

乐舒适(02698)

报告日期: 2025 年 12 月 19 日

本土运营深度扎根，深耕非洲蓬勃成长

——乐舒适公司深度报告

投资要点

□ 婴护&个护非洲市场景气向上，行业增长全球领先

新兴市场婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模稳步增长。2024 年非洲/拉美/中亚婴护&个护市场规模分别约 38/ 77/ 5 亿美元，且预计至 2029 年有望扩容至 56/ 90/ 6 亿美元，2020-2024A 非洲/拉美/中亚行业 CAGR 分别为+6.8%/ +2.7%/ +4.5%，非洲、拉美、中亚增速领先其他区域。并且考虑到非洲等新兴市场人口增长领先，并且婴儿及女性卫生用品渗透率较发达市场仍有较大提升空间，预计 2024-2029A 行业 CAGR 为+7.9%/ +3.0%/ +4.8%，行业仍有望持续扩容。格局端，非洲婴儿纸尿裤行业高度集中，卫生巾行业集中度较纸尿裤相比仍有提升空间。乐舒适为非洲婴裤&个护行业销量份额第 1 名，销售额份额第 2 名。

□ 乐舒适为深耕发展新兴市场，非洲个护行业龙头

乐舒适为一家专注于非洲、拉美、中亚等快速发展新兴市场的国际化卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等产品的开发、制造和销售。历经超 15 年深耕非洲，品牌及市场布局日益完善。财务端来看，2024 年公司实现收入 4.54 亿美元，同比+10%，2025 年 1-4 月实现收入 1.61 亿美元，同比+16%，净利率稳定在 20%+。收入结构来看，婴儿纸尿裤业务为公司主要产品，2025 年 1-4 月婴儿纸尿裤业务占公司整体收入约 72%。分区域看，西非和东非为公司主要销售市场，截至 2025 年 1-4 月，西非和东非分别占公司整体收入比例约 40%、47%。

□ 以优质产品力切入，本土化运营构建深厚壁垒

公司以优质产品力切入，并深度本土化运营，通过自建供应链&渠道构建了竞争对手难以逾越的竞争壁垒：1) 产品力优势：公司产品针对非洲市场优化（如弹性腰围、高吸水性、适合长期使用），采用“一国一品”策略适配不同国家消费习惯，在产品性能端明显优于其他国际品牌竞对，同时在价格端对比国际品牌又有充分性价比。因此凭借优异产品力，公司在非洲打造多元产品系列&品牌矩阵；2) 本土供应链优势：公司坚持做难而正确的事，本土化建设供应链，成为公司优质产品力+性价比和高效运营周转的坚实基础。公司后续将持续扩建产能，夯实本土化供应链优势。3) 本土化销售团队&深度下沉渠道体系：公司组建对当地市场理解深刻的本土化销售团队，自建渠道体系充分触达非洲分散且多元化的终端网点，实现了商品的高效分销。凭借稳定渠道盈利+优异的动销和周转表现，与客户形成优异的粘性。最终构建了有广度、有深度的渠道网络优势。

□ 投资建议

非洲婴护&个护市场景气向上，且公司综合壁垒深厚，建议关注。我们预计 2025-2027 年公司收入分别实现 5.4/ 6.5/ 7.6 亿美元，同比+19%/ +19%/ +18%；归母净利润 1.1/ 1.3/ 1.6 亿美元，同比+14%/ +22%/ +19%，当前市值对应 PE 分别为 24/ 20/ 16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

市场竞争加剧风险、政治动荡风险、原材料价格大幅波动风险、汇率大幅波动风险、产能投放不及预期风险、业务进展不及预期风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

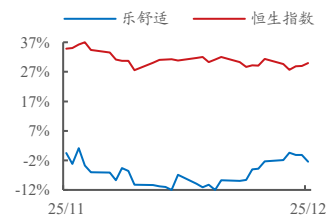
分析师：褚远熙

执业证书号：S1230524090009
chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$32.04
总市值(百万港元)	19,849.31
总股本(百万股)	619.52

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	541	645	762
(+/-) (%)	10.46%	19.11%	19.09%	18.27%
归母净利润	95	108	132	158
(+/-) (%)	47.05%	13.54%	22.36%	19.42%
每股收益(元)	0.19	0.17	0.21	0.25
P/E	2.39	23.90	19.53	16.35

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 行业：个护非洲市场景气向上，行业增长全球领先	6
1.1 非洲婴护&个护市场规模持续扩容，且增速全球领先	6
1.2 婴儿纸尿裤&拉拉裤规模持续扩容，东非、中非增长强劲	7
1.3 非洲卫生巾行业快速增长，未来西非、中非增速领先	9
2 公司：非洲纸尿裤&卫生巾行业龙头企业，份额领先	11
2.1 公司简介：深耕发展新兴市场，非洲个护行业龙头	11
2.2 发展历程：深耕非洲市场 15 年，品牌及市场布局日益完善	11
2.3 财务简介：盈利能力持续优化，纸尿裤为主要产品	12
3 优势：以优质产品力切入，本土化运营构建深厚壁垒	14
3.1 壁垒 1：以优质且具有性价比的产品切入市场	14
3.2 壁垒 2：建设本土供应链，走难而正确的路	16
3.3 壁垒 3：本土化团队+深度下沉，有效触达非洲分散的渠道网络	19
4 盈利预测&投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议与估值	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 全球主要市场纸尿裤/拉拉裤/卫生巾规模 (十亿美元)	6
图 2: 全球主要市场婴儿纸尿裤/拉拉裤/卫生巾增速对比	6
图 3: 世界主要区域粗出生率对比	6
图 4: 世界主要区域人口增长率对比	6
图 5: 婴儿纸尿裤&拉拉裤渗透率对比 (2024 年)	7
图 6: 卫生巾渗透率对比 (2024 年)	7
图 7: 非洲婴儿纸尿裤规模 (百万美元)	7
图 8: 非洲婴儿纸尿裤增速对比	7
图 9: 非洲婴儿拉拉裤规模 (百万美元)	8
图 10: 非洲婴儿拉拉裤增速对比	8
图 11: 2024 年非洲婴裤行业集中度 (按销量)	8
图 12: 2024 年非洲婴裤行业竞争格局 (按销量)	8
图 13: 2024 年非洲婴裤行业集中度 (按销售额)	9
图 14: 2024 年非洲婴裤行业竞争格局 (按销售额)	9
图 15: 非洲卫生巾行业规模 (百万美元)	9
图 16: 非洲卫生巾行业主要市场增速对比	9
图 17: 2024 年非洲卫生巾行业集中度 (按销量)	10
图 18: 2024 年非洲卫生巾行业竞争格局 (按销量)	10
图 19: 2024 年非洲卫生巾行业集中度 (按销售额)	10
图 20: 2024 年非洲卫生巾竞争格局 (按销售额)	10
图 21: 公司主要产品品类&品牌一览	11
图 22: 公司发展历程	12
图 23: 乐舒适股权结构 (IPO 后)	12
图 24: 公司产品与外资竞品对比	14
图 25: 公司与竞品婴儿纸尿裤价格带对比 (美分)	14
图 26: 公司与竞品卫生巾价格带对比 (美分)	14
图 27: 公司品牌在不同产品类别的战略市场定位	15
图 28: 乐舒适主要产品品类 SKU 数量变化 (个)	15
图 29: 乐舒适非洲工厂	17
图 30: 乐舒适位于肯尼亚的卫品工厂	17
图 31: 公司产能及主要销售覆盖区域&公司产能及生产线梳理	17
图 32: 公司分产品毛利率变化趋势	18
图 33: 非洲市场的零售终端状态	19
图 34: 2025M1-4 公司渠道结构	19
图 35: 公司本土化员工占比 (截至 2025 年 4 月末)	20
图 36: 公司员工在开拓非洲销售渠道	20
图 37: 公司销售渠道体系示意图	20
图 38: 公司批发商数量 (个)	21
图 39: 公司经销商数量 (个)	21
表 1: 公司主要产品销量/收入/市场份额情况 (2024 年)	11
表 2: 公司财务数据一览表	13

