

赛道长坡厚雪，结构性机会与增量市场并存

——一次性卫生用品设备行业深度报告

报告要点：

● **行业：一次性卫生用品设备百亿市场，国内企业具备较强竞争力**
一次性卫生用品设备是涵盖一次性卫生用品生产线到包装的生产线或设备，定制化程度较高；处于一次性卫生用品行业的上游，与中游制造商紧密绑定。**需求端**，2019年中国一次性卫生用品设备市场规模为91亿元，占比最大为婴儿纸尿裤设备（48亿元），潜力增长最大赛道为成人失禁用品市场。**供给端**，发达国家因市场处于成熟期，设备厂商发展较早，海外以法麦凯尼柯公司（Fameccanica）、意大利GDM公司、日本ZUIKO等全球领先企业为主，产品性能指标领先；国内有恒昌机械、汉威制造、海纳智能、富田精工等领先企业，其中恒昌机械产品生产速度基本达到国际顶尖水平。

● **下游：2023年中国千亿市场，成人失禁用品为成长性最强赛道**
受益于人均可支配收入增加带来的消费升级以及新兴渠道发展红利，我国吸收性卫生用品在2013-2023年十年CAGR为4.1%，2023年市场规模达到1506.48亿元。**拆分来看**，女性卫生用品/婴儿纸尿裤/成人失禁用品市场规模分别从2013年624.2/362.8/18.5亿元增至2023年的1021.1/402.3/83.1亿元，对应CAGR分别为5.04%/1.04%/16.18%。其中婴儿卫生用品受婴儿出生数量影响，市场呈现下滑态势；女性卫生用品受益于产品单价的提升，市场稳步成长；成人卫生用品渗透率持续提升，为最具潜力赛道。

● **增量源：结构性机会以及新兴市场需求仍存**

结构性机会：我国目前成人失禁用品用户主要为中重度失禁者，潜在用户来源于人口老龄化程度的提升以及失能或半失能老年人占比的提升，渗透率的提升则来源于我国长护险的试点逐步推进见成效。我们预计中国成人失禁用品市场将从2023年的83.1亿增至2032年的331.2亿元，对应CAGR为16.6%。**增量市场**：亚洲是一次性卫生用品的主要市场，其中韩国、日本是亚太地区的成人失禁用品市场的重要增长引擎，2023年市场分别同比增长11.1%、8.9%；印度、越南等国的婴儿卫生用品市场潜力巨大，市场规模近三年CAGR分别达7.7%、9.1%；印度、菲律宾则在女性卫生用品赛道增速尤为明显，2023年对应市场规模同比增速分别达9.6%、15.2%。

● **投资建议**

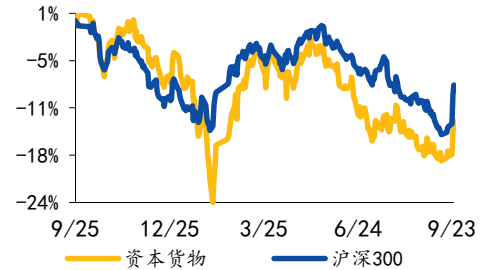
一次性卫生用品设备与下游紧密联系，深度绑定。我们认为后续伴随一次性卫生用品市场的变化有以下几条投资主线：①把握结构性机会，深度绑定中游成人失禁用品制造商的设备厂商后续有望伴随赛道成长而共同成长。②寻找增量市场，东南亚作为新兴市场具备较大潜力但我国更具设备制造能力以及成本方面的优势，因此更早抢占新兴市场的设备商有望跑马圈地获得更大的市场份额。建议关注海纳智能。

风险提示

研发不及预期风险、政策不及预期风险、行业竞争加剧导致盈利下降风险、原材料价格上涨风险

推荐|首次

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-机械设备行业2024年投资策略：拥抱成长赛道，关注科技主线》2023.12.31

报告作者

分析师 龚斯闻
执业证书编号 S0020522110002
电话 021-51097188
邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 冯健然
执业证书编号 S0020524090002
电话 021-51097188
邮箱 fengjianran@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利
执业证书编号 S0020524040002
电话 021-51097188
邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

分析师 许元琨
执业证书编号 S0020523020002
电话 021-51097188
邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

目 录

1.行业：一次性卫生用品设备百亿市场，国内企业具备较强竞争力	4
1.1 产业链概况：位于产业链上游，涵盖一次性卫生用品生产到包装	4
1.2 需求端：百亿级别市场，成人失禁用品设备属于增长较快细分赛道	5
1.3 供给端：市场格局较为分散，国内企业以恒昌机械、海纳智能领先	9
1.4 产品端：海外顶尖厂商生产速度领先，国内恒昌机械达世界顶级水平	13
2.吸收性卫生用品：2023 年全国千亿市场，成人失禁用品为成长性最强赛道	16
2.1 婴儿卫生用品：受婴儿出生数量影响，市场呈现下滑态势	18
2.2 女性卫生用品：单价持续提升，市场稳步成长	20
2.3 成人卫生用品：渗透率持续提升，为最具潜力赛道	22
3.增量源：结构性机会以及新兴市场需求仍存	24
3.1 结构性机会：人口老龄化增加用户数量，政策加速成人失禁市场渗透	24
3.1.1 潜在用户：老年人口增加，失能群体占比上升	24
3.1.2 政策端：长护险试点铺开，市场有望加速渗透	25
3.2 增量市场：东亚以及东南亚国家仍然具备新的增长点	28
4.投资建议	31
5.风险提示	31

图表目录

图 1：一次性卫生用品设备分类	4
图 2：一次性吸收卫生用品产业链图谱	5
图 3：中国一次性卫生用品设备市场规模变动情况	6
图 4：海纳智能近年一次性卫生用品设备平均售价	7
图 5：恒昌机械成人纸尿裤设备生产速度最高可达 500PPM	7
图 6：海纳智能 UNK600—全伺服婴儿 U 型环腰纸尿裤生产线图示	8
图 7：中国老龄化程度整体呈现上升趋势（万人，%）	8
图 8：中国成人失禁用品市场规模稳步扩大	8
图 9：一次性卫生用品品类	16
图 10：中国一次性卫生用品市场规模（亿元）	17
图 11：中国吸收性卫生用品市场规模及增速（单位：亿元）	17
图 12：全球婴儿卫生用品市场规模及增速（亿美元，%）	18
图 13：中国婴儿卫生用品市场规模及增速（亿元，%）	18
图 14：中国婴儿卫生用品市场公司份额变化	18
图 15：中国婴儿卫生用品市场品牌份额变化	19
图 16：中国婴儿卫生用品渠道结构	19
图 17：全球女性卫生用品市场规模及增速（亿美元，%）	20
图 18：中国女性卫生用品市场规模及增速（亿元，%）	20
图 19：中国女性卫生用品市场公司份额变化	20
图 20：中国女性卫生用品市场品牌份额变化	21

图 21: 中国女性卫生用品渠道结构.....	21
图 22: 全球成人失禁用品市场规模及增速 (亿美元, %)	22
图 23: 中国成人失禁用品市场规模及增速 (亿元, %)	22
图 24: 中国成人失禁用品市场公司份额变化	22
图 25: 中国成人失禁用品市场品牌份额变化	23
图 26: 中国成人失禁用品渠道结构.....	23
图 27: 中国 65 岁以上人口占比增加.....	25
图 28: 我国失能/半失能老人占老人比例增加	25
图 29: 2019 年中国成人失禁用品渗透率仅 5%	26
图 30: 2023 年各国成人失禁用品市场规模对比	26
图 31: ZUIKO 主营业务营收变化 (亿日元)	28
图 32: 印度吸收性卫生用品市场规模及增速 (亿卢比)	29
图 33: 韩国吸收性卫生用品市场规模及增速 (十亿韩元)	29
图 34: 越南吸收性卫生用品市场规模及增速(十亿越南盾).....	29
图 35: 日本吸收性卫生用品市场规模及增速 (十亿日元)	29
图 36: 菲律宾吸收性卫生用品市场规模及增速 (单位: 亿菲律宾比索)	30
图 37: 海纳智能各地区营收占比.....	30
图 38: ZUIKO 各地区营收占比	31
表 1: 国内主要一次性卫生用品制造商及简介	9
表 2: 国外主要一次性卫生用品制造商及简介.....	11
表 3: 2019 年中国领先一次性卫生用品生产厂商	13
表 4: 国内外环抱式婴儿纸尿裤设备主要性能指标对比	14
表 5: 国内外成人纸尿裤设备主要性能指标对比	14
表 6: 国内外女性卫生巾设备主要性能指标对比	15
表 7: 成人失禁用品种类及产品情况	24
表 8: 我国长期护理保险试点城市范围逐步扩大	26
表 9: 中国成人失禁用品市场规模测算相关假设	27
表 10: 中国成人失禁用品市场规模测算.....	27

1.行业：一次性卫生用品设备百亿市场，国内企业具备较强竞争力

1.1 产业链概况：位于产业链上游，涵盖一次性卫生用品生产到包装

一次性卫生用品设备是涵盖一次性卫生用品生产线到包装的生产线或者设备。一次性卫生用品设备指用于生产及包装不同一次性卫生用品（包括婴儿纸尿裤、女性卫生用品及成人失禁用品）的生产线及设备。一次性卫生用品设备针对若干主要生产流程而专门设计及操作，例如(i)生产浆料混合高吸水性聚合物形成的吸收芯；(ii)将吸收芯与表层、吸湿层及吸收芯与底层结合，以及(iii)将制成品切割成特定大小并加以包装。

具备高定制化程度，只能生产指定品类等属性。由于一次性卫生用品一般在产品设计、规格、大小及用料等方面各有不同，一次性卫生用品机器往往根据产品种类订制。因此，一次性卫生用品机器只能生产指定产品种类，而不能生产其他种类之产品。一次性卫生用品机器可根据产品种类（例如婴儿纸尿裤、女性卫生用品及成人失禁用品）以及不同之技术、规格及机械性能要求而分类。具体而言，卫生巾机器平均生产速度可达 800 件/分钟，婴儿黏贴型纸尿裤及拉拉裤机器平均生产速度可达 500 件/分钟，而成人黏贴型纸尿裤及拉拉裤机器平均生产速度可达 250 件/分钟。

图 1：一次性卫生用品设备分类

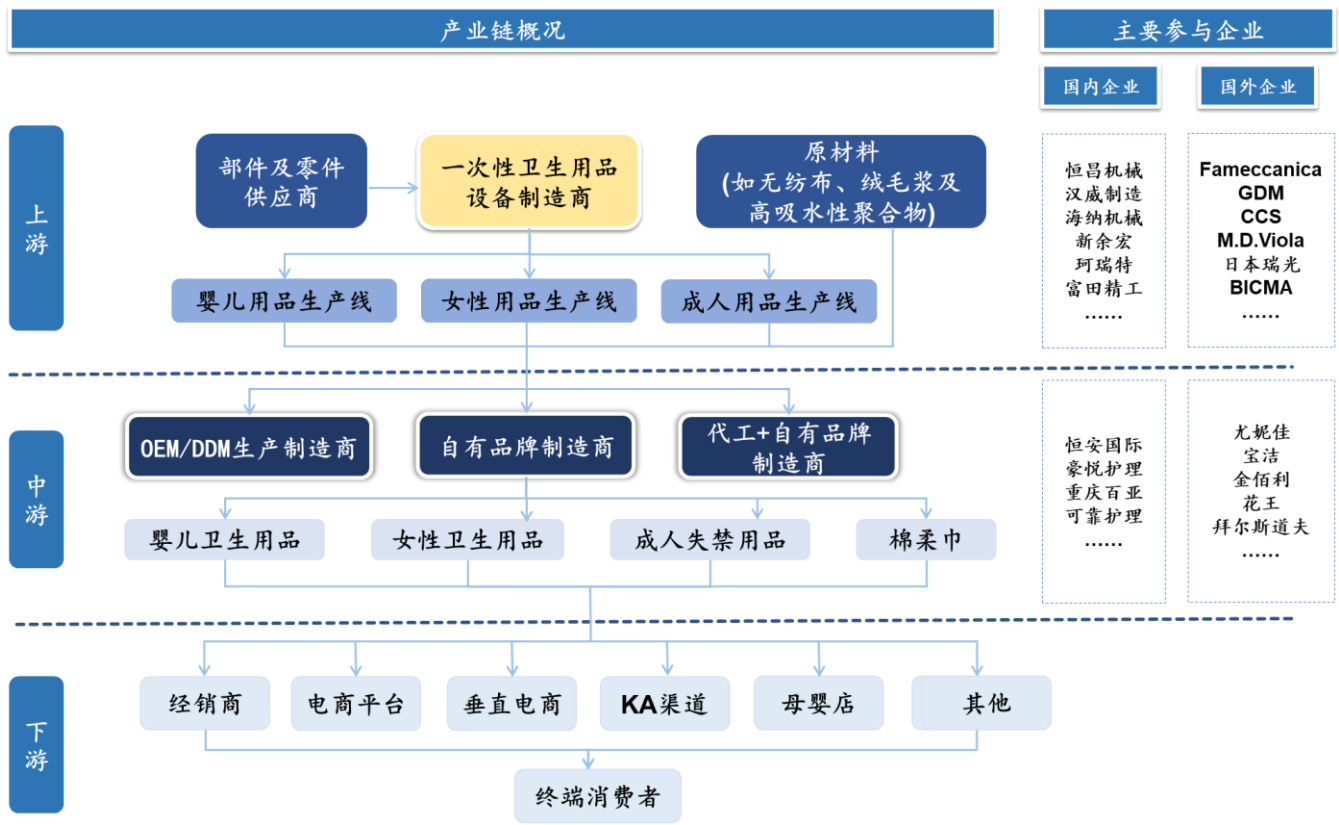


资料来源：海纳智能招股说明书，国元证券研究所

一次性卫生用品设备位于产业链上游，地理位置集中在福建、广东。整个一次性卫生用品行业涵盖上游供应商（如机器制造商及无纺布、绒毛浆及高吸水性聚合物之物料供应商）、中游一次性卫生用品制造商以及一次性卫生用品销售及分销一次性卫生用品的下游参与者（如批发商、分销商及零售商）。一次性卫生用品设备制造商处于产业链的上游，为中游卫生用品制造商提供订制机器、备件及包装材料以满足其生产需要，进而通过直销、经销等模式进行出售。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会，福建省及广东省为中国一次性卫生用品的制造中心，2018 年有超过 700 家一次性卫

