



# 非洲个护行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

## 人口红利&低渗透率下非洲个护大有可为，中国企业正脱颖而出

### 基本观点

非洲个护行业享受人口红利明显，渗透率仍具较大提升空间。据弗若斯特沙利文，非洲个护行业 2024 年市场规模达 38 亿美元（20-24 年 CAGR 为 7%），并且渗透率较欧美成熟市场仍有 3 倍以上提升空间，行业规模具备明确的长期扩容动力。中国个护企业出海非洲已诞生出乐舒适等优质头部企业，而从份额提升角度看，也仍大有可为。复盘乐舒适的成功，可发现当前中国企业有效进入并且持续深耕该市场的核心在于对本土化的深刻理解，构建本土化产能、深度下沉渠道与精准价格定位是中国个护企业在非洲突围的三大核心要素，与此同时也构建了头部企业强大的竞争壁垒。

#### 1. 东/西非为区别于国际龙头的重要布局点，人口红利&行业渗透率提升是最大确定性，长期增长空间可期

目前，新兴市场中非洲个护增速突出。分区域看，南/北非经济较为发达（城镇化率 50-65%，平均年龄 25-28 岁），东/西非目前经济增速较快成中国出海重要布局点（城镇化率 30%-50%）。从后续空间角度，东西非市场的核心驱动因素①人口红利：东西非约 10 亿人口，平均年龄 18 岁，婴儿出生率 4%。②渗透率：婴儿纸尿裤与卫生巾的市场渗透率仍仅约 20%与 30%，较欧美成熟市场（70%-90%）存在巨大增长空间。我们基于渗透率提升、人口增长与价格等假设测算，并根据沙利文数据印证，预计至 2029 年市场规模有望突破 55 亿美元；若以长期渗透率提升至 60%（婴儿纸尿裤）及 70%（卫生巾）为假设，整体市场容量可达百亿美元，行业规模扩容空间可期。

#### 2. 中国企业凭借“性价比”策略成功切入市场，份额提升仍具备广阔空间

当前非洲个护市场竞争格局清晰，国际巨头进入较早聚焦南非等发达区域，中国企业性价比渗透突破（宝洁纸尿裤 18-25 美分/片，乐舒适 9-20 美分/片），已展现出显著的份额增长潜力。据弗若斯特沙利文，2024 年纸尿裤销量口径 CR5 61%（中国企业 26%）、卫生巾 CR5 40%（中国企业 16%，仅有乐舒适），其中乐舒适两个品类均位居第 1（20.3%和 15.6%），宝洁第 2（17.4%和 10.8%）；若按收入口径宝洁第 1（20.7%和 16.5%），乐舒适第 2（17.2%和 11.9%）。整体来看，以乐舒适代表的中国企业虽已有所成功，但后续仍有较大份额提升空间，发展空间值得期待。

#### 3. 复盘乐舒适，中国企业如何进一步提升份额：本土化运营能力是核心竞争力，产能&渠道&价格三要素深耕当地市场

非洲运输、电力成本高昂，存在较大进入壁垒。我们通过分析成功抢夺份额的中国企业乐舒适，认为需具备三大要素：  
**核心要素 1：更灵活、更谨慎、可多点布局的本土产能，利于对抗高关税与脆弱物流。**本地设厂可规避供应链与物流成本，灵活响应需求，降低成本抢夺份额。国际巨头在尼日利亚关闭工厂，也印证了产能布局审慎性与灵活性的重要，截至 2025 年 4 月 30 日，公司在非洲 8 国拥有 8 家工厂与 51 条产线，年设计产能为纸尿裤 63.01 亿片、拉拉裤 3.52 亿片、卫生巾 28.54 亿片、湿巾 93.04 亿片；本地雇员占比约 97%，把擅长的供应链搭建能力搬到非洲支撑低价渗透。

**核心要素 2：在“渠道为王”的非洲强分销+本地化下沉能力是渗透效率的决定性能力。**在非洲建立能渗透至基层村镇的深度分销体系是触达主流消费群体的决定性能力。截至 2025 年 4 月 30 日，乐舒适在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，涵盖合计超过 2800 家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络。渠道结构以批发商为主（24 年占比 64%）、经销商其次（24 年 32%），形成广覆盖的下沉网络，实现从首都到下级城市再到农村的梯度渗透。

**核心要素 3：深刻理解区域经济水平，制定适配的价格策略。**企业需深入理解各区域经济差异，将产品定价锚定在目标经济区域/人群，渗透价格敏感消费者。乐舒适精准定位国际巨头空白市场，聚焦人均 GDP 约 2000 美元国家并设定相应价格带（根据世界银行，24 年中低收入经济体 GDP 为 2520 美元）成功渗透到东/西非市场，建立品牌认知优势。

### 投资建议

基于对非洲个护行业高成长性、明确成功要素及清晰竞争格局，我们认为该赛道具备显著的成长价值。建议积极关注目前已在该市场建立本土化产能、深度渠道及成本优势的领先企业。

### 风险提示

政治与政策风险，汇兑与货币贬值风险，宏观经济风险，基础设施不完善，原材料价格波动风险。



## 内容目录

1. 人口红利&低渗透率下非洲个护仍处于蓝海阶段，把握东/西非重要布局点.....	5
1.1 复盘中国消费品进入非洲：个护行业出海仍具备广阔空间 .....	5
1.2 新兴市场孕育成长机遇，非洲个护增速显著高于其他地区，东/西非成重要布局点.....	6
1.3 非洲个护市场仍处发展红利期，低渗透率确保行业规模持续扩容 .....	8
2. 从0到1：中国企业如何开拓非洲个护市场？ .....	12
2.1 市场格局：国际巨头维持高端品牌定位，中国企业性价比渗透突破 .....	12
2.2 在非洲进入纸尿裤/卫生巾行业需要哪些能力要素？ .....	14
3. 相关个股梳理.....	20
3.1 乐舒适：深耕非洲市场东非加纳起家，性价比渗透抢夺份额 .....	20
3.2 宝洁（P&G）：以南非为主要枢纽，坚持高端定位 .....	26
3.3 金佰利（Kimberly-Clark）：“就近生产、就近销售” .....	27
3.4 豪悦护理：坦桑尼亚建厂，逐步布局东非 .....	27
4. 风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1： 新兴市场个护规模预计将稳步提升（十亿美元） .....	6
图表 2： 新兴市场个护增速相对较快，非洲个护尤为突出 .....	6
图表 3： 东西非经济增速突出，具备优越的成长条件 .....	7
图表 4： 北/南非经济成熟，东西非增速较快 .....	8
图表 5： 中国个护行业出海仍处于蓝海阶段 .....	9
图表 6： 人口出生率高、年龄低&渗透率低，行业潜力充足 .....	9
图表 7： 西非婴儿纸尿裤市场规模最大（百万美元） .....	10
图表 8： 预计未来五年东非纸尿裤增速可达 9%.....	10
图表 9： 卫生巾总体规模约纸尿裤的 1/3（百万美元） .....	10
图表 10： 预计未来五年除南非外卫生巾规模增速超 10%.....	10
图表 11： 拉拉裤市场规模（百万美元） .....	10
图表 12： 预计未来五年东非纸尿裤增速可达 9.1%.....	10
图表 13： 非洲主要国家人口金字塔 .....	11
图表 14： 非洲主要地区婴儿死亡率 .....	11
图表 15： 以渗透率为假设，长期市场规模具备 3-4 倍空间（亿美元） .....	11
图表 16： 非洲婴儿纸尿裤竞争格局（按销量） .....	12
图表 17： 非洲婴儿纸尿裤竞争格局（按收入） .....	12



图表 18: 非洲卫生巾竞争格局（按销量）	12
图表 19: 非洲卫生巾竞争格局（按收入）	12
图表 20: 非洲个护龙头情况对比	13
图表 21: 非洲婴儿纸尿裤价格定位	14
图表 22: 非洲卫生巾价格定位	14
图表 23: 融资、政治、电力是重要壁垒	15
图表 24: 非洲基础设施的发展有所改善，但运输和电力方面仍存在缺失环节	15
图表 25: 非洲各国人口及电力情况	15
图表 26: 各区域共同体内部及相互平均非关税贸易成本	17
图表 27: 乐舒适本地雇员占比约 97%	17
图表 28: 乐舒适产能布局	18
图表 29: 设计产能（截至 2025-04-30，百万片/年）	18
图表 30: 下沉渠道利于公司性价比渗透	19
图表 31: 非洲主要渠道情况	19
图表 32: 存货周转天数对比	19
图表 33: 应收账款周转天数对比	19
图表 34: 乐舒适精准卡位 GDP 约 2000 美元地区/国家	20
图表 35: 乐舒适以增速较快的西/东非市场突破	21
图表 36: 乐舒适今年收入增速回暖（百万美元）	22
图表 37: 乐舒适毛利率水平在 30%左右	22
图表 38: 纸尿裤占公司收入超 70%（亿美元）	22
图表 39: 西非、东非收入占比 90%左右（亿美元）	22
图表 40: 公司不同品牌在不同产品类别的市场定位	22
图表 41: 公司在婴儿纸尿裤品类品牌矩阵丰富全面	23
图表 42: 公司在婴儿拉拉裤品类布局中高端与大众市场	23
图表 43: 公司在卫生巾品类品牌矩阵多元	23
图表 44: 公司在湿巾品类采用单品牌战略	24
图表 45: 产能利用率仍有较大提升空间	24
图表 46: RISI 纸浆价格指数与无纺布（中国）价格	25
图表 47: SAP 价格（美元/吨）	25
图表 48: 纸尿裤收入与同比增长速率	26
图表 49: 纸尿裤销量与平均售价（百万片/每片美分）	26
图表 50: 卫生巾收入与同比增长速率	26
图表 51: 卫生巾销量与平均售价（百万片/每片美分）	26
图表 52: 宝洁在纸尿裤、卫生巾、纸巾类产品矩阵	26



图表 53: 金佰利在纸尿裤、卫生巾、纸巾类产品矩阵 .....	27
图表 54: 豪悦护理发布坦桑尼亚建厂公告 .....	28





## 1. 人口红利&低渗透率下非洲个护仍处于蓝海阶段，把握东/西非重要布局点

### 1.1 复盘中国消费品进入非洲：个护行业出海仍具备广阔空间

中国消费品对非洲的出海历史可划分为四个阶段：①萌芽期（1960s - 2002）：以外贸与经销/代销为主、线上仅信息撮合，承接纺服等轻工出口；②产品出海（2002 - 2012）：入世后“贸易前移”，跨境 B2C 萌芽、对非供给上行；③跨国经营（2013 至今）：在“一带一路”与中非合作框架下，龙头企业推进“产能出海+品牌出海+制造出海”，工贸一体加速；④品牌加速本地化与渠道深耕（2019 - 至今）：在电商渗透低与线下主导的结构中，以本地化产品+线下分销/经销网络实现份额巩固与扩张。

#### 1) 萌芽期（1960s - 2002）：港商+江浙粤贸易商贩货

背景：非洲地区轻工业品供给不足，部分地区如尼日利亚的经商环境相对较好。在二十世纪九十年代初左右，大陆的外贸进出口权主要由一些国有外贸公司享有，一些外资生产企业对自己的产品和生产所需原材料可以有自营进出口权，绝大部分企业只能通过外贸公司进出口货物，外商难以直接向厂家购买货物，价格也会比直接从厂家采购要高一些，出国开拓市场相对不便，香港独特的贸易和金融优势为大陆企业产品出口提供便利。

主体与模式：香港企业等进入尼日利亚等市场，从事拖鞋、塑料盆等基础日用品的销售；20 世纪 90 年代起，江浙及广东商人陆续跟进，通过香港等地转口渠道，将手电筒、电池、蚊香等日用轻工小商品输入非洲，毛利率高，但也受到当地汇率波动影响。

特点：此阶段以纯贸易为主，缺乏品牌建设与售后服务体系。

#### 2) 产品出海（2002 - 2012）：中国加入 WTO 后的“贸易前移”

亚非拉占中国出口比重上升，为非洲市场的消费品供给奠定基础；对非出口中低附加值消费品与轻工比重较高，体现与非洲发展阶段匹配的“性价比优势”。

##### ➤ 手机赛道：

传音控股于 2006 年成立，2008 年明确战略，聚焦非洲、打造品牌；2009 年，深圳盐田工厂正式投产，售后服务品牌 Caricare 成立；2010 年，TECNO 品牌销量跻身非洲手机市场前三；2017 年，传音手机销量全球排名第四（IDC 数据），成为“非洲手机之王”。本土化策略主要为针对非洲市场开发深肤色影像优化、多卡多待、防汗腐蚀、超长待机等功能，并建立超过 2000 个售后服务网点，形成产品+服务的品牌护城河。

##### ➤ 快消品赛道：

森大集团成立于 2004 年，是国内最早一批聚焦非洲、南美洲等海外新兴市场的国际化贸易企业。凭借敏锐的市场洞察力，森大逐步将业务拓展至加纳、肯尼亚、秘鲁等国家，成为当地知名品牌。集团成立初期，森大即意识到随着中国加入 WTO，全球市场竞争加剧，传统的出口贸易模式终将难以为继，于是便决定实施“本地化”战略。2004 年，森大在加纳成立第一家海外子公司，迈出本地化拓展的关键一步。

为进一步提升竞争力，森大积极构建品牌化经营体系，乐舒适成立于 2009 年，目前已在西非、东非及中非等建立了稳固的销售网络，产品线涵盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾，在非洲市场赢得了广泛的认可与信赖。