表 3: 公司主要产品销量/收入/市场份额情况.....	13
表 4: 公司品牌&产品线梳理.....	15
表 5: 公司婴儿纸尿裤主要品牌收入表现及量价拆分.....	16
表 6: 公司卫生巾主要品牌收入表现及量价拆分.....	16
表 7: 公司分产品设计产能、产量、产能利用率.....	18
表 8: 公司生产成本拆分.....	18
表 9: 公司收入拆分一览(分渠道).....	21
表 10: 公司收入驱动因素拆分.....	22
表 11: 公司盈利预测一览.....	23
表 12: 可比公司估值一览表.....	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

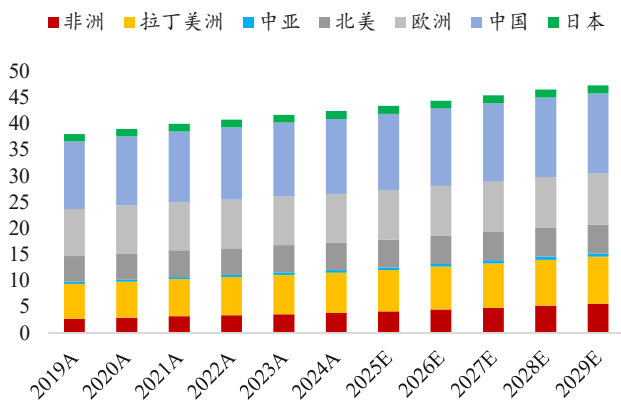
1 行业：个护非洲市场景气向上，行业增长全球领先

1.1 非洲婴护&个护市场规模持续扩容，且增速全球领先

市场规模：新兴市场的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模稳步增长。截至2024年，非洲婴护&个护行业规模约38亿美元，沙利文预计至2029年行业规模将进一步扩容至56亿美元。2024年拉丁美洲婴护&个护行业规模约77亿美元，预计至2029年行业规模扩容至90亿美元。2024年中亚市场规模约为5亿美元，预计至2029年扩容至6亿美元。

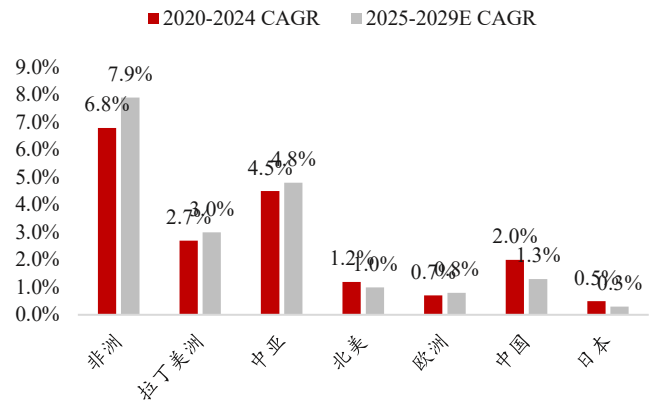
增速对比：非洲、拉美、中亚增速领先其他区域。2020-2024年非洲、拉美、中亚、北美、欧洲、中国、日本婴护&个护行业CAGR分别为+6.8%、+2.7%、+4.5%、+1.2%、+0.7%、+2.0%、+0.5%。沙利文预计2025-2029年上述国家婴护&个护行业CAGR分别为+7.9%、+3.0%、+4.8%、+1.0%、+0.8%、+1.3%、+0.3%。

图1：全球主要市场纸尿裤/拉拉裤/卫生巾规模（十亿美元）



资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

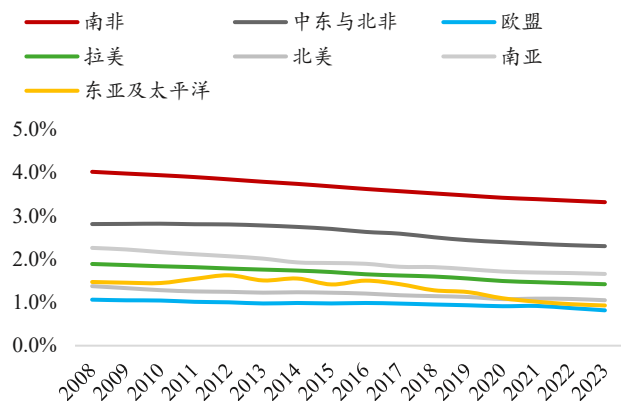
图2：全球主要市场婴儿纸尿裤/拉拉裤/卫生巾增速对比



资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

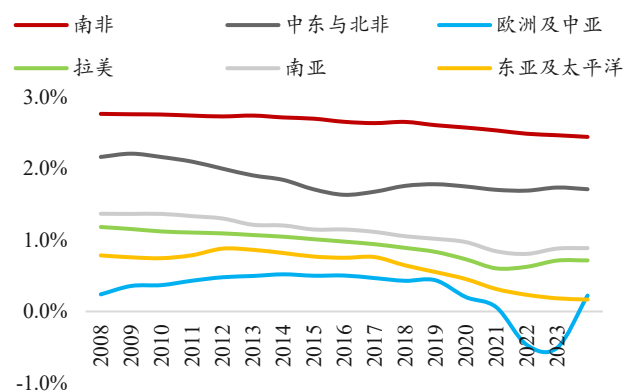
人口增长：新兴市场人口增长领先。根据公司招股说明书，2020-2024年非洲新生儿数量复合增长率为1.8%，位列全球各洲之首，20岁以下人口占比超过50%，人口结构呈现显著增长潜力。根据弗若斯特沙利文报告，2024年非洲、拉丁美洲、中亚的出生人口分别为48.2/10.1/2.0百万人，占2024年全球出生人口的36.5%、7.7%、1.4%。

图3：世界主要区域粗出生率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：世界主要区域人口增长率对比

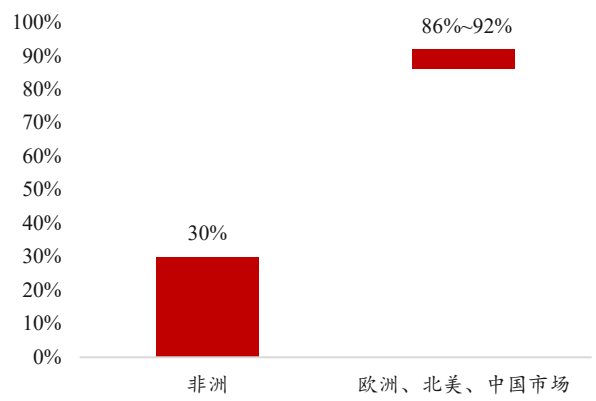
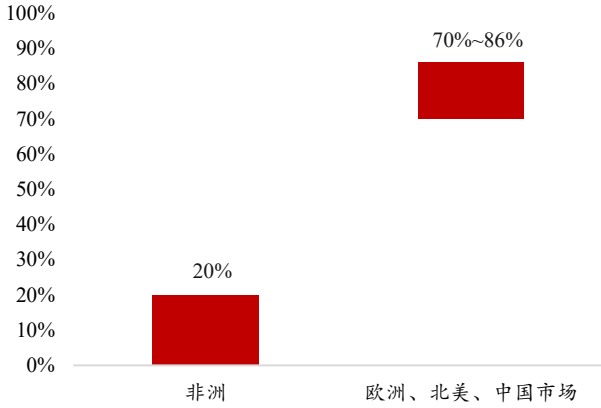


资料来源：Wind，浙商证券研究所

产品渗透率：新兴市场婴儿及女性卫生用品渗透率较发达市场仍有较大提升空间。新兴市场婴儿及女性卫生用品的市场渗透率持续提升，2024 年非洲的婴儿纸尿裤及婴儿拉拉裤市场渗透率约为 20%，低于婴儿纸尿裤和婴儿拉拉裤在欧洲、北美、中国市场介乎 70%~86%的渗透率水平。非洲的卫生巾市场渗透率约为 30%，同样低于欧洲、北美、中国市场 86%~92%的渗透率水平。

