

## 静待行业东风至，国货崛起正当时

### ——成人失禁用品行业深度报告

推荐|维持

#### 报告要点:

● **行业概况：低渗透、高增长、低集中度，等待政策进一步催化**  
**整体情况：**成人失禁用品行业规模小但增速快，2021年市场规模75亿元，在过去十年CAGR为23.2%，是吸收性用品行业增速最快的赛道；产品中搭扣式纸尿裤消费量占比最高，使用者多为重度失禁者。  
**需求端：**消费者增长来源于中国人口老龄化及失能老人比例增加，政策端长护险政策是渗透率提升的重要催化因素，我们预计加速渗透的情况下2025/2030年市场规模分别将达162/408亿元，对应4/9年CAGR为21.2%/20.7%。  
**供给端：**目前市场格局未定，主要玩家为国内品牌；行业CR5仅25%，区域性品牌仍有生存空间。  
**发展趋势：**产品升级，单价达成成熟市场水平；渠道端线上渠道份额持续扩大。

● **日本成人失禁用品市场：行业催化看政策，公司突围靠产品**  
**行业成长主线是人口老龄化，催化是介护险：**日本于20世纪60年代进入轻度老龄化社会，于1963年开始制定与老人福利相关的政策，期间经历过一系列变革，最终于2000年开始实行介护险政策。介护险为失能人群介护辅具（含成人失禁用品）的报销使得日本成人失禁用品迎来了快速增长；2001-2006年销量CAGR为13.7%（1996-2001为6.0%）；且随着老龄人口的增多，日本成人失禁用品行业规模已超过婴儿护理和女性卫生用品总和。

**龙头铸就靠开拓新兴市场降本增效，业务专精亮点在全产品矩阵及早期消费者教育：**尤妮佳是日本第一，全球前三的吸收性卫生用品商。复盘其发展过程，我们发现尤妮佳首先在日本取得先发优势，其次通过专精主业以及不断的进入新兴市场国家来实现降本增效。聚焦到其成人失禁业务，其能满足不同群体需求的全产品矩阵以及早期对轻度失禁者的消费者教育是其业务取得成功的主要亮点。

● **国内玩家：ODM驱动成长，自有品牌厚积薄发**

**可靠股份**是中国成人失禁用品市场龙头，2020年营收16.4亿元，2018-2020年CAGR为34.3%，其中成人失禁用品业务4.3亿元，市场份额为8.3%。业务亮点：1)完善的品牌矩阵；2)渠道端抓紧线上渠道以及离家市场。

**豪悦护理**是以ODM为主的个护商，2020年营收25.9亿元，2019年成人失禁用品营收2.3亿元。业务亮点：1)研发复合芯体带来国内外知名品牌合作；2)ODM业务产能扩张带来更多高质量的大客户，进而实现整体业务的降本增效。

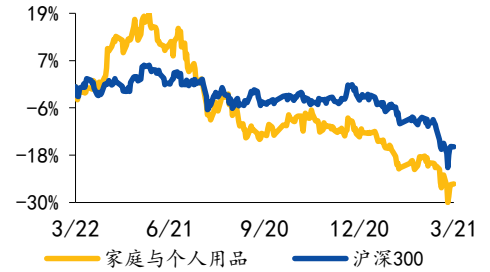
#### 投资建议

相较于婴儿护理/女性卫生用品，成人失禁用品行业国外品牌并无很强的先发优势，目前市场以可靠股份、恒安国际等国内公司为主。我们看好国货品牌对本土市场的深耕能力以及中高端品牌后期的发展能力。建议关注：可靠股份、豪悦护理、恒安国际。

#### 风险提示

疫情防控风险；政策风险；宏观经济风险；行业竞争加剧导致盈利下降风险；原材料价格上涨风险。

#### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 徐偲  
 执业证书编号 S002052105003  
 电话 021-51097188  
 邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 余倩莹  
 电话 021-51097188  
 邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

## 目 录

1.行业概况：政策人口双驱动，成人失禁用品市场高速增长 .....	5
1.1 整体情况：规模小但增速快，使用者主要为重度失禁者 .....	5
1.2 需求端：人口老龄化增加用户数量，政策有望加速市场渗透 .....	6
1.3 供给端：格局未定，国货崛起 .....	10
1.4 发展趋势：产品高端化，渠道线上化 .....	11
1.4.1 消费升级带来产品升级，平均单价已达成熟市场水平 .....	11
1.4.2 电商渠道份额扩大，离家市场保持增长 .....	13
2.借鉴日本成人失禁市场：催化看政策，突围靠产品 .....	14
2.1 整体市场：主线是人口老龄化，催化是介护险 .....	14
2.2 尤妮佳：开拓市场以降本增效，业务专精终成龙头 .....	19
2.2.1 成长复盘：集中发展吸收性卫生用品业务，稳步扩张海外市场 .....	21
2.2.2 龙头启示录：全产品矩阵，早期消费者教育 .....	24
3.国内玩家对比：ODM 驱动成长，自有品牌厚积薄发 .....	26
3.1 可靠股份：行稳致远的国产成人失禁用品龙头 .....	26
3.1.1 产品品类：婴儿护理用品占比最大，成人失禁业务盈利能力较强 .....	28
3.1.2 业务模式：ODM 为主，绑定海外客户；自主品牌为辅，线上渠道发力 .....	29
3.1.3 业务亮点：研发投入打造产品矩阵，渠道变革顺应市场结构 .....	31
3.2 豪悦护理：以 ODM 模式为主的个人卫生护理制造商 .....	33
3.2.1 产品品类：核心业务是婴儿卫护，成人卫生用品持续增长 .....	34
3.2.2 业务亮点：注重研发创新产品，产能扩张绑定优质客户 .....	36
4.风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1：中国吸收性卫生用品市场规模及增速（单位：亿元） .....	5
图 2：中国 65 岁以上人口占比增加 .....	7
图 3：我国失能/半失能老人占老人比例比增加 .....	7
图 4：世界各国长护险主要模式及相关政策 .....	7
图 5：2019 年中国成人失禁用品渗透率仅 5% .....	9
图 6：各国成人失禁用品市场规模对比（单位：亿美元） .....	9
图 7：2021 年中国成人失禁用品市场公司格局 .....	10
图 8：中国、美国、日本成人失禁市场 CR5 对比 .....	10
图 9：2021 年中国成人失禁用品市场品牌格局 .....	11
图 10：中国吸收性卫生用品 CR3 .....	11
图 11：零售市场成人失禁用品单价及市场规模 .....	12
图 12：离家市场成人失禁用品单价及市场规模 .....	12
图 13：中国成人失禁用品平均出厂价（单位：元/片） .....	12
图 14：中国成人失禁用品产量及结构占比（单位：亿片） .....	13

图 15: 中国成人失禁用品消费量及结构占比 (单位: 亿片) .....	13
图 16: 中国成人失禁用品零售市场结构 (单位: %) .....	13
图 17: 中日美三国成人失禁用品零售市场渠道结构对比 (单位: %) .....	13
图 18: 成人失禁用品离家市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	14
图 19: 养老机构数量增多 .....	14
图 20: 日本成人失禁用品市场占吸收性卫生用品比例随老年人口增多而增加 .....	15
图 21: 日本成人失禁用品市场规模 (单位: 十亿日元) .....	15
图 22: 日本介护保险实施之前老年人相关福利政策复盘 .....	16
图 23: 日本介护保险制度机制 .....	17
图 24: 日本介护险被保险人数 (单位: 万人) .....	17
图 25: 日本介护险被保险人需要介护/支援人数 (单位: 万人) .....	17
图 26: 1993-2017 年日本成人失禁用品总销售量 .....	18
图 27: 1997-2006 年日本成人失禁用品生产量 (单位: 百万片) .....	18
图 28: 2011-2020 年日本成人失禁用品生产量 (单位: 百万片) .....	18
图 29: 中国 65 岁以上人口数量远超其他国家 (单位: 万人) .....	19
图 30: 尤妮佳个人护理产品主要地区 .....	21
图 31: 尤妮佳复盘 .....	22
图 32: 尤妮佳研究人均 GDP 与对应市场的关系 .....	23
图 33: 1992-2000 年尤妮佳盈利能力增强 (单位: 十亿日元) .....	23
图 34: 2002-2010 年公司营收结构 (单位: 十亿日元) .....	23
图 35: 尤妮佳成人失禁用品业务在该时期得到发展 .....	23
图 36: 尤妮佳吸收性卫生用品在不同市场份额变化 .....	24
图 37: 中东及非洲成人失禁用品市场 2021 年 CR8 市占率变化情况 .....	24
图 38: 尤妮佳研发费用整体趋势上升并打造出多产品矩阵 .....	25
图 39: 1997 年 Lifree 开通成人护理服务热线 .....	26
图 40: 公司 2018 年研发 NAVI 聊天机器人为消费者科普 .....	26
图 41: 尤妮佳日本成人失禁市场份额持续增长 .....	26
图 42: 可靠股份发展历程 .....	27
图 43: 可靠股份股权结构图 (截至 2022 年 3 月) .....	27
图 44: 可靠股份营业收入及归母净利润 (单位: 亿元) .....	28
图 45: 可靠股份整体业务毛利率及净利率 .....	28
图 46: 可靠股份主营业务收入情况 (单位: 亿元) .....	29
图 47: 2020 年主营收入增长驱动拆分 .....	29
图 48: 可靠股份主营业务毛利润结构 (单位: 亿元) .....	29
图 49: 可靠股份主营业务毛利率情况 .....	29
图 50: 可靠股份主营业务按业务模式划分 (单位: 亿元) .....	30
图 51: 可靠股份 2020 年主营业务收入按业务模式划分结构 (单位: 亿元) .....	30
图 52: 可靠股份研发费用率远超同行业对比 .....	31
图 53: 可靠股份与同行业专利数对比 (单位: 个) .....	31
图 54: 中国成人失禁用品市场渠道占比变化 (单位: 亿元) .....	32
图 55: 可靠股份线上销售收入 (单位: 亿元) .....	32

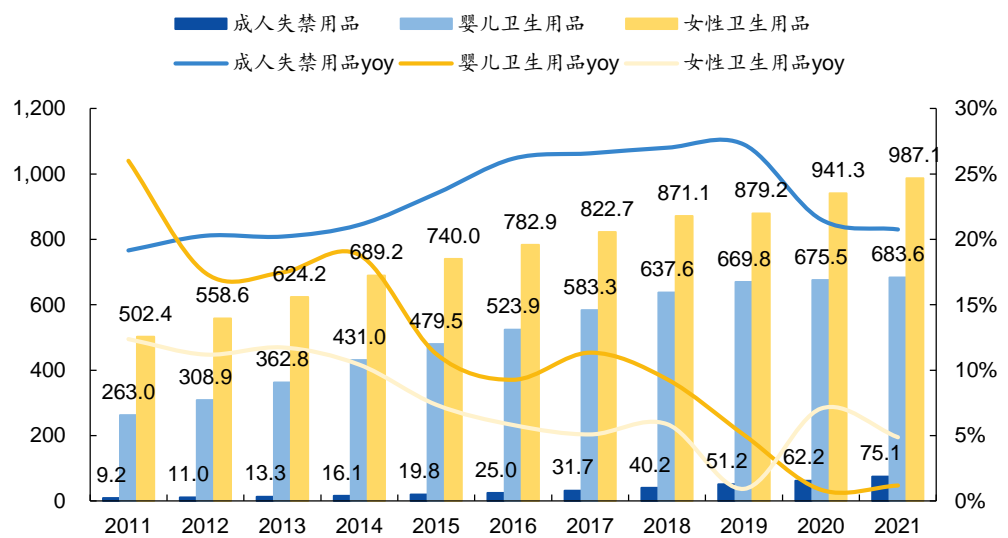
图 56: 可靠股份与众多医药流通公司建立战略合作关系 .....	32
图 57: 豪悦护理发展历程.....	33
图 58: 豪悦护理股权结构图 (截至 2022 年 3 月) .....	33
图 59: 豪悦护理营业收入及归母净利润及增长 (单位: 亿元) .....	34
图 60: 豪悦护理期间费用率 .....	34
图 61: 豪悦护理整体毛利率及净利率 .....	34
图 62: 豪悦护理主营业务收入及增长情况 (单位: 亿元) .....	35
图 63: 2020 年豪悦护理主营业务收入增长拆分 (单位: 亿元) .....	35
图 64: 豪悦护理主营业务毛利润结构 (单位: 亿元) .....	36
图 65: 豪悦护理分业务毛利率 .....	36
图 66: 豪悦护理研发费用稳步上升 (单位: 亿元) .....	37
图 67: 2020 豪悦护理研发人员数量 (单位: 人) .....	37
图 68: 豪悦护理 ODM 业务收入占比 (单位: 亿元) .....	37
图 69: 豪悦护理前五大客户业务收入及占比 (单位: 亿元) .....	37
图 70: 豪悦护理产能持续增长 (单位: 亿片) .....	38
图 71: 豪悦护理人工、制造费用占主营业务成本不断降低.....	38
表 1: 成人失禁用品种类及产品情况 .....	6
表 2: 我国长期护理保险试点城市范围逐步扩大 .....	8
表 3: 中国成人失禁用品市场规模测算相关假设 .....	9
表 4: 中国成人失禁用品市场规模测算.....	10
表 5: 中国成人失禁用品主要品牌及相关信息.....	11
表 6: 尤妮佳发展历程 .....	19
表 7: 尤妮佳主要吸收性卫生用品品牌及市占率 .....	20
表 8: 尤妮佳所参与主要市场 .....	20
表 9: 尤妮佳在该段时期进入不同国家市场 .....	22
表 10: 尤妮佳推出成人失禁用品时间点.....	25
表 11: 可靠股份主营业务介绍.....	28
表 12: 可靠股份成人失禁用品品牌及可靠企业研究院.....	31
表 13: 豪悦护理主营业务介绍 .....	35
表 14: 豪悦护理研发复合芯体与木浆芯体对比.....	36
表 15: 豪悦护理部分合作品牌 .....	37

## 1.行业概况：政策人口双驱动，成人失禁用品市场高速增长

### 1.1 整体情况：规模小但增速快，使用者主要为重度失禁者

**吸收性卫生用品行业增速最快赛道。**中国吸收性卫生用品主要可分为女性卫生用品、婴儿纸尿裤及成人失禁用品三大细分赛道，女性卫生用品/婴儿纸尿裤/成人失禁用品市场规模分别从 2011 年的 502.4/263.0/9.2 亿元增至 2021 年的 987.1/683.6/75.1 亿元，对应过去十年的复合增长率分别为 7.7%/12.5%/23.2%，2021 年占吸收性卫生用品市场份额分别为 56.5%/39.2%/4.3%。成人失禁用品市场占比较小但是在过去十年中增速最快。

图 1：中国吸收性卫生用品市场规模及增速（单位：亿元）







资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

注：成人失禁用品市场包括离家市场（医院及保健护理机构）及零售市场

**搭扣式纸尿裤是当前成人失禁用品市场最主要的产品，对应消费群体为重度失禁者。**中国成人失禁用品主要包括成人纸尿裤、护理垫及纸尿裤（含搭扣式及拉拉裤）三种。三种产品中以成人纸尿裤吸收量最大、功能最全面，但价格也相对较贵。据中国生活用纸年鉴统计，2019 年成人纸尿裤出厂均价为 1.5 元/片，远超过纸尿裤（0.64 元/片）和护理垫（0.73 元/片）；市场规模方面，2019 年成人纸尿裤占总成人失禁用品市场的 83.1%，纸尿裤消费品类又以搭扣式纸尿裤为主，这说明使用者中重度失禁者占绝大多数。

**表 1：成人失禁用品种类及产品情况**

产品种类	适用对象	产品特点	平均出厂价 (2019)	市场规模占比 (2019)	图示
纸尿裤	中重度失禁者	使用方法与传统棉质尿布相似， 价格较为便宜 吸收量约为 2-3 次小便量	0.64 元/片	5.5%	
护理垫	辅助使用	置于身下使用，也可搭配纸尿裤 /纸尿裤使用	0.73 元/片	11.4%	
搭扣式 纸尿裤	重度失禁者	增加防漏功能、吸收能力强、可 调节腰围 吸收量约为 1-2 次（薄型）和 4-5 次（厚型）小便量 目前消费量占比最大	1.5 元/片	83.1%	
内裤型 (拉拉裤)	轻、中度 失禁者	穿脱方便、腰部弹性大、价格最 贵 吸收量约为 3-4 次小便量			

资料来源：Lifree 官网，《京东成人纸尿裤白皮书》，中国生活用纸统计年鉴，头豹研究院，国元证券研究所

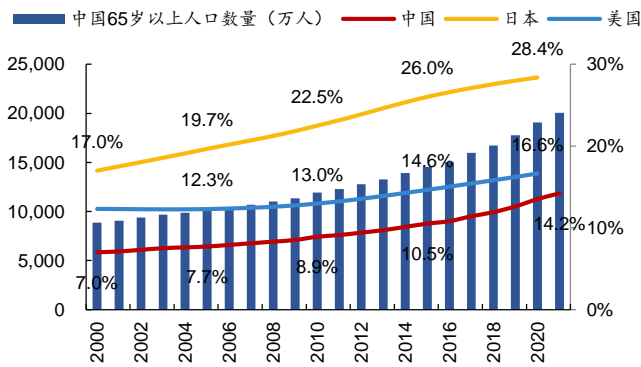
## 1.2 需求端：人口老龄化增加用户数量，政策有望加速市场渗透

### ➤ 用户增长：老年人口增加，失能群体占比上升

**中国人口老龄化比率增高，潜在用户增长。**成人失禁用品使用者一般为老年失禁者和残疾失禁者，其中老年失禁者为主要目标消费群体。2021 年中国 60/65 岁以上人口数量分别达 2.7/2.0 亿，对应占总人口比例达 18.9%/14.2%。据国家统计局测算，2025 年 65 岁及以上的老年人将超过 2.1 亿，对应占总人口数比例约 15%；2050 年中国 60 岁以上老年人将接近 5 亿，其中 65 岁以上接近 3.8 亿人，占总人口比例 27.9%。

