对中国制造产品观念转变，部分国内产品使用的 OEM/ODM 工厂与国际品牌相同，质量上并没有本质区别。此外，婴儿卫生用品制造商的自有品牌也加剧了 2020 年低价产品的竞争。

图 21：2011-2020 年中国婴儿卫生用品 CR3，公司口径（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

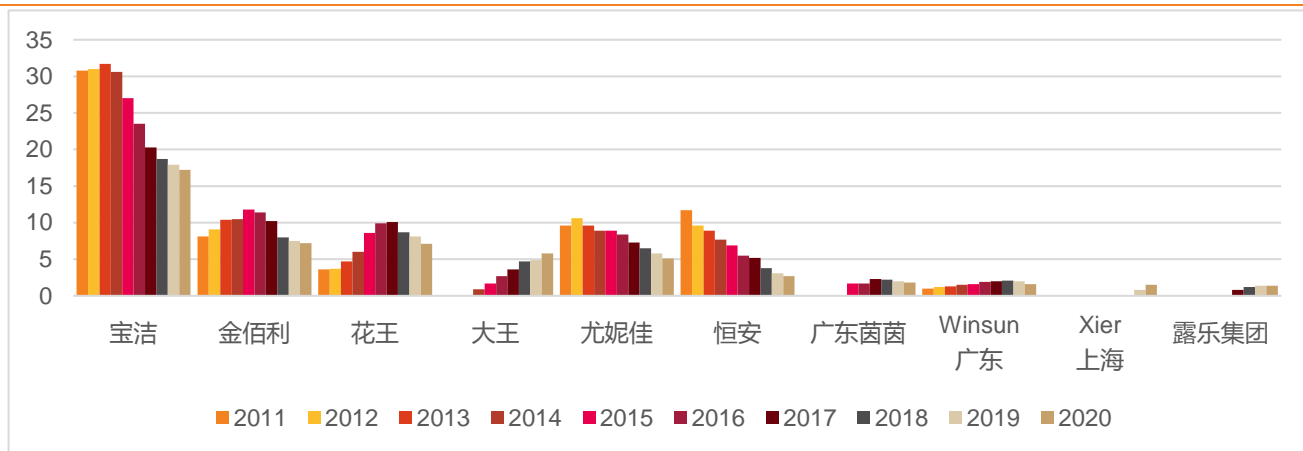
图 22：2011-2020 年中国婴儿卫生用品 CR3，品牌口径（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

外资品牌市占率普遍下降，国产品牌崭露头角。帮宝适仍然为中国婴儿卫生用品第一大品牌，但市占率下降幅度较大，由 2011 年的 30.8% 下降至 2020 年的 17.2%，2020 年受益于高端进口系列产品 Ichiban，帮宝适从大幅下滑中逐步恢复；日本花王的 GOO.N 品牌受益于其高端定位和新的超高端系列产品 Cloud Tulle, Fairy 和 Floral Tidings；此外，中国品牌 Leich, Dodie 和 Babycare 由于具备高质量产品，树立口碑赢得人气，表现较好；总体来看，小规模高端定位的本土品牌在 2020 年表现稳定，但原本领先的传统本土品牌 Anerle, BaKen 和 Daddy Baby 销售额出现下滑。

图 23：2011-2020 年中国婴儿卫生用品领域不同公司市场份额（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 5：2011-2020 年中国婴儿卫生用品领域不同品牌市场份额（%）

品牌	相应公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
帮宝适	宝洁	30.8	31.0	31.7	30.6	27.0	23.5	20.3	18.7	17.9	17.2
好奇	金佰利	8.1	9.1	10.4	10.5	11.8	11.4	10.2	8.0	7.5	7.2
花王	花王	3.6	3.7	4.7	6.0	8.6	9.9	10.1	8.7	8.1	7.1
GOO.N	大王	-	-	-	0.9	1.7	2.7	3.6	4.7	4.9	5.8
Moony	尤妮佳	-	0.5	0.6	0.9	1.5	2.0	2.3	2.5	2.6	2.7
Mamypoko	尤妮佳	9.6	10.1	9.0	8.0	7.4	6.4	5.0	4.1	3.1	2.5
安尔乐	恒安	11.7	9.6	8.9	7.7	6.9	5.5	5.1	3.6	2.7	2.2

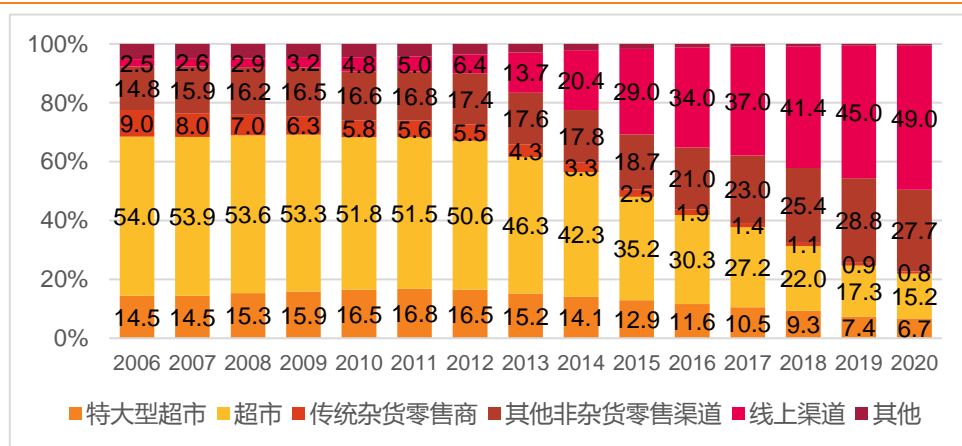
Yinyin	广东茵茵	-	-	-	-	1.7	1.7	2.3	2.2	2.0	1.8
Dress	Winsun(广东)	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1	2.0	1.6
Babycare	Xier(上海)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.8	1.5

资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

2.3. 2020 年电商渠道规模占比 49.0%，为中国婴儿卫生用品第一大渠道

2016 年电商超过超市渠道成为第一大渠道，线上线下各占半壁江山。2020 年中国婴儿卫生用品线上渠道、其他非杂货零售渠道、超市和特大型超市渠道规模占比分别为 49.0%、27.7%、15.2%和 6.7%。超市渠道规模占比自 2013 年来一直呈现下降趋势，2016 年线上渠道规模占比达到 34.0%，成为中国婴儿卫生用品最大的渠道。

图 24：2006-2020 年中国婴儿卫生用品不同渠道结构占比 (%)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 6：2006-2020 年中国婴儿卫生用品不同渠道结构占比 (%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下门店	97.5	97.4	97.1	96.8	95.2	95.0	93.6	86.3	79.6	71.0	66.0	63.0	58.6	55.0	51.0
杂货零售	78.7	77.5	76.9	76.5	75.0	74.8	73.3	66.4	60.2	51.0	44.1	39.3	32.6	25.8	22.9
现代杂货零售	69.7	69.5	69.9	70.2	69.2	69.2	67.8	62.1	56.9	48.5	42.2	37.9	31.5	24.9	22.1
便利店	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
折扣店	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
特大型超市	14.5	14.5	15.3	15.9	16.5	16.8	16.5	15.2	14.1	12.9	11.6	10.5	9.3	7.4	6.7
超市	54.0	53.9	53.6	53.3	51.8	51.5	50.6	46.3	42.3	35.2	30.3	27.2	22.0	17.3	15.2
传统杂货零售商	9.0	8.0	7.0	6.3	5.8	5.6	5.5	4.3	3.3	2.5	1.9	1.4	1.1	0.9	0.8
非杂货零售商	18.8	19.9	20.2	20.3	20.2	20.2	20.2	19.8	19.5	20.0	21.9	23.7	26.0	29.2	28.1
健康美容专业零售商	4.0	4.0	4.0	3.8	3.6	3.4	2.9	2.3	1.7	1.3	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
其他非杂货零售渠道	14.8	15.9	16.2	16.5	16.6	16.8	17.4	17.6	17.8	18.7	21.0	23.0	25.4	28.8	27.7
线上渠道	2.5	2.6	2.9	3.2	4.8	5.0	6.4	13.7	20.4	29.0	34.0	37.0	41.4	45.0	49.0
合计	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

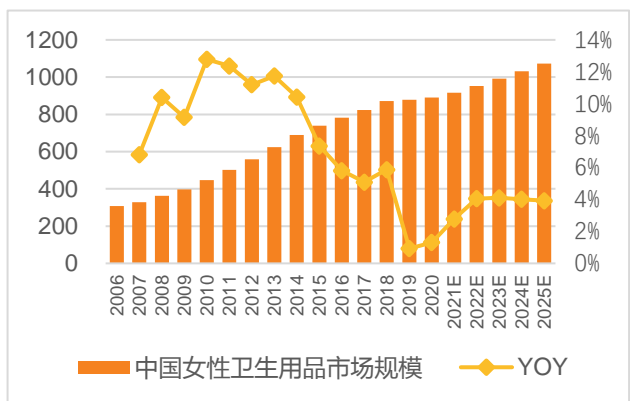
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