图5： 婴儿纸尿裤&拉拉裤渗透率对比（2024 年）

图6： 卫生巾渗透率对比（2024 年）



资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

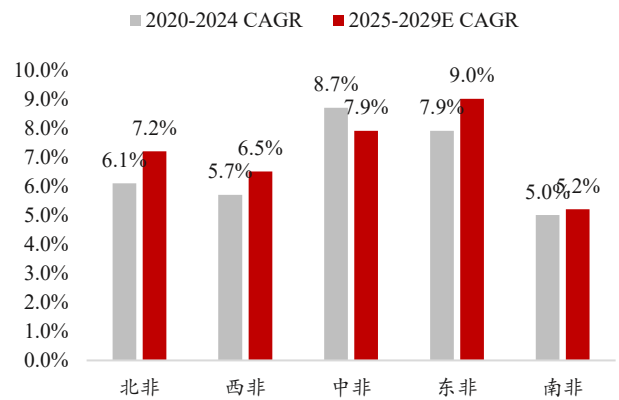
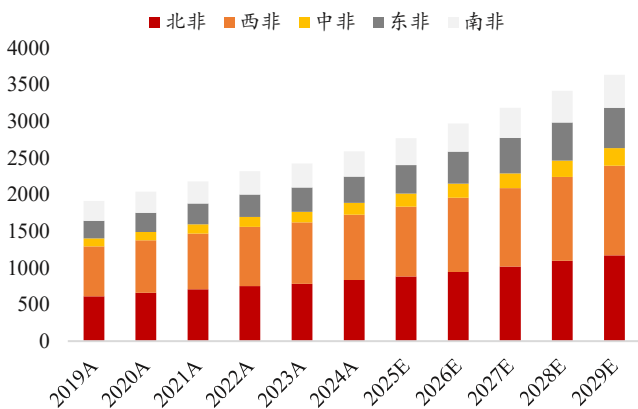
资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

1.2 婴儿纸尿裤&拉拉裤规模持续扩容，东非、中非增长强劲

婴儿纸尿裤：北非、中非、东非市场增速领先，主要受益该地区人口基数和纸尿裤产品渗透率均有所提升。东非婴儿纸尿裤规模由 2020 年的 262.9 百万美元增至 2024 年的 356.7 百万美元，CAGR 为 7.9%，预期至 2029 年扩容至 552.8 百万美元，CAGR 约为 9.0%。中非婴儿纸尿裤市场规模由 2020 年的 115.6 百万美元增至 2024 年的 161.2 百万美元，CAGR 约为 8.7%，预计至 2029 年进一步增至 238.8 百万美元，CAGR 约为 7.9%。

图7： 非洲婴儿纸尿裤规模（百万美元）

图8： 非洲婴儿纸尿裤增速对比



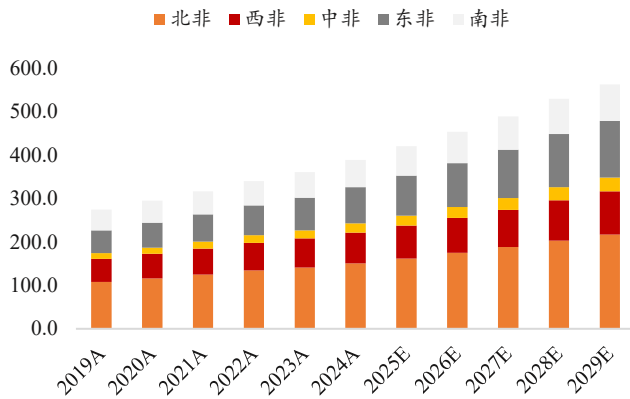
资料来源：乐舒适招股书，沙利文，世界银行，浙商证券研究所

资料来源：乐舒适招股书，沙利文，世界银行，浙商证券研究所

婴儿拉拉裤：东非市场大幅增长。2020-2024 年东非婴儿拉拉裤市场规模由 57.0 百万美元增长至 83.3 百万美元，CAGR 约为 9.9%，预计至 2029 年行业规模将进一步扩大至 130.6 百万美元，CAGR 为 9.1%。中非市场增长强劲，2020-2024 年中非婴儿拉拉裤市场规模由

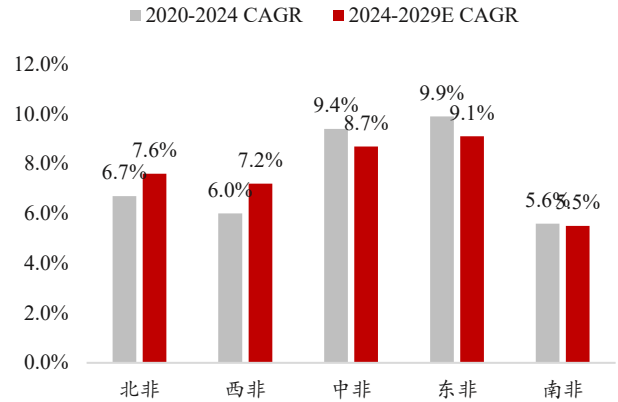
14.5 百万美元增长至 20.7 百万美元，CAGR 约为 9.4%，预计至 2029 年行业规模有望达到 32.0 百万美元，CAGR 约为 8.7%。

图9：非洲婴儿拉拉裤规模（百万美元）



资料来源：乐舒适招股书，沙利文，世界银行，浙商证券研究所

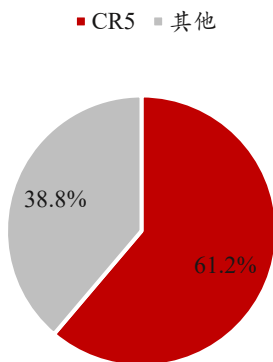
图10：非洲婴儿拉拉裤增速对比



资料来源：乐舒适招股书，沙利文，世界银行，浙商证券研究所

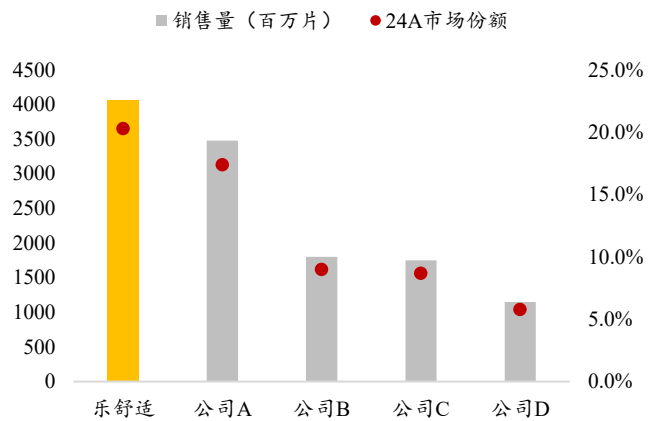
非洲婴儿纸尿裤行业高度集中，乐舒适份额和增速均领先。（1）销售量：以销量计算非洲婴儿纸尿裤 CR5 份额约为 61.2%，行业高度集中。并且以 2024 年销量统计，乐舒适在非洲婴儿纸尿裤行业份额排名第 1 名，销量份额为 20.3%。同时从销售量同比增速角度看，2024 年乐舒适婴儿纸尿裤产品销量同比+10.2%，为非洲前五大婴儿纸尿裤品牌中最高。（2）销售额：以销售额计算非洲婴儿纸尿裤行业 CR5 份额约为 61.0%。以 2024 年销售额计算，乐舒适位居非洲婴儿纸尿裤行业份额第 2 名，市场占有率约 17.2%，且 2024 年乐舒适销售额同比增速为 4.4%，高于非洲婴儿纸尿裤前五大中的其他品牌。

图11：2024 年非洲婴裤行业集中度（按销量）



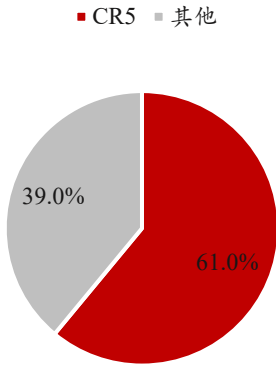
资料来源：乐舒适招股书，沙利文，浙商证券研究所

图12：2024 年非洲婴裤行业竞争格局（按销量）



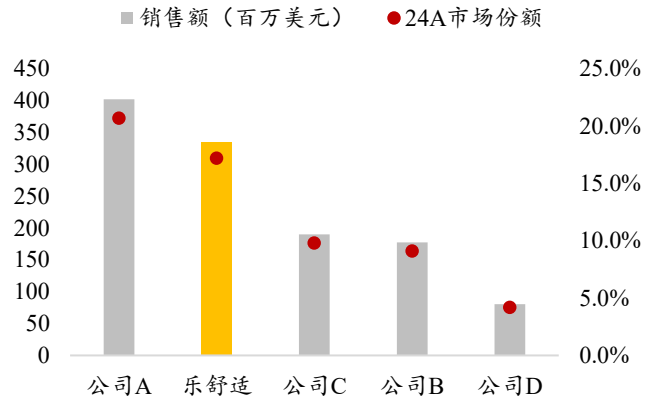
资料来源：乐舒适招股书，沙利文，浙商证券研究所

图13: 2024年非洲婴裤行业集中度(按销售额)