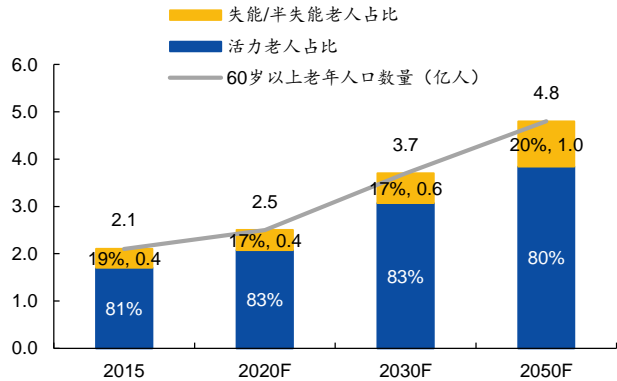
**失能/半失能老年人占比持续增加。**据 2017 年中国老年消费习惯白皮书披露，中国 2015 年全国城乡失能、半失能老人约 4063 万人，占全体老年人口比例达 19%。由于我国养老机构发展仍然较为滞后，老年人护理服务供给不足，因而形成了失能/半失能老人长期护理服务供需失衡的局面，预计 2030/2050 年失能/半失能老人占比将分别增至 17%/20%。

图 2：中国 65 岁以上人口占比增加



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：我国失能/半失能老人占老人比例比增加



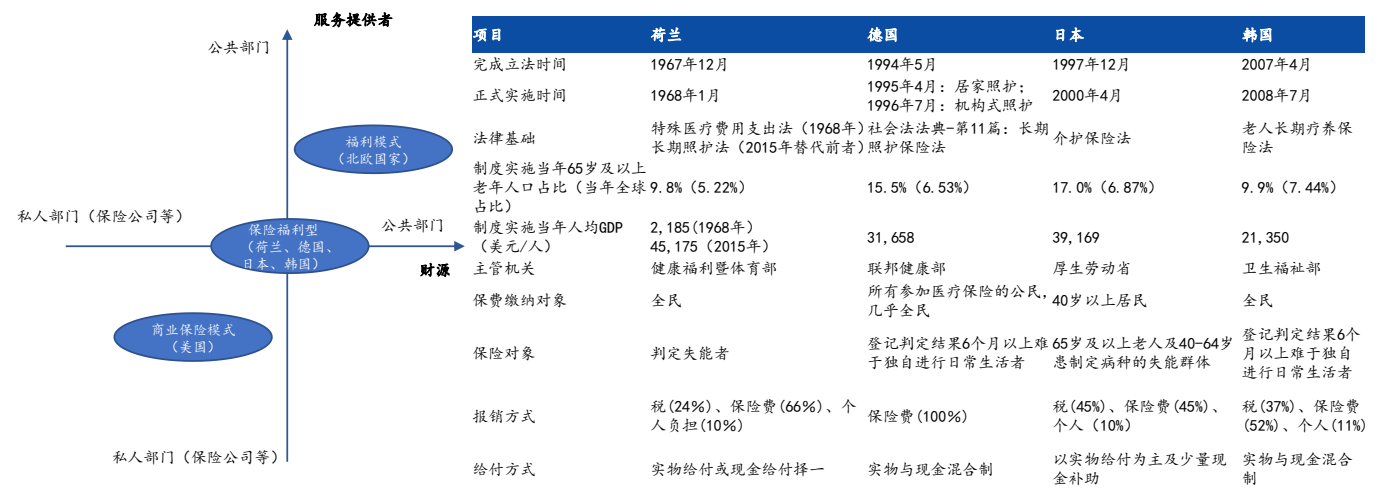
资料来源：2017 年中国老年消费习惯白皮书，国元证券研究所

➤ 政策：长护险试点铺开，市场有望加速渗透

中国长护险政策偏向个人政府齐驱动的保险福利型。长期护理保险制度被称为社保“第六险”，通常是指以社会互助共济的方式进行资金筹集，对评估认定符合失能标准的参保人员，为其基本生活照料和与其密切相关的医疗护理服务或资金保障的社会保险制度。

目前已经确立较为典型的长期护理保障制度有三种：福利模式（资金来源于税收且服务由官方提供，以北欧国家为主）、商业保险模式（资金来源于保险费且服务由商业保险提供）以及保险福利型（资金或服务同时来源于保费和税收，以荷兰、德国、日本、韩国为主）。中国长护险政策偏向于保险福利型，以上海为例，其目前为需求护理者提供社区居家照护、养老机构护理、住院医疗护理等服务，并且给予 85% 以上的报销，资金筹集主要来源于职工医保统筹基金及居民医保统筹基金。

图 4：世界各国长护险主要模式及相关政策



资料来源：维基百科，Wind，林志鸿教授，国元证券研究所

**试点范围逐步扩大，政策落地将促进成人失禁用品市场渗透。**我国于2016年6月开始试点长期护理保险，首批试点共15个城市；2020年9月，试点城市增至49个，截至2021年8月，全国试点城市参保人数达1.34亿人，累计享受待遇人数152万人。以福建晋江市为例，其最高可以为失能对象提供每年3600元的辅助器具补助（护理床、轮椅等）和每月300元的耗材补助（成人失禁用品）。但当前中国筹资、评定、给付体系均尚未达到全国统一，各试点政策有所不同，预计当全国统一政策进一步落地，失能辅具（护理床、成人失禁用品等）全面纳入补助报销范围时，我国成人失禁用品渗透率会加速提升。

**中国市场渗透率远低于世界平均水平，成长空间大。**受文化影响，中国成人失禁人群较为保守，使用失禁护理用品的意愿较低，2019年中国成人失禁用品市场渗透率仅为5%，远低于世界平均水平（12%）及日本（80%）、北美（60%）等发达国家和地区。就市场规模来看，中国成人失禁用品2021年市场规模为11.6亿美元，占全球总额的7.1%，是美国/日本对应市场总额的28.2%/43.9%，成长空间巨大。

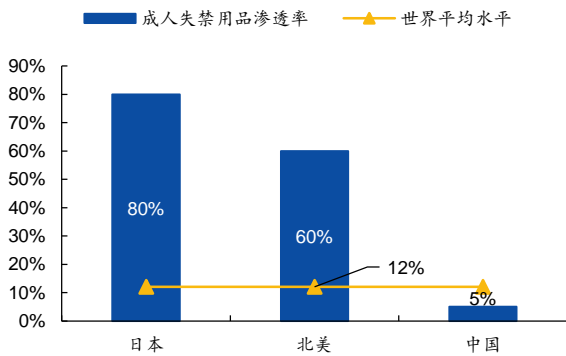
**表 2：我国长期护理保险试点城市范围逐步扩大**

所属省份	2016年6月成为试点	期间吉林省和山东省作为试点重点联系省份	所属省份	2020年9月成为试点
河北省	承德市		北京市	石景山区
吉林省	长春市	吉林市、通化市、松原市、梅河口市、珲春市	天津市	天津市
黑龙江省	齐齐哈尔市		山西省	晋城市
上海市	上海市		内蒙古自治区	呼和浩特市
江苏省	南通市、苏州市		辽宁省	盘锦市
浙江省	宁波市		福建省	福州市
安徽省	安庆市		河南省	开封市
江西省	上饶市		湖南省	湘潭市
山东省	青岛市	济南市、淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市、菏泽市	广西壮族自治区	南宁市
湖北省	荆门市		贵州省	黔东南布依族苗族自治州
广东省	广州市		云南省	昆明市
重庆市	重庆市		陕西省	汉中市
四川省	成都市		甘肃省	甘南藏族自治州
新疆维吾尔自治区	石河子市		新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市

资料来源：国家医保局，国元证券研究所

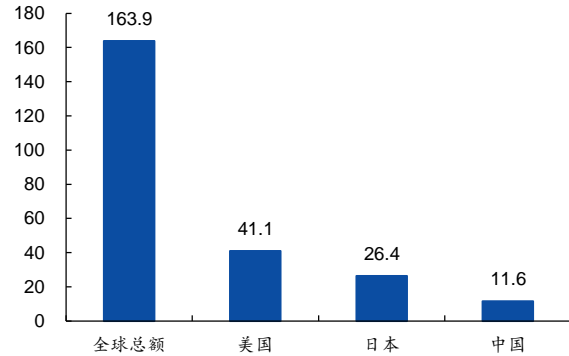


图 5：2019 年中国成人失禁用品渗透率仅 5%



资料来源：GIR，国元证券研究所

图 6：各国成人失禁用品市场规模对比（单位：亿美元）



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

预计中国成人失禁用品市场将从 2021 年的 75.1 亿增至 2030 年的 408.3 亿元，CA GR 为 20.7%。失能群体方面，我们预测时仅假设 60 岁以上失禁群体为成人失禁用品的需求者进行测算。渗透率方面，我们假设该市场是一个加速渗透的过程，故假设市场渗透率每年较前年增长比前年多 0.2pct。在平均消费额方面，因中国成人失禁用品零售市场及离家市场单价均逼近日本、美国等发达国家水平，故假设单人平均消费额不再随年份增长，每人每年消费额约为 3397 元，折合每日约为 9.44 元（约 4-5 片成人失禁产品）。根据我们的测算，中国成人失禁用品市场规模或将于 2025/2030 年分别达 162/408 亿元，对应 4/9 年 CAGR 分别为 21.2%/20.7%。

表 3：中国成人失禁用品市场规模测算相关假设

项目	假设内容
总人口数量	2021 年人口数量参考 2021 年中国实际人口数量；增长率参考联合国贸易和发展会议 2019 年对中国未来所估计
65 岁及以上人口比例	参考 2020 年中国发展报告中相关数据
失能群体人数占 65 岁及以上老年人比例	参考中国老龄科学研究中心披露 2020 年 11 月数据
渗透率	目前为 5%，判断市场处于快速成长期，处于加速渗透状态
单人平均消费额	根据 2021 年实际市场规模数据测算得出，由于当年我国成人失禁用品单价已基本与美、日等成熟市场相近，故假设单人平均消费额保持不变

资料来源：国家统计局，联合国贸易和发展会议，2020 中国发展报告，Euromonitor International，中国老龄科学研究中心，国元证券研究所

表 4：中国成人失禁用品市场规模测算

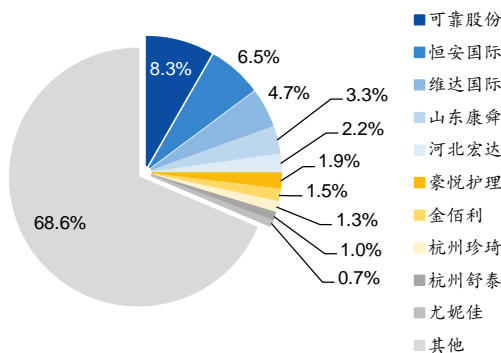
	2021 年	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口数量(万人)	141, 260	141, 676	142, 034	142, 340	142, 599	142, 813	142, 980	143, 102	143, 184	143, 228
总人口增长率		0.29%	0.25%	0.22%	0.18%	0.15%	0.12%	0.09%	0.06%	0.03%
65 岁及以上人口比例	14.2%	14.4%	14.6%	14.8%	15%	15.6%	16.2%	16.8%	17.5%	18%
65 岁及以上人口数量 (万人)	20058.9	20383.7	20713.7	21049.1	21389.9	22247.5	23139.5	24067.3	25032.3	26036.0
失能群体占 65 岁以上老人比例										22.0%
失能群体人数 (万人)	4, 419	4, 491	4, 564	4, 637	4, 713	4, 901	5, 098	5, 302	5, 515	5, 736
渗透率	5.0%	6.0%	7.1%	8.5%	10.1%	11.8%	13.8%	16.0%	18.4%	21.0%
单人平均消费额(元/年)										3397.02
市场规模 (亿元)	75.1	91.3	110.8	134.4	162.2	195.7	238.1	287.3	343.8	408.3

资料来源：国家统计局，联合国贸易和发展会议，2020 中国发展报告，Euromonitor International，中国老龄科学研究中心，国元证券研究所测算

### 1.3 供给端：格局未定，国货崛起

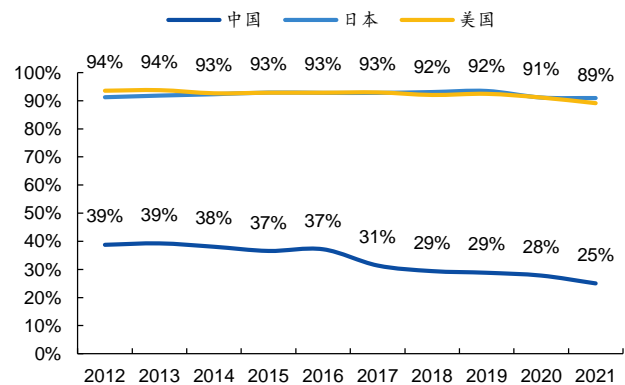
公司 CR5 为 25%，集中度呈现下降趋势。中国成人失禁市场处于快速发展期，当前行业龙头为杭州可靠股份（市场份额为 8.3%），其次是恒安国际（6.5%）、维达国际（4.7%）。相较于格局稳定的美国、日本市场，我国市场仍处于发展初期，行业集中度较低，CR5 为 25%。且因行业门槛较低，先发优势较弱，行业集中度整体呈下降趋势。

图 7：2021 年中国成人失禁用品市场公司格局



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

图 8：中国、美国、日本成人失禁市场 CR5 对比



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

国货崛起，区域性品牌亦有生存空间。品牌端来看，因婴儿及女性卫生用品市场快速发展时中国还没有成熟的品牌能与宝洁、金佰利、尤妮佳等全球个护龙头竞争，两市场龙头品牌基本都属于国外企业。而中国成人失禁市场较为明显的特点是国货崛起，本土品牌可靠、安尔康市场份额较大；国际性品牌如得伴、乐互宜、安顾宜、添宁售价偏高但整体份额较小；而区域性品牌如周大人（山东康舜）、老来福（河北宏达）也可通过使用低成本原材料降低售价的方式获得一定的市场份额。

图 9：2021 年中国成人失禁用品市场品牌格局

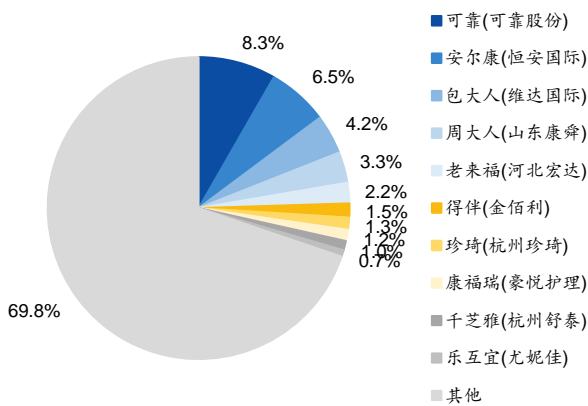
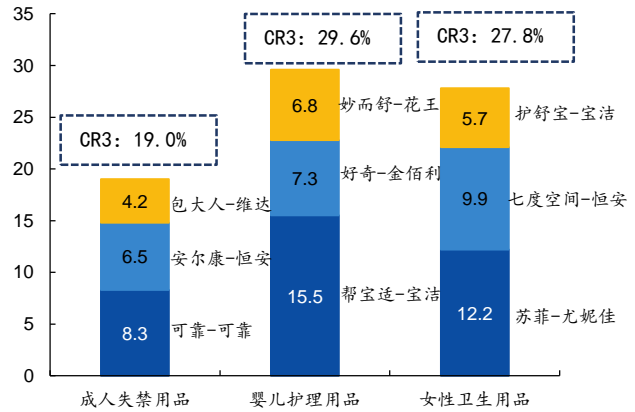


图 10：中国吸收性卫生用品 CR3



资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

表 5：中国成人失禁用品主要品牌及相关信息

主要品牌	所属公司	公司进入中国市场时间	2021 年品牌市场份额	L 码搭扣式成人纸尿裤价格 (元/片)
可靠	可靠股份	2008	8.3%	4.82
安尔康	恒安国际	2000	6.5%	4.16
包大人	维达国际	1995	4.2%	3.24
周大人	山东康舜	2016	3.3%	1.31
老来福	河北宏达	2010	2.2%	1.11
得伴	金佰利	2008	1.5%	5.56
珍琦	杭州珍琦	2004	1.3%	1.05
康福瑞	豪悦护理	-	1.2%	2.50
千芝雅	杭州舒泰	2011	1.0%	3.20
乐互宜	尤妮佳	2009	0.7%	4.24
白十字	豪悦护理	-	0.7%	3.56
唯尔福	上海唯尔福	-	0.6%	3.24
安顾宜	日本制纸集团	2015	0.5%	5.99
添宁	维达国际	2009	0.5%	4.75

