

行业深度

轻工制造

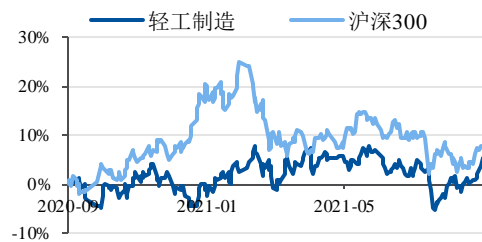
成人失禁行业，老龄化趋势下的确定性成长

2021年9月22日

评级 领先大市

评级变动: 首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
轻工制造	0.24	1.53	24.23
沪深300	3.86	-1.80	33.99

何晨

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

相关报告

重点股票	2021		2022		2023		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
可靠股份	0.54	45.06	0.65	37.43	0.80	30.41	谨慎推荐
豪悦护理	2.89	17.72	3.38	15.15	4.23	12.11	谨慎推荐

资料来源: 财信证券

投资要点:

- **成人失禁行业空间大，渗透率低，老龄化趋势下的确定性成长。**2020年我国成人失禁用品市场规模为61.2亿元，为女性卫生用品的十分之一，近五年行业CAGR为20.49%，为个护行业增速最快的子行业。目前我国成人失禁用品的行业渗透率仅为3%左右（日本为80%，美国为60%）。在确定的老龄化进程下，主要目标群体60岁以上失能老人在2020年为0.44亿，预计2050年将接近翻倍达到0.80亿。随着人均收入水平提高以及长护险等养老政策落地，预计行业渗透率到2030年将提升到23%，2050年提升到53%。以此测算成人失禁用品的市场规模在2030年将达到507亿，十年CAGR达到23.56%；至2050年市场规模将达到2530亿。2021年底我国将步入中度老龄化社会，成人失禁用品将迎来确定性的成长阶段。
- **借鉴日本成人失禁市场发展，我国成人失禁市场迎来快速发展期。**2020年我国65岁以上人口占比13.50%，该结构与日本1993年的老龄人口占比极为接近（13.27%）。1995年-2008年日本进入中度老龄化社会，65岁以上人口占比从14%提升到21%，期间日本政府推行了保障老年人生活的介护险，因此行业渗透率迅速提升，行业保持快速增长。2008年以后日本进入到重度老龄化阶段，65岁以上人口占比大于21%，行业增速逐步放缓至6%左右。2020年日本成人失禁用品的行业渗透率达到80%；市场规模达到2738亿日元（合161亿人民币），是女性卫生用品的2.2倍。
- **市场竞争格局相对分散，国内品牌具备先发优势。**我国当前成人失禁行业集中度相对低，CR5为27.9%，并且皆为国内品牌。对比个护其他子行业，成人失禁产品由于用户更讲究性价比和专业性，国产品牌相对外资具备一定的竞争优势。成人失禁用品的销售渠道兼具专业性和一定的快消属性，目前我国现状是以居家零售渠道为主，但未来长护险政策进一步推行后AFH渠道有提速的可能。
- **投资建议：**成人失禁行业在老龄化趋势下具备目标用户数和渗透率同步提升的确定性增长机会，给予行业“领先大市”评级。建议关注行业内具备先发优势的国内优秀公司，建议关注可靠股份（301009）和豪悦护理（605009）。
- **风险提示：**行业竞争加剧，政策力度不及预期，原料价格持续上涨

## 内容目录

<b>1 我国成人失禁市场概况</b> .....	<b>4</b>
1.1 产品分类和目标群体 .....	4
1.2 老龄化背景下的行业机遇 .....	5
1.3 我国成人失禁用品行业现状 .....	5
<b>2 借日本行业发展之史，鉴我国市场成长之未来</b> .....	<b>7</b>
2.1 日本老龄化现状以及与中国的比对 .....	7
2.2 日本的成人失禁用品的发展规模和增速 .....	8
2.3 日本成人失禁用品行业的特点 .....	9
2.4 进入重度老龄化社会前后，日本成人失禁行业渗透率年均提升 1 个百分点 .....	11
<b>3 如何看待中国成人失禁市场的发展</b> .....	<b>12</b>
3.1 中国即将进入中度老龄化社会，对比日本行业迎来快速发展期 .....	12
3.2 中国老年人可支配收入进一步提升提供市场发展动能 .....	14
3.3 老年人口文化观念转变 .....	16
3.4 市场规模测算：2030 年达到 500 亿，2050 年达到 2500 亿 .....	17
<b>4 中国成人失禁用品的市场分析</b> .....	<b>18</b>
4.1 市场竞争格局：多品牌竞争，国内厂商占据先发优势 .....	18
4.2 行业市场渠道分布：居家零售渠道为主，兼具专业性和快消属性 .....	19
4.3 产品价格体系：销售端均价变化同步 CPI，国内厂商价格带更广泛 .....	21
<b>5 相关公司介绍：建议关注可靠股份、豪悦护理</b> .....	<b>23</b>
5.1 可靠股份 .....	23
5.1.1 公司业务多年来保持稳健增长 .....	23
5.1.2 可靠成人失禁用品处于快速发展期 .....	24
5.1.3 婴儿卫生用品业务保持稳定增长 .....	25
5.1.4 盈利预测和评级 .....	26
5.2 豪悦护理 .....	26
5.2.1 公司以 ODM 业务为主，海外自主品牌持续推进 .....	26
5.2.2 各业务线保持稳定增长 .....	27
5.2.3 盈利预测和评级 .....	28
<b>6 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：中国老龄化人口及其比重变化 .....	5
图 2：中国成人失禁用品市场规模变化 .....	6
图 3：2020 年多国成人失禁用品渗透率比较 .....	6
图 4：2020 年中国成人失禁用品市场竞争格局 .....	6
图 5：中国吸收性卫生用品各子行业市场规模及增速 .....	6
图 6：2019 年中国吸收性卫生用品子行业市场规模（亿） .....	7
图 7：中国成人失禁用品、女性卫生用品市场对比 .....	7
图 8：日本近年来人口结构变化 .....	8
图 9：中国近年来人口结构变化 .....	8
图 10：日本吸收性卫生用品各子行业市场规模 .....	9
图 11：日本成人失禁用品市场规模及其增速 .....	9

图 12 : 日本介护险养老体系构成.....	10
图 13 : 日本成人纸尿裤 CPI 指数变化.....	12
图 14 : 日本老龄化进程历史.....	12
图 15 : 中国老龄化程度发展情况及预测.....	13
图 16 : 日本老龄化发展程度历史.....	13
图 17 : 中、美、日成人失禁行业市场规模 (亿美元).....	13
图 18 : 中、美、日 65 岁以上人口数量 (万人).....	13
图 19 : 中国居民人均可支配收入、医疗保健支出变化.....	14
图 20 : 中国高净值人群中老年人占比提升.....	14
图 21 : 近年来中国居民社会养老保险额.....	16
图 22 : 2015-2020 中国出生人口数量.....	16
图 23 : 中国 65 岁以上独居老人户数及其增速.....	17
图 24 : 中国成人失禁行业主要公司市占率变化.....	19
图 25 : 2020 年中国卫生巾市场 CR5.....	19
图 26 : 2020 年中国婴幼儿纸尿裤市场 CR5.....	19
图 27 : 中国 2020 年个人护理各子行业渠道结构.....	20
图 28 : 中国成人失禁用品家用零售市场规模.....	20
图 29 : 中国成人失禁用品 AFH 市场规模.....	20
图 30 : 2019 年我国养老模式占比.....	21
图 31 : 中美日三国成人失禁用品 AFH 渠道占比.....	21
图 32 : 中国成人失禁用品零售、AFH 销售均价、出厂均价变化.....	22
图 33 : 可靠股份分产品收入结构.....	24
图 34 : 可靠股份总销售毛利率.....	24
图 35 : 可靠股份分产品的毛利率 (不剔除运费影响).....	25
图 36 : 可靠股份分产品的毛利率 (剔除运费影响后).....	25
图 37 : 豪悦护理分产品看营收情况.....	27
图 38 : 豪悦护理分产品看毛利率.....	27
图 39 : 豪悦婴幼儿纸尿裤品营收及其增速.....	28
图 40 : 豪悦成人失禁产品营收及其增速.....	28
表 1 : 成人失禁用品基本产品描述.....	4
表 2 : 日本成人失禁行业市占率排名情况.....	9
表 3 : 2020 年日本成人失禁市场和女性护理市场的市场规模测算对比.....	10
表 4 : 日本成人失禁用品市场渗透率推算.....	11
表 5 : 中国近年来相关配套养老政策.....	15
表 6 : 中国长护险与日本介护险对比.....	15
表 7 : 中国未来成人失禁用品市场规模推算.....	17
表 8 : 中国成人失禁用品产品类型及价格概览.....	22
表 9 : 2017-2021H1 可靠股份财务状况.....	23
表 10 : 可靠股份自主品牌渠道毛利率分析.....	25
表 11 : 婴儿卫生用品的 ODM 客户销售收入情况.....	26
表 12 : 2017-2021H1 豪悦护理财务状况.....	27

## 1 我国成人失禁市场概况





中国成人失禁行业起步较晚,1996年中国台湾成人纸尿裤品牌包大人进入中国大陆,开启了中国大陆成人纸尿裤行业的发展;2006年,杭州可靠引进了中国首条成人纸尿裤生产线并成功投产;2007年开始维达得伴,尤妮佳乐互宜等外资品牌相继进入中国市场。2008年至2020年成人失禁用品市场规模从5.9亿元上升至61.2亿元,市场规模实现十三年十倍的增长。目前我国成人失禁用品的渗透率仅为3%,与当前婴儿纸尿裤499亿元市场规模(渗透率72%)和女性护理行业611亿元市场规模(渗透率100%)相比,我国成人失禁用品市场仍处于市场导入期。2020年而日本成人失禁用品的渗透率达到80%,成人失禁用品的市场空间是女性护理用品的2倍左右。在老龄化率不断加深的背景下,我国成人失禁用品的行业规模预计仍将保持中高速增长,到2030年行业规模将超过500亿。

### 1.1 产品分类和目标群体

成人失禁用品主要包括:成人纸尿裤,成人拉拉裤,成人纸尿裤片和护理垫,市场价格普遍为拉拉裤(3元左右)>纸尿裤(2.5元左右)>纸尿裤片(1.5元左右)。市场上常见的品牌主要有可靠(可靠股份),安而康(恒安集团),乐互宜(尤妮佳),得伴(维达)。

成人失禁用品的消费群体包括:老年失禁者、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等,其中老年失禁者为主要目标消费群体。

表 1: 成人失禁用品基本产品描述

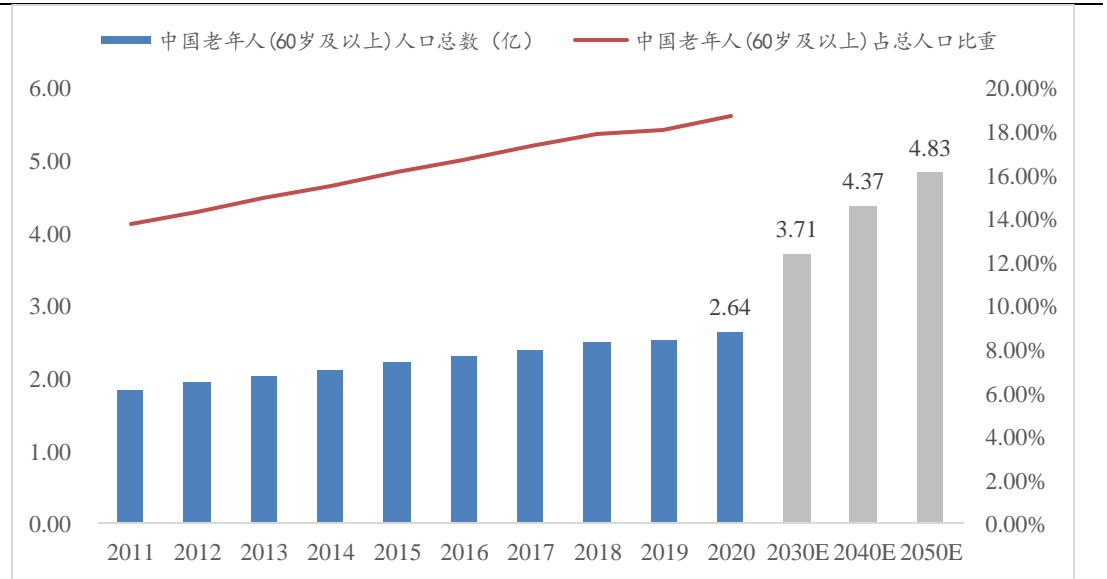
产品	说明	代表品牌	价格区间
 成人拉拉裤	又称内裤型纸尿裤,具有吸水量佳、立体护围不侧漏、方便穿脱等优点。一天约需使用4片。	可靠	2-5.5元/片
		安而康	3.5-4.5元/片
		添宁	3-5.5元/片
 成人纸尿裤片	需配合成人纸尿裤或内裤使用,有左右两边的固定带,价格较便宜,但吸水性、舒适度和防渗漏低于纸尿裤,一天约需使用4-5片。	可靠	1-2元/片
		安而康	1.5-2.5元/片
		包大人	1.5-3.5元/片
 粘贴式纸尿裤	又称腰贴式纸尿裤,侧面为魔术贴或搭扣可粘贴至前腰。适合于中重度失禁人群。一天约需使用4片。	可靠	1.5-3.5元/片
		安而康	2-4元/片
		丹宁	2.5-3元/片
 护理垫	用于失禁、术后、经期夜用、产妇及婴童等多种用途,防止污染床单,一天约需使用3片。	轻肤理	2-3元/片
		可靠	1.8-2.5元/片
		千芝雅	1.5-2元/片