##### ➤ 其他赛道：武汉佳诺（渔具领域）于 2011 年进入尼日利亚市场，采用“差异化 SKU+区域总代”模式有效应对汇率波动与应收账款风险。

#### 3) 跨国经营（2013 至今）：中非合作与“工贸一体”

2013 年，中国政府发布《中国与非洲的经贸合作（2013）》白皮书，中非经贸关系进入快车道。政策、金融支持与园区载体显著增多，一方面中国对非贷款承诺在交通、电力、矿业等领域高强度投入，中非经贸博览会、非洲国家对零关税政策等为中国消费品牌提供“官方背书+分销枢纽”。

另一方面推动从“贸易”向“工贸一体化”转型，例如，在喀麦隆，中国承建的克里比深水港与附近由中国投资的陶瓷生产项目形成“港产联动”，产品可直接辐射邻国，这超越了单纯的贸易，是工贸结合的典型。同时，中国在非洲参与投资建设的各类产业园区，吸引了家电、汽车等企业入驻，实现了“非洲制造、全球销售”，推动产业集群形成。

#### 4) 品牌加速本地化与渠道深耕（2019-至今）

2019 年，首届中国-非洲经贸博览会在湖南长沙举办，这是专门为非洲国家在中国设立的第一个综合性经贸博览会，为中非合作，特别是地方和企业层面的合作，建立了全新的、



更高规格的平台。此外，到 2019 年，已有大量非洲国家及非盟与中国签署了“一带一路”合作文件，推动双方合作迈向新高度，逐渐进入“品牌全球化”时代，企业由“低价内卷”转向“产品力+品牌力”，通过本地化产品与组织、多渠道协同构筑长期壁垒与定价权。非洲消费市场线下主导、电商仍处于初期阶段；传统经销商模式流通为主，北非/南非现代商超与专营连锁零星起势，需以分销/经销网络实现广覆盖与高周转。

手机赛道（代表样本）：传音在尼日利亚、肯尼亚等市场形成高份额稳态，2024 年非洲市场收入体量约 227.19 亿元、智能机市占率超过 40%；在埃塞俄比亚设有生产制造中心，形成“本地化产品定义+本地制造”的范式。

我们认为在当中非合作深化、非洲市场逐渐成熟背景下非洲个护行业仍处于蓝海阶段。针对个护（卫生巾、纸尿裤等）赛道，中国企业进入非洲市场前，宝洁与金佰利等国际企业长期占据南非等高端市场，市场占有率分别位居第一和第二，东/西非市场等经商环境一般消费力较弱的市场相对空白。然而非洲毕竟是一个极度看重性价比的市场，欧美品牌拥有声誉优势，但其高昂价格难以下沉至更广泛的人群。目前，以乐舒适为代表的中国企业低价渗透、渠道深耕差异化抢占东/西非市场份额成效显著。

## 1.2 新兴市场孕育成长机遇，非洲个护增速显著高于其他地区，东/西非成重要布局点

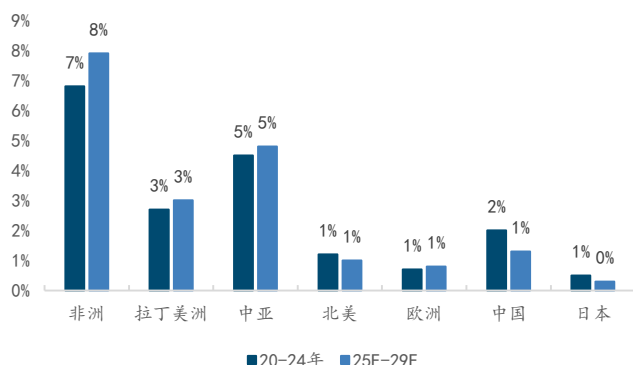
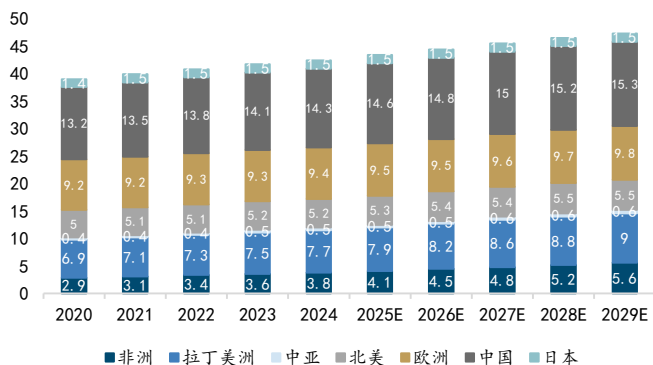
2020 年至 2024 年，北美个护市场从 50 亿美元增长至 52 亿美元（CAGR 1.2%）；欧洲市场从 92 亿美元增至 94 亿美元（CAGR 0.7%）；中国市场从 132 亿美元增至 143 亿美元（CAGR 2.0%）；日本市场则从 14 亿美元增至 15 亿美元（CAGR 0.5%）。这些区域市场渗透率较高，增长趋于饱和。

在此背景下，新兴市场展现出更为强劲的增长潜力，成为全球个护行业的新焦点。新兴市场主要指分布于非洲、拉丁美洲及中亚的经济体，普遍具备经济增速快、人口结构年轻且分布广泛的特点。年轻化的人口形成了庞大的金字塔型结构，为经济发展提供了充足且成本较低的劳动力资源，奠定了工业化和消费市场扩张的坚实基础。此外，新兴市场在基础设施、制造业升级与服务业务拓展方面蕴含大量投资机遇。尽管当前工业化水平有限、本地原材料供应不足，仍需依赖进口满足部分必需品需求，但该地区正积极推动区域经济一体化，加强国际协作，提升贸易自由化水平，以应对挑战并释放增长潜能。

新兴市场个护产品规模预计将稳步提升，非洲个护增速尤为突出。据弗若斯特沙利文预测，非洲市场规模将从 2025 年的 41 亿美元增至 2029 年的 56 亿美元，CAGR 达 7.9%；拉丁美洲从 79 亿美元增至 90 亿美元，CAGR 为 3.0%；中亚地区则由 5 亿美元增长至 6 亿美元，CAGR 为 4.8%。这一增长主要受益于人口结构年轻化、城镇化进程加快、消费能力提升与渠道及供应链发展。

图表1：新兴市场个护规模预计将稳步提升（十亿美元）

图表2：新兴市场个护增速相对较快，非洲个护尤为突出



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

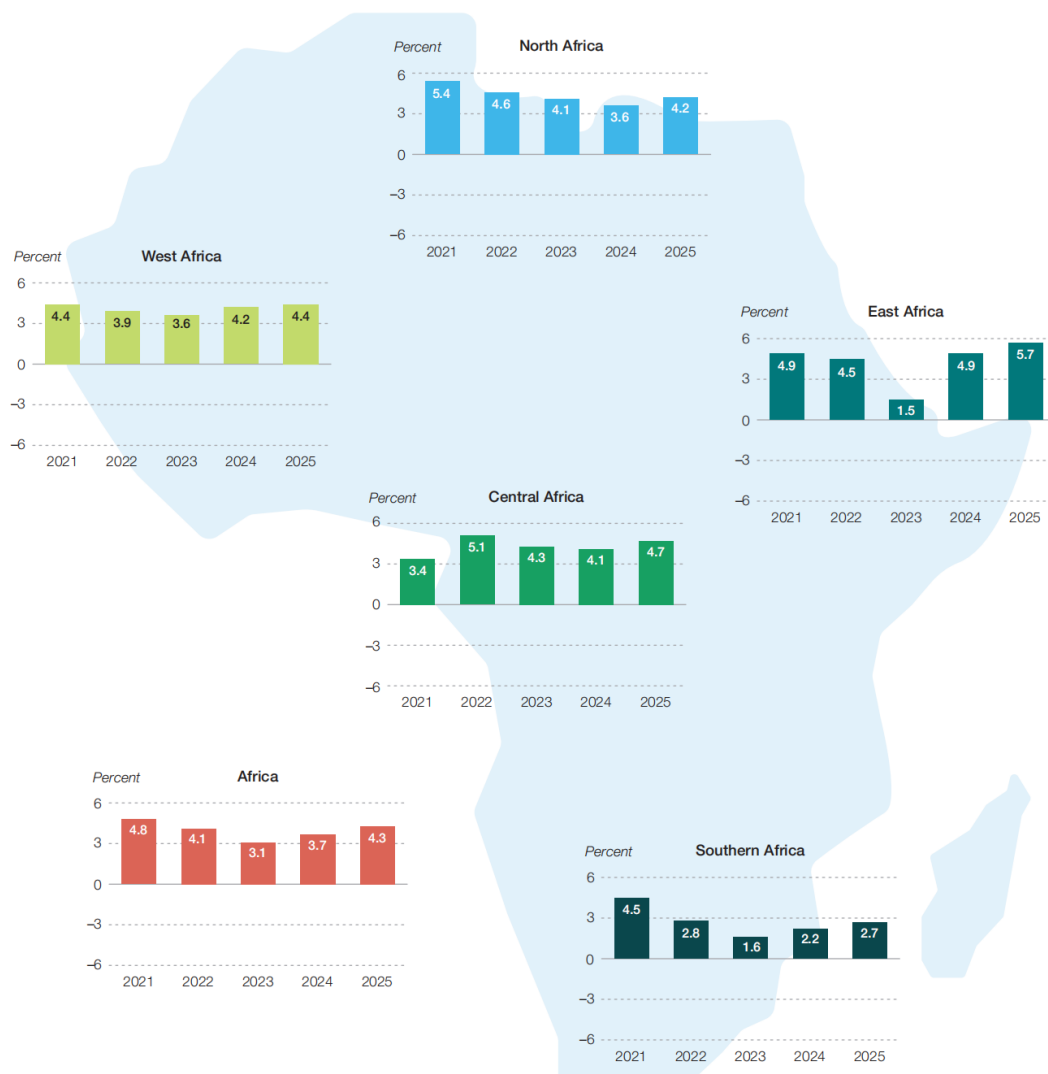
非洲个护整体增速相对较高，但其内部各区域因经济结构、大宗商品依赖程度及内需政策差异呈现不同增长前景。根据非洲开发银行，东/西非经济增速快，具备优越的成长条件：

- 东非：预计将重新成为非洲增长最快的地区，实际 GDP 增长率将从 2023 年预估的 1.5% 升至 2024 年的 4.9% 和 2025 年的 5.7%。
- 西非：经济增长加速，从 2023 年预估的 3.6% 升至 2024 年的 4.2%。该地区 2024 年增长率较 2024 年 1 月预测上调 0.3 个百分点，反映科特迪瓦、加纳、尼日利亚和塞内加尔等主要经济体增长预期上调。



- 中非：经济增长率预计将从 2023 年的 4.3% 温和放缓至 2024 年的 4.1%，随后在 2025 年强劲回升至 4.7%，虽然增速较快，但整体政商经济环境较差。
- 北非：经济增长率预计将从 2023 年预估的 4.1% 降至 2024 年的 3.6%，2025 年回升至 4.2%，基础设施完善但劳动力成本较高。
- 南部非洲：经济增长预计从 2023 年预估的 1.6% 微升至 2024 年的 2.2%，2025 年稳固至 2.7%，产业体系成熟，拥有非洲最完善的工业体系和供应链，但对于新进入者门槛高。

图表3：东西非经济增速突出，具备优越的成长条件



来源：非洲开发银行集团《AFRICAN ECONOMIC OUTLOOK 2024》，国金证券研究所

根据非洲各区域市场特征，目前已有不同类型的国际个护企业布局，非洲不是单一风险市场，而是梯度鲜明的多元化赛场。

南非市场基础设施完善，现代零售渠道占比高，消费能力较强。这个市场适合拥有成熟品牌和完善供应链的国际公司，能够在结构化市场中获取稳定收益，目前宝洁/金佰利等公司在此布局较多。

西非和东非地区人口结构年轻，城镇化进程快，对现代化个护产品需求增长迅速。虽然存在基础设施不足和监管环境复杂的挑战，但适合寻求高增长的企业进入，目前已经吸引包括中国、印度在内的多个国际公司布局。

北非地区（以埃及、摩洛哥为代表）具有成熟的制造业基础和完善的供应链配套，消费者对国际品牌接受度高，阿拉伯文化圈主导，人口以阿拉伯裔及白人为主，宗教与消费行为高度统一。这个地区适合计划建立区域化生产基地的企业，但劳动力成本相对较高、市场增长速度有所放缓。



中非地区市场环境较为复杂，基础设施薄弱，政治经济存在不确定性，仅适合具备丰富新兴市场经验，能够应对高风险的企业谨慎进入，且适合的生产基地较为缺失。

图表4：北/南非经济成熟，东西非增速较快

区域	核心优势	主要挑战	主要国家及核心特点
东非	- 市场潜力巨大：年轻人口占比高，消费需求旺盛。	- 供应链基础薄弱：进口需求高。	肯尼亚：作为前英属殖民地，法律体系沿袭英国，英语普及率高。联合国、NGO 及欧美企业非洲总部多设于内罗毕，催生高端服务需求，被誉为“非洲硅谷”。内罗毕国际化程度高。
	- 区域一体化程度高：东非共同体内部贸易成本低。	- 基础设施瓶颈：稳定电力供应是挑战。	埃塞俄比亚：为非洲第二大人口国，平均年龄低，劳动力成本极低，具备劳动密集型产业优势。但工业基础薄弱，GDP 六成依赖农牧业，消费品价格为中国国内 3-5 倍，部分高达 10 倍。市场以进口商品为主。
	- 经济活力强：是非洲经济增长的亮点区域。	- 治理挑战：存在腐败、行政效率低下等问题。	
西非	- 人口基数庞大：拥有非洲最大的消费市场之一。	- 基础设施严重落后：电力短缺，物流成本高。	加纳：西非的“稳定绿洲”。政治稳定，英语国家，营商环境在西非领先，是风险较低且理想的初始切入点和生产基地。
	- 资源丰富：经济与全球联系紧密。	- 安全与治理风险：部分地区安全形势严峻，腐败问题突出。	尼日利亚：庞大的人口基数提供规模效应。
北非	- 基础设施完善：工业基础、电力供应是非洲最发达地区。	- 市场增长放缓：人口结构相对老龄化。	摩洛哥：连接欧非的桥梁。政治稳定，营商环境规范，地理位置卓越。
	- 地理位置优越：紧邻欧洲市场，便于进出口。	- 劳动力成本高：薪资水平较高。	
	- 投资环境成熟：外资保护体系完善。	- 政治波动：社会稳定存在变数。	
南非	- 产业体系成熟：拥有较为完善的工业体系和供应链，工业化水平高。	- 经济增长放缓：主体经济体面临结构性挑战。	南非：拥有发达的金融、法律和零售体系。
	- 法律法规健全：商业环境较为透明稳定。	- 市场竞争激烈：进入门槛较高。	
中非	- 自然资源丰富：蕴含石油、矿产等资源，具备潜在的经济基础。	- 基础设施匮乏：交通、电力等基础条件为非洲最差区域之一，物流成本高。	-
	- 中心地理位置：理论上可辐射西非、东非和南部非洲。	- 安全风险高：地区冲突、政局不稳，外资安全缺乏保障。	
	- 潜在市场体量：刚果（金）拥有近亿人口，理论市场空间大。	- 营商环境严峻：治理水平低，腐败问题严重，法律法规不健全。	
		- 市场碎片化且贫困：购买力低。	