资料来源：各品牌天猫旗舰店, 国元证券研究所

注：数据来源于销量最高的链接，时间为 2022 年 3 月 21 日；红色字体标注的是国际性品牌

## 1.4 发展趋势：产品高端化，渠道线上化

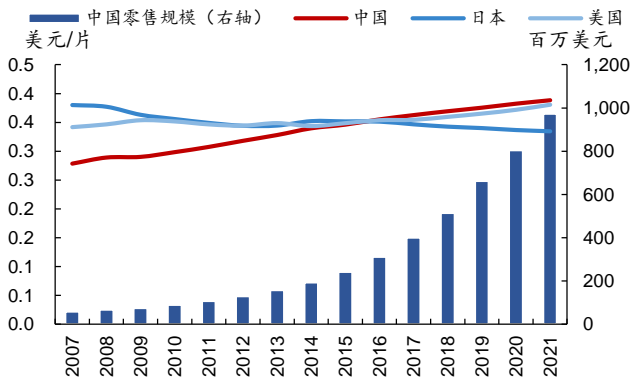
### 1.4.1 消费升级带来产品升级，平均单价已达成熟市场水平

分应用市场看，中国成人失禁用品零售市场及离家市场单价均已达日本、美国等发达国家水平。伴随着中国成人失禁用品市场的快速增长，其单价也逐渐趋同于发达国家，其中：零售市场规模从 2007 年的 0.58 亿美元增至 2021 年的 9.72 亿美元，

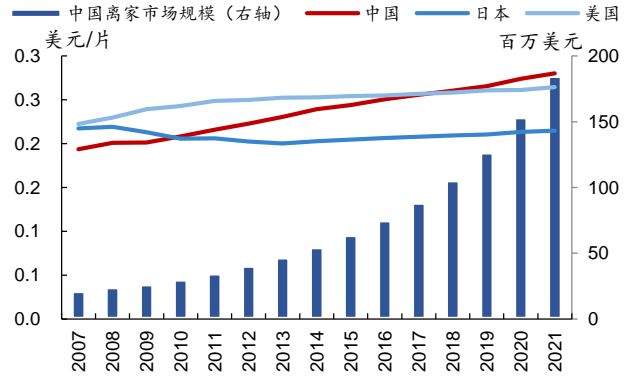
CAGR 为 22.3%；对应单价从 0.28 美元/片增至 0.39 美元/片，对应日本/美国 2021 年单价分别为 0.33/0.38 美元/片。离家市场规模从 2007 年的 0.21 亿美元增至 2021 年的 1.85 亿美元，CAGR 为 16.7%；对应成人失禁用品单价从 0.19 美元/片增至 0.28 美元/片，对应日本/美国 2021 年单价分别为 0.21/0.26 美元/片。伴随着消费升级，中国成人失禁用品产品也随之高端化。

图 11：零售市场成人失禁用品单价及市场规模

图 12：离家市场成人失禁用品单价及市场规模



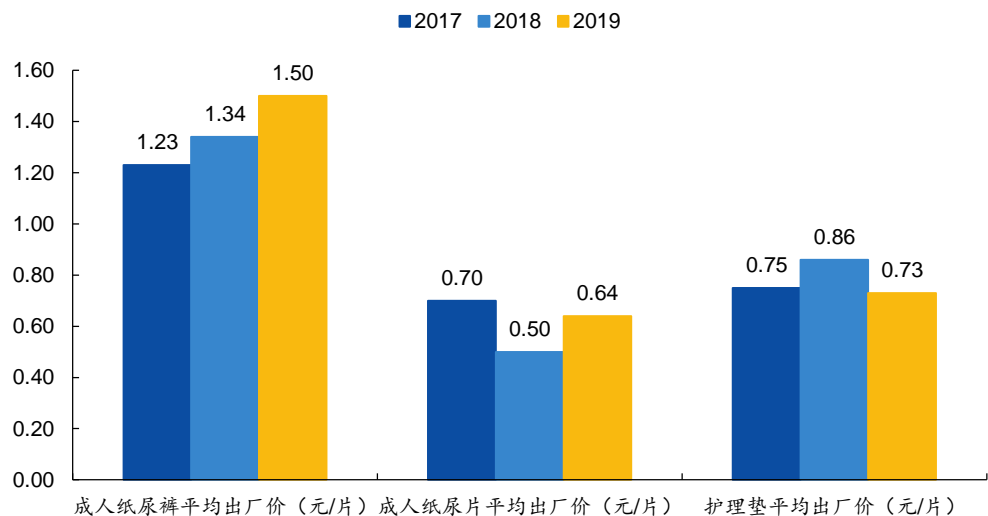
资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所



资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

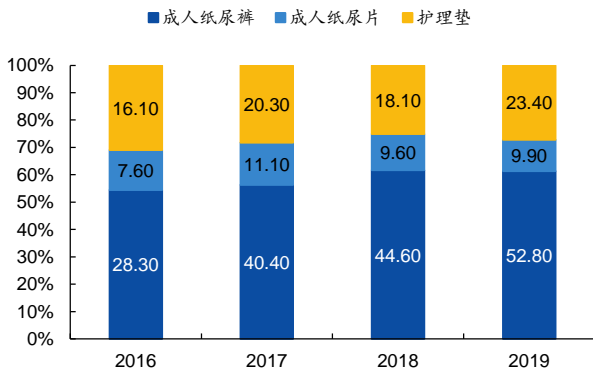
分产品品类看，成人纸尿裤是量价增速最快的品类。从产销量来看，中国成人失禁用品中成人纸尿裤/纸尿裤/护理垫生产量从 2016 年的 28.3/7.6/16.1 亿片分别增至 2019 年的 44.60/9.60/18.10 亿片，对应 CAGR 分别为 23.1%/9.2%/13.3%；消费量从 2016 年的 16.7/4.2/12.2 亿片分别变化至 2019 年的 37.2/5.8/10.5 亿片，对应 CAGR 分别为 30.6%/11.4%/-4.9%。从出厂价来看，三者的平均出厂价分别从 2016 年的 1.23/0.70/0.75 元/片分别变化至 2019 年的 1.50/0.64/0.73 元/片，同比分别增减 22.0%/-8.6%/-2.7%。成人纸尿裤是价格最高、需求量最大（2021 年占比 69.5%）的品类。

图 13：中国成人失禁用品平均出厂价（单位：元/片）



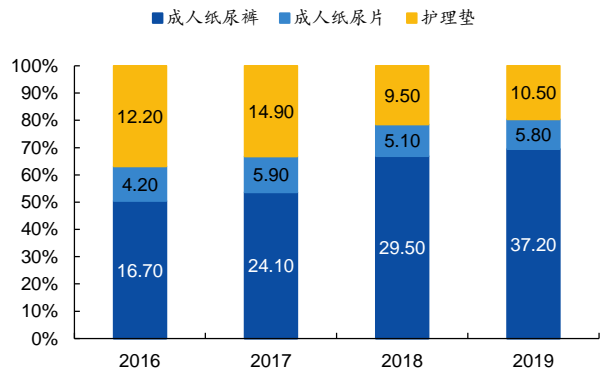
资料来源：中国生活用纸统计年鉴，国元证券研究所

图 14：中国成人失禁用品产量及结构占比（单位：亿片）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：中国成人失禁用品消费量及结构占比（单位：亿片）

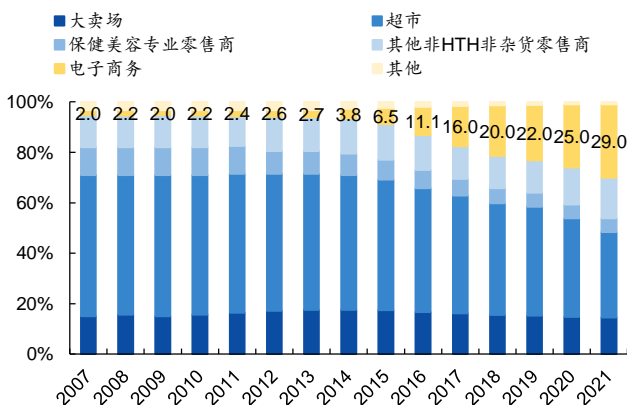


资料来源：Wind，国元证券研究所

### 1.4.2 电商渠道份额扩大，离家市场保持增长

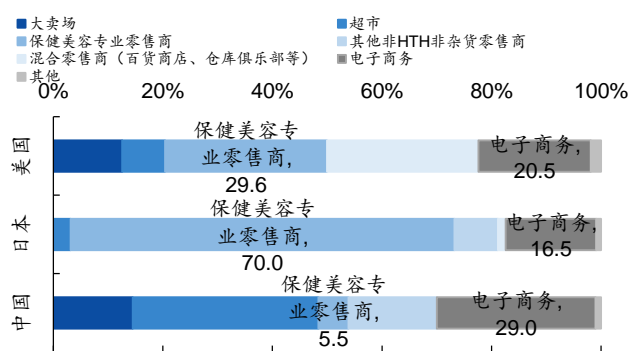
分渠道看，电商渠道是中国增速最快的渠道。由于成人失禁用品具有一定私密性，消费者在首次使用后往往更倾向于采用更为便捷的线上购买方式实现重复消费。随着网络普及率的不断增长，中国成人失禁用品零售市场中电商渠道规模从 2007 年的 0.08 亿元增至 2021 年的 18.29 亿元，CAGR 为 48%；对应占比从 2007 年的 2.0% 增至 2021 年的 29%，成为仅次于超市购买的第二大渠道。电商销售渠道在兼具价格优势的同时，还保证了客户购买活动的私密性和便捷性，未来在中国有望进一步扩大份额。

图 16：中国成人失禁用品零售市场结构（单位：%）



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

图 17：中日美三国成人失禁用品零售市场渠道结构对比（单位：%）

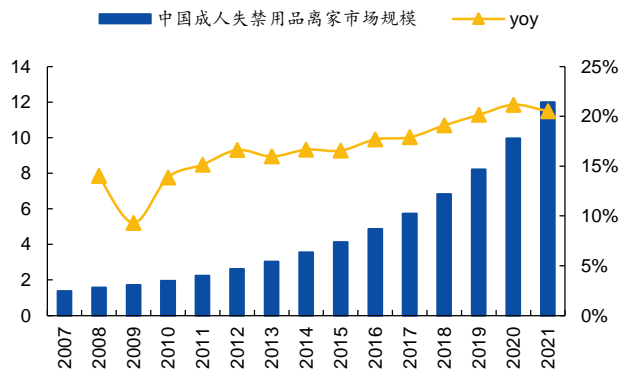


资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

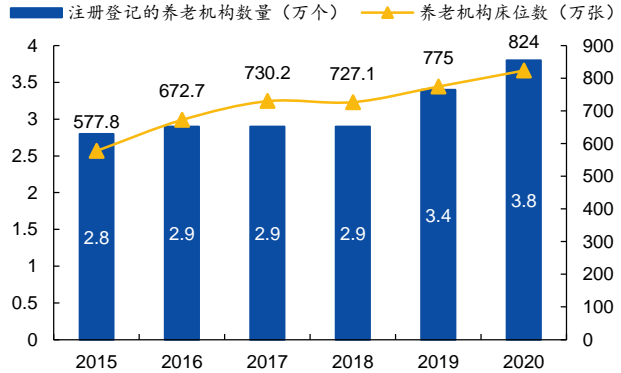
养老机构增加，离家市场同样有望高速增长发展。离家市场是指除传统经销商、KA 卖场之外的如医院、养老院、连锁药房等渠道销售的市场，规模从 2016 年的 4.9 亿增至 2021 年的 12.0 亿元，复合增长率为 19.8%。伴随着中国老年人数的增多，中国

养老机构数量从 2015 年的 2.8 万个增至 2020 年的 3.8 万个，增长 35.7%；床位数量也从 2015 年的 577.8 万张增至 824 万张，增长 42.6%。我们认为，未来随着中国人口老龄化进程加快以及医保政策完善，离家市场同样有望高速发展。

图 18：成人失禁用品离家市场规模及增速（单位：亿元） 图 19：养老机构数量增多



资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所



资料来源：民政部, 国元证券研究所

## 2. 借鉴日本成人失禁市场：催化看政策，突围靠产品

### 2.1 整体市场：主线是人口老龄化，催化是介护险

日本成人失禁用品是其吸收性卫生用品最大的赛道。日本成人失禁用品市场占整体吸收性卫生用品市场的比例随老年人口增加而提升，从 2001 年的 39.4% 提升至 2021 年的 53.5%，其占比十年增加了 14.1pct，成人失禁市场超过婴儿纸尿裤及女性卫生用品市场的总和。

市场至成熟期，增速日益趋缓。日本于 1995 年进入中度老龄化社会（60 岁以上人口占比 20.4%），2010 年进入重度老龄化社会（60 岁以上人口占比 30.8%）；随着其老龄化程度的增加，其成人失禁用品市场也逐渐发展，日本成人失禁用品市场渗透率约 80%，2021 年市场规模为 2868 亿日元（约为中国的 2.3 倍），近 5 年 CAGR 为 4%，每年同比增速基本在 5% 以下。

图 20：日本成人失禁用品市场占吸收性卫生用品比例随老年人口增多而增加

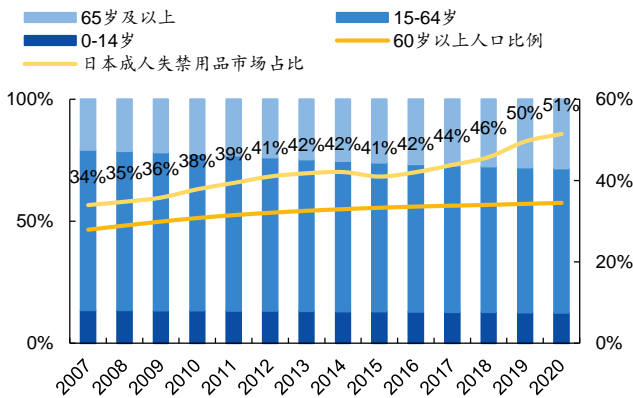
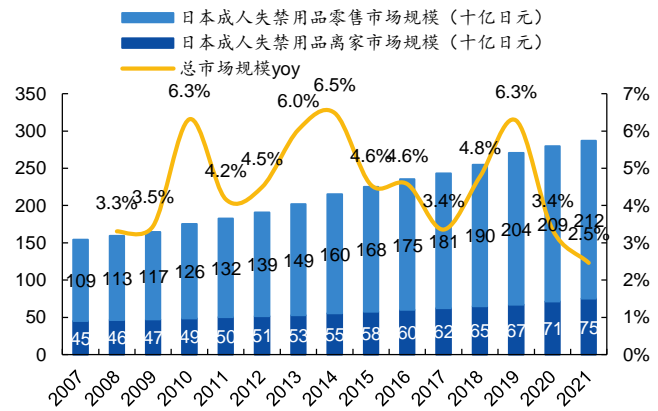


图 21：日本成人失禁用品市场规模（单位：十亿日元）



资料来源：Euromonitor International, Wind, 国元证券研究所

资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

日本自 60 年代起开始关注老年人福利，政策制定变化有保障程度更加合理、政策资金来源更加多元可持续等特点。随着老龄化程度的加深，日本开始在不同的时期制定各种提升老年人福祉的政策，其中：

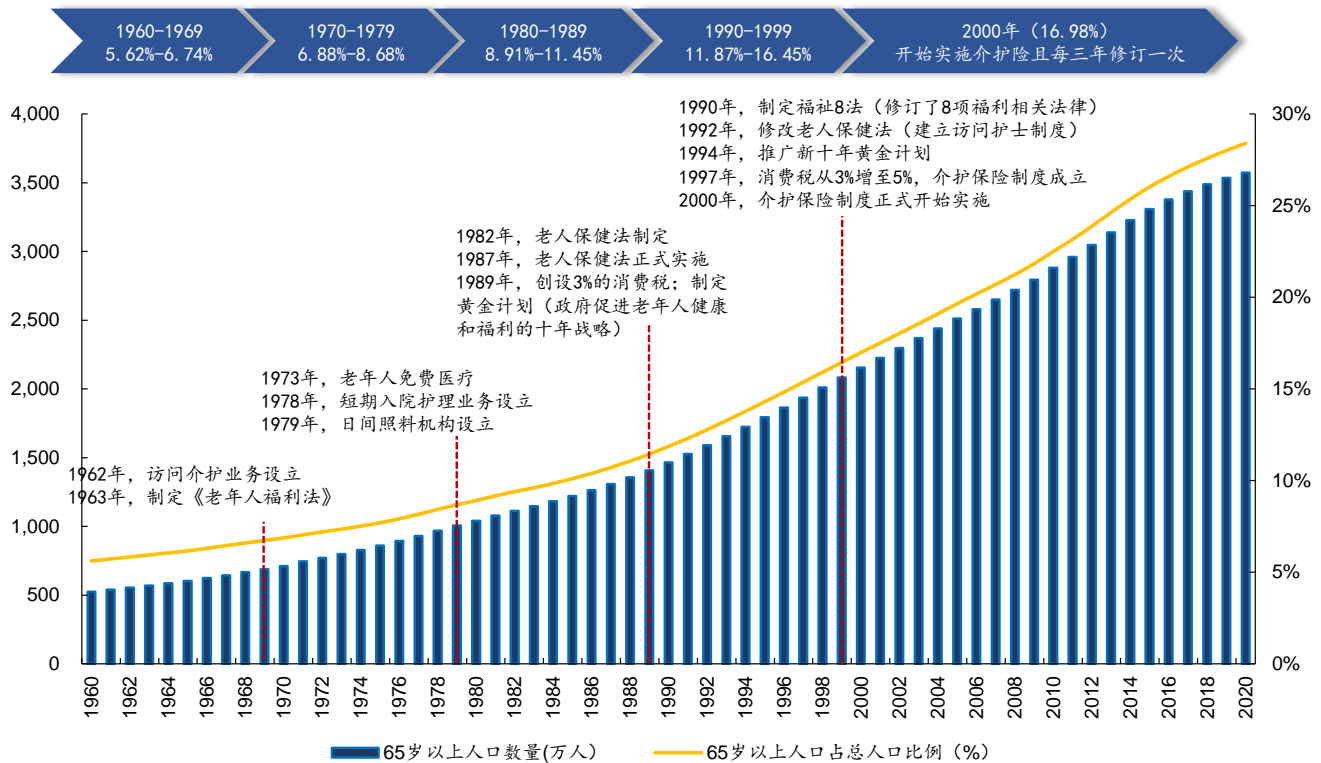
**1960-1969 年间开始制定老年人福利政策。**1963 年日本制定了《老年人福利法》，主要为有一般需求的 65 岁以上老人和有特殊需求的患有残疾或生活困难的老人提供护理服务。从进入轻度老龄社会起，日本开始制定有关老年人福利的政策。