3. 女性卫生用品：价增驱动，国产品牌表现较出色

3.1. 女性卫生用品进入成熟期，“量价齐升”转变为“价增”驱动

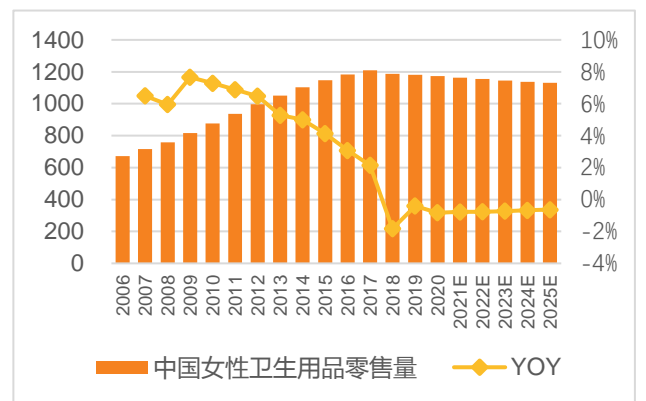
中国女性卫生用品行业进入成熟期，未来主要由价增驱动。2006-2017 年间，中国女性卫生用品行业量价齐增，女性卫生用品市场已经进入成熟期，我国女性消费者对卫生巾等女性卫生用品的使用习惯已充分培养，卫生巾已成为了女性经期护理必不可少的卫生用品，行业驱动力在 2018 年转变为价格驱动。据欧睿咨询数据，2006-2020 年间，中国女性卫生用品的市场规模从 307.99 亿元增长至 890.67 亿元，年均复合增长率达到 7.9%，预计 2025 年中国女性卫生用品的市场规模增长至 1072.11 亿元；从消费量看，2006-2020 年间，中国女性卫生用品的消费量从 672.55 亿片增长至 1172.24 亿片，年均复合增长率达到 4.0%，预计 2025 年中国女性卫生用品的消费量略微下降至 1130.87 亿片；从单片价格来看，价增是中国女性用品行业增长的主要驱动力，2006-2020 年间，中国女性卫生用品的单片价格从 0.46 元/片增长至 0.76 元/片，年均复合增长率达到 3.7%，预计 2025 年中国女性卫生用品的单片价格增长至 0.95 元/片。

图 25：2006-2020 年中国女性卫生用品市场规模及同比增速（亿元，%）



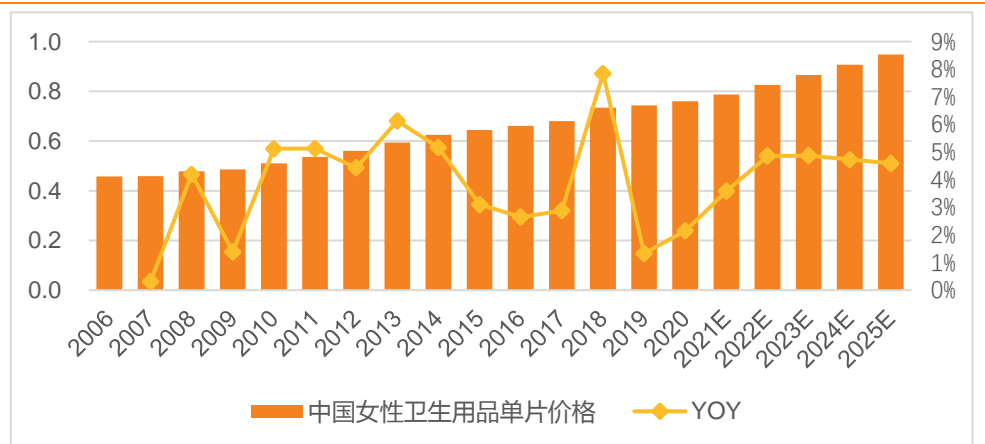
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 26：2006-2020 年中国女性卫生用品市零售量及同比增速（亿片，%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 27：2006-2020 年中国女性卫生用品市单片价格及同比增速（百万片，%）

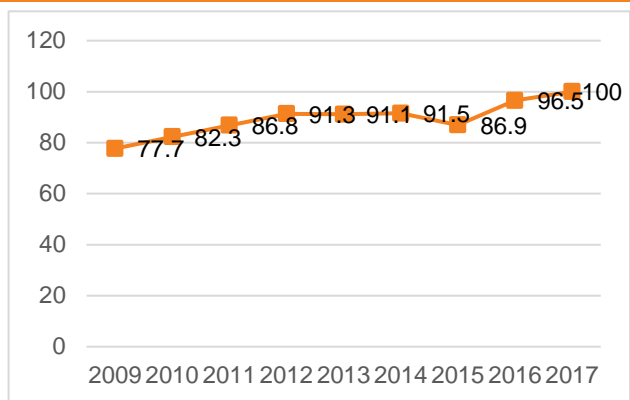


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

中国卫生巾渗透率已达到 100%，未来主要由“GDP 增长+消费升级适龄女性年龄段两端延伸”三因素驱动。据 Wind 数据，2009 年中国卫生巾使用渗透率为 77.7%，到 2017 年已经提升至 100%，未来市场的主要驱动因素来自以下 3 个方面：（1）中国已经进入了

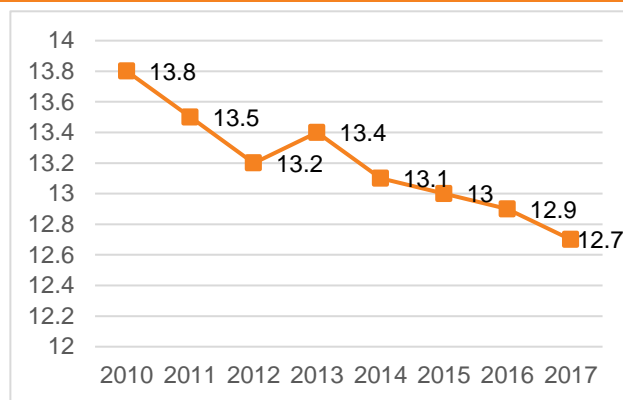
小康社会，随着居民人均可支配收入的提高，女性对卫生巾的需求已经从基本的吸收性延伸到舒适性、安全性和便利性。(2)由于消费者的消费升级，对产品档次的要求越来越高，对优质高端产品和差异化产品的需求也在增加。比如，经期裤的出现，使得传统夜用卫生巾的产品结构发生了突破性的变化，其在女性卫生用品中的份额正在持续提升。(3)据前瞻产业研究院数据研究，我国2017年卫生巾使用适龄女性(15-49岁)人口数量超过3.8亿，并且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势，未来中国卫生巾市场规模将进一步扩大。据《中国女性生理健康白皮书》数据显示，2010年-2017年，女性初潮年龄平均提前了1岁，2000年后的性发育年龄更是提前至12.7岁，同时北方地区女性平均初潮年龄晚于南方地区，一、二线城市女性初潮年龄比三四线城市早0.2岁。

图 28：2009-2017 年中国卫生巾渗透率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

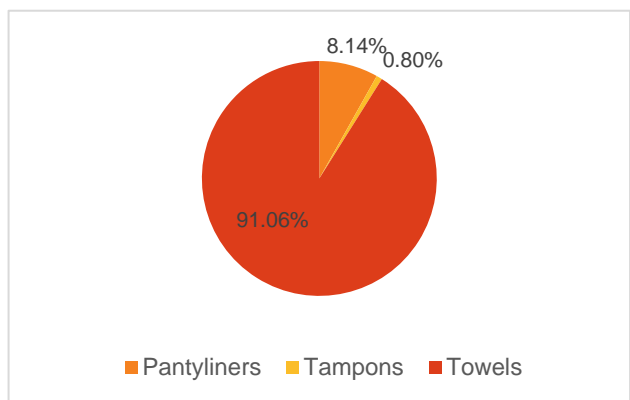
图 29：2010-2017 年中国女性初潮平均年龄 (岁)



资料来源：《中国女性生理健康白皮书》，CBNDData&大姨妈 APP，天风证券研究所

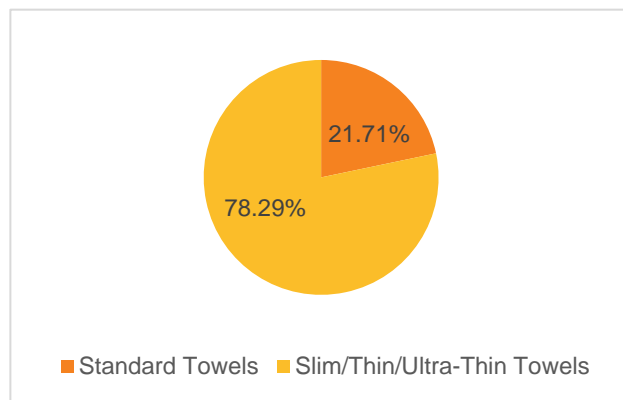
卫生巾市场规模占比 91.06%，为中国女性卫生用品领域最大品类。据欧睿咨询数据，2020年中国女性卫生用品市场规模 890.67 亿元，其中护垫、卫生棉条和卫生巾市场规模分别为 72.46 亿元、7.16 亿元和 811.06 亿元，市场规模占比分别为 8.14%、0.80%和 91.06%。此外，单看卫生巾品类，标准型卫生巾和超薄卫生巾市场规模分别为 176.11 亿元和 634.94 亿元，分别占卫生巾市场规模的 21.71%和 78.29%。