资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

图14: 2024年非洲婴裤行业竞争格局(按销售额)

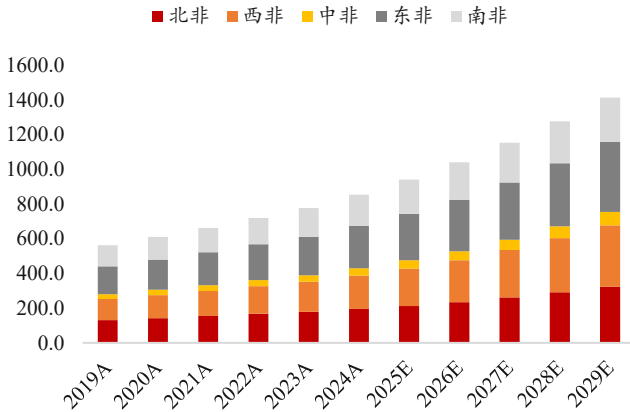


资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

1.3 非洲卫生巾行业快速增长, 未来西非、中非增速领先

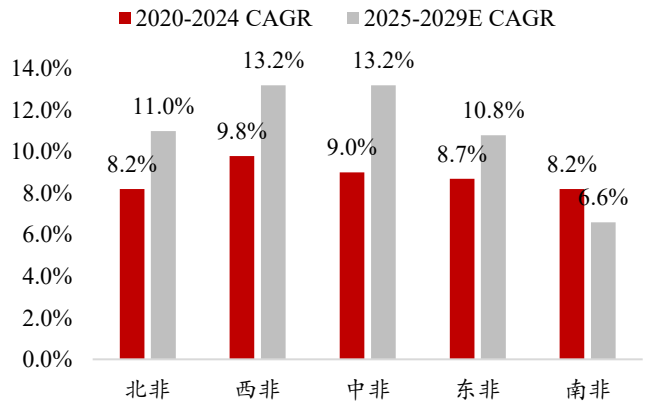
非洲卫生巾行业快速增长, 未来西非、中非增速领先。2020-2024年非洲卫生巾行业市场规模由611.4百万美元增长至854.2百万美元, CAGR约为8.2%, 且预计至2029年, 行业规模有望进一步增长至1412.6百万美元, CAGR约为11.0%。具体分市场看, 2020-2024年西非卫生巾市场规模由132.8百万美元大幅增长至192.8百万美元, CAGR为9.8%, 且预计至2029年行业规模有望达到354.7百万美元, CAGR达13.2%, 预计增速领先其他非洲市场。2020-2024年中非卫生巾市场规模由30.2百万美元增长至42.6百万美元, CAGR为9.0%, 预计至2029年行业规模有望增至77.5百万美元, CAGR约为13.2%。

图15: 非洲卫生巾行业规模(百万美元)



资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

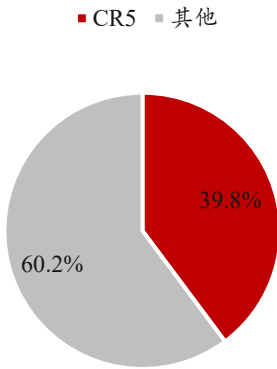
图16: 非洲卫生巾行业主要市场增速对比



资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

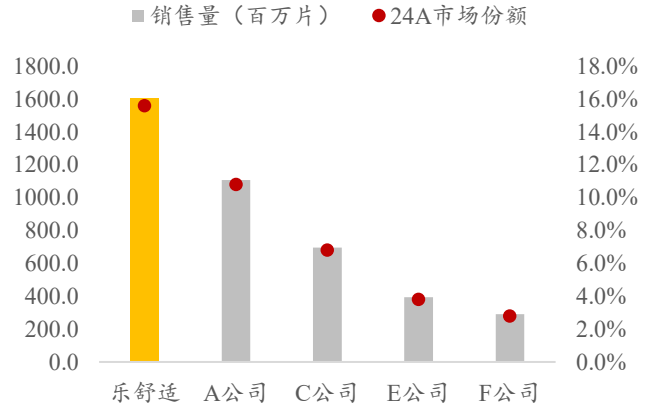
非洲卫生巾行业集中度相对较高, 乐舒适销量份额排名第1, 收入份额排名第2。(1)销售量: 以销量计算非洲卫生巾行业CR5份额约为39.8%, 集中度相对较高。以2024年销量统计, 乐舒适在非洲卫生巾行业份额排名第1(15.6%), 且2024年乐舒适销量同比增速在非洲前五大卫生巾品牌中最高。(2)销售额: 以销售额计算非洲卫生巾行业CR5份额约为41.3%, 集中度高于销量集中度。以2024年销售额统计, 公司位居非洲卫生巾行业份额第2名, 2024年乐舒适在非洲卫生巾市场份额约为11.9%。同时以2024年销售额同比增速来看, 乐舒适销售额同比+25.0%, 为非洲前五大卫生巾品牌中最高。

图17: 2024年非洲卫生巾行业集中度(按销量)



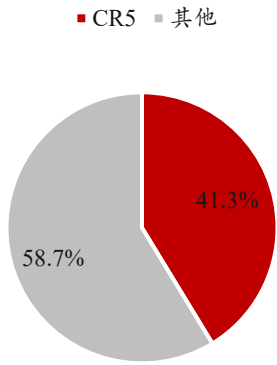
资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

图18: 2024年非洲卫生巾行业竞争格局(按销量)



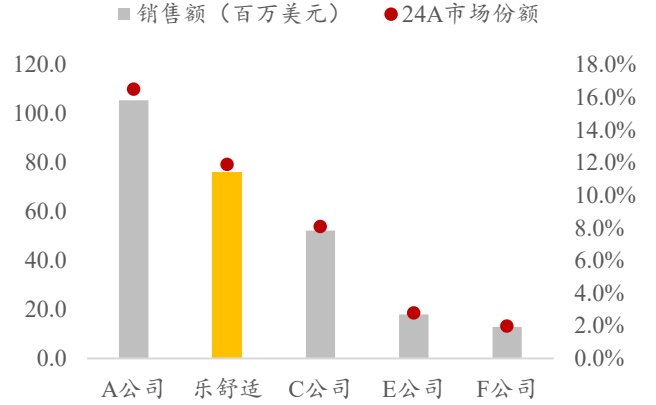
资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

图19: 2024年非洲卫生巾行业集中度(按销售额)



资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

图20: 2024年非洲卫生巾竞争格局(按销售额)



资料来源: 乐舒适招股书, 沙利文, 浙商证券研究所

2 公司：非洲纸尿裤&卫生巾行业龙头企业，份额领先

2.1 公司简介：深耕发展新兴市场，非洲个护行业龙头

深耕发展新兴市场，非洲个护行业龙头。乐舒适为一家专注于非洲、拉美、中亚等快速发展新兴市场的国际化卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。根据弗若斯特沙利文报告，以 2024 年销量计算，公司在非洲的婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第 1，市场份额分别为 20.3%和 15.6%。公司凭借超 15 年的全球化经营策略，已成为非洲多国卫生用品行业的领军企业。通过公司海外管理团队和本地人才梯队建设，双管齐下协作优化人力资源，公司实现了横跨多国且高效的经营运作。

表1：公司主要产品销量/收入/市场份额情况（2024 年）

产品类别	销量 (百万片)	收入 (百万美元)	非洲市场份额 (按销量)	非洲市场份额 (按销售收入)
婴儿纸尿裤	4122.7	341.9	20.3% (非洲第一)	17.2% (非洲第二)
卫生巾	1634.3	77.5	15.6% (非洲第一)	11.9% (非洲第二)
婴儿拉拉裤	239.1	20.5	-	-
湿巾	1497.5	14.5	-	-