资料来源:可靠股份招股说明书,天猫,财信证券

## 1.2 老龄化背景下的行业机遇

**我国老龄化进程快，人口基数大：**我国 60 岁以上人口从 2011 年的 1.84 亿人迅速增长至 2020 年的 2.64 亿人，占总人口的比例从 13.7% 上升到 18.7%，我国正在逐步迈入中度老龄化国家。根据智研咨询的预测，2030 年、2040 年、2050 年的我国 60 岁以上人口将分别达到 3.71 亿人、4.37 亿人、4.83 亿人。逐渐庞大的老年人口和养老政策的利好都将助力银发经济的增长，在细分赛道上，成人失禁用品行业将是一片蓝海市场。

图 1：中国老龄化人口及其比重变化

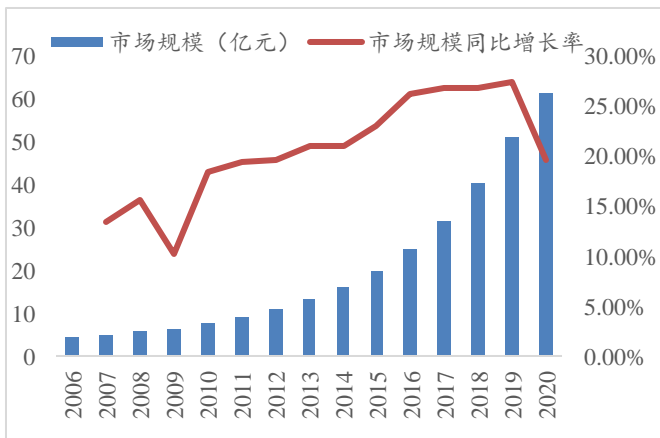


资料来源：《中国城市发展报告(2015)》，财信证券

## 1.3 我国成人失禁用品行业现状

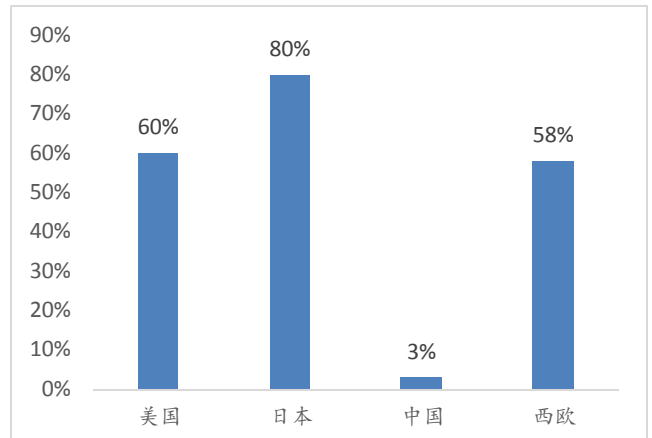
**低渗透，低集中度，中高速增长：**2019 年成人失禁用品市场的渗透率为 3%，与日本、欧美等发达国家的 60% 以上相比，尚有较大差距。根据欧睿数据，2020 年中国成人失禁用品总销售渠道市场规模约为 61.2 亿元，2006-2020 年的市场规模 CAGR 为 20.49%，发展速度较快。我国的成人护理市场渗透率目前处于较低水平，竞争格局较为分散，CR5 加总不足 30% 且均为本土品牌。2020 年我国 65 岁以上老人占比为 13.5%，预计 2021 年占比将达到 14% 以上，我国将正式步入中度老龄化社会，在老龄化背景下成人失禁用品将迎来确定性的成长。

图 2：中国成人失禁用品市场规模变化



资料来源：Euromonitor，财信证券

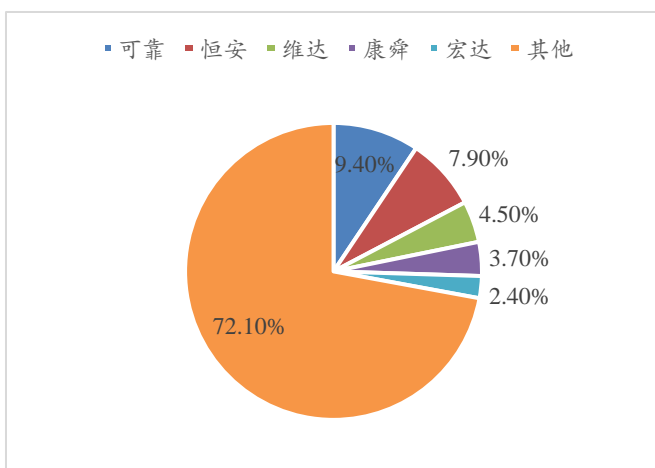
图 3：2020 年多国成人失禁用品渗透率比较



资料来源：可靠股份招股书，生活用纸委员会，财信证券

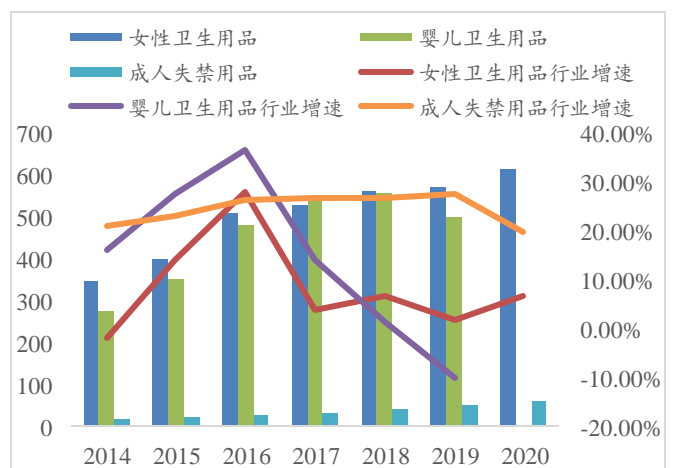
**个护领域增速最快的细分行业：**2006-2020 年间，国内成人护理用品市场全渠道规模从 4.5 亿元增长至 61.2 亿元，15 年 CAGR 达到 20.49%，增速始终大致维持在 20% 左右，成为个护领域增速最快的子领域。婴儿卫生用品的市场规模受到新生儿人数下滑的影响，市场规模从 2017 年 555 亿下降到 2019 年的 499 亿，2019 年出现了行业首次的负增长。女性护理行业的市场相对平稳，近几年维持在 5-10% 左右的增速，2020 年市场规模为 611 亿。目前成人失禁用品行业的市场规模仅相当于女性和婴幼儿市场的 10% 和 10.3%，但已经成为整个行业中最具备增长潜力和确定性的细分行业。

图 4：2020 年中国成人失禁用品市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 5：中国吸收性卫生用品各子行业市场规模及增速

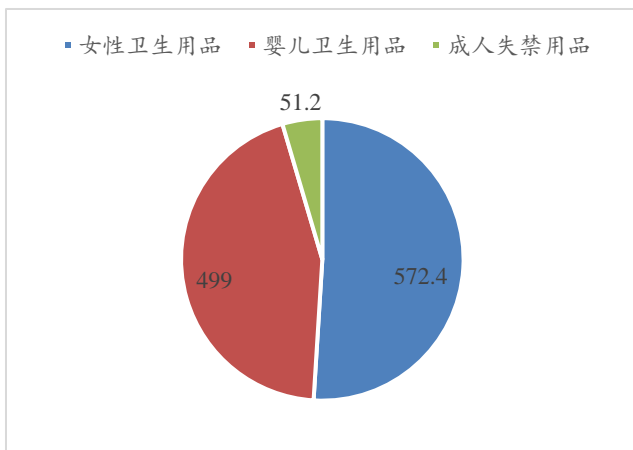


资料来源：生活用纸专业委员会，财信证券



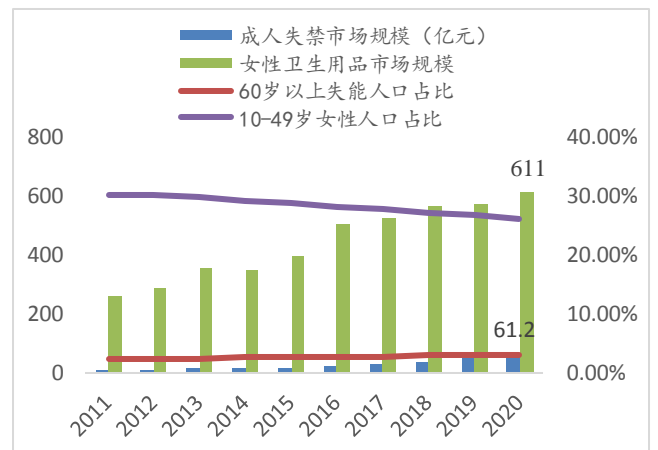
**对比女性护理行业，成人失禁行业规模具备数倍空间：**成人失禁行业与女性护理行业的主要目标人群分别为 60 岁以上失能人口和 10-49 岁女性。2011 年至 2020 年十年间，60 岁以上人口从 1.85 亿上升到 2.64 亿，根据中保协的统计，我国 60 岁以上人口失能率为 16.5%，因此 60 岁以上失能人口从 0.37 上升到 0.53 亿；我国的 10-49 岁女性人口则呈下降趋势，由 4.06 亿下降到 3.66 亿。2011 年我国女性护理市场规模是成人失禁行业的 28.6 倍；2020 年女性护理市场规模为 611 亿元，成人失禁市场规模为 61.2 亿元，女性护理市场规模是成人失禁行业的 9.9 倍，差距在不断缩小。日本在 2008 年进入重度老龄化，65 岁以上人口超过 21%，成人失禁行业渗透率约为 55%，成人失禁市场规模也首次超过女性护理市场规模。随老龄化程度和行业渗透率提高，预计未来我国成人失禁行业市场规模将达到甚至超过女性护理行业。

图 6：2019 年中国吸收性卫生用品子行业市场规模（亿）



资料来源：生活用纸专业委员会，财信证券

图 7：中国成人失禁用品、女性卫生用品市场对比



资料来源：生活用纸专业委员会，同花顺 iFinD，中国保险行业协会，财信证券

## 2 借日本行业发展之史，鉴我国市场成长之未来

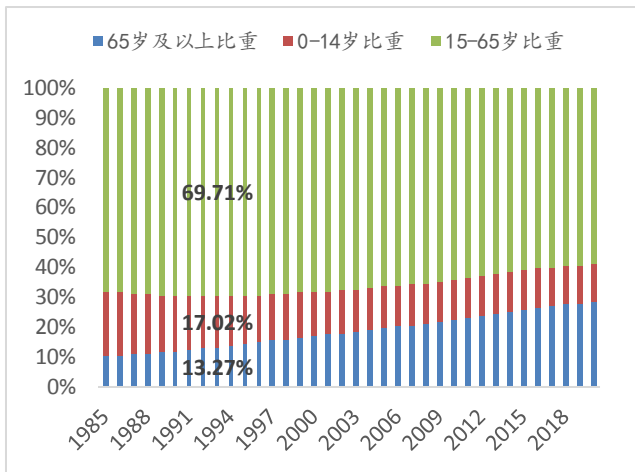
日本从 1970 年开始进入老龄化社会，1987 年尤妮佳品牌率先开始发展成人护理业务，直至 2019 年成人失禁行业市场规模已成为日本卫生护理行业的细分行业第一，尤妮佳的市占率已稳居行业龙头（48.6%）。同样作为亚洲国家，日本拥有 50 余年的老龄化发展历史，复盘日本的成人失禁行业发展历程，对我国的成人失禁行业的发展预测是有借鉴意义的。