**1970-1979 年间老年人福利提升但医疗费用大幅增加。**1973 年日本实行了 70 岁以上老年人免费医疗政策，该年被称为日本的福利元年；该政策在提升国民福利的同时也造成了大量老年人长期住院，形成“社会性住院”现象，医疗费用的剧增导致了医疗保险濒临崩溃。

**1980-1989 年间，养老保险制度改革，家庭和个人分担更多养老责任。**老年人的社会性住院和卧床不起成为较为主要的社会问题，为减轻国家财政压力，日本进行了医疗保险体制改革。1982 年制定了《老年人保健法》，开始设立日间照护、短期收容等老年保健措施，随后的修订取消老年人免费医疗制度，增加患者自付的部分。《老年人保健法》将老年人医疗保健从一般人的健康保险体系内分离出来，形成了相对独立的体系。

**1990-2000 年主要在推进黄金计划并且为介护保险制度做准备。**1990 年日本开始正式实施黄金计划（即推进老年人保健福利 10 年战略），开始大力建设和完善养老设施，1994 年的新黄金计划则进一步丰富了居家介护的服务内容。2000 年 4 月 1 日，日本正式实施介护保险法，明确政府、企业、家庭有义务共同为老年人提供帮助。

图 22：日本介护保险实施之前老年人相关福利政策复盘



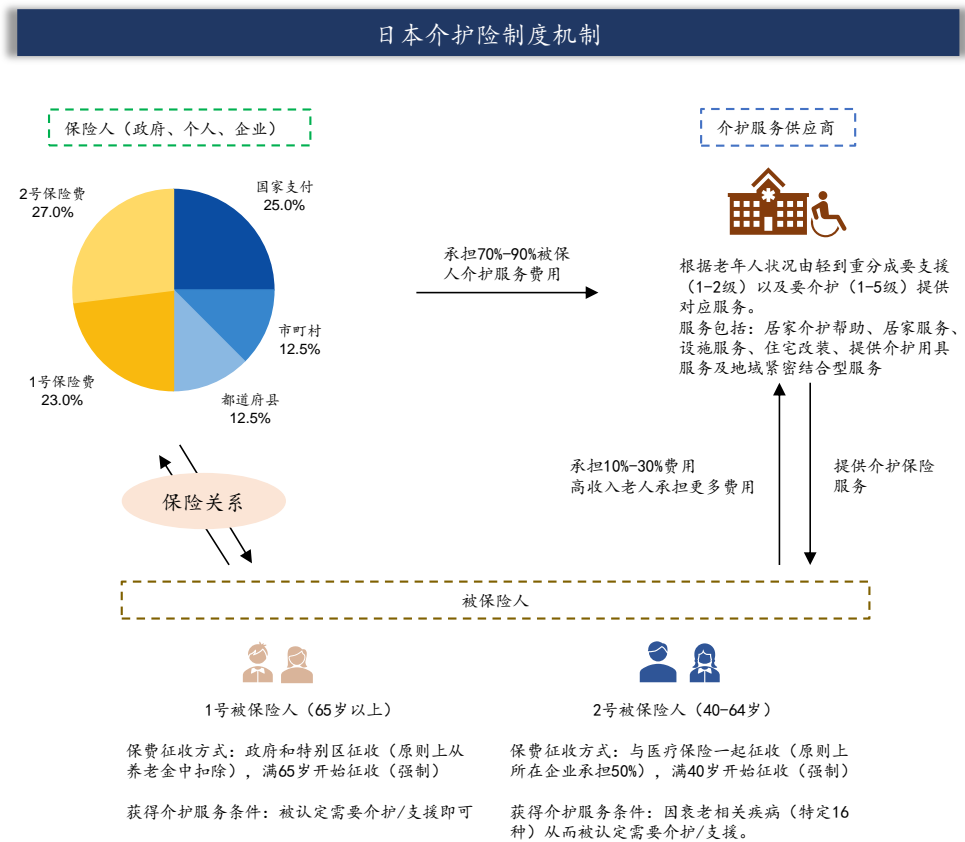
资料来源：厚生劳动省老健局，世界银行，国元证券研究所

在介护保险保障制度下，护理服务产生费用的70%-90%由介护保险承担，被保险人仅需承担10%-30%。日本的介护保险制度是一项依靠全社会的力量来支撑需要长期护理的人群（包括但不限于老年人、残障人士、病患等）的社会保险制度。老年人可以通过介护保险来提升其生活质量，以最高报销额度算，住宅改造每年可报销18万日元（折9917元人民币）；购买或租用老人介护辅具（拐杖、成人失禁用品）每年可报销9万日元（折4959元人民币），超过一个老人一年的成人失禁产品用量；而其他额度内介护机构提供的服务亦可享受报销。

需要和享受介护/支援服务报销的日本老年人数量均在增加。日本75岁以上老年人从2000年的923万人增至2019年的1829万人，在第一号被保险人中的比例从41.2%增至51.4%。从需要介护/支援的老年人来看，第一/二号被保险人数分别从2000年的247/9.1万人增至2019年的655.8/12.8万人，CAGR分别为5.3%/1.8%，享受介护/支援的被保险人数逐步增长；其中第一号保险人中需要介护/支援的比例从2000年的11%增至2019年的18.4%，这说明越来越多的老年人需要介护/支援。

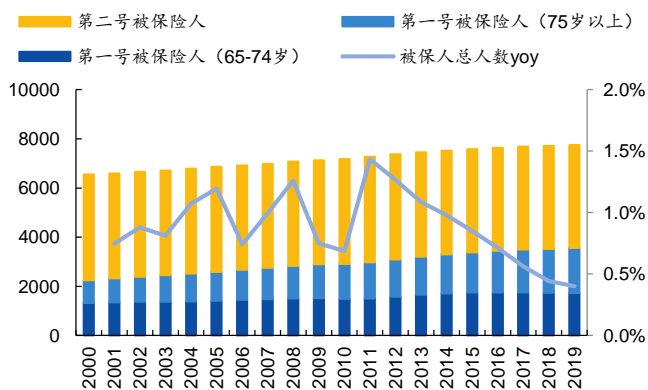


图 23：日本介护保险制度机制



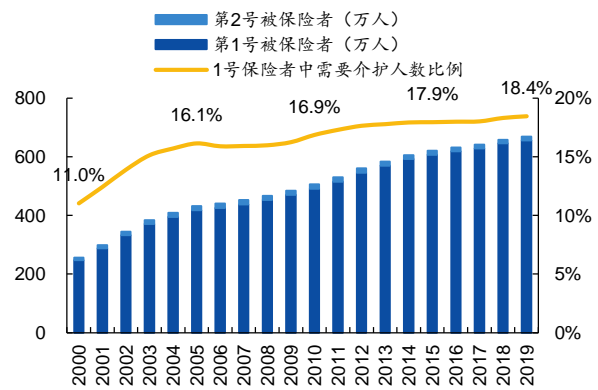
资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

图 24：日本介护险被保险人数（单位：万人）



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

图 25：日本介护险被保险人需要介护/支援人数（单位：万人）

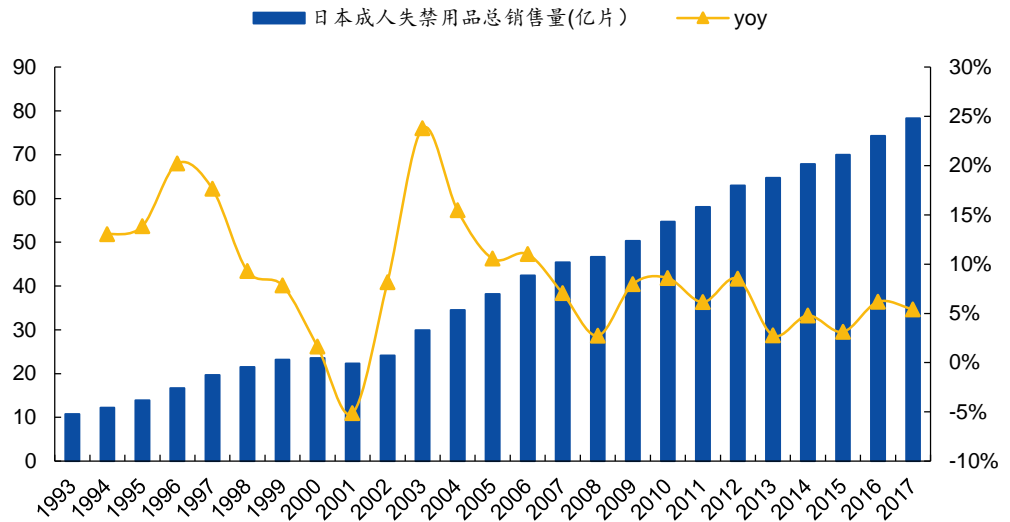


资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

介护保险政策推出后，日本成人失禁用品市场迎来快速增长。日本成人失禁用品产量从 2001 年的 22.3 亿片增至 2006 年的 42.5 亿片，复合增长率为 13.8%，对应销

量 CAGR 约为 13.7%，而在经历这次快速增长时期后日本成人失禁用品市场也逐渐步入成熟期，2010-2021 年间日本成人失禁用品产量/销售量/销售金额 CAGR 分别为 2.9%/3.5%/3.2%。

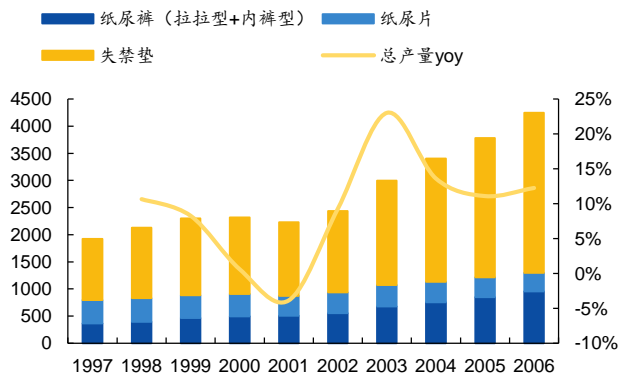
图 26: 1993-2017 年日本成人失禁用品总销售量



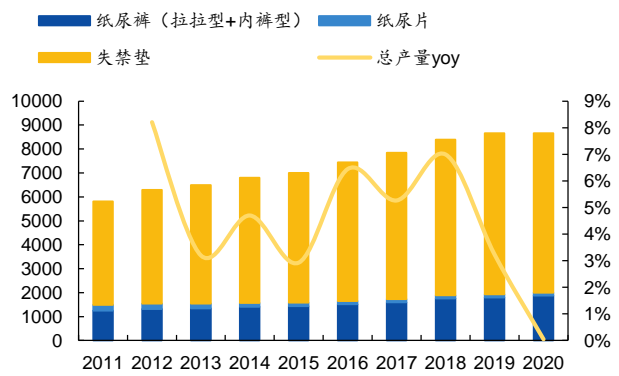
资料来源: CINTE, 国元证券研究所

图 27: 1997-2006 年日本成人失禁用品生产量 (单位: 百万片)

图 28: 2011-2020 年日本成人失禁用品生产量 (单位: 百万片)



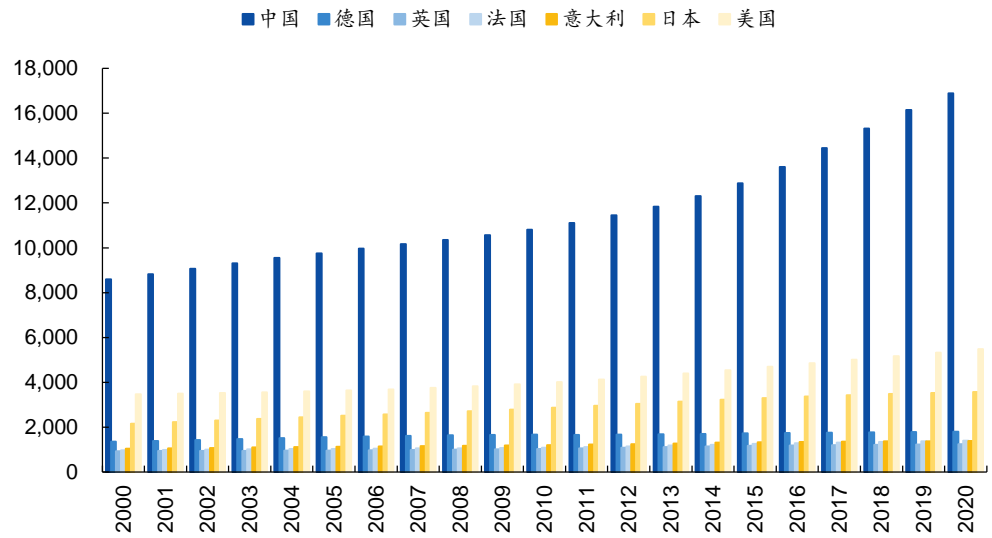
资料来源: JHPIA, 国元证券研究所



资料来源: JHPIA, 国元证券研究所

总结: 日本成人失禁用品市场主要靠不断增多的老龄人口驱动, 而帮助老年人减少护理压力的福利政策会催化市场成长。中国老龄人口的数量以及老龄化的趋势已经培育了成人失禁用品生存的土壤, 未来提升老年人福利的政策 (长期护理保险) 或也将催化市场快速成长。

图 29：中国 65 岁以上人口数量远超其他国家（单位：万人）



资料来源：Wind，世界银行，国元证券研究所

## 2.2 尤妮佳：开拓市场以降本增效，业务专精终成龙头

**建材企业转型而来的个护龙头。**尤妮佳成立于 1961 年，公司前身是大成化工，主要制造和销售建筑材料；于 1963 年进入女性卫生巾市场，1974 年进入卫生棉条领域并更名为 Unicharm，寓意为希望成为一家全球综合性的女性产品制造商。而后尤妮佳逐步扩张其他吸收性卫生用品业务，成为日本乃至亚洲最大的个护供应商。

**日本吸收性卫生用品第一，全球前三。**公司旗下吸收性卫生用品有 Moony(妈咪)、Mamypoko（妈咪宝贝）、sofy(苏菲)、Lifree（乐五宜）等知名吸收性用品品牌。2021 年尤妮佳主营业务收入 7827 亿日元，据欧睿国际统计，公司在婴儿纸尿裤/女性卫生用品/成人失禁用品市场份额均为第一，在全球排名则分别为第 3/2/3，次于宝洁、金佰利等老牌综合型全球个护龙头。

表 6：尤妮佳发展历程

时间	事件
1961 年	公司前身大成化工成立，主要制造和销售建筑材料（2002 年退出该行业）
1963 年	公司开始生产和销售卫生巾，进入女性卫生护理行业，品牌为 sofy（苏菲） 公司更名为尤妮佳
1974 年	拓展清洁护理业务
1976 年	在东京证券交易所第二部上市
1981 年	推出婴儿纸尿裤品牌 Moony，进入婴儿护理行业
1984 年	第一次向国外扩张，在台湾成立合资公司 进入宠物护理行业
1986 年	进入教育行业（2008 年退出）

	推出成人纸尿裤品牌 Lifree (乐互宜), 开始进入保健护理行业
1987 年	在泰国成立合资公司
1988 年	进入旅游行业 (2004 年退出)
	开设成人失禁护理热线服务 “Lifree Iki-Iki Dial”
1997 年	在印尼成立合资公司
2002 年	剥离公司最早的建材业务
2005 年	收购沙特阿拉伯海湾卫生工业成为子公司
	在中国成立控股公司
2011 年	收购越南卫生用品供应商 Diana Joint Stock Company
2013 年	收购缅甸领先的卫生用品供应商 Myanmar Care Products Limited
2018 年	印度 3 号工厂完工
2020 年	推出成人失禁用品 Lifree Walking Assist Pants

资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

**表 7: 尤妮佳主要吸收性卫生用品品牌及市占率**

	品牌名	日本市场份额	全球市场份额
婴儿护理	moony (妈咪)	33.9%(1st)	1.8% (8th)
	mamypoko (妈咪宝贝)	5.8%(5th)	4.5% (3rd)
女性护理	sofy (苏菲)	49.5%(1st)	8% (2nd)
	Center-In	4.6%(5th)	0.1% (<10th)
	Eldy	1.3%(6th)	-
成人失禁用品	Lifree (乐互宜)	51.4%(1st)	10.3%(2nd)
	Charm Nap	4.0%(6th)	-

资料来源: Euromonitor International, 公司官网, 国元证券研究所

**1984 年走出日本 (进军台湾市场), 1993 年走出亚洲 (进军荷兰市场)。** Unicharm 的海外业务始于 1984 年。其在 1990 年代主要在亚洲其他地区扩张。目前东亚、东南亚、中东、北非等全球 80 多个国家和地区设有 35 家当地子公司, 主要在这些市场提供纸尿裤和卫生用品。凭借在日本培养的产品开发和营销能力, 其海外业务正在迅速发展, 为每个国家的不同生活方式和习俗量身定制产品。