生用品制造商位于上述省份。因此，中国一次性卫生用品机器制造商在地理分布上高度集中于上述省份。

图 2：一次性吸收卫生用品产业链图谱

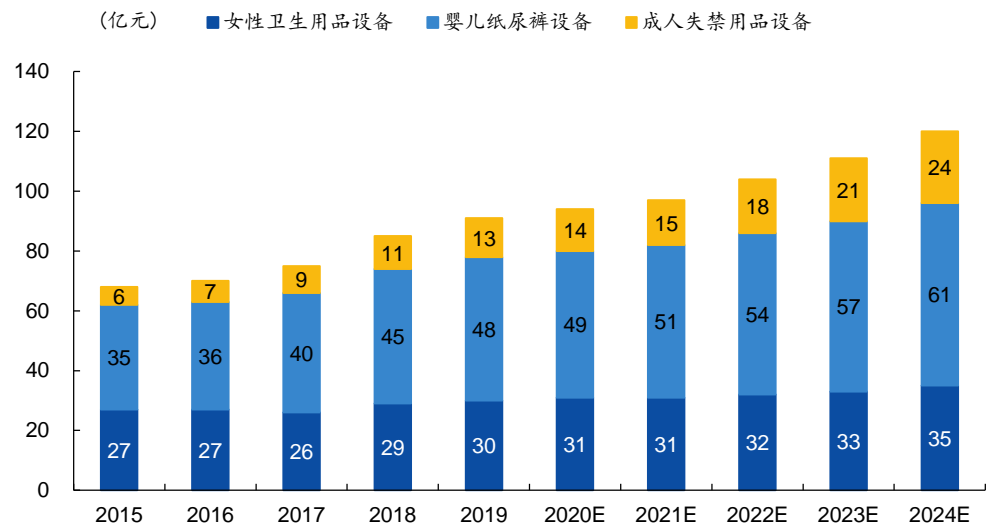


资料来源：海纳智能招股说明书，豪悦护理招股说明书，国元证券研究所

1.2 需求端：百亿级别市场，成人失禁用品设备属于增长较快细分赛道

2019 年中国一次性卫生用品设备市场规模为 91 亿元，占比最大为婴儿纸尿裤设备（48 亿元），潜力增长最大赛道为成人失禁用品市场。中国一次性卫生用品设备市场受益于中国市场以及海外新兴市场一次性卫生用品接受程度增加，从 2015 年的 68 亿元增至 2019 年的 91 亿元，CAGR 达 7.6%。分品类来看，女性卫生用品设备/婴儿纸尿裤设备/成人失禁用品设备分别从 2015 年的 27/35/6 亿元增至 2019 年的 30/48/13 亿元，CAGR 分别达 3.0%/8.2%/21.1%。此外，根据弗若斯特沙利文，其假设在 COVID-19 在 2020 年下半年得到有效控制的情况下，设备定期升级更换的情况下，中国以及海外市场（包括东南亚、印度、巴基斯坦及南非）对一次性卫生用品设备需求将恢复，预测女性卫生用品设备/婴儿纸尿裤设备/成人失禁用品设备市场规模将分别以 2.9%/5.9%/15.1% 的 CAGR 增至 2024 年的 35/61/24 亿元，长期来看成人失禁用品设备仍然具备较快增长空间。

图 3：中国一次性卫生用品设备市场规模变动情况



资料来源：海纳智能招股说明书，弗若斯特沙利文，国元证券研究所

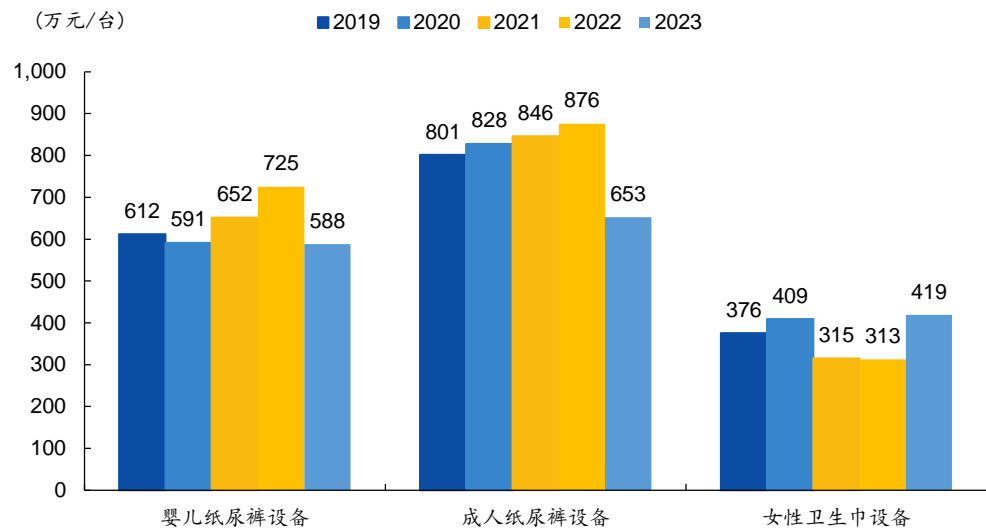
注：有关数据基于中国制造之一次性卫生用品机器（不包括零件及部件）之国内销售以及进出口销售产生之销售价值所得。

2020 年至 2024 年期间之预测数据乃基于 COVID-19 疫情将于 2020 年下半年有效受控之假设编撰。

国内一次性卫生用品设备价格一般在 300-2000 万元之间，整体来看成人纸尿裤设备价格高于婴儿纸尿裤设备高于女性卫生巾设备。根据弗若斯特沙利文，中国国内设备商出售的一次性卫生用品设备价格在 300-2000 万元之间（大部分在 300-800 万元之间）。一次性卫生用品设备售价跟设备的生产速度以及生产品类和自动化程度高度相关，如生产速度更高的婴儿纸尿裤设备会以更高的价格出售，另外一般生产成人失禁用品设备会因为对设备要求更加先进从而价格高于女性卫生用品设备。

规格相似情况下，出口较内销售设备价格高 10%-20%。在规格相似情况下，中国一次性卫生用品设备出口对应设备较国内售价会高大约 10%-20%，一方面是海外客户可能在产品设计、生产速度及其他方面有特定技术要求及规格，如 U 型婴儿纸尿裤或裤型婴儿纸尿裤片在东南亚及印度越来越受消费者欢迎，而这类一次性卫生用品机器一般具有更多特色及功能（如溶化、包装），其生产速度较其他类型高。另一方面是，出口设备运输成本更高导致最终售价更高。

图 4：海纳智能近年一次性卫生用品设备平均售价



资料来源：公司公告，国元证券研究所

整体来看，一次性卫生用品设备整体呈现以下几个特征：

下游卫生产品更新升级，对应中游设备制造商升级生产线，一般替换/升级周期在 3-5 年。由于市场竞争激烈，下游一次性卫生用品制造商会定期检查其产品线，并开发伸展性、透气性及吸收性更强的新产品；如婴儿纸尿裤开发更高透气度及附有湿度显示及除臭等其他功能的产品、女性卫生用品应用聚乳酸及竹炭纤维等材料以及推出月经裤等高端女性产品，对应一次性卫生用品机器制造商相应升级其生产线，以应付下游客户之要求。根据弗若斯特沙利文，中国一次性卫生用品生产商倾向每 3 至 5 年替换或升级其机械，取决于当前设备状况及新卫生用品需求。

图 5：恒昌机械成人纸尿裤设备生产速度最高可达 500PPM

CNK-300/400/500PPM 成人纸尿裤设备

主要参数：全伺服控制
生产速度：300/400/500片/分钟
产品规格：S-M-L-XL



资料来源：恒昌机械公司官网，国元证券研究所

为应对急速转变的市场状况以及客户的多元化需求，一次性卫生用品设备与下游在研发、供应方面结合密切。对于下游的生产企业，设备公司从产品结构、原辅材料应用设计到设备功能设计等各方面辅助客户提供相应的解决方案。同时，根据不同的新型原辅材料性能，提出应用新材料的产品结构设计方案，进而研发新型设备工艺。

另外与其他配套设备公司合作，将各项功能与系统集成化，满足产品客户的需求，为最终消费者提供最优秀的客户体验。如国产 U 型全伺服婴儿拉拉裤机器已成功研发，用作生产中国市场的 U 型拉拉裤。根据弗若斯特沙利文，中国一次性卫生用品设备的客户及供应商重叠属普遍情况，原因是若干客户在产品开发及制造机械时可能提供自己的一次性卫生用品机器零件及部件，互相为供应商。

图 6：海纳智能 UNK600—全伺服婴儿 U 型环腰纸尿裤生产线图示

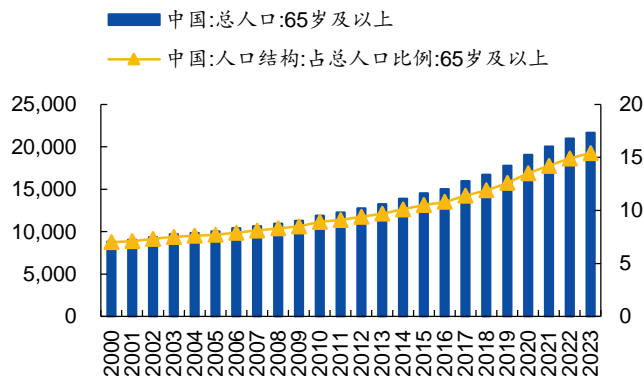


资料来源：海纳智能官网，国元证券研究所

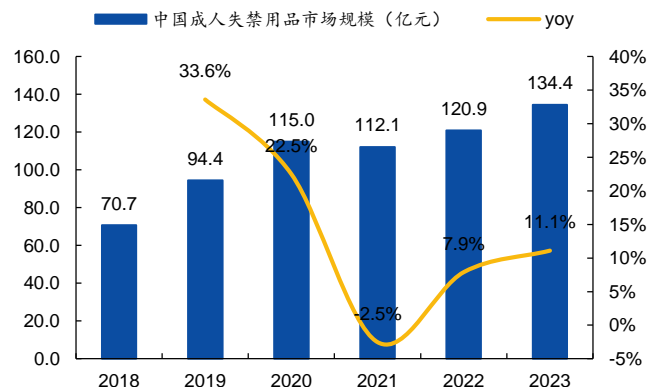
人口老龄化程度加深是趋势，成人失禁用品机器需求日益增长。随着全球市场及中国人口日渐老化及安老产品用量日益增加，成人失禁用品（例如成人黏贴型纸尿裤及拉拉裤）的市场需求预期会有所增加。据国家统计局发布，2023 年出生人口 902 万人，出生率为 6.39%；从年龄构成看，60 岁及以上人口 29,697 万人，占全国人口的 21.1%，比 2022 年年末上升 1.3 个百分点，这意味着我国已进入中度老龄化阶段。其中 65 岁及以上人口 21,676 万人，占全国人口的 15.4%。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会，2023 年成人失禁用品市场规模 134.4 亿元，较 2022 年增长 11.1%，超过行业平均增长。

图 7：中国老龄化程度整体呈现上升趋势（万人，%）

图 8：中国成人失禁用品市场规模稳步扩大



资料来源：国家统计局，国元证券研究所



资料来源：生活用纸专业委员会，国元证券研究所

1.3 供给端：市场格局较为分散，国内企业以恒昌机械、海纳智能领先

日本、意大利等发达国家市场诞生老牌设备企业，国产设备厂商后发但持续替代。国外主要生产企业包括意大利法麦凯尼柯公司（Fameccanica）、意大利 GDM 公司、意大利 CCS 公司、意大利 M.D. Viola 公司、日本瑞光（Zuiko）、德国 Bicma 公司、意大利 Andritz Diotec 公司、美国 Curt G. Joa 公司。随着国内企业技术实力的提升、生产效率不断提高，越来越多的国产设备开始替代进口设备，助力企业降本增效。中国的卫生用品设备制造企业主要有安庆市恒昌机械制造有限公司、泉州市汉威机械制造有限公司、晋江海纳机械有限公司、江苏金卫机械设备有限公司、黄山富田精工制造有限公司等主要企业，成立时间主要在 2000 年前后。

