

女性吸收性卫生用品行业专题

把握市场结构性机遇，优质成长性品牌破局可期

超配

核心观点

行业概况：广阔存量市场，价增驱动增长。女性吸收性卫生用品为快速消费品，卫生巾为主流产品占比约92%，上游受石油价格和浆价波动影响，下游业态多元化发展。当前市场处于成熟阶段，2021年规模达987亿元，因人口保有量平稳、产品渗透率高，现阶段成长逻辑依赖使用周期延伸与单价提升，近10年复合增速约6.5%，其中量增贡献2.1%、价增4.4%。

行业竞争稳中有变，国产替代迎来机遇期。(1)美日市场对标：市场竞争集中度高、格局稳定，主要由于龙头具备产品先发优势及研发供应壁垒、多品类协同规模效应释放充分、下游渠道集中并与头部零售商深度合作。(2)中国市场分析：竞争集中度低，2021年CR5约36%，外资品牌占据相对优势，但尚未形成稳定的竞争格局，主要由于本土品牌基础弱、美资品牌本土化依旧存在不确定性、女性客群庞大且多样化、线下业态分散化与线上高速发展。(3)本土品牌的突破口：产品升级：以消费者为导向，呈现品质高端化、人群场景细分化、包装迭代升级趋势，经期裤、极薄卫生巾、纯棉卫生巾等存在较好增长前景；品牌建设与营销全域化：以优质内容为核心，公域私域流量共振；全渠道建设：抖音电商红利释放，近场式消费与O2O补充线下流量。

优质本土品牌：产品渠道破局，成长可期。(1)百亚股份：作为川渝区域龙头，自由点推出大健康系列与经期裤，高定价与高毛利产品占比提高推动业务量价齐升；电商多维平台发力，外围市场成长性充足。(2)稳健医疗：奈丝公主背靠“全棉”理念+医疗基因打造创新品牌形象，定位母婴精致妈妈、品牌中高产、新锐白领三大客群，品类高毛利率仅次于恒安国际；电商起家、私域流量呈现显著，看好未来消费复苏下线门店与KA渠道有序扩张。(3)恒安国际：作为中国最早期的本土企业成为卫生巾品牌龙头，2021年市场份额达10.3%仅次于尤妮佳，品牌焕新持续、精细化SKU定位细分客群，毛利率先同行；线下渠道占据领先优势，电商后起发力，其中抖音平台份额位居第一，未来关注龙头发力电商与新零售实现渠道破局。(4)维达国际：依托欧洲品牌赋能，薇尔定位新时代女性、稳居高端卫生巾市场前列，渠道端电商增长领先同行，并可依托纸巾全国性分销通路打开卫生巾覆盖空间。

风险提示：1、竞争恶化；2、品牌形象受损；3、市场拓展不及预期。

投资建议：关注卫生巾市场结构性机遇，看好优质个股成长性。中国女性吸收性卫生护理市场仍存在结构性机遇，为本土品牌提供份额突破契机。推荐成长性优质个股百亚股份、稳健医疗通过品牌差异化、产品中高端升级切入细分赛道，线下渠道与线上红利释放具备较好的业务增长空间。看好生活用纸龙头维达国际个护业务随品牌知名度提升与全国性覆盖提升市占率，放量后有望打造高毛利率品类。关注国产品牌龙头恒安国际线上破局，盈利端看好规模效应释放和成本下行的拐点机遇。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
003006	百亚股份	买入	17.9	77.2	0.4	0.6	41.0	30.1
300888	稳健医疗	买入	64.2	351.6	4.1	4.6	15.7	14.1
1044	恒安国际	增持	30.9	360.4	2.3	2.9	13.4	10.6
3331	维达国际	增持	17.9	215.9	0.6	1.0	30.4	18.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

轻工制造

超配 · 维持评级

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘璨

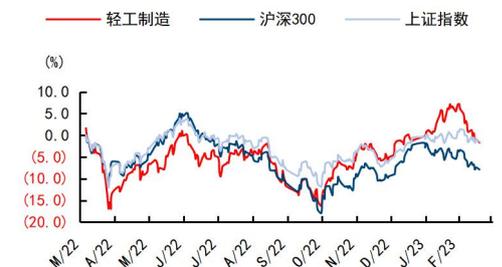
0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《轻工制造双周报（2306期）-1-2月家具零售回暖，地产竣工增长9.7%》——2023-03-19
- 《轻工制造双周报（2305期）-家居企业发力春季家装季，现货浆价持续回落》——2023-03-10
- 《轻工制造3月投资策略-家居业迎战3月大促，浆价回落持续兑现》——2023-03-02
- 《轻工制造双周报（2304期）-节后楼市和客流回暖，阔叶浆现货价格持续回落》——2023-02-20
- 《轻工制造双周报（2303期）-国内浆价回落，政策东风指向促进家居消费》——2023-02-12

内容目录

行业概况：广阔存量市场，价增驱动增长	7
产品结构与发展历史复盘	7
产业链结构：上游受石油与木浆价格影响，下游渠道多元化覆盖终端消费者	10
市场规模与成长：刚性需求与消费升级下市场增速稳健，价增成主要驱动力	11
行业竞争稳中有变，本土品牌份额提升仍存机遇	12
美日市场竞争格局：龙头因先发优势和规模壁垒维持高市场份额	12
中国市场竞争格局：前十集中度稳步提升，细分客群与分散化通路带来格局重塑机遇	17
产品-营销-渠道细分趋势分析：市场结构性机遇仍存	21
优质本土品牌：产品渠道破局，成长可期	30
百亚股份：自由点品牌持续升级，全国拓张成长性充足	30
稳健医疗：奈丝公主医疗背书叠加全棉品质，全域建设打造卫生巾大单品	36
恒安国际：七度空间国产品牌龙头，规模效应充分释放	40
维达国际：爱生雅赋能品牌高端定位，渠道变革领先放量可期	45
投资建议：关注卫生巾市场结构性机遇，看好优质个股成长性	59
风险提示	60

图表目录

图 1: 女性吸收性卫生用品	7
图 2: 2021 年细分产品类型规模占比	7
图 3: 卫生巾结构示意图和组成材料	8
图 4: 卫生巾产品的创新迭代	8
图 5: 面层与吸收芯体的迭代升级	9
图 6: 女性吸收性卫生用品产业链结构	10
图 7: 百亚股份原材料成本结构（以卫生巾为主）	10
图 8: 豪悦护理原材料采购结构（以裤型卫生巾为主）	10
图 9: 2012 年至今石油现货价平均价格指数	11
图 10: 2014 年至今漂针浆和漂阔浆价格指数	11
图 11: 卫生巾市场规模及同比增速	12
图 12: 卫生巾消费量及同比增速	12
图 13: 以 2021 年为例解构女性吸收性卫生用品市场的成长逻辑	12
图 14: 2012~2021 年美日市场公司 CR5	13
图 15: 2012~2021 年美日品牌 CR5 对比	13
图 16: 2021 年美国卫生巾市场份额前五位	13
图 17: 2021 年日本卫生巾市场份额前五位	13
图 18: 2021 年美国女性护理市场结构	14
图 19: 2012~2021 年日本女性护理市场宝洁份额	14
图 20: 尤妮佳九州智能工厂自动化率（对比既有工厂）	15
图 21: 龙头企业研发费用率	15
图 22: 头部企业 2022 财年收入结构	16
图 23: 美国女性护理市场渠道结构	17
图 24: 日本女性护理市场渠道结构	17
图 25: 2021 年中国女性吸收性用品市场前十大公司份额	17
图 26: 2021 年中国女性吸收性用品市场前十大品牌份额	17
图 27: 2012~2021 年卫生巾前十家企业中外资份额变化	18
图 28: 2012~2021 年卫生巾前十大品牌中外资份额变化	18
图 29: 中国女性护理市场发展阶段	19
图 30: 卫生巾市场渠道结构	20
图 31: 卫生巾市场线上规模与增速	21
图 32: 主要上市企业电商渠道收入增速	21
图 33: 2016~2020 年不同网络广告形势市场份额占比	21
图 34: 2017~2022 年天猫平台裤型卫生巾销售规模及增速	22
图 35: 2020~2022 年京东平台裤型卫生巾销售规模及增速	22
图 36: 全国商超渠道极薄型卫生巾销售额占比及同比增速	23
图 37: 薄型与标准卫生巾销售额及增速	23

图 38: 2022 年 1~7 月天猫淘宝卫生巾材质参数销售额占比	23
图 39: 全棉时代奈丝公主市占率	23
图 40: 主流卫生巾品牌人群/场景/功能细分产品举例	24
图 41: 护舒宝王者荣耀联名示例	24
图 42: 苏菲品牌卷卷贴设计示例	24
图 43: 各类产品定价倍数 (以基础款为基准)	25
图 44: 苏菲/护舒宝中国与本土市场日用基础系列定价对比	25
图 45: 2020 年微信小程序数据同比表现	26
图 46: 2022 年品牌/商户私域布局渠道	26
图 47: 主要卫生巾品牌天猫官方旗舰店粉丝数量	26
图 48: 主要卫生巾品牌抖音官方账号粉丝数量	26
图 49: 各卫生巾品牌代言人示例	27
图 50: 恒安国际“小嗨森”品牌赞助	27
图 51: 薇尔“月经不隐藏”广告语	27
图 52: 2021 年各电商平台市场份额	28
图 53: 2022 年天猫 TOP10 品牌占卫生巾品类份额	28
图 54: 2022 年京东 TOP10 品牌占卫生巾品类份额	28
图 55: 天猫平台主要品牌市场均价	28
图 56: 直播电商市场规模及增速	29
图 57: 2021 年直播电商购物用户占有率	29
图 58: 抖音平台国货品牌尤其是新锐品牌迅速出圈	29
图 59: 2022 年抖音 TOP10 品牌占卫生巾品类份额	29
图 60: 到店与到家市场规模 (亿元)	30
图 61: 2022 年一季度大卖场到家品类分析	30
图 62: 卫生巾市场便利店与美妆店规模及增速	30
图 63: 公司收入 (百万) 及同比增速	31
图 64: 公司归母净利润 (百万) 及同比增速	31
图 65: 自由点天猫旗舰店无感 C 销售额 (万元) 及占比	31
图 66: 自由点天猫旗舰店有机纯棉销售额及同比增速	31
图 67: 安睡裤产品主打卖点	32
图 68: 天猫平台自由点裤型卫生巾销售额与占比	32
图 69: 2012~2019 年公司自由点、妮爽量价拆分	32
图 70: 自由点品牌产品系列占比	32
图 71: 公司整体与卫生巾分系列毛利率	33
图 72: 公司毛利率水平	33
图 73: 公司电商渠道结构	34
图 74: 公司电商规模及同比增速	34
图 75: 公司电商毛利率	34
图 76: 全国市场拓展路径	35
图 77: 分区域线下市场份额	35
图 78: 外围市场收入及增速	35

图 79: 外围市场毛利率	35
图 80: 公司收入 (百万) 及同比增速	36
图 81: 公司归母净利润 (百万) 及同比增速	36
图 82: 2021 年棉柔巾线上 TOP5 品牌	37
图 83: 卫生巾品类收入规模及增速	37
图 84: 部分产品系列及定价	37
图 85: 卫生巾品类分渠道规模 (万元)	38
图 86: 卫生巾品类分渠道占比	38
图 87: 公司消费品业务线上分平台收入规模 (百万)	38
图 88: 公司消费品业务线上分平台收入增速	38
图 89: 2022 年 6 月天猫分品牌卫生巾销售表现	39
图 90: 天猫/京东/抖音平台奈丝公主市占率	39
图 91: 全棉时代自营小程序	39
图 92: 小程序会员数量	39
图 93: 消费品业务线下门店渠道规模及增速	40
图 94: 消费品业务商超渠道规模及增速	40
图 95: 公司收入 (百万) 及同比增速	41
图 96: 公司归母净利润 (百万) 及同比增速	41
图 97: 卫生巾收入及增速	41
图 98: 恒安国际卫生巾份额	41
图 99: 部分产品系列及定价	42
图 100: 综艺赞助渗透年轻群体	42
图 101: 联动手动漫 IP 跨界营销	42
图 102: 公司卫生巾与整体毛利率水平	43
图 103: 公司卫生巾与整体营业利润率水平	43
图 104: 公司线下销售渠道网点	43
图 105: 公司整体线下渠道收入规模及增速	43
图 106: 天猫/京东/抖音平台七度空间市占率	44
图 107: 主要上市公司整体电商渠道占比	44
图 108: 公司收入 (百万港币) 及同比增速	45
图 109: 公司归母净利润 (百万港币) 及同比增速	45
图 110: 公司品牌矩阵	46
图 111: 公司与爱生雅历史股权变动及有关事件梳理	47
图 112: 2014~2022 年公司品类结构	48
图 113: 2014~2022 年公司渠道结构	48
图 114: 2017~2022 年公司分市场结构	48
图 115: 公司整体与中国市场自然增长率 (即固定汇率增速)	48
图 116: 2014~2022 年公司分品类毛利率	49
图 117: 公司期间费用率	49
图 118: 公司分品类营业利润率	49
图 119: 公司净利率	50

图 120: 公司 ROE	50
图 121: 公司生活用纸中国内地和中国香港市占率	50
图 122: 公司成人护理各市场市占率	50
图 123: 公司女性护理各市场市占率	51
图 124: 公司婴儿护理各市场市占率	51
图 125: 公司代言人及品牌形象	51
图 126: 公司营销推广费用与广告成本占收入比例	51
图 127: 主要产品及定价	52
图 128: 公司整体与中国内地市场电商渠道占比	52
图 129: 公司整体电商渠道自然增长率	52
图 130: 天猫/京东/抖音薇尔品牌市占率	53
图 131: 公司全国性生产基地布局	54
图 132: 公司生活用纸产能	54
图 133: 2011 年至今公司与可比公司预测 PE	58
表 1: 吸收性卫生用品材料、功能、特性	7
表 2: 三种吸收芯体及特点	10
表 3: 女性吸收性卫生用品行业主要企业	11
表 4: 龙头公司研发和供应链布局	15
表 5: 部分龙头企业品类概况	16
表 6: 部分本土品牌细分定位	19
表 7: 主要上市企业 KA/经销渠道增速	20
表 8: 普通级与医护级卫生巾标准对比	22
表 9: 盈利预测和财务指标	36
表 10: 公司与可比公司毛利率对比	37
表 11: 盈利预测和财务指标	40
表 12: 盈利预测和财务指标	44
表 13: 特许权内容	47
表 14: 盈利预测假设	55
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	56
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	56
表 17: 资本成本假设	56
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	57
表 19: 可比公司财务指标对比 (货币统一使用人民币)	57
表 20: 可比公司估值表	58
表 21: 盈利预测及市场重要数据	59
表 22: 相关公司盈利预测及估值	59

行业概况：广阔存量市场，价增驱动增长

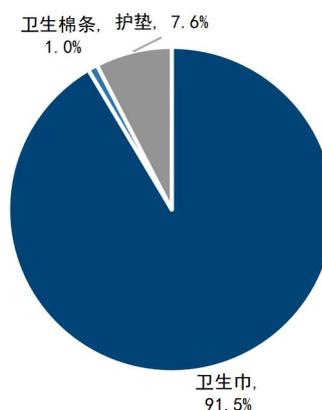
产品结构与发展历史复盘

女性吸收性卫生用品作为快消品具备必选消费属性。其产品类型可分为卫生巾、卫生护垫、经期裤、卫生棉条、月经杯等。2021年中国女性吸收性卫生用品市场中，卫生巾是主流占比达91.5%（2016~2021年CAGR：3.7%），护垫占比7.6%但因安全问题呈现下降趋势（2016~2021年CAGR：-2.2%），卫生棉条市场接受度低，占比仅为1%，但产品销售额迅速提升（2016~2021年CAGR：30%）。

图1：女性吸收性卫生用品



图2：2021年细分产品类型规模占比



资料来源：天猫 ABC/乐而雅/Lunette/高洁丝产品店铺，国信证券经济研究所整理

资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

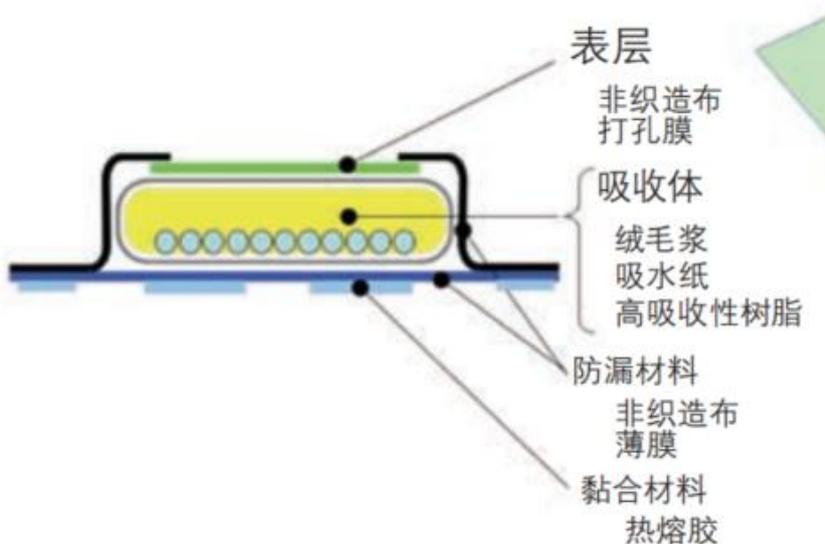
作为最大的细分产品类型，卫生巾结构功能主要分为防渗漏、舒适性和使用简易三个方面，包括面层、底层、吸收层、导流层四个部分。1) 面层需要实现液体渗漏功能，同时由于和使用者肌肤直接接触，需要考虑柔软性和舒适度。2) 底层主要起到防漏作用，要有良好的耐水、防漏性，同时兼顾透气性；3) 吸收层是实现核心功能，用来吸收、扩散、储存液体的部分，需要具备快速吸收、防漏、防回渗的特性；导流层位于面层和吸收层之间，功能是将渗入液体快速吸收且均匀地扩散至吸收层，要有良好的吸收性和渗透性。4) 除以上结构功能外，在使用设计上需具备使用（使用、携带、丢弃等场景）的简易性。

表1：吸收性卫生用品材料、功能、特性

结构	材料	功能	特性
面层	PE膜/PP无纺布/纯棉	液体渗漏，接触肌肤	渗透性、柔软性、舒适度
底层	PE膜	包被、防渗漏	耐水性、防漏性、透气性
吸收层	高分子树脂、无纺布、无尘纸、绒毛浆	吸收、扩散、储存液体	吸收性、防漏性、防回渗
导流层	无纺布	快速吸收、均匀扩散至吸收层	吸收性、渗透性

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

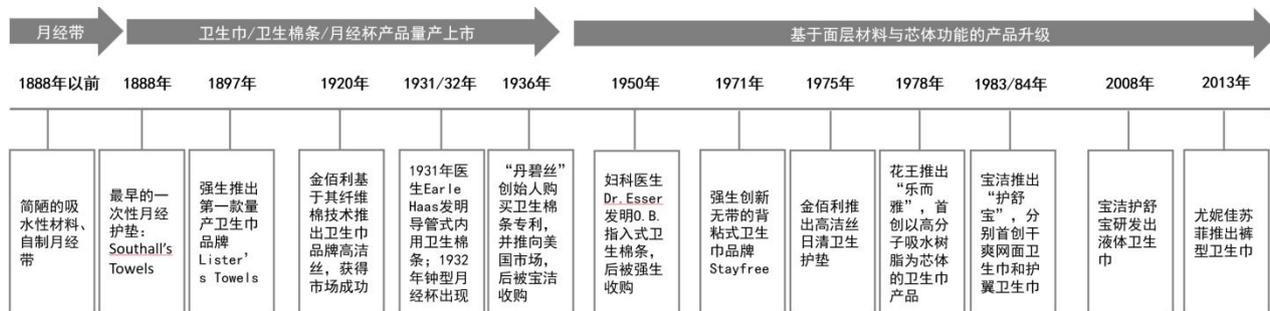
图3: 卫生巾结构示意图和组成材料



资料来源:《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》¹, 日本花王株式会社, 国信证券经济研究所整理

女性吸收性卫生用品经历由可洗式到可抛式的突破性转变, 并持续基于形态结构、吸收芯体、面层材质进一步完善产品功能与体验。

图4: 卫生巾产品的创新迭代



资料来源: 青竹新消费, 强生/金佰利/宝洁/花王官网, 国信证券经济研究所整理

(1) 1888 年以前可洗式月经带: 多使用布条、卫生纸等吸收经血, 缺点是不卫生、反复清洗;

(2) 1888 年~1936 年可抛式卫生巾及卫生棉条:

卫生巾: 1888 年首个可抛式卫生巾 Southall's Towel 出现(由纱布和棉花制成); 1897 年强生开发出第一款量产卫生巾品牌 Lister's Towel (棉絮+吸水衬垫+固定绳带), 替代传统的家庭自制品, 因社会观念保守退出市场。1921 年金佰利受红十字护士使用启发, 基于其纤维棉专利技术推出“高洁丝”品牌(纤维棉和纱布制成的长方形卫生巾), 通过市场教育和创新性营销获得市场成功。随即强生公司于 1927 年推出卫生巾品牌“摩黛丝”进入市场竞争。

卫生棉条: 1931 年美国医生发明导管式卫生棉条, 1936 年“丹碧丝”创始人收购

¹ 河崎宏典,《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》, 生活用纸, 2012(2):26-28。

该专利并推向市场，二战期间因棉条较卫生巾使用感更自由，同时受益女性上岗潮，产品普及率大幅提升。1950年德国医生发明“O. B.”指入式棉条。

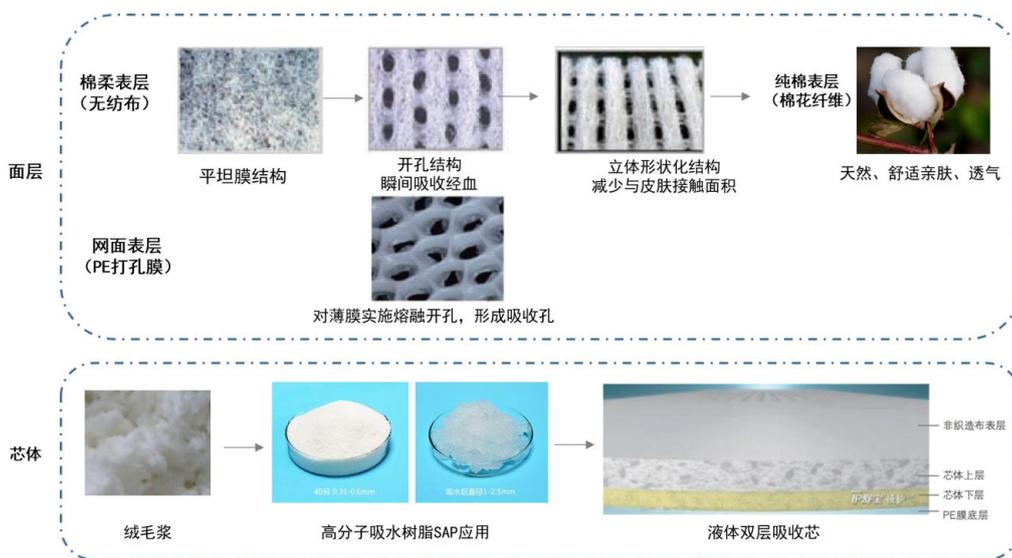
(3) 1970年至今卫生巾产品形态设计、面层材质、芯体功能升级：

第一，产品设计围绕便捷/防侧漏，1971年强生创新背粘式卫生巾品牌 Stayfree，替代以往使用生理带等方式固定产品，使得经期行动更加便捷、自由、无感，市场份额迅速提升。随即1975年金佰利推出背粘式护垫，进行细分市场的争夺。1984年宝洁“护舒宝”品牌首创护翼卫生巾，加强防侧漏、产品固定的功效。后续市面产品在护翼方面又升级立体护围式设计（利用立体橡胶、无纺布等形成有收缩、具备一定包围高度的立体弹力隔边）。1960s以女性护理用品起家的尤妮佳品牌“苏菲”于2013年创新推出裤型卫生巾，包裹式设计极大地解决了侧漏问题。