资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

图21：公司主要品类产品&品牌一览

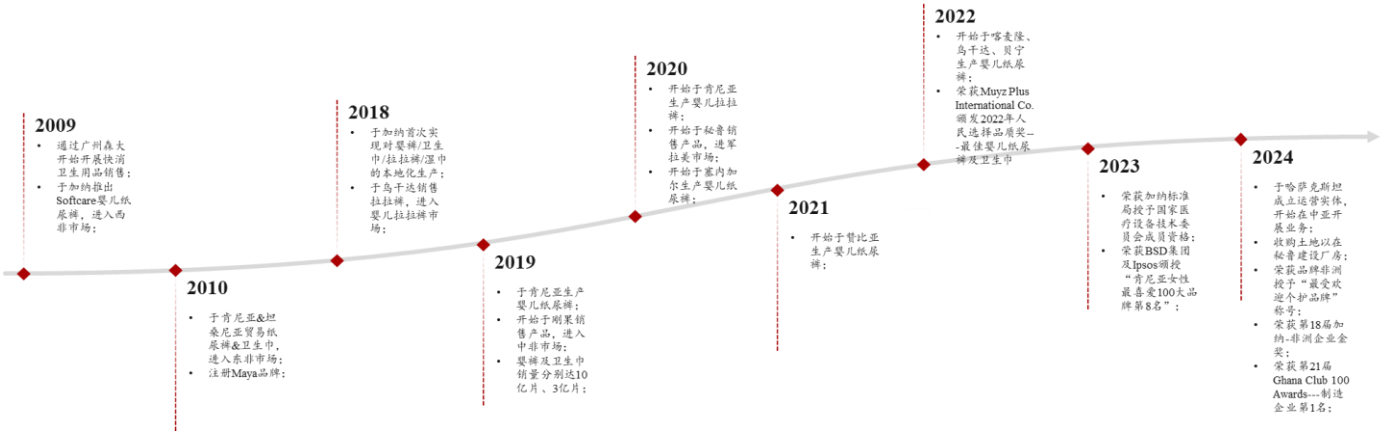


资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

2.2 发展历程：深耕非洲市场 15 年，品牌及市场布局日益完善

发展历程：于非洲深耕个护业务超 15 年。公司于 2009 年在加纳推出 Softcare 婴儿纸尿裤，并于 2010 年将品牌覆盖扩大至 Maya，2011 年扩大至 Veesper、Cuettie、ClinClear。多年来，公司已发展成为一家专注于非洲、拉丁美洲、中亚等快速发展新兴市场的国际卫生用品公司，主要开发、制造、销售婴儿及女性卫生用品（包括婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾、湿巾）。

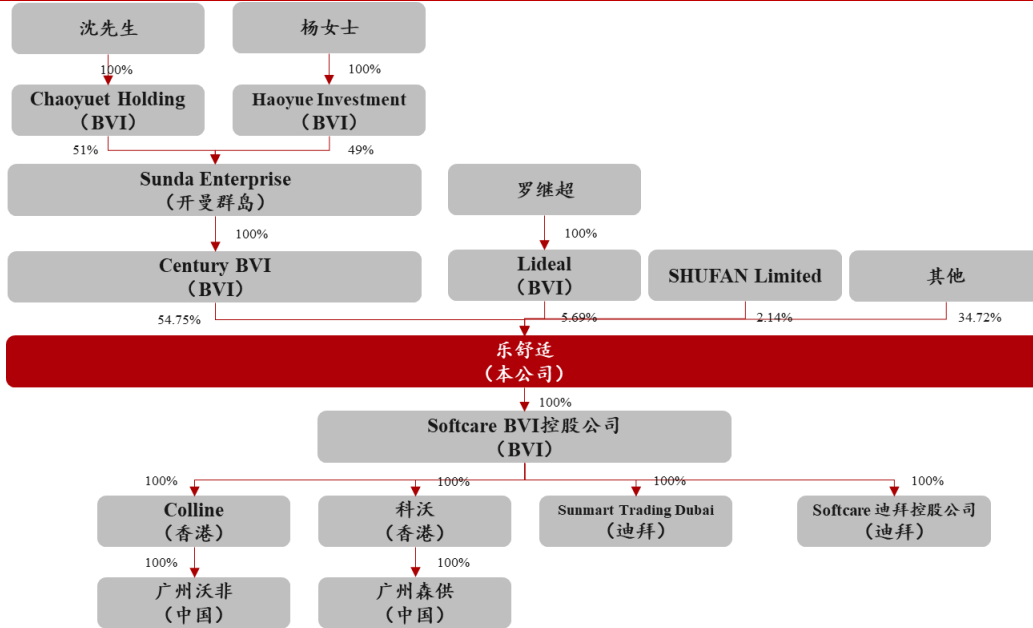
图22: 公司发展历程



资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

公司股权结构集中。公司第一大股东为 Century BVI, IPO 后持有公司约 54.75% 的股权。公司实控人为沈延昌先生。

图23: 乐舒适股权结构 (IPO 后)



资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

2.3 财务简介: 盈利能力持续优化, 纸尿裤为主要产品

收入快速增长, 盈利能力持续优化。受益公司业务从东非向西非、中非乃至拉美、中亚等全球布局, 卫生用品渗透率在新兴市场持续提升, 以及公司的渠道网络日益完善, 推动公司收入规模快速增长。2024 年公司实现收入 4.54 亿美元, 同比+10%, 2025 年 1-4 月实现收入 1.61 亿美元, 同比+16%, 净利率稳定在 20% 左右。

收入结构: 公司婴儿纸尿裤业务为公司主要产品, 2025 年 1-4 月婴儿纸尿裤业务占公司整体收入约 72%。分区域看, 西非和东非为公司主要销售市场, 截至 2025 年 1-4 月, 西非和东非分别占公司整体收入比例约 40%、47%。

表2: 公司财务数据一览表

单位: 万美元	2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4
收入	31990	41137	45439	13963	16131
YOY	-	29%	10%	-	16%
销售成本	24637	26762	29424	9085	10710
毛利	7353	14375	16015	4878	5421
毛利率	23.0%	34.9%	35.2%	34.9%	33.6%
销售及分销开支	900	1354	1592	476	568
销售费用率	2.8%	3.3%	3.5%	3.4%	3.5%
行政开支	2884	3562	2822	900	1137
管理费用率	9.0%	8.7%	6.2%	6.4%	7.0%
研发开支	16	34	53	13	26
研发费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
汇兑损益	-436	-1375	-12	-69	165
财务成本	698	139	46	27	44
财务费用率	2.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
年/期内利润	1839	6468	9511	2766	3110
YOY	-	252%	47%	-	12%
经调整净利率	5.7%	15.7%	20.9%	19.8%	19.3%
股本回报率	80.8%	75.7%	68.0%	-	-
总资产回报率	7.5%	26.4%	37.4%	-	-
流动比率	0.9	1.2	1.6	-	2.1
速动比率	0.3	0.5	0.5	-	1.0

资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

表3: 公司主要产品销量/收入/市场份额情况

		分产品				
单位: 万美元		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4
婴儿纸尿裤	收入	25065.1	32396.4	34193.1	10645.5	11584.4
	YOY	-	29%	6%	-	9%
	占比	78.4%	78.7%	75.3%	76.2%	71.8%
卫生巾	收入	4307.9	6173.1	7746.5	2409.2	2993.9
	YOY	-	43%	25%	-	24%
	占比	13.5%	15.0%	17.0%	17.3%	18.5%
婴儿拉拉裤	收入	1739.6	1304.6	2051.6	478.4	928.8
	YOY	-	-25%	57%	-	94%
	占比	5.4%	3.2%	4.5%	3.4%	5.8%
湿巾	收入	877.2	1262.8	1447.7	430.1	623.9
	YOY	-	44%	15%	-	45%
	占比	2.7%	3.1%	3.2%	3.1%	3.9%
		分区域				
单位: 万美元		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4
西非	收入	16514.8	19729.1	19499.0	6374.1	6365.9
	YOY	-	19%	-1%	-	0%
	占比	51.6%	47.9%	42.9%	45.6%	39.5%
东非	收入	14834.4	17179.8	20673.3	6178.2	7492.8
	YOY	-	16%	20%	-	21%
	占比	46.4%	41.8%	45.6%	44.2%	46.5%
中非	收入	604.3	3711.2	4315.2	1171.9	1732.8
	YOY	-	514%	16%	-	48%
	占比	1.9%	9.0%	9.5%	8.4%	10.6%
拉丁美洲	收入	36.3	516.8	940.9	239.0	528.5
	YOY	-	1324%	82%	-	121%
	占比	0.1%	1.3%	2.0%	1.7%	3.3%
中亚	收入	-	-	10.50	-	11.0
	YOY	-	-	-	-	-
	占比	-	-	0.0%	-	0.1%