来源：商务部，联合国，worldometer，世界银行，金杜律师事务所，非洲开发银行集团《AFRICAN ECONOMIC OUTLOOK 2024》，DoNews 等，国金证券研究所整理

### 1.3 非洲个护市场仍处发展红利期，低渗透率确保行业规模持续扩容

我们认为，当前中国个护行业出海仍处于蓝海阶段。与电子、家电等已实现品牌国际化的行业相比，中国快消品牌在海外仍以贸易试探和渠道试水为主，尚未形成系统性的品牌战略与本地化运营体系。多数企业仍依赖成本优势和原有跨境渠道，缺乏对目标市场消费者文化、媒体生态和零售结构的深度洞察。





图表5：中国个护行业出海仍处于蓝海阶段

人口结构	全球最年轻的大陆，出生率最高，新生儿数量全球占比超 1/3，为市场提供持续增长的消费基数。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 20 岁以下人口占比超 50%；东西非平均年龄 18 岁</li><li>• 2024 年新生儿约 4820 万，占全球 36.5%</li><li>• 新生儿数量年复合增长率达 1.8%</li></ul>
市场渗透率	婴儿纸尿裤和女性卫生用品的渗透率低，与全球平均水平存在巨大差距，意味着增量空间广阔。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 婴儿纸尿裤渗透率约 20% (对比欧美/中国:70%-86%)</li><li>• 卫生巾渗透率约 30% (对比欧美/中国:86%-92%)</li></ul>
城镇化率	快速城镇化是改变消费行为和能力的核心驱动力。人口向城市聚集带来收入提升、现代零售渠道普及和现代卫生观念形成。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 东西非城镇化率 30%-50%；南部非洲达 65%</li><li>• 随着城镇人口增加，接触超市、便利店、电商等现代渠道的机会更多，行业格局存在机遇与挑战</li></ul>
增长潜力	市场规模增速显著高于全球平均水平，未来几年预计将保持强劲增长。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 婴儿纸尿裤市场：预计 2024-2029 年年复合增长率 7.0%，规模将从 25.9 亿增至 36.3 亿美元</li><li>• 卫生巾市场：预计 2024-2029 年年复合增长率 10.7%，规模将从 8.5 亿增至 14.1 亿美元</li></ul>
竞争格局	东西非市场尚未被国际巨头完全垄断，本土化程度高的企业已凭借性价比和渠道优势占据领先地位。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 以乐舒适(Softcare)为代表的企业，凭借本地化生产和深度分销，在销量上已超越宝洁等国际品牌，成为非洲第一。</li></ul>

来源：弗若斯特沙利文，worldometer，国金证券研究所

从上一章节的非洲经济情况分析，东西非是中国个护出海的主要目标地，南北非等城镇水平较高的地方多由国际品牌主导。从市场角度分析，东西非约 10 亿左右人口，平均年龄 19 岁，婴儿出生率 4 - 5%，纸尿裤/卫生巾市场渗透率低，行业潜力充足。

图表6：人口出生率高、年龄低&渗透率低，行业潜力充足

地区	人口 (2025)	年度变化	净变化	密度 (人/平方公 里)	面积 (平方 公里)	净移民	生育率	年龄中位数	城市人口 (%)	世界份额
东非	513,485,693	2.55%	12,781,847	77	6,667,493	-279,850	3.96	18.3	32%	6.24%
西非	466,532,788	2.25%	10,281,459	77	6,064,060	-187,524	4.27	18.2	49.8%	5.67%
北非	276,302,254	1.53%	4,170,915	36	7,769,438	140,714	2.88	24.9	51.8%	3.36%
中非	219,525,087	3.1%	6,609,451	34	6,496,820	-182,729	5.37	16.4	50.4%	2.67%
南部非洲	74,021,757	1.21%	883,056	28	2,650,670	131,604	2.27	27.9	64.7%	0.90%

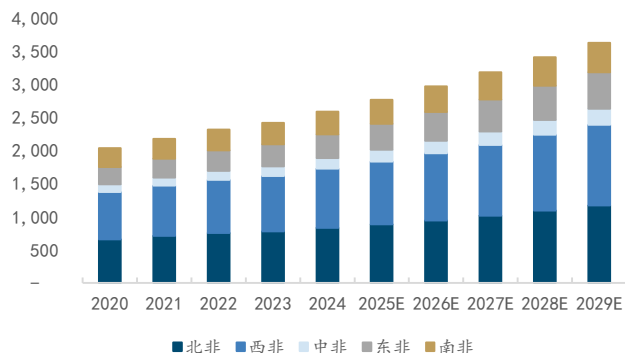
来源：worldometer，国金证券研究所

分品类看，据弗若斯特沙利文数据显示，2024 年非洲纸尿裤、拉拉裤和卫生巾的市场规模分别约为 25.9 亿美元、38.9 亿美元和 8.5 亿美元，过去五年间的复合年增长率（CAGR）分别约为 6%、7%和 9%。

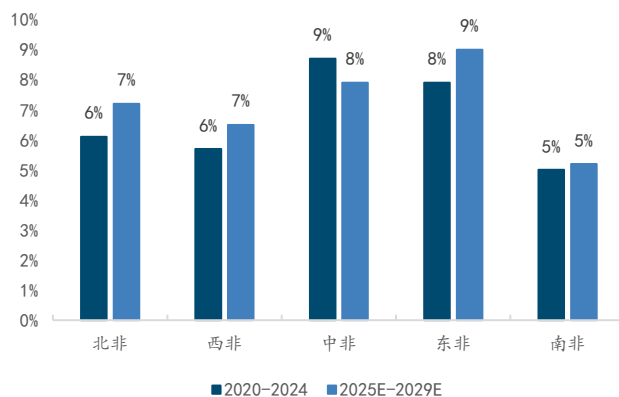
纸尿裤行业在人口红利与渗透率驱动下，相关行业规模有望持续增长。拉拉裤品类取决于各个国家对于该品类的教育程度。而卫生巾品类相比纸尿裤开拓难度在于女性对原有品牌有粘性，难以改变消费者习惯。



图表7：西非婴儿纸尿裤市场规模最大（百万美元）



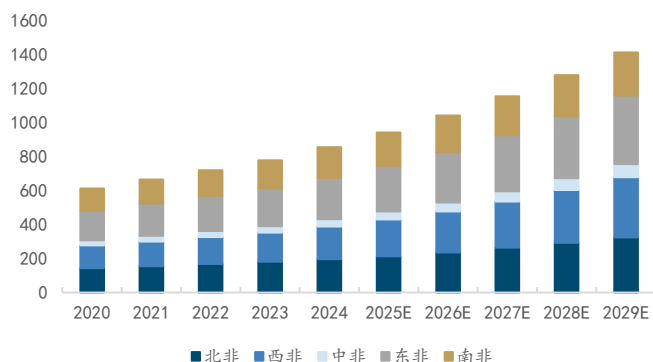
图表8：预计未来五年东非纸尿裤增速可达9%



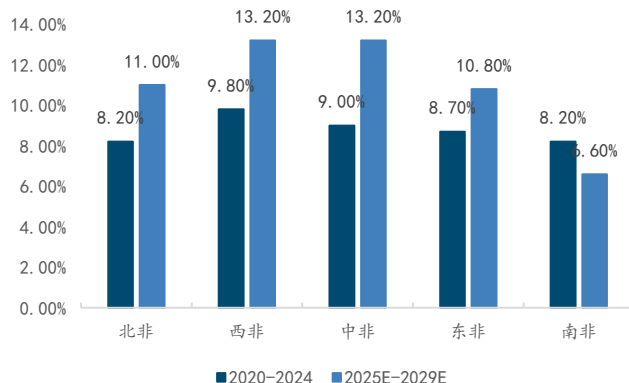
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表9：卫生巾总体规模约纸尿裤的1/3（百万美元）



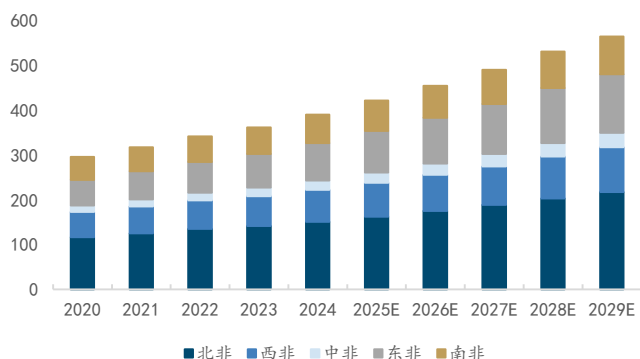
图表10：预计未来五年除南非外卫生巾规模增速超10%



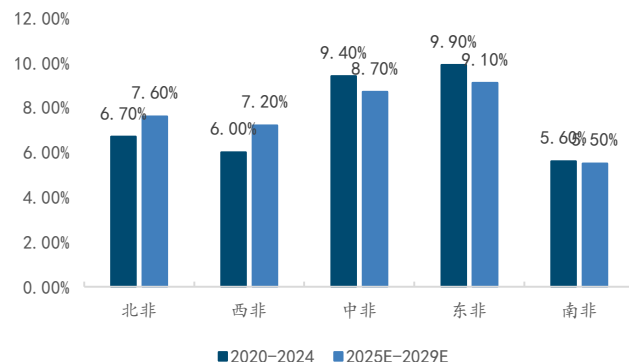
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表11：拉拉裤市场规模（百万美元）



图表12：预计未来五年东非纸尿裤增速可达9.1%



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

从后续空间角度，东西非市场的核心驱动因素主要是人口红利和渗透率：

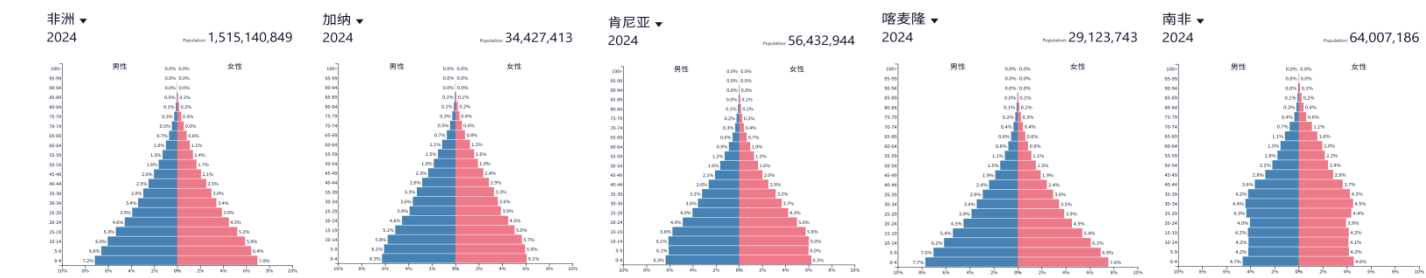
#### ①. 人口红利：

从人口结构角度，非洲个护呈现显著增长潜力。据弗若斯特沙利文，2024年非洲、拉丁美洲及中亚的出生人口分别为48.2百万、10.1百万及2.0百万，分别占2024年全球出生人口的36.5%、7.7%及1.4%。2020年至2024年，非洲的新生儿数量复合年增长率为1.8%，



位列全球各洲之首，20 岁以下人口占比超过 50%，人口结构呈现显著增长潜力。

图表13：非洲主要国家人口金字塔



来源：世界人口金字塔网站，国金证券研究所

但同样值得注意的是，非洲巨大的人口红利在带来机遇的同时，也面临着严峻的公共卫生挑战。相对薄弱的医疗卫生基础、传染病威胁等问题，导致了较高的死亡率与人均预期寿命偏低，这成为其发展进程中不可忽视的制约因素。

图表14：非洲主要地区婴儿死亡率

地区	婴儿死亡率 (每千名活产婴儿)	5 岁以下死亡率 (每千名活产婴儿)
非洲总体	42.6	61.50
坦桑尼亚	27.5	37.10
加纳	29.5	39.40
肯尼亚	28.6	39.50
对比参考：中国	6	7.50

来源：Worldometer，国金证券研究所

## ②. 渗透率：

从渗透率方面，非洲个护长期市场规模具备明显增长空间。2024 年，非洲的婴儿纸尿裤及婴儿拉拉裤市场渗透率约为 20%，低于欧洲、北美和中国市场介乎约 70%至 86%的渗透率，非洲的卫生巾市场渗透率约为 30%，亦低于类似产品在欧洲、北美和中国市场介乎约 86%至 92%的渗透率。