第二，面层材质围绕瞬吸/舒适/透气，面层最初为棉柔表层（无纺布），结构为平坦膜结构，优点是舒适，缺点是导流慢、不透气。1983年宝洁创建“护舒宝”品牌创新推出网面表层（开孔式薄膜），加强透气性和导流功能，通过网面和护翼两大创新护舒宝发展为匹敌强生和金佰利的卫生巾品牌。同时受网面结构启发，市面产品在棉柔表层基础上，先后升级开孔结构（瞬间吸收经血）、立体形状化结构（减少与肌肤解除面积），优化棉柔表层导流与透气度。近年随着消费者对天然性、舒适性面层需求提升，纯棉表层卫生巾进一步推出。

第三，芯体功能围绕吸收性/轻薄度，芯体最初以绒毛浆为主，绒毛浆因结构松散具备吸水性强、液体可快速扩散等优点，但吸水后容易起坨、厚重，引起行动和体感不适。1979年花王集团推出“乐而雅”品牌，首次采用高分子吸水树脂为主要材料的芯体，可吸收比自重高数百倍的液体、具备保水能力，开创超薄卫生巾类型。2008年宝洁推出液体卫生巾，吸收芯体用纯净水和纳米分子级聚合物通过乳化技术液化形成，芯体分为两层，上层密度大使得经血迅速下渗，下层密度小使得吸收经血后迅速扩散，并牢牢锁在下层芯体，干爽、避免反渗。

图5：面层与吸收芯体的迭代升级



资料来源：《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》²，《生活用纸：解密新款护舒宝极护液体材料卫生巾》³，国信证券经济研究所整理

² 河崎宏典，《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》，生活用纸，2012(2):26-28。

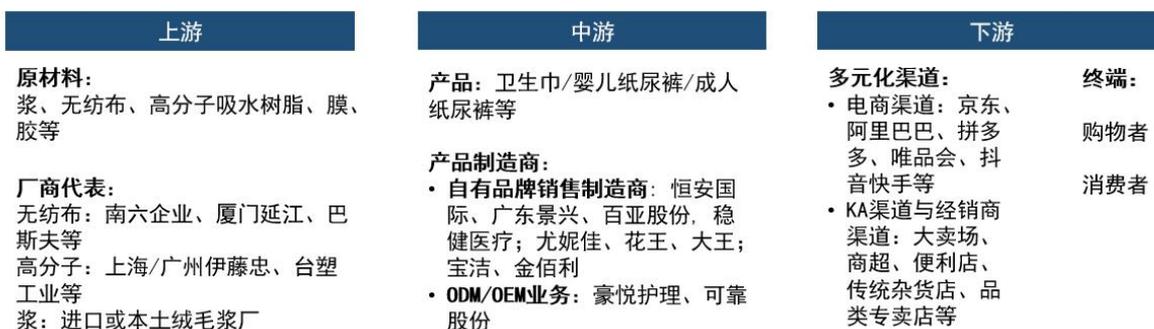
表2: 三种吸收芯体及特点

芯体种类	材质	特点
木浆芯体	木浆(绒毛浆)+高分子吸水树脂	吸收效果好, 结构松散, 木浆吸水快速膨胀
复合芯体	无纺布、无尘纸+高分子吸水树脂	蓬松无纺布代替浆板, 降低产品(尤其是吸水后)厚度, 轻薄同时保持较好吸收性能
液体吸收芯体	FlexFoam 高分子液体材料, 用纯净水和纳米分子级聚合物通过乳化技术液化形成	吸后极薄, 受到挤压后反渗少保持表面干爽

资料来源: 百亚股份、豪悦护理公告, 天猫旗舰店, 消费者报道, 国信证券经济研究所整理

产业链结构: 上游受石油与木浆价格影响, 下游渠道多元化覆盖终端消费者

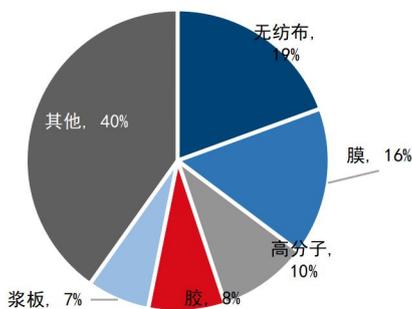
图6: 女性吸收性卫生用品产业链结构



资料来源: 上市公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

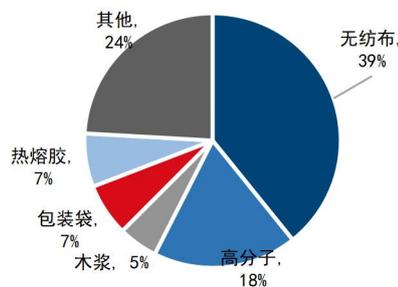
上游产品受石油与木浆价格波动影响。产品核心材料包括无纺布、高分子、膜、胶、木浆/浆板。前四类原材料受石油大宗价格影响, 其在卫生巾、经期裤原材料成本中占比分别约 50%、70%; 木浆/浆板占比 5%~7%, 受上游浆价影响。根据石油现货价平均价格指数, 2012 年至 2014 年三季度、2021 年四季度起石油价格上行, 2017 年底至 2019 年上半年亦处于小高位; 根据木浆价格指数, 2017~2018 年以及 2021 年起浆价高位。目前石油价格、纸浆价格高位震荡, 对吸收性卫生用品生产商成本端造成一定压力, 2022 年四季度石油价格出现回落趋势, 2023 年一季度木浆产能释放预计亦减轻浆价压力, 今年预期或出现成本下行带来的盈利修复拐点。

图7: 百亚股份原材料成本结构(以卫生巾为主)



资料来源: 百亚股份招股书, 国信证券经济研究所整理

图8: 豪悦护理原材料采购结构(以裤型卫生巾为主)



资料来源: 豪悦护理招股书, 国信证券经济研究所整理

³ 张华彬, 《解密新款护舒宝极护液体材料卫生巾》, 生活用纸, 2015, 15(1): 22-23.

图9: 2012 年至今石油现货价平均价格指数



资料来源: IMF, iFind, 国信证券经济研究所整理

图10: 2014 年至今漂针浆和漂阔浆价格指数



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

中游玩家中美日资品牌百花齐放，竞争充分。因卫生巾行业进入壁垒较低，竞争者数量众多。产品制造商分为自有品牌销售制造商和 ODM/OEM 代工商，包括国外日用消费品巨头如尤妮佳、花王、大王、宝洁、金佰利等，国内本土品牌商恒安国际、景兴健护、丝宝集团、桂林洁伶以及代工商豪悦护理等。

下游电商、KA、经销商渠道覆盖多元业态，触达终端消费者。品牌商主要通过电商、KA 客户直营、经销商三类渠道进行市场拓展及覆盖，其中线下业态随着中国零售业的成熟呈现多元化发展，包括大卖场、商超、便利店等，跟随终端消费者的购物与消费行为形成全渠道体系。

表3: 女性吸收性卫生用品行业主要企业

公司名称	主营业务	知名相关品牌	主要市场	是否上市
恒安国际	生活用纸及吸收性卫生用品	七度空间、心相印、安儿乐、安儿康	全国	是
百亚股份	吸收性卫生用品；以卫生巾为主	自由点、妮爽、好之、丹宁	川渝云贵陕	是
豪悦护理	吸收性卫生用品 ODM 代工厂	为多品牌代工	NA	是
景兴健护	卫生巾	ABC	全国	否
丝宝集团	卫生巾	洁婷	湖北	否
桂林洁伶	卫生巾	洁伶	广西	否
宝洁	日用消费品	护舒宝、帮宝适	全国	是
金佰利	生活用纸及吸收性卫生用品	高洁丝、好奇、得伴	全国	是
尤妮佳	吸收性卫生用品	苏菲、妈咪宝贝、Moony、乐互宜	全国	是
花王	日用消费品	妙而舒、乐而雅	全国	是
大王	生活用纸及吸收性卫生用品	Elis、G00.N	全国	是

资料来源: 国信证券经济研究所整理

市场规模与成长：刚性需求与消费升级下市场增速稳健，价增成主要驱动力

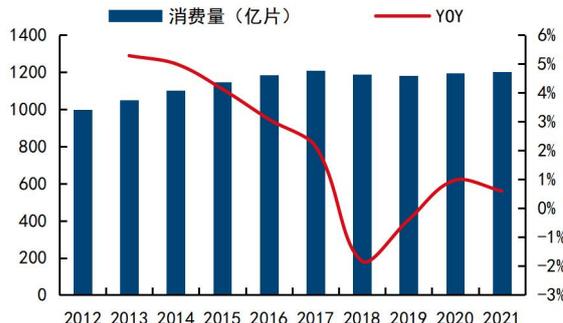
因快消品刚性消费需求，女性吸收性卫生护理用品规模广阔、增速稳健。2012-2021 年我国卫生巾市场规模由 558.6 亿增至 987.1 亿，年复合增速为 6.5%，其中量增贡献 2.1%、价增贡献为 4.4%，成为驱动增长的主要力量。

图11: 卫生巾市场规模及同比增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

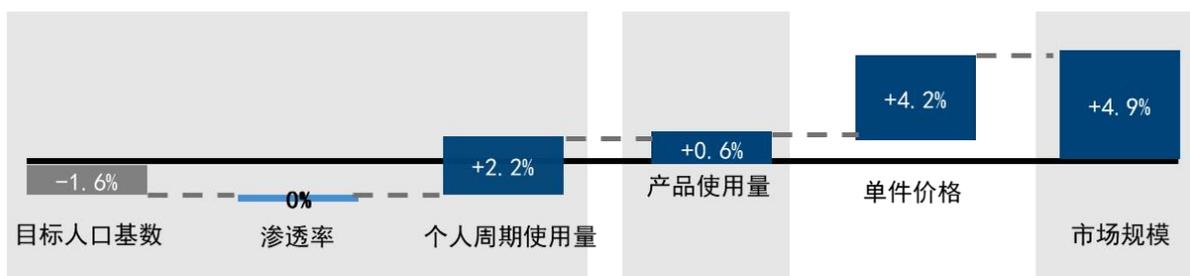
图12: 卫生巾消费量及同比增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

基于因素拆解, 女性吸收性卫生用品市场已处于成熟阶段, 产品渗透率高, 现阶段成长逻辑在于使用周期延伸与单价提升。快速消费品使用寿命短、消耗速度快, 依靠消费者高频次和重复的使用、通过规模化的市场量来获得利润和价值的实现。因此市场均可拆分为: 目标客群/适用人群*渗透率*个人周期使用量*单价, 其中个人周期使用量可进一步拆分为日均使用量*使用周期。对于中国女性吸收性卫生用品市场, (1) 人口红利不再: 随着出生率放缓, 女性消费群体趋于稳定, 根据中国国家统计局数据, 2022 年中国女性人口约 6.9 亿, 近 3 年增长率分别为-0.2%、0.1%、0.0%。(2) 产品渗透率已位于高位: 根据中国生活用纸年鉴 2017 年数据, 卫生巾渗透率已达 100%。(3) 个人周期使用量逐步上升: 健康意识提升以及产品细分化推动产品更换频次增加。(4) 产品单价提升: 消费升级带动消费者对更高品质、定位中高端产品的需求提升, 2012-2021 年我国卫生巾平均单价由 0.56 元/片增至 0.82 元/片。

图13: 以 2021 年为例解构女性吸收性卫生用品市场的成长逻辑



资料来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理 (*目标人口基数关键假设: 15 岁~49 岁女性人数)

行业竞争稳中有变, 本土品牌份额提升仍存机遇

美日市场竞争格局: 龙头因先发优势和规模壁垒维持高市场份额

美日女性吸收性卫生用品市场近 10 年维持高集中度, 超头占据约 50% 市场份额。

(1) 市场竞争稳定: 2021 年美国、日本公司竞争格局 CR5 分别约 79%、97%, 品牌竞争 CR5 分别约 68%、95%, 近 10 年保持稳定竞争格局。(2) 头部企业占据绝对

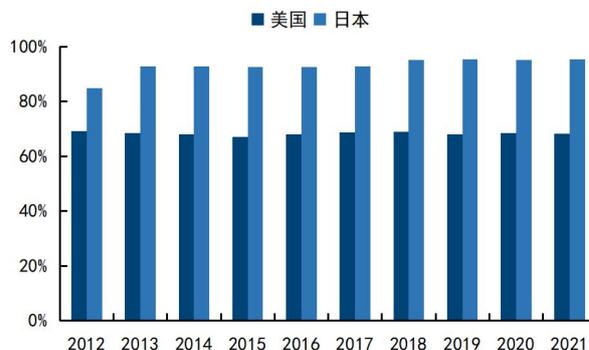
优势：美国市场中宝洁凭借护舒宝（2021 年份额：33.4%）+丹碧丝（2021 年份额：10.7%）品牌组合的强势表现在近十年市场竞争中将份额由 44.7%提升至 48.3%，日本市场中尤妮佳以苏菲领跑（2021 年份额：49.5%）带动公司份额由 50.6%提升近 5 个百分点至 55.4%。

图14: 2012~2021 年美日市场公司 CR5



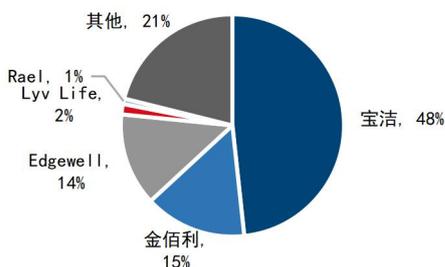
资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图15: 2012~2021 年美日品牌 CR5 对比



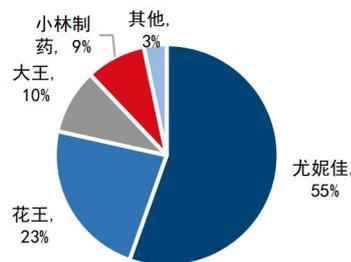
资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图16: 2021 年美国卫生巾市场份额前五位



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图17: 2021 年日本卫生巾市场份额前五位



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

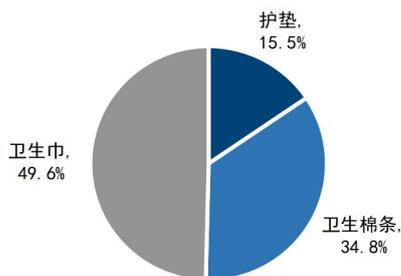
（一） 美日头部企业获得产品先发优势引领消费需求，具备研发与供应链壁垒

美国市场：龙头品牌是女性卫生护理产品的发明者和创新重要推动者。 1. 根据前文产品发展历史，金佰利、强生、宝洁均是推动产品变革的重要公司，凭借强大的产品力满足消费者需求。2. 卫生棉条销售占比达 35%，因此“卫生巾+棉条”多品牌矩阵是龙头的重要壁垒之一。宝洁旗下有护舒宝（份额：33.4%）、丹碧丝棉条（份额：10.7%），并通过并购 This is L 主打天然品质的卫生巾进一步提升份额，其中丹碧丝是世界第一个卫生棉条品牌，持续引领棉条产品优化；金佰利旗下包括 U by Kotex 棉条（份额：14.8%）；Edgewell 旗下并入原强生多个卫生巾品牌，目前拥有 Stayfree（份额：3.2%）/Carefree（份额：4.1%）品牌以及 Playtex（份额：5.3%）/O.B.（份额：1.0%）棉条品牌。

日本市场：本土企业发展早于美资品牌进入本土市场，占据先发位置，并且美资产品因本土化不理想导致市场份额萎缩、退出竞争。 1. 顺应日本工业化本土品牌起步早，技术积累成熟。尤妮佳卫生巾业务始于 1963 年，1968 上市 Charm 产品系列，1982 年推出苏菲品牌，2002、2006 年分别从狮王、资生堂收购

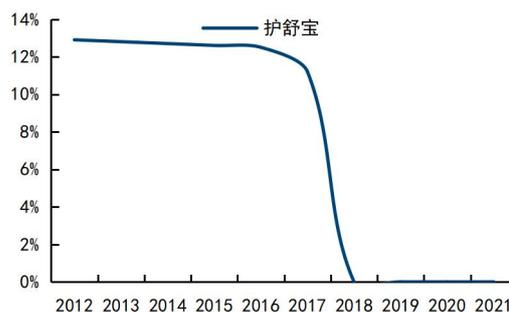
Eldy/Center-in 品牌，目前形成多品牌矩阵，合计市场份额约 55.4%；花王于 1979 年推出品牌乐而雅；大王由 1979/1980 年开始生活用纸和纸尿裤业务，在良好的市场基础上于 2005 年和金光纸业推出 Elis 卫生巾品牌。2. 美资品牌一方面进入日本市场较晚，宝洁于 1986 年向日本市场引入护舒宝，此前日本市场已经形成成熟的卫生巾技术和具备影响力的品牌；另一方面，本土产品更符合亚洲消费者的需求、具备更贴合亚洲人体的设计，此外日本海量美妆药妆店渠道不支持美资的低价促销策略，且日本消费者更重视产品品质，最终导致护舒宝退出日本市场。

图18: 2021 年美国女性护理市场结构



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图19: 2012~2021 年日本女性护理市场宝洁份额



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

头部企业拥有深厚的技术积累，具备医疗、造纸、化工等研发基础。1) 强生具备深厚的医疗背景。强生是世界上第一批能生产无菌缝线的企业，一战期间大量生产棉线、纱布、绷带，其将产科医生定制的分娩用工具包中运用至卫生巾产品。2) 金佰利、宝洁具备造纸生产基础，业务延伸至吸收性卫生用品。金佰利 1872 年起家于造纸，曾发明卷筒卫生纸、纸手巾等产品，并研发出纤维棉材料。在一战中该材料替代棉花用于伤口处理，公司受到一战女性医护人员的使用启发，经过两年研制创新将纤维棉应用于卫生巾产品。宝洁于 1957 年收购从事纸巾及卫生巾制造的 Charmin Paper Milk 公司，进入纸品生意、并于 1969 年创新造纸方式使得卫生纸兼具柔韧两种性质，1961 年宝洁研究人员首创一次性婴儿纸尿裤，为后来的护舒宝品牌打造技术及生产基础。3) 尤妮佳创立于 1961 年，积累了无纺布及吸收性材料加工技术及经验使得其从上游把控品质，其苏菲品牌因优质的产品品质以及适合亚洲消费者使用习惯而获得市场成功。4) 花王卫生巾产品研发基于其化学背景，花王前身创立于 1887 年以生产高品质日本产香皂起家，在 1970s 花王专注于包括头发、皮肤在内的与人有关的基础研究，通过新获得的生物化学、纸张和高分子技术与原有技术融合创新吸收芯体，推出乐而雅卫生巾。

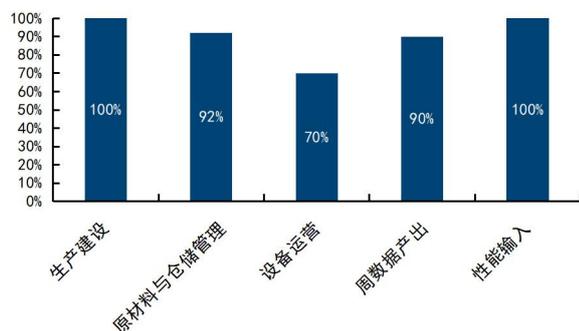
头部企业重视研发与供应链，注重当地市场消费者调研，致力于推出改善消费者生活的产品。龙头企业设立研发中心或实验室，部分在中国市场设立研发中心，调研当地消费者使用习惯及偏好，从研发费用率来看，除强生（因具备医疗研发需求费用率约 15%）外，金佰利/宝洁/尤妮佳/花王的研发费用率约在 1%~4% 之间，保持稳定的研发投入。在供应链方面，头部企业在中国多区域布局生产基地，形成向“一体化”和“智能化”的供应链，优化生产成本的同时，提升供应灵活度及市场反应度。在美日本土市场制造业成熟，企业多形成完善的全国性生产基地布局，并持续加强智能化建设和环保升级，打造产能与供应链壁垒。以宝洁为例，根据市场调查机构 Gartner 全球供应链排名，宝洁与亚马逊、苹果、麦当劳、联合利华被评委全球供应链大师级称号。

表4: 龙头公司研发和供应链布局

公司	研发机构	供应链管理
金佰利	2007年美国设立全新的研发实验室,各市场设有研发部门	在中国北京、南京、天津等地拥有4家生产机构。在美国14个州布局29家生产机构。中国8家工厂,接近40家合作制造商
宝洁	1890年开放首个研发实验室;1924年开展首次消费者调查;设立护舒宝北京研发中心,是宝洁全球六大研发中心之一。大中华区3D原则:根据中国消费者的实际需求来开发产品,基于中国市场的实际需求做决策,打造适合中国环境的供应链体系	1)供应链网络由一级分销中心升级为双层级动态网络架构,前置仓优化供应灵活性;2)全链路数字化和智能化:2017年在广州成立中国数字创新中心,自动化替代人力,最优决策实现精益管理。3)千场千链:2B端打通上下游信息流,解决库存积压问题,2C端开创工厂直发模式,提升电商订单处理效率
强生	强生是首家在中国成功实现“端到端”研发模式的跨国企业;并通过9大供应链基地,分布于北京、上海、广州、苏州、西安等城市。实现从早期研发到临床应用,致力于加速中国创新产品的研发,促进供应链策略;布局在华端到端供应链系统,提升本土高端智能制造能力,进中国创新型经济的发展。强生的三大业务领域在中国均设有研发加速升级一体化全球供应链。机构,并在上海建立了强生亚太创新中心。	美国17个州布局23家生产机构。
尤妮佳	日本设立技术研发中心,在海外设立研发办公室。根据2021-2023中期管理计划,在成熟市场实施DX战略(营销-R&D-数字智能化),其中研发强调数据科学和智慧实验室的应用,数字智能化强调智慧工厂开发和供应链的数字化	中国分公司在上海、江苏、天津建立工厂。在日本本土拥有7家工厂。供应链策略:1)由原先的市场本地化供应链发展至以公司全局优化为目标的供应链系统;2)加快智能工厂建设,目前建成日本九州智能工厂
花王	以“创造优质产品”为研发理念,在中国设立花王(中国)研究开发中心(KCRC),主要职责包括消费者调研,并在新材料探索和核心技术开发等领域和中国内地院校、科研机构紧密合作。在日本拥有4家研究中心。	中国设有上海闵行及金山区、福建合肥工厂。日本本土拥有10家工厂。一体化供应链:1973年形成线上供货系统,根据每日销售及库存信息自动向销售公司配货;1985年物流系统延伸下游销售和上游原材料形成一体化流程,通过商品组合运输解决空载问题。2001年建立CPM系统,到2002年减少40%的库存和60%的缺货问题。

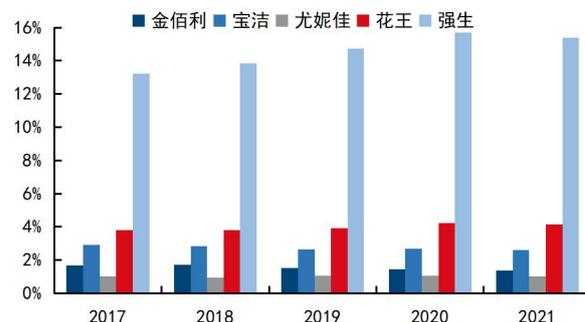
资料来源:各公司官网,媒介杂志,国信证券经济研究所整理

图20: 尤妮佳九州智能工厂自动化率(对比既有工厂)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图21: 龙头企业研发费用率