### 2.1 日本老龄化现状以及与中国的比对

**日本已经进入重度老龄化：**1995 年日本进入中度老龄化社会，65 岁以上人口占比达

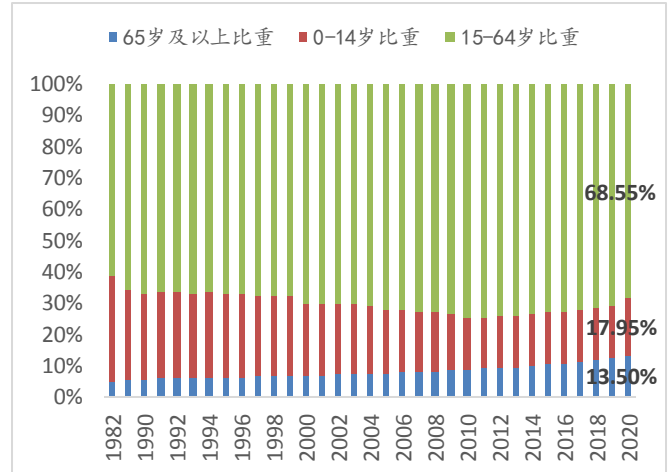
到 14.30%。经历十三年时间后日本从中度老龄化社会进入重度老龄化社会，至 2008 年日本 65 岁以上人口占比为 21.24%，1995-2008 年平均每年老龄化率提高 0.53 个百分点。至 2020 年日本 65 岁以上人口占比已经达到 28.4%，2008-2020 年平均每年老龄化率提高 0.55 个百分点。

图 8：日本近年来人口结构变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 9：中国近年来人口结构变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

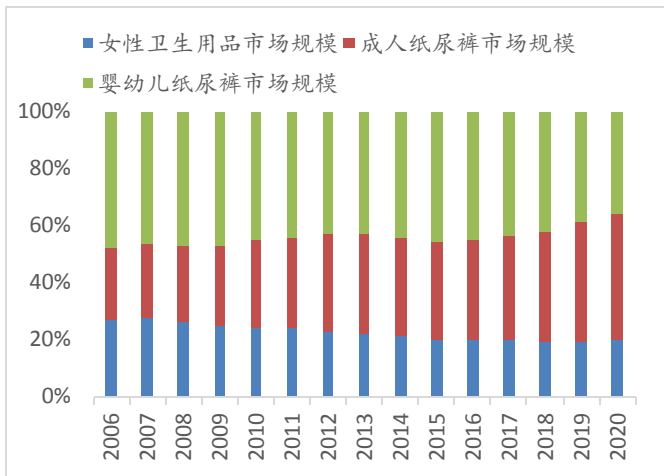
## 2.2 日本的成人失禁用品的发展规模和增速

**日本成人失禁成为卫护行业最大细分市场：**2020 年日本成人失禁行业规模为 2738 亿日元（合 161 亿人民币），女性用品行业市场规模为 1245 亿日元（合 73 亿人民币），婴幼儿用品市场规模为 2240 亿日元（合 131 亿人民币）。成人失禁行业市场规模是女性用品的约 2 倍，是婴幼儿用品的 1.22 倍，在整个卫生护理行业中的占比达到 44%，成为卫护行业内最大的子行业。

**成人失禁用品已经进入成熟期：**根据生活用纸专业委员会所统计的数据，日本成人失禁用品全渠道市场规模从 2006 年的 1495 亿日元（合 88 亿人民币）增长到 2020 年的 2738 亿日元（合 161 亿人民币），十五年时间内接近翻番，年化增速约 4.42%。在 2006-2013 年期间，日本成人失禁用品保持了约 6% 的稳定增长，但是在 2013 年后增速逐步下台阶，在 2020 年市场增速约为 2%。结合日本的年龄结构，1995 年-2008 年日本处于中度老龄化社会（65 岁以上人口占比为 14%-21%），老龄化程度不断加深；期间日本政府推行了保障老年人生活的介护险，因此从 1990 年代起到 2010 年前后的二十年中市场维持着较高的增速。2008 年以后，日本进入到重度老龄化阶段（65 岁以上人口占比大于 21%），同时渗透率已提升到较高的位置，此时整体市场空间增速逐步放缓，市场逐步进入成熟期。

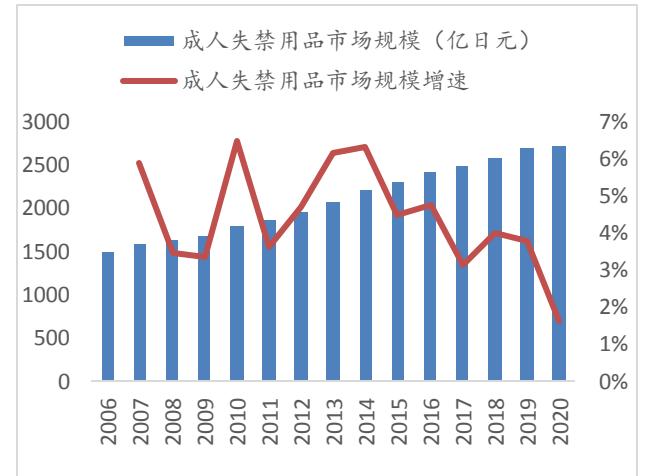


图 10：日本吸收性卫生用品各子行业市场规模



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 11：日本成人失禁用品市场规模及其增速



资料来源：Euromonitor，财信证券

### 2.3 日本成人失禁用品行业的特点

**行业集中度高，进入壁垒高：**日本的成人失禁用品 CR5 长年稳定在 85%，集中度很高，行业的竞争格局已比较稳定，新企业的进入壁垒较高。行业龙头尤妮佳作为日本第一家做成人失禁护理的品牌），市占率始终名排名第一（同时也是女性护理用品的日本市场第一）。

表 2：日本成人失禁行业市占率排名情况

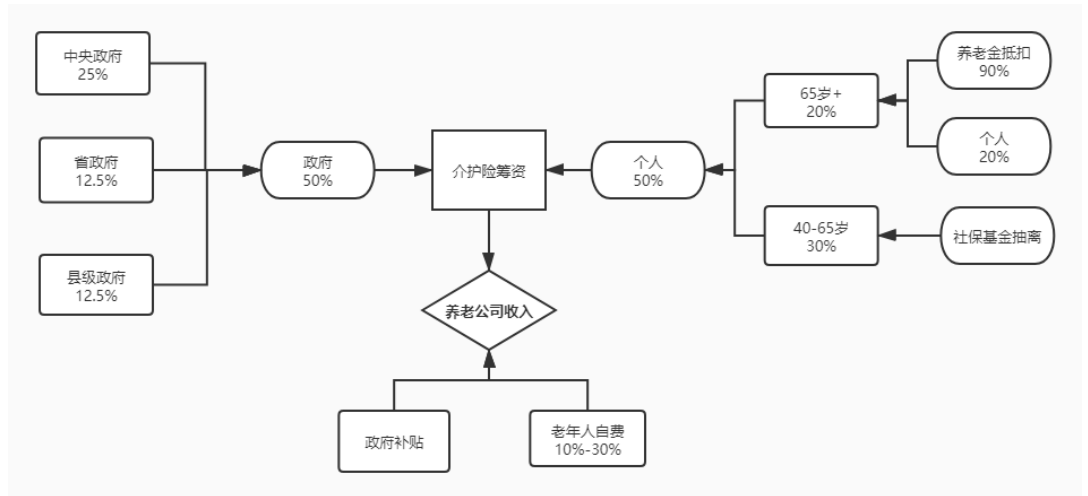
公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
尤妮佳	43.7	45.4	45.8	46.7	46.3	46.5	46.9	47.7	48.4	48.6
大王	14.3	14.4	14.3	14.1	14.5	14.5	14.6	14.6	14.4	14.5
花王	11.0	10.5	10.4	10.3	10.7	10.6	10.6	10.6	10.4	10.4
Livedo	6.5	6.8	7.0	6.9	6.8	6.6	6.4	6.3	6.1	6.1
白十字	8.2	7.9	7.8	7.8	7.6	7.4	6.9	6.4	6.1	6.1
CR5	83.7	85.0	85.3	85.8	85.9	85.6	85.4	85.6	85.4	85.7

资料来源：Euromonitor，财信证券

**养老体系完善，大力补贴日本成人失禁用品：**日本 20 世纪 60 年代开始实施老年福祉政策，1997 年通过“介护保险法”并开始实施（我国近两年开始“长护险”试点），在十年内向全国推行了介护险。日本的介护险，要求员工 40 岁开始交“介护保险费”，公司需要缴纳员工负担保费的 50%，然后原则上从 65 岁开始，身体或者精神方面有一定的困难或者障碍的时候，向居住所在地政府机构递交申请，被认定满足一定条件之后可以开始使用“介护服务”。在享受介护服务时，日本在介护体系上为失禁患者提供费用

补贴，一般为政府和保险金支付 90%，个人承担 10%。

图 12：日本介护险养老体系构成



资料来源：日本厚生劳动省官网，财信证券

**稳定的目标人群和较高的人均消费量：**以目标人口计算，2020 年日本 65 岁以上失能人口为 710 万（占 65 岁以上人口的 20%），而日本 10-49 岁女性人口为 2700 万人，成人失禁用品的消费人群数量为女性护理用品的四分之一。但是在用量上，成人失禁用品是每月 120 片（每天 4 片），是女性护理用品的四倍（每月 30 片）；单片价格上，成人失禁用品是 29 日元（1.7 人民币），为女性护理用品的 2 倍（14 日元，合 0.82 人民币）。综合下来日本成人失禁用品的市场规模是女性护理用品的 2 倍。我们根据日本人口数据、以及 Euromonitor 给出的 2020 年成人失禁和女性护理市场渗透率为 80% 和 100% 等数据，计算得到的市场空间是分别是 2413 和 1385 亿日元，这一数据与 Euromonitor 给出的市场空间基本一致。

表 3：2020 年日本成人失禁市场和女性护理市场的市场规模测算对比

	成人失禁市场	女性护理市场
目标人群公式	65 岁以上人口数量（亿）*失能率	10-49 岁女性人口
目标人群数	0.362*20%	0.27
最终目标人群数（亿）	0.07	0.27
Euromonitor 统计的渗透率	80%	100%
每月使用量（片）	120	30
单片价格（日元）	29	14
每月消费价格（日元）	3480	420
估测市场规模（亿日元）	2413	1385
实际市场规模（亿日元）	2738	1245

资料来源：Euromonitor，同花顺 iFinD，财信证券

## 2.4 进入重度老龄化社会前后，日本成人失禁行业渗透率年均提升 1 个百分点

由于我们从公开渠道（欧睿）仅查询到 2020 年渗透率数据（80%），而我们从公开的数据可以查询到日本 2006 年以来的成人失禁用品市场规模、产品价格、老龄人口等。以下我们将根据公开数据，基于合理推断测算日本成人失禁用品过去十几年间的渗透率变化情况，以作为我们后续测算国内市场的参考。

根据公式：渗透率 = 市场规模 ÷ 年均产品消费额 ÷ 目标使用人群。

我们已知：1) 2020 年市场规模为 2738 亿日元；2) 2010 年产品的产品价格是 28 日元，2020 年纸尿裤 CPI 为 103.7（2010 年基准 100），测算 2020 年产品价格为 29.1 日元，平均每天使用片数为 4.5 片；3) 65 岁以上老年人口为 3570 万，失能率为 20%，则失能老人数量为 710 万。以此计算出 2020 年成人失禁用品的渗透率为 81%，这一数据与欧睿给出的渗透率极为接近（80%）。接下来我们根据 2006 年、2010 年已知的市场规模、产品价格（根据纸尿裤 CPI 计算）和 65 岁以上老龄人口，并且假设失能率稳定在 20%，消费者成人纸尿裤日均使用片数分别为 3.6 片、4 片、4.5 片，以此计算得出 2006 年和 2010 年日本成人失禁用品行业分别为 71% 和 75%。

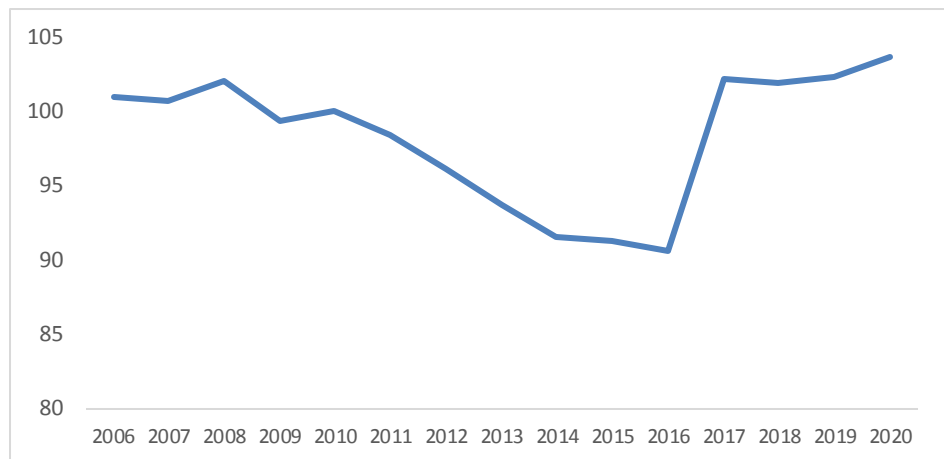
表 4：日本成人失禁用品市场渗透率推算

	2006	2010	2020
目标使用人群公式		65 岁以上人数*失能率	
65 岁以上人口（亿人）	0.25798	0.28813	0.35734
目标使用人群（亿人）	0.052	0.058	0.07
单包价格（日元）	1590	1540	1600
每包片数	55	55	55
每片单价（日元）	28.9	28	29.1
每天使用片数	3.6	4	4.5
年均使用片数	1314	1460	1643
年均产品消费额（日元）	37987	40880	47782
Euromonitor 统计的市场规模（亿日元）	1495	1803	2738
CAGR	-	4.79%	4.27%
渗透率	71%	75%	81%