资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

3 优势：以优质产品力切入，本土化运营构建深厚壁垒

3.1 壁垒 1：以优质且具有性价比的产品切入市场

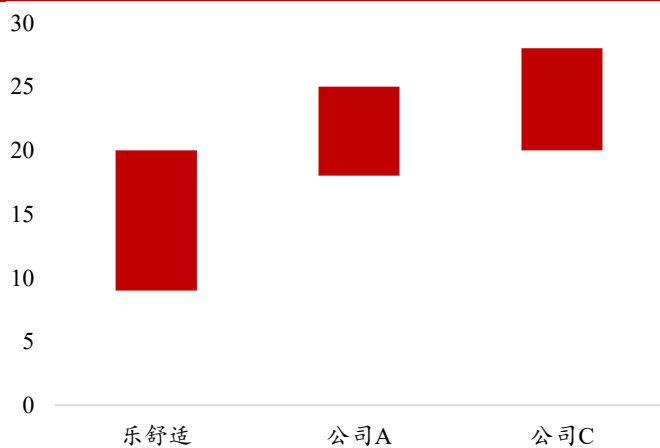
以优质产品力+性价比有效占领消费者心智，成为公司构建长期壁垒的基石。(1) 产品设计：乐舒适产品针对非洲市场优化（如弹性腰围、高吸水性、适合长期使用），采用“一国一品”策略适配不同国家消费习惯。例如针对非洲消费力有限的特点，设计为一天仅需换一片，因此产品比国内同类产品更厚实，吸收量更大。对比国际品牌，乐舒适产品在芯长长度、厚度等方面明显更优，反映到产品力上则为更优异的吸收能力等。(2) 产品价格：产品性价比突出。乐舒适目前婴儿纸尿裤的零售片单价大约为 9.0~20.0 美分，国际品牌公司 A 为 18.0~25.0 美分、公司 C 为 20.0~28.0 美分。乐舒适卫生巾产品的零售片单价大约为 4.5~8.5 美分，公司 A 为 7.5~13.0 美分、公司 C 为 8.0~13.5 美分。乐舒适的产品定价更贴合非洲当前消费力水平，且从长期来看，伴随非洲市场的消费升级，公司产品在价格端也仍有较大提升空间。

图24：公司产品与外资竞品对比



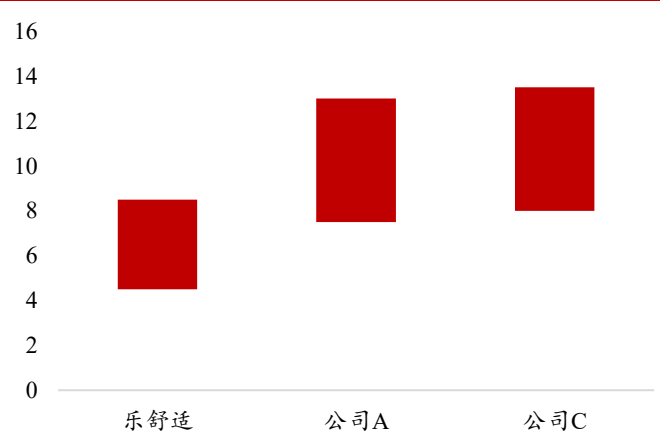
资料来源：浙商证券研究所拍摄

图25：公司与竞品婴儿纸尿裤价格带对比（美分）



资料来源：乐舒适招股书，浙商证券研究所

图26：公司与竞品卫生巾价格带对比（美分）



资料来源：乐舒适招股书，浙商证券研究所

公司 SKU 数量不断丰富。公司拥有丰富产品线，在婴儿及女性卫生用品领域覆盖婴儿纸尿裤、拉拉裤、卫生巾、湿巾四类产品超 340+个 SKU，充分满足各类型消费者的需求。2022 年至 2025 年 4 月，公司婴儿纸尿裤 SKU 数量由 143 个增至 263 个，卫生巾 SKU 数量由 28 个增至 44 个。

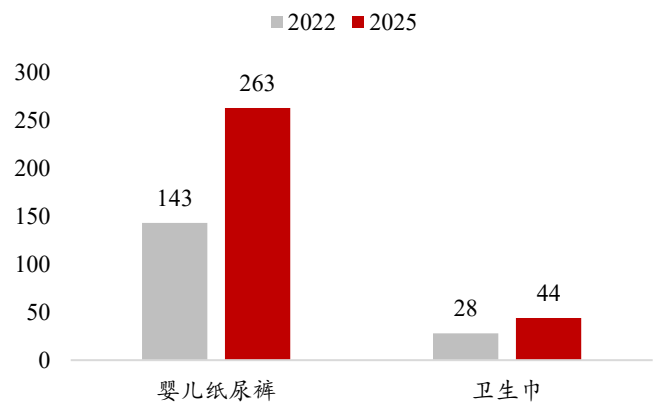
公司已建立层次分明、覆盖全面的品牌矩阵。公司以“Softcare”为核心品牌，横线拓展“Space”科技概念品牌，为“Softcare”的高端产品线延伸。纵向拓展“Maya”、“Cuettie”等大众化品牌，覆盖不同的客户群体。公司积极通过明星代言、品牌建设、零售端销售点建设、社交媒体推广等营销策略提升公司品牌形象和品牌认同。2022A/2023A/2024A/2025M1-4 公司核心品牌“Softcare”分别实现收入 2.52/ 3.19/ 3.57/ 1.29 亿美元，占公司营收比例分别为 78.8%/ 77.6%/ 78.6%/ 79.7%。同时公司也考虑对外收购兼并，快速储备成熟品牌。公司密切关注具有强大品牌和丰富销售渠道资源的收购标的，计划通过外延并购进入新市场并积累品牌资源和完善渠道布局，以实现规模的快速扩张。

图27: 公司品牌在不同产品类别的战略市场定位

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

资料来源: 乐舒适招股书, 浙商证券研究所

图28: 乐舒适主要产品品类 SKU 数量变化 (个)



资料来源: 乐舒适招股书, 浙商证券研究所

表4: 公司品牌&产品线梳理

品牌	产品	推出年份	定位及特点	平均售价 (美分/片)	SKU	品牌	产品	推出年份	定位及特点	平均售价 (美分/片)	SKU
婴儿纸尿裤											
Softcare GOLD		2009	Softcare 核心产品线, 定位中高端; 在吸水、柔软度及弹性腰围方面具备高性能; 品质优良, 价格实惠, 兼具性价比。	8.7	87	Softcare		2013	针对中高端消费者的核心产品线; 提供不同版本满足不同需求: 日用、夜用、正常流量及量少使用; 吸收性强, 轻柔质感。	4.9	34
Softcare SPACE		2023	Softcare 高端产品线延伸; 高比例SAP, 增强吸收能力; 超柔软透气外层, 具有多重微孔设计; 配有智能尿湿指示器。	9.5	23	Softcare Model S		2024	针对年轻职业女性的 Softcare 产品线延伸; 超薄; 两层由细旦纤维制成, 触感柔软丝滑; 使用多孔材料, 更好引导及吸收液体。	5.7	1
Softcare PREMIUM		2017	Softcare 高端产品线延伸; 棉质柔软亲肤, 适合敏感肌肤; 使用较大的腰围尺寸更贴合。	8.6	79	Softcare Smart		2022	针对少女的 Softcare 产品线延伸, 传递青春活力的形象; 设计符合少女体型; 尺寸更小, 适合量少需求。	2.2	3
Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌; 设计及材料方面与 Softcare Premium Soft 的产品线类似。	12.2	14	Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌; 设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似。	4.6	4
Maya		2019	中高端产品线; 物有所值。	6.2	11	ClinClear		2010	大众市场产品线; 品质合理, 价格实惠; 只在肯尼亚及坦桑尼亚出售。	3.4	2
Cuettie		2013	大众市场产品线; 专为补足婴儿纸尿裤的基本功能而设计; 品质合理, 价格实惠。	6.8	49	卫生巾					
Softcare GOLD		2018	Softcare 核心产品线, 针对中高端消费者; 采用柔软底层, 触感更为柔软。	9.4	18	Softcare		2019	适合婴儿肌肤; 添加芦荟精华和维生素 E, 更好呵护肌肤; 不含酒精; 使用100%纯水; 提供家庭装和小包装。	1.0	11
Cuettie		2020	大众市场产品线; 品质合理, 价格实惠。	7.5	2	Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌; 设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似。	0.6	3