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

(二) 美日龙头多品类营销、销售渠道协同效应明显,释放规模成本优势

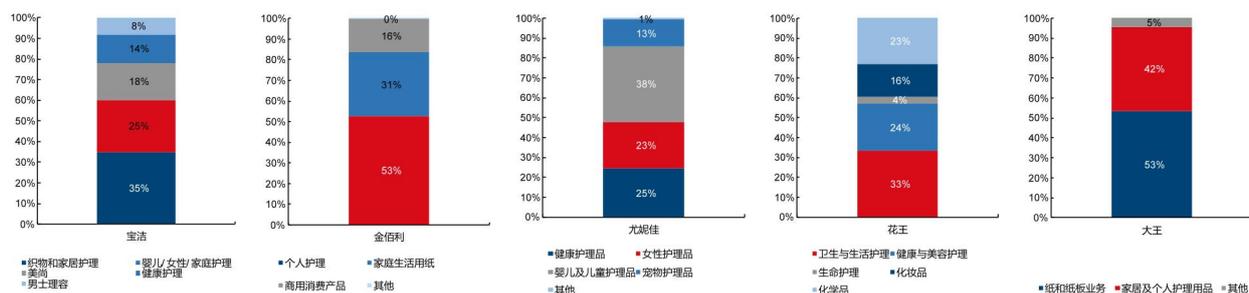
头部公司多为多品类日化巨头或造纸龙头,销售端与营销端释放协同优势,成熟先进的供应链体系以及对上下游的较大议价力利于形成成本优势。美日头部企业为综合性日化巨头或造纸起家的龙头,在品牌组合营销、渠道覆盖渗透等方面具备更强的市场协同优势。对于相对成熟、成长性较低的市场,盈利能力和成本优势是企业发展的关键因素,龙头公司通过收入规模优势以及成熟先进的供应链体系,提升对上下游的议价力,在成本上行、行业出清的节点具备更高的安全边际。

表5: 部分龙头企业品类概况

公司	品类
宝洁	洗护发、护肤品、个人清洁、家庭清洁、织物护理、剃须品、口腔护理、生活用纸、女性/婴儿护理
金佰利	婴幼儿护理、女性护理、家庭生活用纸、成人护理、商用消费品
尤妮佳	女性护理、婴儿护理、清洁护理、成人护理、宠物护理
花王	美妆品、护肤品、洗护发品类、美发护发品类、个人卫生护理、织物护理与家庭清洁、化学品
大王	造纸（生活用纸、印刷纸、包装纸等）、婴儿护理、女性护理、成人护理

资料来源：品牌官网，国信证券经济研究所整理

图22: 头部企业 2022 财年收入结构

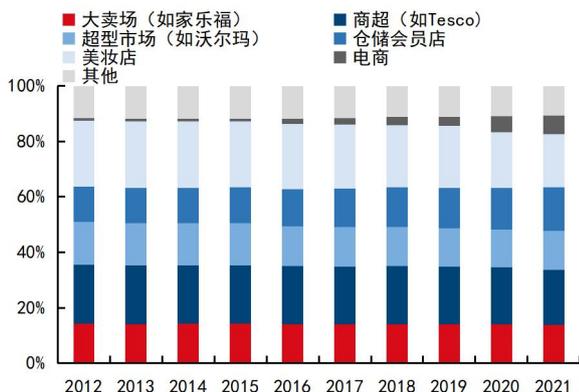


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（三） 下游渠道集中，龙头企业与线下头部连锁零售商形成稳定合作关系、把控优质渠道资源

美日市场线上渗透率低，线下渠道相对简单且形成零售龙头。对于美国女性护理用品市场，电商渠道占比仅约 7%；超市型渠道占据约 64% 的渠道份额。头部零售商网点实现全国性覆盖，形成稳定的零售市场份额，比如现代零售渠道（大卖场、商超等）中沃尔玛份额达 28%，超型市场渠道中 Target、沃尔玛份额分别达 78%、20%，仓储会员店渠道中 Costco、沃尔玛份额分别达 61%、33%。对于日本市场，电商渠道占比约 4%，美妆药妆店则占据 61% 的渠道份额，其中永旺、松本清、COSMOS 份额达到 24%。头部企业通过和核心零售商形成战略合作伙伴关系，在下游核心业态积累丰富的商业合作和供应链经验，把控下游优质渠道资源。以宝洁为例，宝洁和沃尔玛的合作关系于 1987 年起由单纯的销售-采购关系转向商务协同模式，最初的持续补货系统合作有效提升双方的消费者服务和库存管理能力，再深化至 CPFR 流程（协同计划/预测/补货）实现利润共赢，最终开展全方位合作合作（信息管理-仓储物流-供应链预测-客户管理-人员培训等），以合作伙伴关系创造价值，1989~1990 年宝洁对沃尔玛销售额增长 2.5 亿美元。

图23: 美国女性护理市场渠道结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图24: 日本女性护理市场渠道结构

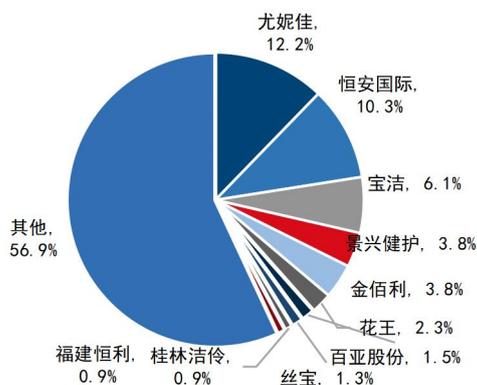


资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

中国市场竞争格局: 前十集中度稳步提升, 细分客群与分散化通路带来格局重塑机遇

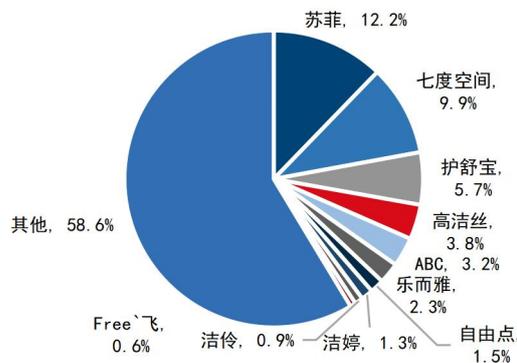
卫生巾市场中, 外资份额具备相对优势; 本土品牌中恒安国际占据领先地位, 其余品牌多占据第五至第十名位置。2021 年日资尤妮佳获得份额 12.2%, 其余外资企业分别是宝洁、金佰利、花王, 分列第三、五、六位。本土企业中恒安国际为全国龙头, 市场份额仅次于尤妮佳约 10.3%, 景兴健护与宝洁、金佰利相当、位于第二梯队, 第三梯队涵盖百亚股份、丝宝集团、桂林洁伶等份额约在 0.9%~1.5%。

图25: 2021 年中国女性吸收性用品市场前十大公司份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

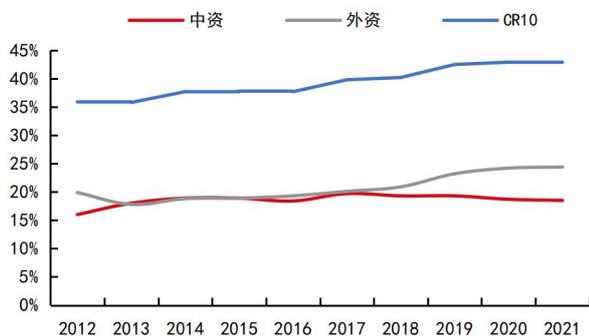
图26: 2021 年中国女性吸收性用品市场前十大品牌份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

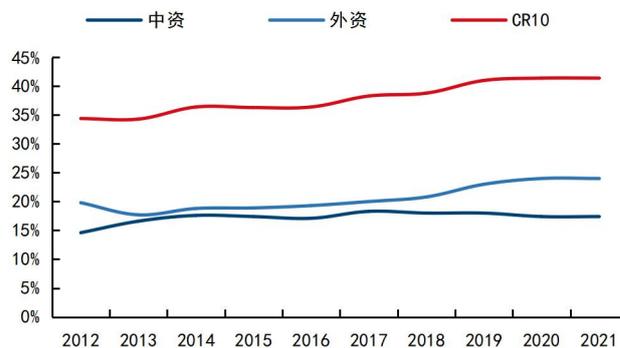
近 10 年市场集中度稳步上升, 外资和国产头部品牌份额均有增加, 尾部品牌出清。2012 年外资份额提升约 4.5 个百分点, 其中日系企业尤妮佳、花王、大王卫生巾份额提升显著, 总计由 7.5% 提升至 15.0%, 美系企业因宝洁、强生的份额下降合计份额由 12.9% 下降至 10.0%; 中资份额提升约 2.5 个百分点, 各本土企业小幅提升 0.3~0.9 个百分点不等。

图27：2012~2021 年卫生巾前十家企业中资份额变化



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图28：2012~2021 年卫生巾前十大品牌中外资份额变化



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

（一）当前本土品牌冲击+日资品牌强势表现+美资品牌本土化不稳，竞争格局仍存变机。

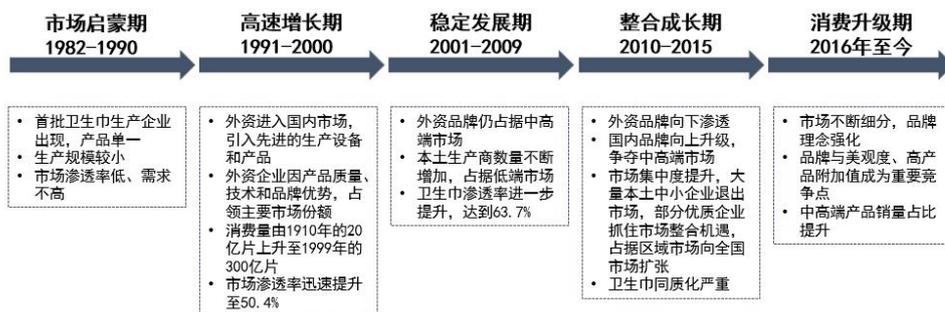
第一，中国本土品牌一方面在早期处于市场跟随地位，未如日本市场形成先发优势，另一方面因产品技术及生产壁垒下降，大量玩家加入扩张区域性本土市场，市场竞争加剧；第二，部分外资品牌后期本土化进程依旧存在不稳定性。

在市场启蒙阶段，1982年我国第一台生产设备引进于日本，本土企业基础薄弱。创立于1985年的恒安作为中国最早的卫生巾生产企业之一获得先发优势，通过引入生产设备、进行电视广告投放营销，获得较大的市场份额。自1991年起外资品牌逐步进入中国市场（护舒宝：1991年；乐而雅：1993年；金佰利：1994年；苏菲：1995年），此时本土品牌尚未建立强大的产-研-销壁垒，外资迅速占据市场领先地位并加强消费者心智培育、推动卫生巾渗透率提升。同期（1993年~1998年）亦诞生了本土企业包括桂林洁伶、丝宝集团、景兴健护。

女性护理市场规模快速扩张，吸引本土品牌进入，并带动本土品牌的技术提升。2001~2009年产品进入门槛低，成本控制成为重要壁垒，大量定位中低端的本土厂商进入市场，高端产品因技术缺乏依旧由外资产品把控。2010~2015年外资品牌高端产品的较好成长性和盈利能力反向刺激本土品牌，本土厂商或通过模仿研发或通过雇佣外资品牌的核心技术人员提升产品工艺，向中高端产品升级。本阶段诞生了品牌七度空间（2002年）、自由点（2002年）等，并发展成为当前市场竞争的核心品牌之一。

本土品牌的产品技术成熟、日资品牌的强势冲击、部分美资的本土化不佳，带动竞争格局稳中有变，为国产品牌提供增长契机。本土品牌中，一方面新进入者如全棉时代等凭借产品创新切入赛道，另一方面早期的本土企业通过引入新品牌进行产品矩阵的完善与升级，代表性品牌包括洁伶旗下的淘淘氧棉、景兴健护的Free/飞品牌等。日资品牌以尤妮佳为代表，借助适合亚洲女性设计、青春活泼的设计与营销理念、优质的日资产品形象使得其苏菲品牌份额快速提升约6.5个百分点至12.2%。而美资品牌本土化进程依旧不存在稳定性，以宝洁为例，1999年护舒宝成为市场销售第一的品牌，2012~2017年市场份额由7.5%下降至5.0%，一方面是卫生巾产品中国消费群体更加注重舒适性而非干爽性，届时主打网面技术的护舒宝竞争不利，丹碧丝品牌亦推出遭挫，另一方面品牌以“女人‘月’当‘月’快乐”为宣传、定位大众女性群体遭遇形象老化问题。后续宝洁因液体卫生巾的强势表现和丹碧丝再次进入市场，2021年份额小幅回升至6.1%。强生娇爽品牌因收购原因于2013年退出中国市场。

图29: 中国女性护理市场发展阶段



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

(二) 中国女性消费群体庞大、需求多样化, 本土品牌可通过定位细分赛道, 以差异化产品切入细分市场。

中国女性人群庞大, 细分群体差异大、消费需求呈现多元化。(1) 人口基数庞大: 2021年中国女性群体有6.9亿人, 分别约为美国/日本女性人口的4倍、12倍。(2) 中国各地理区域差异、贫富差异、年龄差异带来女性消费群体的多样化需求。

本土企业多立足区域性市场, 通过品牌差异化定位切入细分市场。1) 早期品牌(洁伶、洁婷、ABC)以满足基本使用需求为主, 定位大众女性, 后续推出子品牌定位细分群体、捕捉年轻女性需求转变。2) 21世纪初品牌出现差异化定位, 七度空间、自由点设立于2002年, 定位少女群体, 主打超薄/特薄卫生巾。3) 进入2010年, 消费升级和天然健康诉求提升, 稳健医疗旗下奈丝公主品牌定位以天然健康为诉求的中高端女性群体, 维达国际整合爱生雅中国内地、香港及澳门业务引入薇尔品牌定位中高端, SecureFit动态贴护专利技术强化贴合舒适体验。

表6: 部分本土品牌细分定位

公司	品牌	品牌成立时间	产品定位
桂林洁伶	洁伶	1993年	定位大众女性, 推出子品牌淘淘氧棉定位纯棉透气产品, V-Girl未可定位个性化女孩, ALL-IN-ONE 全程护理定位“一包搞定一星期”的组合产品
丝宝集团	洁婷	1997年	定位大众女性, 并新推出子品牌“1013+”定位10~13岁女生, 主打全面透气型卫生巾, 风感透气系统从面层、芯体到底膜三层透气
景兴健护	ABC	1998年	定位22-35岁白领女性, 自主研发清凉系列卫生巾, 发明“易拉贴”铝膜包装; 2004年推出新品牌“飞”, 转为少女人群打造, 崇尚自由、追逐时尚、鬼马精灵, 并于2016年推出高端纯棉系列
恒安国际	七度空间	2002年	定位年轻女性(尤其是少女), 主打特薄/超薄卫生巾, 首创“七层防护, 还能薄至0.1”
百亚股份	自由点	2002年	定位青春活力的年轻女性, 主打特薄/超薄卫生巾, 发明YY芯体(立体巾身结构设计)
稳健医疗	奈丝公主	2010年	主打100%天然优质棉, 首创全棉芯体替代木浆芯体
维达国际/爱生雅集团	薇尔	1940s创立; 2014年进入中国市场	瑞典品牌, 倡导新时代女性精神, 首创SecureFit动态贴护专利技术, V系列主打人体工学专利剪裁(V剪裁-圆头小腰倒V尾, V贴合-动态曲线贴合, V触感-蚕丝感面层)

资料来源: 品牌官网, 国信证券经济研究所整理

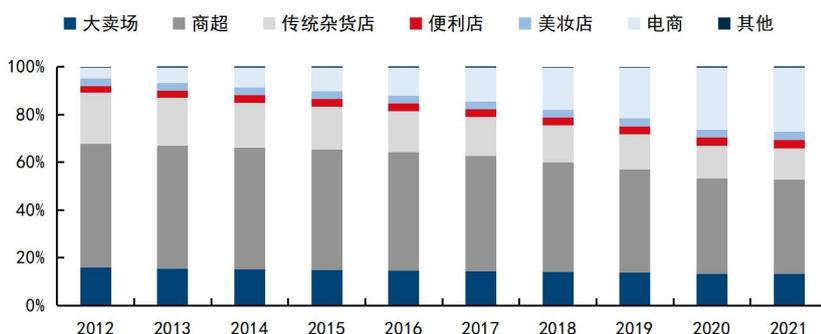
(三) 中国销售营销渠道呈现分散化, 头部企业难以依靠单一核心渠道保持领先份额, 本土企业可通过区域性及下沉市场覆盖优势、线上多维电商平台等突围市场竞争。

1. 线下: 外资品牌经验主要在于现代卖场直营合作, 覆盖城市主要为中高端定位的一二线城市, 区域起家的本土品牌在下沉和分销覆盖方面则具备一定优势。

从终端业态和城市级别来看, 2012~2021年卫生巾市场中大卖场+商超份额由69%下降至53%, 传统杂货店因线下流量下滑份额亦有所下滑, 但其于2021年份额仍占约13.2%。此外, 中国非一二线城市市场潜力巨大, 下沉市场人口规模约占70%,

对于以人口为基数的必选消费品玩家而言，广泛和下沉的市场覆盖至关重要。

图30: 卫生巾市场渠道结构



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

从渠道覆盖方式来看，据我国零售发展历史，（1）1993~1999年私营分销商大量涌现，此阶段外资建设自己的分销体系，金佰利通过收购舒而美，依托其营销网络和市场经验进入中国市场。（2）1999-2003年，外资零售企业如沃尔玛、家乐福进入中国市场后迅速发展，本土品牌议价力弱且合作经验较少处于不利地位，外资品牌利用其既有经验迅速提升市场份额，一定程度上弱化了经销体系及下沉市场。以宝洁为例，其于1999年推出“宝洁2005分销计划”削减小经销商，上半年经销商数量减少40%，削弱了经销商积极性。金佰利在收购舒而美后产品端全力推广高端产品，销售端统一营销渠道、统一定价，以一线城市为主要市场，未贴合各细分市场消费情况，而舒尔美定位是中低端消费者，二者协同失败。（3）2003年中国加入WTO后，零售业态多样性、分散化发展，以分销商体系的覆盖方式日益重要。本土品牌多起家于某区域性市场（七度空间-福建，洁玲-广西，洁婷-湖北，自由点-川渝，ABC-广东等），对当地市场的消费诉求、定价吸引力更为了解，同时与当地分销商或零售商形成紧密的合作关系，立足区域市场，积累充分的运营经验后，再逐步向全国零售渠道覆盖扩张。以恒安国际为例，目前其已在全国设立40余家分公司，经销商数量约3000余家，线下覆盖渗透广泛。

表7: 主要上市企业KA/经销渠道增速

KA 渠道	2016	2017	2018	2019	2020	2021
维达国际	177.5%	7.7%	6.1%	8.0%	-1.4%	8.4%
百亚股份	14.9%	17.5%	22.9%	30.9%	-9.2%	8.8%
景兴健护	30.3%	6.6%				
稳健医疗			26.3%	44.9%	29.1%	51.2%
经销渠道	2016	2017	2018	2019	2020	2021
维达国际	14.0%	3.9%	-3.8%	-1.5%	-10.5%	4.7%
百亚股份	3.0%	-3.8%	-1.6%	14.3%	15.7%	21.8%
景兴健护	6.0%	26.5%				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2. 线上：我国是电商发展起步早、线上渗透率相对高的市场，美日资品牌无经验性优势。2012~2021年卫生巾市场线上渗透率由4.6%提升至27%，渠道规模从26亿元增长至267亿元，年复合增速约30%。美日市场线上渗透率仅个位数，外资品牌的线上运营并不具备先导优势，2016~2021年主要上市公司电商渠道基本保持较高双位数增长，积极实现线上流量转化。各类电商平台人群画像和运营模式不同，给予采取差异化定位的品牌多维通路，本土企业突破外资品牌在大型KA

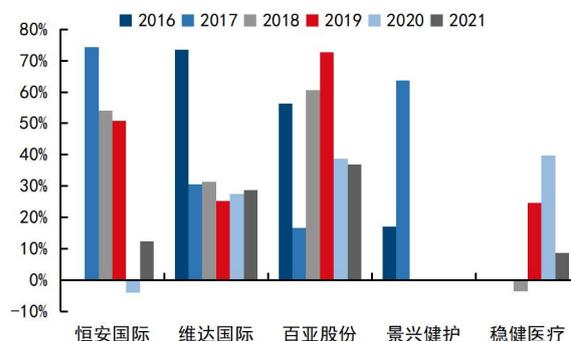
客户的渠道优势触达终端消费者。

图31: 卫生巾市场线上规模与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

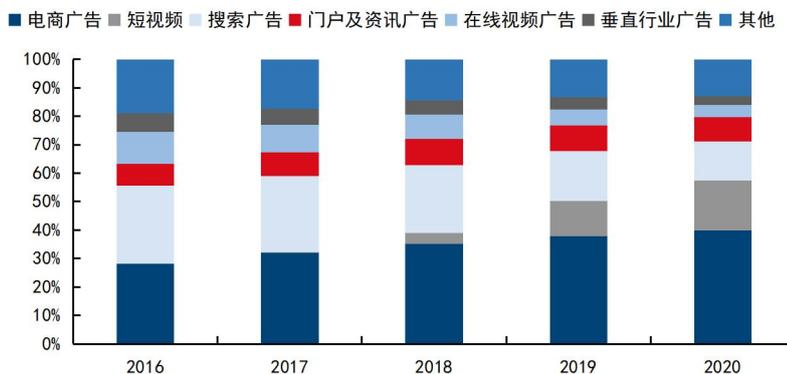
图32: 主要上市企业电商渠道收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营销方面亦呈现多元化趋势。广告投放由早期电视广告/户外广告向电视-网络-户外发展, 其中网络端进一步细分为电商广告、短视频广告等, 营销人群细分化、转化通路复杂化, 网红种草、社媒传播效应放大, 助力区域性品牌全国化推广, 并推动互联网基因的新锐品牌涌现。

图33: 2016~2020年不同网络广告形势市场份额占比



资料来源: 艾瑞咨询, 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

产品-营销-渠道细分趋势分析: 市场结构性机遇仍存

(一) 产品价升: 品质高端化、人群场景细分化、包装迭代升级趋势

消费升级与产品质量舆论推动行业标准强化、产品中高端升级。1. 消费趋势方面: 收入与经济发展推动消费升级。2013-2022年全国居民可支配收入由18310.75元提升至36883元。此外, “她经济”崛起, 女性对产品品质、品牌力有更多的需求。

2. 卫生巾市场产品质量舆论推动行业标准强化, 加速中小白牌企业出清。2015年315大会10大卫生巾品牌(护舒宝、苏菲、娇爽、ABC等)荧光增白剂问题, 后续多件卫生相关如虫卵等事件曝光, 一定程度上改变了消费者对于外资品牌高价高质的理念, 同时负面舆论加速行业卫生标准强化、推动出清生产质量低劣的中小厂

商，给予国产龙头品牌强化品牌形象的契机。械字号、医护级、消毒级等卫生巾产品在疫情背景下不断涌现。械字号产品需取得第一类医疗器械备案凭证；医护级为中国卫生安全科技研讨会和企业联合制定的行业标准，高于国家标准下普通卫生巾的指标；消毒级卫生巾基于国家标准（《一次性使用卫生用品卫生标准》），初始污染菌要求不得高于 10000cfu/g（普通级：不做要求），细菌菌落总数要求不得高于 20cfu/g（普通级：≤200），真菌菌落总数不得检出（普通级：≤100）。

表8: 普通级与医护级卫生巾标准对比

标准名称	检测项目	普通级	医护级
卫生标准 (cfu/g)	初始污染菌	未做要求	≤10000
	细菌菌落总数	≤200	≤20
	真菌菌落总数	不得检出	不得检出
	大肠菌群、绿脓杆菌、金黄色葡萄球菌、溶血性链球菌	无定义	不得检出
	沙门氏菌	无定义	不得检出
	白色假丝酵母菌	无定义	不得检出
	耐胆汁酸革兰氏阴性菌	无定义	不得检出
	荧光剂	未做要求	不得检出
安全指标 (mg/kg)	甲醛	未做要求	≤75
	性能指标		
性能指标	吸水倍率 (倍)	≥7	≥12
	反渗量 (g)	10	3
	侧漏量 (ml)	20	2
可萃取重金属 (mg/kg)	汞	未进行检测	≤1
	铅	未进行检测	≤10
	砷	未进行检测	≤2
	镉	未进行检测	≤5
	增塑剂	邻苯二甲酸酯	未做要求