因此，由于市场渗透率稳步增长，非洲市场具有巨大的长期增长潜力。且随着资讯传播成效日益提升以及品牌营销广泛扩展，消费者对婴儿纸尿裤及卫生巾的认知逐渐提高。

根据上述，我们分别以中期渗透率目标&人口增长&单价增长作为假设进行测算，于弗若斯特沙利文数据相互印证，预计 2029 年的非洲个护规模具备约 50%的增幅；长期来看，根据合理目标渗透率假设预计整体体量可达近百亿美元。

图表15：以渗透率为假设，长期市场规模具备 3-4 倍空间（亿美元）

	非洲婴儿纸尿裤	非洲婴儿拉拉裤	非洲卫生巾
2024 年市场规模	25.895	3.89	8.542
当前渗透率（2024）	20%	20%	30%
中期假设：			
中期渗透率目标（2029）	23%	23%	37%
人口增长假设	2%	2%	2%
单价增长假设	4%	4%	4%
基于假设市场规模 CAGR	8.9%	8.9%	10.4%
2029 年预测市场规模	39.61	5.95	14.01
2029 年预测市场规模	36.32	5.63	14.13



(弗若斯特沙利文)			
2025-2029 年预测 CAGR (弗若斯特沙利文)	7%	7.6%	10.7%
长期假设:			
长期目标渗透率假设	60%	60%	70%
主要参考国家/地区渗透率 (2024)	欧洲、北美、中国: 70% - 86%		欧洲、北美、中国: 86% - 92%
长期理论市场规模 (基于渗透率)	77.69	11.67	19.93

来源: 弗若斯特沙利文, 世界银行, 国金证券研究所;  $CAGR = (1 + \text{人口增长率}) \times (1 + \text{渗透率提升率}) \times (1 + \text{片单价增长率}) - 1$

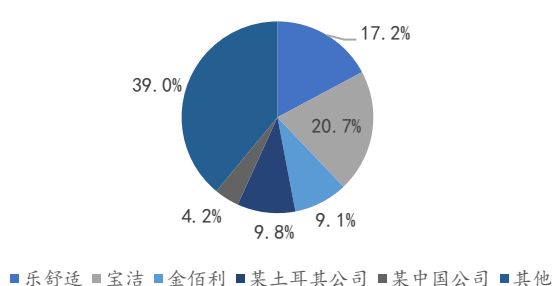
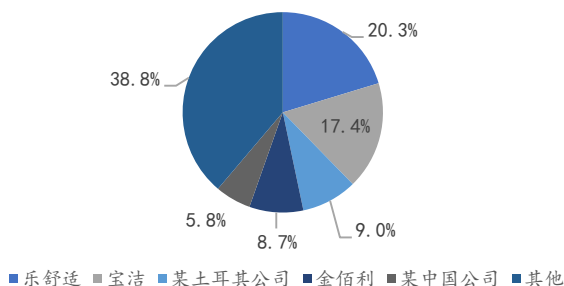
## 2. 从 0 到 1: 中国企业如何开拓非洲个护市场?

### 2.1 市场格局: 国际巨头维持高端品牌定位, 中国企业性价比渗透突破

非洲市场的竞争格局高度集中, 国际高端品牌与本地先进者共存。根据乐舒适招股书, 按 2024 年销量口径, 乐舒适在非洲婴儿纸尿裤与卫生巾分别位居第 1 (份额 20.3%与 15.6%); 按收入口径分别位居第 2 (份额 17.2%与 11.9%); 且以 2024 年收入及销量计算在加纳、肯尼亚、科特迪瓦、塞内加尔、喀麦隆及坦桑尼亚等国的婴儿纸尿裤市场均排名第一, 在加纳、塞内加尔、肯尼亚和坦桑尼亚卫生巾市场均排名第一。国际巨头 (宝洁、金佰利) 则主打高端价带, 销额领先。

图表16: 非洲婴儿纸尿裤按销量乐舒适份额最高

图表17: 非洲婴儿纸尿裤按收入宝洁份额最高

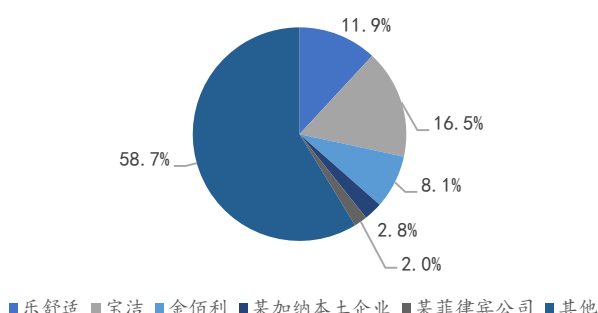
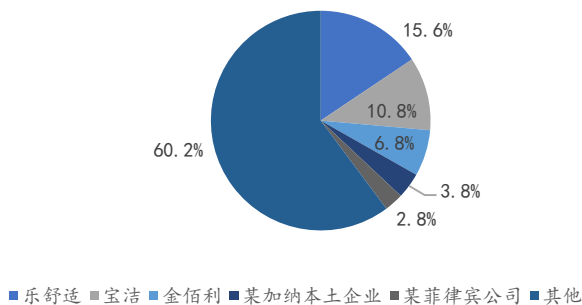


来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表18: 非洲卫生巾按销量乐舒适份额最高

图表19: 非洲卫生巾按收入宝洁份额最高



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所





中国企业进入市场前，宝洁与金佰利长期占据撒哈拉以南非洲的高端市场，市场占有率分别位居第一和第二。然而非洲毕竟是一个极度看重性价比的市场，欧美品牌拥有声誉优势，但其高昂价格难以下沉至更广泛的人群。乐舒适正是在这个缺口中找到了机会，凭借中国制造业优势，以欧美产品约三分之一的价格，提供了卫生用品市场的低成本替代品，切入非洲最广阔的消费层级，撬动了这一新兴市场。

在品牌策略方面，宝洁以全球大品牌(含婴儿/女性/家护)驱动中高价带渗透与品类教育，叠加多渠道与强执行支撑份额稳定；金佰利以 Huggies/Kotex/Kleenex 的纸基协同推进国际个人护理与纸品联动，并重组以提升聚焦度与效率；乐舒适以本地化品牌矩阵覆盖多价带，强调性价比与可负担性市场的快速周转。

在生产模式方面，宝洁依托全球网络组织效率，并针对尼日利亚等高波动市场进行动态调整；金佰利积极应变以应对营商环境变化；乐舒适在非洲 8 厂 51 线、覆盖西/东/中非多国，经销/批发深覆盖与在地制造协同降本提速。

在产品结构方面，宝洁 Baby, Feminine & Family Care 分部与其他四大分部形成跨品类拉动；金佰利按 NA(北美)/IPC(国际个人护理)/IFP(国际家庭护理与专业产品)披露；乐舒适 2024 年纸尿裤 75.3%、卫生巾 17.0%、拉拉裤 4.5%、湿巾 3.2%(按收入占比)。

在收入规模与盈利方面，宝洁 FY2025 (24/7-25/6) 净销售额约 843 亿美元、归母净利约 161 亿美元、净利率约 19.1%、毛利率约 51.2%；金佰利 FY2024 净销售额约 201 亿美元、归母净利约 25.45 亿美元、净利率约 12.7%、毛利率约 35.8%；乐舒适 2024 年收入约 4.54 亿美元、归母净利约 0.95 亿美元、净利率约 21.5%、毛利率约 35.2%。

图表20：非洲个护龙头情况对比

公司	乐舒适 (中国)	宝洁 (美国)	金佰利 (美国)
成立时间	2009	1837	1872
进入非洲时间	2009	1958	1936
集团营业收入 (亿美元)	4.54	842.84	200.58
毛利率	35.20%	51.16%	35.80%
归母净利润 (亿美元)	0.95	159.74	25.45
净利率	20.90%	19.06%	12.85%
产品结构	<p>■ 婴儿纸尿裤 ■ 婴儿拉拉裤 ■ 卫生巾 ■ 湿巾</p>	<p>■ 织物与家庭护理 ■ 母婴用品 ■ 美容个护 ■ 卫生保健 ■ 男士理容</p>	<p>■ 婴幼儿护理 ■ 家居护理 ■ 专业 ■ 成人护理 ■ 女性护理 ■ 其他</p>



市场结构	<p>■ 西非 ■ 东非 ■ 中非 ■ 拉美 ■ 中亚</p>	<p>■ 北美 ■ 欧洲 ■ 大中华区 ■ 拉丁美洲 ■ 亚太 ■ 印度、中东与非洲</p>	<p>■ 北美 ■ 国际个护 ■ 国际家护与专业</p>
平均售价	<p>婴儿纸尿裤 9-20 美分/片； 卫生巾 4.5-8.5 美分/片</p>	<p>婴儿纸尿裤 18-25 美分/片； 卫生巾 7.5-13 美分/片</p>	<p>婴儿纸尿裤 20-28 美分/片； 卫生巾 8-13.5 美分/片</p>

来源：各公司公告，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表21：非洲婴儿纸尿裤价格定位

市场细分	平均零售价格范围（美分/片）
高端	超过 20
中高档	15-20
中端	10-15
大众市场	少于 10

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表22：非洲卫生巾价格定位

市场细分	平均零售价格范围（美分/片）
高端	超过 9
中高档	7-9
中端	5-7
大众市场	少于 5

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

## 2.2 在非洲进入纸尿裤/卫生巾行业需要哪些能力要素？

婴儿纸尿裤及卫生巾等卫生用品的消费门槛相对较低。由于工业化高度发达，卫生用品的直接生产成本不断优化。在偏远及农村地区，提高卫生用品销售效率的主要限制因素是供应链及物流开支高昂，导致可及性有限。在新兴市场偏远及农村地区的卫生用品成本架构中，供应链及物流开支占产品成本的至少 30%，远高于成熟城市市场 15%至 20%的比例。

当地进入市场存在较大壁垒/适应性。政治与宏观环境需要考虑政治稳定性、政策连续性、对外资的欢迎度。商业便利性包括腐败控制、税收制度、融资渠道。供应链包括原材料（纸浆、无纺布、高分子吸水树脂 SAP）的获取与进口成本、电力供应、物流交通。

非洲的运输成本属于全球最高之列，背后的原因往往是公路网不发达和物流效率低下。特别是，内陆国家的运输成本非常高，可比沿海国家高出 50%。按贸易额每万公里所需成本计算，非洲内部的运输成本远高于非洲外部的运输成本，这损害了非洲内部价值链和供应链的发展。根据好保游资讯，非洲内陆段公路货运成本普遍在 0.10-0.12 美元/吨公里，而中国同期水平约为 0.03-0.04 美元/吨公里，非洲成本是中国的 3-4 倍。以 1000 公里运输为例，非洲运输 1 吨货物需支付 100-120 美元，而中国仅需 30-40 美元。

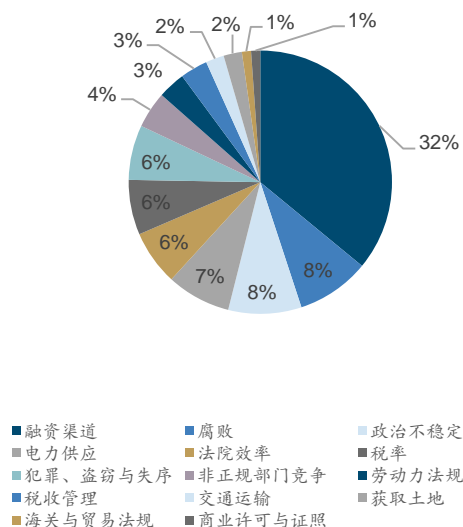
电力成本在非洲同样值得关注，北非拥有最好的电力基础设施，目前依旧主要依赖化石燃料，近年来逐步重视可再生能源的发展。南部非洲的电力发展相对较为先进。尽管如此，一些国家的农村地区仍面临供电不足的问题。

东西非仍面临基础设施不足和电力供应不稳定的问题。尼日利亚是西非最大的电力市场，努力推动私有化和投资以提升电力供应。近年来可再生能源项目逐渐增多，特别是太阳能。虽然西部非洲一些国家的电力覆盖率在提高，但农村地区仍然面临严重的电力短缺。东非则整体电力覆盖率较低，尤其是在农村地区。区域内的可再生能源项目正在逐步推进。

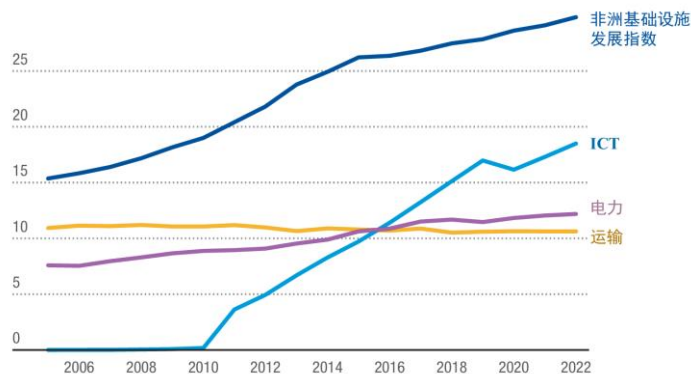
中部非洲的许多国家电力供应不稳定，基础设施薄弱。尽管地区内有丰富的水资源，但开发进展缓慢。比如，刚果（金）拥有庞大的水电潜力，但仅部分开发。