**表 8: 尤妮佳所参与主要市场**

	婴儿护理	女性护理	健康护理	宠物护理
中国	✓	✓	✓	✓
中国台湾	✓	✓	✓	✓
韩国	✓	✓	✓	✓
泰国	✓	✓	✓	✓
亚洲	✓	✓	✓	✓
印度尼西亚	✓	✓	✓	
马来西亚	✓	✓	✓	
菲律宾	✓	✓	✓	
印度	✓	✓	✓	

	越南	✓	✓	✓
	缅甸	✓	✓	✓
大洋洲	澳大利亚	✓		✓
中东	沙特阿拉伯	✓	✓	✓
非洲	埃及	✓		✓
北美	美国			✓ (仅生产) ✓
拉丁美洲	巴西	✓		
欧洲	荷兰	✓ (仅生产)		✓ (仅生产)
	俄罗斯	✓ (仅生产)		

资料来源：公司官网，国元证券研究所

注：健康护理包括成人失禁用品及口罩；✓代表生产和在当地市场售卖

图 30：尤妮佳个人护理产品主要地区

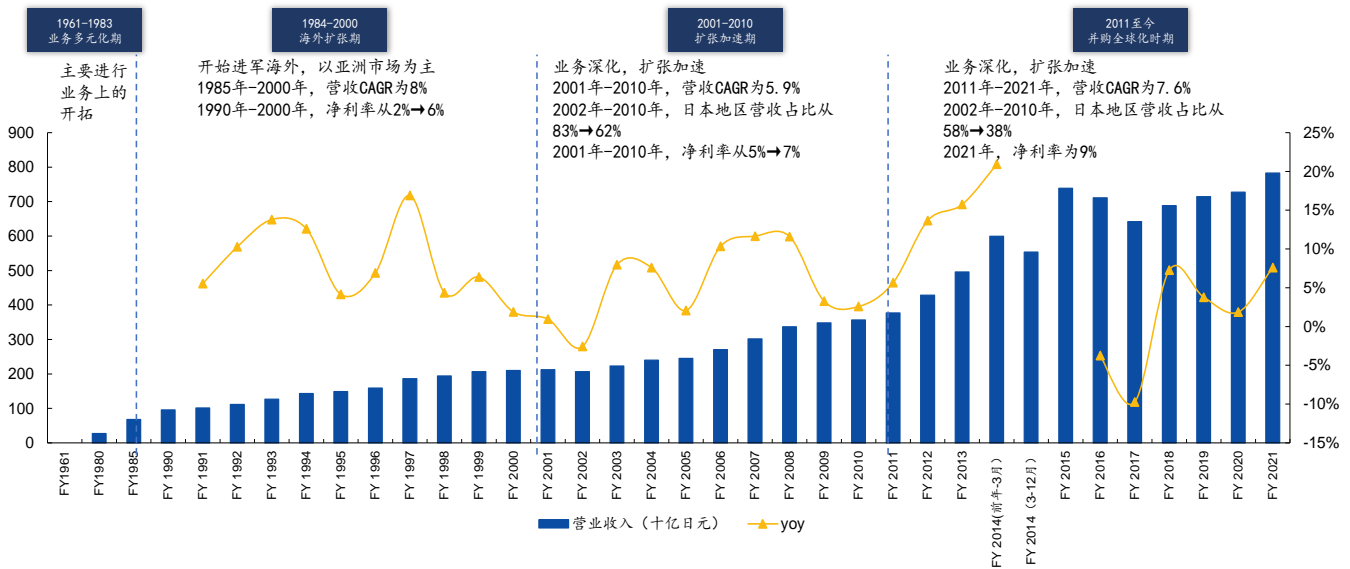


资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

### 2.2.1 成长复盘：集中发展吸收性卫生用品业务，稳步扩张海外市场

**业务多元化期 (1961-1983)，公司以扩展业务为主。**尤妮佳前身大成化工于 1961 年建立，主营业务是销售建筑材料。在当时的日本，卫生巾还只是放在药店/药妆店的角落，用户购买会在意别人的眼光；尤妮佳的创始人高原庆一郎在访问美国时发现卫生巾在超市里堆积如山，便下定决心在日本也开始生产和销售卫生巾，这也成为了卫生巾在日本正式走到“阳光下”的转折点。这段时期大成化工除了改名为尤妮佳以外，分别于 1963/1973/1981 年开拓了卫生巾/卫生棉条/婴儿纸尿裤市场，成为日后进军吸收性卫生用品市场奠定了基础。

图 31：尤妮佳复盘



资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

注：尤妮佳 2014 年之前财年结束日为当年的 3 月 31 日，滞后财年结束期为当年 12 月 31 日，故 2014 财年营收为 3-12 月

2016 年开始 JP GAAP 会计计量准则更改为国际会计准则 (IFRS)

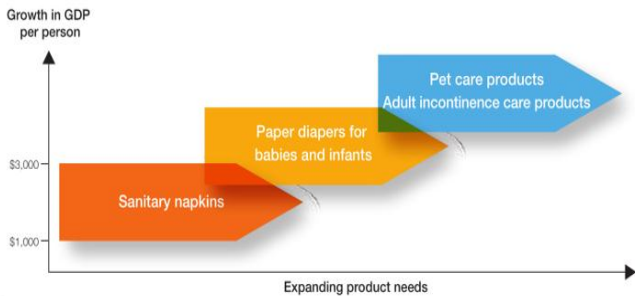
**海外扩张期 (1984-2000)，开垦亚太市场，进军成人失禁用品业务。**业务上，尤妮佳判断人均 GDP 的不同，对应市场会得到不同的发展。例如当人均 GDP 突破 1000 美元时 (日本 1966 年)，女性卫生巾市场会开始飞速扩张；达 3000 美元时 (日本 1973 年)，婴儿纸尿裤市场也是如此；长远来看宠物护理及成人失禁用品也会随着人均 GDP 的进一步增长得到发展，于是尤妮佳分别于 1986/1987 年进入了宠物护理/成人失禁用品行业。市场上，尤妮佳也意识到了日本人口的减少和市场的成熟，决定扩张海外市场。其中 1984 年于中国台湾建立合资企业标志着尤妮佳正式进军亚洲市场，而后又分别在泰国、韩国、中国大陆、马来西亚、印尼等地通过建立合资企业/子公司等方式进入了亚洲新兴市场，尤妮佳通过这样的方式提高自身规模效应从而快速发展，其毛利率/净利率分别从 1992 年的 38.2%/0.5% 提升至 2000 年的 44.9%/6.0%。

表 9：尤妮佳在该段时期进入不同国家市场

地区	时间	扩张方式
中国台湾	1984 年	建立合资企业
泰国	1987 年	建立合资企业
荷兰	1993 年	建立合资企业
沙特阿拉伯	1993 年	组建带式尿布技术联盟
韩国	1994 年	建立合资企业
中国大陆	1995 年	建立合资企业
马来西亚	1997 年	建立 100% 控股子公司
印度尼西亚	1997 年	建立合资企业

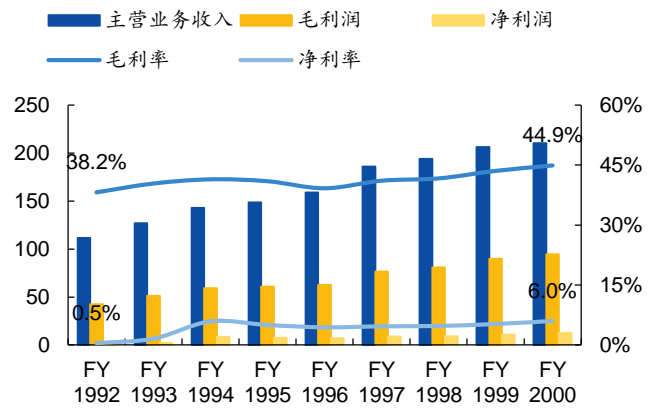
资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

图 32：尤妮佳研究人均 GDP 与对应市场的关系



资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

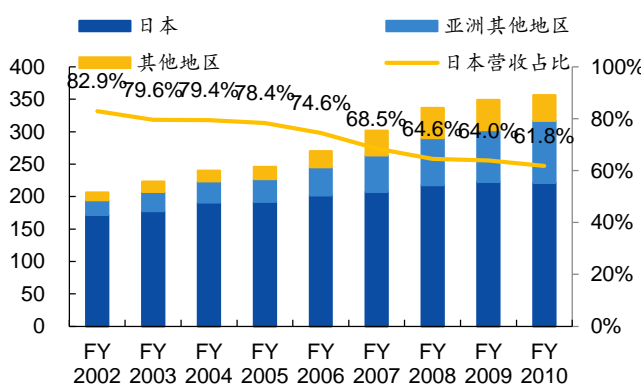
图 33：1992-2000 年尤妮佳盈利能力增强（单位：十亿日元）



资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

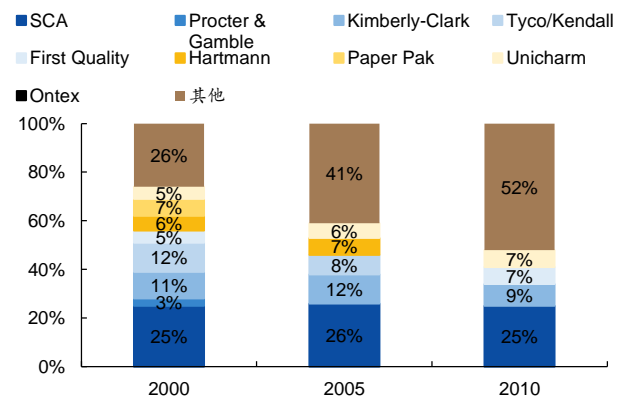
**扩张加速期（2001-2010），核心业务增强，海外市场扩张。**该时期 Unicharm 将业务资源引导到无纺布和吸水性材料产品上，重建增长基础的同时也加快了在亚洲的业务扩张。这段时期该阶段公司的成人失禁用品业务得到  $\beta$ 、 $\alpha$  双重加成：行业来看，2000 年日本正式实施介护保险法，公司作为国内龙头充分受益。从公司来看，前期海外布局已经有所反馈，公司亚洲除日本以外地区营收占比上升，从 2002 年的 17.1% 降至 2010 年的 38.2%；并且公司整体盈利能力增强，净利率从 2002 年的 4.3% 变成 2010 年的 6.9%，提升 2.6pct。据全球纸业龙头 SCA 年报披露，尤妮佳成人失禁用品业务在全球市占率从 2000 年的 5% 增至 2010 年的 7%，跃居全球前四。

图 34：2002-2010 年公司营收结构（单位：十亿日元）



资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

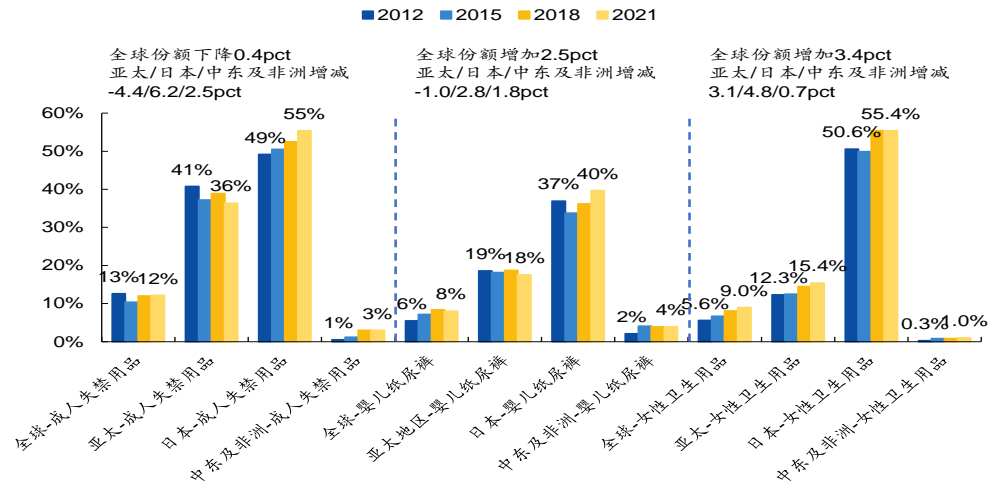
图 35：尤妮佳成人失禁用品业务在该时期得到发展



资料来源：SCA 年报，国元证券研究所

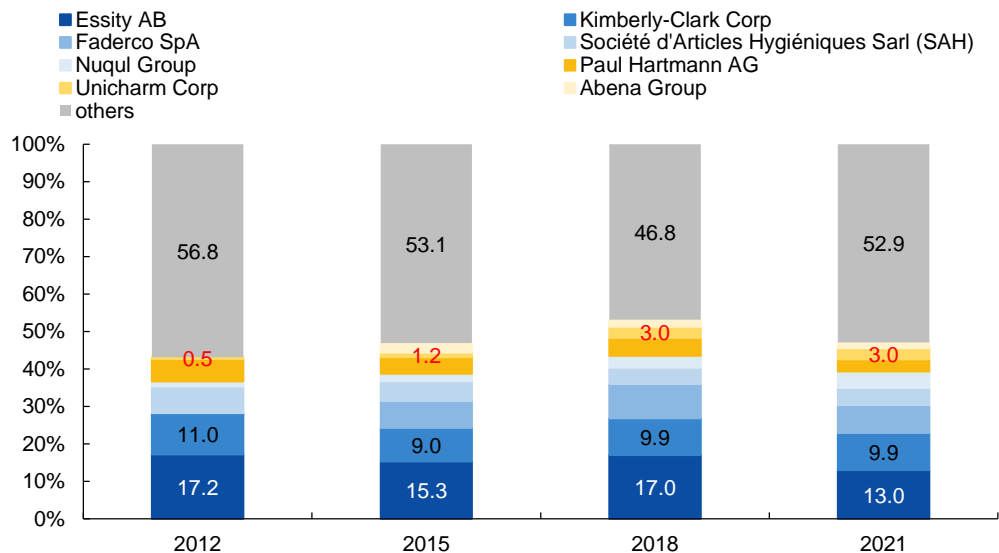
**并购全球化时期（2011-至今），进军全球，市场扩张重心转移。**该段时期公司重心从亚太地区向中东及非洲等新兴市场转移。公司成人失禁用品业务在日本市场份额在 2012 年至 2021 年间增长 6.2pct，而在亚洲整体份额下降 4.4pct；期间公司发力中东及非洲市场，市占率从 2012 年的 0.5% 增至 2020 年的 3.0%，增长 2.5pct（同期金佰利下降 1.1pct，Essity AB 下降 4.2pct）。2021 年，公司日本收入占比 37.7%。

图 36：尤妮佳吸收性卫生用品在不同市场份额变化



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

图 37：中东及非洲成人失禁用品市场 2021 年 CR8 市占率变化情况



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

### 2.2.2 龙头启示录：全产品矩阵，早期消费者教育

针对不同用户群体打造最全面的产品矩阵。尤妮佳针对不同人群需求不遗余力开发新产品，1988 年其推出第一款成人失禁用品 Lifree Nyotori Pad，这是日本首款可通过更换芯体循环使用的吸尿垫，在此之前市场上均为一次性尿布；1995 年尤妮佳又推出日本首款裤型纸尿裤。随后更是持续为轻型失禁、男性/女性失禁等不同的群体创造了多样化的产品矩阵。根据官网数据统计，其主要品牌 Lifree 目前仍在售卖的品类中，针对不同群体的产品有 9 种，SKU 品类（含内存垫）共 51 种（不含不同颜色）；而花王主要品牌 relief 在售 SKU 为 26 种（含不同颜色）。

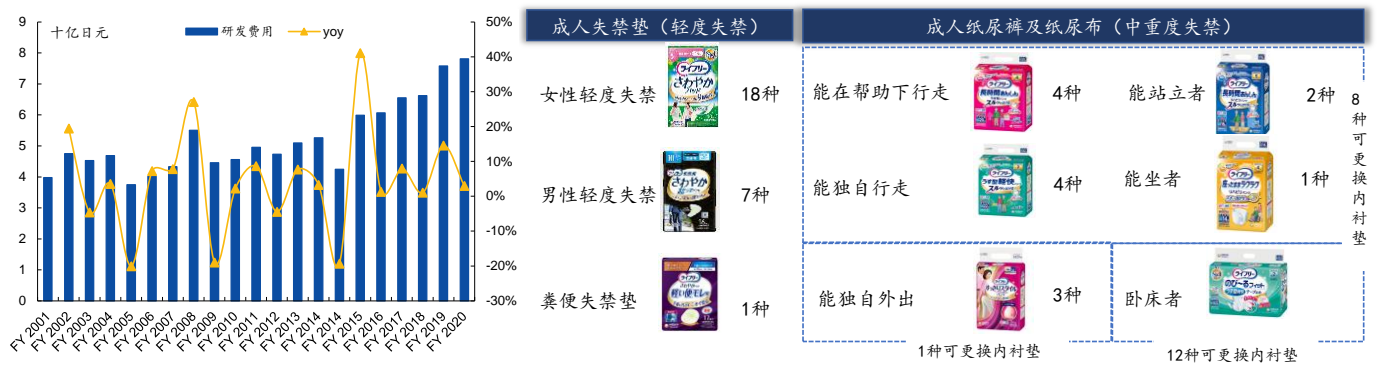


表 10: 尤妮佳推出成人失禁用品时间点

推出时间	种类	产品名	特点
1988 年	失禁垫	Lifree Nyotori Pad	日本第一款可更换芯体循环使用的吸尿垫
1995 年	纸尿裤	Lifree Rehabili-Pants	尤妮佳第一款成人纸尿裤
1996 年	纸尿布	Lifree Tape-Hold Type	-
1997 年	失禁垫	Charm Nap Sawayaka Liners	特殊失禁内裤衬垫
1999 年	失禁垫	Lifree Sawayaka Pads	针对轻型失禁人群
2003 年	失禁垫	Cham Nap Sawayaka Cho-Kyushu	专用失禁护理垫
2005 年	失禁垫	Charm Nap Kyusui Sarafi	可吸收白带及尿液
2006 年	护理垫	Lifree Sono Shunkan mo Anshin	-
2007 年	纸尿裤	Lifree Kyusui Shitagi Slim Wear	适用于活跃老年人
2010 年	纸尿裤	Lifree Ultra-Thin Underwear-like Pant-Diaper	超薄, 内衣式
2014 年	失禁垫	Lifree Sawayaka Pad for Men	针对男性失禁, 该产品获得 2016 年日经最佳产品和服务奖
2015 年	纸尿布	Lifree Dry Pad Premium for Long Hours Lifree Nobiru(Stretch) & Fit Tape-type	针对医院使用推出
2017 年	失禁垫	Lifree Slim & Fit Style Underwear	-
2020 年	纸尿裤	Lifree Walk-Assist Pant	主要为了行走顺畅