资料来源：《医护级卫生巾（含卫生护垫）》，柔丫品牌公众号，国信证券经济研究所整理

卫生巾产品成熟，中国市场呈现以下基于产品形态、芯体、面层实现中高端升级。

中高端升级趋势一：裤型卫生巾升级防漏功效。应防漏诉求升级苏菲首推经期裤，它跳出了原本夜用卫生巾加长、加宽的思维定势，真正满足女性经期放肆睡、安心睡的内在诉求。根据华经产业研究院数据，2021年裤型卫生巾零售规模约35亿，2016~2021年年复合增速为24.1%。2022年天猫、京东经期裤销售额分别达13.1、3.6亿元，近6年天猫销售年复合增速达66.2%，远高于卫生巾品类增速（21.4%），近3年京东销售年复合增速19.8%，同期卫生巾增速为负。此外经期裤相对于夜用卫生巾定价更高，高毛利于企业盈利升级，以苏菲为例，超熟睡夜用420mm款单片零售价约1.9元，超熟睡安心裤M码单只零售价约4.25元。

图34: 2017~2022年天猫平台裤型卫生巾销售规模及增速



资料来源：天猫第三方平台，国信证券经济研究所整理

图35: 2020~2022年京东平台裤型卫生巾销售规模及增速



资料来源：京东第三方平台，国信证券经济研究所整理

中高端升级趋势二：薄型卫生巾因轻薄透气舒适感增速高于行业大盘。极薄型卫生巾一般指 0.15cm 以下的卫生巾，具有轻薄透气、使用无感特点。极薄型卫生巾在全国商超渠道占比在 2014~2018 年由 9.1% 提升至 18.9%，每年增速均在 20% 以上。根据欧睿数据，2021 年薄型（纤巧/超薄/极薄）卫生巾占比约 79%，近 9 年年复合增速约 9.1%，而标准卫生巾增速仅约 1.5%。以上述四类品牌为例，苏菲裸感与极薄 0.1 系列、七度空间极薄、超薄系列、护舒宝液体卫生巾、高洁丝臻选纯棉与爪心包系列均主打轻薄芯体。

图36: 全国商超渠道极薄型卫生巾销售额占比及同比增速



资料来源：百亚股份公告，国信证券经济研究所整理（*2016 年同比增速为日用型产品，夜用型同比增速为 48%）

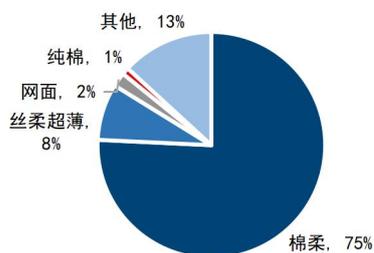
图37: 薄型与标准卫生巾销售额及增速



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

中高端升级趋势三：主打材质升级的纯棉卫生巾。女性群体对细腻肤感的舒适性、天然纤维、卫生健康高品质的需求升级。棉柔面主要采用无纺布材料，以柔软触感超越网面型卫生巾，成为市场主流；在此基础上品牌进一步升级纯棉面层，添加纯棉纤维，如七度空间少女纯棉系列、护舒宝北美纯棉/奢柔棉系列、高洁丝海岛棉系列等。2022 年 1~7 月天猫淘宝卫生巾中棉柔型占比高达 75%，纯棉材质占比尚小仅 1%，成为新兴细分产品。全棉时代奈丝公主品牌作为近年崛起的本土品牌即主打“100%全棉表层+全棉护翼表层+全棉芯”市场份额迅速提升，2021 年品牌排名第 13，占据中国卫生巾市场份额 0.5%。

图38: 2022 年 1~7 月天猫淘宝卫生巾材质参数销售额占比



资料来源：美云智数，国信证券经济研究所整理

图39: 全棉时代奈丝公主市占率



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

SKU 精细化，开发多场景定位多客群，顺应多样性女性诉求。

1) 在纯棉表层基础上定位不同肤质的人群或有亲肤功效需求的群体如敏感肌女性。一方面，表面面层在主流纯棉表层基础上进一步精细化 SKU，主打天然进口

棉、突出材料天然无添加，添加特殊纤维如蚕丝/植物纤维突出材料亲肤舒适；另一方面，添加额外成分，如乳木果油、乳霜润泽因子、珍珠精粹等，升级护肤成分，打造特色功效。

2) 定位对吸收功能、透气功能有更高需求的群体/场景如办公室久坐白领群体、多动活泼的少女群体、运动场景的女性。通过吸收芯体材料细分与透气设计强化，主打进口木浆芯、液体芯、纯棉芯等。

3) 定位对防漏贴身有更高需求的群体/场景如运动、夜晚翻身等。卫生巾突出巾身尾部、护翼设计主打贴身无摩擦功能。

图40: 主流卫生巾品牌人群/场景/功能细分产品举例

品牌	七度空间		苏菲		高洁丝		全棉时代		护舒宝		ABC				
产品实例															
主打功能	Miss透气系列: 1.天然松木透气芯; 2.空气通道设计; 3.凹点透气膜; 4.0.1cm超薄巾身设计	宠肌掌心系列: 1.乳木果精华; 2.超声波透氧面层; 3.掌心便携	运动级无感触动sports系列: 1.低反弹吸收气垫; 2.瑜伽级两倍柔软; 3.巾身人鱼尾剪裁不移位	发热HOT暖系列: 1.指数日本暖膜技术; 2.添加三倍艾草精粹; 3.柔棉表层不刺激	口袋魔法可伸缩系列: 1.尾部可伸缩; 2.添加进口至柔因子	臻享绵中白系列: 1.海岛棉; 2.添加进口植物纤维面层; 3.面层真原色不漂白	植物小仙绿系列: 1.零添加; 2.进口植物纤维面层; 3.面层真原色不漂白	奢柔蚕丝夜安裤: 1.面层织入真蚕丝; 2.0.08cm级薄吸收芯; 3.推型采用高弹莱卡腰围设计	全棉芯夜用系列: 不含木浆, 全棉芯体, 全棉护翼, 全棉防漏隔边	液体卫生巾: 1.吸收芯采用高分子液体材料制成, 10倍自重吸收; 2.无感保护, 吸后超薄; 3.面膜般贴合, 百次挤压不变形	少女考拉裤: 1.表层添加牛乳精华; 2.360°贴合防漏; 3.细腻柔软, 高弹腰围不勒肚	全奢纯棉系列: 1.添加隔湿蜂蜡精华; 2.艾叶等5种汉方植物精粹; 3.细腻3D气垫纯棉表层近3000个透气小孔; 3.不添加甲醛、荧光增白剂、化纤成分	汉方纯棉系列: 1.添加当归、艾叶等5种汉方植物精粹; 2.清香草本味祛除异味尴尬; 3.五层一体式打孔, 高蓬松材料透气性佳; 4.100%全棉表层	丝享棉系列: 1.添加蚕丝蛋白精华; 2.分离式超柔悬浮芯体; 3.3D凹凸柔点表层搭配立体顺吸孔	KMS系列: 1.添加具有抑菌、止痛、舒缓不适功能的KM配方; 2.清凉舒爽; 3.智能透气孔表层; 3.蓝芯3速渗芯体技术, 不易回渗
适用群体/场景	“久坐族”	护肤、天然; 旅行外出便携	酷动场景	冬季/生理期宫寒女性	喜欢运动生活的时尚女孩	合适更加注重柔软舒适的消费者	敏感肌、偏爱天然材质的消费者	注重柔软舒适且定位高端的消费者	定位柔软全棉材质的人群	月经量多的女性	偏爱亲肤软糯的消费者	注重透气性和干爽肤感的消费者	注重经期护理的女性	注重柔软且追求干爽肤感的消费者	夏季闷热/易出汗
单片定价	1.7元/片	2元/片	2.2元/片	6元/片	1.9元/片	2.8元/片	2.8元/片	13.5元/只	5.5元/片	3.2元/片	5元/片	2元/片	1.6元/片	2.5元/片	1.4元/片

资料来源: 京东、天猫品牌旗舰店, 国信证券经济研究所整理

包装迭代升级, 颜值、个性、专业成为三大关键词。产品包装有传递产品信息、便携使用辅助、沟通品牌调性、促进消费转化等作用。在个人卫生护理市场中主要有以下3大包装升级趋势: 1) 颜值主义。根据尼尔森调查数据显示, 64%的Z世代消费者会购买包装更吸引人的产品。对于女性护理产品, 购物群体主要是女性群体, 高颜值成为包装升级趋势。2) 个性化。二次元、游戏、美妆、颜值与宠物萌宠是Z世代用户KOL活跃渗透率前5的主题。因此通过IP联名、二次元等方式突出产品差异更受年轻消费者青睐。3) 简便性与私密性包装: 包装设计便于生活场景的使用, 卫生巾的携带与丢弃设计, 包装的密封与私密性处理将提升产品粘性。例如苏菲品牌推出卷卷贴设计, 卷后不易松开, 丢弃更干净, ABC首推易拉贴铝膜包装更加卫生便捷, 自由点隐形系列由法国设计师设计、通过单片CC包装更加私密卫生。

图41: 护舒宝王者荣耀联名示例



资料来源: 4A广告网, 国信证券经济研究所整理

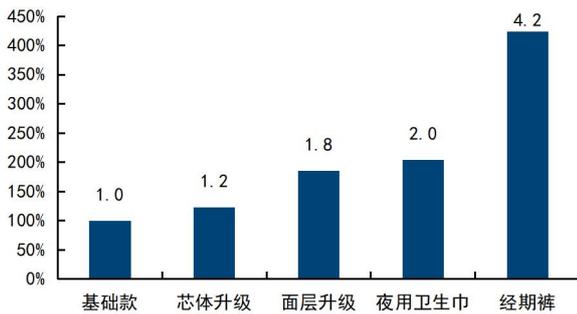
图42: 苏菲品牌卷卷贴设计示例



资料来源: 尤妮佳官网, 国信证券经济研究所整理

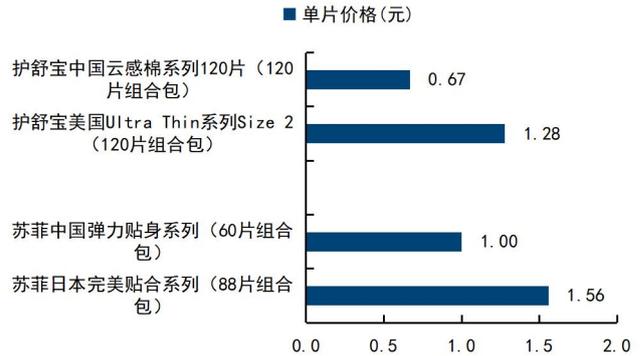
以上三种产品升级推动市场定价提升。以苏菲、七度空间、护舒宝、高洁丝、自由点 5 个品牌的系列零售定价为例，日用产品方面，芯体升级产品是基础系列产品的 1.2 倍，面层升级产品是其基础系列单片定价的 1.8 倍，夜用产品方面，夜用加长卫生巾、经期裤分别是其基础系列单品定价的 2 倍、4.2 倍。另外，我们选取中国市场中外资份额前二的品牌，对比其日用基础系列在中国市场与本土市场的价格差异，以片数接近的组合包定价为李，苏菲、护舒宝中国产品定价分别是本土定价的 64%、52%。

图43: 各类产品定价倍数 (以基础款为基准)



资料来源: 各品牌官方旗舰店, 国信证券经济研究所整理 (*价格或因产品规格、截取时间节点有所波动)

图44: 苏菲/护舒宝中国与本土市场日用基础系列定价对比



资料来源: 亚马逊官网, 天猫旗舰店, 国信证券经济研究所整理

(二) 品牌建设与营销全域化: 以优质内容为核心, 公域私域流量共振

机遇一: 公域流量分散化, 紧跟消费者决策链路实现全方位信息触达。公域流量转化由品牌信息单项传递 (单一的传统媒介广告投入/网站广告投入) 转向需求场景和信息触点多元化传播 (传统+网络媒体/社交媒体全方位投入)。根据中商产业研究院、CNNIC 数据, 中国互联网用户规模增速由 2018 年 7.8% 下降至 2022 年 6 月 3.6%; 同时传统电商平台流量放缓并趋于平稳, 以 2021 年双十一数据为例, 全网成交增速同比 12.22%, 其中天猫、京东平台分别同比增长 8.45%、28.58%, 均较前期有所放缓, 2022 年天猫成交额推测同比持平。因此对公域流量的捕捉和触达更加多元化。因此单一集中的营销打法不再适用, 卫生巾品牌商亦通过各平台的营销布局与渗透从品牌曝光-产品种草-决策支持-销售转化-粘性维系实施完整链路布局, 进行全域营销。

机遇二: 私域流量共振, 加强已有流量复购及社交裂变。私域的定义是: 品牌或个人自主拥有的、可以自由控制、免费的、多次利用的流量。私域流量营销的背景有 2: 流量增长趋缓, 公域平台用户维护及获取成本高; DTC 模式兴起, 品牌销售触点直达消费者, 有助于了解消费者需求并提升消费者体验。因此品牌商在营销后链路关注私域流量运营进行流量积累、裂变、转化。私域流量营销渠道主要有 3 类: 1. 社交模式: 基于微信引流用户至自有账号/小程序平台/微信社群, 进行用户运营 (社群运营、专属导购、内容推送) 增强用户对品牌的粘性, 最终通过小程序商城、线下进店等实现多次复购甚至是社交裂变, 例如个人卫生护理品牌商大多数建立了微信商城如花王精致生活馆、苏菲上线姨妈管理助手、中顺洁柔朵蕾蜜研究所社群等。2. 搜索模式: 基于电商平台吸引用户首次购买后品牌聚集已购用户沉淀及运营, 如通过淘宝“逛逛”、淘宝粉丝群运营、专属客服等促使多次复购。3. 推荐模式: 基于兴趣平台开设自有账号沉淀用户成为粉丝后对其进行精细运营。例如苏菲、护舒宝、自由点等大多品牌商在流量收割阶段利用抖音、小红书开设的官方账号持续发布内容短视频保证用户粘性、定期进行品牌自

播实现复购转化、建立抖音粉丝专属群定期推送福利精准触达粉丝用户。

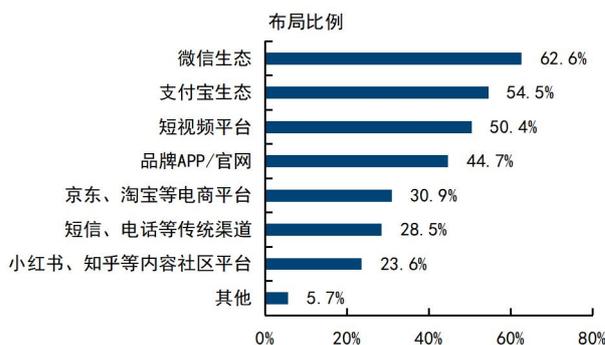
以天猫平台和抖音平台为例，全棉时代和宝洁天猫官旗粉丝超千万，全国性卫生巾品牌粉丝数量均在 300~500 万区间；各大卫生巾品牌在抖音的代表性官号抢占短视频平台流量红利，粉丝数量均在十万以上，其中七度空间、苏菲品牌破百万，新兴品牌软风研究社官旗亦达到 30 万，获得用户粘性。

图45: 2020 年微信小程序数据同比表现



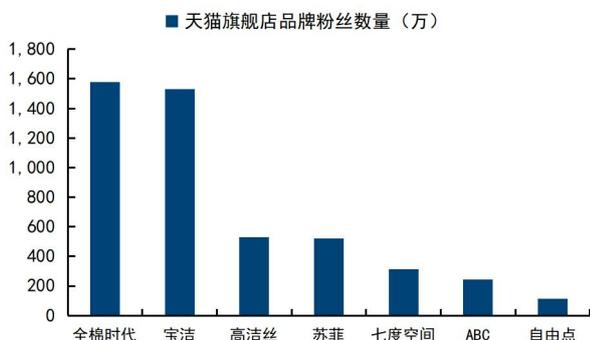
资料来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图46: 2022 年品牌/商户私域布局渠道



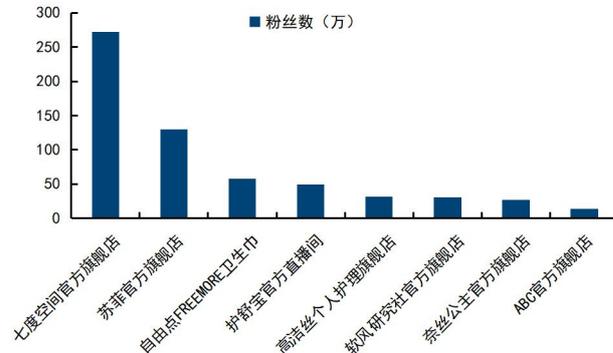
资料来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图47: 主要卫生巾品牌天猫官方旗舰店粉丝数量



资料来源：各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图48: 主要卫生巾品牌抖音官方账号粉丝数量



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

机遇三：优质内容营销，传递女性价值。 1. 品牌输出内容：明星效应与 IP 联名造势，同时传递女性价值提升品牌调性。1) 短期内借助优质内容和粉丝群体获得广泛曝光和热度，快速提高销售转化率，并且 IP 的趣味性、个性化更易触达年轻消费群体。2) 长期来看，通过所联动的品牌或 IP 实现同性共振，与竞争对手品牌进行差异化定位，实现品牌焕新。卫生巾品牌护舒宝冠名 2020 “乘风破浪的姐姐”话题加持，联合京东到家平台推出专属“姐姐”的超级粉丝日，大促实现销售额同比增 3X；恒安集团推出其个性化卫生巾品牌“小嗨森”，赞助 2019 《密室大逃脱》，收割 95&00 后粉丝。3) 卫生巾的独特性在于其受众是女性群体，与女性群体形成共鸣、传递女性价值，例如薇尔携手周冬雨拒绝月经羞耻、重新定义美，自由点品牌曾于 2019 年联合 PAPI 酱发布“标准女生守则” 反讽视频，2021 年携手女排奥运冠军丁霞传达输出月经自由的 品牌理念。

图49: 各卫生巾品牌代言人示例



资料来源: 天猫官方旗舰店, 品牌微博, 国信证券经济研究所整理 (*左上至右下品牌依次为自由点, 苏菲, 七度空间, 护舒宝, 高洁丝)

图50: 恒安国际“小嗨森”品牌赞助



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图51: 薇尔“月经不隐藏”广告语



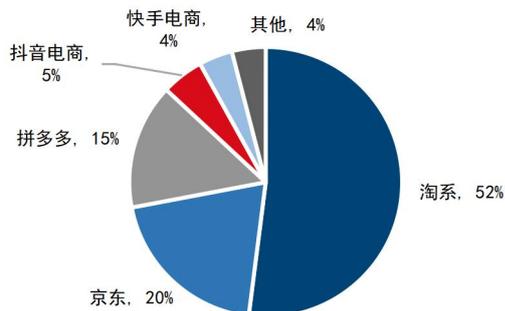
资料来源: 决策者零售研究院, 国信证券经济研究所整理

2. 专业人士输出内容: 依赖 KOL 意见领袖、专业机构/平台塑造品牌优质、专业形象。卫生巾产品专业度不高但差异性难以量化, 通过达人测评多维比较品牌输出产品性能, 或通过专业平台讲解如丁香医生平台等做黑科技科普或做品质背书。**3. 用户内容输出:** 卫生巾属于个人体验性强、品质口碑相对重要的产品, 品牌商注重加强用户口碑(社群、关键消费者、店铺评论区)积累传播声量。

(三) 全渠道建设: 抖音电商红利释放, 近场式消费与 O2O 补充线下流量

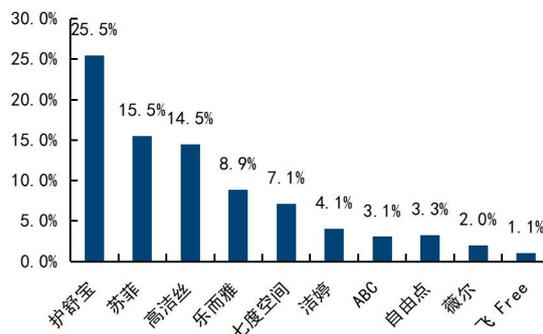
(1) **传统电商份额占 7 成, 仍为线上流量聚集地。** 2021 年中国线上商品成交总额中 72% 是传统电商渠道, 淘系、京东两大自搜索平台仍是主要流量转化阵地, 在近十年享受到品牌上线、消费升级的红利, 也成为品牌露出的重要平台。2022 年两大平台竞争来看, 基本格局与整体卫生巾市场情况相似, 4 大外资品牌护舒宝、苏菲、高洁丝、乐而雅份额相对领先, 其中前三大品牌市占率均在 10% 以上, 其次是国产品牌龙头七度空间和其他国产品牌。各大品牌抓住线上囤货心智, 以组合包形式提升单品均价, 核心品牌均价自 2018~2022 年由 37 元/件增长至 42 元/件。

图52: 2021 年各电商平台市场份额



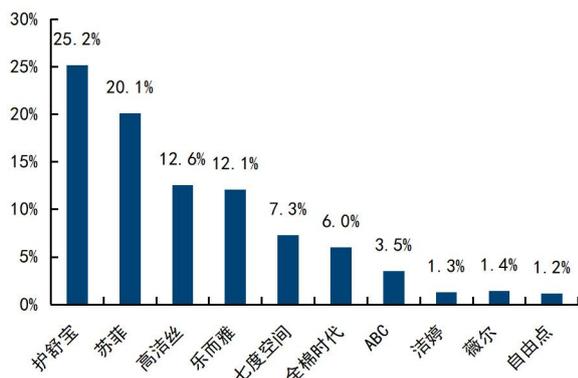
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图53: 2022 年天猫 TOP10 品牌占卫生巾品类份额



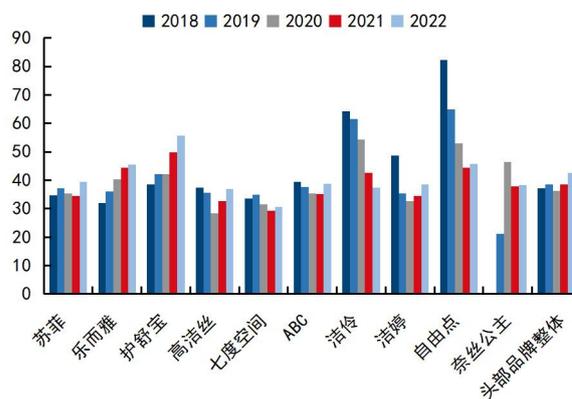
资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图54: 2022 年京东 TOP10 品牌占卫生巾品类份额



资料来源: 京东第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图55: 天猫平台主要品牌市场均价



资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

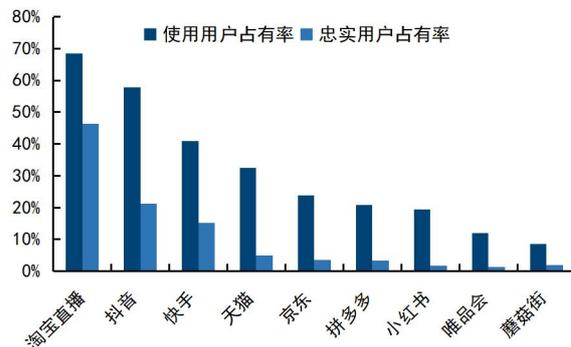
(2) 抖音等直播电商释放线上流量红利。1. 疫情和短视频平台的崛起加速直播电商发展, 2022 年直播电商市场规模达 35000 亿元, 2017~2022 年年复合增速达 177X, 直播电商中淘宝直播、抖音、快手用户占有率先居前列, 成为新的电商风口; 2. 抖音平台通过兴趣出圈, 随着新品牌、新商家的入局, 市场格局不断持续发展调整, 国货品牌尤其是新锐品牌快速出圈, 涨幅明显, 个护家清类均为国货品类和国货新锐品牌销量的前五品类。卫生巾品牌在抖音平台亦重新洗牌, 本土品牌尤其是软风研究社、自由点、薇尔等快速出圈, 市占率位列第四~六位。