表 1：国内主要一次性卫生用品制造商及简介

公司名称	所属地区	成立时间	公司简介
恒昌机械	安徽省安庆市	1988 年	<p>安庆市恒昌机械（HCH）制造有限公司成立于 1988 年，是国内领先、世界知名的一次性卫生用品生产设备专业制造商，恒昌具备年产 30 余台设备的生产能力，是国内一次性卫生用品生产商的优选设备供应商。</p> <p>近几年，恒昌积极实施国际化发展战略，取得显著成效，其产品年出口率达 70% 以上，产品长期为著名跨国公司和国内知名公司所采用，远销欧洲、美洲、东南亚、中东、西亚、非洲等地区，出口量呈逐年递增趋势。公司于 2015 年 6 月开始投产启用的 10000 平方米的新加工中心，拥有各类先进 CNC 数控精密加工设备、卧式、龙门加工中心 70 余台套，凭借强大的生产制造能力恒昌已成为国内一次性卫生用品设备生产商中的佼佼者。</p>
汉威制造	福建省泉州市	1996 年	<p>泉州市汉威机械制造有限公司成立于 1996，从事一次性卫生用品生产设备的研发、生产、销售和服务，是设备供应商之一。</p> <p>汉威公司以技术研发为核心，从 2010 年开始与多家跨国公司进行联合研发设计，并大力吸取国内外做设计人才，经过近不断的努力，现已拥有一支强大的设计开发团队，保证设备的高品质化、高稳定性、高创利率及先进性。经过多年的努力与创新，公司从 2012 年开始，发展战略规划从保持原有设计设备标准，逐步向中端设备领域，从 2014 年已成功进入中端领域设备制造商，并得到国内大部分企业所认可。</p>
海纳智能	福建省晋江市	2011 年	<p>晋江海纳机械有限公司成立于 2011 年，是一家以专业研制和销售一次性卫生用品机械为主营业务的高新科技型上市企业。公司拥有 385 位专业员工，有晋江和杭州两个生产基地，总建筑面积 36000 平方米海纳机械是福建首家研发环裤生产线机械设备的公司，全伺服婴儿拉拉裤生产线和全伺服成人拉拉裤兼经期裤市场占有率遥遥领先。</p> <p>公司 2020 年在香港联交所主板上市（海纳智能，股票代码：HK1645），2023 年营收约 3.55 亿元人民币</p>
金卫机械	江苏省淮安市	1996 年	<p>江苏金卫机械设备有限公司自主研发和生产的婴儿护理、成人护理、女性护理、宠物护理及医疗护理等一次性卫生护理用品智能装备均根据客户的要求量身定制，提供个性化服务。凭借独具“金卫”特色的 CSSA-LP 全周期闭环质量管理模式，JWC 设备远销欧洲、美洲、亚洲等全球 120 个国家和地区。公司被授予国家高新技术企业，国家级专精特新小巨人企业、国家工信部新冠肺炎疫情防控重点企业、国家驰名商标企业、江苏省服务型制造示范企业、江苏省绿色工厂、江苏省工业旅游示范区等国家及省部级荣誉称号，承担国家科技部重点研发计划、科技部中小企业创新基金项目等国家、省市科技计划 10 余项，拥有各项国家专利、软件著作权等知识产权 300 余项</p>
新余宏	浙江省杭州市	2003 年	<p>浙江新余宏智能装备有限公司，前身为军工企业，现隶属于科大智能集团（股票代码 300222）拥有近 30 年设计和制造一次性卫生用品（卫生巾、床垫、成人、婴儿纸尿裤）生产线的经验，已经给客户提供了上千条卫品生产线，产品远销国内外，在中国、东南亚、中东、欧洲具有很高的知名度。公司已通过 ISO9001 国际质量管理体系认证。</p>

公司名称	所属地区	成立时间	公司简介
珂瑞特	浙江省杭州市	2001年	杭州珂瑞特新机械制造有限公司，前身为杭州珂瑞特机械制造有限公司，始创于2001年，现为杭州永创智能设备股份有限公司（股票代码 603901）的全资子公司。自成立以来公司专注于一次性卫生用品设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务。
智联精工	上海市	2006年	上海智联精工机械有限公司自2006年成立以来，已发展成为一家具有高度研发创新能力和全面产业升级优势的高成长性企业，集研发、生产、销售和服务为一体，联合上海市高等院校建立“产学研”平台，背靠强大的信息、人才、技术和物流优势，聚焦创新化、专业化和精益化经营，专注培育和巩固床垫、乳垫、宠物垫、成人尿裤等生产线制造业务，完全掌握自主知识产权。 公司聚焦智能制造方向，加快产业升级速度，公司研发和生产的生产速度为1200片/分钟的全伺服防溢乳垫生产线，完全实现物联网技术应用，生产速度为300米/分钟的全伺服床垫宠物垫生产线，以及研发生产的生产速度为300片/分钟的全伺服成人尿裤生产线。
三木机械	江苏省金湖县	2007年	金湖三木机械制造实业有限公司是具有国内行业领先并达到国际先进水平的专业设计、研发、制造、销售一次性卫生用品生产线的国家高新技术企业。 公司成立于2007年8月，注册资金5000万，位于江苏省金湖县省级经济技术开发区，占地80亩，投资一亿元。拥有标准厂房18000余平方米，办公楼7000余平方米，配备了先进的各种加工设备五十余台套及多家长期合作的外协厂家。公司汇聚了一大批国内一流的研发、设计、自动化、制造、检验、调试等专业的技术人才。
顺昌机械	福建省晋江市	2007年	晋江顺昌机械制造有限公司（以下简称“顺昌”）是一家集研发、设计、生产、销售和服务为一体的一次性卫生用品设备专业制造商。 顺昌汇集一批从业多年的机械工程师、电气工程师，技术工人达百余号人；精湛的技术团队，能够根据市场的需求和客户的样品进行一对一的设计，研发及制造，可靠的质量在业界享有极好的声誉。顺昌拥有健全的销售及售后服务体系，为客户提供便捷、周到的服务；产品远销欧洲、南美洲、东南亚、中东、西亚、非洲等地区。
富田精工	安徽省黄山市	2010年	黄山富田精工制造有限公司成立于2010年底，位于黄山市经济开发区，是一家专业从事一次性卫生用品自动化生产线的研发、设计、制造及销售为一体的高端智能化设备制造企业。公司引进行业内资深团队作为公司的技术骨干，对国外先进技术进行吸收、消化、创新，将自动化与信息化技术完美融合。目前公司不但拥有独立的机械设备研发中心，还成立了产品研发中心，富田不仅能够提供给客户最好的设备和服务，还能为客户提供最好的产品方案。

资料来源：公司官网，公众号，国元证券研究所

表 2：国外主要一次性卫生用品制造商及简介

公司名称	所属地区	成立时间	公司简介
Fameccanica	意大利	1975 年	<p>Fameccanica 是一家成立于 1975 年的专注于工厂自动化的国际集团，是一次性卫生用品领域的领导者，在意大利、中国和北美拥有约 700 名员工和三个运营办事处，收入超过 2 亿欧元。以前是 Angelini Industries 和 Procter & Gamble 的合资企业，2022 年由 Angelini Industries 100% 控股。</p> <p>Fameccanica 在全球范围内交付了 1200 多条机械产品线和 600 多项有效专利，为快速消费品的工业生产、可持续包装、处理和自动化识别物流以及致力于流程优化的数字服务的工业生产设计和开发技术、机器人技术和服务，持续关注可持续性和不断创新。</p>
GDM	意大利	1986 年	<p>GDM 是一家意大利公司，成立于 1986 年，一直致力于成功研究、设计和制造一次性卫生产品机械，在一次性卫生保健行业工业市场解决方案领域处于全球领先地位。为客户提供售前建议、机械供应和定制的客户服务，从产品开发到机械供应，再到客户服务，我们提供最先进的成套解决方案，并为制造商提供单一来源供应商的优势，将技术知识与数字化、人工智能和全球业务等最新创新技术相结合。在全球约有 330 名员工，100 多家活跃客户，已安装超过 550 台机器，2017 年集团营业额为 15.86 亿欧元。</p>
日本瑞光 (ZUIKO)	日本	1946 年	<p>成立于 1946 年，以制造女性卫生巾生产设备为起点，随后开始了制造和销售纸尿裤生产设备，在日本，ZUIKO 占有 90% 压倒性的市场份额。另外，ZUIKO 是一家全球制造商，始终如一地开发、设计和制造卫生用品制造机器，主要是一次性尿布。利用公司在满足客户需求的定制制造中积累的知识和成果，公司还为在日本和海外下新订单的客户提供咨询服务和售后维护服务。作为世界三大卫生用品制造机械制造商之一，瑞光将继续发展成为一家更加全球化的公司。</p> <p>已上市，上市代码 6279.T，最新一期会计年度实现收入 217.4 亿日元（约 10.33 亿元），净利润 13.79 亿日元（约 0.66 亿元）。</p>
CCS	意大利	2008 年	<p>Cellulose Converting Solutions 为一家成立于 2008 年的意大利公司，由一家主要投资者和两组技术人员和设计师合并而成，在生产婴儿纸尿裤、失禁产品、女士卫生巾、尿垫以及婴儿和成人拉拉裤的机器方面拥有 30 年的经验。</p> <p>公司占地超过 12.000 平方米，拥有 8.300 平方米的室内设施，其中 750 平方米分配给机械和电气设计部门，250 平方米分配给车间。仅这些数字就表明了 CCS 内部对创造性和创新流程的重视。工程部门常驻 40 多名技术娴熟的工程师，得到该领域最先进的技术支持，可以根据要求及时创建定制设备，以满足每个合作伙伴的特定需求。此外，该工厂还拥有一个 2500 平方米的仓库，专门用于存储备件。CCS 目前拥有 100 多名员工，每位员工都拥有多年来积累的重要专业经验。这反过来又保证了所有客户的高专业标准以及卓越的质量和可靠的商业报价。</p>
M. D. Viola	意大利	1968 年	<p>MD Viola Macchine 成立于 1968 年，公司起初与意大利军事部门合作，1975 年作为卫生行业的承包商开始生产产品，是一家专门生产用于生产卫生用品的技术先进的机械的公司。尽管如此，该公司的理念始终是保持一家小型家族企业，这使其能够与客户直接对话，以便始终能够根据要求提供 100% 量身定制的解决方案。该公司有一个大型机械车间，能够生产机器上使用的几乎所有组件。该公司还能够生产胶槽、热胶涂抹器、S. A. P 分配器以及下一代机器所需的几乎所有附件组件。此外，在紧急备件的情况下，能随时准备响应客户的需求，能够在很短的时间内生产出必要的零件。</p>
BICMA	德国	1995 年	<p>BICMA 成立于 1995 年，现已成为卫生行业中国际认可的机械工程公司。该公司开发和制造机器，用于生产女性卫生用品、婴儿和成人尿布、失禁垫、宠物和床垫以及食物吸盘和口罩。BICMA 于 2018 年被 Winkler + D ü nnebieber GmbH (W + D) 收购。两家公司均隶属于美国 Barry-Wehmiller 集团，后者是全球领先的生产技术和解决方案供应商之一。</p>

公司名称	所属地区	成立时间	公司简介
Diatec	意大利	1992 年	<p>Diatec 成立于 1992 年，并很快通过为卫生用品市场提供最先进的解决方案，在卫生用品领域开辟了一条新路。1995 年，第一条完整的生产线由公司自行设计、建造、测试和安装。</p> <p>到 2007 年，Diatec 已完成 190 多条生产线，超过 205 套 Diatec 改装套件遍布全球。公司持续发展壮大，设备产品也变得越来越复杂：婴儿尿布、拉拉裤、卫生巾、护垫、成人轻度失禁和失禁产品、食品垫、卷轴卷绕设备、层压板、一次性手套和医疗产品。</p> <p>如今，成立 25 年后，Diatec 仍然走在创新的前沿，是吸收性卫生领域的全球合作伙伴之一。2018 年，Diatec 成为总部位于奥地利格拉茨的全球 ANDRITZ 集团无纺布部门的一部分。</p>
Joa	美国	1932 年	<p>成立于大萧条时期，1932 年创始人 Curt G. Joa 申请了第一项专利，将自动化引入一次性卫生用品制造领域。创始人的开创性发明导致了第一台女性卫生巾机的诞生，并为行业卓越设定了标准。此后几十年，公司不断创新，这种创新精神推动公司不断发展，近 90 年来始终保持创新传统，持续改进生产流程以满足全球不断变化的市场需求。</p> <p>公司的产品主要涉及卫生用品生产设备，包括婴儿尿布、失禁产品、女士卫生巾等一次性卫生用品生产设备。</p>