资料来源：Euromonitor，财信证券

根据以上数据，2006 年日本成人失禁市场的渗透率为 71%，2010 年为 75%，2020 年 80%。我们可以观察到，日本在 2008 年进入重度老龄化，而成人失禁用品的渗透率在 2006 年-2010 年期间平均每年提升 1 个百分点；在 2010-2020 年期间平均每年提升 0.50 个百分点。我们有理由推测，在进入中度老龄化阶段（1995-2007 年）后成人失禁用品的渗透率会显著提升（例如每年 2 个百分点左右），而在进入重度老龄化阶段后（2008-2020 年）由于成人失禁用品已经较为普及，渗透率较为稳健的提升（例如每年 1 个百分点或更低）。

图 13：日本成人纸尿裤 CPI 指数变化



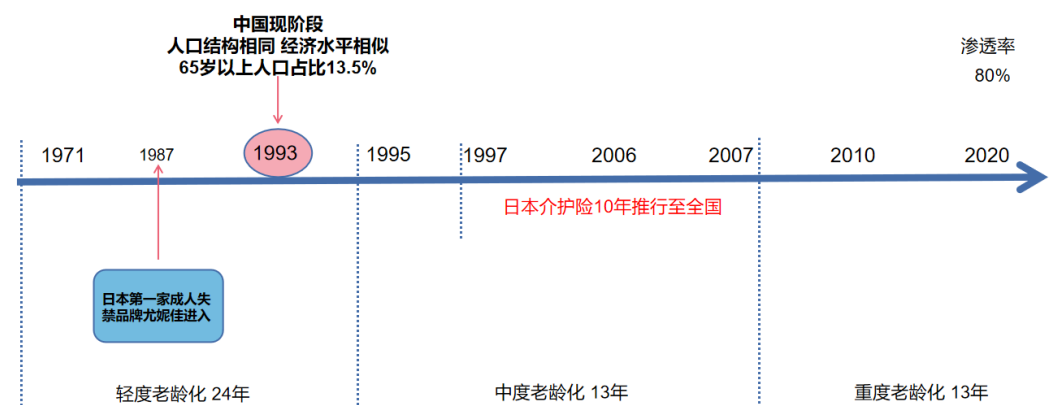
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 3 如何看待中国成人失禁市场的发展

#### 3.1 中国即将进入中度老龄化社会，对比日本行业迎来快速发展期

从人口结构与人均经济指标看，我国与日本上世纪 90 年代相似。2020 年我国 65 岁以上人口占比 13.50%，该结构与日本 1993 年的老龄人口占比极为接近（13.27%）。从经济发展水平看，我国也与日本 1990 年也较为接近。2020 年我国人均 GDP 为 10500 美元，而日本在 1984 年人均 GDP 达到 10900 美元。考虑到我国货币的实际购买能力较强，因此 2020 年居民的实际消费能力很可能与日本居民在上世纪 90 年底持平。而成人失禁用品行业发展的两个关键因素：潜在用户数量与老龄化率直接相关，渗透率的提升依赖于经济发展水平（包括个人消费能力和政府的扶持政策）。从这两方面综合比较看，我国成人失禁用品面临的发展环境与日本上世纪 90 年代基本相当。

图 14：日本老龄化进程历史

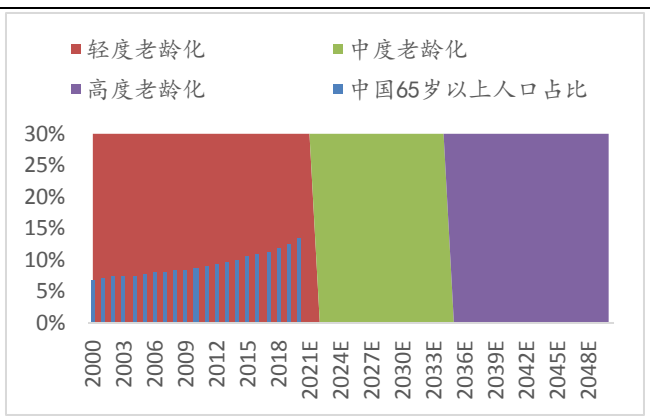


资料来源：同花顺 iFinD，Euromonitor，财信证券

**老龄化进程相似：**中国从2001年进入轻度老龄化（65岁以上人口占比为7.1%），至2020年65岁以上人口占比达到13.5%，预计2021将进入中度老龄化社会（65岁以上人口占比大于14%），因此我国从轻度老龄化进入到中度老龄化的历时总共约21年。而日本从轻度老龄化进入到中度老龄化共历时24年（1971年-1994年），我国的老龄化速度略快。

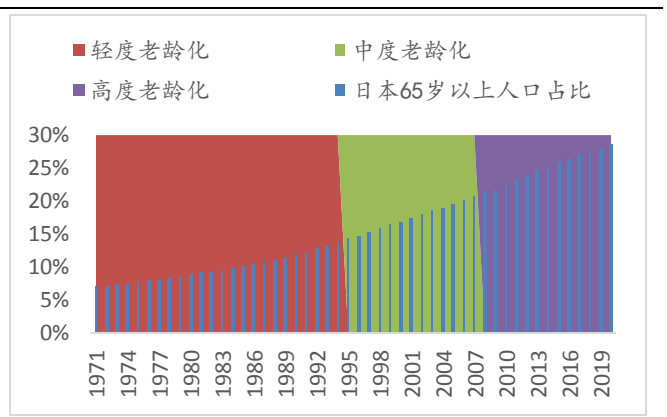
根据卫健委的预测，我国将于2035年进入重度老龄化社会（65岁以上人口占比大于21%），从中度老龄化到重度老龄化将历时只有14年；对比日本从中度老龄化到重度老龄化（1995-2007）共13年，中、日两国在老龄化进程上非常相似。

图 15：中国老龄化程度发展情况及预测



资料来源：卫健委《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，同花顺 iFinD，财信证券

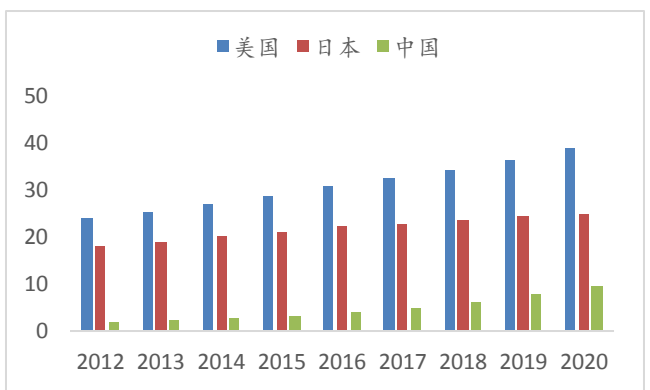
图 16：日本老龄化发展程度历史



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

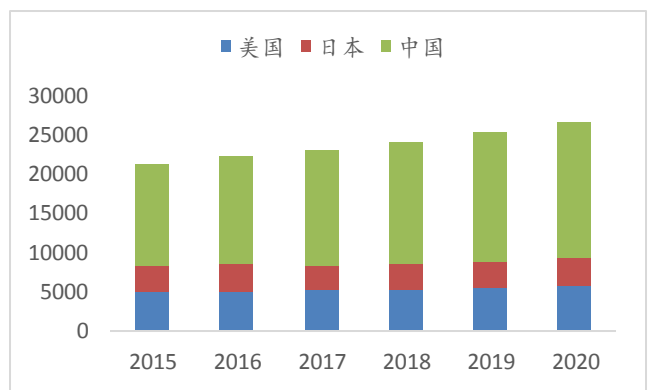
**老龄人口基数大，未来成人失禁行业市场可期：**2020年美国和日本的成人失禁行业市场规模分别为38.7亿美元，24.9亿美元，约为中国市场规模的4.1倍，2.6倍。但是同年美国和日本的65岁以上人口仅为中国的三分之一和五分之一。在我国老龄人口基数大的条件下，预计未来成人失禁行业消费潜力广阔。

图 17：中、美、日成人失禁行业市场规模 (亿美元)



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 18：中、美、日 65 岁以上人口数量 (万人)



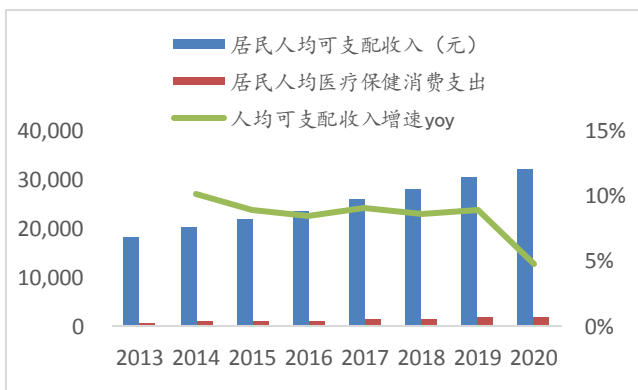
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 3.2 中国老年人可支配收入进一步提升提供市场发展动能

**居民人均可支配收入增长，人均医疗保健消费支出提高：**人均可支配收入作为影响消费的重要因素之一，随居民人均可支配收入的提高，人们的消费意愿也将增强。医疗卫生、健康清洁等概念作为更高水平的消费要求，人均医疗保健消费支出伴随着社会进步，经济条件改善而稳步增长，体现了我国居民的消费水平升级。

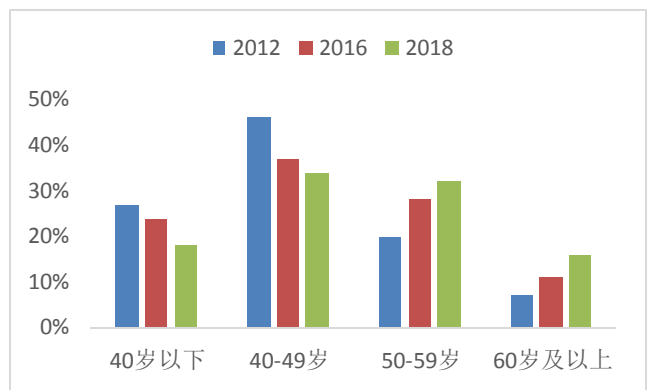
**高净值老年人群年龄后移，渗透率有望快速增加：**2012 年是高净值中老年人群年龄集中在 40-49 岁，2018 年高净值中老年人群的年龄已集中在 40-59 岁。随年龄的自然增长，高净值中老年人群有逐渐高龄化的趋势。而高龄失能老人作为成人失禁的主要目标人群将提供更强的消费购买能力，加上消费观念的变化进步，成人失禁用品的渗透率有望快速提升。

图 19：中国居民人均可支配收入、医疗保健支出变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 20：中国高净值人群中老年人占比提升



资料来源：Wind，财信证券

**养老和医疗保障政策逐渐完善，老年生活得到保障：**日本的社会福利和医疗保障体系一直做的比较完善，日本的介护险体系为失禁患者提供费用补贴，政府和保险金支付 90%，10% 则由个人负担。

而我国随老龄化进程加快，逐渐重视养老产业发展，支持力度不断加大。国家相关支持政策包括：推进居家与社区养老服务相结合，进行多层次、多样化养老机构建设与改革；加大对养老金融服务业的支持力度，促进社会养老服务体系的建设和。另外逐步开始进行长护险试点，长护险以长期处于失能状态的参保人群为保障对象，重点解决重度失能人员基本生活照料和医疗护理所需费用，为老龄人口生活提供补助保障。以深圳为例，单位职工或者是年满 18 岁的非在校学生，只要交了深圳医保，都可以参保长护险，单位和个人各承担 50%。

目前我国长期护理保险试点扩大至 49 个城市，2020 年末长护险覆盖人群超过 1.1 亿人，基金收入近 200 亿，累计有 136 万人受益，近 3000 家养老机构和护理机构纳入了长期护理保险的定点服务机制。这也意味着养老行业制度体系的完善加强保障了老年人口的生活质量，同时也为成人失禁行业的发展注入了活力。



**表 5: 中国近年来相关配套养老政策**

时间	文件	概要
2016	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	发展适老金融服务,逐步推进养老金管理公司试点,按照国家有关规定,积极参与养老金管理相关业务.做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作.
2017	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	完善养老保险制度,制定实施完善和改革基本养老保险制度总体方案.使居家为基础、社区为依托、机构为补充,医养相结合的养老服务体系更加健全.
2017	《国务院办公厅关于制定和实施老年人照顾服务项目的意见》	全面建立针对经济困难高龄、失能老年人的补贴制度,并做好与长期护理保险的衔接.将符合最低生活保障条件的贫困家庭中的老年人全部纳入最低生活保障范围,实现应保尽保.
2019	《国家积极应对人口老龄化中长期规划》	健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系,多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给,提升产品和服务质量.
2020	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	加快发展商业养老保险,大力发展商业养老年金保险,推动商业保险机构加快开发投保简便,交费灵活,收益稳健的个人账户式商业养老保险产品.力争到 2050 年,商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金
2021	《“十四五”民政事业发展规划》	逐步建立养老服务分类发展、分类管理机制,完善兜底性养老服务,健全城乡特困老年人供养服务制度,有集中供养意愿的特困人员全部落实集中供养,每个县(市、区)至少建有 1 所失能、部分失能特困人员专业照护为主的县级供养服务设施(敬老院),基本形成县、乡、村三级农村养老服务兜底保障网络.