图56: 直播电商市场规模及增速



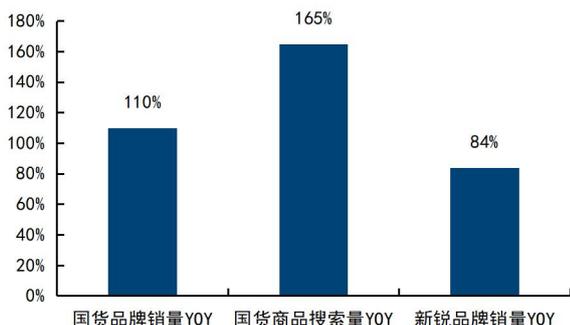
资料来源: 网经社, 电数宝, 国信证券经济研究所整理

图57: 2021 年直播电商购物用户占有率



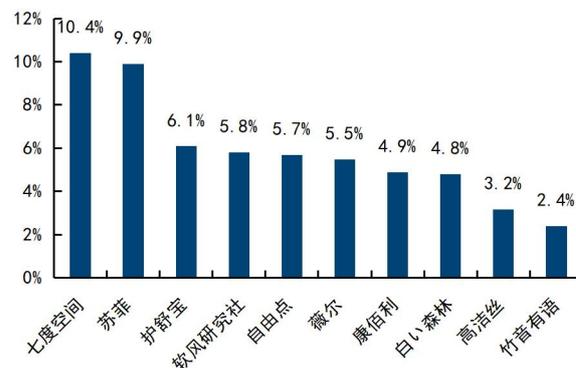
资料来源: 中国消费者协会, 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图58: 抖音平台国货品牌尤其是新锐品牌迅速出圈



资料来源: 抖音电商, 国信证券经济研究所整理 (*时间区间: 2021 年 11 月~2022 年 11 月)

图59: 2022 年抖音 TOP10 品牌占卫生巾品类份额



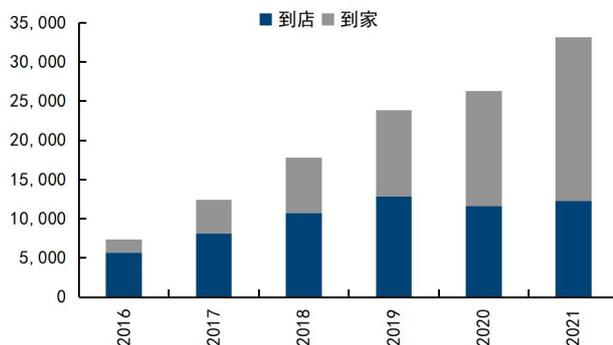
资料来源: 抖音第三方平台, 国信证券经济研究所整理

(3) 线下近场消费成为线下零售的中心。

第一，以 O2O 到家为代表的线上线下融合型模式有效弥补线下客流挑战。凭借先进的模式、高效的平台组织能力，叠加疫情防控培养了消费者家庭日用物资线上采买的习惯，O2O 到家业务得到较快发展。起步之初，品类主要切入买菜这一“规模大、频次高”的刚需市场，但由于生鲜“低客单、低毛利、高耗损、高仓储配送成本”的特征，开始引入部分标品（粮、油、调味、零食饮料、日用品等），以“生鲜引流，标品赚钱”这一传统零售商的品类模式来提升自身盈利能力。

O2O 到家业务依托第三方平台如京东到家、美团等快速发展，据中国连锁经营协会数据，2016~2021 年到店业务年复合增速为 17%，到家业务年复合增速 64%，达 12269 亿元，企业联合线下零售商铺设到家业务作为抢夺线上流量的重要补充。卫生巾的消费场景之一是急救性，布局到家业务可有效缓解线下客流减少，以及突破头部品牌对线下货架、堆头份额的持续把控。以 2022 年一季度为例，女性护理品类在头部大卖场中营收增长显著。

图60: 到店与到家市场规模 (亿元)



资料来源: 中国连锁协会、国信证券经济研究所整理

图61: 2022 年一季度大卖场到家品类分析

	沃尔玛	华润万家	永辉超市	大润发	家乐福
常温牛奶	▲ 17%	▲ 18%	▼ -11%	▲ 99%	▲ 64%
食用油	▼ -0.13%	▼ -7%	▼ -11%	▲ 39%	▲ 70%
婴儿奶粉	▲ 82%	▼ -30%	▼ -20%	▲ 473%	▲ 95%
纸尿裤	▲ 4%	▼ -40%	▼ -18%	▲ 47%	▲ 207%
女性护理	▲ 121%	▲ 54%	▲ 32%	▲ 59%	▲ 7%
大米	▼ -23%	▼ -28%	▼ -28%	▲ 8%	▲ 78%
衣物洗涤	▲ 12%	▼ -8%	▼ -22%	▲ 53%	▲ 62%
白酒	▲ 478%	▲ 142%	▲ 6%	▲ 39%	▲ 247%
洗发水	▲ 60%	▼ -14%	▼ -44%	▲ 27%	▲ 73%
巧克力	▲ 16%	▼ -12%	▼ -16%	▲ 3%	▲ 78%
抽纸	▲ 3%	▲ 8%	▼ -21%	▲ 50%	▼ -5%

资料来源: O2O Mind, 国信证券经济研究所整理

第二, 社区小卖场、便利店、美妆店等业态顺应即时消费需求, 助力消费品破局大卖场客流下滑困境。根据华经产业研究院、CCFA, 疫情新常态下线下小渠道崛起, 便利店因保供性、近场性 2021 年实现门店数量、销售额的同步增长, 近场式超市也获得较好增长。便利店中社区型占比由 2019 年 30.4% 上升至 58.7%, 品牌连锁店加速向下沉市场增加覆盖。对于卫生巾市场, 便利店和专业性质的美妆店获得相对较好增长, 2012~2021 年渠道规模由 32 亿元增加至 66 亿元, 年复合增速约 8.3%, 高出行业大盘近 2 个百分点。

图62: 卫生巾市场便利店与美妆店规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

优质本土品牌: 产品渠道破局, 成长可期

百亚股份: 自由点品牌持续升级, 全国拓张成长性充足

百亚股份是川渝地区个人护理卫生用品的龙头企业。公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售, 以经销商、KA 和电商平台为主要销售渠道。产品主要涵盖卫生巾 (自由点、妮爽品牌: 占比 81%)、纸尿裤 (婴裤好之/成裤丹宁: 占比 10%)、ODM (占比 9%) 等领域。2012~2022 年公司收入规模由 6.2 亿增长至 16.1 亿元, 年复合增速约 10%, 归母净利润由 0.7 亿元增长至 1.9 亿元, 年复合增速约 11%。2018 年起, 品类方面受益于自由点业务持续放量、ODM 业务加入, 渠道方面线下拓展与电商增长同步推进, 增速上行, 2018~2022 年收入年复合增速约

15%，净利润年复合增速约 23%。

图63: 公司收入（百万）及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图64: 公司归母净利润（百万）及同比增速



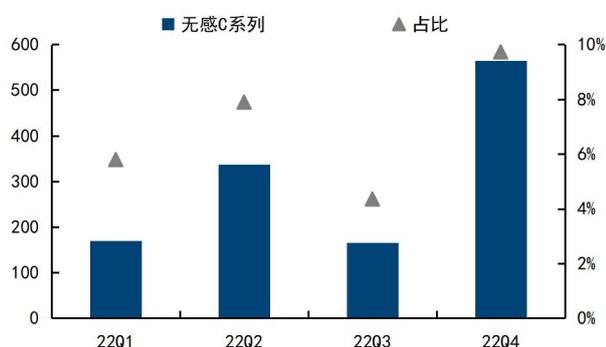
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品：公司以极薄芯体为核心，无感7日和无感无忧为基础主线，通过轻薄、舒适、高性价比的定位形成差异化竞争力；在此基础上聚焦大健康系列和安睡裤系列，捕捉市场细分红利，高定价+高毛利推动量价齐升、盈利优化。

(1) 产品矩阵升级，大健康系列与安睡裤引领增长。

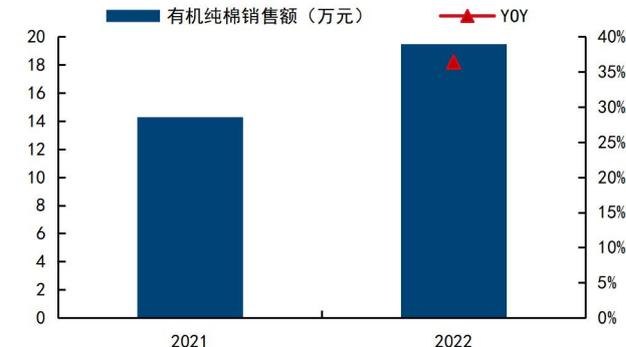
大健康系列针对天然健康、高品质诉求，优化产品结构。随着消费者对卫生巾质量、天然健康需求提升，首先在基础产品系列公司推出电商专供款无感C系列，主打弱酸面层，平衡经血酸碱值适合敏感肌；其次，推出有机纯棉和敏感肌系列，前者采用新疆棉棉花纤维，后者采用蚕丝纤维降低致敏率。目前有机纯棉和敏感肌系列合计业务占比约10%，增速高于公司大盘。根据第三方线上数据，天猫自由点旗舰店无感C销售占比迅速提升，2022年四季度销售额达564万元，2022年有机纯棉销售额约19.5万元，同比增长36%。大健康产品定价高于基础核心线，拉开中高端定价梯度：无感C属于无感系列，定价约1.25元/片；有机纯棉和敏感肌因高产品附加值、定位中高端，分别为1.7、1.9元/片。

图65: 自由点天猫旗舰店无感C销售额（万元）及占比



资料来源：天猫第三方平台，国信证券经济研究所整理

图66: 自由点天猫旗舰店有机纯棉销售额及同比增速



资料来源：天猫第三方平台，国信证券经济研究所整理

安睡裤方面，公司利用既有的极薄芯体技术优势，注重解决裤型卫生巾带来的厚重、不透气痛点，将海量吸收与防侧漏特点最大化。定价方面，安睡裤5只装单

价约 4.5 元/片，对标公司舒睡系列 4 只装单片价格为 2.5 元，作为夜用产品有效推动平均片单价提升。裤型卫生巾目前占比约 13%~14%，增速约 30%，引领公司卫生巾品类增长，以天猫平台为例，自由点品牌裤型卫生巾销售占比自 2019~2022 年由 3.7% 提升至 19.2%，年复合增速约 91.2%，高于平台裤型卫生巾大盘增速。

图67: 安睡裤产品主打卖点



资料来源：自由点京东自营旗舰店，国信证券经济研究所整理

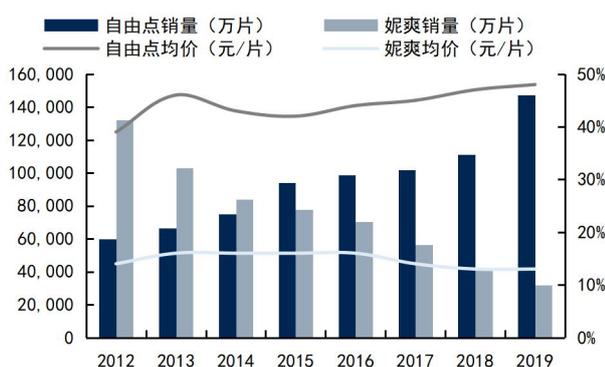
图68: 天猫平台自由点裤型卫生巾销售额与占比



资料来源：天猫第三方平台，国信证券经济研究所整理

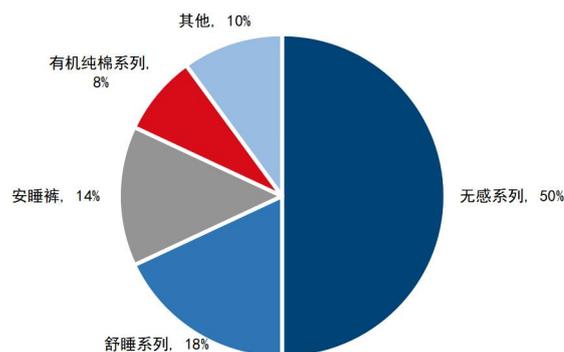
(2) 自由点品牌推动公司业务量价齐升、毛利优化。2012~2021 年自由点品牌收入占公司总收入比例由 38% 提升至 77%，占卫生巾品类比例由 56% 提升至 95%。量价拆解来看，2012~2019 年自由点收入年复合增长率约 17%，其中量增贡献 14%，价增贡献 3%，片单价受益于产品升级由 0.39 提升至 0.48 元/片。毛利率贡献方面，2021 年公司整体毛利率约 45%，卫生巾毛利率 51%，其中自由点品牌毛利率高于卫生巾品类水平，妮爽毛利率较低约 10%。产品组合方面，目前高定价产品安睡裤（毛利率约 50%）与有机纯棉（毛利率约 60%）、敏感肌（毛利率约 70%）系列业务占比合计超过 20%，中高端产品放量有望推动毛利率进一步提升。

图69: 2012~2019 年公司自由点、妮爽量价拆分



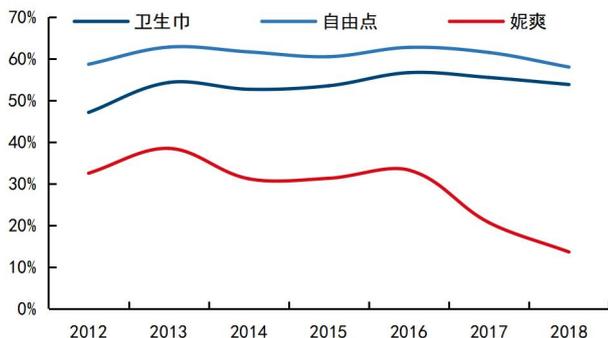
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图70: 自由点品牌产品系列占比



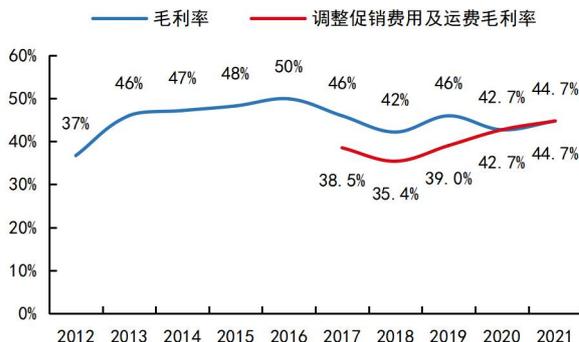
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图71: 公司整体与卫生巾分系列毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

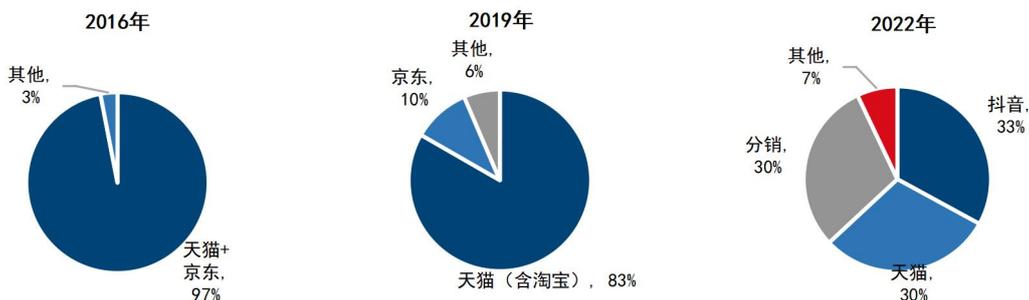
渠道: 电商多维平台发力, 外围市场成长性充足, 全国份额稳步提升

(1) 公司作为区域性龙头品牌份额位列前十, 距离头部具备较大份额提升空间。全国市场(线上+线下)份额居于前十, 国产品牌仅次于七度空间、ABC 位居第三; 2022 年 12 月全国线下市场份额达 4.5%。全国市场来看, 2021 年自由点品牌在卫生巾市场份额约 1.5%, 位列第 7, 距离头部的苏菲(份额 12%)、七度空间(份额 9.9%)具备较大成长空间, 向第二梯队的品牌高洁丝、ABC、乐而雅(份额 2%~4%)发展; 百亚股份在卫生用品市场份额 2021 年约 0.8%, 位列第 8 名。根据尼尔森数据, 2022 年 12 月公司全国线下份额约 4.5%。

(2) 电商助力公司弯道超车, 抖音红利助力本土品牌突围。

电商专业团队赋能、多维平台覆盖, 奠定增长基石。(1) 专业团队与部门赋能电商运营。公司 2019 年通过引入专业团队、整合原电商团队成立杭州百亚, 2020 年新零售营销部门成立, 负责电商平台运营与线上营销。(2) 电商战略重塑, 实施平台差异化定位。公司实现电商广泛布局, 由早期的天猫京东第三方平台直营模式发展为传统电商/直播电商/线上分销多维模式。公司于 2013 年起开拓电商渠道, 前期集中在天猫、京东开设自营店, 2016 年合计占比 97%, 2019 年合计占比 93%。2021 年公司重新整合电商战略, 划分三类平台, 第一类是 2C 业务, 包括在天猫、京东等平台开设官方旗舰店, 其中天猫定位品牌投入和新品推广, 收入增长与扩大品牌影响力目的兼具, 第二类是 2B 业务, 包括天猫超市、京东自营、拼多多等线上分销模式, 把握渠道和经销商机会, 第三类是以抖音为代表的直播电商, 捕捉直播电商红利。2022 年天猫业务占比约 1/3, 保持中双位数增长; 直播电商占比增至, 翻倍高速增长, 截至 2022 年抖音占比已达 1/3, 同时为天猫等传统平台持续引流, 实现正向循环。

图73: 公司电商渠道结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电商实现双位数高增长, 盈利逐步向好。2013~2022 年公司电商收入由 20 万增加至 3.7 亿元, 近 5 年年复合增速约 56%。公司电商毛利率逐步提升, 2022 年毛利率接近公司整体毛利率水平 (45%), 主要受益于: 1) 促销费用结构调整, 2021 年减少天猫平台低价促销投入、提升核心价格带; 2) 产品结构升级, 将敏感肌、有机纯棉系列作为核心品投入。2022 年电商渠道亏损约 2 个百分点, 其中分销已实现盈利, 天猫、抖音小幅亏损, 目标于 2023 年实现盈亏平衡。

图74: 公司电商规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图75: 公司电商毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (*2020 年起会计准则变更: 促销费冲减收入, 运费调整至营业成本)

(3) 由核心五省向外围市场扩张, 成长性充足。

川渝份额稳居第一; 云贵陕目标份额第一, 对标四川份额仍有约 5%~7%的提升空间; 外围市场区域首批重点拓展省份放量在即。(1) 川渝: 份额第一, 根据尼尔森数据, 2022 年四季度公司重庆份额位居第一 (约 40%), 四川份额超越七度空间达到第一 (约 26%); (2) 云贵陕: 仅次于七度空间份额位列第二 (云南 18%/贵州 20%/陕西 17%~18%), 公司将借助经销商渠道优势深耕核心省份, 加大下沉市场覆盖, 如对标四川省份第一份额预计仍有 5%~7%的提升空间。(3) 外围省市: 公司现阶段将河北 (份额 2%~3%)、湖南 (1%~3%)、广东 (1%+) 以及江浙部分区域作为重点区域, 根据公司市场开拓经验, 突破 5000 万收入线, 经销、KA 渠道各占一半, 可实现盈亏平衡, 突破盈亏平衡线后收入增长提速、盈利端转好, 预计 2023 年重点省市可实现快速放量; 山东、山西、河南、安徽和江西为公司下一阶段重点拓展区域。外围市场增长与盈利来看, 近 3 年受疫情影响业绩波动较大, 由 2019 年 1.6 亿元增长至 2021 年 1.7 亿元, 2020 年因会计准则口径调整(外

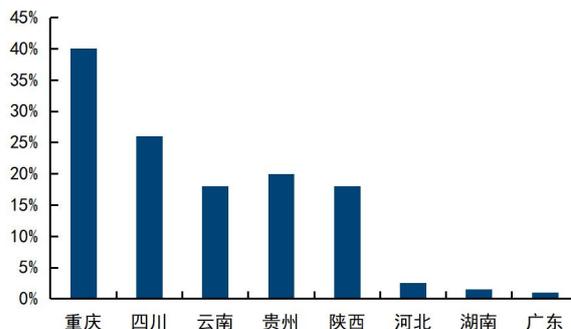
围地区运输半径大、促销费用投放高)以及疫情影响同比增速为负,2022 年前三季度同比 20%+但四季度因疫情扰动增速有所放缓。因处于市场拓展初期,高促销投入致外围市场毛利率比核心五省低约个位数水平,但随产品结构调整等毛利呈现提升趋势,2022 年毛利率预计同比提升约 5 个百分点。

图76: 全国市场拓展路径



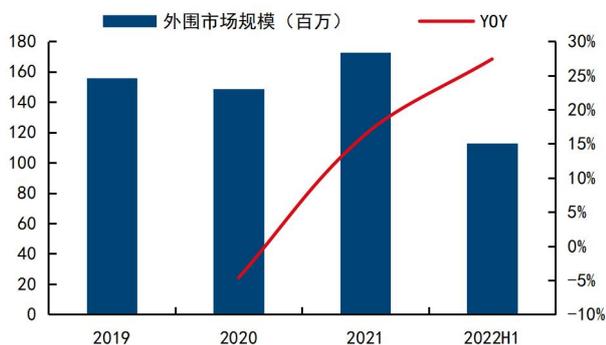
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图77: 分区域线下市场份额



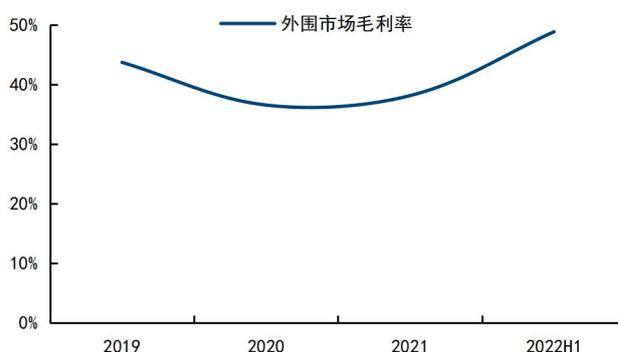
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图78: 外围市场收入及增速



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图79: 外围市场毛利率



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好产品中高端升级与全国市场拓展的成长性, 维持“买入”评级

2022 年下半年收入同环比改善, 盈利修复。公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率, 持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长。未来消费复苏主线下, 电商有望保持引领增长, 外围区域扩张稳步推进, 材料成本压力预期缓解, 有望保持盈利修复趋势。长期我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后, 公司凭借电商及 O2O 渠道的快速增长, 延续拓张市场份额的逻辑。维持盈利预测, 预计 2022-2024 年净利润为 1.9/2.5/3.2 亿元, 同比-17.5%/36.0%/24.2%, 维持公司合理估值为 18.5~20.0 元, 对应 2024 年 25~27xPE, 维持“买入”评级。

表9: 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,612	2,003	2,449
(+/-%)	8.8%	17.0%	10.2%	24.3%	22.2%
净利润(百万元)	183	228	188	256	318
(+/-%)	42.4%	24.9%	-17.5%	36.0%	24.4%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.44	0.60	0.74
EBIT Margin	16.9%	16.2%	12.6%	13.9%	14.1%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	14.0%	16.8%	18.2%
市盈率(PE)	44.8	35.9	43.7	32.1	25.8
EV/EBITDA	34.6	30.5	33.7	25.7	21.4
市净率(PB)	7.27	6.74	6.11	5.39	4.71