资料来源：各公司官网，公司公众号，博卫资讯，东纺快讯，国元证券研究所

竞争格局：2019 年中国一次性卫生用品设备市场 CR5 约 19.4%，其中国内企业占比约 11.9%，份额占比超过国外企业。中国一次性卫生用品机器市场相对分散，2019 年机器制造商数目约 70 家。按销售一次性卫生用品机器的所得收益计算，五大一次性卫生用品机器制造商包括外资企业及国内企业，于 2019 年合共占有市场份额约 19.4%，其中国外/国内企业市场份额（四舍五入后口径）分别为 7.7%/11.9%。

表 3：2019 年中国领先一次性卫生用品生产厂商

排名	市场参与者	成立年份	总部	背景	营收 (人民币亿元)	市场份额 (%)
1	瑞光 (ZUIKO)	1963	日本	公司是一次性卫生用品机器之主要制造商，专注于生产一次性卫生巾机器及纸尿裤机器。也具备开发复杂零部件的内部加工能力，及提供自动化高精度设备及自动化包装机器。	5.1	5.60%
2	恒昌机械	1988	中国	公司总部设于中国安徽省之领先制造商。提供婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生用品及包装机器，具备该等机器所用精确部件之内部加工能力。	4.2	4.70%
3	海纳智能	2011	中国	本集团为一次性卫生用品机器之领先制造商之一，着力专注于中国市场婴儿拉拉裤机器，并向海外市场销售机器。	3.6	4.00%
4	汉威制造	1989	中国	公司是一间国内制造商，主要在中国从事开发及销售一次性卫生用品机器。	2.9	3.20%
5	Fameccanica	1975	意大利	公司是全球领先的一次性卫生用品机器制造商，其主要产品线包括女性卫生、婴儿护理、成人失禁、自动化高精度设备及自动化包装机器，具备复杂零件及部件之内部加工能力。公司主要向海外市场销售机械。	1.9	2.10%

资料来源：海纳智能招股说明书，国元证券研究所

注：该表除了海纳智能以外的市场参与者企业为根据成立年份、总部、背景等信息推测；

注：瑞光株式会社成立于 1963 年，与 1946 年成立的瑞光企业存在口径区分，是属于其公司官网同时存在的两个口径；泉州市汉威机械制造有限公司在官网上的披露成立时间为 1996 年，但其同样 2019 年 1 月 25 日在官网《泉州市汉威机械制造有限公司预祝各位新春快乐！猪年大吉！》的发文表明泉州市汉威机械制造有限公司成立于 1989 年。因此推测排名第四企业为汉威制造。

1.4 产品端：海外顶尖厂商生产速度领先，国内恒昌机械达世界顶级水平

婴儿纸尿裤设备：海外 M.D.Viola、Curt G. Joa、Diatec、ZUIKO 具备 1000ppm 高性能产品，国内恒昌机械生产速度达顶尖水平，顺昌机械设备稳定性表现优异。衡量一次性卫生用品的主要性能指标有生产速度和良品率。婴儿纸尿裤设备厂商中，平均生产速度方面，国外领先厂商生产速度在 600-1000 片/分钟之间，其中 M.D.Viola、Curt G. Joa、ZUIKO 等企业均具备 1000ppm 高性能设备；国内领先厂商生产速度在 450-1000 片/分钟之间，其中恒昌机械设备生产速度可达 1000ppm。良品率层面来看，大多产品良品率均能达到 97% 以上，其中顺昌机械的环腰纸尿裤生产线可达到 98% 及以上，比 Diatec 良品率为 97%-99% 的生产线更为稳定。

表 4：国内外环抱式婴儿纸尿裤设备主要性能指标对比

公司	生产速度	良品率	规格
GDM	600ppm/800ppm	≥97%	婴儿裤 (baby pants) :BP6-CD 红/BP8-CD 红
M. D. Viola	600ppm/800ppm/1000ppm	≥97%	训练裤 (training pant) :PB600/PB800/PB1000
日本瑞光 (ZUIKO)	标准 700ppm/高性能 1000ppm 标准 700ppm/高性能 1000ppm	-	拉拉裤: 标准 37mx10mx4m/高性能 43mx11mx6m 纸尿裤: 标准 33mx10mx4m/高性能 40mx11mx5m
Diatec	600ppm/800ppm	97%-99%	婴儿裤 (baby pant) : aXcess, eXcelle and eXcelle pro
Curt G. Joa	1000ppm	-	婴儿裤 (baby Pant) :J71-BP
CCS	800ppm	-	婴儿纸尿裤生产线 (Baby Pants Diaper Line)
恒昌机械	600/800/1000ppm	-	FNK-600/800/1000PPM 环抱式弹力腰围婴儿纸尿裤设备
汉威制造	500-800ppm	-	环抱式弹性腰围高端婴儿纸尿裤设备 800PPM
海纳机械	450-500ppm	≥97%	UNK600-全伺服控制婴儿 U 型环腰尿裤生产线
新余宏	500/600/700ppm	≥97%	CSG-BD700T 全伺服控制婴儿尿裤生产线
三木机械	500-600ppm	-	全伺服控制环抱式腰围婴儿纸尿裤生产线
顺昌机械	450-500ppm	≥98%	环腰纸尿裤生产线

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

成人尿裤设备：海外 GDM、Curt G. Joa、ZUIKO 等厂商具备 500ppm 高性能产品，国内恒昌机械生产速度也可达 500ppm。在成人纸尿裤设备方面，平均生产速度来看，国外领先厂商生产速度在 200-500 片/分钟之间，其中 GDM、Curt G. Joa、ZUIKO 等企业均具备 500ppm 设备生产能力；国内领先厂商生产速度在 150-500 片/分钟之间，其中恒昌机械设备最高生产速度可达 500ppm。良品率层面来看，大多产品良品率均能达到 97% 以上，其中顺昌机械的成人纸尿裤生产线可达到 98% 及以上。

表 5：国内外成人纸尿裤设备主要性能指标对比

公司	生产速度	良品率	规格
GDM	500ppm	≥97%	A5-MR 红/A5-MR 灰
日本瑞光	标准 350ppm/高性能 500ppm	-	纸尿裤: 标准 45mx10mx4m/高性能 45mx10mx4m
Diatec	220ppm/300ppm	97%-99%	成人裤 (adultpant) : aXcess/eXcelle
Curt G. Joa	500ppm/350ppm	-	成人裤 (AdultPant) :J8T-AP/J71-AP
CCS	350ppm 200-300ppm	-	成人三角纸尿裤 (Adult Brief DiaperLine) 成人穿套式纸尿裤生产线 (AdultPullOnDiaperLine)
M. D. Viola	200ppm/300ppm/400ppm	≥97%	成人裤:PA200/PA300/PA400
恒昌机械	300/400/500ppm	-	CNK-300/400/500PPM 成人纸尿裤设备
汉威制造	200-300ppm	-	成人纸尿裤生产设备

公司	生产速度	良品率	规格
海纳机械	200-250ppm	≥96%	CK-300 全伺服成人纸尿裤生产线
新余宏	180/250/350ppm	≥97%	CSG-AD350 全伺服成人尿裤生产线
三木机械	200-300ppm	-	全伺服控制成人纸尿裤生产线
顺昌机械	150~220ppm	≥98%	成人纸尿裤生产线

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

女性卫生巾设备：海外 Curt G. Joa 生产速度最高可达 2600ppm，国内恒昌机械生产速度峰值在 2000ppm。在女性卫生巾设备方面，表现突出的国内外公司分别有 Curt G. Joa、CCS、恒昌机械等。在平均生产速度方面，国外领先厂商生产速度在 800-2600 片/分钟之间，其中 Curt G. Joa 生产速度最高可达 2600ppm；国内领先厂商生产速度在 500-2000 片/分钟之间，其中恒昌机械设备最高生产速度可达 2000ppm。良品率层面来看，大多产品良品率均能达到 97% 以上，其中顺昌机械的生产线可达到 98% 及以上。

表 6：国内外女性卫生巾设备主要性能指标对比

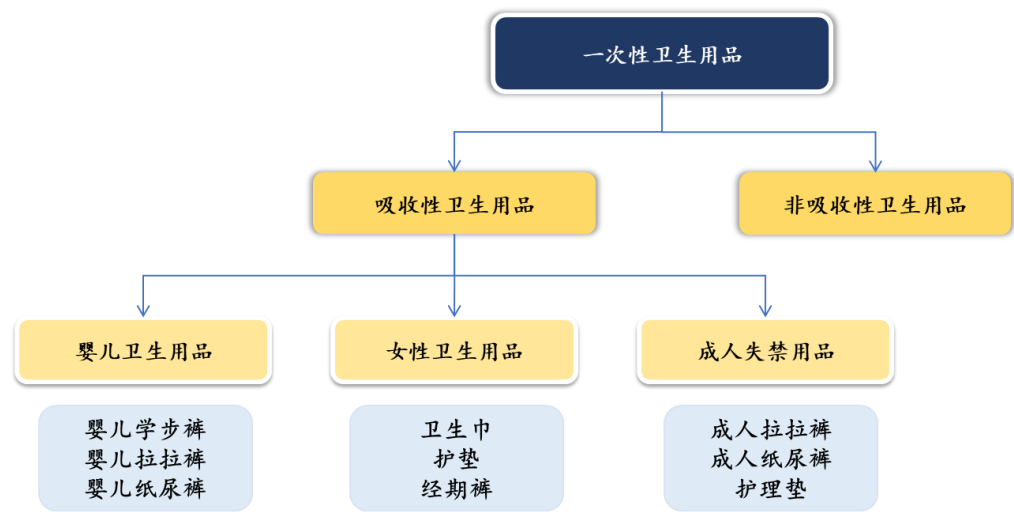
公司	生产速度	良品率	规格
Curt G. Joa	2600ppm	-	女性卫生巾 (Feminine Napkin) :J20S-FN
	1500ppm		女性卫生巾和护垫生产线 (Feminine Napkin and Panty Liners) :DEDE300
CCS	1000ppm	-	女性卫生巾蓝色生产线 (Lady Napkin Blue Line)
	1500ppm		女性卫生巾天空生产线 (Lady Napkin Sky Line)
M. D. Viola	1200ppm	≥97%	卫生巾 (Sanitary Napkin) :SN1200
日本瑞光	标准 1200ppm/高性能 1400ppm	-	卫生巾：标准 30mx10mx4m/高性能 30mx11mx5m
	约 600ppm		裤型卫生巾：约 32mx8mx4m
Diatec	800ppm/1200ppm	97%-99%	卫生巾 (Sanitary Napkin) :aXcess/eXcelle
GDM	1200ppm	≥97%	L12-PRed
恒昌机械	800/1200/1600/2000ppm	-	WSJ-800/1200/16002000PPM 卫生巾设备
汉威制造	800-1000ppm	-	快易包卫生巾生产设备
海纳机械	800-900ppm	≥97%	WSJ1000 全自动卫生巾生产线+自动包装机
新余宏	600-1200ppm	≥97%	CSG-SN1200EP 全伺服高速护翼生产线
三木机械	800-1000ppm	-	全伺服控制快易包卫生巾生产线
顺昌机械	500-800ppm	≥98%	卫生巾生产线

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

2.吸收性卫生用品：2023 年全国千亿市场，成人失禁用品为成长性最强赛道

一次性卫生用品包括吸收性卫生用品与非吸收性卫生用品，其中吸收性卫生用品主要包括婴儿卫生用品、女性卫生用品以及成人失禁用品。一次性卫生用品指主要设计用作收集人体流出之废物并于使用后回收或当作固体废物弃置之单次使用卫生用品。一次性卫生用品一般由多层天然纤维及聚合物所制成，包括吸收层、导流层及两张无纺布。中国一次性卫生用品主要分为吸收性卫生用品及湿巾。吸收性卫生用品一般按产品类别及消费者的年龄分类，包括婴儿纸尿裤、女性卫生用品及成人失禁用品。