资料来源: 公司官网, 公司年报, 国元证券研究所

图 38: 尤妮佳研发费用整体趋势上升并打造出多产品矩阵



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国元证券研究所

注: 后面种类为对应类型品类 SKU

早期渗透消费者心智, 后期夺取市场。尤妮佳 1997 年开通成人护理服务热线免费为消费者答疑; 2002 年建立独家 Nyomore Care Navi 网站, 用于轻度失禁护理; 2018 年推出可用于了解 NAVI 失禁用品的聊天机器人, 尤妮佳在市场处于发展期时就开始进行消费者教育。成人失禁用品市场渗透率增加的原因主要是轻度失禁者也开始使用失禁用品, 尤妮佳前期除了帮助消费者了解自身情况以外, 对轻度失禁者长期

保健护理知识的普及更让其品牌深入人心，在轻度成人失禁用品中占据主导地位，2020年尤妮佳在轻度大小便失禁用品市占率为58%，对应日本成人失禁总市场份额为55.4%，均超过其他品牌总和。

图 39：1997 年 Lifree 开通成人护理服务热线



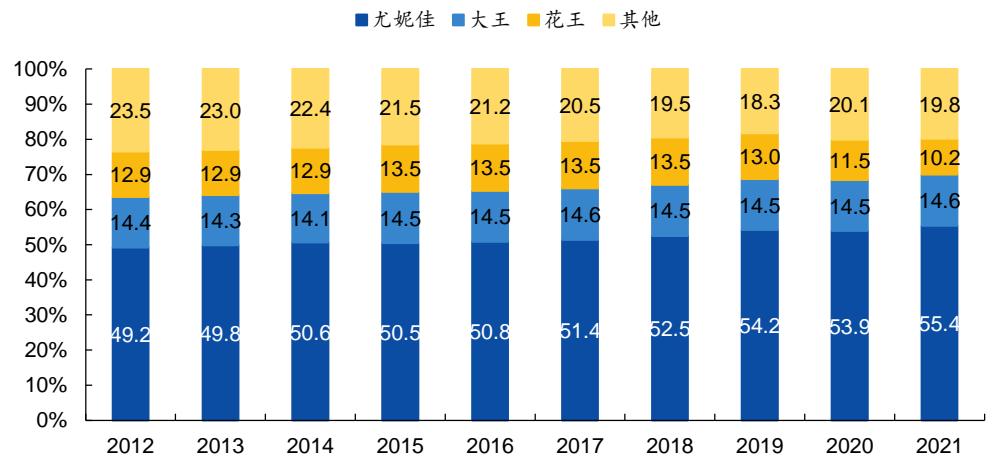
资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 40：公司 2018 年研发 NAVI 聊天机器人为消费者科普



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 41：尤妮佳日本成人失禁市场份额持续增长



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

### 3.国内玩家对比：ODM 驱动成长，自有品牌厚积薄发

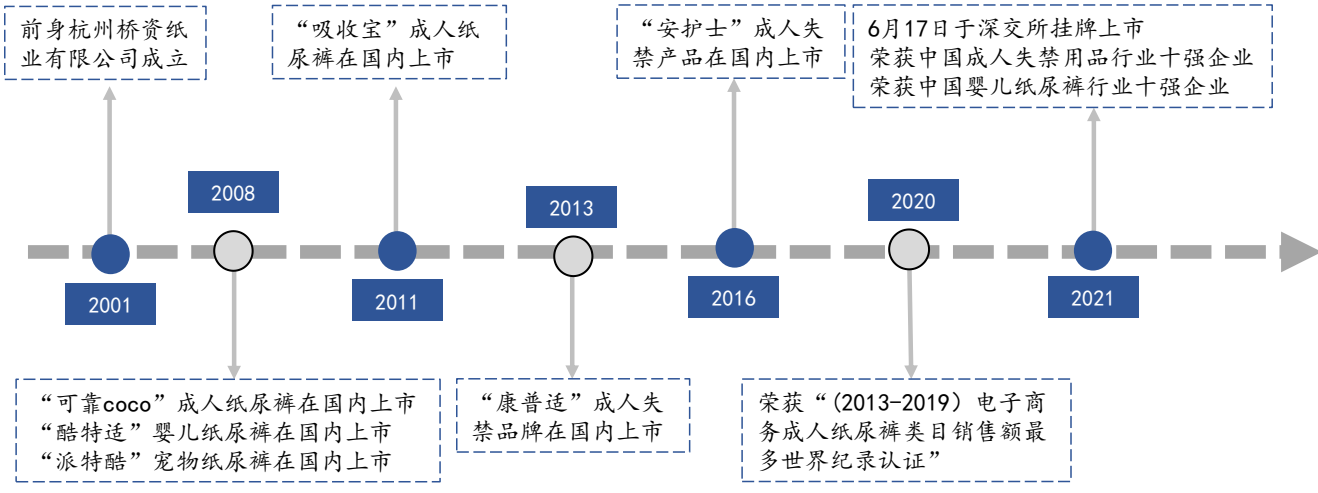
#### 3.1 可靠股份：行稳致远的国产成人失禁用品龙头

集研、产、销于一体的中国成人失禁用品龙头。杭州可靠护理用品股份有限公司（可靠股份）成立于2001年，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产及销售，其主要产品有婴儿护理产品、成人失禁用品、宠物卫生用品及口罩等。2021年公司营业收入为16.4亿元，其中成人失禁用品业务营收4.3亿元，国内市场份额为8.3%，拥有中国最大的成人失禁用品品牌可靠（coco）。

实控人持股60.86%，股权结构稳定。公司实控人为金利伟夫妇，其中公司创始人兼董事长金利伟直接持有59.26%的份额，并通过员工控股平台唯艾诺（包括唯艾诺贰

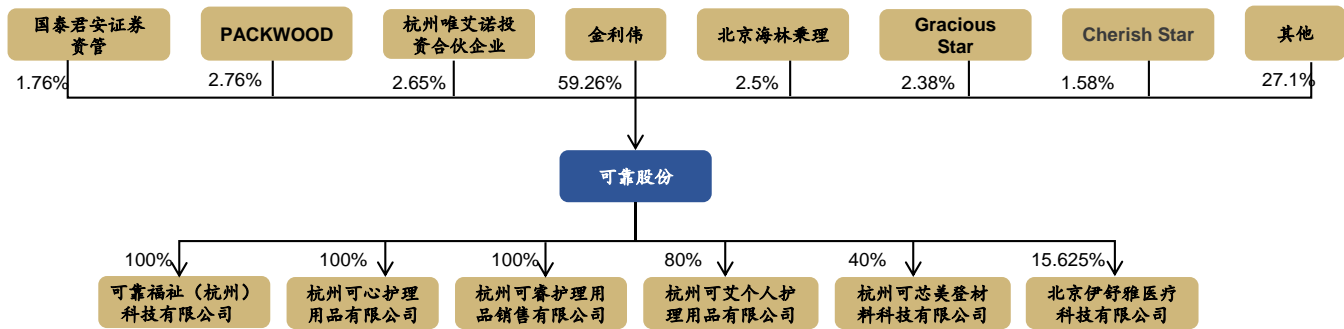
号/叁号) 间接控股 1.08%; 鲍佳则通过员工控股平台间接持股 0.52%。公司实控人合计控制公司 60.86%的表决权。

图 42: 可靠股份发展历程



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 43: 可靠股份股权结构图 (截至 2022 年 3 月)



资料来源: Wind, 招股说明书, 国元证券研究所

营收规模扩大, 盈利能力持续增强。2018 年至 2020 年期间, 公司营业收入/归母净利润分别从 9.1/0.6 亿增至 16.4/2.1 亿元, 对应 CAGR 分别为 34.3%/89.4%, 其中 2020 年分别同比增长 39.3%/144.7%。从盈利能力看, 公司整体业务毛利率及净利率持续上升, 分别从 2018 年的 25.5%/6.7%增至 2020 年的 27.8%/13.2%, 分别增长 2.4/6.5pct。

图 44：可靠股份营业收入及归母净利润（单位：亿元）

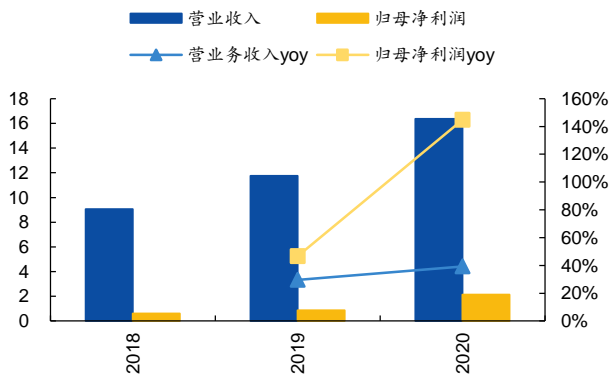
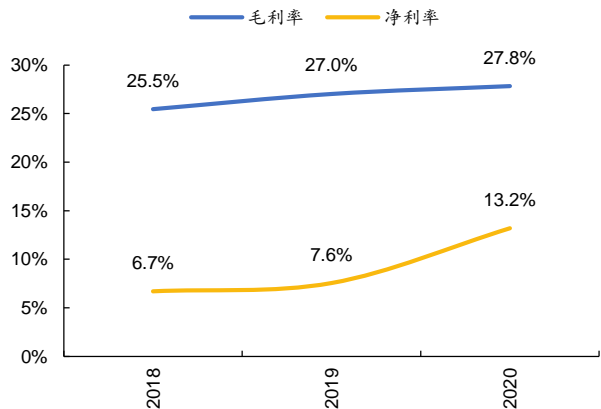


图 45：可靠股份整体业务毛利率及净利率



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

### 3.1.1 产品品类：婴儿护理用品占比最大，成人失禁业务盈利能力较强

公司核心业务是婴儿护理及成人失禁用品，2020年主营业务收入增长主要来源于婴儿护理和口罩及其他。公司业务包括成人失禁用品、婴儿护理用品、宠物卫生用品和口罩及其他业务，其中成人失禁用品及婴儿护理用品业务是公司的核心业务，2020年分别占主营业务收入比例26.5%和57.9%。2020年公司主营业务收入16.2亿元，占营收99.2%，2018-2020年CAGR为35.0%，2020年同比增长40.1%；增长主要来源于婴儿护理用品（增长占主营业务比例48.7%）和口罩及其他业务（增长占主营业务比例37.5%），其中口罩业务的快速增长来源于全球疫情爆发导致的高需求。

表 11：可靠股份主营业务介绍

业务	主要产品	主要品牌	2020年营收 (亿元)	占主营业务比例
成人失禁用品	成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人尿片、护理垫、产妇巾、经期裤、吸水巾等	可靠、吸收宝、安护士、康普适	4.29	26.5%
婴儿护理用品	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤	酷特适	9.39	57.9%
宠物卫生用品	宠物尿裤、宠物垫	ODM 业务	0.77	4.8%
口罩及其他	一次性使用医用口罩、儿童口罩	可靠	1.76	10.9%

资料来源：Wind，招股说明书，公司官网，国元证券研究所

图 46：可靠股份主营业务收入情况（单位：亿元）

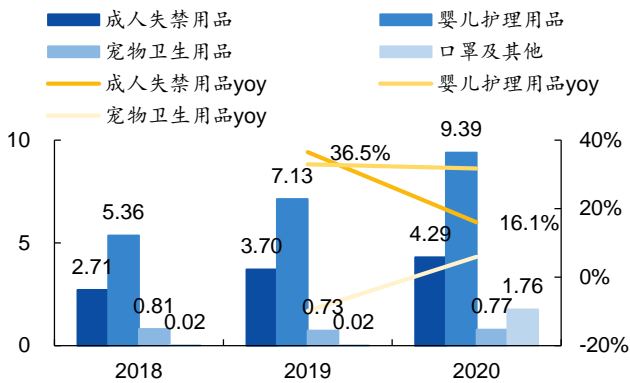
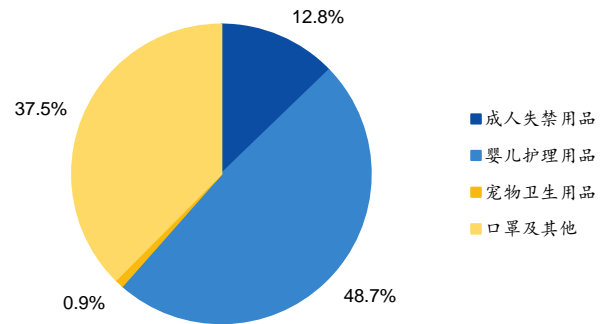


图 47：2020 年主营收入增长驱动拆分



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

成人失禁用品、口罩是公司盈利能力最强的业务。成人失禁用品/婴儿护理用品/宠物卫生用品/口罩及其他业务毛利率分别从 2018 年的 34.1%/22.1%/16.2%/28.6%变为 2020 年的 37.0%/23.3%/22.5%/70.1%。婴儿护理用品毛利率低于成人失禁用品的原因系公司以 ODM 模式进行生产销售因而不包含品牌溢价，因而定价会相对较低；口罩及其他业务毛利率最高，以 10.9% 的主营业务收入占比提供了 27.5% 的毛利润，其中口罩单项业务 2020 年毛利率为 70.3%。

图 48：可靠股份主营业务毛利润结构（单位：亿元）

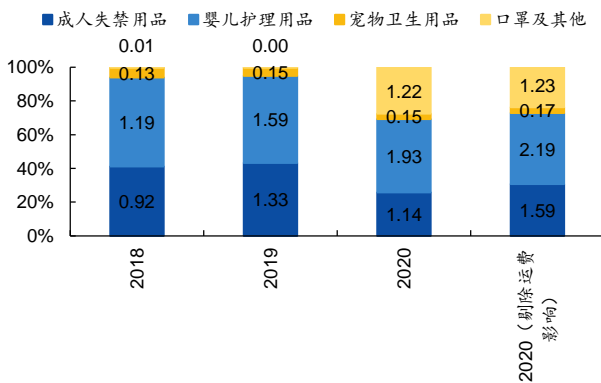
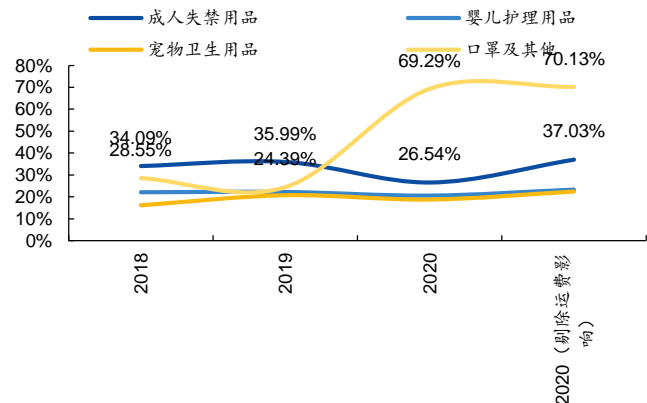


图 49：可靠股份主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

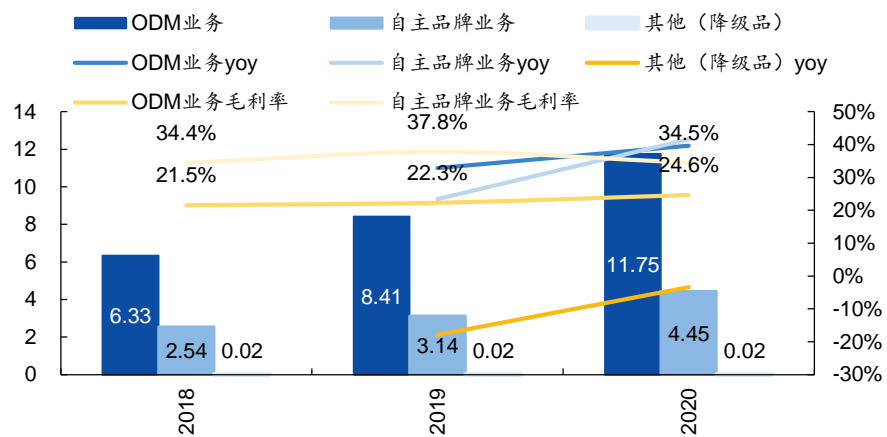
### 3.1.2 业务模式：ODM 为主，绑定海外客户；自主品牌为辅，线上渠道发力