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

稳健医疗：奈丝公主医疗背书叠加全棉品质，全域建设打造卫生巾大单品

公司以“棉”为核心医疗和消费板块双轮驱动。2021年公司收入约80亿，医疗、消费品业务各占一半。其中医疗通过品牌“稳健医疗”和OEM模式，生产销售医疗低值耗材，伤口护理约占21%，以传统敷料为基础快速拓展高端敷料；感染防控产品受疫情高需求影响，占比达72%，其中疾控防护接近60%。消费品业务立足于“全棉时代”品牌，通过全棉水刺无纺布中间品首创棉柔巾大单品(占比达24%)，并扩展品类至无纺品和有纺品。2013~2021年收入由12.7亿元增长至80.4亿元，年复合增速约26%，归母净利润由0.8亿元增长至12.4亿元，年复合增速约39%，高于收入增速。

图80: 公司收入(百万)及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图81: 公司归母净利润(百万)及同比增速

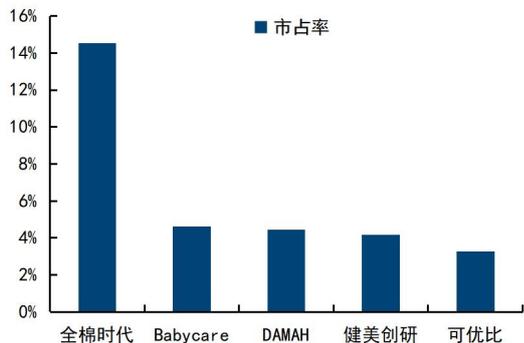


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产品：背靠医疗和全棉理念，国产新兴品牌快速突围

全棉时代品牌通过棉柔巾大单品突围，突出纯棉品质与“稳健医疗”绑定，连带打爆奈丝公主卫生巾产品。全棉时代基于其水刺全棉无纺布技术于2009年首创棉柔巾大单品，伴随产品渗透率的快速提升以棉为定位的品牌声量迅速打响，棉柔巾市场份额居于首位(2021年线上市占率约14%，是第二名份额的3倍)。“棉”品质与母婴粘性使其对女性群体有较高的品牌粘性，进而于2010年推出奈丝公主卫生巾品牌。2017~2021年卫生巾品类收入由2.0亿元增加至5.5亿元，年复合增速达28%，2021年该品牌市场份额已达0.5%，成为国产新兴品牌。

图82: 2021 年棉柔巾线上 TOP5 品牌



资料来源: 魔镜市场情报, 国信证券经济研究所整理

图83: 卫生巾品类收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

奈丝公主定位中高端, 以“全棉”/“纱布”/“抑菌”等关键词打磨产品力。公司借助技术优势与品牌特色: 1) 推出便携小巧的指尖包与经期裤系列, 其中经期裤推出配备暖腹贴的夜用款, 把握市场趋势; 2) 突出材质独特性, 分为纯棉、纱布、纱布抑菌面层以及全棉芯体。人群定位方面, 其从属于全棉时代品牌, 核心客群定位中高端, 包括三类: 1) 母婴精致妈妈 (25~35 岁, 月均消费 6000-10000, 一二线城市, 画像: 已婚已育, 中高消费力女性, 注重宝宝健康成长), 2) 品牌中高产 (35~49 岁, 月均消费 1 万以上, 分布一二线城市, 画像: 企业的中高层, 特别注重健康生活), 3) 新锐白领 (18~34 岁, 消费力低, 未婚未育, 中高消费力、处于事业奋斗期, 注重品质护肤)。从定价来看, 公司主导产品单包价格约在 1.7~3 元/片不等, 对比主流品牌基础线 1 元/片核心价格带偏上, 与主流品牌中高端线定价相当。中高端产品定位提升毛利率水平, 作为新兴品牌, 稳健医疗毛利率接近规模效应释放显著的恒安国际, 约在 67%~70% 区间。

图84: 部分产品系列及定价

产品	指尖包	超净吸系	纱布系	抑菌系	全棉芯	安睡裤系列
图示						
特点	魔力小折叠	潮涌现吸干爽透气	纱布面层抵抗粘腻	纱布面层+有效抑菌	不含木浆芯体	高腰+暖腹贴
规格	240mm*10	245mm*10	组合包53片	290mm*6	245mm*8	L码*8条
定价	1.66元/片	1.69元/片	1元/片	2.9元/片	2.7元/片	5.5元/条

资料来源: 奈丝公主旗舰店, 国信证券经济研究所整理

表10: 公司与可比公司毛利率对比

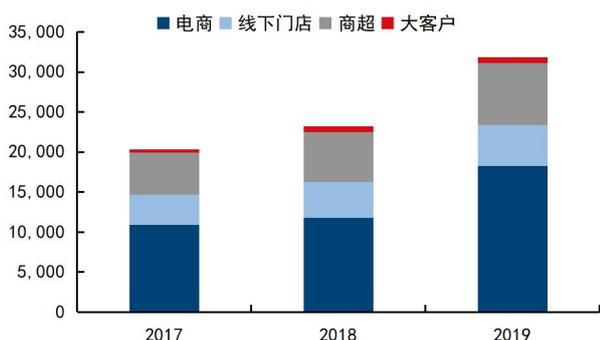
公司	品类	2017	2018	2019	2020	2021
稳健医疗	卫生巾	66.7%	69.7%	70.0%	70.0%	67.3%
百亚股份	卫生巾	55.4%	53.7%	55.3%	50.5%	50.7%
恒安国际	卫生巾	68.8%	69.4%	70.3%	71.4%	70.5%
中顺洁柔	个人护理用品			60.9%	63.3%	40.7%
维达国际	个人护理用品	29.9%	30.4%	29.1%	34.7%	35.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

渠道：电商起家、私域运营发展两眼，看好线下网点拓展空间

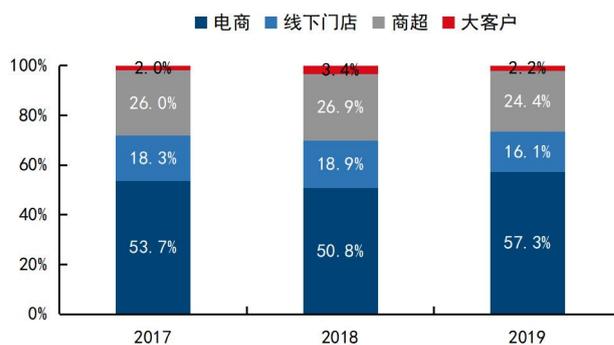
卫生巾品类渠道以电商为主，线下门店和商超为辅。公司以线上销售突围，顺应传统电商平台流量红利与品牌升级风口，2017~2019年电商收入占比约50%~60%，远高于可比公司线上渠道占比，2019年收入约1.8亿元。线下公司通过线下全棉时代门店与商超渠道铺设覆盖，合计占比40%+。

图85：卫生巾品类分渠道规模（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图86：卫生巾品类分渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

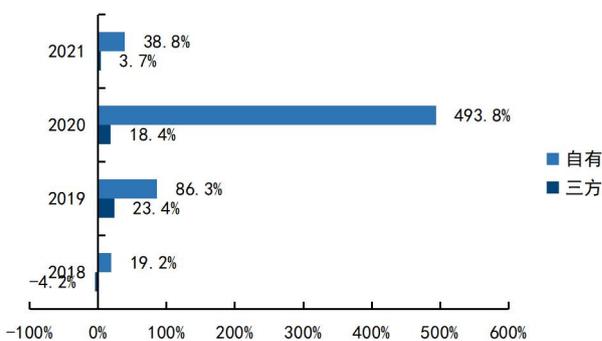
公司线上渠道布局丰富，公司已完成主要包括天猫、京东在内的第三方电商平台布局，占据主流线上流量入口，并重点打造全棉时代官网、APP 和小程序等自营线上渠道，深度覆盖线上消费者，并与线下渠道做到协同和融合。

图87：公司消费品业务线上分平台收入规模（百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图88：公司消费品业务线上分平台收入增速



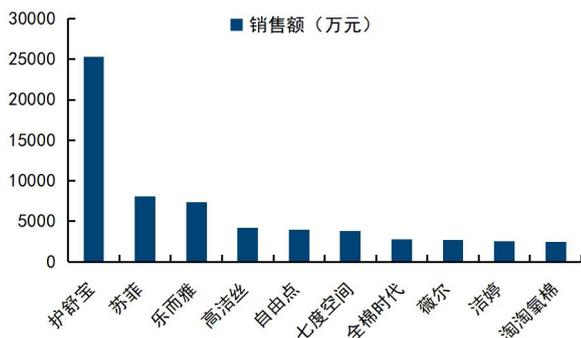
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(1) **传统电商平台：卫生巾线上份额居前、抖音具备成长空间。**2017年~2021年公司消费品业务三方平台由13.6亿元增长至19.8亿元，年复合增速约9.8%。第一，公司以线上电商起家，电商运营与线上品牌露出是核心优势。以2022年6月618大促月为例，全棉时代卫生巾产品实现销售额2755万元，品牌位列第7，高于其在全国市场份额的排名。根据三方平台数据，2018~2022年公司在天猫平台的市占率由0.33%提升至1.41%；在卫生巾品类相对不占优势的京东平台份额达到6%，位列第六位；公司布局抖音平台，2022年份额约0.7%，暂列于第22位。

渠道降本增效，看好未来盈利提升。随着传统电商平台流量增长见顶，公司三方平台于2021年仅实现3.7%的增长。2022年H1公司天猫平台占消费品业务比例约

29%，仍为主要流量入口，京东、抖音分别占比约 14%、5%，二者占比呈现提升趋势，其中抖音有望未来放量、具备成长空间。2022 年公司三方平台尤其是天猫增速放缓，主要是：1. 坚持高质量发展，降本增效策略；2. 砍掉天猫长尾渠道；3. 2021 年头部主播电商高基数影响。2022 年前三季度天猫、京东自营 ROI 同比提升 30%+、11%，2023 年传统电商的经营策略是注重精简 SKU、定位差异化。未来看好电商平台优化调整后盈利质量提升。

图89：2022 年 6 月天猫分品牌卫生巾销售表现



资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

图90：天猫/京东/抖音平台奈丝公主市占率



资料来源：阿里/京东/抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

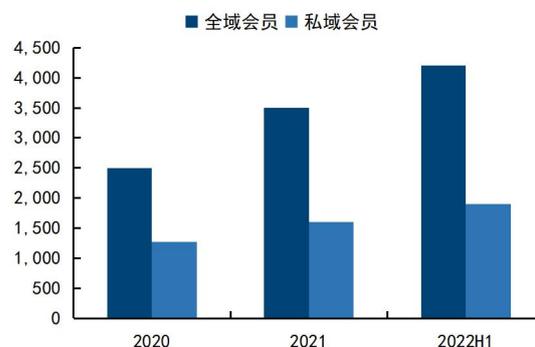
私域运营表现亮眼，有效实现线上线下融合、渠道共振。2017 年~2021 年公司消费品业务自有平台由 3100 万元增长至 5.6 亿元，年复合增速约 106.8%，伴随门店扩张与疫情推动呈现爆发式增长。1. 引流方面，公司对小程序平台的引流主要包括线下门店引流和 S2B2C 模式两种方式。2020 年末至 2022 年上半年全棉时代全域会员数由 2500 万+增加至 4200 万+，其中私域会员数由 1276 万增加至 1900 万+。2. 转化方面，自有平台复购与连带表现显著高于三方平台，其中复购率约 40%+，三方平台约 20%+，连带率最高达到 7。公司自有平台没有固定的人员配置、租金费用支出、第三方渠道的平台佣金和广告营销开支，预计盈利能力显著优于传统的线下门店与线上第三方平台。未来看好自有平台加强会员运营，提升精准度和转化率，与线下流量实现闭环转化。

图91：全棉时代自营小程序



资料来源：自营小程序平台，国信证券经济研究所整理

图92：小程序会员数量

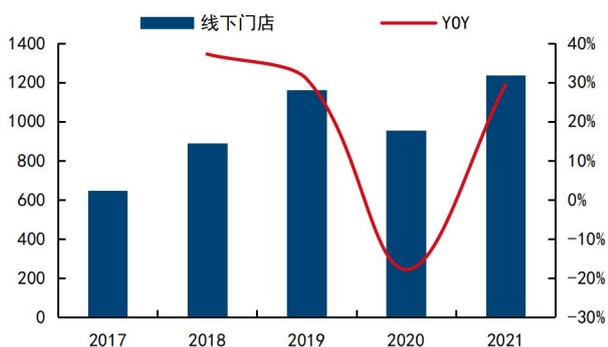


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(3) 线下网点扩展空间广阔，看好消费复苏下渠道成长性。公司消费品业务主要依靠线下门店和商超渠道覆盖渗透。2017~2021 年公司消费品业务线下门店收

入由 6.4 亿元增加值 12.3 亿元、商超渠道由 5700 万增加至 2 亿元，年复合增速分别为 17.5%、51.2%，覆盖率提升支撑线下渠道快速发展。未来覆盖空间依旧广阔：1. 线下门店：对标优衣库，其门店全国有 850 家，覆盖城市 174 个，三四线 158 个，覆盖城市 112 个；全棉时代：全国门店数量有 335 家，覆盖城市 70 个，三四线城市 33 个，覆盖城市 28 个。疫情优化政策转变利好线下复苏，公司计划聚焦中小型门店、加快拓店部分，2023 年预期新增门店 80 家（50 家加盟+30 家自营）。2. KA 渠道：最早布局卫生巾品类，O2O 助力销售与毛利增长，目前覆盖连锁便利店 20000 家，连锁超市 6000 个网点，屈臣氏、孩子王约 7500 家，未来目标持续提升覆盖，转变模式——增加经销商、减少费用投入。

图93：消费品业务线下门店渠道规模及增速



资料来源：国信证券经济研究所整理

图94：消费品业务商超渠道规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好医疗板块品类渠道快速扩张，消费品板块疫后复苏业绩反弹

医疗板块中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务看好疫后消费复苏带来的业绩反弹机遇，全棉时代具备长期品牌竞争力，精耕线上下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力，其中奈丝公主大单品未来持续覆盖空白 KA 零售网点，并随线下门店拓展具备较好成长性。预计 2022-2024 年净利润分别为 17.4/19.5/24.0 亿元，同比分别 40.8%/11.5%/23.2%，维持合理估值为 90-96 元（2023 PE 20-21X），维持“买入”评级。

表11：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,534	8,037	11,478	12,635	14,988
(+/-%)	174.0%	-35.9%	42.8%	10.1%	18.6%
净利润(百万元)	3810	1239	1745	1946	2397
(+/-%)	597.5%	-67.5%	40.8%	11.5%	23.2%
每股收益(元)	8.93	2.91	4.09	4.56	5.62
EBIT Margin	39.3%	15.0%	17.8%	18.9%	19.7%
净资产收益率 (ROE)	36.4%	11.6%	14.6%	14.5%	15.9%
市盈率 (PE)	7.7	23.7	16.8	15.1	12.3
EV/EBITDA	6.3	23.4	14.5	12.4	10.3
市净率 (PB)	2.8	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

恒安国际：七度空间国产品牌龙头，规模效应充分释放

公司作为早期本土企业，成为国内生活用纸和妇幼卫生用品龙头。公司创立于1985年，目前妇女卫生巾、婴儿纸尿裤、生活用纸三大主导产品市场占有率在国内市场名列前茅，形成了横跨多品类的全面品牌体系。2021年公司收入和归母净利润分别为208亿元、32.7亿元，目前公司已进入成熟发展阶段，2012~2021年收入与归母净利润年复合增速分别为1.3%、-0.8%。

图95: 公司收入（百万）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图96: 公司归母净利润（百万）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产品：国产品牌龙头，高毛利率驱动成长

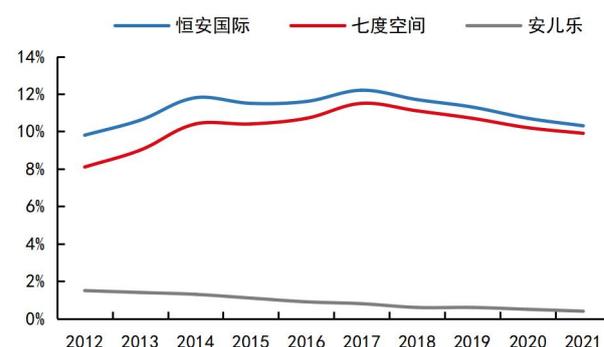
公司持续实现品牌升级成长为国产卫生巾龙头。恒安国际前身恒安实业有限公司最初推出“安乐”品牌，于2002年推出“七度空间”品牌，是卫生巾行业首个主打少女群体、主推棉柔表层的国货品牌，2020年继续加强高端品类定位推出SPACE7品牌。2021年公司卫生巾收入约61.2亿元，占公司收入比例约29%，近几年因线下客流挑战大、电商发展不及同行、市场竞争激烈等原因增速呈现个位数增长或小幅下降。公司凭借七度空间强大的品牌力和广泛的市场覆盖，成为中国市场龙头，2021年市场份额仅次于苏菲达10.3%。

图97: 卫生巾收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (*2017年起促销费递减收入)

图98: 恒安国际卫生巾份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

品牌焕新持续、精细化SKU定位细分客群，高毛利率打造高盈利安全边际。（1）七度空间主系列“少女系列”和“优雅系列定位少女群体，主打轻薄芯体和棉柔表层，突出亲肤、透气功效，定价方面约在0.9~1.1元/片，高性价比可快速放量；（2）萌睡裤和果滋润系列升级产品矩阵，其中果滋润以SPACE 7高端系列推出，

SPACE 7 系列主攻成熟白领市场。(2) 七度空间作为老国产品牌配合产品升级营销打法持续焕新, 聚焦年轻化营销, 于 2022 年官宣赵今麦为代言人, 此前以多位小花包括杨超越、刘浩存等为其 SPACE 7 系列代言人, 鞠婧祎为七度空间国潮代言人, 热门女团 SNH48-7SENSES 为子品牌“小嗨森”品牌代言人。投放平台上, 注重年轻人受众的综艺节目赞助、联手国漫 IP 放大品牌声量。

图99: 部分产品系列及定价

产品	少女系列	羽柔零感	优雅系列	萌睡裤	420夜用系列	果滋润系列
图示						
特点	少女敏感肌设计	极薄芯体+细腻纤维	久坐人群设计	多倍海量吸收	超大扇尾	添加果木牛奶双萃
规格	245mm/10片	245mm/10片	245mm/10片*5包	动物君M-L码/2片	420mm/8片	290mm/8片
定价	0.89元/片	0.99元/片	1.1元/片	5.4元/片	2.1元/片	3.2元/片

资料来源: 七度空间天猫旗舰店, 国信证券经济研究所整理

图100: 综艺赞助渗透年轻群体



资料来源: 官方微博, 国信证券经济研究所整理

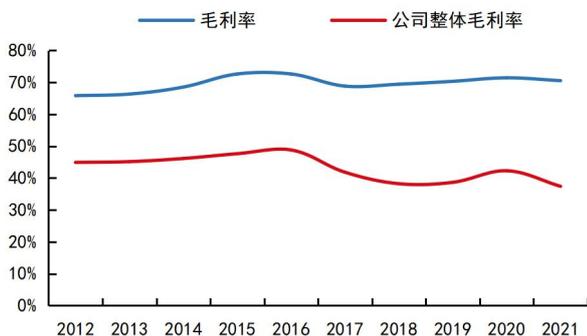
图101: 联手动漫 IP 跨界营销



资料来源: 中国质量新闻网, 国信证券经济研究所整理

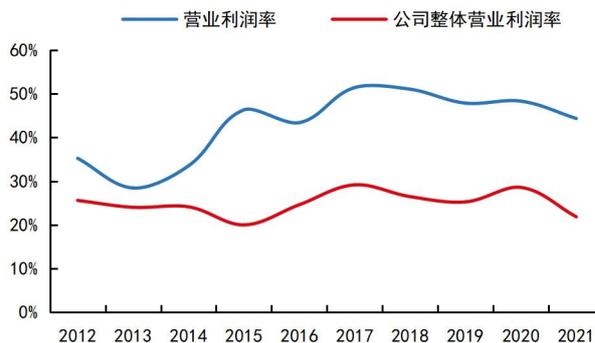
公司卫生巾毛利率领先可比公司, 高于公司整体水平; 成本下行有望迎来盈利拐点。稳定在 70%左右水平, 高于行业可比公司, 高出公司整体毛利率约 33 个百分点; 卫生巾分部营业利润率约 44%, 高出公司整体营业利润率约 22 个百分点, 为公司生活用纸业务受到浆价波动影响时打造较高的盈利安全边际。2022 年四季度起石油价格有所回落, 木浆产能投放、浆价下行带来的盈利边际优化有望进一步在 2023 年下半年所有体现。

图102: 公司卫生巾与整体毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图103: 公司卫生巾与整体营业利润率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

渠道: 线下规模效应释放显著, 电商渠道仍具成长空间

线下渠道优势强, 持续加强渗透与分销覆盖。公司线下渠道优势明显, 其于 2003 年起线下持续加强传统杂货店的覆盖和下沉, 同时重点开拓 KA 渠道, 和影响力显著的大卖场、商超加强合作; 目前公司在全国设立 40 余家分公司以及 200 多个销售团队、上万人业务人员遍布全国城市、乡村, 提供优质服务。配合销售半径和市场快反需求, 恒安在全国 15 个省、市、自治区, 投资设立 40 多家生产公司。2016 年~2021 年公司线下收入由 181.8 亿元下降至 159.9 亿元, 因线下客流下滑、市场促销竞争激烈年复合增速约-2.5%。

图104: 公司线下销售渠道网点



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

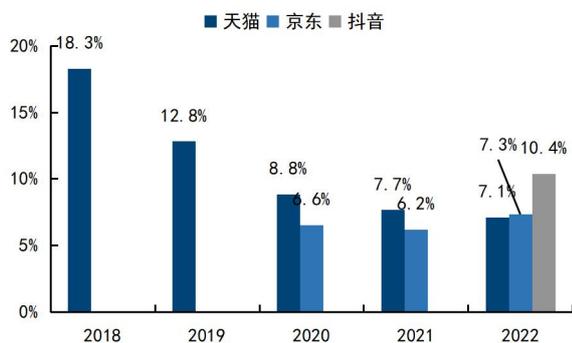
图105: 公司整体线下渠道收入规模及增速



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理 (*2017 年起促销费递减收入)

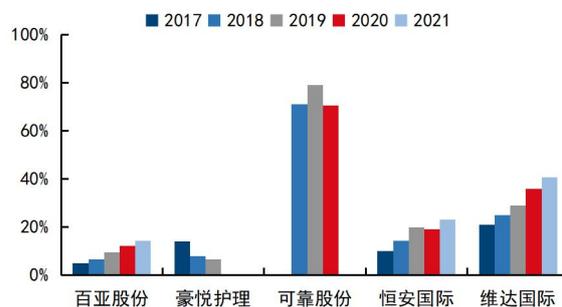
电商平台后起发力, 成长空间充足。公司于传统电商起步相对晚, 2022 年天猫/京东平台份额分别约 7.1%、7.3%, 位于第五位, 暂落后于其线下份额排名。公司加速捕捉全渠道流量分散化趋势, 抖音发力显著、弯道超车, 市占率份额位列卫生巾品牌第一名, 约 10.4%, 抖音官方账号粉丝数量达 272 万, 是第二名苏菲粉丝数量的两倍有余。总体公司线上渠道自 2016 年~2021 年由 5.7% 快速提升至 23.1%, 收入由 11 亿元提升至 48 亿元, 年复合增速达 34%, 有效弥补线下收入下滑, 但不及市场线上渗透率平均水平, 距离维达国际约有 20 个百分点的提升空间。