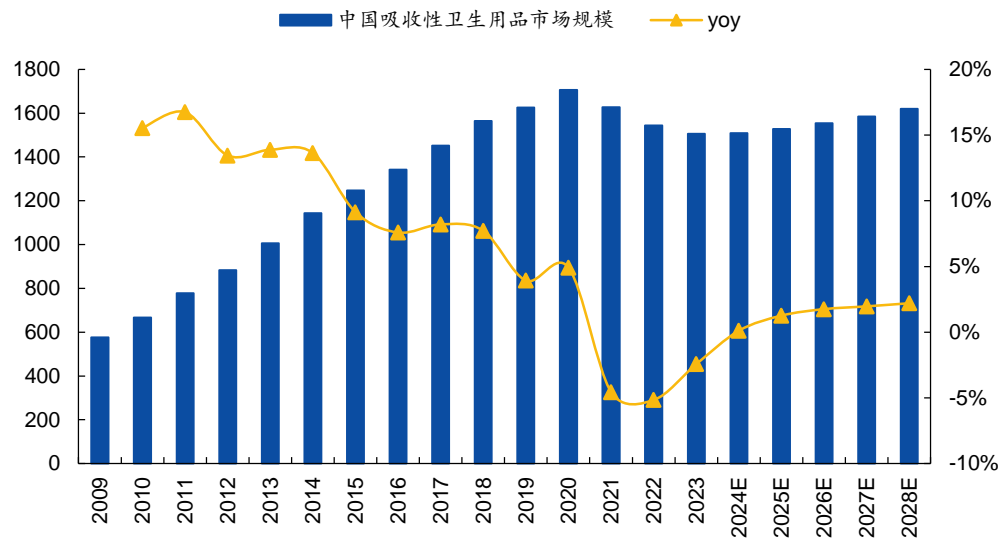
图 9：一次性卫生用品品类



资料来源：弗若斯特沙利文，豪悦护理招股书，国元证券研究所

2023 年吸收性卫生用品市场规模达到 1506.48 亿元，近年下滑主要受婴儿卫生用品市场拖累。经过 30 多年的快速发展，我国一次性卫生用品行业内产品种类不断丰富，产品功能不断完善，已成为与人民生活密切相关的重要行业。受益于我国人均可支配收入增加带来的消费升级以及新兴渠道发展红利，我国吸收性卫生用品在 2013-2023 年十年 CAGR 为 4.1%，2023 年市场规模达到 1506.48 亿元，同比下滑 2.4%，主要系婴儿卫生用品市场下滑带来的影响。

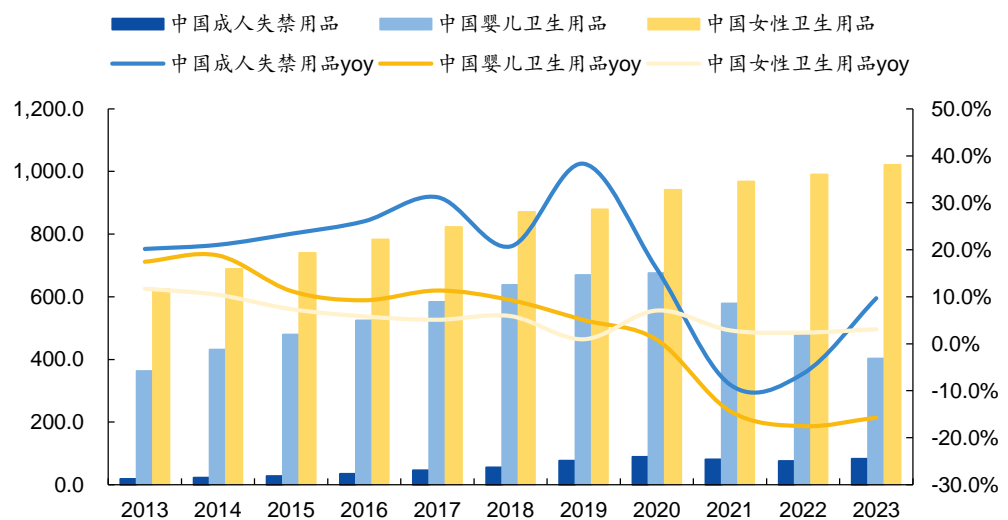
图 10：中国一次性卫生用品市场规模（亿元）



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

吸收性卫生用品行业增速最快赛道为成人失禁用品。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 2013 年 624.2/362.8/18.5 亿元增至 2023 年的 1021.1/402.3/83.1 亿元，对应过去十年的复合增长率分别为 5.04%/1.04%/16.18%。2023 年占吸收性卫生用品市场份额分别为 67.8%/26.7%/5.5%。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 11：中国吸收性卫生用品市场规模及增速（单位：亿元）



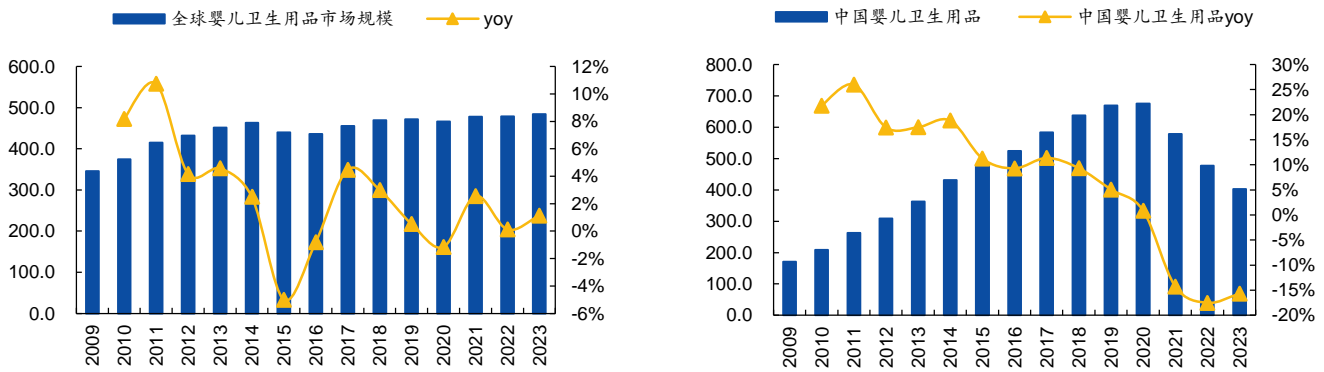
资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

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

2.1 婴儿卫生用品：受婴儿出生数量影响，市场呈现下滑态势

全球平稳增长，国内呈现下滑趋势。据 Euromonitor 数据，2023 年全球婴儿卫生用品零售额达到 484.3 亿美元，同比增长 1.1%。2013 年至 2023 年十年间，全球婴儿卫生用品市场规模 CAGR 为 0.70%，走势逐渐趋于稳定。2023 年中国婴儿卫生用品零售规模 402.3 亿人民币，同比下降 15.7%，2013 至 2023 年十年间 CAGR 为 1.04%。市场受新生儿数量减少开始呈现下滑迹象。

图 12：全球婴儿卫生用品市场规模及增速（亿美元，%） 图 13：中国婴儿卫生用品市场规模及增速（亿元，%）

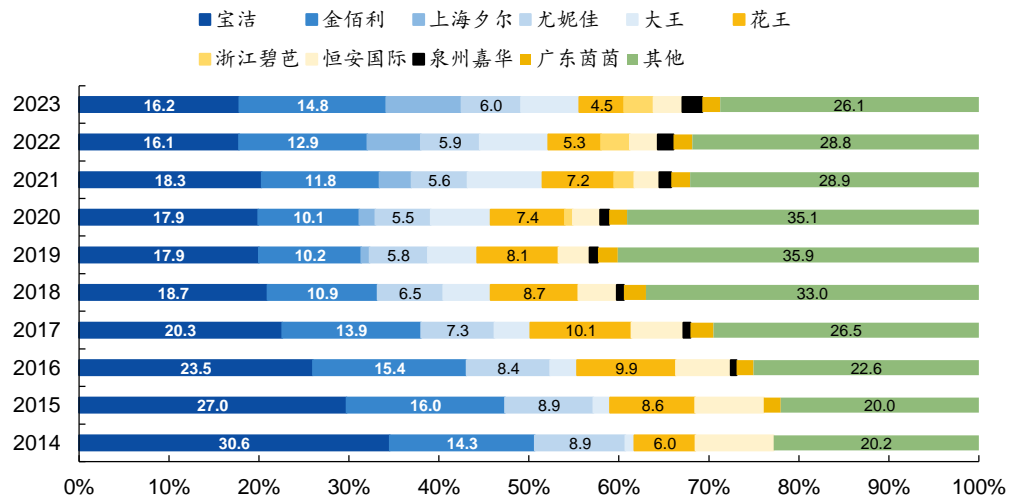


资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

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

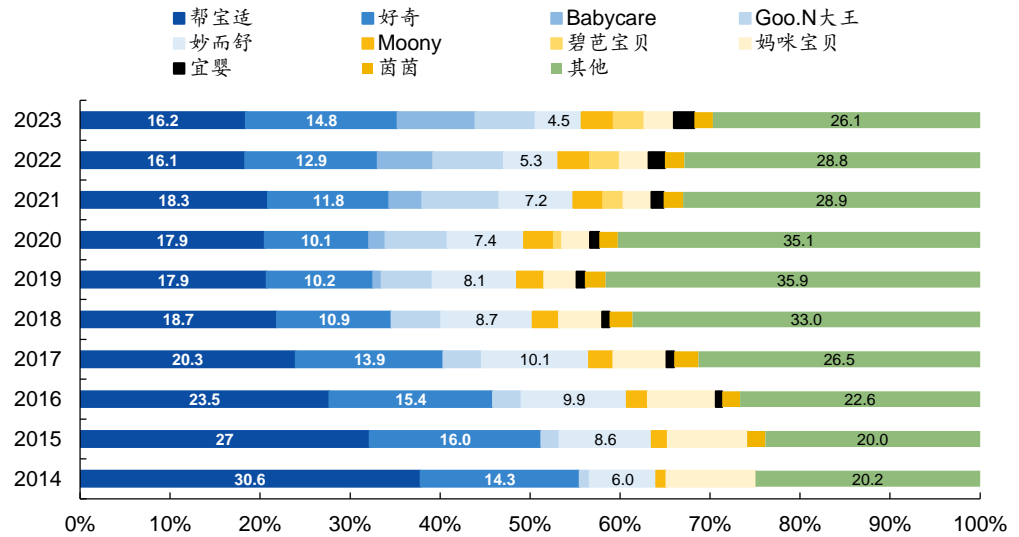
婴儿卫生用品市场格局方面，宝洁、金佰利仍为寡头，上海夕尔 **Babycare** 市占率逐步提升。我国婴儿卫生用品市场 2023 年公司 and 品牌 CR10 均为 73.9%，其中宝洁帮宝适、金佰利好奇近十年市占率稳居前二，宝洁帮宝适市占率从 2014 年的 30.6% 逐年下降至 2023 年的 16.2%，上海夕尔 **Babycare** 市占率从 2019 年的 0.8% 升至 2023 年的 7.6% 位列第三。

图 14：中国婴儿卫生用品市场公司份额变化



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

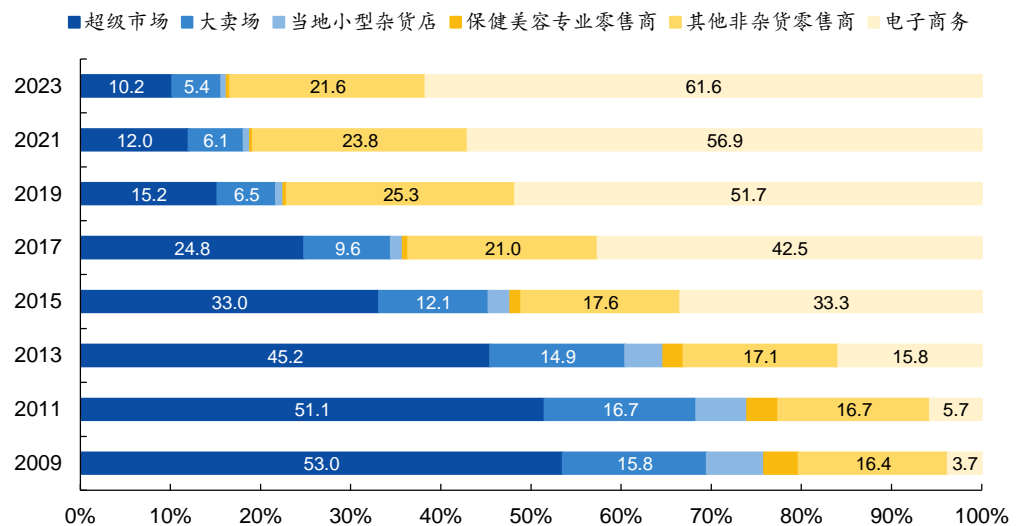
图 15：中国婴儿卫生用品市场品牌份额变化



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

电商渠道替代超市成为主流，2023年占比61.6%。我国婴儿卫生用品电商渠道零售额占比由2009年的3.7%逐年上升，2023年占比已超六成，其他非零售杂货商占比从2009年的16.4%升至21.6%；而超市、大卖场、当地小型杂货店等线下渠道零售额占比分别从2009年的53.0%/15.8%/6.3%下降至10.2%/5.4%/0.6%。