**ODM 业务：婴儿护理用品业务为核心，海外客户为主。**产品端，公司主要代工生产婴儿护理用品（79.5%）、成人失禁用品（5.7%）等。从区域来看，公司以境外客户为主（2020 年占 ODM 业务的 63.7%），其中主要客户有 JS（菲律宾婴儿护理与成人失禁用品均排名前二）、AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY（2020 年新增，带来销售额 0.96 亿元）等。盈利能力方面，公司自主品牌业务毛利率从 2018 年

的 21.5% 增至 2020 年的 24.6% (会计准则改变, 实际应更高), 盈利能力持续增强。

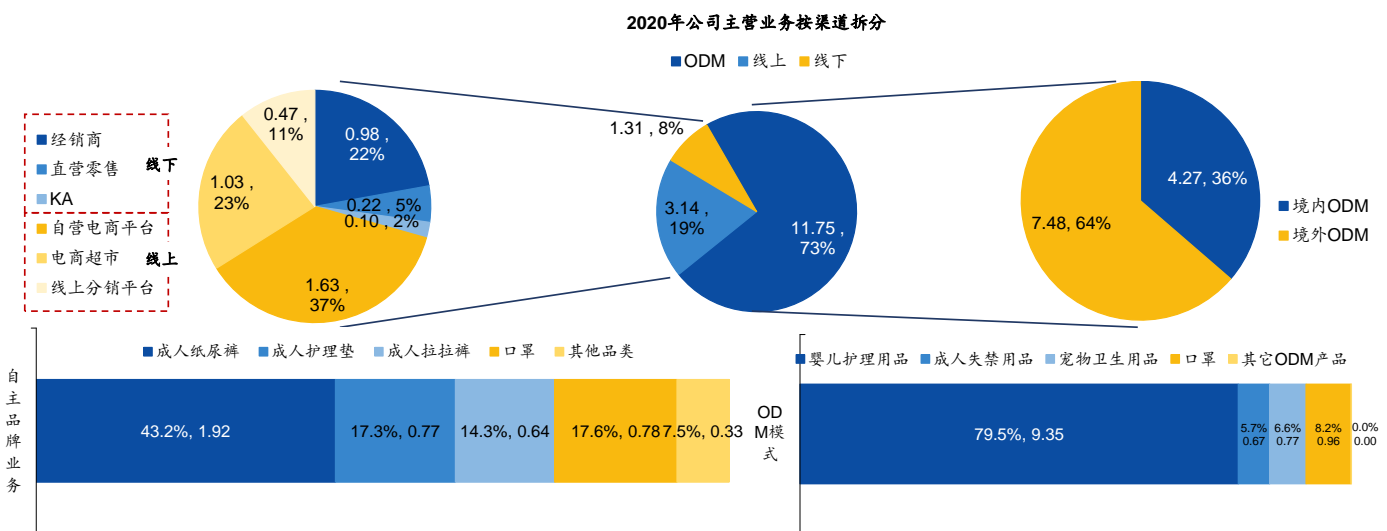
**自主品牌业务: 成人失禁用品为核心, 线上渠道为主。**产品端, 公司自主品牌产品以成人纸尿裤、护理垫、拉拉裤为主, 合计占自主品牌业务比例为 74.8%, 口罩业务占比 17.6%。**渠道端,**公司自主品牌通过电商及分销平台等线上渠道进行销售, 线上渠道占比 70.6%; 主要原因是随着我国电子商务市场的崛起, 当前线下传统渠道如 KA 卖场等更多开始扮演让消费者首次接触成人失禁用品的角色, 消费者在首次使用后, 通常更倾向于采用更为便捷的线上购买方式实现重复消费。**盈利能力方面,**公司自主品牌业务毛利率从 2018 年的 34.4% 增至 2020 年的 34.5% (会计准则改变, 实际应更高), 盈利能力持续增强。

图 50: 可靠股份主营业务按业务模式划分 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 招股说明书, 国元证券研究所

图 51: 可靠股份 2020 年主营业务收入按业务模式划分结构 (单位: 亿元)

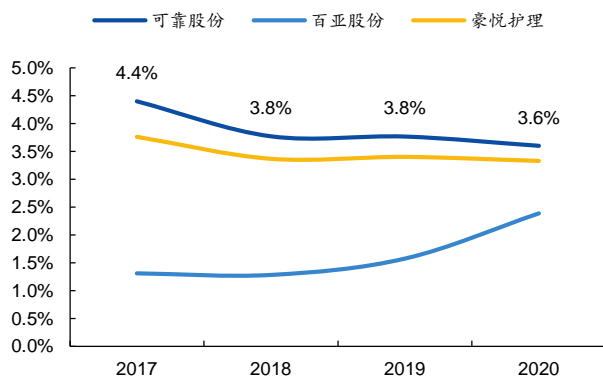


资料来源: Wind, 招股说明书, 国元证券研究所

### 3.1.3 业务亮点：研发投入打造产品矩阵，渠道变革顺应市场结构

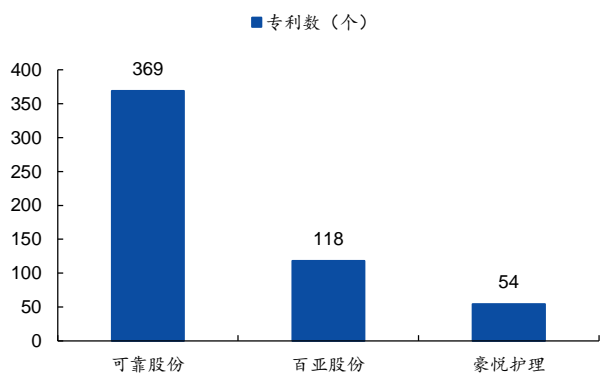
注重研发投入，研究所体系完善。可靠股份建有行业内省级企业研究院、中国纺织行业成人失禁护理产品技术创新中心和省级企业技术中心，是中国首家纸尿裤和养老福祉行业的研发基地，承担国家火炬计划、浙江省、市级重点研发项目 10 余项，其中“成人纸尿裤”等科技成果获中国纺织工业联合会科学技术奖二等奖，中国纺织工业联合会专利奖优秀奖。公司注重研发设计，2020 年研发费用 0.59 亿元，占营收比例为 3.6%，高于同行业公司；截至 2022 年 3 月，公司拥有专利数量 369 项，居行业第一，在发展期间根据消费人群不同推出可靠、吸收宝、康普适、安护士等不同品牌。

图 52：可靠股份研发费用率远超同行业对比



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

图 53：可靠股份与同行业专利数对比（单位：个）



资料来源：国家知识产权局，国元证券研究所

注：专利数统计至 2022 年 3 月 21 日；这里仅对申请人为杭州可靠股份有限公司、重庆百亚卫生用品股份有限公司、杭州豪悦护理用品股份有限公司进行统计

表 12：可靠股份成人失禁用品品牌及可靠企业研究院

品牌名	推出时间	L 码腰贴型纸尿裤单价 (元/片)	定位	产品	可靠企业研究院
可靠	2008 年	4.82	成人失禁用品领域的高端自有品牌	成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫、妇婴两用巾、医用护理垫等多种产品和型号	
吸收宝	2011 年	2.85	成人失禁用品领域的精品自有品牌，主打性价比	成人纸尿裤、拉拉裤、护理垫、纸尿裤等多种产品和型号	
康普适	2012 年	-	成人失禁用品领域的平价自有品牌	成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫等多种产品和型号	
安护士	2016 年	1.68	一次性卫生用品领域的大众自有品牌，主要为成人失禁用品	成人纸尿裤、拉拉裤、护理垫、湿巾等多种品类	

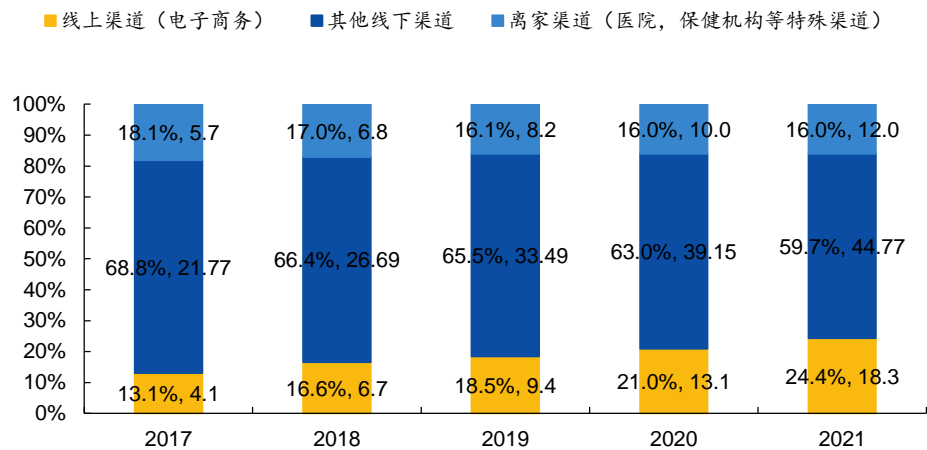
资料来源：公司官网，各品牌天猫旗舰店，招股说明书，国元证券研究所

注：各品牌价格时点为 2022 年 3 月 21 日

紧抓电商渠道的发展机遇，销售与互联网新型零售渠道相结合。自2012年开始，公司借助电商超市、自营电商店铺、线上分销等扩大收入；2018-2020年，公司线上销售的自主品牌业务所产生收入从1.81亿增至3.14亿，对应CAGR为31.6%。据《生活用纸和卫生用品行业年度报告》，“可靠”品牌连续多年蝉联电商平台单品类全网销售冠军，连续7年（2013年-2019年）荣获全球电子商务纸尿裤类目销售额第一世界纪录认证。

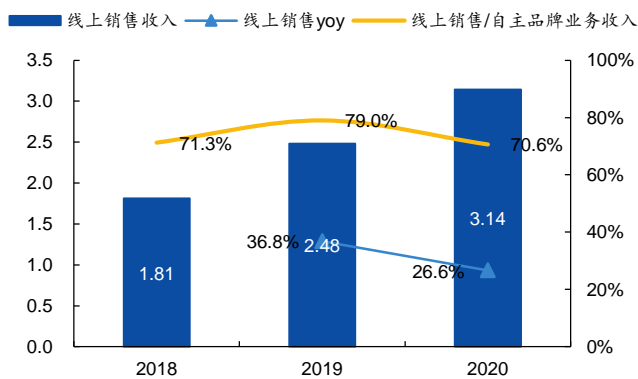
借助医药流通公司拓展医院、养老院特殊渠道，收入同增410.8%。公司针对自主品牌成人失禁用品使用场景的特点，积极开拓特渠及新零售等领域，公司与华东医药、光大养老、陕西国药、国药华鸿等大型医药流通公司建立战略合作关系，推进公司成人失禁用品的普及和使用，增强公司品牌的覆盖率和影响力。2020年公司通过医药流通公司渠道营收535.4万元，同比增长410.8%，整体毛利率为30.3%，较2019年增长1.1pct。

图 54：中国成人失禁用品市场渠道占比变化（单位：亿元）



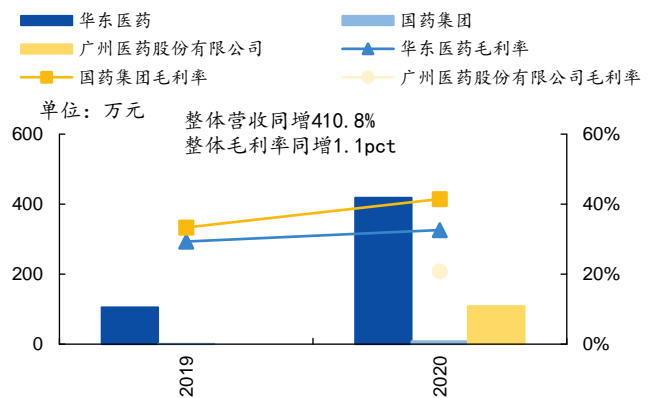
资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

图 55：可靠股份线上销售收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

图 56：可靠股份与众多医药流通公司建立战略合作关系



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

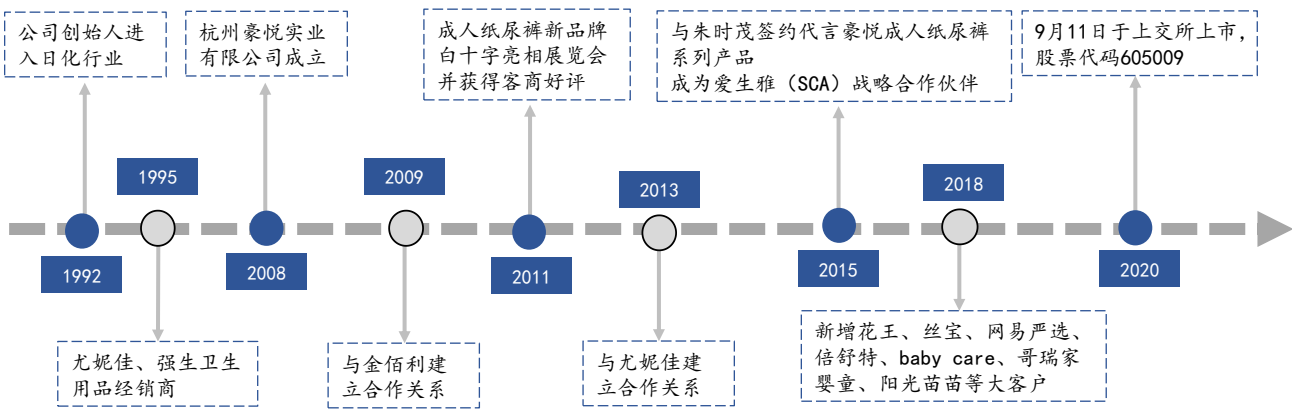


### 3.2 豪悦护理：以 ODM 模式为主的个人卫生护理制造商

以 ODM 模式为主的个人卫生护理制造商。杭州豪悦护理用品股份有限公司是国内个人卫生护理用品领域的制造商，专注于妇、幼、成人个人卫生健康护理用品的研发、制造与销售业务。发展期间，公司凭借稳定可靠的生产制造能力及高性价比的产品，成为了尤妮佳、金佰利、花王等全球著名跨国公司以及 BabyCare、BEABA、蜜芽等国内母婴知名品牌商的合作伙伴。2020 年公司营收 25.91 亿元，同增 32.6%。

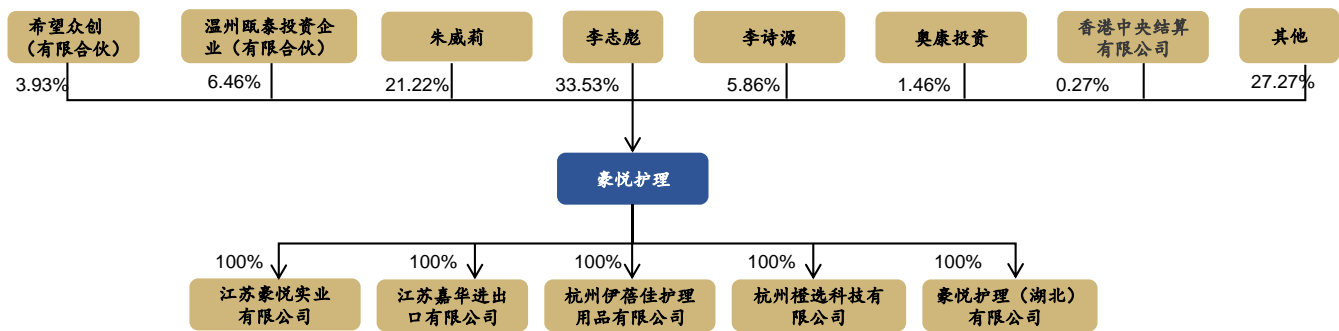
实控人持股比例为 60.61%，管理层经验丰富。公司董事长李志彪与妻子朱威莉、女儿李诗源共同为公司实际控制人，三人分别直接持股 33.53%、21.22%、5.86%，合计 60.61%。李志彪自 1992 年起进入日化行业，成为一名渠道商。1998 年开始在义乌投资工厂经营个人护理用品，2008 年带领团队来到杭州，创立了豪悦护理的前身—杭州豪悦实业有限公司，行业从业经验丰富。