图 30：2020 年中国女性卫生用品分品类市场规模占比 (%)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 31：2020 年中国卫生巾分品类市场规模占比 (%)

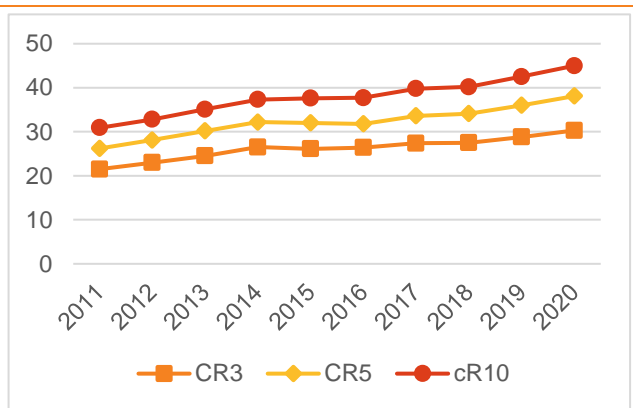


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

3.2. 国产品牌表现较为出色，集中度仍具提升空间

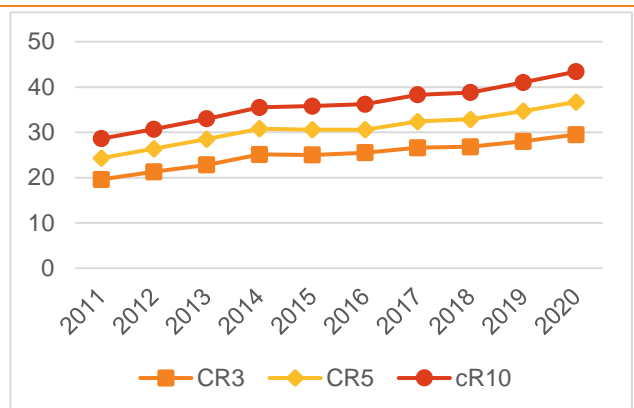
中国女性卫生用品行业集中度提升，国产品牌表现较出色，苏菲品牌表现亮眼。据欧睿咨询数据，2011-2020年中国女性卫生用品集中度逐步提升，品牌口径来看，CR3从19.6%提升至29.5%，CR5从24.3%提升至36.7%。其中苏菲品牌表现亮眼，市场份额由2011年的4.8%提升至2020年的12.7%。此外，国产品牌在女性卫生用品领域表现较为出色，2020年行业排名前十的企业中本土企业共有6家，分别为恒安国际、广东景兴、百亚股份、丝宝集团、桂林福桂和福建南安恒利（注：公司口径）。

图 32：2011-2020 年中国女性卫生护理领域 CR3 和 CR5，按公司口径（%）



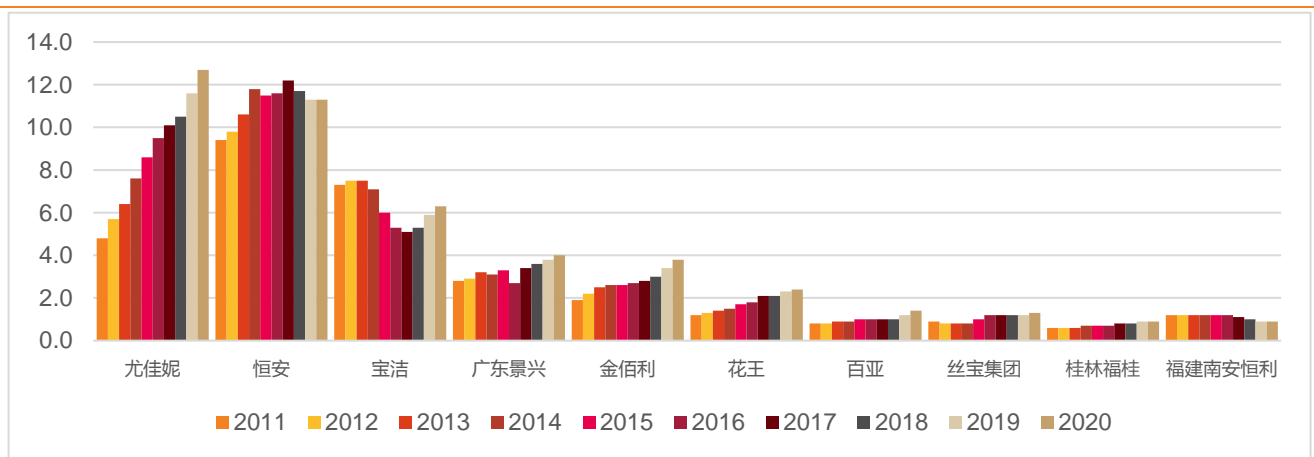
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 33：2011-2020 年中国女性卫生护理领域 CR3 和 CR5，按品牌口径（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 34：2011-2020 年中国女性卫生用品领域中不同公司市场份额变化（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 7：2011-2020 年中国女性卫生用品领域中不同品牌市场份额变化（%）

品牌	相应公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
苏菲	尤妮佳	4.8	5.7	6.4	7.6	8.6	9.5	10.1	10.5	11.6	12.7
七度空间	恒安	7.5	8.1	9.0	10.4	10.4	10.7	11.5	11.1	10.7	10.8
护舒宝/Always	宝洁	7.3	7.5	7.4	7.1	6.0	5.3	5.0	5.2	5.7	6.0
高洁丝	金佰利	1.9	2.2	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	3.4	3.8
ABC	广东景兴	2.8	2.9	3.2	3.1	3.0	2.4	3.0	3.1	3.3	3.4
Laurier 乐而雅	花王	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	2.1	2.1	2.3	2.4

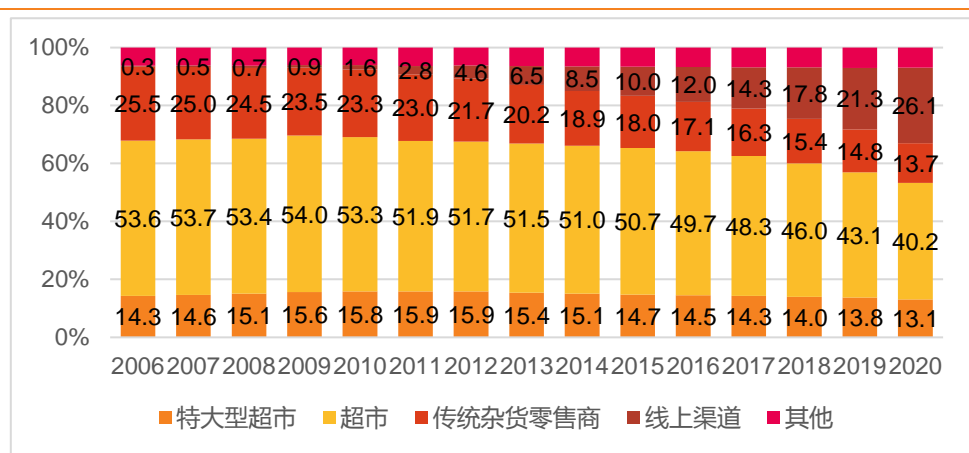
自由点	百亚股份	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4
洁婷	拜尔斯道夫集团	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
洁伶	桂林洁伶	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
好舒爽	恒安	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

3.3. 超市渠道规模占比 40.2%，仍为最主要渠道，电商渠道增速亮眼

超市和传统杂货零售渠道规模占比下降，电商渠道规模占比提升明显。据欧睿咨询数据，2020 年中国女性卫生用品领域，超市、线上、传统杂货零售和特大型超市渠道规模占比分别为 40.2%、26.1%、13.7%和 13.1%，其中超市仍为最主要的渠道，但渠道规模占比由 2006 年的 53.6%下降至 2020 年的 40.2%，线上渠道为第二大渠道，渠道规模占比由 2006 年的 0.3%提升至 26.1%。

图 35：2006-2020 年中国女性卫生用品不同渠道规模占比（%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 8：2006-2020 年中国女性卫生用品不同渠道占比（%）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下门店	99.7	99.5	99.3	99.1	98.4	97.2	95.4	93.5	91.5	90.0	88.0	85.7	82.2	78.7	73.9
杂货零售	96.7	96.5	96.3	96.1	95.4	94.0	92.1	90.2	88.2	86.7	84.7	82.4	78.9	75.3	70.6
现代杂货零售	71.2	71.6	71.8	72.7	72.1	71.0	70.4	70.0	69.3	68.7	67.6	66.1	63.5	60.5	56.9
便利店	3.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.9	2.5	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4
折扣店	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
前院零售商	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
特大型超市	14.3	14.6	15.1	15.6	15.8	15.9	15.9	15.4	15.1	14.7	14.5	14.3	14.0	13.8	13.1
超市	53.6	53.7	53.4	54.0	53.3	51.9	51.7	51.5	51.0	50.7	49.7	48.3	46.0	43.1	40.2
传统杂货零售商	25.5	25.0	24.5	23.5	23.3	23.0	21.7	20.2	18.9	18.0	17.1	16.3	15.4	14.8	13.7
非杂货零售商	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3
健康美容专业零售商	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3
线上渠道	0.3	0.5	0.7	0.9	1.6	2.8	4.6	6.5	8.5	10.0	12.0	14.3	17.8	21.3	26.1
合计	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