图 16：中国婴儿卫生用品渠道结构

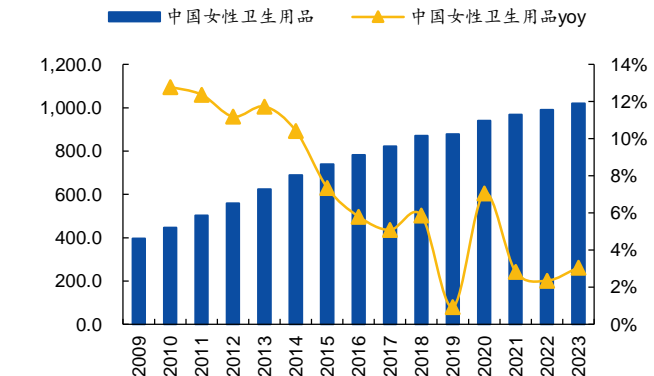
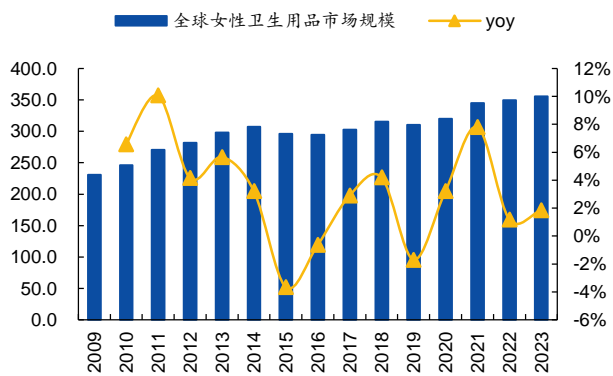


资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

2.2 女性卫生用品：单价持续提升，市场稳步成长

伴随女性卫生用品单价持续提升，中国女性卫生用品市场稳步成长。据 Euromonitor 数据，2023 年全球女性卫生用品零售额达到 355.8 亿美元，同比增长 1.8%。2013 年至 2023 年十年间，全球女性卫生用品市场规模 CAGR 为 1.79%。2023 年中国女性卫生用品零售规模 1021.1 亿人民币，同比增长 3.1%，2013 至 2023 年十年间 CAGR 为 5.04%。伴随女性卫生用品单价持续提升，中国女性卫生用品市场稳步成长。

图 17：全球女性卫生用品市场规模及增速（亿美元，%） 图 18：中国女性卫生用品市场规模及增速（亿元，%）

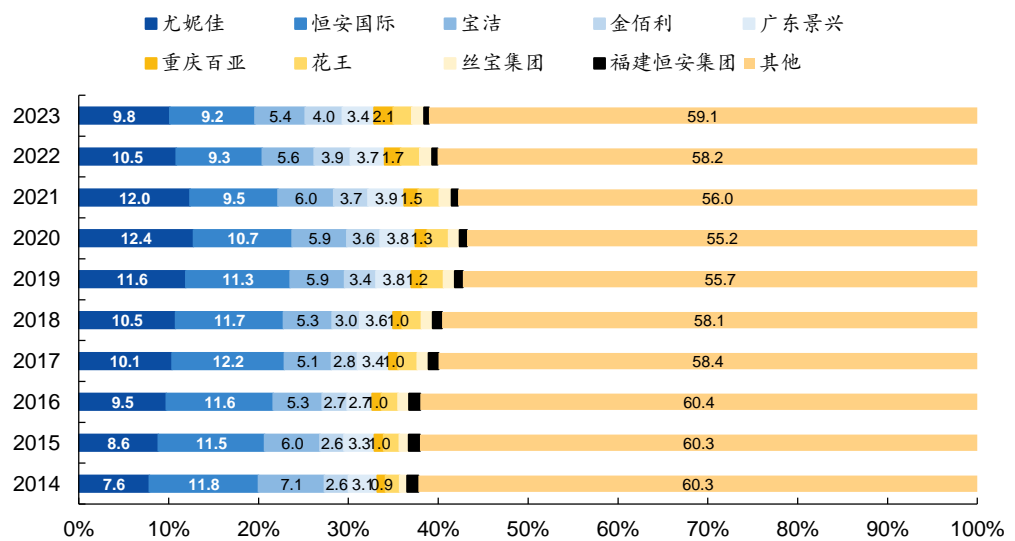


资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

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

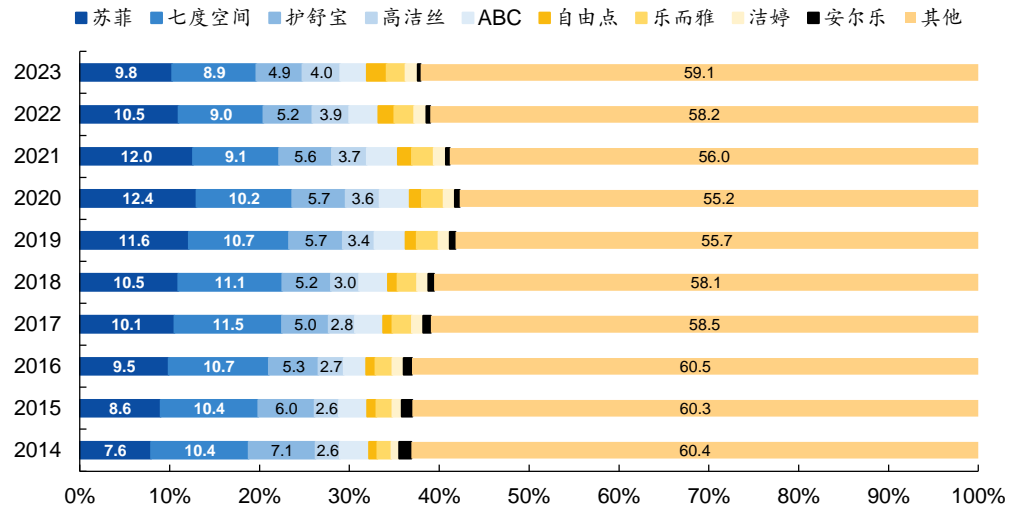
尤妮佳、恒安国际、宝洁牢牢占据市占率前三，百亚股份市占率从 2018 年 1% 提升至 2023 年 2.1%。我国女性卫生用品市场 2023 年公司 and 品牌 CR10 均为 40.9%，其中尤妮佳苏菲、恒安国际七度空间、宝洁护舒宝近十年市占率稳居前三，2023 年三大公司市占率分别为 9.8%/9.2%/5.4%。

图 19：中国女性卫生用品市场公司份额变化



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

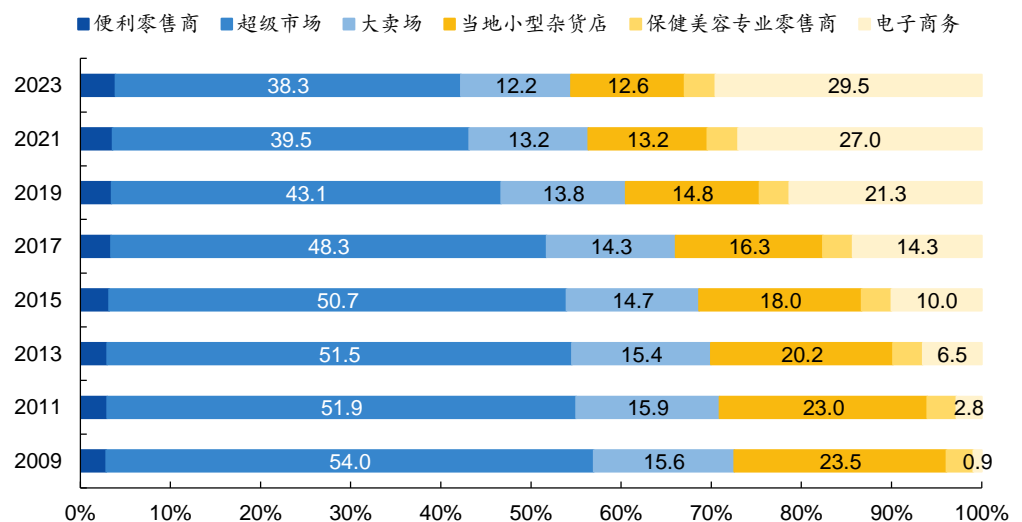
图 20：中国女性卫生用品市场品牌份额变化



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

电商份额逐步提升，超市仍为最主要渠道。我国女性卫生用品电商渠道零售额占比由 2009 年的 0.9% 逐年上升至 2023 年的 29.5%，便利店零售商零售额占比由 2009 年的 2.9% 上升至 2023 年的 3.9%；而超市、大卖场、当地小型杂货店等渠道零售额占比分别从 2009 年的 54%/15.6%/23.5% 下降至 38.3%/12.2%/12.6%。电商份额逐步提升，但超市仍为最主要渠道。

图 21：中国女性卫生用品渠道结构

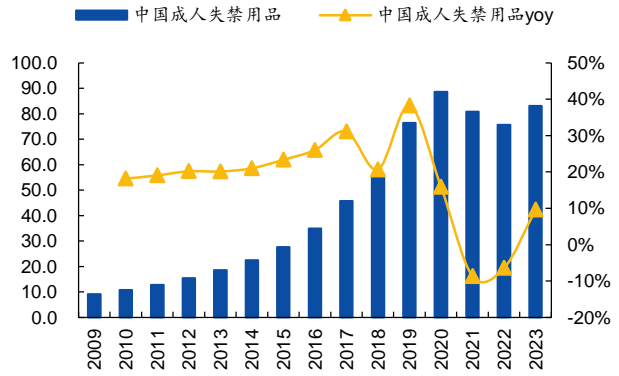
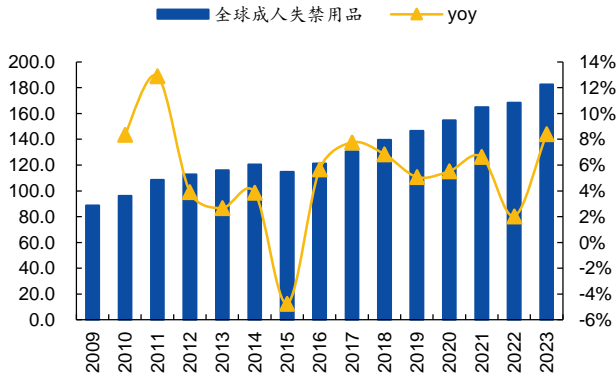


资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

2.3 成人卫生用品：渗透率持续提升，为最具潜力赛道

伴随渗透率提升，中国成人卫生用品市场增长快于吸收性卫生用品。据 Euromonitor 数据，2023 年全球成人卫生用品零售额达到 182.5 亿美元，同比增长 8.4%。2013 年至 2023 年十年间，全球成人卫生用品市场规模 CAGR 为 4.64%。2023 年中国成人卫生用品零售规模 83.1 亿元，同比增长 9.7%，2013 至 2023 年十年间 CAGR 为 16.21%。伴随渗透率提升，中国成人卫生用品市场增长快于吸收性卫生用品。

图 22：全球成人失禁用品市场规模及增速（亿美元，%） 图 23：中国成人失禁用品市场规模及增速（亿元，%）

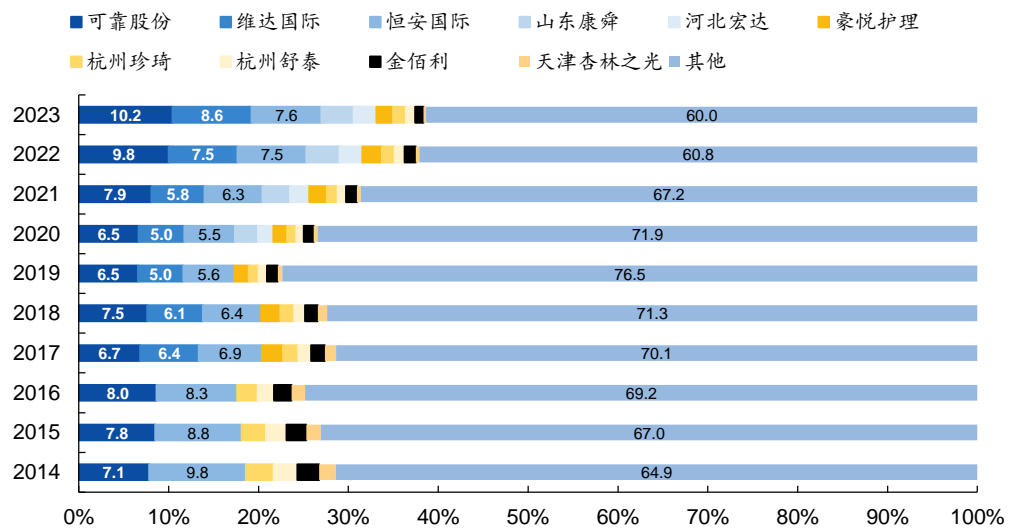


资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

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

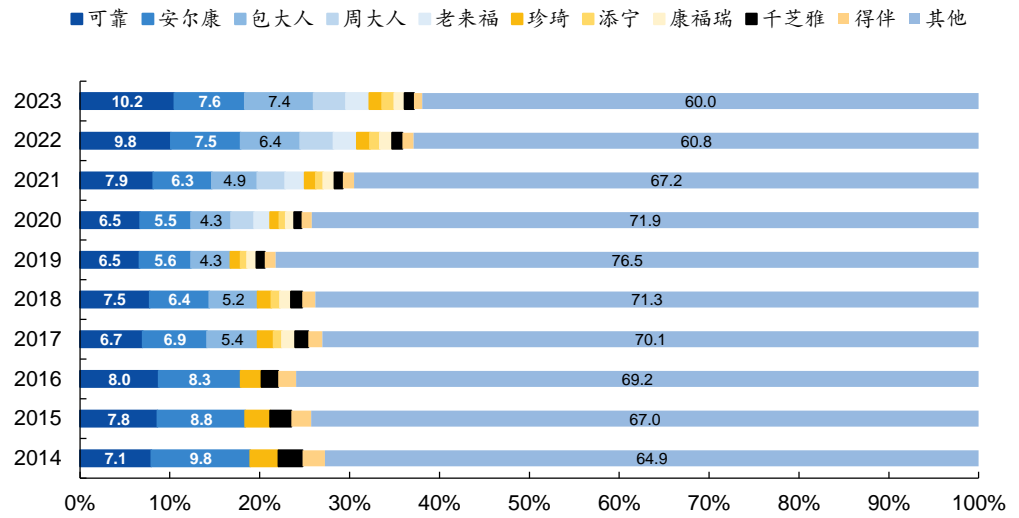
市场格局较为分散，2023CR10 仅 40%，可靠股份市占率为 10.2%。成人失禁用品市场格局较为分散，我国成人失禁用品市场 2023 年公司和品牌 CR10 均为 40%，2023 年零售额市占率前三的公司分别为可靠股份、维达国际、恒安国际，占比分别为 10.2%/8.6%/7.6%。