图表23：融资、政治、电力是重要壁垒



图表24：非洲基础设施的发展有所改善，但运输和电力方面依存在缺失环节



来源：联合国贸易和发展《2024 Economic development in Africa report》，  
国金证券研究所

来源：联合国贸易和发展《2024 Economic development in Africa report》，  
国金证券研究所

图表25：非洲各国人口及电力情况

地区	国家	人口(百万)	电力覆盖率	主要电力生产	可再生能源
北部非洲	摩洛哥	38.08	接近 100%	火电(燃煤)	太阳能、风能、水电
	阿尔及利亚	46.81	接近 100%	火电(天然气)	水电、风能
	突尼斯	12.28	接近 100%	火电(燃煤、天然气)	风能、太阳能
	利比亚	7.38	100%左右	火电(天然气)	水电
西部非洲	贝宁	14.46	约 60%~70%	燃油、水电	太阳能
	布基纳法索	23.55	约 40%~50%	火电(燃油和煤炭)	水电、太阳能
	加纳	34.43	约 80%~90%	水电、火电(天然气、燃煤)	水电、太阳能
	几内亚	14.75	约 30%~40%	水电、火电(燃煤)	水电
	利比里亚	5.61	约 10%~20%	柴油发电	风能、太阳能
	马里	24.48	约 30%~40%	柴油发电、水电	水电
	尼日尔	27.03	约 20%~30%	柴油发电、水电	水电
	尼日利亚	232.68	约 60%~70%	天然气发电、水电、煤电	水电
	塞内加尔	18.50	约 70%~80%	燃油发电、水电	太阳能、风能
	多哥	9.52	约 60%~70%	燃油发电	水电
中部非洲	安哥拉	37.89	约 40%~50%	火电(石油、天然气)、水电	水电
	喀麦隆	29.12	约 70%~80%	水电、火电(天然气)	有一定的可再生能源项目
	中非共和国	5.33	约 10%~20%	柴油发电	水电
	刚果(布)	6.48	约 20%~30%	柴油发电	水电
	刚果民主共和国	109.28	约 10%~20%	柴油发电	水电
	加蓬	2.54	约 70%~80%	水电、火电(天然气、石油)	水电、风能、太阳能



东部非洲	肯尼亚	56.43	约 75%~80%	地热、风能、水电	风能、水电
	乌干达	50.02	约 60%~70%	水电、燃煤	水电、地热、太阳能
	埃塞俄比亚	132.06	约 40%~50%	水电	风能、太阳能
	卢旺达	14.26	约 60%~70%	水电、火电	水电
	布隆迪	14.05	约 20%~30%	水电、燃油发电	水电
	南苏丹	11.94	低于 10%	柴油发电	水电
	埃及	116.54	接近 100%	燃煤、天然气	太阳能、风能
南部非洲	安哥拉	37.89	约 40%~50%	火电(石油和天然气)水电	水电
	博茨瓦纳	2.52	约 80%~90%	煤电	太阳能、风能
	莱索托	2.34	约 90%~95%	水电	水电
	马拉维	21.66	约 30%~40%	水电、柴油发电	水电
	莫桑比克	34.63	约 40%~50%	水电、火电(燃煤和天然气)	水电
	南非	64.01	接近 100%	煤电	水电、风能、太阳能
	赞比亚	21.31	约 60%~70%	水电、火电	水电
	津巴布韦	16.63	约 70%~80%	煤电	水电、太阳能

来源：中国投资参考，Worldometer-实时世界统计，国金证券研究所

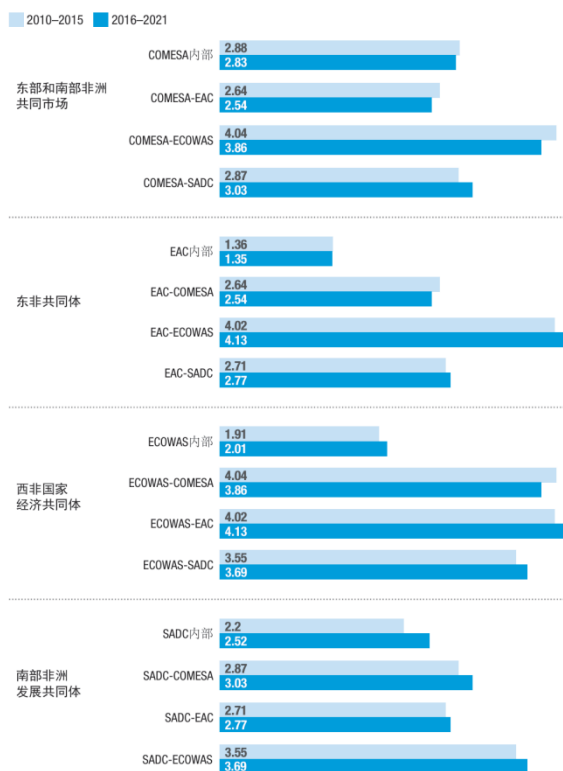
非关税贸易壁垒对非洲区域经济共同体内部贸易和非洲区域经济共同体间贸易构成主要挑战。非关税措施是指，通过卫生检疫和植物检疫等一系列技术和非技术要求影响贸易价格和数量的贸易规章。非关税措施对非洲内部贸易的限制是正常关税的三倍。

各区域经济共同体内部和之间的非关税贸易成本都存在很大差异。各共同体内部的非关税贸易成本各不相同，区域经济共同体间贸易所涉及的这种成本甚至更高。这在一定程度上表明过境系数较高，增值贸易更集中于区域经济共同体内部。解决基础设施不足、非关税成本高和贸易网络集中的问题，可帮助非洲发挥巨大的市场潜力，减少对外部供应国的依赖，增强经济韧性，抵御今后的冲击。





图表26：各区域共同体内部及相互平均非关税贸易成本



图表27：乐舒适本地雇员占比约 97%

区域	国家/地区	雇员人数	区域小计
西非	加纳	796	1,071
	塞内加尔	186	
	贝宁	69	
	科特迪瓦	20	
东非	肯尼亚	587	1,146
	乌干达	143	
	坦桑尼亚	189	
	赞比亚	227	
中非	喀麦隆	85	85
东亚	中国	61	61
中东	阿联酋	20	20
中美洲	萨尔瓦多	13	13
南美洲	秘鲁	16	16
中亚	哈萨克斯 坦	5	5
总计			2,417

来源：非洲开发银行集团《AFRICAN ECONOMIC OUTLOOK 2024》，国金证券研究

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

所：COMESA 指东部和南部非洲共同市场；EAC 指东非共同体；ECOWAS 指西非国家经济共同体；SADC 指南部非洲发展共同体。

下面，我们以国内成功在国际巨头手下抢夺市场份额成为行业龙头的乐舒适为例，讨论进入非洲纸尿裤/卫生巾等个护行业需要具备的能力要素和核心壁垒。

乐舒适的母公司森大集团成立于 2004 年，是中国最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，在非洲从早期出口贸易转向发展加工生产，并一步步建立本地渠道、发展本地品牌，一路跟中国改革开放、加入 WTO，是最早进入非洲的中企之一，盘踞多个行业。森大集团还投资了许多扎根非洲本土的洗衣粉、五金、陶瓷等工厂，同时创立了多个消费品牌。

我们认为乐舒适核心优势在于对非洲本地市场的深刻认知，产能/渠道/价格三大要素相辅相成。公司能够做到低价，本质是因为把中国的供应链搭建能力搬到了非洲；而下沉的渠道也反哺目前乐舒适打开份额、建立本地品牌的目标。乐舒适深度本地化运营，通过低价策略匹配当地购买力、本地化生产降低成本、深度分销覆盖全市场，这些策略完全符合东/西非作为新兴市场的特点：消费能力有限但需求庞大、国际巨头覆盖不足。跨国巨头大多依赖进口，价格较高，产品能够覆盖的消费群体有限。

国际巨头宝洁/金佰利核心优势在于其全球统一的品牌形象与高品质标准，但建厂&渗透策略存在一定品牌惯性（例如高价维持品牌形象、对当地考察不足、照搬美国模式等）和大企业成本问题。另外，在市场渗透策略上，高端品牌也难以根据非洲实际卫生条件和经济水平适当调整产品价格、花费时间精力深入与当地渠道深入链接。

#### 核心要素 1：更灵活、更谨慎、可多点布局的本土产能对抗高关税与脆弱物流

新兴市场的工业化水平一般很低，本地货币汇率的波动、外汇管制、政策不确定性给中资企业的财务成本和资金汇兑带来了较大的不确定性。谨慎安全的本地化战略可以充分利用当地税收等方面政策，减少劳动力支出，节省物流费用，快速响应市场需求，辐射周边地区，获得当地政府支持。

同时，在非洲形成成熟产能的难度普遍较高。这主要源于供应链、基础设施、营商环境和劳动力素质等多方面的综合挑战。根据国际工程与劳务杂志，很多中资企业在非洲建厂存在如下问题：



- 缺乏符合非洲特性的国际化经验：难以解决中非经营环境差异性造成的各种问题。同时，中国企业进入非洲的时间不长，而且较多从事商贸、能矿开发、承包工程，缺乏制造业领域的经验积累。
- 本地化挑战：中国企业面临管理属地化和员工本地化的双重挑战，员工本地化是非洲国家政府和人民的要求。多数国家都制定了相关法律，对外资企业雇佣当地员工的比例有硬性要求。
- 合规意识亟需加强：一些非洲国家治理能力不足，使一些中资企业滋生了漠视法纪的问题。同时，中国政府各部门对境外中资企业的管理工作还跟不上中非合作快速发展的步伐。

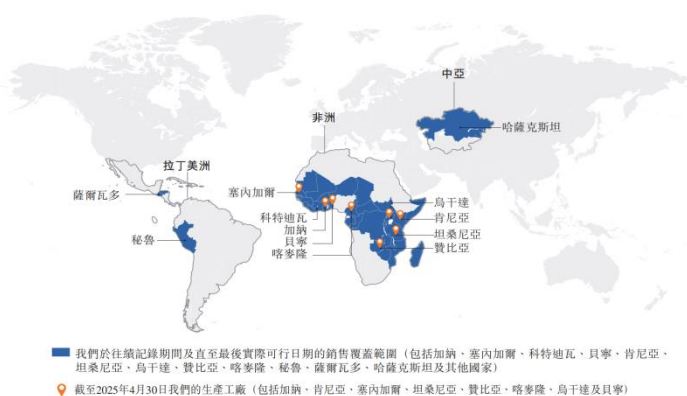
除以上问题外，国际巨头曾面对建设本土产能受阻的问题。24 年，金佰利公司计划关闭其在尼日利亚的生产设施，原因是产量下降和经济环境恶化，其于 2012 年在尼日利亚开始生产，但由于不利条件在 2019 年暂停了五年。公司于 2021 年在拉各斯开设了一家耗资 1 亿美元的工厂后恢复运营。从 2022 年起，该公司已减少班次并减少运行天数以降低成本。23 年宝洁以类似的方式关闭了在尼日利亚的生产。

相比之下，乐舒适打法更加“谨慎的激进”，在多年非洲的经验探索后根据非洲市场特点采用“先贸后工”的进入策略，每新进入一个国家，先组建销售团队，熟悉当地的消费习惯/消费潜力后，再进入该地实行本土化生产，设置工厂后逐步根据当地需求再增加产线。

通过在加纳、肯尼亚、塞内加尔等地设厂，乐舒适规避了高额进口关税，缩短了供应链周期，并能更灵活地响应本地需求。截至 2025 年 4 月 30 日，公司在非洲 8 国拥有 8 家工厂与 51 条产线，年设计产能为纸尿裤 63.01 亿片、拉拉裤 3.52 亿片、卫生巾 28.54 亿片、湿巾 93.04 亿片。公司后续可在拉美与中亚实现轻资产验证与快速放量，成熟后再推进本地化产能与供应链扎根以降低成本并提升时效。

乐舒适把中国企业擅长的供应链搭建能力搬到非洲以支撑起低价渗透策略，相比之下其他同业公司目前均无法做到相匹敌的本地化生产能力。本地化生产的卫生用品价格，可以做到欧美产品的三分之一左右，销量和市场渗透率可以快速扩大。另外，非洲不产绒毛浆和无纺布，关键原料依然要从美国和亚洲采购，通过搭建全球化的供应链，利用国内的原材料优势，再通过本地工厂转化为低价而稳定的产品。

图表28：乐舒适产能布局



来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

图表29：设计产能（截至 2025-04-30，百万片/年）

区域	国家	投产年度	生产线数量
西非	加纳	2018 年	15
	塞内加尔	2020 年	6
	贝宁	2022 年	1
东非	肯尼亚	2019 年	13
	坦桑尼亚	2018 年	4
	乌干达	2022 年	2
	赞比亚	2021 年	5
中非	喀麦隆	2022 年	5
总计			51

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

## 核心要素 2：在“渠道为王”的非洲强分销+本地化下沉能力是渗透效率的决定性能力

在新兴市场，销售网络是卫生用品行业成功的关键，“强分销+本地化铺货能力”是渗透效率的决定性能力。在非洲，线下购买仍是主要消费模式，且人口高度分散，成熟的渠道网络需要多年的经营和维护，不易被取代。由于城乡发展不均衡、交通物流网络发展不成熟，消费产品要通过多层级销售网络才能触达消费者，“渠道为王”仍是非洲市场的主要特点。

早期森大采取类似“农村包围城市”的策略，避开印度商人掌控的一级代理商，直接下沉到社区、村镇，寻找二级代理商并向他们供货。为了建立信任，森大打破了当地“破损由经销商承担”的规矩，超过五箱破损就会主动帮助承担损失，还帮助经销商建店、投放广告，对一线工匠设立积分奖励。这些办法给森大带来覆盖广阔的渠道和稳定的买家群体，也在后来成为森大最坚实的护城河。渠道策略的价值后来被一次次证明，使得市场高度灵活，新