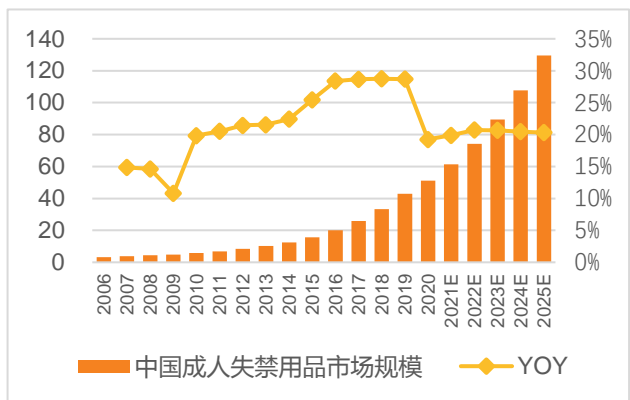
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

4. 成人失禁用品：人口老龄化&消费观念改变驱动行业消费量增长，国产品牌定价方面竞争力更强

4.1. 市场处于导入期，人口老龄化&消费观念改变驱动行业消费量增长

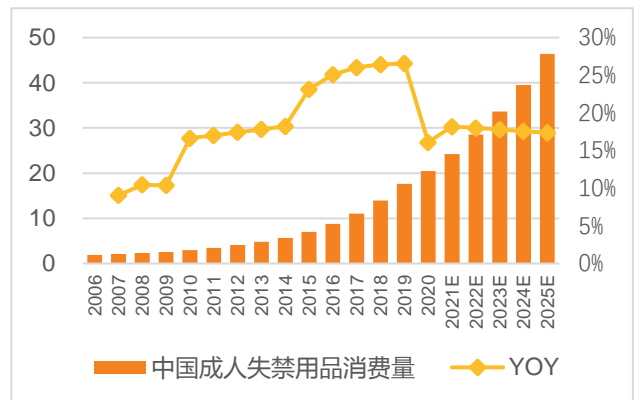
市场尚处于导入期，价格导向的消费观念主导市场，量增为主。据欧睿咨询数据，2020年中国成人失禁用品市场规模 51.21 亿元，同比增长 19.3%，2006-2020 年 CAGR 为 21.7%，其中 2011-2019 年均保持 20%+增速；消费量来看，2020 年中国成人失禁用品消费量 20.47 亿片，2006-2020 年 CAGR 18.5%，是此细分行业的主要驱动力；价格来看，2020 年中国成人失禁用品单片价格为 2.5 元/片，2006-2020 年 CAGR 2.7%。

图 36：2006-2025E 中国成人失禁用品市场规模及同比增速（亿元，%）



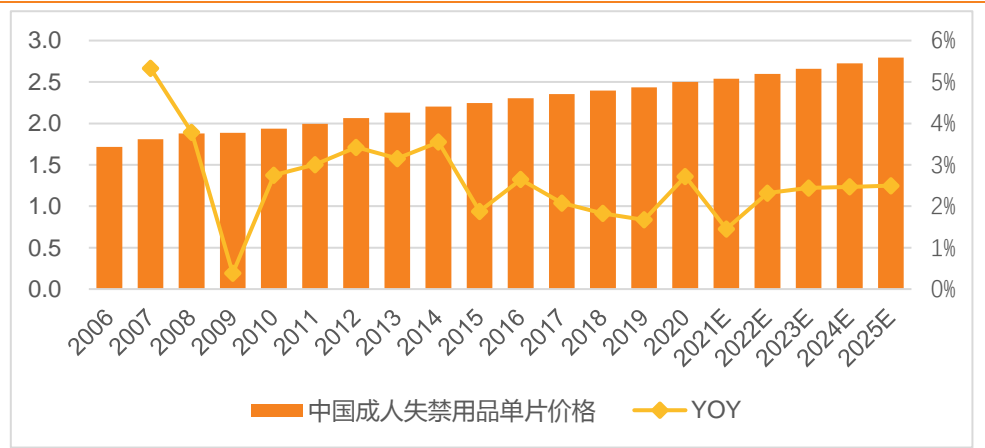
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 37：2006-2025E 中国成人失禁用品消费量及同比增速（亿片，%）



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 38：2006-2025E 中国成人失禁用品单片价格及同比增速（元/片，%）

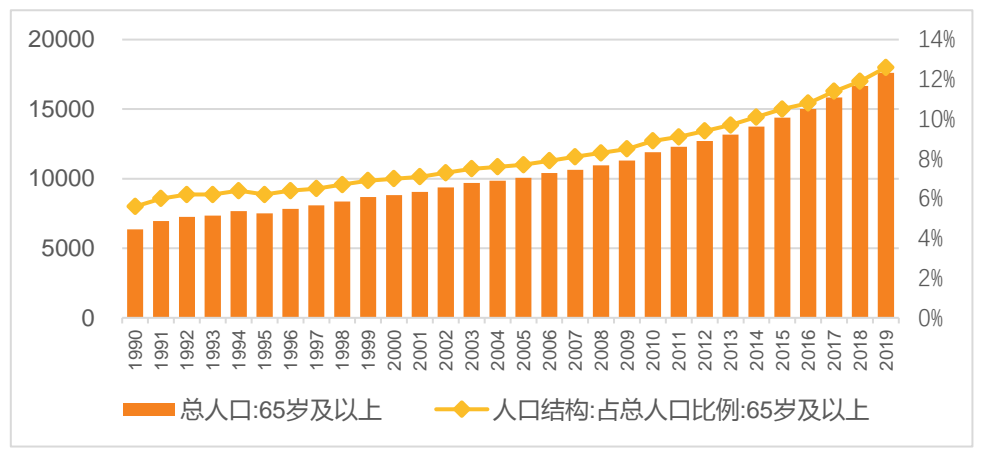


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

人口老龄化&消费观念改变促进成人失禁用品消费量提升。目前中国成人失禁用品市场仍处于导入期阶段，国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，以价格为导向的消费理念仍然主导成人失禁用品市场。近年来，中国人口老龄化程度不断加剧，据国家统计局数据显示，全国 65 岁及以上人口数量已经从 1990 年的 6368 万人增加到 2019 年的 17603 万人，占总人口的比例也从 1990 年的 5.6% 增加到 2019 年的 12.6%，65 周岁及以上老龄人口数量居全球之首，数量较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。此外，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，因手术、生育或长途

交通对成人失禁用品产生的功能性需求也在不断增加。

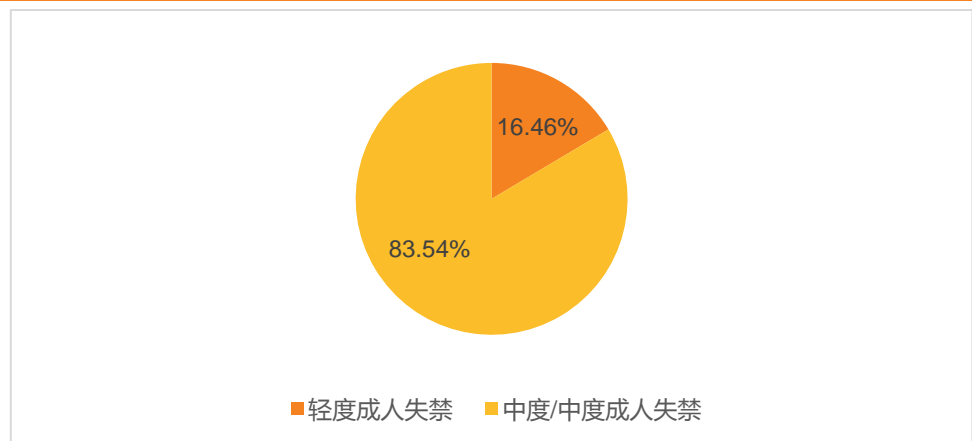
图 39：1990-2019 年中国 65 岁及以上人口及占总人口比例（人，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

据欧睿咨询数据，2020 年中国成人失禁市场规模为 51.21 亿元，分品类来看，轻度成人失禁和中度/中度成人失禁市场规模分别为 8.43 亿元和 42.78 亿元，相应占比分别为 16.46%和 83.54%。