图106: 天猫/京东/抖音平台七度空间市占率



资料来源: 天猫/京东/抖音第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图107: 主要上市公司整体电商渠道占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司经营: 三次管理变革优化内部改革。1) 2002 年公司聘请美国汤姆逊咨询集团进行“全周期时间管理模式 (TCT)”的变革, 实现“产销分离”。2) 2007 年聘请美国博斯公司进行“目标管理”改革, 导入精益生产理念、标准化和绩效管理。3) 2013 年起布局平台化小团队经营模式改革: 设立阿米巴机制以提升运营效率, 并充分授权激发员工积极性。4) 2013 年提出全面数字化战略: 2014 年通过 IBM 进行信息化、可视化改革并引入 SAP 系统; 2022 年公司召开 SAP 升级项目启动会, 引进最新版本 SAPPCE (私有云), 推动“业财一体化”。紧随其牵手聚水潭电商启动 ERP 项目, 开启全品牌、全域电商数字化升级。管理变革有利于持续提升公司管理营运效率, 增强组织活力。

投资建议: 看好七度空间品牌焕新持续, 关注浆价回落盈利弹性释放

恒安国际作为全国生活用纸与卫生巾品牌龙头, 核心优势在于线下渠道覆盖与规模效应释放显著, 卫生巾品类高毛利打造较高安全边际。未来持续看好卫生巾业务围绕品牌焕新、产品中高端升级为前端销售注入活力, 电商渠道后起发力应对渠道分散化趋势, 有望继续保持稳健增长和稳定的毛利率水平; 生活用纸业务看好成本高位下份额提升, 预期浆价回落有望于 2023 年下半年推动盈利弹性释放。因生活用纸业务增速较好、浆价回落有望缓解毛利率压力, 小幅上调盈利预测, 预计公司 2022~2024 年净利润为 26.8/33.9/39.1 亿元, (原为 26.4/32.2/36.1 亿元), 同比增长-18.3%/26.8%/15.4%。维持合理估值区间 41.1-44.4 港元 (对应 2023 年 PE 12.5x-13.4x), 维持“增持”评级。

表12: 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,374	20,790	23,070	24,625	25,767
(+/-%)	-0.5%	-7.1%	11.0%	6.7%	4.6%
净利润(百万元)	4595	3274	2675	3392	3913
(+/-%)	17.6%	-28.8%	-18.3%	26.8%	15.4%
每股收益(元)	3.95	2.82	2.30	2.92	3.37
EBIT Margin	20.7%	15.6%	12.2%	13.5%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	17.2%	13.4%	16.0%	17.4%
市盈率 (PE)	8.0	11.3	13.8	10.9	9.4
EV/EBITDA	14.4	20.0	18.6	16.5	14.8
市净率 (PB)	1.90	1.94	1.85	1.74	1.64

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

维达国际：爱生雅赋能品牌高端定位，渠道变革领先放量可期

公司是亚洲卫生用品龙头，爱生雅整合赋能个护业务与亚洲市场发展。维达集团创建于1985年，目前拥有生活用纸和个人护理两大业务分部，形成多样化高端品牌矩阵，2022年两大板块占比分别为83%、17%。2007~2022年收入由17.8亿元增加至194.9亿元，年复合增速达17.3%，归母净利润由0.8亿元增加值7.1亿元，年复合增速达15.7%。自上市以来公司发展可分为两个阶段：1. 2007~2013年生活用纸渠道建设、提升品牌份额的快速发展阶段，年复合增速约25.1%；2. 2014至今多品类拓展阶段。其与全球卫生用品与林业产品公司爱生雅达成协议，赋能公司由生活用纸企业向卫生用品龙头发展，该期间公司收入年复合增速约11.8%。

图108: 公司收入（百万港币）及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图109: 公司归母净利润（百万港币）及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图110: 公司品牌矩阵

品类	品牌	标识	品牌定位及介绍
生活用纸	维达		维达Vinda诞生于1985年，致力于满足人们对高品质生活的追求。1989年维达带来了国内鲜见的100%纯进口木浆餐巾纸，并开始为中国消费者带来高品质的生活用纸产品。凯度消费者指数显示，维达品牌从2015年-2022年连续八年市占率第一。
生活用纸	得宝		Tempo得宝是德国高端纸巾品牌，始于1929年。诞生至今的九十余年中，Tempo凭借高品质和不断创新的精神畅销欧洲多个国家，如德国、意大利、瑞士和奥地利；在中国香港连续多年荣登销量冠军宝座。
生活用纸	多康		维达多康Tork，享誉全球的清洁卫生专家，始于1968。Tork多康为商业办公及服务、酒店餐饮、公用利益、工作间等领域提供产品和服务——用整体化的清洁卫生解决方案创造安心健康的环境。
生活用纸	维达商用		维达商用是维达集团旗下专业商用品牌。维达商用产品精选进口原生浆，覆盖公用卫生纸、擦手纸、小卷纸等品类，提供Luxury铂臻、超韧、高级商务、经典商用等品系满足不同类型客户需求。
失禁护理	添宁		添宁是全球领先的成人失禁护理品牌。始于1961年，拥有超60年不断创新及护理经验，为全球90个国家和地区的消费者与医疗机构提供优质产品和服务
失禁护理	包大人		包大人作为中国失禁领域的开拓者之一，源自中国台湾的包大人Dr. P拥有25年市场积累，已成为亚洲知名的失禁护理品牌，为亚洲多个地区的消费者提供专业的失禁护理产品。截至目前已在成人纸尿裤，内裤式纸尿裤，成人纸尿裤片以及护理垫四大品类中推出多种产品。
女性护理	薇尔		Libresse薇尔诞生于1940s，行销全球101个国家和地区，受超2亿女性用户的信赖，在欧洲、南美洲及东南亚皆为市场领导者。
婴儿护理	丽贝乐		丽贝乐是来自欧洲的高端专业婴儿护理用品品牌，自1955年上市坚持北欧品质、尊重自然，注重设计。
婴儿护理	Drypers		Drypers是马来西亚领先的婴儿纸尿裤品牌，已有超过18年历史。Drypers产品由维达集团马来西亚分公司生产，于东南亚销售。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

维达与爱生雅双方具体协议情况如下：

(1) 爱生雅为公司最大股东，通过股票增持和收购协议，公司整合其中国及东南亚市场业务，并获得纸巾得宝品牌与多项个护品牌的相关经营授权。爱生雅是居世界领导地位的卫生及林木产品公司之一。双方关系主要经历3个阶段：第一，公司自2007年起成为公司少数股东，2007~2012年通过增持公司持股数量由1.3亿增加至2.2亿，截至2012年6月30日持股比例为21.65%。双方关系主要以购买及供应协议、加工贸易协议为主。第二，爱生雅于2013年9月发出现金收购邀约，成为其最大股东，持股数量约5.1亿、比例约51.4%。第三，业务买卖与品牌经营授权整合阶段。2014年7月公司以11.4亿港元现金方式收购爱生雅集团旗下爱生雅生活用纸、SCA Healthcare及爱生雅上海、全日美福建、中国资产（含合约及存货），整合中国香港、澳门及内地业务，并获得“得宝”、“包大人”、“嘘嘘乐”、“多康”、“添宁”、“轻曲线（后薇尔）”、“丽贝乐”品牌的相关授权。2015年10月以28亿港元对价收购爱生雅东南亚市场业务，并更新品牌相关授权协议，支付方式为发行股票、发行可转股票据、现金三种方式，2016年完成上述对价支付后爱生雅集团持有公司数量约6.2亿、持股比例约54.61%。

(2) 公司整合爱生雅品牌及相关业务可发挥双方协同效应，赋能公司个护品类拓展并向东南亚进军。1. 市场互补：爱生雅集团在东南亚市场的灵动地位与公司对中国消费市场认知与销售渠道互补；2. 生产赋能：公司收购东南亚3座生产设

施（马来西亚 2 座，台湾 1 座），预期可提高生产量及拥有更高议价力；3. 品牌及产品赋能：公司拥有多项品牌授权，可受益于爱生雅全球采购、产品开发及营销广告开发等，并获得相关研发及开发支持。

图111：公司与爱生雅历史股权变动及有关事件梳理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表13：特许权内容

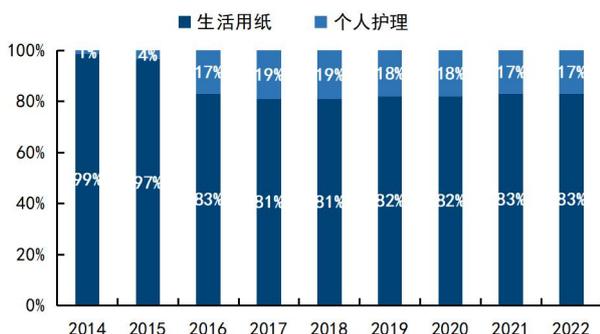
品牌	特许地区	商标所有权	品牌使用特许权	使用相关专利特许权	使用品牌所涉相关技术特许权
得宝	该地区	无	永续/独家/免专利权费	非独家，首9年免特许权费	独家或非独家，首9年免特许权费
多康、添宁、轻曲线、丽贝乐	该地区	无	永续/独家/首9年免专利权	非独家，首9年免特许权费	独家或非独家，首9年免特许权费
包大人、Control Plus、嘘嘘乐、Drypers、Prokids/EQ Dry/Hey Baby	该地区及附加地区	有	不适用	非独家，首9年免特许权费	独家或非独家，首9年免特许权费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（*注：1. 该地区指中国内地/中国香港/中国澳门/中国台湾、韩国、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾、印尼、越南、柬埔寨、缅甸、老挝、东帝汶、文莱。附加地区指特许协议日期内将有关产品商品化的地区。2. 多康、添宁、轻曲线、丽贝乐使用相关专利特许权受限于条款“如爱生雅集团在公司的股权首6年内跌至低于50%比例，则有权发出3年通知终止特许权”。当超出9年后，多康、添宁、轻曲线、丽贝乐支付季度销售净额1.5%/3%的季金。）

财务分析：收入增长稳健，盈利端受成本波动和销售费用投入影响

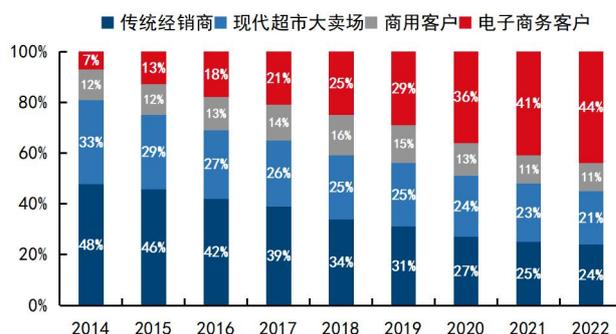
多品类与全渠道、多市场协同发展，支撑龙头业绩稳健增长。 1. 分品类看，2014年~2022年公司业务多元化目标逐步显现，个人护理收入占比由1%提升至17%，年复合增速达52.2%；生活用纸收入逐渐稳定，年复合增速约9.4%。2. 分渠道看，公司亦构建多元化渠道，电商渠道占比大幅上升37个百分点至44%，经销渠道与KA客户渠道占比分别收缩24、12个百分点，2014年~2022年经销商、KA、商用客户、电商年复合增速分别为2.6%、5.7%、10.4%、40.7%，电商增长贡献显著。3. 分市场看，中国内地是核心市场并引领公司增长，2017~2022年占比由75%提升至78%，中国香港与台湾、马来西亚、日本及韩国等其他地区均约个位数占比，中国内地市场自然增长率近年均高于公司整体增速，2022年中国内地同比+9.2%。

图112: 2014~2022 年公司品类结构



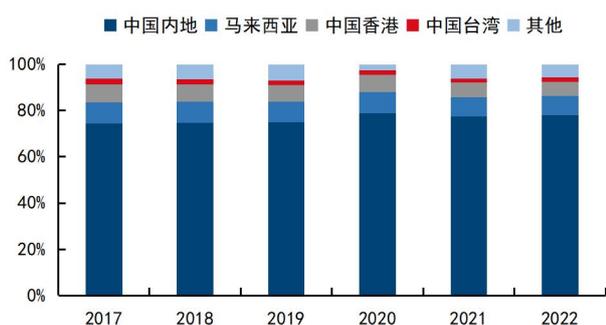
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图113: 2014~2022 年公司渠道结构



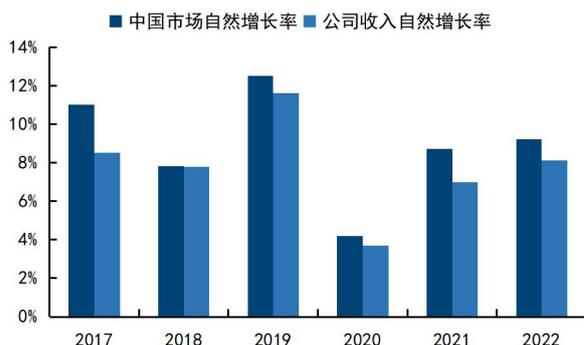
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图114: 2017~2022 年公司分市场结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (*2016 年及之前未披露分市场数据; 其他地区包括日本、韩国等)

图115: 公司整体与中国市场自然增长率 (即固定汇率增速)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (*2018、2020 年未单独披露中国市场自然增长率自行推算)

生活用纸业务毛利率受浆价波动影响, 个护业务因处于发展投资阶段毛利率相对较低。2014~2022 年公司毛利率在 28%~38% 区间波动, 其中生活用纸业务主要受浆价波动影响——2016 年浆价下降、2017-2018 年浆价大幅上升、2019-2020 年浆价地位、2021~2022 年浆价回归历史高位, 对此公司通过落实产品提价、持续优化产品组合、提升生产效率三方面措施缓解原材料上涨风险, 以 2022 年为例公司分阶段多次提价, 高端品牌贡献主要销售动力, 得宝在中国内地以固定汇率口径核算的增速约 20%。个人卫生护理毛利率自 2014 年 26.3% 提升至 2022 年 31.7%, 业务处于发展投资阶段, 向成熟的高毛利率品类逐步发展。

图116: 2014~2022 年公司分品类毛利率

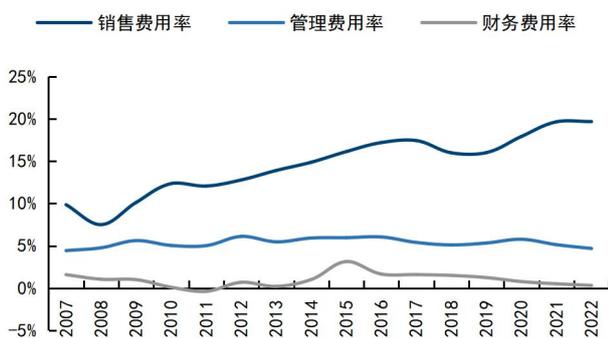


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

销售费用率因品牌与市场拓展加大呈上升趋势, 财务费用受汇率损益影响小幅波动。2007~2008 年销售费用率呈现逐步上升趋势, 由 9.9% 提升至 19.7%, 主要是 2007~2013 年处于生活用纸的渠道和品牌加速拓展阶段, 后续对于个人护理业务的投入加大。管理费用率整体稳定。财务费用率主要受汇兑波动影响, 其中 2015 年人民币贬值幅度较大导致财务费用率同比上升 2.1 个百分点, 此后公司通过加大人民币贷款等方式减少汇率对业绩的影响。

综合毛利率与期间费用率的影响, 公司营业利润率、净利率、ROE 出现相似波动趋势。2022 年因浆价/包装/能源等成本上行压力大, 毛利率承压, 同时销售费用率仍位于高水位, 公司营业利润率仅约 4.1%, 其中生活用纸和个人护理营业利润率分别为 5.2%、2.0%, 分别同比下降 7.2、3.8 个百分点; 公司净利率约 3.6%, 同比下滑 5.1%, ROE 为 5.6%, 同比下滑 7.6 个百分点。

图117: 公司期间费用率



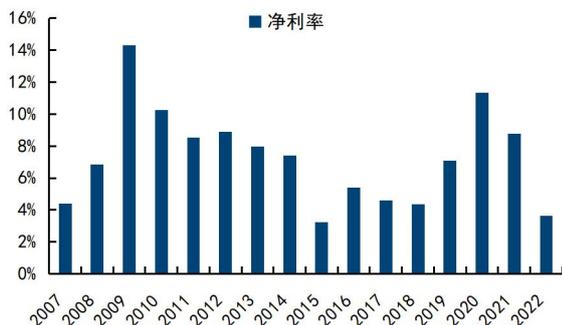
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图118: 公司分品类营业利润率



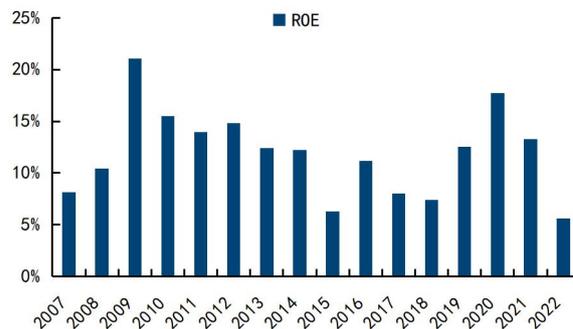
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图119: 公司净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图120: 公司 ROE



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

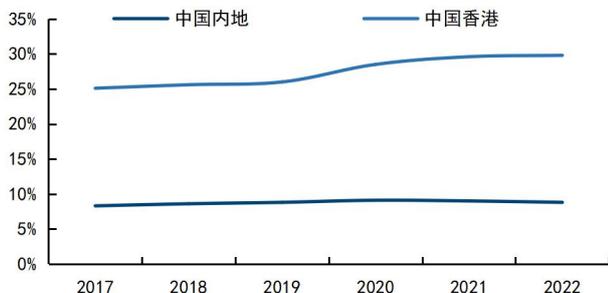
竞争力与成长性分析: 品牌高端定位、电商先发, 展望个护品类全国布局空间

(1) 产品定位中高端, 多品牌份额领先

公司生活用纸业务为中国市场龙头, 其中维达品牌定位中高端, 得宝是来自德国的高端品牌。2022 年公司在内地市场市占率达 8.8%, 位列第二, 仅次于恒安国际, 其中维达份额约 8.0%, 得宝份额约 0.8%。中国香港公司份额高达 29.8%, 位居第一, 维达、得宝份额分别约 18.5%、11.2%。高端产品组合(包括得宝、维达立体美、多康及湿巾)对公司的收入增长贡献提升显著, 2017~2021 年高端产品占比由 13.3%提升至 36.3%。

公司个护业务东南亚地区份额优势明显, 中国市场有望凭借鲜明的品牌基础与优势性分销渠道提升市占率。1. 成人护理业务: 公司目前在中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚市场份额位居第一, 2022 年份额分别为 47%、36%、55%、48%, 其中添宁是中国香港、新加坡、马来西亚成人护理用品第一大品牌, 包大人创立于台湾, 目前份额达 27.4%。中国市场中公司份额约 4.4%, 份额前两位分别是可靠股份和恒安国际, 市占率对标两家有 3~5.4 个百分点的提升空间。2. 婴儿护理业务: 公司布局马来西亚人口红利较多的市场, 目前 Drypers 份额位列第一达 20.3%, 新加坡亦拥有一定的市占率优势, 在尤妮佳、金佰利之后位列第三。3. 女性护理: 公司在马来西亚品牌优势明显, 份额位居第二达到 30.6%, 仅次于高洁丝 0.8 个百分点。中国市场仍处于起步阶段, 2019 年公司重新推出女性护理产品, 品牌实现本土化生产, 近 3 年市场拓展初具成效, 2022 年份额约为 0.3%。

图121: 公司生活用纸中国内地和中国香港市占率



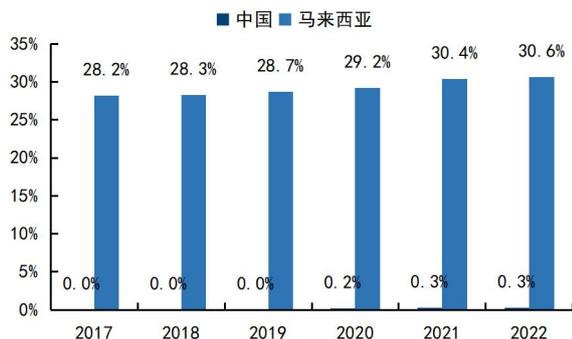
资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图122: 公司成人护理各市场市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图123: 公司女性护理各市场市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图124: 公司婴儿护理各市场市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

薇尔 Libresse 品牌定位新时代女性, 当前以提升品牌知名度、打造鲜明品牌形象为目标。

1. 品牌与产品定位鲜明。薇尔品牌源自瑞典, 品牌理念鼓励女性打破常规、追求自我, 以生无所惧的品牌精神给女性带来积极影响; 产品设计主打 V 型剪裁人体工学设计, 以安全材质与欧盟女性护理研究中心的科研成果为依托, 具备鲜明的产品定位。

2. 中国市场以提升品牌知名度为重心, 为长期份额提升打造基础。公司持续加大品牌曝光度: 2020 年公司聘请周冬雨作为代言人, 并以“月经不隐藏”提升消费者关注度; 2021 年联名流量 IP 泡泡玛特进行粉丝圈层推广; 2022 年与斯凯奇、LULULEMON 等高端运动品牌跨界联动, 与知名 IP 梦可多推出联名产品。从营销费用投入来看, 2017~2022 年相关费用率由 6.8% 提升至 8.1%, 主要是市场推广费用加速投入所致, 费用率提升 1.6 个百分点, 广告费用率基本稳定, 2022 年费率约为 0.7%。

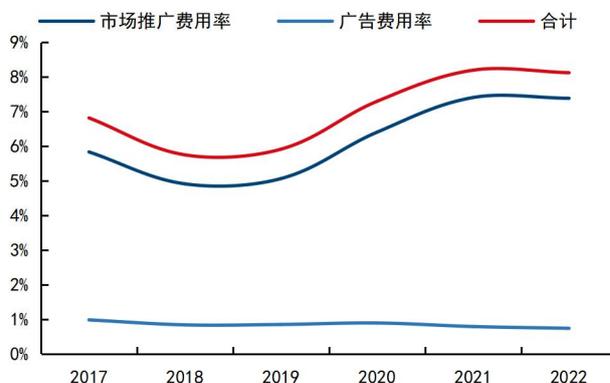
3. 品牌定位高端卫生巾市场, 产品矩阵精简精准, 长期毛利率有望持续提升。根据公司公告, 2022 年前三季度数据, 薇尔品牌稳居中国内地高端市场第四位。从产品系列来看, 产品划分为“舒适 V 感”和“植萃 V 感”系列, 前者主打 Secure Fit 贴合科技, 进一步细分为小 V 巾、小 V 裤、V 感面条, 后者将金盏花精华运用于小 V 巾, 天然植物面层+弱酸性精华贴合经期 V 区健康状态, 分为植萃小 V 巾、植萃女性湿巾。从产品定价来看, 因产品系列精简, 价格带集中; 基础日用品平均单片价格约在 1.7 元/片, 对标市场其他主流品牌基础品 (约 1 元/片), 定价相对较高。

图125: 公司代言人及品牌形象



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图126: 公司营销推广费用与广告成本占收入比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图127: 主要产品及定价

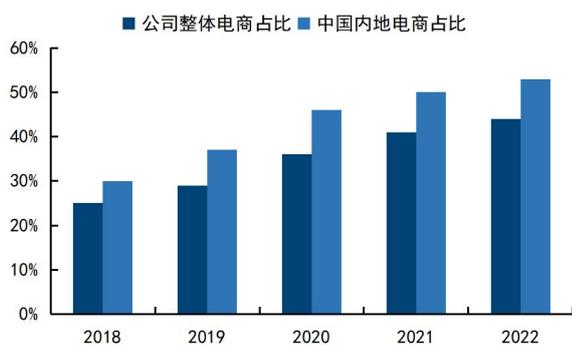
系列 产品	舒适V感系列			植萃V感系列		
	小V巾日用	小V巾夜用	小V裤	植萃日用	植萃夜用	清洁湿巾
图示						
特点	精准防漏：圆头加宽、精致巾身不测漏、倒V尾贴合臀型防后漏； 隐形无痕：0.1cm极薄巾身 蚕丝感面层，专业机构检测认证不含荧光剂			弱酸性金盏花精华 天然植物面层 V型立体剪裁		添加金盏花与茶树精华 厚实柔韧 单片独立包装
规格	240mm*10	420mm*6	L码*3	240mm*10	420mm*6	18片/包
单价	1.69元/片	2.8元/片	3.3元/片	1.89元/片	2.9元/片	0.7元/片