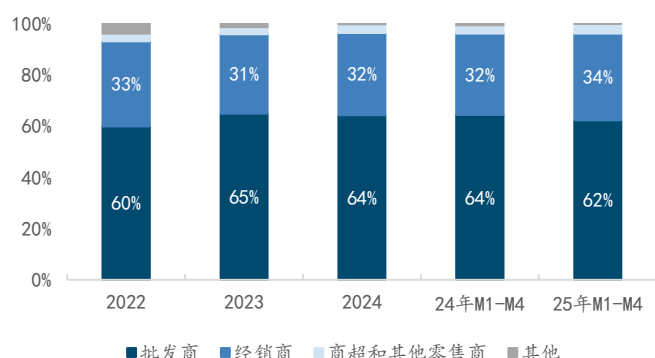


的产品能迅速铺满货架，应对需求变化。到 2009 年，非洲城市化加快、生活必需品需求上升时，森大利用现有的渠道网络，迅速切入卫生巾和纸尿裤赛道。

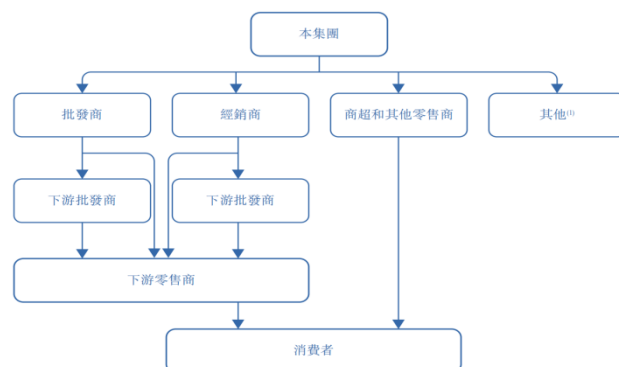
乐舒适目前渠道仍以批发商为主，下沉渠道利于渗透各地区及周边城市，利用摩托车、小货车等交通工具打通销售终端的“最后一公里”，渗透到了国际巨头难以覆盖的乡镇市场。

截至 2025 年 4 月 30 日，公司在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，涵盖合计超过 280 0 家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络。渠道结构以批发商为主（24 年占比 64%）、经销商其次（24 年 32%），商超占比提升，形成广覆盖的下沉网络，实现从首都到下级城市再到农村的梯度渗透。由于非洲市场高度分散，单体市场规模相对较小，难以形成规模效应，公司在开发销售渠道方面的先发优势在非洲构筑了深厚的进入壁垒。

图表30：下沉渠道利于公司性价比渗透



图表31：非洲主要渠道情况



来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

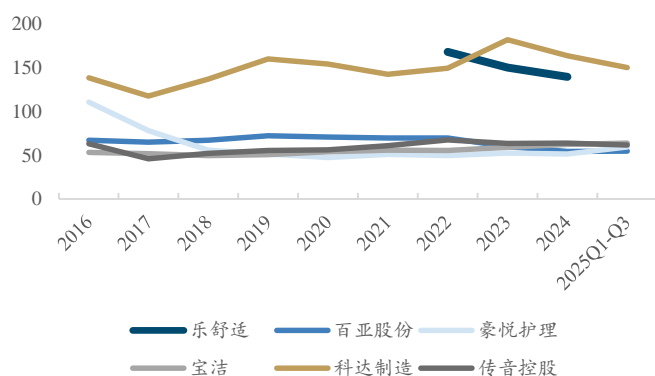
从营运数据来看，乐舒适也呈现出与上述描述相匹配的“较高存货、快回款”的鲜明特征，反映出其在非洲本地化运营中的独特策略与渠道优势。

存货周转天数方面，乐舒适高于百亚股份、宝洁等国内同业，近年逐步下降体现供应链协同方面的能力正逐步提升。这与其深度本土化产能布局密切相关，为保障供应链稳定、应对非洲潜在的物流波动，公司需在本地维持较高的原材料与产成品安全库存。传音控股虽同在非洲，但因手机行业产品生命周期短、存货具备高贬值风险，存货周转处于低位。

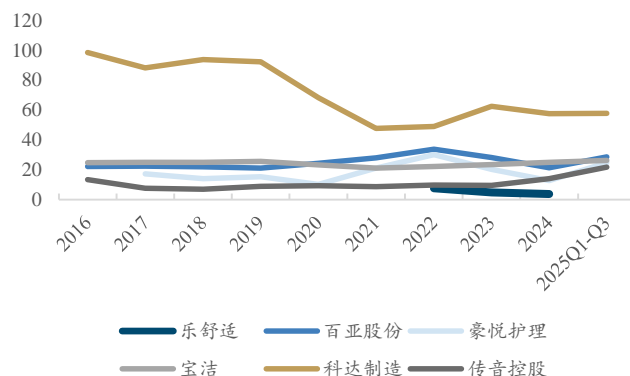
然而，在应收账款周转天数上，乐舒适展现出极强的回款能力，其对下游批发商具备强大的议价能力与健康的渠道关系，有效规避了在发展中市场常见的回款风险。

这种营运资本组合，是乐舒适在非洲特定市场环境下做出的战略性选择，以一定的库存成本换取供应链的稳定与市场响应的敏捷性，同时通过严格的现金流管理，确保企业在高速扩张中的财务安全与运营韧性。

图表32：存货周转天数对比



图表33：应收账款周转天数对比



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所





### 核心要素 3：深刻理解区域经济水平，制定适配的价格策略

非洲各地区经济发展不均衡，消费能力差异显著，导致不同企业在该市场中的价格定位、品牌形象与经营策略呈现明显分化。在整体经济波动较大的背景下，我们认为若想成功进入并站稳市场，必须深度理解当地经济实际，制定符合区域特征的价格策略。

对于中国个护企业出海非洲而言，我们认为阶段性价格战不是企业的核心障碍，是我们凭借核心供应链优势渗透目标市场的重要且有效策略，优秀的企业不以赚快钱为目标，而是先进入市场、教育市场、建立品牌认知，秉持长期主义，着眼于品牌建设和市场长期培育。

从历史经验来看，金佰利在 1990 年代进入中国市场的过程并不顺利，直至十年后才将战略重心转向一线城市作为竞争突破口。这一案例反映出，在市场导入期若定价偏离主流消费水平，将面临较大的增长阻力。类似地，当前非洲个护行业仍处于早期发展阶段，乐舒适所采取的中低价渗透策略，更贴合当地经济现实与消费习惯，有助于快速抢占市场份额。

具体来看，金佰利在 1994 年曾通过收购本土品牌“舒而美”并以“高洁丝”进入中国卫生巾市场，意图借助其渠道资源快速铺开。然而，由于未能充分理解中国市场的独特性，坚持高端定位，导致战略与“舒而美”原有大众化属性严重错位。加之当时中国整体经济水平尚未能支撑其高价策略，最终造成品牌市场份额持续下滑。

乐舒适进入非洲的策略也验证了这一要素，其抢夺份额的策略是避开跨国公司相对有利的南非等经济发达地区的竞争，主要聚焦 GDP 约 2000 美元地区/国家，精准卡位下沉市场抢夺份额。根据世界银行数据库，24 年中低收入经济体 (Lower middle income) GDP 为 2520 美元。乐舒适则主要聚焦 GDP 约 2000 美元地区/国家，24 年东非占比 45.6% (肯尼亚/坦桑尼亚/乌干达/赞比亚)、西非占比 42.9% (加纳/塞内加尔/科特迪瓦/贝宁/其他)、中非占比 9.5% (喀麦隆/其他)、拉美占比 2.0% (秘鲁/萨尔瓦多)、中亚<1% (哈萨克斯坦)。

图表34：乐舒适精准卡位 GDP 约 2000 美元地区/国家

地区/国家	人均生产总值(美元)	乐舒适收入占比(24 年)	乐舒适收入 (24 年, 百万美元)
<b>西非</b>	<b>2,088</b>	<b>43%</b>	<b>195</b>
- 加纳	2,410	15%	66
- 塞内加尔	1,740	10%	45
- 科特迪瓦	2,710	10%	44
- 贝宁	1,490	1%	5
<b>东非</b>	<b>1,428</b>	<b>46%</b>	<b>207</b>
- 肯尼亚	2,210	20%	90
- 坦桑尼亚	1,190	9%	41
- 乌干达	1,070	8%	39
- 赞比亚	1,240	6%	27
<b>中非</b>	<b>1,760</b>	<b>10%</b>	<b>43</b>
- 喀麦隆	1,760	7%	30
<b>拉丁美洲</b>	<b>11,040</b>	<b>2%</b>	<b>9.4</b>
- 秘鲁	8450	<1%	9.3
- 萨尔瓦多	5,580	<1%	0.1
<b>中亚</b>	<b>31,390</b>	<b>&lt;1%</b>	<b>0.1</b>
- 哈萨克斯坦	14,010	<1%	0.1

来源：乐舒适招股书，世界银行，国金证券研究所

## 3. 相关个股梳理

### 3.1 乐舒适：深耕非洲市场东非加纳起家，性价比渗透抢夺份额

#### 3.1.1 深耕非洲市场 15 年，产品矩阵完善

乐舒适 (Softcare) 是一家专注新兴市场 (非洲、拉美、中亚) 的跨国卫生用品公司，总部位于阿联酋迪拜机场自贸区，核心产品包括婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾与湿巾，非洲市场份额位居前列并持续扩大规模化优势与本地化制造能力，2024 年乐舒适在非洲





婴儿纸尿裤和卫生巾领域均为销量第一（份额分别 20.3%、15.6%），收入维度排名第二（分别 17.2%、11.9%），仅次于宝洁。公司具备 15 余年行业经验，深入非洲市场，并逐步拓展至拉丁美洲和中亚市场。

乐舒适的母公司森大集团成立于 2004 年，是中国最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，在非洲从早期出口贸易转向发展加工生产，并一步步建立本地渠道、发展本地品牌，一路跟中国改革开放、加入 WTO，是最早进入非洲的中企之一，盘踞多个行业。森大集团还投资了许多扎根非洲本土的洗衣粉、五金、陶瓷等工厂，同时创立了多个消费品牌。

- 2009-2017 年：09 年作为森大集团内部分部开始在加纳推出婴儿纸尿裤产品，逐步丰富产品品牌&品类，覆盖西非&东非市场。
- 2018-2021 年：本地化生产阶段，逐步拓展非洲多国市场。采用“先贸后工”的业务拓展策略，18 年公司首次在加纳开始本地化生产，并逐步扩展至塞内加尔、肯尼亚以及西非&东非其他国家。
- 2022-至今：独立，布局中亚&拉美市场。20 年将业务扩展至拉丁美洲的秘鲁、22Q4 在喀麦隆投产、于 2024 年扩展至中亚的哈萨克斯坦，并开始在拉丁美洲的萨尔瓦多销售产品。22 年独立出森大集团，注册成立乐舒适有限公司，目前冲击港股 IPO。

图表35：乐舒适以增速较快的西/东非市场突破

2009	作为森大集团内部业务分部开展业务；同年通过 Softcare 进入加纳市场，成功开拓西非。
2010	市场拓展至东非的肯尼亚和坦桑尼亚；完成自主品牌“Maya”的注册。
2011	继续完善品牌矩阵，注册“Veesper”及“Cuettie”品牌。
2018	实现西非（加纳）本地化生产突破，并成功将婴儿拉拉裤产品线引入乌干达（东非）市场。
2019	在东非（肯尼亚）建立生产基地，并进入中非（刚果民主共和国）；纸尿裤年销量迈入十亿级。
2020	产能建设加速，建设肯尼亚（东非）、塞内加尔（西非）生产线；同时进军拉丁美洲（秘鲁）市场。
2021	非洲本土化生产网络进一步扩大至赞比亚（东非）。
2022	独立于森大；在喀麦隆（中非）、乌干达（东非）及贝宁（西非）三国实现本地化生产。
2023	获得加纳国家医疗设备技术委员会成员资格，行业地位与公信力提升。
2024	成功进入中亚（哈萨克斯坦）市场，并在拉美多地深化业务（收购土地等）；在加纳获多项荣誉。
2025	冲击港股 IPO；在肯尼亚及全国快消品领域荣获重要品牌奖项。

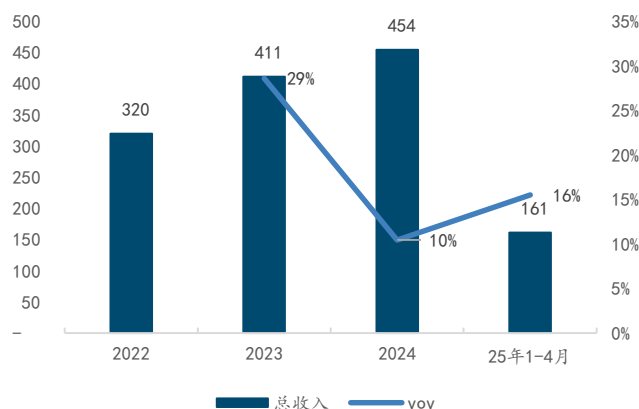
来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

2022-2024 年，乐舒适营业收入分别为 3.20/4.11/4.54 亿美元，2025 年前 4 月实现收入 1.61 亿美元，年复合增长率（CAGR）达到 19.18%；净利润分别为 0.18/0.65/ 0.95 亿美元，2025 年前 4 月净利润 0.31 亿美元，三年 CAGR 达 127.42%。2024 全年公司毛利率达 35.25%，净利率为 20.93%，盈利水平居新兴市场同业前列，2022-2024 年，公司毛利率由 22.99%提升至 35.25%，主要归因于生产的本地化（节省物流和人工成本）以及原材料（如绒毛浆、无纺布、SAP）采购价格的大幅下降。同时，公司产品结构优化和品牌升级推动了高毛利产品占比上升。2022-2024 年，公司净利率由 5.75%提升至 20.93%，盈利能力提升显著，净利率的快速提升还得益于期间费用率下降、汇兑收益偶发性改善等因素。