图 40：2020 年中国成人失禁领域分品类市场规模占比（%）

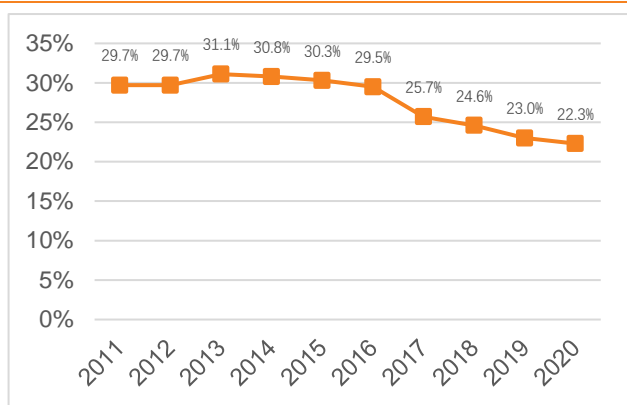


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

4.2. 集中度下降趋势，国产品牌定价方面竞争力更强

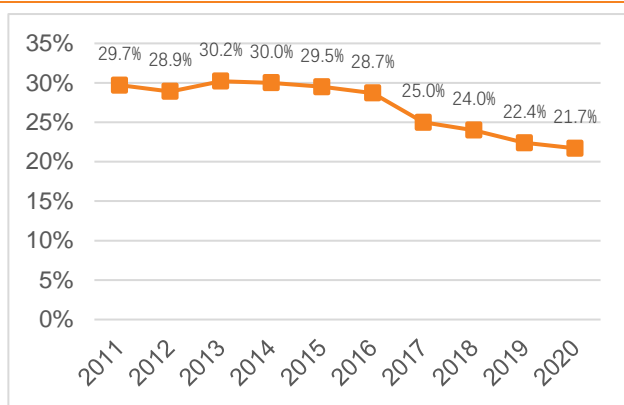
集中度下降趋势，“可靠”品牌增长强劲，国产品牌定价方面竞争力更强。据欧睿咨询数据，按品牌口径，2020 年中国成人失禁用品 CR3 21.7%，近年来呈现下降趋势，国产品牌在定价方面有更强的竞争力，我们认为国产品牌将会持续超越国际品牌，成人失禁用品市场将保持较分散的竞争格局，由大部分小型企业组成。此外，“可靠”品牌增长强劲，2020 年市占率 9.4%，主要源于其产品质量和价格竞争优势明显，并且注重电商渠道建设，此外，可靠股份通过与护理机构合作，构建“互联网+老年护理”平台，提高品牌知名度，支撑业绩增长；由于近年来成人失禁领域竞争加剧，恒安国际的“安尔康”品牌市场份额跌至第二位，2020 年市占率 7.9%，是中国范围内少数几家全覆盖成人失禁、女性卫生、婴儿卫生用品的公司之一。

图 41：2011-2020 年中国成人失禁用品领域 CR3，按公司口径 (%)



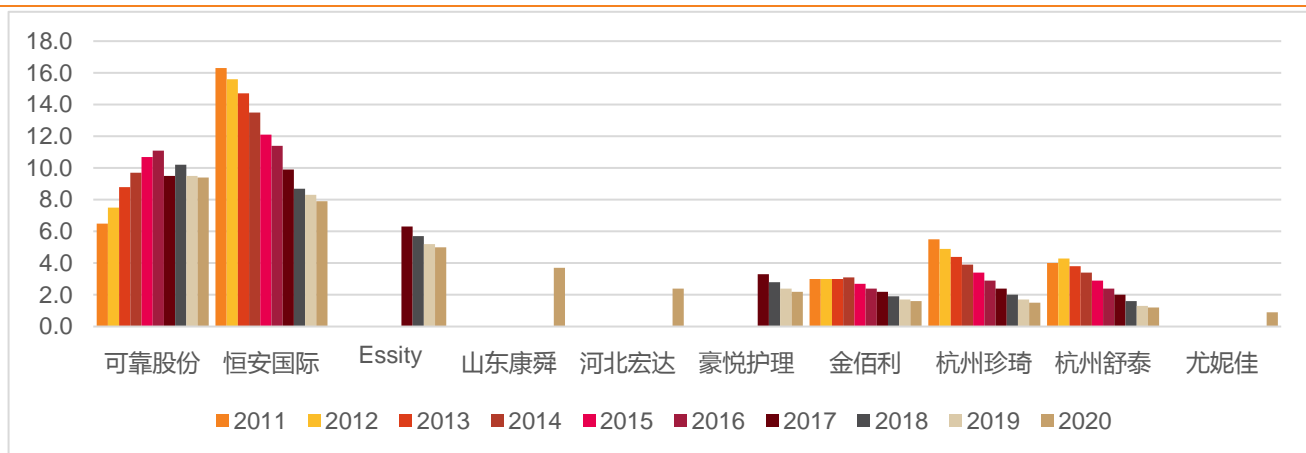
资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 42：2011-2020 年中国成人失禁用品领域 CR3，按品牌口径 (%)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 43：2011-2020 年中国成人失禁用品领域中不同公司市场份额变化 (%)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 9：2011-2020 年中国成人失禁用品领域中不同品牌市场份额变化 (%)

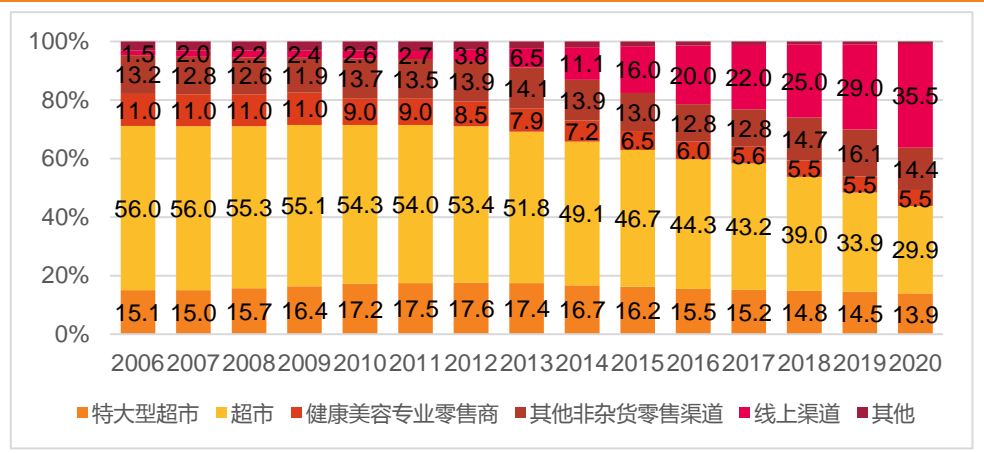
品牌	相应公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
可靠	可靠股份	6.5	7.5	8.8	9.7	10.7	11.1	9.5	10.2	9.5	9.4
安尔康	恒安国际	16.3	15.6	14.7	13.5	12.1	11.4	9.9	8.7	8.3	7.9
包大人	Essity	-	-	-	-	-	-	5.6	5.1	4.6	4.5
周大人	山东康舜	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.7
老来福	河北宏达	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.4
得伴	金佰利	3.0	3.0	3.0	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6
珍琦	杭州珍琦	5.5	4.9	4.4	3.9	3.4	2.9	2.4	2.0	1.7	1.5
康福瑞	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	2.0	1.7	1.5	1.4
千芝雅	杭州舒泰	4.0	4.3	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0	1.6	1.3	1.2
乐互宜	尤妮佳	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9

资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

4.3. 看好电商渠道，2020 年渠道规模占比 35.5%

电商渠道为中国成人失禁用品最大渠道，看好其发展前景。据欧睿咨询数据，2020 年中国成人失禁用品线上渠道、超市渠道、其他非杂货零售渠道、特大型超市渠道和健康美容专业零售渠道规模占比分别为 35.5%、29.9%、14.4%、13.9%和 5.5%，线上渠道为最主要渠道。同时，电商渠道前景看好，我们认为电商渠道可以使得消费者匿名购买避免尴尬，并且目前处于中年且需要成人失禁产品的核心消费群体比老年人更熟悉网上购买产品。

图 44：2006–2020 年中国成人失禁用品不同渠道占比 (%)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

表 10：2006–2020 年中国成人失禁用品不同渠道占比 (%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下门店	98.5	98.0	97.8	97.6	97.4	97.3	96.2	93.5	88.9	84.0	80.0	78.0	75.0	71.0	64.5
杂货零售	74.2	74.2	74.2	74.7	74.8	74.8	73.8	71.6	67.8	64.5	61.2	59.6	54.9	49.4	44.6
现代杂货零售	73.2	73.2	73.2	73.7	73.8	73.8	72.9	70.8	67.2	64.0	60.8	59.3	54.6	49.1	44.4
便利店	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	1.9	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
折扣店	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
特大型超市	15.1	15.0	15.7	16.4	17.2	17.5	17.6	17.4	16.7	16.2	15.5	15.2	14.8	14.5	13.9
超市	56.0	56.0	55.3	55.1	54.3	54.0	53.4	51.8	49.1	46.7	44.3	43.2	39.0	33.9	29.9
传统杂货零售商	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
非杂货零售商	24.2	23.8	23.6	22.9	22.7	22.5	22.4	22.0	21.1	19.5	18.8	18.4	20.1	21.6	19.9
健康美容专业零售商	11.0	11.0	11.0	11.0	9.0	9.0	8.5	7.9	7.2	6.5	6.0	5.6	5.5	5.5	5.5
其他非杂货零售渠道	13.2	12.8	12.6	11.9	13.7	13.5	13.9	14.1	13.9	13.0	12.8	12.8	14.7	16.1	14.4
线上渠道	1.5	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7	3.8	6.5	11.1	16.0	20.0	22.0	25.0	29.0	35.5
合计	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