资料来源：京东品牌旗舰店，国信证券经济研究所整理

(2) 电商渠道发展领先同行，线下分销覆盖优势显著

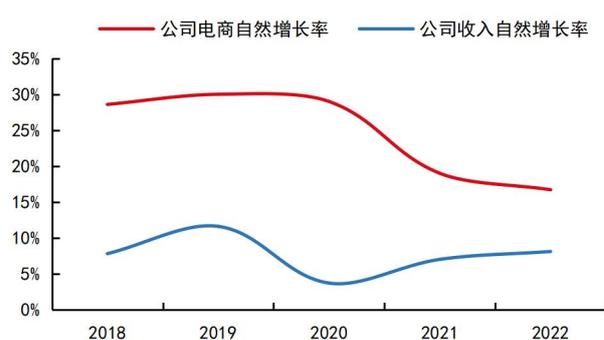
公司电商渠道占比显著高于可比同行，双位数增速引领增长。公司早在2012年即布局电子商务渠道，成立专属团队与B2C搭建合作伙伴关系，把握住早期天猫和京东的成长红利。从渠道占比来看，公司2022年电商业务体量约86亿元，占比已达44%，中国内地市场电商渠道亦是高达53%，显著高于恒安国际、百亚股份等可比公司。从增速来看，公司近5年电商业务体量保持双位数增长，高基数下增长势能不减，是公司增长的重要驱动渠道。从品类打法上，公司在生活用纸业务把握增长流量、推动生活用纸业务前期的快速扩张，对于个护新品牌，尤其是失禁用品、女性护理用品，公司除了在专销渠道和精品护理店重点分销外重点布局电商，结合社交媒体推广，有效吸引目标消费者。

图128: 公司整体与中国内地市场电商渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图129: 公司整体电商渠道自然增长率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（*2018年公司电商固定汇率同比双位数增长，假设主要为人民收入根据汇率推算）

薇尔品牌线上市占率逐步提升，抖音份额优势明显。2018~2022年天猫薇尔品牌在卫生巾市占率中呈上升趋势，由0.7%提升至2.0%，京东份额相对稳定；抖音平台发力显著，份额已达5.5%，市占率位列第六位。

图130: 天猫/京东/抖音薇尔品牌市占率



资料来源：第三方平台数据，国信证券经济研究所整理

线下分销网点布局成熟，个护业务可借助线下渠道提升覆盖率。公司生活用纸业务的前期增长即以分销覆盖拓展为基，公司维达品牌定位中高端，以“米字型策略、区域化定向”由华南、华中、香港市场逐步拓展全国市场，2008年提出加大开拓二三线城市和乡镇市场力度，并加大对现代渠道的市场投入；2009年除继续做线下覆盖外，在全国范围实施“百城万店”终端形象店建设，提升产品销售与品牌形象；2011年公司着力于现代卖场的布局，多家全国性超市迅速扩张，公司追求经销商、现代卖场渠道及商用客户渠道的平衡发展。2008年公司销售办事处约91个、经销商559家；截至2015年公司销售办事处达269个，经销商1656家，形成相对成熟的全国性线下渠道布局。个护业务尤其是薇尔品牌在品牌知名度打开、电商先发稳定后可进一步依靠线下通路实现协同，释放规模效应，其价格带与护舒宝、高洁丝相近，对标护舒宝、高洁丝当前6.1%、3.8%的市占率水平，公司仍有较大增长空间。

(3) 全国性产能布局，缩短运输半径、优化成本空间

公司已形成全国性生产基地，配合全国性销售通路优化成本空间。目前公司在中国拥有10家生产基地，形成华东-华南-华北-华中-西部全覆盖，有效减少运输半径，及时响应市场需求的同时降低运费成本。分品类来看：

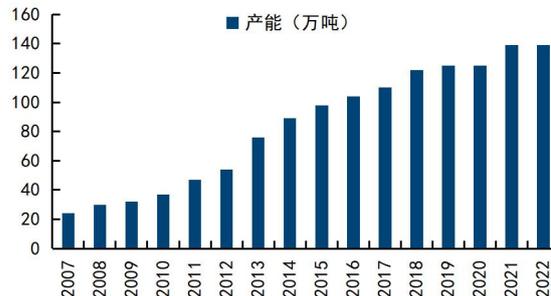
1. 公司持续扩张造纸产能，自2017~2022年公司造纸年设计产能由24万吨提升至139万吨，比肩恒安国际，后者截至2022年上半年拥有年产能142万吨。
2. 中国内地：公司个护品类由早期轻资产模式转变为本土化生产模式。2014年爱生雅台湾签订协议向公司供应个护产品。其中公司于2016年自组成人护理产品生产设施；婴儿护理产品方面，公司基于其全资附属公司维达护理用品（前维安洁）自有生产线结合爱生雅技术支持实行市场供应；女性护理品类于2019年起实现本土化生产。中国台湾及东南亚：公司收购爱生雅东南亚业务之际，并入马来西亚2座、中国台湾1座生产设施；2022年马来西亚布局东南亚新总部及中国海外首个创新中心，为进入新兴市场做准备。看好未来个护品类规模化销售后生产效率优化，推动毛利率进一步提升。

图131: 公司全国性生产基地布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图132: 公司生活用纸产能



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们认为公司未来成长性有以下 3 点: 1. 个护由电商平台切入, 进而借助全国线下渠道规模化覆盖和海外市场拓张, 实现放量; 品牌建设加强, 份额持续提升。2. 生活用纸在全渠道体系下商销渠道疫情后释放增长空间, 疫情 3 年商销渠道体量对比 2019 年下滑了 11%, 前期商销渠道基本实现双位数增长。后续商用客户如机场、餐饮企业等客流回暖, 有望支撑生活用纸业务较快发展。3. 盈利端: 短期内看好浆价拐点助力公司盈利弹性释放, 长期看好个护业务放量叠加各品牌中高端升级打造高毛利率安全边际, 充分释放规模效应降本增效。

盈利预测

1. 假设前提

(1) **收入:** 预计 2023~2025 年收入分别增长 9.0%/8.7%/8.4%至 212/230/250 亿港元。分品类: 假设纸巾业务维持高个位数增长, 个人护理业务加速双位数发展。分渠道: 假设线下渠道即传统经销商和现代卖场渠道因流量减少维持个位数增长, 因 2022 年是低基数, 预期未来 3 年传统经销商增速分别为 2.0%/1.5%/1.0%, 现代卖场渠道增速分别为 4%/3%/2%, 商销渠道预计伴随疫后商用客户复苏有望实现较好增长, 预期未来 3 年增速分别为 10.0%/9.6%/9.0%, 电商作为主要增长驱动渠道且个护品类目前首先切入电商进行品牌认知培育, 同时公司将加大东南亚市场电商发展, 预计未来 3 年增速分别为 15%/14.5%/14%。

(2) **毛利率:** 预计 2023~2025 年分别为 32.3%/34.2%/34.4%。造纸业务: Arauco MAPA 156 万吨阔叶浆产能项目于去年 12 月末投产, UPI 乌拉圭阔叶浆 210 万吨产能项目试产并预计于今年一季度投产。当前浆价已现回落趋势。预期 2023 年上半年公司原材料仍以高价浆为主, 下半年可传导至成本释放一定盈利弹性, 假设毛利率约 32.3%; 2024~2025 年预计浆价下降, 盈利弹性释放更加充分, 叠加产品组合升级, 毛利率假设分别为 34.2%/34.4%。个人护理业务: 假设成本回落, 叠加女性护理品类产品组合优化, 毛利率趋向正常化恢复至 2021 年水平, 预计 2023~2025 年分别为 34.8%/35.0%/35.2%。

(3) **费用率:** 预计未来三年销售费用率由于个护业务处于市场拓展和品牌阶段, 且费用向高端产品系列倾斜, 预计呈现小幅上升趋势, 2023~2025 年分别为 20.3%/20.7%/20.8%; 管理费用率假设通过降本增效, 未来 3 年分别为 5.0%/4.9%/4.7%。财务费用率假设汇兑损失影响减少, 未来 3 年均假设 0.4%。

(4) **归母净利润:** 预计未来 3 年分别为 12/16/18 亿港元, 分别增长 69%/34%/12%, 净利率分别为 5.6%/6.9%/7.2%。

表14: 盈利预测假设

分类	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	合计	16,511.7	18,675.7	19,417.6	21,169.0	23,017.8	24,960.1
产品	纸巾	13,608.2	15,500.8	16,103.2	17,471.9	18,904.6	20,398.1
	个人护理	2,903.5	3,174.9	3,314.4	3,697.1	4,113.1	4,562.0
渠道	传统经销商	4,458.2	4,668.9	4,660.2	4,753.4	4,824.7	4,873.0
	商用客户	2,146.5	2,054.3	2,135.9	2,349.5	2,575.1	2,806.8
	现代渠道	3,962.8	4,295.4	4,077.7	4,240.8	4,368.0	4,455.4
	电商客户	5,944.2	7,657.1	8,543.7	9,825.3	11,250.0	12,824.9
收入占比	合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
产品	纸巾	82.4%	83.0%	82.9%	82.5%	82.1%	81.7%
	个人护理	17.6%	17.0%	17.1%	17.5%	17.9%	18.3%
渠道	传统经销商	27.0%	25.0%	24.0%	22.5%	21.0%	19.5%
	商用客户	13.0%	11.0%	11.0%	11.1%	11.2%	11.2%
	现代渠道	24.0%	23.0%	21.0%	20.0%	19.0%	17.8%
	电商客户	36.0%	41.0%	44.0%	46.4%	48.9%	51.4%
营收增速	合计	2.7%	13.1%	4.0%	9.0%	8.7%	8.4%
产品	纸巾	2.7%	13.9%	3.9%	8.5%	8.2%	7.9%
	个人护理	3.0%	9.3%	4.4%	11.5%	11.3%	10.9%
渠道	传统经销商	-10.5%	4.7%	-0.2%	2.0%	1.5%	1.0%
	商用客户	-11.0%	-4.3%	4.0%	10.0%	9.6%	9.0%
	现代渠道	-1.4%	8.4%	-5.1%	4.0%	3.0%	2.0%
	电商客户	27.5%	28.8%	11.6%	15.0%	14.5%	14.0%
毛利率	合计	37.7%	35.3%	28.2%	32.3%	34.2%	34.4%
	纸巾	38.3%	35.4%	27.5%	31.8%	34.0%	34.2%
	个人护理	34.7%	35.1%	31.7%	34.8%	35.0%	35.2%
期间费用率	合计	-17.9%	-19.7%	-19.8%	-20.3%	-20.7%	-20.8%
销售费用率	合计	-17.9%	-19.7%	-19.8%	-20.3%	-20.7%	-20.8%
管理费用率	合计	-5.8%	-5.1%	-4.7%	-5.0%	-4.9%	-4.7%
经营利润率	合计	14.9%	10.9%	4.2%	7.2%	8.8%	9.1%
财务费用率	合计	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
除税前溢利率	综合	14.1%	10.4%	3.8%	6.8%	8.5%	8.7%
税率	所得税	-19.4%	-16.0%	-5.5%	-17.7%	-17.7%	-17.7%
归母净利润	合计	1,874.3	1,638.4	706.0	1,192.0	1,600.9	1,787.3
占比	合计	11.4%	8.8%	3.6%	5.6%	7.0%	7.2%
YoY	合计	64.7%	-12.6%	-56.9%	68.8%	34.3%	11.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

2. 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 16/21/24 亿港元; 2) 中性假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 12/16/18 亿港元; 3) 悲观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 10/11/12 亿港元。

表15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万港元)	18,676	19,418	21,519	23,775	26,182
(+/-%)	13.1%	4.0%	10.8%	10.5%	10.1%
净利润(百万港元)	1638	706	1637	2114	2394
(+/-%)	-12.6%	-56.9%	131.9%	29.1%	13.2%
摊薄 EPS	1.36	0.59	1.36	1.76	1.99
中性预测					
营业收入(百万港元)	18,676	19,418	21,169	23,018	24,960
(+/-%)	13.1%	4.0%	9.0%	8.7%	8.4%
净利润(百万港元)	1638	706	1192	1591	1787
(+/-%)	-12.6%	-56.9%	68.8%	33.5%	12.4%
摊薄 EPS(港元)	1.36	0.59	0.99	1.32	1.49
悲观的预测					
营业收入(百万港元)	18,676	19,418	20,819	22,273	23,777
(+/-%)	13.1%	4.0%	7.2%	7.0%	6.8%
净利润(百万港元)	1638	706	1017	1125	1219
(+/-%)	-12.6%	-56.9%	44.1%	10.5%	8.4%
摊薄 EPS	1.36	0.59	0.85	0.93	1.01
总股本(百万股)	1,201	1,203	1,203	1,203	1,203

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

1. 绝对估值: 22.8-27.0 港元

公司电商和商销渠道成长性良好, 同时加大品牌建设和中高端升级, 个护业务具备长期放量空间, 毛利率有望稳步提升。具体财务指标和估值假设见下表所示:

表16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	2.7%	13.1%	4.0%	9.0%	8.7%	8.4%	7.4%	6.4%
营业成本/营业收入	62.3%	64.7%	71.8%	67.7%	65.8%	65.6%	65.5%	65.3%
管理费用/营业收入	5.2%	5.1%	4.9%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
销售费用/销售收入	15.6%	15.9%	18.9%	20.3%	20.7%	20.8%	20.8%	20.8%
营业税及附加/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	19.4%	16.0%	5.5%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
股利分配比率	30.1%	36.7%	68.2%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	17.70%
无风险利率	2.50%	Ka	10.58%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价(元)	19.92	Ke	11.65%
发行在外股数(百万)	1203	E/(D+E)	86.04%
股票市值(E, 百万元)	23969	D/(D+E)	13.96%
债务总额(D, 百万元)	3888	WACC	10.31%
Kd	2.50%	永续增长率(10年后)	17.70%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 22.8-27.0 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.3%	9.8%	10.31%	10.8%	11.3%
永续 增长 率变 化	1.5%	29.79	27.83	26.09	24.54	23.15
	1.0%	28.77	26.96	25.35	23.90	22.60
	0.5%	27.87	26.19	24.69	23.33	22.10
	0.0%	27.07	25.50	24.09	22.81	21.64
	-0.5%	26.35	24.88	23.54	22.33	21.22

资料来源：国信证券经济研究所分析

2、相对估值：18.5-22.5 港元

公司是全国生活用纸龙头，同时加速个人护理业务布局并进军东南亚市场。我们选择与公司业务相近、市值相近的上市公司对比。

比较可比公司的业务模式：恒安国际是生活用纸和个人护理龙头，心相印、七度空间均为头部品牌，2021 年纸巾、卫生巾、纸尿裤分别占比约 47.3%、29.4%、5.9%，此外积极拓展海外市场，其产品已销往 37 个国家或地区，并通过马来皇城集团业务重点布局马来西亚及东南亚市场。中顺洁柔亦是生活用纸龙头，“洁柔”品牌也为纸巾品牌第一梯队，近年启动个护品牌布局，2021 年生活用纸、个人护理分别占 94.6%、0.8%，其境外业务占比约 2.2%。

比较可比公司财务指标：维达国际业务体量与恒安国际接近，近 3 年收入增速略高于恒安国际，中顺洁柔体量较小且属于渠道相对较快发展期增速较高；净利率近 3 年增速维达国际最高，因 2018 年处于低基数范畴，正常情况下和可比公司接近。净利率与 ROE 方面，维达国际与中顺洁柔接近，二者纸巾业务占据主要比例，恒安国际卫生巾品类布局成熟，高营业利润率带动净利率和 ROE 水平整体向好。

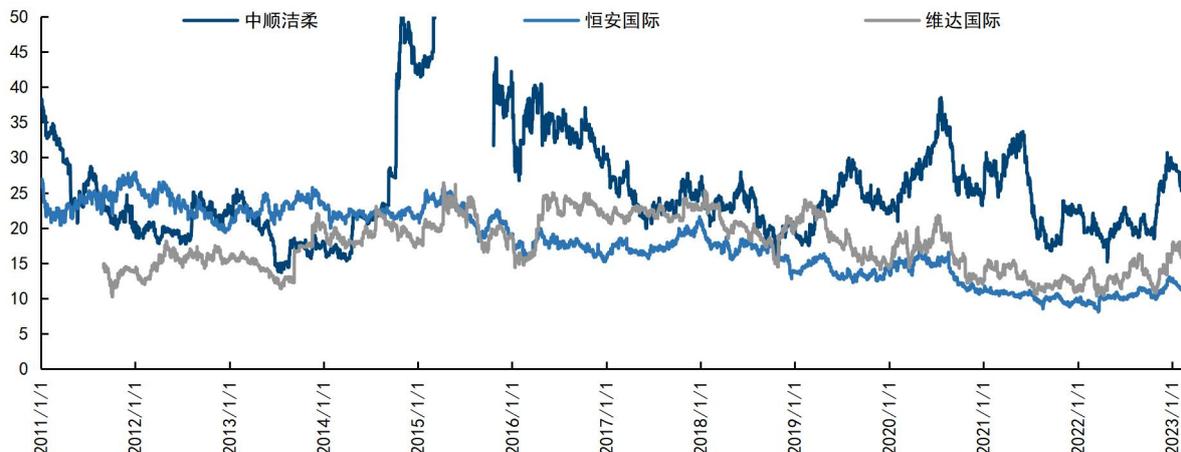
历史估值对比：除财务与基本面差异外，公司与恒安国际为港股上市公司，中顺洁柔于 A 股上市。2011 年至今公司与恒安国际预测 PE 中枢分别为 17.6、17.8，中顺洁柔 PE 中枢为 27；近 5 年公司预测 PE 中枢约 17.2，恒安国际 13.8，中顺洁柔为 24.1。

表19: 可比公司财务指标对比（货币统一使用人民币）

代码	公司	业务介绍	2021 年收入（亿元）	收入 CAGR3	净利润 CAGR3	2021 年毛利率	2021 年净利率	ROE
3331. hk	维达国际	生活用纸、个人护理	152.69	5.4%	33.0%	35.3%	8.8%	13.3%
1044. hk	恒安国际	生活用纸、个人护理	207.90	0.4%	-4.8%	37.4%	15.8%	17.0%
002511. SZ	中顺洁柔	生活用纸、个人护理	91.50	17.2%	12.6%	35.9%	6.4%	11.9%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图133: 2011 年至今公司与可比公司预测 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合考虑维达国际财务指标、预期增速、远期扩张步伐和市场系统性风险，我们认为公司基于其个人护理业务的规模扩张与盈利能力的进一步提升 2024 年 PE 应高于恒安国际，应低于 A 股上市、业务体量较小的中顺洁柔。综上所述，对应维达国际 2024 年 14-17x PE，目标价 18.5-22.5 港元。

表20: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g 2024	PEG 2024	总市值人民币亿元
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E			
3331.HK	维达国际	买入	17.61	1.1	0.6	1.0	1.3	15.8	30.0	17.8	13.3	33.5%	0.40	212.7
1044.HK	恒安国际	增持	30.85	2.8	2.3	2.9	3.4	11.1	13.4	10.6	9.2	15.4%	0.60	359.9
002511	中顺洁柔	买入	11.74	0.5	0.3	0.4	0.5	26.1	41.0	28.5	21.9	30.3%	0.72	156.8
平均值								17.6	28.1	19.0	14.8		0.6	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测和整理 (*2022 年维达国际已披露年报, 中顺洁柔披露业绩快报)

3、投资建议：长看个护业务规模化发展，品牌中高端升级提升盈利安全边际

公司是生活用纸龙头，整合爱生雅品牌与海外渠道赋能公司向个人护理用品与东南亚市场进军。公司造纸业务疫后加大商用与电商渠道扩张巩固头部市场地位，短期成本有望回落释放盈利弹性；个人护理业务尤其是女性护理用品在中国加大品牌建设，充分发挥渠道协同效应，看好品牌市占率提升、优化公司盈利结构的长期逻辑。预计 2023~2025 年净利润分别为 11.9/15.9/17.8 亿港元，同比增长 69%/34%/12%，合理估值为 18.5-22.5 港元（对应 2024 年 14~17x PE），首次覆盖给予“增持”评级。

表21：盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	18,676	19,418	21,169	23,018	24,960
(+/-%)	13.1%	4.0%	9.0%	8.7%	8.4%
净利润(百万港元)	1638	706	1192	1591	1787
(+/-%)	-12.6%	-56.9%	68.8%	33.5%	12.4%
每股收益(港元)	1.36	0.59	0.99	1.32	1.49
EBIT Margin	14.4%	4.4%	7.1%	8.6%	8.9%
净资产收益率(ROE)	12.6%	5.9%	9.6%	12.3%	13.1%
市盈率(PE)	14.6	33.9	20.1	15.1	13.4
EV/EBITDA	13.1	42.5	10.7	9.3	8.8
市净率(PB)	1.84	2.00	1.93	1.85	1.76

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：关注卫生巾市场结构性机遇，看好优质个股成长性

中国女性吸收性卫生用品市场广阔，头部品牌集中度稳步提升。前期本土发展不足、部分外资品牌本土化不稳，女性消费群体的规模性及多样性，下游营销与销售渠道的分散性预计仍为优质品牌提供机遇。(1) 推荐成长性充足的标的**百亚股份**和**稳健医疗**，产品与品牌力持续打磨（自由点大健康定位、奈丝公主的全棉医疗基因）切入市场增长较好的细分赛道，渠道具备较大拓展空间（百亚股份的线上发力与外围市场拓展、稳健医疗的私域运营与线下网点覆盖提升），看好其中长期延续拓张市场份额的逻辑。(2) 看好生活用纸龙头**维达国际**借助既有优势与爱生雅赋能拓展女性护理品类，未来伴随薇尔品牌知名度提升与渠道覆盖度完善，市占率有望提升，盈利端看好短期浆价回落助力盈利改善，长期看好高毛利率品类抵消纸巾业务上游浆价波动的较大影响。(3) 看好本土品牌龙头**恒安国际**，看好其线下份额把控下电商发力破局线上市场，盈利端看好规模效应释放和成本下行的拐点机遇。

表22：相关公司盈利预测及估值

代码	名称	投资评级	昨收盘(元)	EPS				PE				PB
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
003006	百亚股份	买入	17.9	0.5	0.4	0.6	0.7	33.8	41.0	30.1	24.2	6.3
300888	稳健医疗	买入	64.2	2.9	4.1	4.6	5.6	22.1	15.7	14.1	11.4	2.6
1044.HK	恒安国际	增持	30.9	2.8	2.3	2.9	3.4	11.1	13.4	10.6	9.2	1.9
3331.HK	维达国际	增持	17.9	1.1	0.6	1.0	1.3	16.0	30.4	18.0	13.5	2.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对渠道拓展、原材料价格、财务比率的假设。其中涉及的公司产品扩张、渠道变动等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

渠道与市场拓展不及预期的风险：新区域市场因品牌声量低、渠道客户拓展不及预期，客户准入门槛高，市场产出效果不理想。

新产品的研发及市场推广的风险：公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求，导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

行业竞争加剧的风险：头部品牌市场加大品牌投入与促销投放，市场竞争加剧，最终导致份额流失、高投入渠道难以盈利或利润率的风险。

疫情反复导致线下客流恢复不及预期的风险：依赖线下市场度较高的企业或因进店客流下降、产品连带不及预期，导致线下渠道收入下滑。

毛利率下降的风险：线下 KA 客户及线上电商平台促销费用投放加大，成本端原材料价格大幅波动，石油价格、浆价下行上涨导致毛利率压力大。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

股东减持风险。

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032