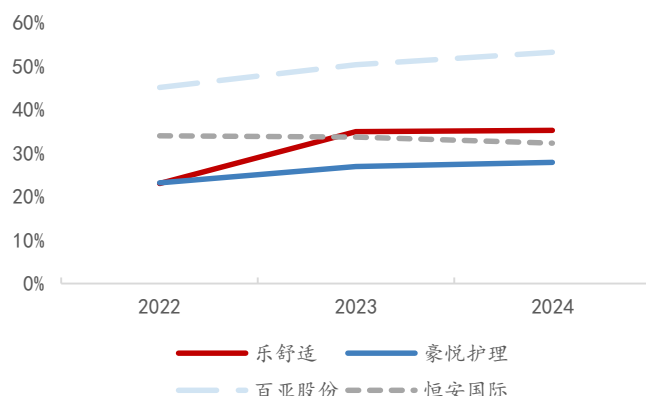
公司目前盈利增长主要动力来自销量拉动与渠道下沉，新增区域拓展和高性价比策略支撑量的快速放大。主打低价高质的定位，平均售价明显低于国际巨头，但通过规模和本地市场深耕获得了较高的市场份额，从而实现利润加速释放。品牌 Softcare 占公司收入超 70%，其高品牌认知度和复购率进一步巩固了公司盈利能力。



图表36：乐舒适今年收入增速回暖（百万美元）



图表37：乐舒适毛利率水平在 30%左右

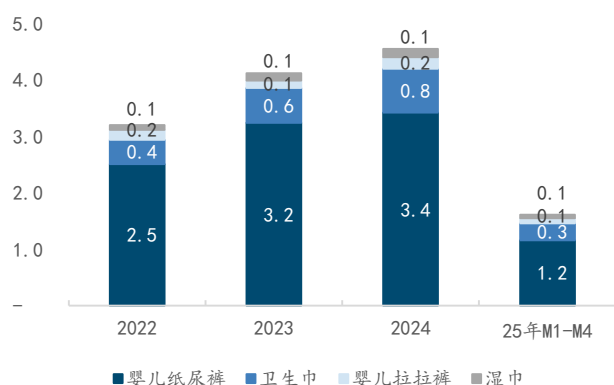


来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

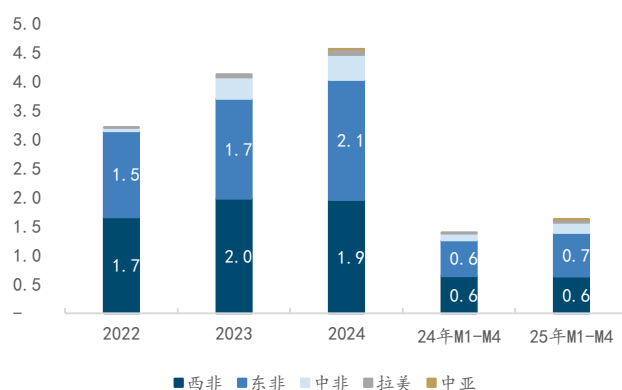
来源：iFind，国金证券研究所

2024 年纸尿裤/卫生巾/拉拉裤/湿巾占比分别 75.3%/17.0%/4.5%/ 3.2%，西非、东非收入占比 90%左右，西非/东非/中非/拉丁美洲/中亚分别 43%/46%/10%/2%/<1%。

图表38：纸尿裤占公司收入超 70%（亿美元）



图表39：西非、东非收入占比 90%左右（亿美元）



来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

乐舒适核心品牌 Softcare 定位中端，已推出 Gold/Space/Premium Soft 等线，搭配大众 Cuettie 与区域品牌 Maya/Veesper 等，布局多品牌矩阵以实现“高性价比+梯度覆盖”的定价与结构策略，有利于在通胀与收入分层并存的新兴市场守住量价平衡。

图表40：公司不同品牌在不同产品类别的市场定位

市场定位	婴儿纸尿裤	婴儿拉拉裤	卫生巾	湿巾
中高檔	Softcare Veesper	Softcare	Softcare Veesper	Softcare Veesper
中端	Maya	—	—	—
大眾群體	Cuettie	Cuettie	ClinClear	—

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所





乐舒适搭建了覆盖不同消费层级的品牌矩阵，从主攻中高端的 Softcare、Veesper，到覆盖中端的 Maya，再到以小包装产品渗透乡村的 Cuettie、Clincleer。

图表41：公司在婴儿纸尿裤品类品牌矩阵丰富全面

品牌	定位及特点	ASP
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare 的核心产品线，针对中高端消费者</li> <li>在吸水性、柔软度及弹性腰带方面均具备高端性能，满足多种需要</li> <li>品质优良，价格实惠，是市面上最具性价比的选择之一</li> </ul>	8.7
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare 的高端产品线延伸；高比例的 SAP</li> </ul>	9.5
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare 的高端产品线延伸；棉质柔软亲肤，适合敏感肌肤</li> <li>使用较大的腰围尺寸更合身</li> </ul>	8.6
	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>设计及材料方面与 SoftcarePremium Soft 产品线相似</li> </ul>	12.2
	<ul style="list-style-type: none"> <li>中端产品线</li> </ul>	6.2
	<ul style="list-style-type: none"> <li>大众市场产品线</li> <li>专为补足婴儿纸尿裤的基本功能而设</li> </ul>	6.8





来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

图表42：公司在婴儿拉拉裤品类布局中高端与大众市场

品牌	定位及特点	ASP
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare 的核心产品线，针对中高端消费者</li> <li>采用柔软底层，触感更为柔软</li> </ul>	9.4
	<ul style="list-style-type: none"> <li>大众市场产品线</li> </ul>	7.5



来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

图表43：公司在卫生巾品类品牌矩阵多元

品牌	定位及特点	ASP
	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对中高端消费者的核心产品线</li> <li>提供不同版本满足不同需求：日用、夜用、正常流量及量多使用</li> <li>吸收性强，棉柔质感</li> </ul>	4.9
	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对年轻职业女性的 Softcare 产品线延伸</li> <li>超薄</li> <li>面层由细旦尼尔纤维制成，触感柔软丝滑</li> <li>使用多孔材料，更好引导及吸收液体</li> </ul>	5.7
	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对少女的 Softcare 产品线延伸，传递青春活力的形象</li> <li>设计符合少女体形</li> <li>尺寸更小，适合量少需求</li> </ul>	2.2
	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似</li> </ul>	4.6
	<ul style="list-style-type: none"> <li>大众市场产品线</li> <li>品质合理，价格实惠</li> </ul>	3.4

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所


**图表44：公司在湿巾品类采用单品牌战略**

品牌	定位及特点	ASP
	<ul style="list-style-type: none"> <li>适合婴儿肌肤</li> <li>添加芦荟精华和维生素E，更好呵护肌肤</li> <li>不含酒精</li> <li>使用100%纯水</li> <li>提供家庭装和小袋装</li> </ul>	1.0
	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>设计及材料方面与Softcare湿巾相似</li> </ul>	0.6

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

### 3.1.2 未来增量

#### 收入端：

#### 1) 供给端：产能利用率尚未达到饱和状态，上市筹集资金用于扩充产能

从产线数量增加来看，公司仍在增加产线产能规模，扩张速度较快，加快现有产线升级和高速新产线引进，以支持新产品功能实现，并与设备企业合作进行升级换代，为下一阶段与竞争对手拉开差距、提升品牌溢价和产品丰富度做布局。

招股书显示，乐舒适的生产布局中生产运营状况仍有提升空间，婴儿纸尿裤作为核心产品产能利用率为77.9%，这意味着其婴儿纸尿裤生产线尚有超过两成的产能处于闲置状态，婴儿拉拉裤的产能利用率更低仅为69.9%，近三分之一的产能没能充分利用，卫生巾的产能利用率为64.6%，而湿巾的产能利用率则低至24.6%，大量湿巾生产设备处于闲置状态。

**图表45：产能利用率仍有较大提升空间**

产品	指标	2022	2023	2024	2025M1-4
婴儿纸尿裤	设计产能（百万片）	4,020.70	4,659.20	5,302.10	2,050.20
婴儿纸尿裤	实际产量（百万片）	3,148.30	3,796.80	4,132.70	1,378.60
婴儿纸尿裤	利用率（%）	78.3	81.5	77.9	67.2
婴儿拉拉裤	设计产能（百万片）	321.2	305.8	352.1	117.4
婴儿拉拉裤	实际产量（百万片）	180.8	119.4	246	102.2
婴儿拉拉裤	利用率（%）	56.3	39	69.9	87
卫生巾	设计产能（百万片）	1,664.90	2,414.10	2,592.40	951.4
卫生巾	实际产量（百万片）	1,025.80	1,328.00	1,675.90	626.6
卫生巾	利用率（%）	61.6	55	64.6	65.9
湿巾	设计产能（百万片）	3,385.30	5,006.90	6,250.20	3,039.40
湿巾	实际产量（百万片）	957.1	1,272.00	1,540.60	659.4
湿巾	利用率（%）	28.3	25.4	24.6	21.7

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

#### 2) 需求端：非洲可辐射区域仍然广阔，已布局拉美、中亚地区

需求端来看，乐舒适可触达的潜在市场空间仍十分广阔。在核心非洲市场，公司已在关键国家完成本地化产能布局，并以此为根据地实现对周边国家的深度辐射。例如，以东非的赞比亚和西非的加纳为支撑点，乐舒适的渠道覆盖能力能够有效延伸至周边尚未直接进入的国家，持续提升市场渗透率。进一步看，公司正将增长逻辑从以东非、西非为重心的纵深推进，横向拓展至其他新兴区域。目前，乐舒适已进入秘鲁等拉美市场，并计划通过IPO募资在秘鲁、萨尔瓦多、墨西哥、哈萨克斯坦等新建生产基地，加速开拓拉美&中亚市场。这些新兴市场普遍具有人口结构年轻、增长潜力大的特点，且行业集中度低、竞争格局宽松，公司具备先发与本地资源整合优势。更重要的是，乐舒适将已经在非洲验证成功的“本地化生产+渠道下沉”模式完整复制到拉美及中亚，有望在新区域快速建立壁垒，形成可持续、可复制的增长引擎，不断扩大规模与提升盈利能力。





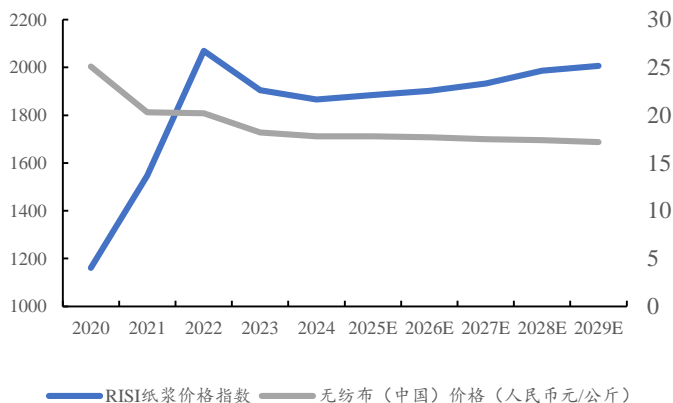
### 利润端：产品结构升级&规模效应抵充原材料/汇率波动

公司毛利率主要受到原材料采购成本与汇率波动的双重影响，且不同品类因材料构成不同，其成本敏感度存在显著差异。从价值链上游看，核心原料无纺布、SAP 及绒毛浆分别主要源自中国/日韩及美洲市场。回顾价格走势，关键原材料在经历公共卫生事件冲击下的高位后已普遍进入下行与企稳通道：RISI 纸浆价格指数自 2022 年触顶后，在 2023 至 2024 年间显著回落并趋于稳定，预计未来五年将保持温和上行态势；同时，中国无纺布价格因产能供给扩张与海外需求回落而整体承压；SAP 价格亦自 2022 年高点回落，后续预计将维持相对稳定的温和增长。这一系列原材料成本的企稳与结构性改善，为乐舒适等制造商实现利润率修复与维持提供了关键的成本端支撑。

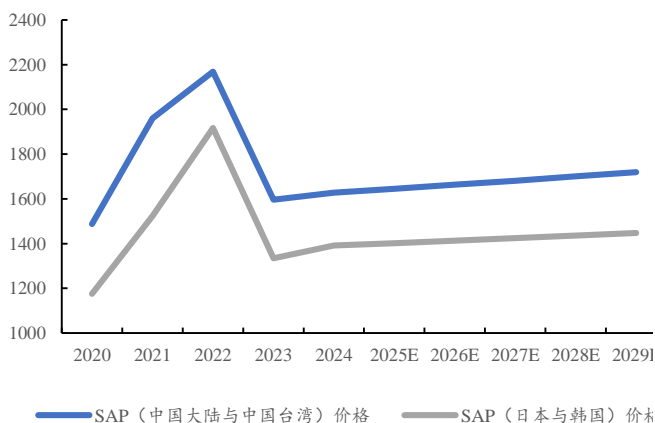
随着公司在新兴市场渗透的持续深化与销售规模的快速扩张，其产能利用率有望得到系统性提升。在此过程中，生产环节的固定成本，如设备折旧、厂房租赁及部分直接人工，将被更大规模的产品产量所摊薄，从而直接降低单位产品的生产成本，对毛利率提升产生直接的拉动效应。这种规模经济效应的释放，是公司盈利能力实现增长的关键驱动力。

从价值链看，上游以无纺布、SAP、绒毛浆为关键原料，分别主要来自中国/日本/韩国与美国。原材料端经历公共卫生事件冲击后的回落与企稳，RISI 纸浆指数 2022 年触顶后在 2023—2024 年回落并趋稳，未来五年温和上行；中国无纺布价格受供给扩张与出口回落影响整体下行；SAP 在 2022 年高位后回落并预计保持相对稳定的温和增幅，这为中游利润率修复与维持提供成本支撑。