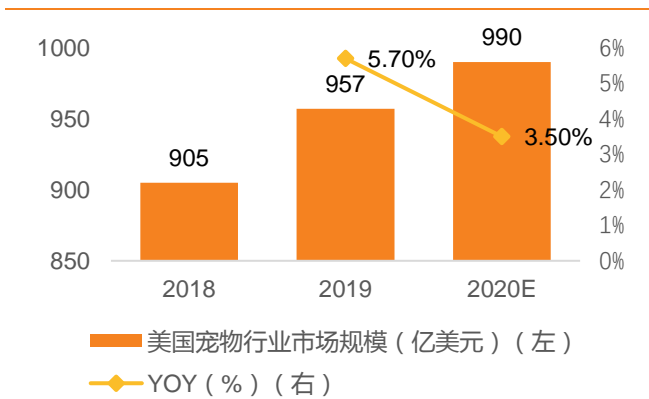
5. 宠物用品行业：“它经济”时代来临，国内宠物用品依托线上渠道品牌初现

5.1. 宠物行业：宠物行业发展增速快，宠物类型呈现多样化

5.1.1. 美国宠物行业进入产业整合期，宠物种类猫狗为主

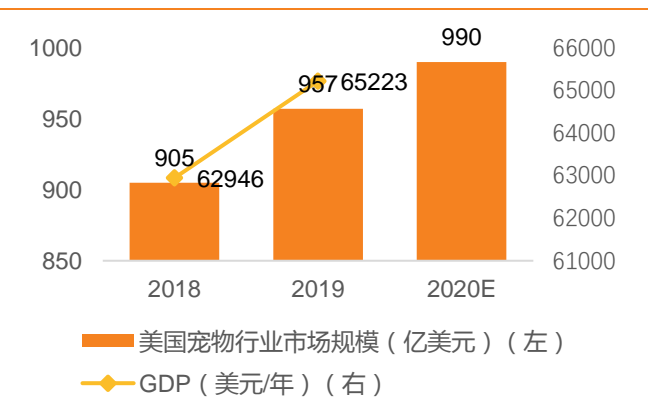
美国宠物行业进入产业整合期，宠物市场规模与人均 GDP 正相关。美国宠物产业可分成三个时期：20 世纪 80 年代到 21 世纪初的产业孕育期；21 世纪初至 21 世纪前十年的快速发展期；2010 年开始至今的产业整合期。美国是全球第一宠物饲养与消费大国，据美国宠物用品协会 APPA 数据，2019 年美国宠物行业市场规模约 957 亿美元，相较 2018 年的 905 亿美元增长约 5.7%，APPA 预计 2020 年宠物行业市场规模将达到 990 亿美元。此外，美国宠物市场规模随着美国人均 GDP 的增长而增长：一方面是由于经济的快速发展会带来宠物平均消费的增长，另一方面是会使有能力饲养宠物的人群增加。

图 45：美国宠物行业市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

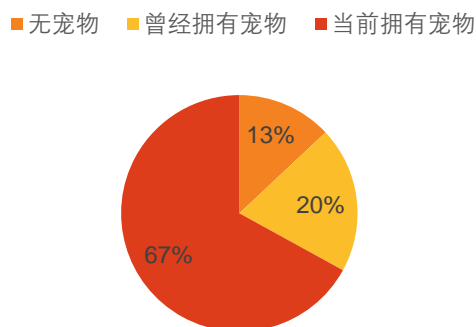
图 46：美国宠物市场规模（左）与美国人均 GDP（右）（亿美元，美元/年）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

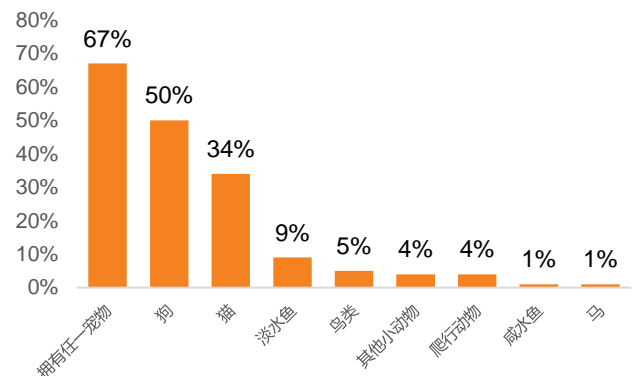
美国养宠家庭占比高达 67%，宠物种类猫狗为主。美国养宠家庭数量占比较高，尤其是宠物狗、猫的占比数量较高，带来了宠物行业各类产品及服务需求的增长，进而推动宠物行业发展。根据 APPA 调查数据，2019 年美国拥有宠物的家庭占比达到 67%。其中宠物狗和宠物猫的占比分别达到了 50% 和 34%。

图 47：美国家庭养宠总体情况占比（%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

图 48：美国家庭拥有各类宠物情况占比（%）

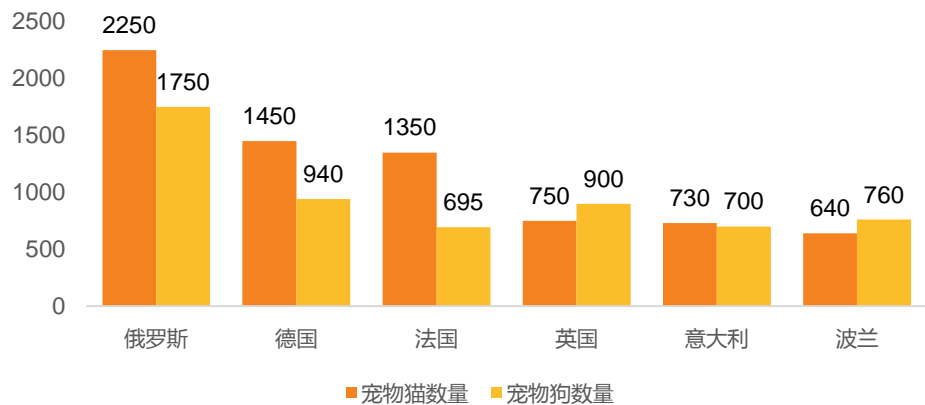


资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

5.1.2. 欧洲宠物行业较为成熟，中国宠物行业正快速发展

欧洲宠物行业较为成熟，俄罗斯为最大宠物消费国家。欧洲是全球另一大宠物消费市场，与美国的市场环境类似，欧洲宠物行业在经历了多年的发展之后亦较为成熟。欧洲宠物食品工业联合会（FEDIAF）统计数据显示，宠物行业对整体经济的贡献很大，宠物经济年产值从 2017 年的 365 亿欧元增长至 2018 年的 395 亿欧元，增幅达 8.2%。2018 年，在欧洲中，俄罗斯是最大的宠物消费国家，其宠物猫狗数量远远高于其次的德、法、英等国。

图 49：2018 年欧洲主要国家宠物猫狗数量情况（万只）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

中国宠物行业进入加速发展期，量价齐升推动行业增长。我国宠物行业发展较晚，从 20 世纪 90 年代初至今，我国宠物行业已进入加速发展期。随着国民经济的逐步增长，叠加城镇化发展和独生子女政策的影响，以及社会老龄化的逐步加重，选择饲养宠物，正成为国人的一种生活方式。宠物数量和宠物消费增长效应叠加导致市场规模的高速增长，据《2019 年中国宠物行业白皮书》数据，2019 年我国宠物市场规模约为 2,024 亿元，同比增长 18.50%，2010-2019 年均复合增长率约为 34.55%。其中，2019 年全国城镇宠物猫和宠物狗数量合计约达到 9,915 万只，相较于 2018 年新增约 766 万只，增幅约为 8.4%；2019 年我国人均单只宠物的年消费金额约为 5,561 元，相较于 2018 年的 5,016 元，增幅约为 10.9%。

图 50：中国宠物行业市场规模情况（亿元人民币）

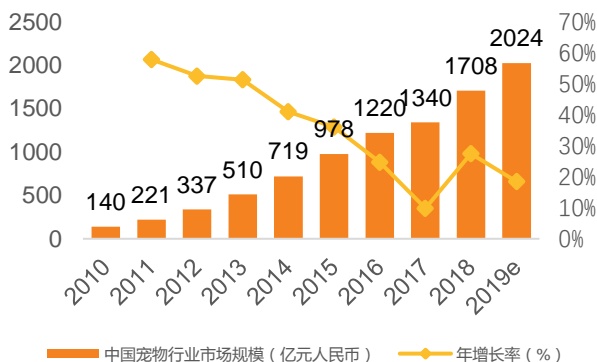
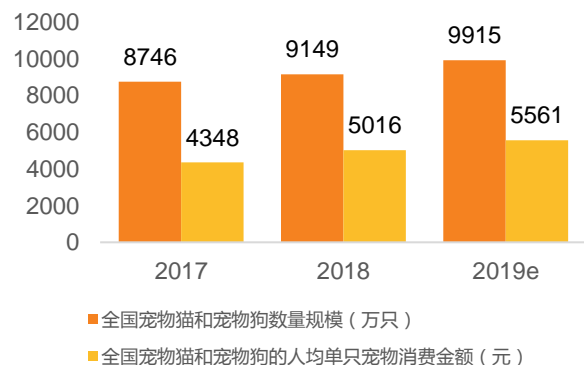


图 51：2017-19 年我国宠物猫和宠物狗的数量规模和人均单只宠物消费金额（万只，元/年）



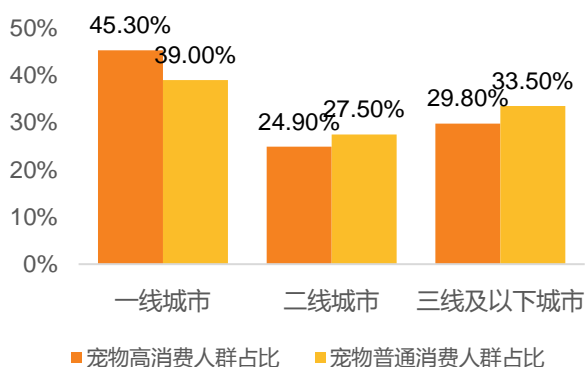
资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