图 57：豪悦护理发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，国元证券研究所

图 58：豪悦护理股权结构图（截至 2022 年 3 月）

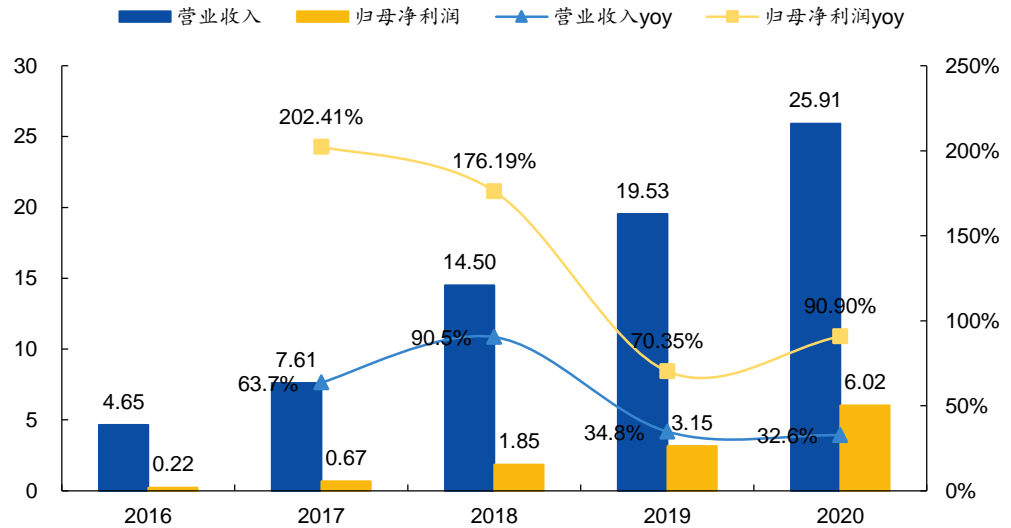


资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

2016-2020 年营收 CAGR 为 53.6%，净利率上升 18.9pct。2016 年至 2020 年期间，公司营业收入/归母净利润分别从 4.7/0.2 亿增至 25.9/6.0 亿元，对应 CAGR 分别为 53.6%/128.3%，其中 2020 年分别同比增长 32.6%/90.9%，系因为伴随国内电子商务、移动商务等模式崛起，公司产品受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，

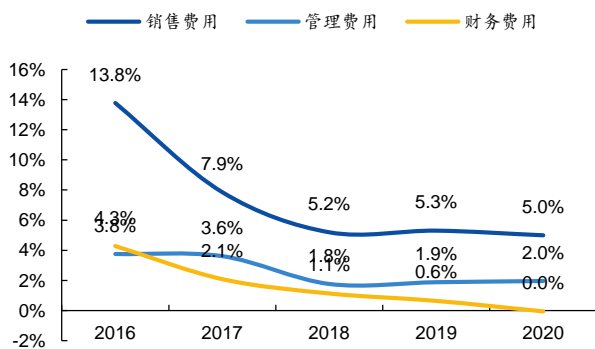
销售额和市场占有率快速提升。费用端看，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率在2016到2020年间分别下降8.8/1.8/4.3pct。从盈利能力看，公司整体业务毛利率及净利率持续上升，分别从2016年的30.6%/4.8%增至2020年的36.9%/23.7%，分别增长6.3/18.9pct。

图 59：豪悦护理营业收入及归母净利润及增长（单位：亿元）



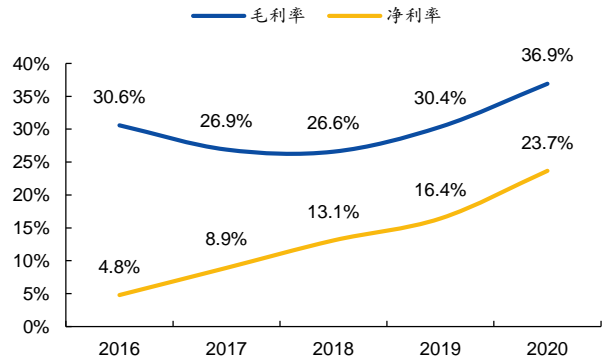
资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 60：豪悦护理期间费用率



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 61：豪悦护理整体毛利率及净利率



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

### 3.2.1 产品品类：核心业务是婴儿卫护，成人卫生用品持续增长

2016-2020年主营业务CAGR为53.2%，核心业务是婴儿护理及成人卫生用品。公司业务包括婴儿卫生用品、成人卫生用品（包括成人失禁用品和女性卫生用品）和其他产品（湿巾、复合芯体、围兜等）。其中婴儿护理用品/成人卫生用品/湿巾等其他产

品分别占公司主营业务收入的 65.5%/24.2%/10.3%。2020 年公司主营业务收入 25.5 亿元，占营收 98.2%，同比增长 32.5%；主营业务增长主要来源于婴儿护理用品（占比 48.6%）和防护服无纺布、湿巾、口罩等产品（占比 36.4%，同比增长 662.5%）。

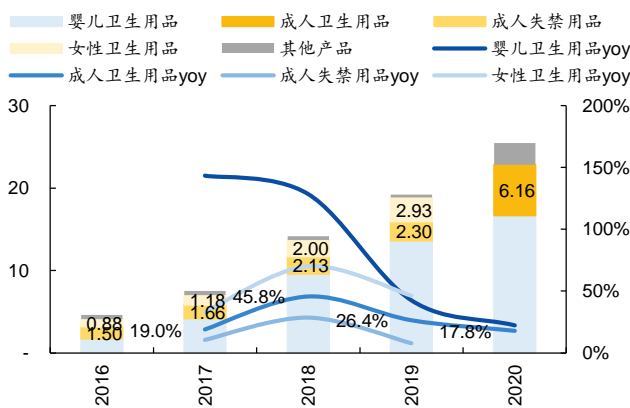
表 13：豪悦护理主营业务介绍

业务	主要产品	主要品牌及代工	2020 年营收 (亿元)	占主营业 务比例
婴儿卫生用品	婴儿纸尿裤（拉拉裤、纸尿片）	MamaMia、Jus cool、Hope baby、 GeniusStar、Sunnybaby、nanakia	16.67	65.5%
成人失禁用品	成人纸尿裤（拉拉裤、纸尿片）和 护理垫	白十字、汇泉、好年、康福瑞	6.16	24.2%
女性卫生用品	卫生巾、经期裤	MamaMia、希望宝宝、阳光女孩、达 菲	2.62	10.3%
其他	湿巾、复合芯体、膜、围兜	MamaMia、希望宝宝、白十字、汇泉		

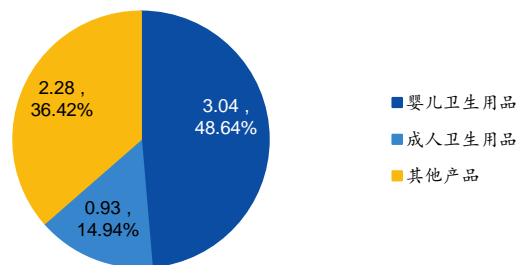
资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 62：豪悦护理主营业务收入及增长情况（单位：亿元）

图 63：2020 年豪悦护理主营业务收入增长拆分（单位：亿元）



2020 年主营业务收入增长驱动拆分



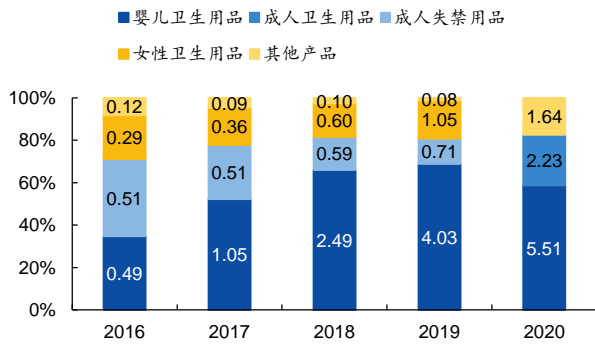
资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

注：左表营收为成人卫生用品的营业收入，包括成人失禁用品及女性卫生用品

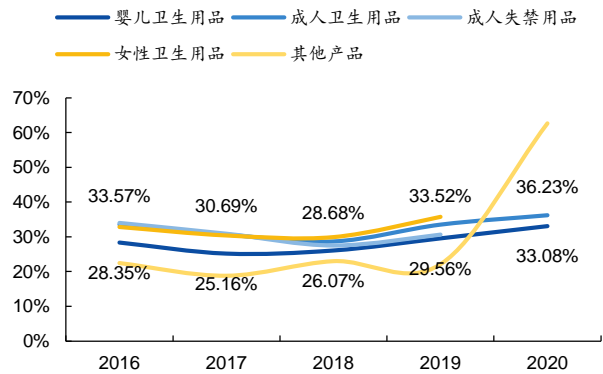
婴儿卫生用品逐渐成为主要的毛利润来源，各业务盈利能力均逐渐增强。婴儿卫生用品/成人卫生用品/其他产品占主营业务毛利润比例分别从 2016 年的 34.8%/57.0%/8.2% 变成 2020 年的 58.7%/23.8%/17.5%，从盈利角度看，毛利率分别从 2016 年的 28.4%/33.6%/22.4% 变成 2020 年的 33.1%/36.2%/62.7%，分别增加 4.7/2.7/40.3pct，各项业务盈利能力均在增强。

图 64：豪悦护理主营业务毛利润结构（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 65：豪悦护理分业务毛利率



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

### 3.2.2 业务亮点：注重研发创新产品，产能扩张绑定优质客户

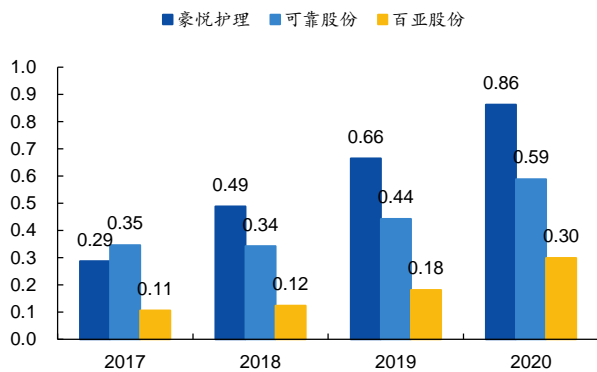
**注重研发设计，积累技术优势。**公司致力于成为全球护理用品领域拥有研发技术优势的卓越企业，重视产品质量升级，2020 年公司研发费用为 0.86 亿元，占收入 3.3%。2020 年研发人员数量达 158 人，占员工总数 9.0%。公司具备系统的一次性卫生用品的研发技术，研发出无木浆多维复合芯体结构（目前已研发出第 4 代），吸收芯体是决定纸尿裤、经期裤等吸收性卫生用品质量的关键结构部位，与传统木浆芯体相比，公司无木浆多维复合芯体具有轻薄、不易断层、吸水后整体膨胀不起坨等诸多优点。公司复合芯体纸尿裤产品正逐渐进入主流市场，已经获得国内及国际知名品牌的认可并展开合作。

表 14：豪悦护理研发复合芯体与木浆芯体对比

按芯体分类	芯体主要性能及特点	主要客户
无木浆多维复合芯体产品	①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 ②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	用于凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产品牌客户和自营品牌的纸尿裤产品中 和国际知名品牌商就无木浆多维复合芯体经期裤产品及无木浆多维复合芯体婴儿纸尿裤产品开始合作
木浆芯体产品	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	用于金佰利、尤妮佳等跨国公司及部分国产品牌客户的成人纸尿裤、经期裤等系列产品中

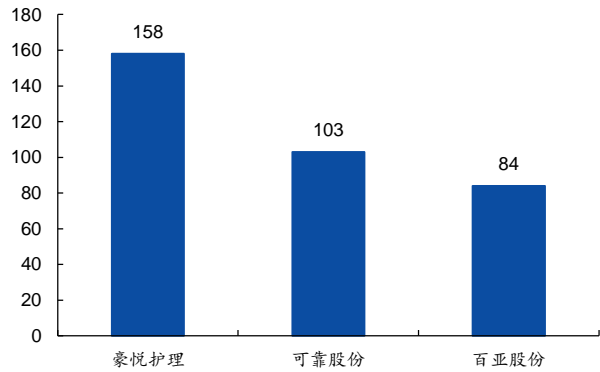
资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 66：豪悦护理研发费用稳步上升（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

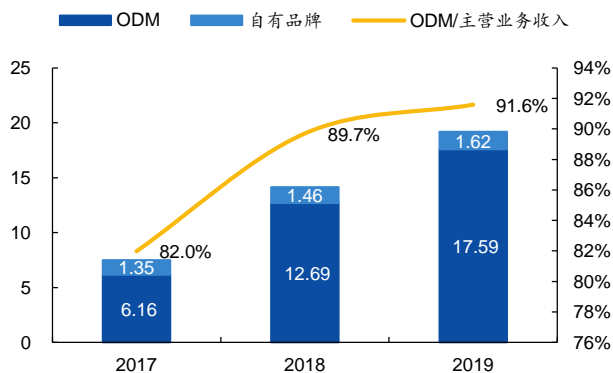
图 67：2020 豪悦护理研发人员数量（单位：人）



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

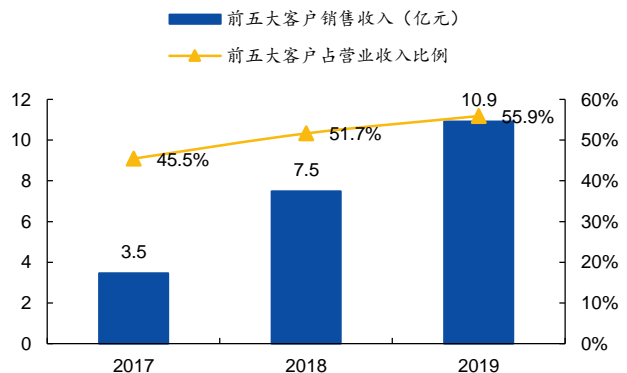
**坚定发展 ODM 业务，深入绑定优质客户。**公司凭借过硬的研发设计实力、稳定可靠的生产制造能力、优质的供应服务和高性价比的产品，在业内积累了较多优质客户，包括金佰利、尤妮佳、SCA（维达）、花王等全球著名跨国公司，以及凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare、子初、景兴健护、Eleser 等国内知名护理用品企业和母婴品牌商等。公司与 ODM 客户合作关系稳定，ODM 业务收入占主营业务收入比例从 2017 年的 82.0% 增至 2019 年的 91.6%；其中前五大客户占营业收入比例对应从 45.5% 增至 55.9%，公司优质客户数量及质量稳定增长。

图 68：豪悦护理 ODM 业务收入占比（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

图 69：豪悦护理前五大客户业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

表 15：豪悦护理部分合作品牌

主要客户/品牌	介绍	ODM 代工产品
unicharm	尤妮佳是全球领先的健康卫生护理用品企业，总部位于日本。旗下品牌有妈咪宝贝、苏菲等。	经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等
金佰利	金佰利总部位于美国，旗下品牌有好奇、高洁丝、得伴等。	供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等



花王是全球知名的日用品品牌，总部位于日本，拥有“碧柔”、“乐而雅”、“洁霸”、“花王”等品牌。花王经期裤产品



宝洁是全球最大的日用消费品公司，总部位于美国。旗下品牌有帮宝适、护舒宝等。经期裤及婴儿纸尿裤产品。



SCA（维达）总部位于瑞典，是一家全球知名的卫生用品企业。“添宁”品牌成人拉拉裤



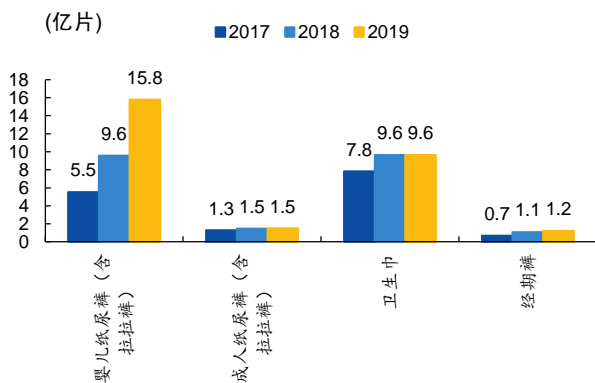
国内新兴的具有较大影响力的母婴品牌，2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业。凯儿得乐纸尿裤产品

资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

**产能持续扩张，期间费用降低。**豪悦护理拥有杭州、江苏两大生产基地，公司婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女士经期裤等产品产能在国内排名前列，其中婴儿纸尿裤（含拉拉裤）/婴儿纸尿裤（含拉拉裤）/卫生巾/经期裤 2017-2019 年产能 CAGR 分别为 73.2%/12.2%/8.6%/87.9%；随着产能上升公司规模经济显现，直接人工、制造费用占主营业务成本比重下降。

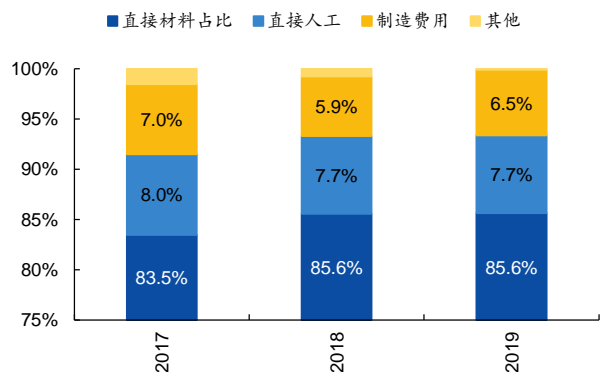
图 70：豪悦护理产能持续增长（单位：亿片）

图 71：豪悦护理人工、制造费用占主营业务成本不断降低



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

注：公司产品产能的计算公式为：生产速度（片/分）\*每班标准工作小时数\*班次标准\*工作天数\*实际投产月份/12



资料来源：招股说明书，Wind，国元证券研究所

## 4. 风险提示

- (1) 疫情防控风险：**全球疫情影响下，疫情蔓延可能会对企业的生产产生不利影响；
- (2) 政策风险：**行业与国家老年人相关政策密切挂钩，且市场渗透率受政策驱动，若政策不及预期或与预期相悖，会对行业产生一定程度的负面影响；
- (3) 宏观经济风险：**行业直接面对消费者，宏观经济不景气可能会对行业直接产生不利影响；
- (4) 行业竞争加剧导致盈利下降风险：**行业壁垒较低，不断的有新进入者参与进来，若行业内竞争加剧，现阶段龙头可能会丢失市场份额；

**(5) 原材料价格上涨风险：**若原材料价格上涨，公司若不能有效将成本上涨传递至下游势必会降低公司的盈利水平。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188