资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

汇率因素影响价格，量增为公司各品牌增长主要驱动。伴随非洲新市场开拓、个护产品渗透率提升、公司渠道下沉扩张，公司主要品牌销量均实现良好增长，为收入成长主要驱动。

表5：公司婴儿纸尿裤主要品牌收入表现及量价拆分

单位：万美元							单位：万美元						
		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4	
Softcare	收入	18556.8	23513.7	25370.7	7714.8	8803.2	Softcare	销售量(百万片)	2021.2	2537.9	2889.2	889.6	1012.1
	YOY	-	27%	8%	-	14%		YOY	-	26%	14%	-	14%
	占比	74.0%	72.6%	74.2%	72.5%	76.0%		均价(美分/片)	9.18	9.27	8.78	8.67	8.70
Cuettie	收入	6254.2	8364.6	7796.8	2671.8	2273.2	Cuettie	销售量(百万片)	939.3	1124.8	1125.9	365.9	332.1
	YOY	-	34%	-7%	-	-15%		YOY	-	20%	0%	-	-9%
	占比	25.0%	25.8%	22.8%	25.1%	19.6%		均价(美分/片)	6.66	7.44	6.92	7.30	6.84
Veesper	收入	29.7	365.8	734.2	185.1	367.2	Veesper	销售量(百万片)	2.1	27.8	61.0	15.2	30.2
	YOY	-	1132%	101%	-	98%		YOY	-	1224%	119%	-	99%
	占比	0.1%	1.1%	2.1%	1.7%	3.2%		均价(美分/片)	14.14	13.16	12.04	12.18	12.16
Maya	收入	224.4	152.3	291.4	73.8	140.8	Maya	销售量(百万片)	32.0	23.1	46.6	12.2	22.7
	YOY	-	-32%	91%	-	91%		YOY	-	-28%	102%	-	86%
	占比	0.9%	0.5%	0.9%	0.7%	1.2%		均价(美分/片)	7.01	6.59	6.25	6.05	6.2
							YOY	-	-6%	-5%	-	2%	

资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

表6：公司卫生巾主要品牌收入表现及量价拆分

单位：万美元						单位：万美元							
		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4	
Softcare	收入	4231.7	5998.3	7523.9	2340.2	2918.5	Softcare	销售量(百万片)	934.1	1281.5	1575.6	507.3	596.4
	YOY	-	42%	25%	-	25%		YOY	-	37%	23%	-	18%
	占比	98.2%	97.2%	97.1%	97.1%	97.5%		均价(美分/片)	4.53	4.68	4.78	4.61	4.89
Veesper	收入	6.6	76.3	126.8	34.8	53.4	Veesper	销售量(百万片)	1.3	16.1	28.2	7.4	11.5
	YOY	-	1056%	66%	-	53%		YOY	-	1138%	75%	-	55%
	占比	0.2%	1.2%	1.6%	1.4%	1.8%		均价(美分/片)	5.08	4.74	4.50	4.70	4.64
Clincleer	收入	69.6	98.5	95.8	34.2	22.0	Clincleer	销售量(百万片)	22.8	34.9	30.5	12.3	6.4
	YOY	-	42%	-3%	-	-36%		YOY	-	53%	-13%	-	-48%
	占比	1.6%	1.6%	1.2%	1.4%	0.7%		均价(美分/片)	3.05	2.82	3.14	2.78	3.44
							YOY	-	-8%	11%	-	24%	

资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

3.2 壁垒 2：建设本土供应链，走难而正确的路

为什么在非洲市场要建设本土化供应链？降低高昂运营成本。

非洲市场运营成本极高：非洲市场缺乏个护产品的原材料（例如纸浆），且基础设施相对落后，物流成本高昂，因此在非洲市场的运营成本实际较高。供应链和高昂的物流开支成为制约在非洲销售效率和可及性提升的主要因素。根据公司招股说明书披露数据，公司于新兴市场偏远及农村地区的供应链及物流开支占产品成本比例至少 30%，远高于成熟城市市场 15%~20%的比例。因此为了有效降低供应链和物流成本，本土化建厂至关重要。

本土建厂难度高，但乐舒适坚持做难而正确的事。受制于非洲基础设施不完善，通路、通水、通电等基础工厂均需要由厂家自行建设。同时电力供应的稳定性、非洲各国文化法规的差异性等等均造成本土化建厂难度高。因此众多国际品牌均选择通过海外代工或进口的方式在非洲市场经营，造成产品质量低或价格高。乐舒适坚持做难而正确的事，坚持本土建厂，有效降低了生产成本且强化了质量管控，也是公司持续夯实自身产品力的坚实基础。

图29: 乐舒适非洲工厂



资料来源: 新浪财经头条, 浪潮新消费, 浙商证券研究所

图30: 乐舒适位于肯尼亚的卫品工厂



资料来源: 森大集团官网, 浙商证券研究所

非洲本地化产能布局, 且后续持续扩产夯实本土供应链优势。

产量规模领先: 公司于 2018 年开始推进婴儿纸尿裤、拉拉裤、卫生巾、湿巾等本土化生产。截至 2025 年 4 月 30 日, 公司已在非洲布局 8 个生产工厂及 51 条生产线, 年总设计产能为婴儿纸尿裤 63.01 亿片、婴儿拉拉裤 3.52 亿片、卫生巾 28.54 亿片、湿巾 93.04 亿片。根据弗若斯特沙利文报告, 公司为非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司, 以 2024 年产量计算, 公司在非洲婴儿纸尿裤及卫生巾市场均排名第 1 名。

扩产计划: 1) 未来公司计划在加纳、坦桑尼亚、乌干达、贝宁、科特迪瓦、萨尔瓦多、哈萨克斯坦和墨西哥各建设 1 家新生产工厂。将于加纳、坦桑尼亚、贝宁、萨尔瓦多建设的新工厂将取代旧工厂。同时公司计划扩建位于塞内加尔、肯尼亚及赞比亚的现有工厂, 以及位于秘鲁的未来生产工厂(第 1 期竣工后)。上述 12 家生产工厂预计生产婴儿纸尿裤、拉拉裤、卫生巾/湿巾, 预计 2025-2029 年建设完成。2) 公司计划于 2025-2029 年在加纳、塞内加尔、喀麦隆、坦桑尼亚、肯尼亚、乌干达、赞比亚、贝宁、秘鲁、萨尔瓦多、哈萨克斯坦及墨西哥的生产工厂建设新生产线。3) 公司计划于 2025-2029 年为加纳、肯尼亚、塞内加尔、赞比亚、秘鲁、哈萨克斯坦及墨西哥的生产工厂购买用于生产超薄婴儿纸尿裤及卫生巾的生产设备。

图31: 公司产能及主要销售覆盖区域&公司产能及生产线梳理



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

资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

婴儿纸尿裤、卫生巾、拉拉裤等主要品类毛利率稳中向上。(1)产能利用率：公司婴儿纸尿裤产能利用率基本维持在80%左右水平。2025年1-4月公司婴儿纸尿裤的产能利用率下滑至67.2%，主要受公司在肯尼亚短期新增产线影响，后续伴随产能爬坡预计产能利用率逐步修复。湿巾业务目前收入规模仍然较小，产能利用率相对较低。卫生巾业务2023年产能利用率受新产能投产影响短期下滑，后续逐步修复。目前卫生巾业务的产能利用率稳定在65%左右水平。(2)毛利率：受益稳定价格策略及适度提价、原材料成本下滑、高效供应链、规模效应逐步凸显等因素影响，2022A-2025M1-4公司各主要业务整体毛利率趋势向上。其中婴儿纸尿裤2023年后毛利率有所下滑，主要受加纳货币贬值下产品均价下滑、公司产品结构的变化等因素影响。