一二线城市为养宠主力，非一二线城市有望成为行业规模提升重要驱动力。一线、二线城市是宠物消费的主力战场，但非一线、二线城市宠物消费潜力较大。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》的调查统计，在宠物高消费人群中（以宠物主粮月消费 500 元以上作为划分标准），一线城市占据 45.30%的比重，二线城市占比为 24.90%，非一线、二线城市占比为 29.80%；针对宠物普通消费人群，一线城市占据 39%的比重，二线城市占比为 27.50%，非一线、二线城市占比为 33.50%。未来，我国非一线、二线城市有望成为宠物行业市场持续提升的重要驱动力量。

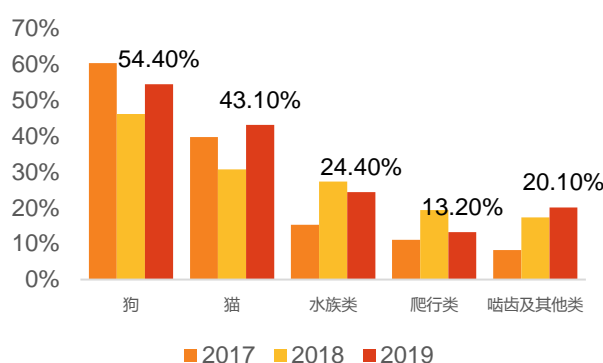
猫狗宠物为主，宠物选择和偏好更加多样化。目前猫和狗在宠物类别中仍然占据主导地位。《2019 年中国宠物行业白皮书》数据显示，分别有 43.10%和 54.40%的饲养者将猫和狗作为宠物，而水族类、爬行类、啮齿及其他类的宠物主人占比也分别达到 24.40%、13.20%和 20.10%，饲养者的宠物选择和偏好更加多样化。

图 52：我国宠物高消费和普通消费人群在各线城市的占比（%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所；注：宠物高消费人群（以宠物主粮月消费 500 元以上作为划分标准）

图 53：2017-2019 年我国宠物行业各类宠物占比（%）



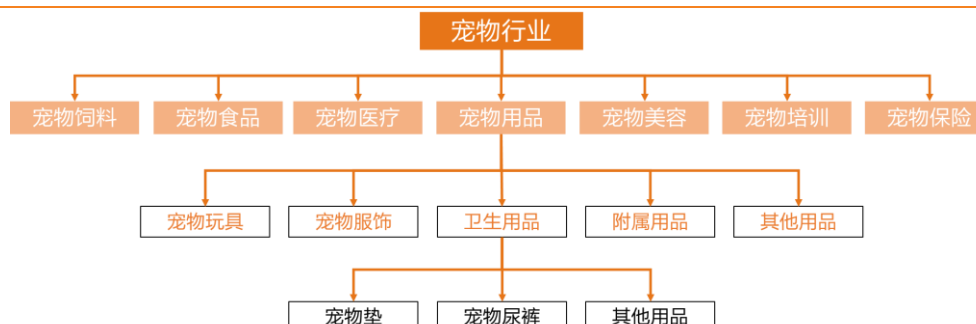
资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所；注：各类宠物占比加总大于 100%是由于统计数据中存在一个饲养者饲养多种宠物情形

5.2. 宠物卫生用品行业：宠物卫生用品逐渐多元化，线上渠道促行业发展

5.2.1. 宠物行业分类：宠物垫和宠物尿裤为主要宠物卫生用品品类

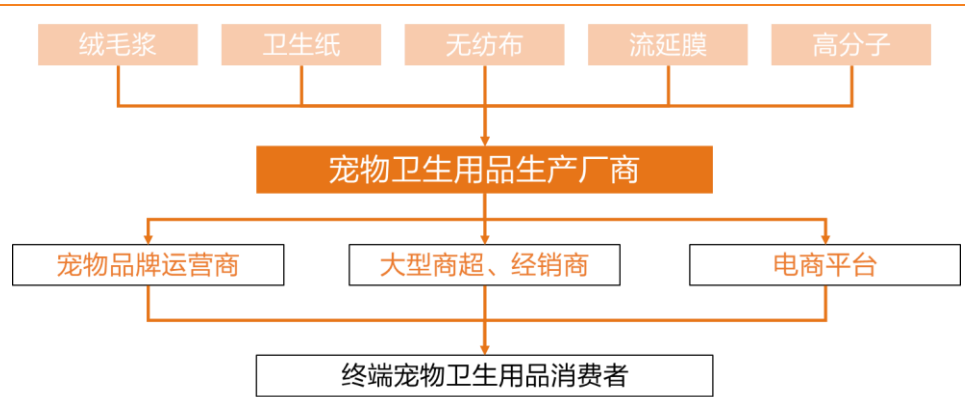
宠物行业包括宠物饲料、宠物食品、宠物医疗、宠物用品、宠物美容、宠物培训和宠物保险等多个细分行业，其中宠物用品行业包括宠物玩具、宠物服饰、卫生用品、附属用品等品类，卫生用品又包括宠物垫、宠物尿裤等用品，宠物卫生用品一般指仅供宠物使用，主要目的是为改善宠物生活质量、提高卫生环境的一次性卫生用品。

图 54：宠物行业涵盖领域



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

图 55：宠物卫生用品产业链

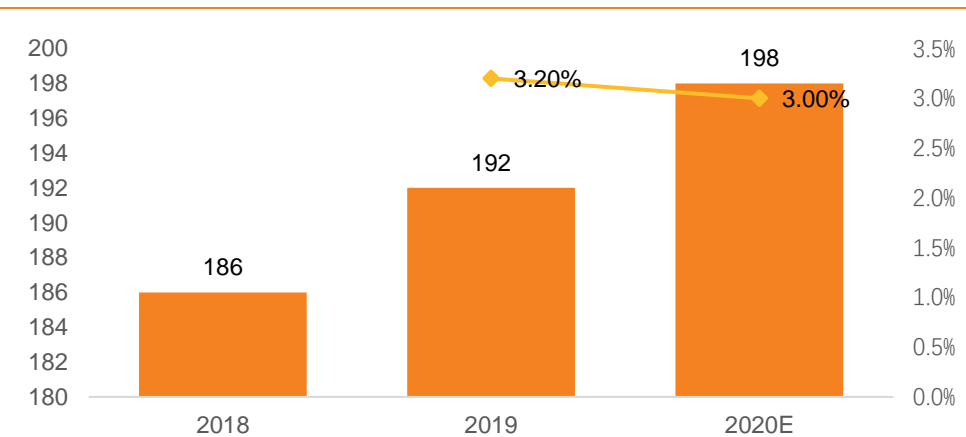


资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

5.2.2. 预计 2020 年美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品市场规模 198 亿美元

宠物食品、宠物医疗、宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品为美国宠物消费前三大来源。根据美国宠物用品协会 (APPA) 数据, 2019 年美国宠物行业的市场规模约 957 亿美元, 同比增长约 5.70%, 预计 2020 年市场规模将达到 990 亿美元。宠物食品、宠物医疗、宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品占据了美国宠物消费的前三大来源。其中, 2019 年包括宠物卫生用品在内的宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品细分领域的市场规模达到 192 亿美元, 相较于 2018 年的 186 亿美元增长约 3.20%, 预计 2020 年市场规模将达到 198 亿美元, 保持稳定增长。

图 56：美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品细分领域市场规模及 YOY (亿美元, %)



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

5.2.3. 2018 年欧洲宠物卫生用品市场规模 85 亿欧元，渠道结构与美国相近

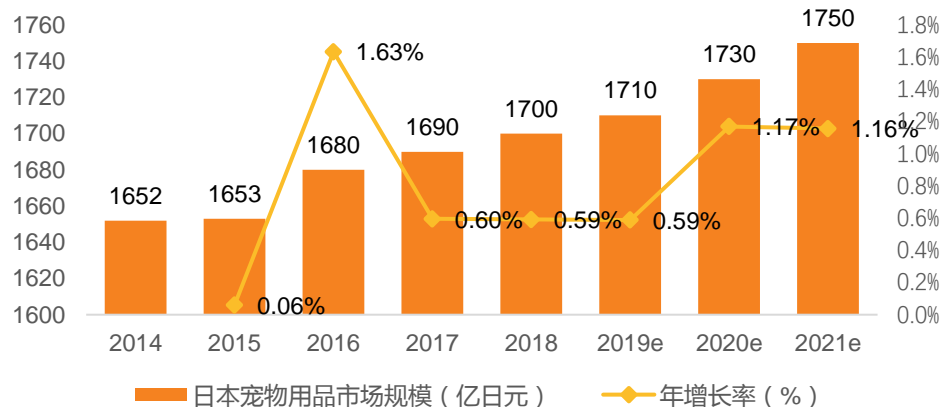
欧洲宠物卫生用品市场进入成熟期，渠道结构与美国相近。欧洲的宠物卫生用品市场已进入成熟期, 根据欧洲宠物食品工业联合会的统计数据, 2018 年, 包括宠物卫生用品在内的宠物用品市场规模约 85 亿欧元。在销售渠道方面, 欧洲市场与美国市场相近, 同样存