图 24：中国成人失禁用品市场公司份额变化



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

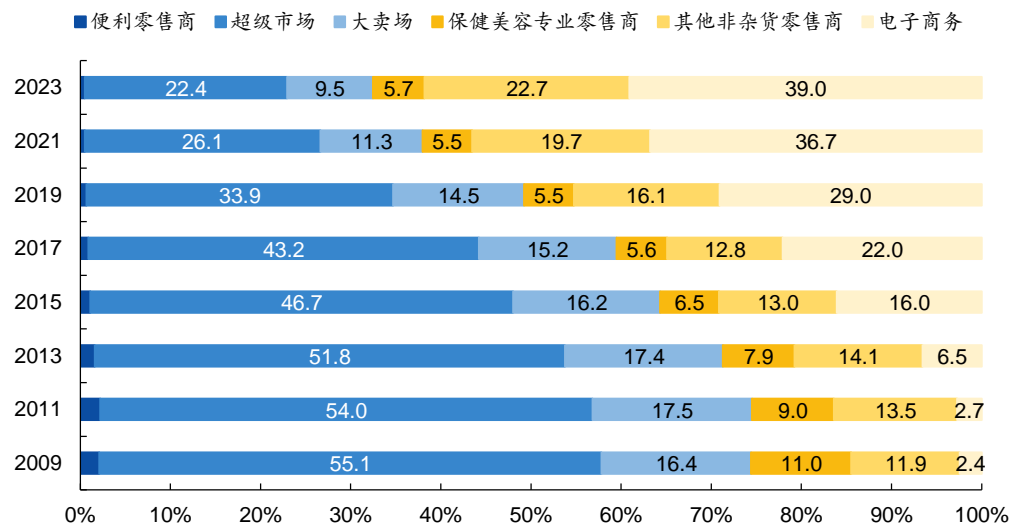
图 25：中国成人失禁用品市场品牌份额变化



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

成人失禁用品具有较强私密性，电商逐步替代超市成为复购的主流渠道，2023 年占比 39%。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。因此我国成人失禁用品电商渠道零售额占比由 2009 年的 2.4%逐年上升，2023 年占比近 4 成，其他非杂货零售商占比从 2009 年的 11.9%升至 2023 年的 22.7%；而超市、大卖场、保健美容专业零售商等渠道零售额占比分别从 2009 年的 55.1%/16.4%/11%下降至 22.4%/9.5%/5.7%。

图 26：中国成人失禁用品渠道结构







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

3.增量源：结构性机会以及新兴市场需求仍存

3.1 结构性机会：人口老龄化增加用户数量，政策加速成人失禁市场渗透

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 7：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			

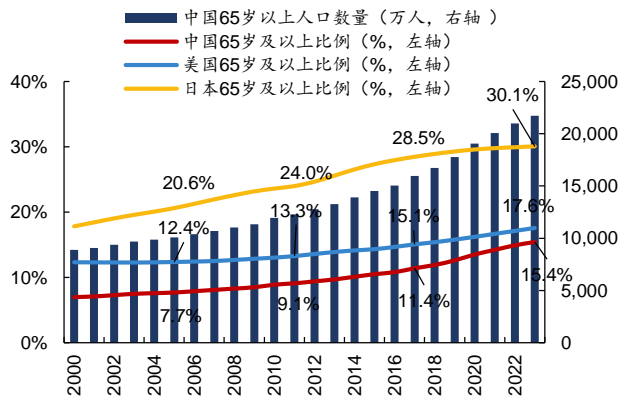
资料来源：Lifree 官网，《京东成人纸尿裤白皮书》，中国生活用纸统计年鉴，头豹研究院，国元证券研究所

3.1.1 潜在用户：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。2023年中国60/65岁以上人口数量分别达2.97/2.17亿，对应占总人口比例达21.1%/15.4%。65岁以上人口数量以及占比均提前达到国家统计局的预期（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%。）

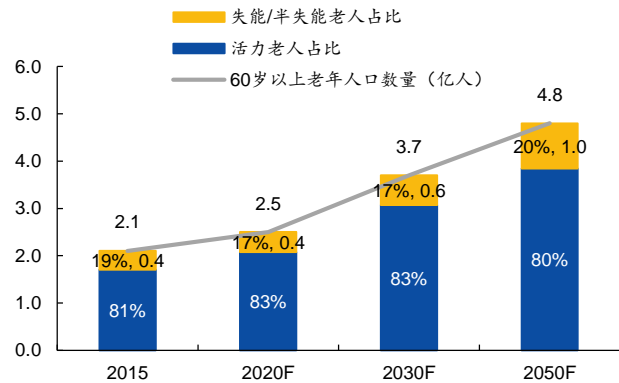
失能/半失能老年人占比持续增加。第五次中国城乡老年人生活状况抽样调查显示，我国失能老年人约3500万，据测算到2035年，我国失能老年人将达到4600万，到2050年达到5800万左右。由于我国养老机构发展仍然较为滞后，老年人护理服务供给不足，因而形成了失能/半失能老人长期护理服务供需失衡的局面，预计2030/2050年失能/半失能老人占比将分别增至17%/20%。

图 27：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 28：我国失能/半失能老人占老人比例增加



资料来源：2017 年中国老年消费习惯白皮书，国元证券研究所

3.1.2 政策端：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。

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。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。2023 年全国 49 个试点城市参加长期护理保险人数共 1.83 亿人，同比增长 7.9%，享受待遇人数 134.29 万人，同比增长 11.2%。2023 年长护险基金收入 243.63 亿元，基金支出 118.56 亿元。长期护理保险定点服务机构 8080 家，护理服务人员 30.28 万人。

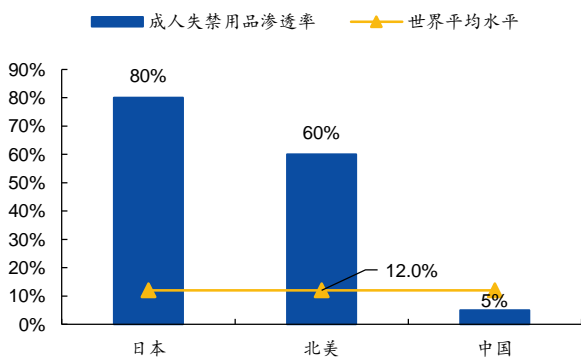
中国市场渗透率远低于世界平均水平，成长空间大。受文化影响，中国成人失禁人群较为保守，使用失禁护理用品的意愿较低，2019 年中国成人失禁用品市场渗透率仅为 5%，远低于世界平均水平（12%）及日本（80%）、北美（60%）等发达国家和地区。就市场规模来看，中国成人失禁用品 2023 年市场规模为 11.7 亿美元，占全球总额的 6.4%，是美国/日本对应市场总额的 23.9%/50%，成长空间巨大。

表 8：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
		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
山东省	青岛市		贵州省	黔东南布依族苗族自治州
湖北省	荆门市		云南省	昆明市
广东省	广州市		陕西省	汉中市
重庆市	重庆市		甘肃省	甘南藏族自治州
四川省	成都市		新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市
新疆维吾尔自治区	石河子市			

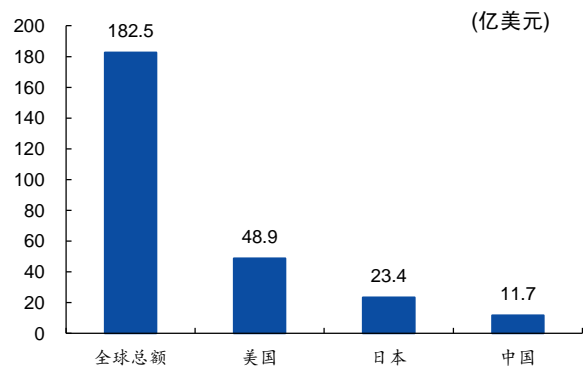
资料来源：国家医保局，国元证券研究所

图 29：2019 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 30：2023 年各国成人失禁用品市场规模对比



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 2023 年的 83.1 亿增至 2032 年的 331.2 亿元，CA GR 为 16.6%。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，故假设市场渗透率呈现加速增长态势。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 3619.13 元，折合每日约为 9.92 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 2027/2032 年分别达 120.6/331.2 亿元，对应 4/9 年 CAGR 分别为 9.8%/16.6%。

表 9：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	2023 年人口数量参考 2023 年中国实际人口数量；增长率参考联合国贸易和发展会议对中国未来所估计
65 岁及以上人口比例	参考 2024 年国家统计局相关数据
失能群体人数占 65 岁及以上老年人比例	参考卫健委 2023 年披露的数据
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 2023 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，卫健委，Euromonitor International，中国老龄科学研究中心，国元证券研究所

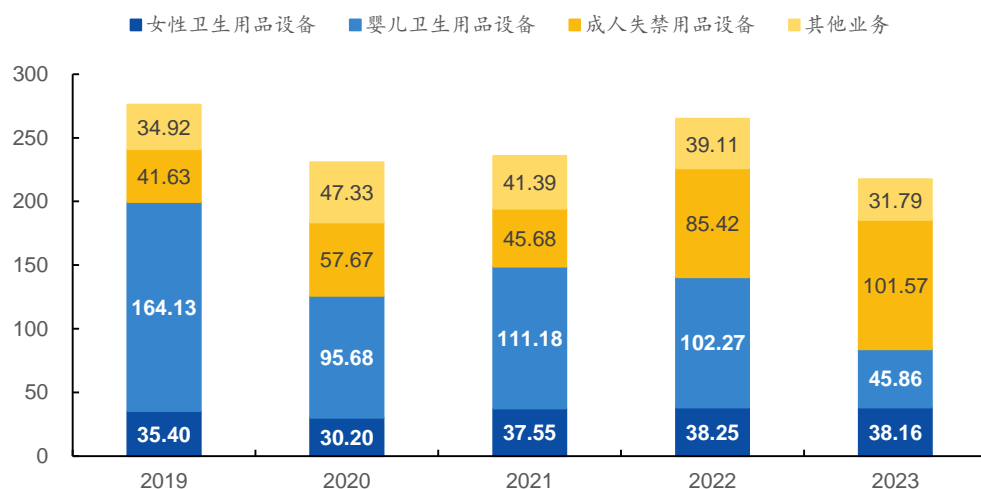
表 10：中国成人失禁用品市场规模测算

	2023 年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
总人口数量(万人)	140967	140918	140840	140728	140585	140411	140206	139972	139709	139419
总人口增长率		-0.03%	-0.06%	-0.08%	-0.10%	-0.12%	-0.15%	-0.17%	-0.19%	-0.21%
65 岁及以上人口比例	15.4%	15.7%	16.0%	16.3%	17%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%	19%
65 岁及以上人口数量(万人)	21708.9	22105.0	22508.3	22919.0	23337.1	23974.2	24628.7	25301.0	25991.7	26701.2
失能群体占 65 岁以上老人比例					20.7%					
失能群体人数(万人)	4500	4582	4666	4751	4838	4970	5105	5245	5388	5535
渗透率	5.1%	5.5%	6.0%	6.4%	6.9%	7.3%	9.3%	11.5%	13.9%	16.5%
单人平均消费额(元/年)					3619.13					
市场规模(亿元)	83.1	91.2	100.5	110.1	120.6	131.9	172.4	218.9	271.7	331.2

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

成人失禁用品设备需求不断扩大，保持长期的活力和增长潜力。我国家庭对老年人护理的投入越来越注重品质和个性化，加上逐渐庞大的老年人口，使得成人失禁用品成为增长最快的吸收性卫生用品细分品类。以国际吸收性卫生用品设备龙头 ZUIKO 为例，公司 2023 年女性卫生用品设备和婴儿卫生用品设备分别同比下降 0.25%/55.16%，而成人失禁用品设备销售额为 101.57 亿日元（按 1JPY=0.049CNY 换算成人民币约 5 亿元），同比增长 18.9%，且近五年的营收占比呈上升趋势，从 2019 年的 15.08% 增长至 2023 年的 46.72%，展现了成人失禁用品设备在吸收性卫生用品设备市场中的巨大增长潜力。