图表46: RISI 纸浆价格指数与无纺布（中国）价格



图表47: SAP 价格（美元/吨）



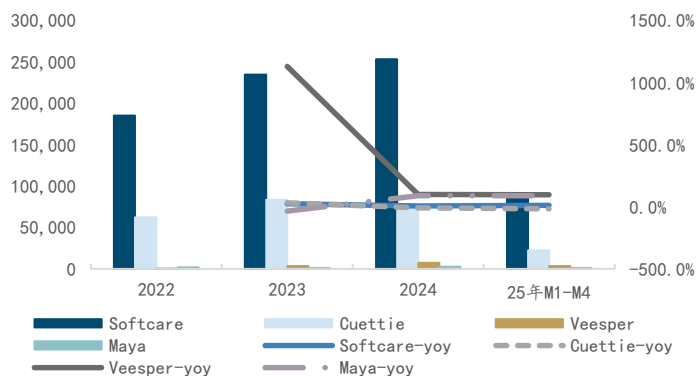
来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

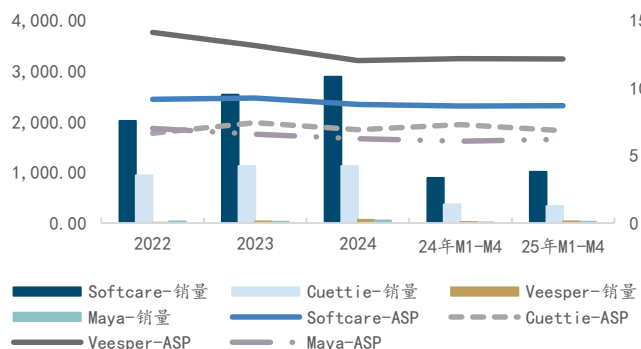
产品结构战略性上移，是抬高盈利中枢与对抗外部波动的主动策略。通过系统性提高高毛利产品的收入占比，公司能够有效优化整体业务结构，从而提升平均利润率水平，并增强抵御原材料及汇率波动的能力。乐舒适已构建起覆盖不同消费能力的多品牌矩阵（如 Softcare, Maya, Veesper），并着力推动产品价格带向上拓展。其中，Softcare 品牌定位中端市场，而通过推出 Gold、Premium、Space 等子品牌，公司进一步拉宽了价格带宽，旨在吸引价格敏感度更低的高端消费者，以此扩大市场规模并提升整体溢价能力。尽管目前高端产品在总收入中占比相对较小，且在肯尼亚、加纳等成熟市场中这一比例相对较高，公司未来明确的战略重心正是通过加强子品牌建设并推出更高级别产品，持续提升高毛利产品的销售贡献，这将为整体毛利率的稳步上行提供持续动力。



图表48：纸尿裤收入与同比增长速率



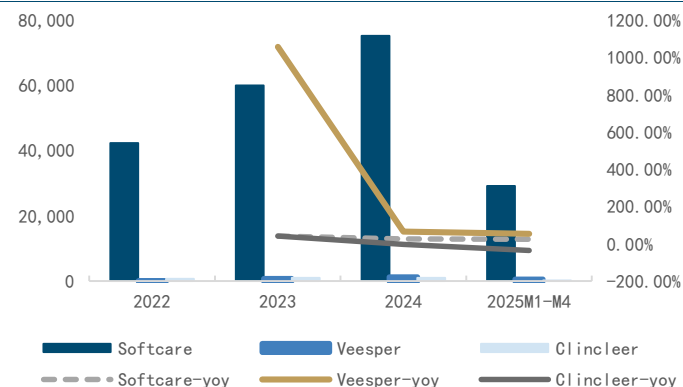
图表49：纸尿裤销量与平均售价（百万片/每片美分）



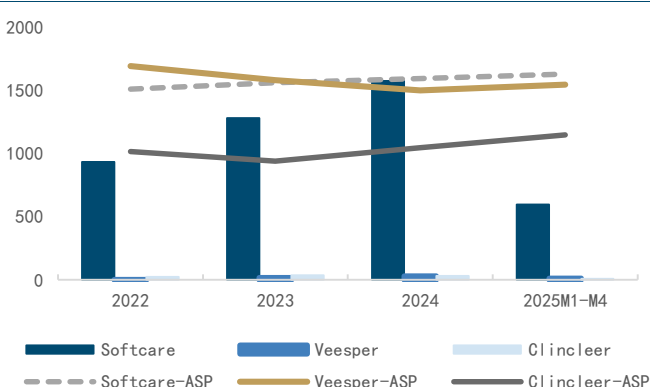
来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

图表50：卫生巾收入与同比增长速率



图表51：卫生巾销量与平均售价（百万片/每片美分）



来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

来源：乐舒适招股书，国金证券研究所

### 3.2 宝洁（P&G）：以南非为主要枢纽，坚持高端定位

宝洁在 Baby, Feminine & Family Care 分部在 FY2025 贡献公司净销售额的 24%，成为仅次于“Fabric & Home Care”（36%）的第二大业务板块。产品矩阵聚焦三大核心品类：婴儿护理以 Pampers 与 Luvs 为主力品牌，覆盖纸尿裤与婴儿湿巾；女性护理以 Always 为核心，涵盖卫生巾与成人失禁产品；家庭护理则包含纸巾类产品如 Bounty、Charmin 等，形成纸基产品的协同效应。

在非洲新兴市场的运营策略上，宝洁在非洲形成“南非制造枢纽+区域分销+高风险国别进口供给”的组合布局。





南非豪登省 Kempton Park (Spartan) 基地 2019 年投产 Always 与 Pampers，零填埋与节能改造同步推进；2024 年再追加约 R2.6 亿兰特扩建与新品导入，定位“近产近销”的非洲制造枢纽。2023 年起，宝洁解散尼日利亚地面制造与在地运营，改为“仅进口”业务模式，以降低外汇与通胀对资本与现金回流的冲击。

宝洁早期在南非以多层级独立分销商触达杂货店、小型超市与批发市场，目前同时覆盖现代连锁与电商；区域上依托南非供给向周边国家分销，尼日利亚通过进口+本地强分销商维持供给连续性。

图表52：宝洁在纸尿裤、卫生巾、纸巾类产品矩阵

品牌	品类	市场定位	主要特点
	婴儿纸尿裤与湿巾	全球主流至高端，多子线覆盖（如 Swaddlers、Baby-Dry、Pure）	长期迭代吸收芯体与薄型化，推出不含氯漂白/香精等“Pure”天然线



品牌	品类	市场定位	主要特点
	婴儿纸尿裤与湿巾	价值型定位，相比 Pampers 强调性价比	主打长效防漏与亲民价位，宣传 12 小时漏护等卖点
	女性卫生巾/护垫/一次性内裤	全球主流女性护理品牌，在多地以不同名称销售（如 Orkid/Whisper）	FlexFoam 与“Zero Feel/Zero Leaks”等舒适防漏技术，非洲长期开展经期健康教育项目
	厨房纸巾/纸巾	主打高吸水与耐用的家用纸品	“the quicker picker-upper”吸收力定位，2 层加厚与吸水微区技术
	卫生纸/厕纸	家用纸品中高端，Ultra Soft/Ultra Strong 等子线	历史悠久的家护纸品品牌，软强差异化与熊家族传播资产

来源：宝洁公司官网，国金证券研究所

### 3.3 金佰利 (Kimberly-Clark)：“就近生产、就近销售”




金佰利在 2024 年完成业务架构重组，将全球运营整合为三大分部：北美 (NA) 占 55%、国际个人护理 (IPC) 占 28%、国际家护与专业 (IFP) 占 17%，其中 IPC 与 IFP 两大分部直接覆盖与乐舒适对标的品类。品牌矩阵以 Huggies（婴儿纸尿裤）、Kotex（女性卫生巾）与 Kleenex（纸品湿巾）为核心，依托纸基一体化技术在个人护理与家庭护理产品间实现原材料与工艺协同，形成从纸浆到终端消费品的垂直整合优势。

在非洲新兴市场的布局上，金佰利在南非维持两处在工厂并在肯尼亚采用合同制造，叠加本地分销网络辐射东非，同时已退出尼日利亚制造业务。

南非维持 Epping（开普敦）与 Enstra（豪登省 Springs）两处在工厂运营，并在生产基地加速绿色能源部署以降低能耗与成本。同时，金佰利自 2022 年底与本地 Sai Pharmaceuticals 合作，后者负责承包制造 Huggie 尿布，以服务肯尼亚并辐射东非市场。

这一策略体现了公司“就近生产、就近销售”的运营理念，特别适配非洲市场对价格敏感度较高的消费特征。

图表 53：金佰利在纸尿裤、卫生巾、纸巾类产品矩阵

品牌	品类	市场定位	主要特点
	婴儿纸尿裤/训练裤/湿巾	全球主流至高端，含 Pull-Ups/训练裤与植物基等高端线	推出 Special Delivery/皮肤友好与性别区分款、训练裤等丰富段位
	女性卫生巾/护垫/卫生棉条等	全球主流女性护理品牌，含 U by Kotex 等年轻化子线	源自 Cellucotton 材料历史，产品线覆盖多吸收档与运动/少女等细分
	面纸/纸制品与湿巾等纸基家护	纸面巾品类标志性品牌，家用纸品主流定位	源自军用滤材与 Cellucotton 演化，成为面纸通用名的代表性商标

来源：金佰利公司官网，国金证券研究所

### 3.4 豪悦护理：坦桑尼亚建厂，逐步布局东非

8 月 30 日，豪悦护理发布公告，公司将联合伊蓓佳拟在坦桑尼亚设立全资子公司佰佰安（坦桑尼亚）有限公司，由公司与伊蓓佳分别出资 99% 和 1% 在坦桑尼亚设立佰佰安（坦桑尼亚）并建设生产基地。预计投资款总额不超过 2,500 万美元，投资款项主要用于设立及运营境外公司、购买土地、厂房建设、设备采购、铺底流动资金等相关事项。

公司公告称建厂是为了推动公司在非洲地区的本地化制造与销售体系建设，提升客户响应效率，增强公司整体盈利能力，在坦桑尼亚投资新建生产基地，有利于公司实现本地化生产与供应，扩大产品在非洲的市场占有率，缩短供货周期，降低物流成本，优化区域竞争力；建立本地化营销体系，实施渠道下沉精耕，提升自主品牌影响力和盈利能力。


**图表54：豪悦护理发布坦桑尼亚建厂公告**

公司中文名称（拟）	佰俪安（坦桑尼亚）有限公司
公司英文名称（拟）	Brilliant (Tanzania) Co., Ltd.
注册资本	2500 万美元
注册地	坦桑尼亚
股权结构	公司持有 99% 股权，伊蓓佳持有 1%。
公司类型	有限责任公司
拟经营范围	生产、加工、制造、销售：婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、卫生巾、湿巾、无纺布、复合芯体等产品（以上经营范围以登记机关最终核定结果为准）。

来源：iFind，国金证券研究所

## 4. 风险提示

**政治与政策风险：**非洲部分国家政治环境相对复杂，政权更迭可能导致外资政策、行业法规发生突变，例如突然提高关税、更改本地化成分要求或废止原有的税收优惠，对已投资项目的盈利预期造成冲击。非洲大陆文化、宗教多元，各地区消费者对个护产品的成分（如是否含酒精、动物源性成分）、香型、包装设计和营销信息存在显著偏好与禁忌。若未能深入理解并尊重本地文化，可能导致市场推广失败，甚至引发文化冲突。各国的产品注册、标签、成分标准、广告宣传等均有不同的法律法规。监管体系可能不透明且变动频繁，企业需要投入大量时间和金钱以确保合规，合规成本高昂。数据隐私保护等现代法规也在逐步引入，增加了运营的复杂性。为保护本土产业，部分国家可能通过提高进口关税、设立非关税壁垒（如复杂的认证和检验检疫程序）或强制要求“本地化生产”来限制外国个护产品的进入，增加跨国企业的运营成本和市场准入难度。

**汇兑与货币贬值风险：**许多非洲国家存在外汇短缺问题，实行严格的外汇管制。企业获得的本地货币利润可能难以顺利兑换为美元、欧元等硬通货并汇出，本地货币的大幅贬值将直接侵蚀以外币计价的利润。部分非洲国家长期面临较高的通货膨胀率，这不仅会挤压消费者在非必需品上的开支，也会导致企业原材料进口、物流、人力等运营成本持续上升，压缩利润空间。

**宏观经济风险：**非洲多数经济体依赖资源出口，易受全球大宗商品价格波动影响。经济下行将直接削弱消费者的实际购买力。尽管中产阶级在壮大，但整体人均收入仍处于较低水平，对价格敏感度高，高端个护产品的市场渗透可能不及预期。

**基础设施不完善：**除少数国家外，广袤的非洲地区面临着电力供应不稳定、交通物流网络落后、仓储设施不足等挑战。这会导致生产中断、供应链效率低下以及“最后一公里”配送成本极高，严重影响业务的正常运营与扩张。建立稳定可靠的供应链是核心挑战。本地原材料供应匮乏，大量依赖进口导致成本高、周期长。即便进行本地化生产，也可能面临生产技术不达标、合格产业工人短缺、配套产业不健全等问题。

**原材料价格波动风险：**纸浆、无纺布等主要原材料价格若超预期上涨，将侵蚀相关公司毛利率。剧烈的价格波动将直接冲击生产成本，给产品定价、利润预测和库存管理带来极大的不确定性。对于定位中低端、价格敏感的市场，成本转嫁空间有限，企业盈利将面临直接冲击。





**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究