资料来源:中国政府网,财信证券

**表 6: 中国长护险与日本介护险对比**

	中国长护险	日本介护险
提出背景	2012 年我国进入中度老龄化社会,独生子女的赡养负担加重,年轻人工作繁忙使得照顾老年人的时间减少,长期护理保险具有市场前景。	1970 年的日本开始进入老龄化国家,人均 GDP 为 2037 美元,日本实行高龄老人医疗费全免保险制度,但在养老机构的照护费用需要自理,造成大量老年人长期住院不出,形成“社会性住院”,导致医疗费剧增,使医疗保险濒于崩溃。
基本定义	2016 年,长期护理险开始试点,以长期处于失能状态的参保人群为保障对象,重点解决重度失能人员基本生活照料和医疗护理所需费用。	2000 年日本推出了介护保险法,其中规定 40 岁以上的日本人和在日外国人都必须加入介护保险,65 岁可以享受介护服务。投保人需承担服务费用的 10%,剩余 90% 各级政府财政补贴、个人所交保险费各一半。
发展历程	2016 年 6 月,人社部出台《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》,选取 15 个城市开展长期护理保险试点,2020 年扩大试点至 49 个城市。	在加入介护保险后,罹患癌症等并被鉴定需要接受介护服务时,即使未满 65 岁者也可享受介护服务,这部分人被称为第 2 号被保险人。介护保险额根据每个人的收入不同而异。需要介护服务的人可向政府部门申请,为其确定需要介护服务的等级。

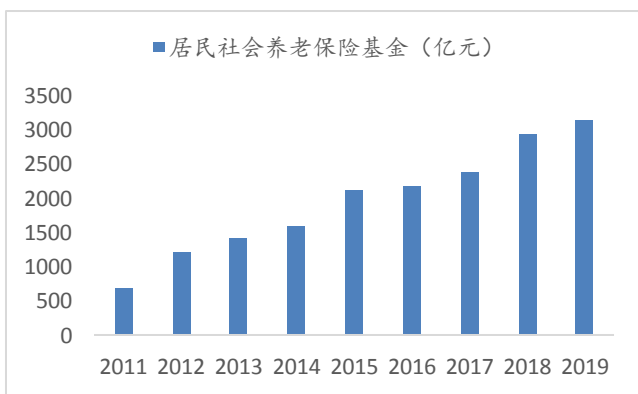
试点城市情况 上海：符合条件的费用，机构护理基金支付 85%，居家护理基金支付 90%。  
成都：符合条件的费用，机构护理基金支付 70%，居家护理基金支付 75%

资料来源：国家医疗保障局，日本厚生劳动省官网，财信证券

### 3.3 老年人口文化观念转变

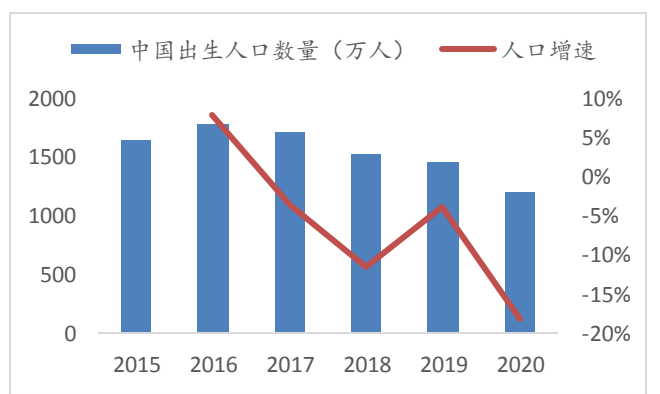
**老有所养逐渐实现，养儿防老观念变淡：**中国人长期以来养儿防老的观念传统根深蒂固，随着社会进步，经济发展，人均教育程度提高，养儿防老的观念也在弱化。从前人们普遍担心的老年赡养问题，随着老年社会保险制度的普及完善，也逐渐得到解决。如今养老费用及对老年人的照顾主要由社会承担，老有所养主要通过社会来实现，这也是目前我国新生率屡创新低的原因之一，因此老年人对家庭赡养的依赖在降低，这对于老年消费者的影响包括：更加愿意接受机构养老的方式，和关注自己的生活品质和要求。

图 21：近年来中国居民社会养老保险额



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

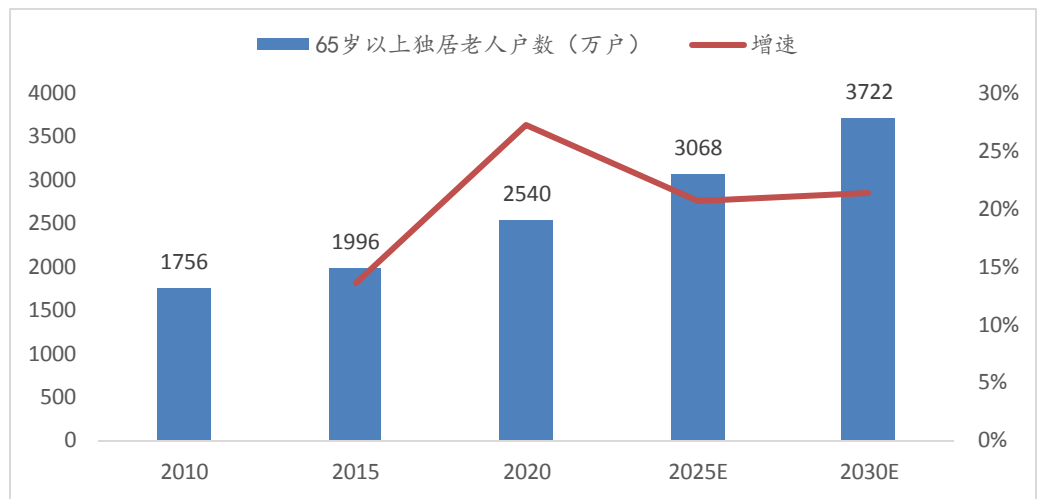
图 22：2015-2020 中国出生人口数量



资料来源：国家统计局，财信证券

**独居老人数量激增，成人失禁用品帮助培养老年人消费习惯：**在城镇化和老龄化的社会背景下，许多老人的子女外出务工，无法及时照顾父母，我国独居老人数量快速增长。而成人失禁用品的舒适便利、价格低廉、补助政策支持等优点将会帮助老年人口培养使用此产品的消费习惯，我国成人失禁用品行业渗透率、人均消费额有望持续提升，带动行业规模增长。

图 23：中国 65 岁以上独居老人户数及其增速



资料来源：《中国家庭发展报告》，财信证券

### 3.4 市场规模测算：2030 年达到 500 亿，2050 年达到 2500 亿

$$\text{市场规模} = \text{目标使用人群} \times \text{渗透率} \times \text{年均产品消费额}$$

通过上文对日本成人失禁行业的渗透率测算，日本 2006-2010 年渗透率年均提升 1 个百分点，2010-2020 年渗透率年均提升 0.5 个百分点。考虑到当时的日本成人失禁行业正处成熟期，据我们上述中对日本的分析，1996-2007 年的中度老龄化时期应该为快速发展时期，渗透率年均增速很可能显著高于 1 个百分点。因此我们保守估计我国 2021 年-2040 年间（相当于日本的 1993 年-2013 年）处于成长期的成人失禁行业渗透率每年提升 2 个百分点，2020 年、2030 年、2040 年我国成人失禁行业的渗透率分别为 3%、23%、43%；预计到 2040 年以后渗透率增速会放缓，年均渗透率增长 1%，2050 年（相当于日本的 2020 年）渗透率达到 53%。考虑到日本 2020 年的行业渗透率已经达到 80%，我们的这一假设应该属于较为保守的估测。

根据测算结果，2020 至 2030 年我国成人失禁行业将持续快速发展，十年内市场规模有望增长近十倍，至 2030 年我国成人失禁用品市场规模将达到 507.8 亿元，我国成人失禁行业市场规模将会达到女性护理行业同等水平（2020 年为 611 亿）。2030-2050 年市场增速将有所放缓，但仍将保持大约十年翻一倍的稳定增长，预计 2050 年我国成人失禁行业市场规模将达到 2530.4 亿元。

表 7:中国未来成人失禁用品市场规模推算

	2020A	2030E	2040E	2050E	指标说明
目标使用人群公式	60 岁以上人口*失能率				
60 岁以上人口数(亿人)	2.64	3.71	4.37	4.83	参考《中国城市发展报告(2015)》预测结果
失能率	16.5%	15.6%	16.4%	17.3%	参考中国保险行业协会报告中我国 60 岁以上人口的失

					能率为 16.5%，《中国人口科学》报道预测 2020 至 2050 年失能率先下降再上升。
目标使用人群（亿人）	0.4356	0.5788	0.7167	0.8355	60 岁以上人口*失能率
渗透率	3%	23%	43%	53%	假设我国成人失禁行业未来 20 年渗透率增速较快，与日本 1995-2007 大致相同，年均增长 2%；2040-2050 增速放缓，渗透率年均增长 1%。
每片单价（元）	2.5	2.75	3.03	3.33	根据 Euromonitor 统计数据 显示 2020 年每片销售均价 为 2.5 元，假设每十年单片 价格增长 10%。
日均使用片数	3.5	3.8	4.2	4.7	假设日均使用片数每十年增 长 10%
年均使用片数	1278	1387	1533	1716	日均使用片数*365
年均产品消费额（元）	3195	3814	4645	5714	每片单价*年均使用片数
成人失禁市场规模(亿元)	41.75	507.73	1431.5	2530.24	由以上指标测算
CAGR	-	28.38%	10.92%	5.86%	

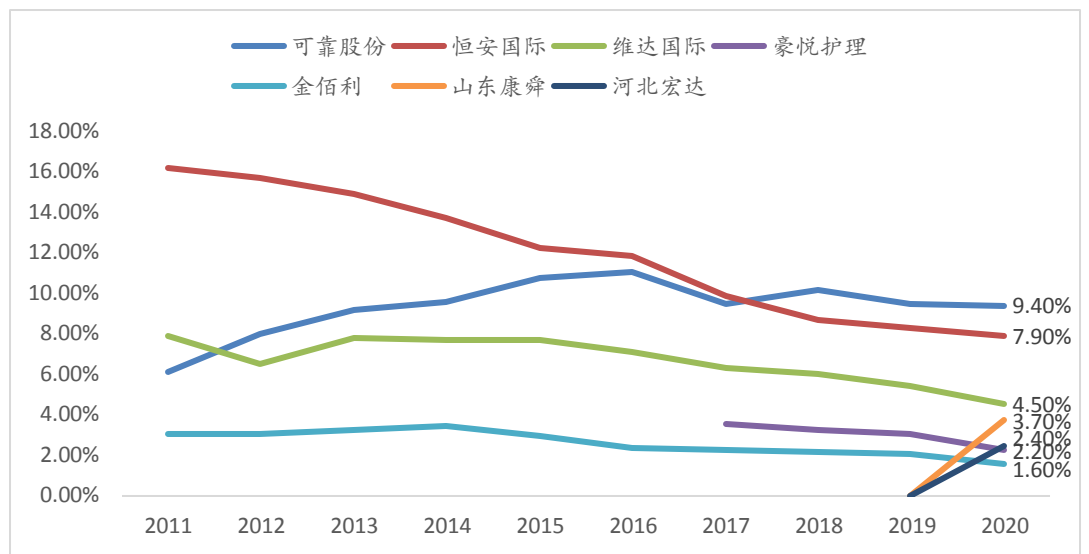
资料来源：Euromonitor，《中国城市发展报告(2015)》，财信证券

## 4 中国成人失禁用品的市场分析

### 4.1 市场竞争格局：多品牌竞争，国内厂商占据先发优势

**成人失禁用品市场竞争格局分散，多品牌竞争激烈：**总体来看，我国成人失禁用品市场的头部品牌包括金佰利、维达、恒安、可靠护理等国际一线企业和本土厂商，其中我国本土品牌可靠（可靠、吸收宝、安护士）的市占率为 9.4%、恒安（安而康）市占率为 7.9%，位居第一跟第二，CR5 均为国内品牌，具有很强的本土特性，CR5 近年来总体呈下滑趋势，当前加总不足 30%，行业集中度降低。在格局分散和越发激烈的成人失禁市场内，可靠是龙头中唯一保持市占率稳定的公司，并且于 2018 年首次超过恒安安尔康，目前市占率位于行业第一。同时我们关注到，近两年山东康舜和河北宏达加入到头部市场竞争的行列，并且获得了一定的市场份额。