图 31: ZUIKO 主营业务营收变化 (亿日元)



资料来源: ZUIKO 年报, 国元证券研究所

3.2 增量市场: 东亚以及东南亚国家仍然具备新的增长点

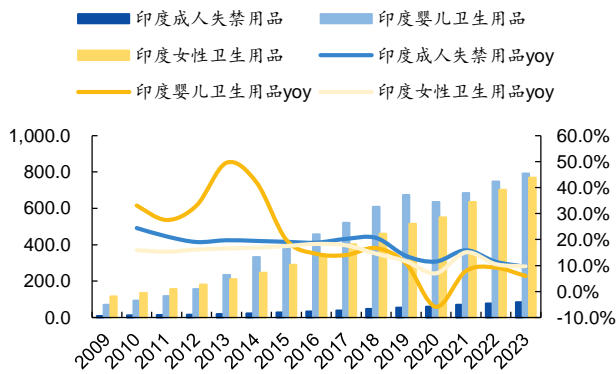
越南是东南亚一次性卫生用品最具活力的市场之一。据 Euromonitor 数据, 2023 年亚太地区一次性卫生用品市场规模增速迅猛, 以印度、越南、菲律宾为代表的南亚和东南亚地区消费者安全和卫生意识的增强、农村条件的改善, 都将有助于推动一次性卫生用品市场的发展。其中越南是东南亚地区的一次性卫生用品最具活力的市场之一, 其成人失禁用品/婴儿卫生用品/女性卫生用品市场规模近五年复合增速分别达 11.6%/11.7%/7.8%, 而对应全球的复合增速分别为 5.5%/0.6%/2.4%。

韩国、日本成人失禁用品呈现较快增速。尽管除日本外, 亚太地区各国成人失禁用品与婴儿卫生用品市场规模存在明显差距, 但随着老年人口比例的增加, 成人失禁用品市场将成为一个蓬勃发展的领域, 其中韩国、日本是亚太地区的成人失禁用品市场的重要增长引擎, 2023 年分别同比增长 11.1%、8.9%。

印度、越南婴儿卫生用品市场潜力巨大。受到出生率急剧下降的影响, 韩国市场规模其婴儿卫生用品市场近七年均为负增长。不断变化的人口结构可能会给东亚地区婴儿卫生用品市场的持续增长带来一定的挑战。而印度、越南等国的婴儿卫生用品市场潜力巨大, 婴儿卫生用品市场规模近三年复合增速分别达 7.7%、9.1%。

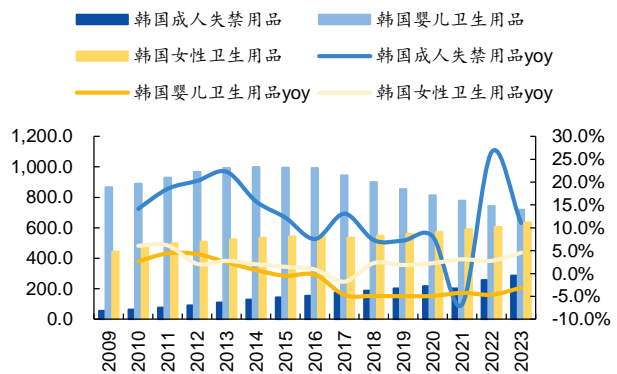
印度、菲律宾女性卫生用品增速尤为明显。2023 年印度、韩国、越南、日本、菲律宾女性卫生用品均实现正向增长, 印度、菲律宾增速尤为明显, 分别达 9.6%、15.2%。过去, 南亚、东南亚贫困的农村地区很多女性在经期使用织物, 随着各国政府不断推广卫生用品, 伴随渗透率的增长, 女性卫生用品市场规模将持续增加。

图 32: 印度吸收性卫生用品市场规模及增速 (亿卢比)



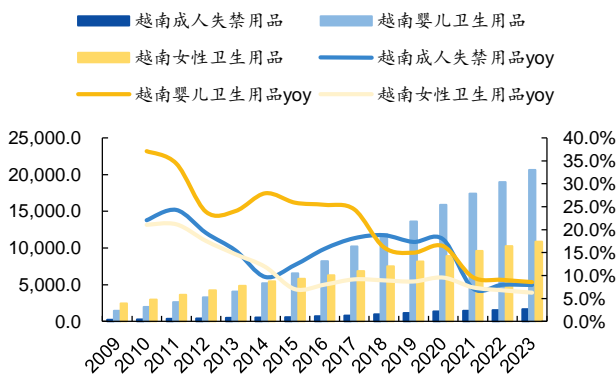
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 33: 韩国吸收性卫生用品市场规模及增速 (十亿韩元)



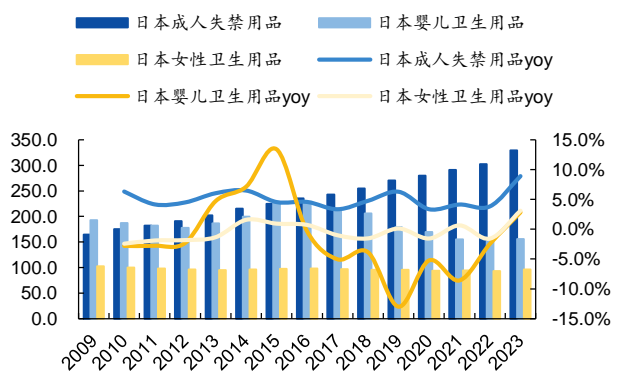
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 34: 越南吸收性卫生用品市场规模及增速(十亿越南盾)



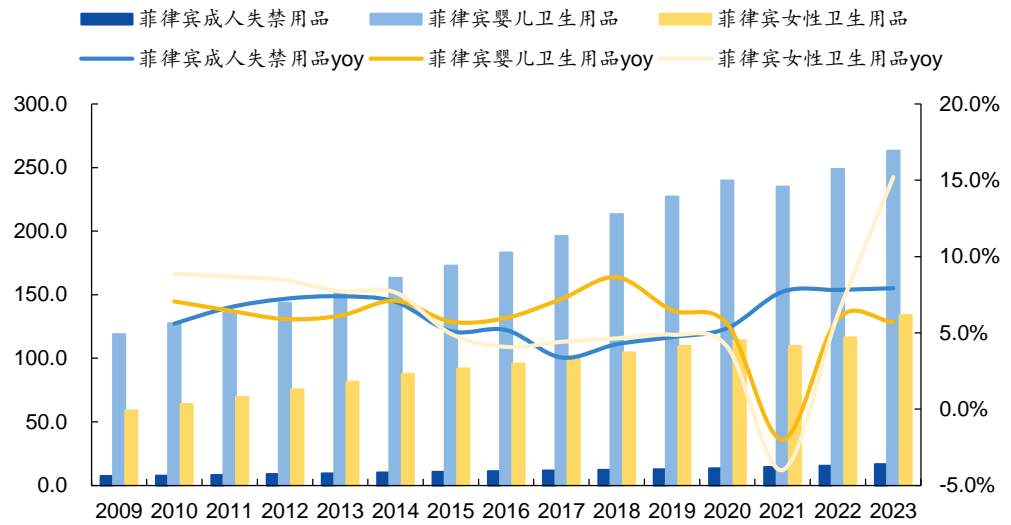
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 35: 日本吸收性卫生用品市场规模及增速 (十亿日元)



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

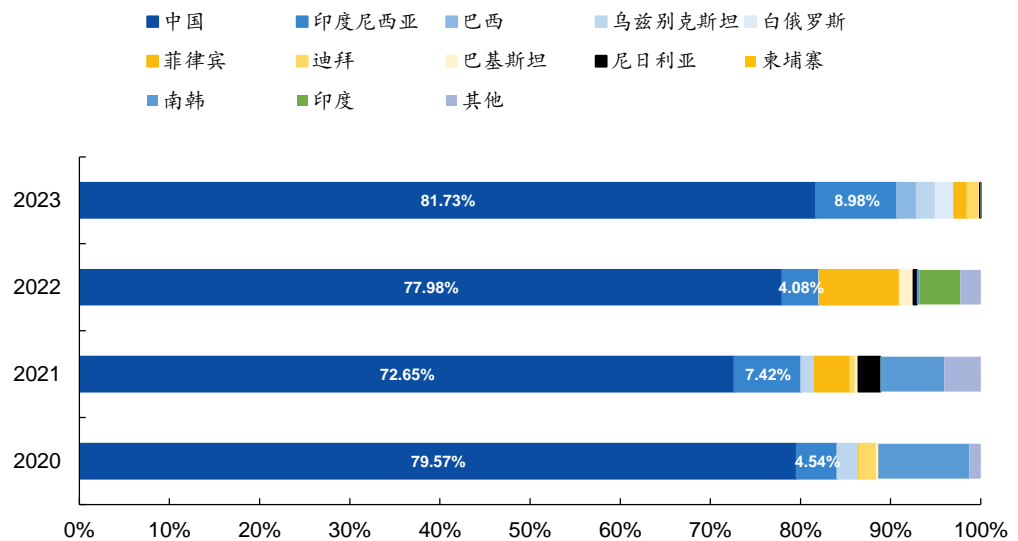
图 36: 菲律宾吸收性卫生用品市场规模及增速 (单位: 亿菲律宾比索)



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

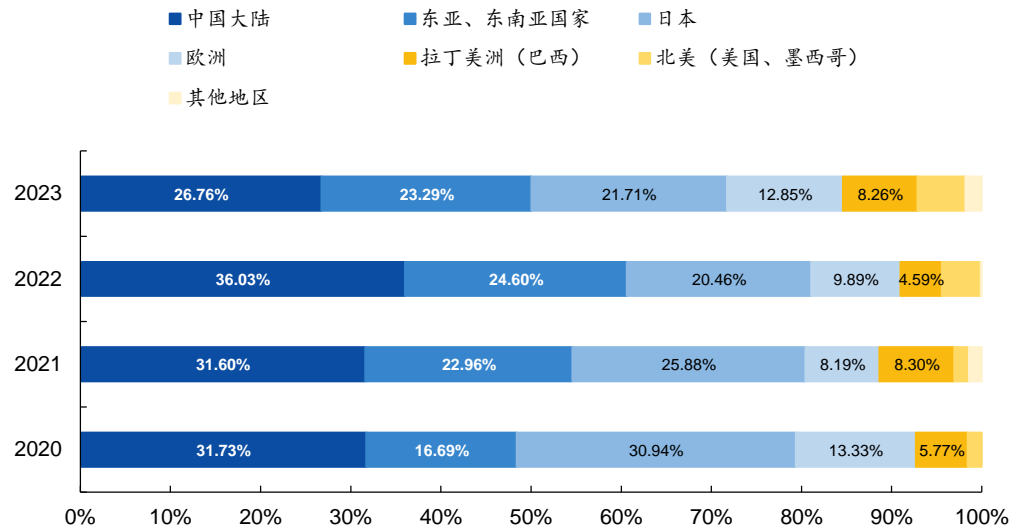
行业内龙头企业逐步将重心逐步转移至东南亚等新兴地区。根据全球龙头制造商 ZUIKO 近 4 年年报显示, 中国大陆、东亚&东南亚国家、日本一直是其最主要的三大销售市场。营收占比分别从 2020 年的 31.73%/16.69%/30.94%变动至 2023 年的 26.76%/23.29%/21.71%, 东亚&东南亚国家占比增长 6.59pct, 需求增长态势良好。此外, 根据海纳智能, 除中国外, 印度尼西亚、菲律宾等海外市场也占据一定的份额, 且整体比例不断扩大, 营收占比分别从 2020 年的 4.54%/0.02%到 2023 年的 8.98%/1.44%, 彰显出一次性卫生用品设备厂商在东南亚等新兴市场逐步开始投入的趋势。

图 37: 海纳智能各地区营收占比



资料来源: 海纳智能年报, 国元证券研究所

图 38: ZUIKO 各地区营收占比



资料来源: ZUIKO 年报, 国元证券研究所

4. 投资建议

一次性卫生用品设备与下游紧密联系, 深度绑定。我们认为后续伴随一次性卫生用品市场的变化有以下几条投资主线: ①把握结构性机会, 深度绑定中游成人失禁用品制造商的设备厂商后续有望伴随赛道成长而共同成长。②寻找增量市场, 东南亚作为新兴市场具备较大潜力但我国更具设备制造能力以及成本方面的优势, 因此更早抢占新兴市场的设备商有望跑马圈地获得更大的市场份额。建议关注海纳智能。

5. 风险提示

(1) 研发不及预期风险: 设备公司从产品结构、原辅材料应用设计到设备功能设计等各方面辅助客户提供相应的解决方案, 为最终消费者提供最优秀的客户体验。若设备厂商无法根据不同的新型原辅材料性能, 提出应用新材料的产品结构设计方案, 进而研发新型设备工艺将会被下游客户淘汰

(2) 政策风险: 行业与国家相关政策密切挂钩, 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) 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, 现阶段企业可能会丢失市场份额;

(4) 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

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

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，特此声明。

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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

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并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

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
邮编：230000

上海

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：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027