在着较多传统的宠物零售商店、自主商场以及超市和折扣店等进行宠物卫生用品的销售，例如 Auchan 欧尚等。在欧洲不同渠道的零售商会选择不同的产品范围和定位，传统超市和折扣店会选择典型的中低端和较高销量的宠物用品；而专业的宠物零售店则会提供包括食物、玩具、卫生用品、清洁用品等全品类宠物用品。此外，近年来线上和移动支付的快速发展，为宠物卫生用品的销售增加了极大的便捷。欧洲具有品牌影响力的企业有 Fressnapf、Zooplus AG、意大利 Ferplast、德国 TRIXIE 和比利时的 Green7 等。

5.2.4. 居民人均财富&情感因素驱动日本宠物产业发展，高质量宠物卫生用品需求提升

居民人均财富&情感因素驱动日本宠物产业发展，高质量宠物卫生用品需求提升。根据日本矢野经济研究所发布的数据，2014 年日本宠物用品行业市场规模为 1652 亿日元，此后保持平缓增长，2018 年达到 1,700 亿日元，至 2021 年预计将达到 1750 亿日元。虽然自 2012 年以来，日本 GDP 从近 6.203 万亿美元的高点，下滑至 2018 年的 4.971 万亿美元，但居民人均财富仍处于全球前列，饲养者有足够的能够为宠物支付更高的费用。另一方面，日本经济增长停滞，育儿成本昂贵，对于普通家庭而言，抚养子女负担感较重，越来越多的日本人宁愿选择饲养宠物。从情感因素的角度来看，在人口老龄化的背景下，宠物满足了饲养者的陪伴需求，其地位由以前的伙伴逐渐演变成了家庭的一员，饲养者对宠物的消费意愿开始走强，进而带动宠物卫生用品消费，并且未来对高质量宠物卫生用品的需求将有所提升。

图 57：日本宠物用品行业市场规模及 YOY（亿日元，%）



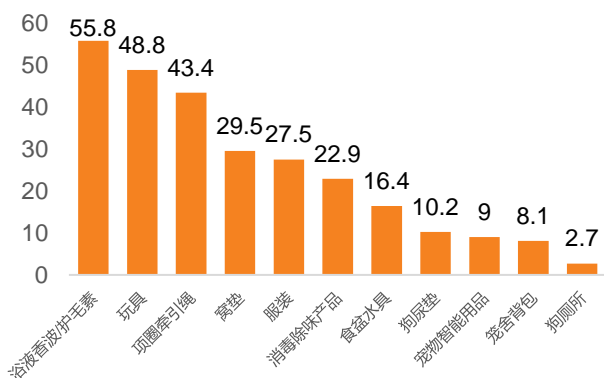
资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

5.2.5. 国内宠物用品品牌显现，线上电商发展迅速已成主要渠道

国内生产商转型“ODM/OEM 为主，兼顾自主品牌”，国内宠物用品品牌初现。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》统计，2019 年宠物食品消费在国内宠物市场规模中占比最高，达到 61.40%；而宠物用品市场规模为 236.81 亿元，占比相对较低，为 11.70%，比 2018 年略有下降。我国国内生产厂商从事宠物相关行业时间比较长，但均是长期与国外商超、宠物用品品牌商和电商平台合作，多以 ODM/OEM 生产模式为主。近年来随着我国经济的发展以及独居人群对宠物市场需求的增加，国内宠物品牌运营商逐渐开始布局宠物产业。生产厂商亦逐步从 ODM/OEM 模式，转变为以 ODM/OEM 为主并兼顾自主宠物品牌的发展。此外，随着国内宠物市场的快速发展，国内也迅速成长了知名的宠物品牌运营商，如“疯狂小狗”品牌运营商江苏吉家宠物用品有限公司，“华元宠物”宠物品牌运营商杭州华元宠物用品有限公司、“宠幸”宠物生活用品品牌运营商上海宠幸宠物用品有限公司。

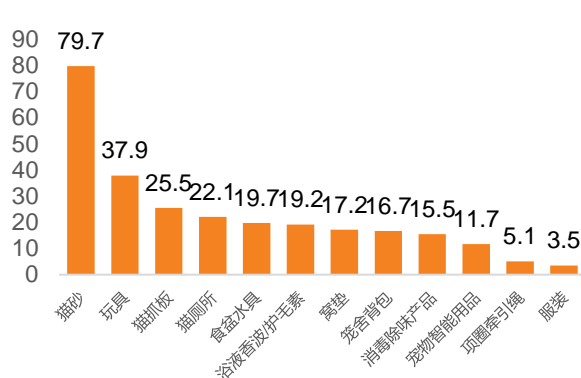
卫生护理及玩具宠物用品更受宠物饲养者青睐。《2018 年中国宠物行业白皮书》数据显示，消费金额最高的前十位狗用品中，宠物垫排在第八位；猫砂、玩具和猫抓板是猫用品年消费金额排名前三的类型。随着宠物饲养者的卫生意识增强以及对环境舒适要求的提高，宠物饲养者对宠物卫生用品的需求将不断上升。

图 58：狗主人购买宠物用品具体种类消费情况（%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

图 59：猫主人购买宠物用品具体种类消费情况（%）

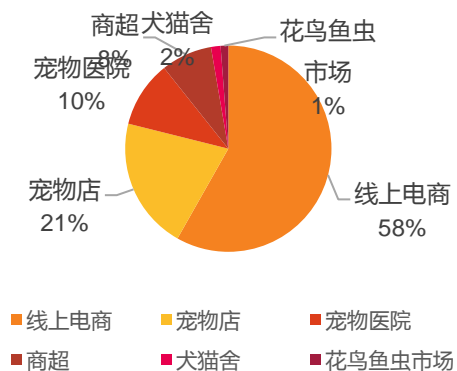


资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

线上电商发展迅速已成主要渠道，线下零售渠道分散、集中度低。不同于欧美发达国家以商超为主的销售渠道，中国宠物饲养者更倾向于在宠物专营店和电商渠道购买包括宠物卫生用品在内的宠物用品。这主要是因为我国宠物市场发展历史较短，线下零售渠道还未成熟，存在布局分散、市场集中度低等问题。而我国电商发展领先于国际、电商渗透率高，广大饲养者已接受并习惯于网上购物。《2019 年中国宠物行业白皮书》数据显示，58.20% 的宠物主通常选择线上电商作为宠物用品的购买渠道，并会优选以天猫/淘宝、京东为代表的大型电商，主要是考虑品质有保障、货源种类多、优惠力度大、促销活动多、快捷便利等因素；其次是宠物店和宠物医院，占比分别为 20.70%和 10.40%，消费者选择此类渠道的主要原因是可在线下门店挑选实物，并且可以享受种类繁多的线下服务，例如宠物寄养、宠物美容整形等。

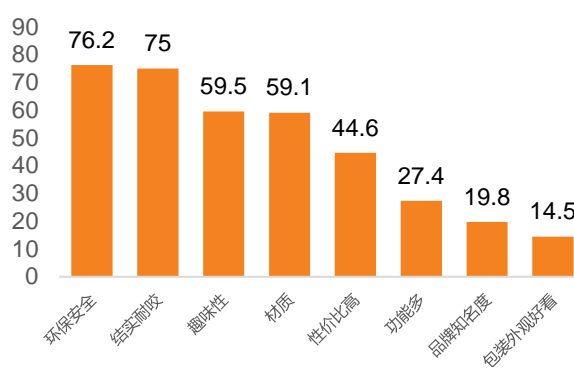
安全性与耐用性成宠物饲养者关注的重点。随着传统家庭结构的改变和工作压力的增大，使越来越多的人将感情投注于宠物身上，人们亦愿意为宠物进行消费。根据《2017 年中国宠物行业白皮书》调查显示，影响饲养者购买宠物用品的主要因素是环保安全和结实耐咬，其次为趣味性与材质。包括宠物卫生用品在内的宠物用品制造企业只有更加注重自身产品的质量、顺应环保材料、可降解材料等对宠物健康有益的材料应用发展态势，才能赢得市场的主导地位。

图 60：狗主人购买宠物用品具体种类消费情况



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

图 61：宠物用品类型购买考虑因素（%）



资料来源：依依股份招股说明书，天风证券研究所

6. 风险提示

- 市场竞争风险：我国的生活用纸市场是一个地域广阔且市场空间较大的市场。由于生活用纸单位价值较低，运输费用占销售价格比重较大，受运输半径因素的制约，生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。从生活用纸行业发展趋势看，全国性品牌的中高档生活用纸将在市场竞争中占据优势。但目前，在部分区域市场中，少数区域性品牌的竞争力占有一定优势。
- 原材料木浆价格剧烈波动：当主要原材料价格在短期内发生巨幅变动的情况下，公司可以启动临时价格协商机制，但如果原材料价格未来持续大幅波动，行业整体都可能面临原材料价格波动带来的经营业绩波动风险。
- 宏观增长不及预期：经济周期与造纸行业的关联性较高，宏观经济下行将给行业带来一定的不利因素。

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