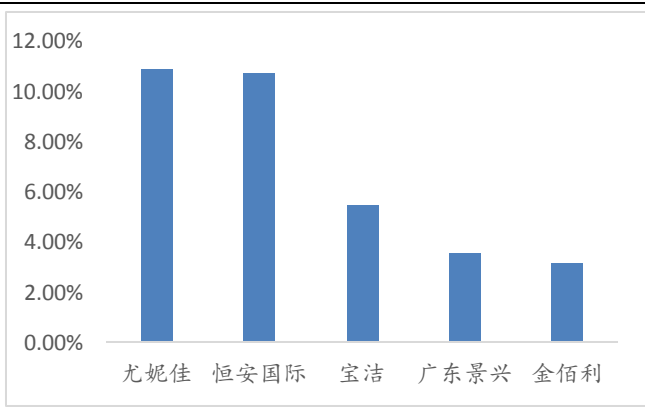
图 24：中国成人失禁行业主要公司市占率变化



资料来源：Euromonitor，财信证券

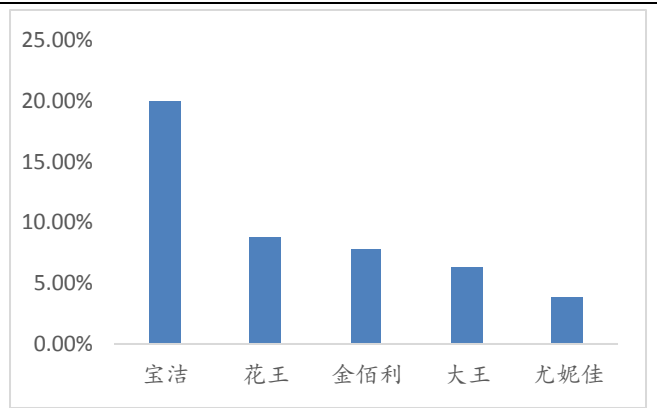
**国产品牌占据先发优势：**对比女性和婴儿卫生用品行业，女性卫生巾市场 CR5 仅有两家国内品牌（恒安和广东景兴），婴幼儿卫生用品 CR5 均为外资品牌，我国的成人失禁用品领域国货市占率明显更高。究其原因，主要系行业发展初期进入壁垒不高，消费者价格敏感程度较高，国货性价比更高；同时成人失禁用品的目前市场空间相对女性护理用品和婴幼儿用品的规模不大，且渠道构成存在差异，因此国产品牌具备差异化竞争优势。长期看，受益于消费升级、品牌意识觉醒，我们认为行业将经历从分散走向集中的过程，国货有望凭借产品质量和先发优势树立壁垒。

图 25：2020 年中国卫生巾市场 CR5



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 26：2020 年中国婴幼儿纸尿裤市场 CR5



资料来源：Euromonitor，财信证券

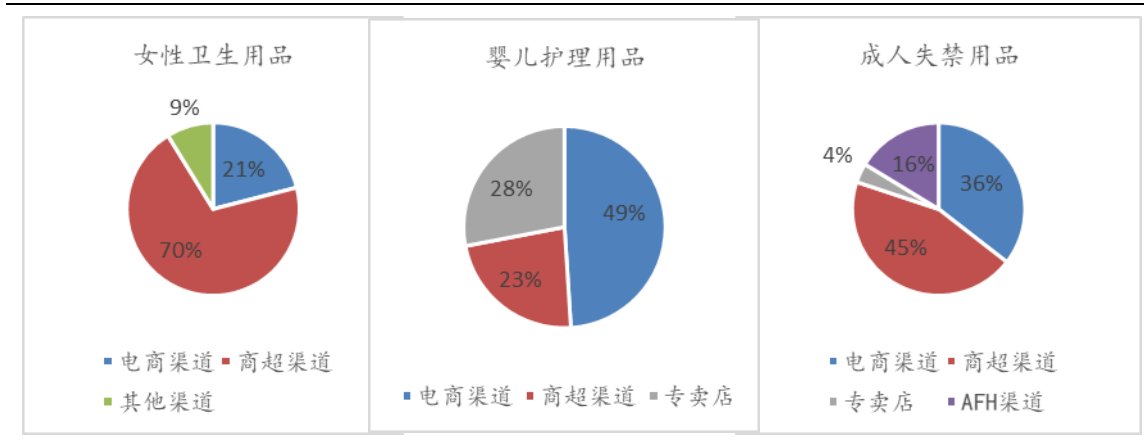
#### 4.2 行业市场渠道分布：居家零售渠道为主，兼具专业性和快消属性

成人失禁用品的销售渠道可以分为家用零售渠道和 AFH 渠道。家用零售渠道包括电商渠道和商超渠道，主要购买者为居家养老的老年人口或者其子女代为购买。AFH

(Away-from-home) 渠道，又称居家外通路/商用渠道，主要包括养老机构、医院、大药房等渠道。

**销售渠道兼具专业性和一定的快消属性：**从销售渠道的占比来分析行业属性，女性卫生用品更类似快消品，销售渠道主要依赖于商超（70%）；婴儿护理用品类似于专业产品，渠道占比专卖店占 28%，占比最大的电商（49%）可以理解为专业品牌商的线上销售渠道，而商超仅占 23%；而成人失禁用品则介于两者之间，其 AFH 渠道（16%）加专卖店（4%）合计占比约 20%，电商渠道占比约 45%，而偏向快消属性的商超渠道占比约 35%。

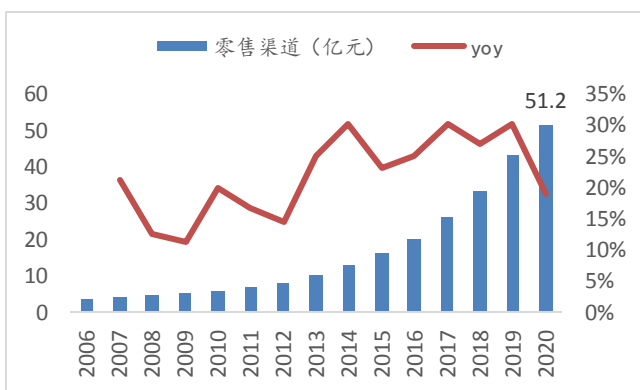
图 27：中国 2020 年个人护理各子行业渠道结构



资料来源：Euromonitor，财信证券

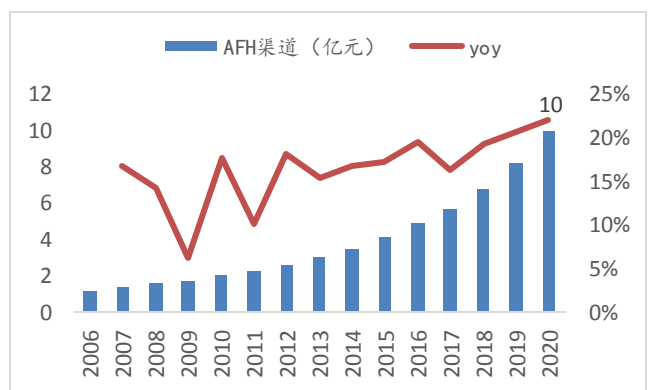
**家用零售渠道占比大：**我国目前常见的养老方式主要为居家养老、机构养老、社区养老三种。而中国人养老观念倾向于居家养老，原因一为养儿防老传统深入人心，中国人更愿意被子女照顾；二为不同于发达国家，我国青睐居家养老的费用较低，适合一般家庭的经济承受能力。在成人失禁用品市场里 2020 年家用零售渠道的市场规模约为 AFH 渠道的 5 倍，在相当一段时间里仍将维持最主要的市场规模。

图 28：中国成人失禁用品家用零售市场规模



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 29：中国成人失禁用品 AFH 市场规模

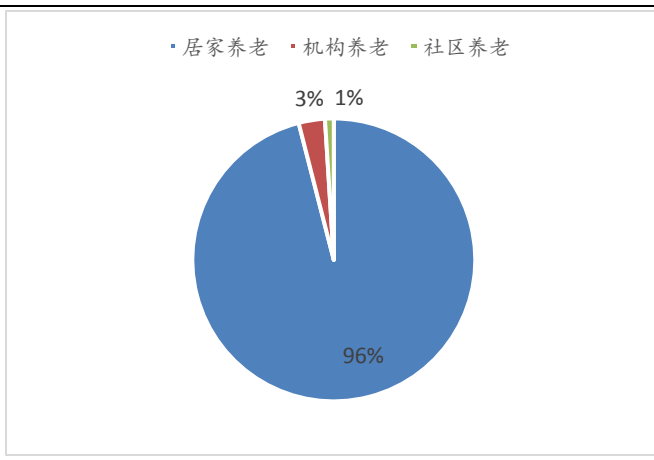


资料来源：Euromonitor，财信证券



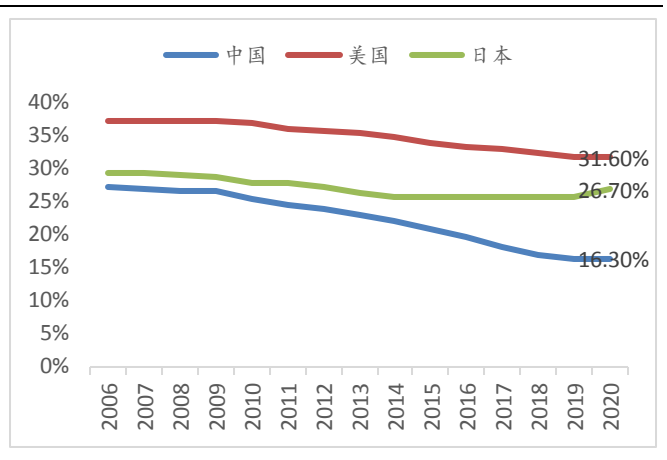
随着养老服务业不断完善，AFH 渠道有待提速：2020 年我国成人失禁用品市场规模 AFH 渠道占比仅为 16.3%，低于日本（26.7%）、美国（31.6%）。随着养老服务制度在我国的完善，会逐步形成以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系，养老服务业的健全将会带动未来 AFH 渠道的提速发展。此外，AFH 渠道也是新进入企业拓展市场份额的好方法，与养老院，药房，医院，政府等机构达成良好供应关系有利于新进入企业的发展，也有利于培养用户习惯。我们观察到在 2020 年疫情影响下，家用零售市场的增速下降了约 11 个百分点（从 30% 下降到 19%），但 AFH 渠道仍然维持了一定的增速提升（从 20% 提升到 22%）。

图 30：2019 年我国养老模式占比



资料来源：《2019 年政府工作报告》，财信证券

图 31：中美日三国成人失禁用品 AFH 渠道占比

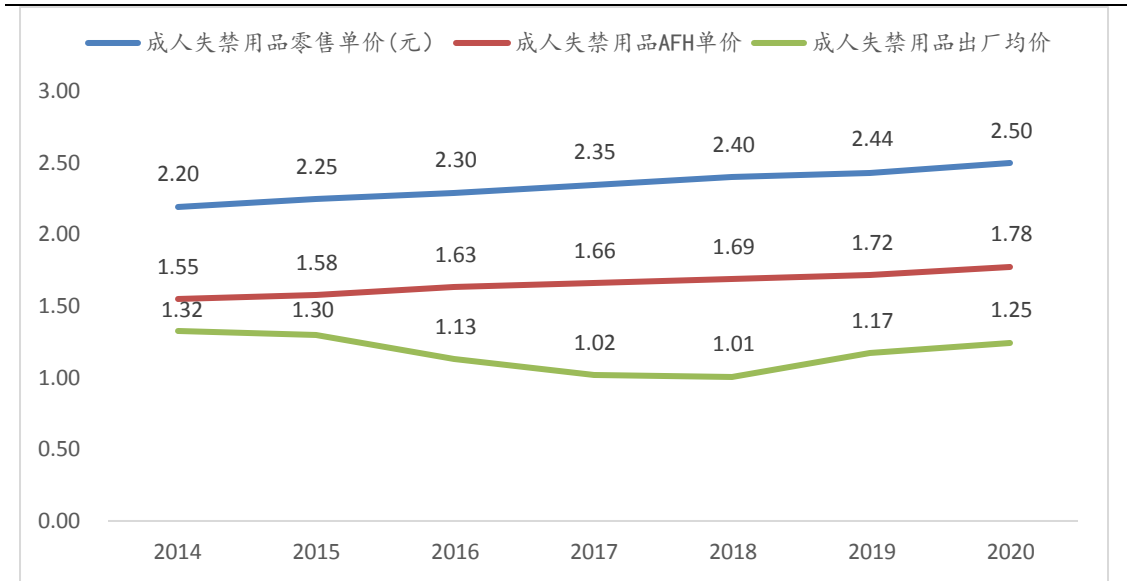


资料来源：Euromonitor，财信证券

#### 4.3 产品价格体系：销售端均价变化同步 CPI，国内厂商价格带更广泛

销售端均价提高，出厂端均价波动下降：根据 Euromonitor 数据，2014-2020 年成人失禁用品零售市场的销售均价从 2.20 元/片上升至 2.50 元/片，售价年均复合提升 2.15%；养老院、医院等 AFH 渠道市场的销售均价从 1.55 元/片上升至 1.78 元/片，售价年均复合提升 2.33%。销售端整体售价呈稳定上升趋势，涨幅与 CPI 基本同步。2014 年-2020 年成人失禁用品的出厂均价从 1.32 元下降至 1.25 元/片，反映出随着市场规模提升和产能扩张，生产效率在不断提升。

图 32：中国成人失禁用品零售、AFH 销售均价、出厂均价变化



资料来源：Euromonitor，财信证券

**国内品牌产品布局完善，价格占优势：**国内品牌如可靠、安而康、周大人等产品矩阵丰富，针对不同产品类型推出了多种系列和型号满足不同需求的人群；相比之下外资品牌尤妮佳乐互宜的产品丰富度一般。价格区间上来看，市场以中端价格竞争为主，价格集中分布在 1.8-2.5 元/片。同类产品中国货品牌的整体价格区间比较广，能够覆盖不同经济条件的人群，例如可靠的成人失禁产品价格区间是从 0.5-4 元/片，而日本品牌乐互宜则是 1.3-4.2 元/片，整体价格偏高一些。

表 8：中国成人失禁用品产品类型及价格概览

品牌	产品类型	产品系列	价格区间
可靠	纸尿裤	加强型、亲肤型、超值型、医护型	2.8-3.8 元/片
	拉拉裤	-	4 元/片
	纸尿片	8 字防漏、加长加宽、妇婴两用巾	0.5-1.8 元/片
	护理垫	加厚型、医护型	2.2 元/片
恒安安而康	纸尿裤	舒适干爽、长效干爽、超值干爽	3.2-3.4 元/片
	拉拉裤	防漏安心、舒柔安心	2.9 元/片
	纸尿片	加长防漏直条型、贴身防漏哑铃型	1.9-2.7 元/片
	护理垫	纤薄护理垫、棉柔护理垫	2-2.7 元/片
维达包大人	纸尿裤	基础型、加强型、夜用型	2.3-3.4 元/片
	拉拉裤	活动裤	2.9 元/片
	纸尿片	-	2 元/片
	护理垫	-	1.3 元/片
康舜周大人	纸尿裤	基本型、加厚款	0.8 元/片
	拉拉裤	基本型、加强型	1.6-2 元/片
	纸尿片	直条型、葫芦型	0.8-1 元/片
	护理垫	经济型、加厚型	1-1.2 元/片

宏达老来福	纸尿裤	黏贴型、尿显型、夜用型、双层导流型	0.8-2.2 元/片
	拉拉裤	内裤型、夜用型	0.8-1.8 元/片
	纸尿裤	直条型、夜用型、蝴蝶型、双背胶型	0.4-1.2 元/片
	护理垫	加厚型、夜用型	0.8-1 元/片
乐互宜	纸尿裤	-	4.2 元/片
	拉拉裤	-	4.1 元/片
	纸尿裤	-	1.3 元/片
	护理垫	-	2.2 元/片

资料来源：天猫，京东，财信证券

## 5 相关公司介绍：建议关注可靠股份、豪悦护理

### 5.1 可靠股份

#### 5.1.1 公司业务多年来保持稳健增长

可靠股份于 2001 年在杭州成立，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，公司的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。公司采用的是“ODM+自主品牌双轮驱动”发展战略。公司的成人失禁产品采用自主品牌，2020 年实现收入 4.29 亿，毛利率为 26.54%。婴儿护理用品和宠物卫生用品则主要采取 ODM 模式为主，2020 年婴儿护理用品业务实现收入 9.39 亿元，毛利率为 20.57%，宠物卫生用品业务实现收入 0.77 亿元，毛利率为 18.82%。另外 2020 年公司在疫情期间大力发展口罩业务，实现收入 1.76 亿元，毛利率为 69.29%。

**总营收增速保持相对稳定：**可靠股份 2020 年实现营收 16.35 亿元，同比+39.31%，2017-2020 年 CAGR 为 27.6%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比+144.72%，2017-2020 年 CAGR 为 72.08%。2021H1 公司实现营收 6.3 亿元，同比-21.14%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比-48.71%。2021 年上半年收入比去年同期下滑了 1.7 亿（从 7.99 亿下降到 6.3 亿）。部分原因是公司 ODM 大客户为东南亚客户，东南亚疫情带来订单下滑，2021 年上半年公司海外收入 3.14 亿元，同比减少约 8000 万；另外 2021 年口罩业务从上年同期的 1.53 亿下降到 0.12 亿，带来了约 1.41 亿收入下滑。这两部分原因合计带来 2.2 亿收入下滑，扣除这两项因素影响后公司 2021 年上半年收入比去年同期增长了 0.6 亿。另外由于口罩业务的毛利率较高（69.23%），因此口罩业务急剧下滑对公司毛利率和净利率的影响较大。

表 9：2017-2021H1 可靠股份财务状况

	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业收入（亿）	7.87	9.06	11.74	16.35	6.30
yoy	-	15.16%	29.52%	39.31%	-21.14%

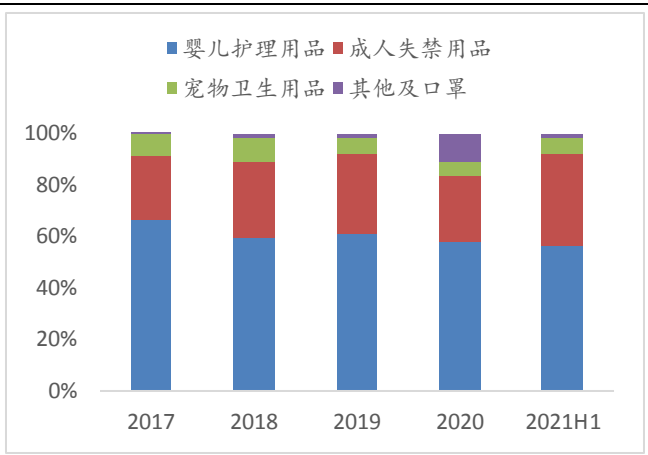
归母净利润（亿）	0.42	0.60	0.87	2.14	0.67
yoy	-	42.58%	46.53%	144.72%	-48.71%
扣非归母净利润（亿）	0.32	0.59	1.03	2.02	0.65
yoy	-	81.87%	74.41%	96.17%	-48.96%
销售毛利率	28.59%	25.47%	27.02%	27.83%	24.05%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 5.1.2 可靠成人失禁用品处于快速发展期

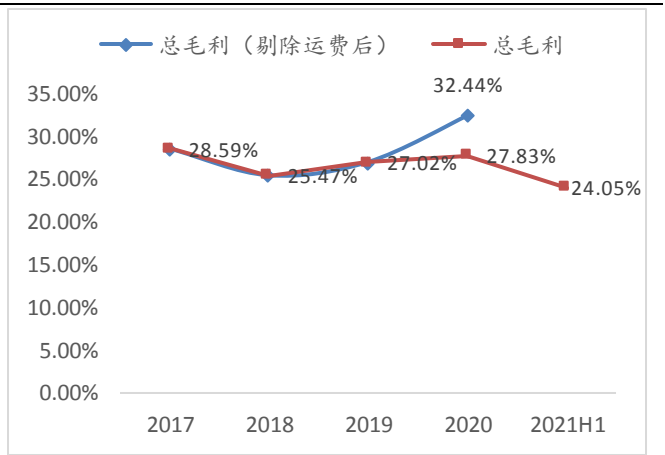
公司成人失禁用品的自主品牌有“安护士”（低端）、“吸收宝”（中端）和“可靠”（高端），覆盖了从轻度失禁、到中度失禁和重度失禁的全系列产品。公司成人失禁产品的占比逐步提升：2017-2020 年可靠股份婴儿护理用品营收占比由 65.92%（5.15 亿元）下降到 57.45%（9.4 亿元），成人失禁用品营收占比从 24.97%（1.95 亿元）上升到 26.24%（4.29 亿元）。2021H1，在总营收下滑 21% 的背景下，成人失禁用品实现了 9.2% 的增长，占比进一步提升到 35.58%。公司将老年人服务和成人失禁用品作为战略投入方向，未来成人失禁用品业务的占比有望进一步提升。

图 33：可靠股份分产品收入结构



资料来源：可靠股份公司公告，财信证券

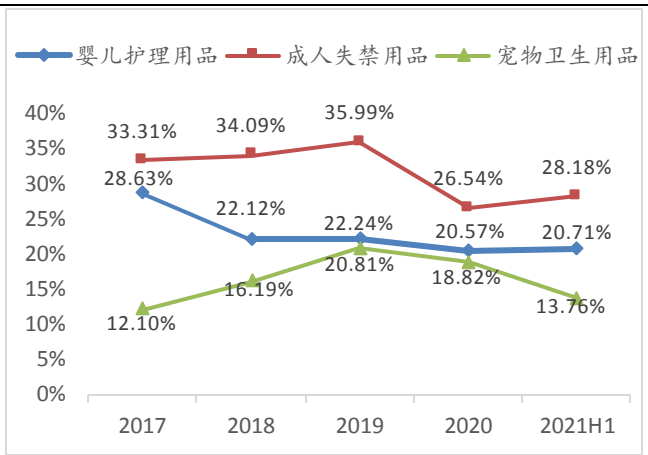
图 34：可靠股份总销售毛利率



资料来源：可靠股份公司公告，财信证券

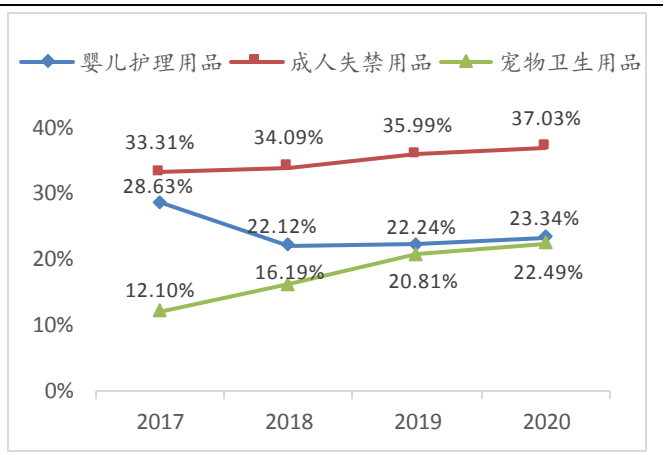
从各子业务的毛利率来看，成人失禁是所有业务中毛利率最高的一项（2020 年剔除运费影响后的毛利为 37.03%），在 2017-2019 年一直稳定在 30% 以上，并且呈逐年上升的态势。2020 年毛利率下滑到 26.54%，是因为会计政策调整，将运费从销售费用中调整到营业成本中。2020 年同口径还原（将运费从营业成本中剔除）的毛利率为 37.03%，较 2019 年进一步提高。2021H1 成人失禁用品的毛利率（包含运费）为 28.18%，略低于 2020 年 H1 的毛利率（28.93%），但高于 2020 年全年的毛利率（26.54%）。

图 35：可靠股份分产品的毛利率（不剔除运费影响）



资料来源：可靠股份公司公告，财信证券

图 36：可靠股份分产品的毛利率（剔除运费影响后）



资料来源：可靠股份公司公告，财信证券

**公司重点打造线上渠道，占比大和毛利高：**可靠的销售渠道主要分线上渠道和线下渠道。公司的线上渠道占比最大，2020 年为 70%，其中发展最快的为自营电商平台和电商超市。2020 年公司的线下渠道占比为 30% 左右，其中又以经销商为主，而来自 KA 客户的收入仅有 965 万，占比为 2.2%。公司着力打造以线上渠道和特殊渠道（医院、养老院、药房等）的，线上渠道占比明显高于行业占比（36%），而 KA 渠道明显低于行业占比（45%），也符合成人失禁用品品牌化和专业化的属性。

表 10：可靠股份自主品牌渠道毛利率分析

	2018		2019		2020	
	营收（万）	毛利率	营收（万）	毛利率	营收（万）	毛利率
线上渠道	18127.4	-	24803.9	-	31403.9	-
自营电商平台	7853.2	38.52%	11182.2	43.12%	16325.1	31.32%
电商超市	6764.9	33.03%	9418.1	35.62%	10328.8	31.15%
线上分销	3509.3	33.06%	4203.6	33.11%	4749.9	20.39%
线下渠道	7308.9	-	6586.5	-	13055.54	-
经销商	4549.9	30.01%	4004.3	32.85%	9849.1	27.63%
KA 客户	1560.1	35.92%	1222.8	39.87%	965.5	26.59%
直营零售	1198.9	31.8%	1359.3	35.45%	2241.00	38.99%
合计	25436.3		31390.4		44459.44	

资料来源：可靠股份招股书，财信证券

### 5.1.3 婴儿卫生用品业务保持稳定增长

**合作客户关系紧密，业务增长稳定：**可靠股份从 2010 年开始与菲律宾 JS 公司正式合作，2011 年以来 JS 在菲律宾婴儿护理用品行业市占率为约 30%，排名第一。目前菲律宾 JS 的采购量中的 50% 来自可靠生产代工，在多年的合作当中，双方成为重要战略合作伙伴，公司为 JS 提供全系列婴儿纸尿裤 ODM 代工服务，占其相关产品采购金额 70%。

2014 年可靠开始为广州杜迪公司（合生元投资成立的专业母婴护理公司）代加工婴

儿护理用品，是杜迪公司的独家供应商，同年与杜迪合资成立可艾公司，其中可靠持股80%，主要为杜迪以及其他品牌企业提供代工服务；2020年杜迪国内市场销售收入3.69亿元，同比增长16.9%。

可靠股份的婴儿护理产品从2017年的5.15亿增长到2020年的9.39亿，年化增速为22.17%，2021年H1，该部分业务实现收入3.54亿，比2020H1年下降约4000万；但主要是因为对东南亚的出口受到疫情影响下滑了8000万（从3.91亿下降到3.14亿，以婴幼儿产品为主）。

**表 11：婴儿卫生用品的 ODM 客户销售收入情况**

	2018		2019		2020	
	营收（百万）	yoy	营收（百万）	yoy	营收（百万）	yoy
菲律宾 JS	332.2	4.4%	403.2	21.4%	567.1	40.6%
杜迪	89.4	842.4%	149	66.66%	228.5	53.4%
万邦健康	73.5	126.1%	109.7	49.3%	114.3	4.1%
杭州沐歆	-	-	33.6	-	40.8	21.5%

资料来源：可靠股份招股书，财信证券

#### 5.1.4 盈利预测和评级

预计公司 2021-2023 年分别实现营收 15.20、18.17、21.49 亿，实现净利润 1.47、1.77、2.18 亿，对应 EPS 分别为 0.54、0.65、0.80 元，对应 PE 分别为 45.06、37.43、和 30.41 倍。在老龄化进程加快的背景下，公司维持线上渠道优势，加速线下渠道布局，成人失禁用品将为公司带来业绩增长动力。综合婴幼儿用品、女性卫生用品的龙头公司估值，考虑到公司在成人失禁用品行业的先发优势，未来将充分受益于行业十年十倍快速发展的红利，给予公司 2021 年 45-50 倍 PE，对应合理估值区间为 24.30-27.00 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 5.2 豪悦护理

### 5.2.1 公司以 ODM 业务为主，海外自主品牌持续推进

豪悦护理的主营业务是专注于妇、幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售业务；以 ODM 业务（2019 营收占比 91.59%）为主，同步进行自营品牌（2019 年营收占比 8.41%）的开发。公司产品主要包括婴儿卫生用品、成人失禁用品、女性卫生用品、非吸收性卫生用品（包括湿巾、棉柔巾、口罩等）。2020 年公司婴儿卫生用品业务实现收入 16.67 亿元，毛利率为 33.08%；成人卫生产品（包括成人失禁用品和女性卫生用品）实现收入 6.16 亿，毛利率为 36.23%；非吸收性卫生用品业务实现收入 2.62 亿元，毛利率为 62.67%。同时公司充分发挥研发创新和产能优势，在东南亚市场推广自主品牌复合芯体结构婴儿尿裤产品，期望以此为基础逐步提升自主品牌影响力。



**营收业绩有所回落，整体平稳发展：**豪悦护理 2020 年实现营收 25.91 亿元，同比增长 32.66%，2017-2020 年间 CAGR 为 50.44%；实现归母净利润 6.02 亿元，同比增长 90.9%，CAGR 为 107.89%，增速亮眼。2021H1 公司实现营收 10.85 亿元，同比-21.72%，实现归母净利润 1.92 亿元，同比-48.76%。公司营收和利润下滑的主要原因是高毛利的口罩收入减少，2021H1 非吸收性用品营收为 0.32 亿，较上年同期减少了 2.19 亿；同时公司加大产品推广和广告投放力度，2021H1 销售费用率为 5.91%，较上年同期提高了 1.08 个百分点。

表 12：2017-2021H1 豪悦护理财务状况

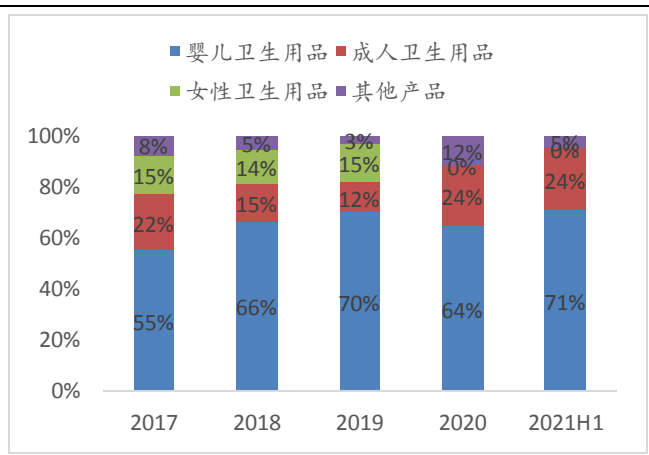
	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业收入（亿）	7.61	14.5	19.53	25.91	10.85
yoy	63.69%	90.48%	34.76%	32.64%	-21.72%
归母净利润（亿）	0.67	1.85	3.15	6.02	1.92
yoy	202.41%	176.19%	70.35%	90.90%	-48.76%
扣非归母净利润（亿）	0.63	1.80	3.08	5.76	1.73
yoy	390.39%	186.41%	70.66%	87.24%	-52.71%
销售毛利率	26.88%	26.57%	30.36%	36.93%	30.50%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 5.2.2 各业务线保持稳定增长

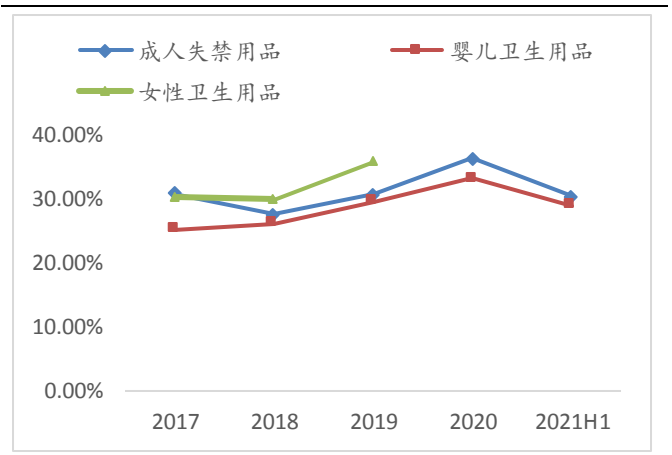
**婴儿卫生用品占比大，成人失禁用品毛利高：**分产品来看，2020 年公司婴儿卫生用品、成人卫生用品、其他产品营收占比分别为 64%、24%和 12%。由于 ODM 客户包括凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽等众多国内优质婴儿纸尿裤品牌，公司的婴儿卫生用品占比较大。2017-2020 婴儿卫生用品规模 CAGR 为 58.46%，是优质的婴儿卫生用品 ODM 企业。2020 年开始公司将女性卫生用品和成人失禁用品合并为成人卫生用品，当年成人卫生用品实现收入 6.16 亿，同比增长 17.78%。在合并前的报表中，成人失禁用品为主营业务中毛利率最高的，2020 和 2021H1 的毛利分别为 36.23%和 30.31%。

图 37：豪悦护理分产品看营收情况



资料来源：豪悦护理公司公告，财信证券

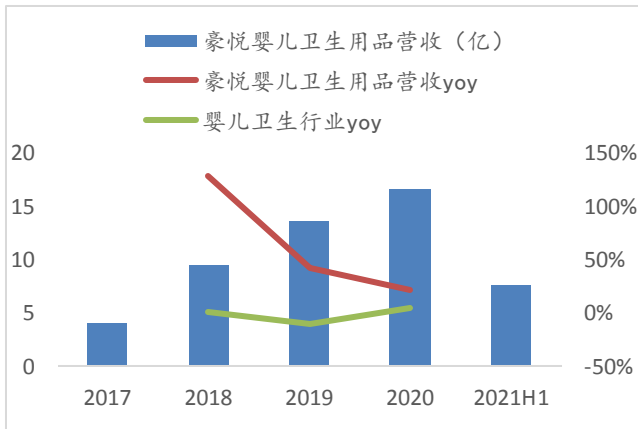
图 38：豪悦护理分产品看毛利率



资料来源：豪悦护理公司公告，财信证券

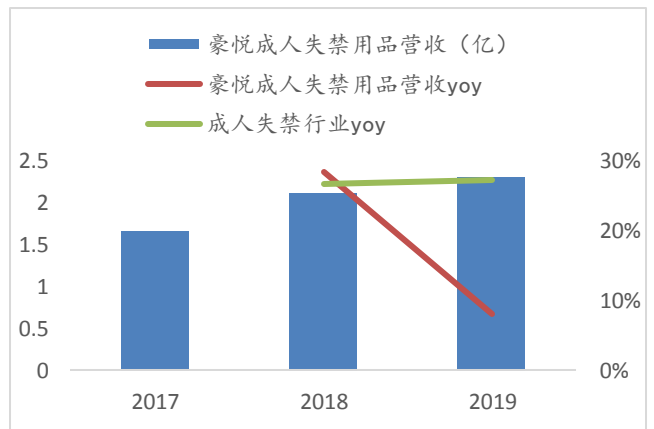
**各业务线平稳发展：**2017-2020 年豪悦护理的婴儿卫生用品的营收增速呈下降趋势，至 2020 年增速为 22.3%，但仍大大超过婴儿卫生用品行业增速（2020 年为 5%）。2017-2019 年豪悦成人失禁产品增速相对不高，2019 年实现收入规模 2.3 亿。根据 Euromonitor 统计数据，当年行业零售端市场规模为 43 亿，自有品牌排名第一位可靠股份，营收规模 3.7 亿；第五为金佰利，营收规模 0.86 亿。

图 39：豪悦婴幼儿纸尿裤品营收及其增速



资料来源：豪悦护理公司公告，财信证券

图 40：豪悦成人失禁产品营收及其增速



资料来源：豪悦护理公司公告，财信证券

### 5.2.3 盈利预测和评级

预计公司 2021-2023 年分别实现营收 26.13、30.25、35.78 亿，实现净利润 4.59、5.37、6.73 亿，对应 EPS 分别为 2.89、3.38、4.23 元，对应 PE 分别为 17.72、15.15、和 12.11 倍。预计未来随疫情逐渐控制，公司募投项目逐步达产，ODM 订单恢复增长，公司的产量和业绩也有望恢复稳健。在老龄化程度加剧的背景下，成人失禁用品业务也将为公司带来业绩增长动力。作为个护 ODM 制造龙头，参考可比同行上市公司估值水平，给予公司 2021 年 20-22 倍 PE，对应合理估值区间为 57.74-67.51 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

风险提示：行业竞争加剧，政策力度不及预期，原料价格持续上涨。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438