表7：公司分产品设计产能、产量、产能利用率

产品类别	2022A			2023A			2024A			2025M1-4		
	设计产能 (百万片)	实际产量 (百万片)	利用率 (%)	设计产能 (百万片)	实际产量 (百万片)	利用率 (%)	设计产能 (百万片)	实际产量 (百万片)	利用率 (%)	设计产能 (百万片)	实际产量 (百万片)	利用率 (%)
婴儿纸尿裤	4020.7	3148.3	78.3%	4659.2	3796.8	81.5%	5302.1	4132.7	77.9%	2050.2	1378.6	67.2%
婴儿拉拉裤	321.2	180.8	56.3%	305.8	119.4	39.0%	352.1	246.0	69.9%	117.4	102.2	87.0%
卫生巾	1664.9	1025.8	61.6%	2414.1	1328.0	55.0%	2592.4	1675.9	64.6%	951.4	626.6	65.9%
湿巾	3385.3	957.1	28.3%	5006.9	1272.0	25.4%	6250.2	1540.6	24.6%	3039.4	659.4	21.7%

资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

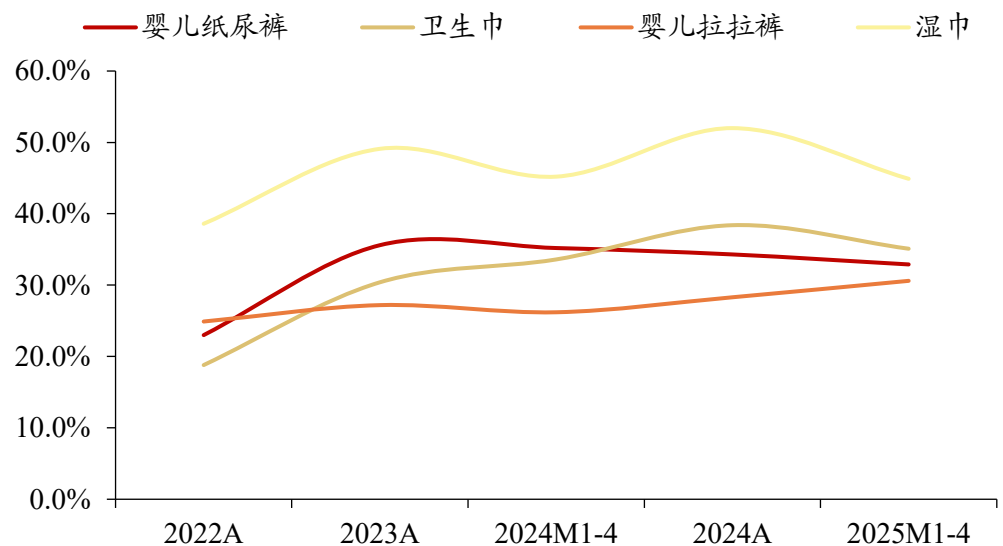
表8：公司生产成本拆分

单位：万美元	2022A		2023A		2024A		2024M1-4		2025M1-4	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
生产材料成本	21722.8	88.2%	23007.6	86.0%	25223.5	85.7%	7804.7	85.9%	9043.2	84.4%
折旧	660.5	2.7%	748.0	2.8%	791.4	2.7%	219.1	2.4%	270.6	2.5%
员工成本	627	2.5%	807.1	3.0%	947.5	3.2%	281.0	3.1%	317.8	3.0%
售出的OEM产品成本	15.9	0.1%	121.4	0.5%	276.2	0.9%	110.3	1.2%	309.5	2.9%
其他	1610.3	6.5%	2078.0	7.8%	2185.2	7.5%	669.7	7.4%	769.0	7.2%
总计	24636.5	100.0%	26762.1	100.0%	29423.8	109.9%	9084.8	100.0%	10710.1	100.0%

注：其他成本主要为水电开支、短期租赁、维修和保养、品控开支及生产中产生的其他杂项费用

资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

图32：公司分产品毛利率变化趋势



资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

3.3 壁垒 3: 本土化团队+深度下沉, 有效触达非洲分散的渠道网络

市场极度分散且缺乏成熟的分销体系, 因此自建渠道网络构成了公司长期竞争壁垒。

渠道状态: 终端以流动性较强的小店为主, 极为分散。当前非洲市场缺乏成熟的分销体系, 且终端网点以流动性较强的批发市场摊位、小型独立店、露天市场、社区杂货店为主, 网点数量众多且极为分散。国际品牌习惯对接大 KA 卖场及连锁渠道的高举高打的渠道策略在非洲市场并不适用。同时非洲市场国家众多, 多数国家地广人稀且人口呈网格化分布, 不同国家语言文化、消费习惯均差异较大, 更为触达细小且分散的终端提升了难度。

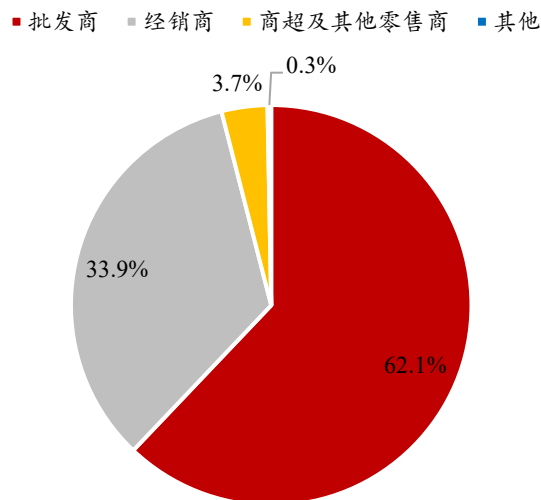
乐舒适渠道体系: 因此乐舒适选择深度本土化运营并自建渠道体系, 凭借本土化深耕非洲市场对不同国家的政策法规、消费习惯等的深刻理解, 构建起有广度也有深度的渠道网络。截至 2025 年 4 月末, 公司渠道体系中约 62%为批发商(无配送能力的小型客户)、34%为经销商(具有一定配送能力的客户)。同时由于非洲批发商资金量有限、且终端渠道分散&流动性高的特点, 普遍采取小批量多频次进货, 对产品的周转&动销要求高。公司凭借自建深度下沉+运转高效的渠道体系+领先产品力, 动销优周转快, 也与批发商与终端形成了优异的粘性。

图33: 非洲市场的零售终端状态



资料来源: 乐舒适官网, 浙商证券研究所

图34: 2025M1-4 公司渠道结构

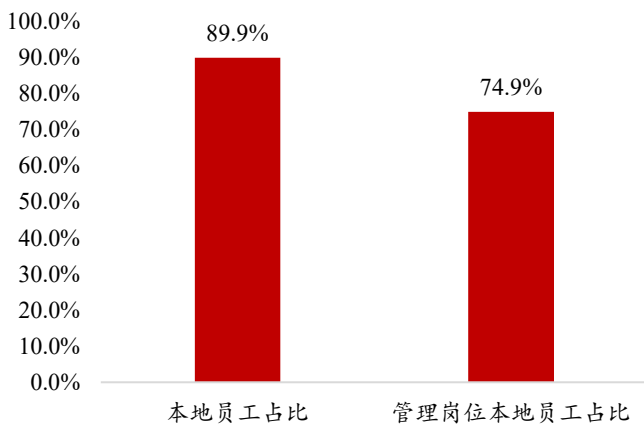


资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

销售团队深度本土化，充分掌握当地市场。公司采取本地化员工培养策略，通过统一管理语言、提供岗位锻炼机会、增加薪酬福利等方式提高本地员工忠诚度，实现人才保留。截至2025年4月末，公司员工总数2417人，其中89.9%为本地招聘员工。同时管理岗位中约74.9%由经验丰富的本地员工担任。受益公司团队的充分本土化，公司管理&销售人员对非洲市场的宏观环境、民族文化、消费习惯十分熟悉，在产品设计、销售策略等方面均更能贴合非洲当地消费者的需求。

公司销售定价策略符合当前市场环境，渠道盈利稳定且周转快。在零售定价方面，因城市与农村、批发与商超的物流运输配送、客户的资金实力等均有所不同，因此公司当前并不控制终端零售价格，但由于当前非洲市场非洲的运输配送成本更高、客户资金实力有限无法大规模囤货、以及偏好社区熟人交易，因此即使在终端存在价差的情况下乱价窜货风险也相对较低。

图35：公司本土化员工占比（截至2025年4月末）



资料来源：乐舒适招股书，浙商证券研究所

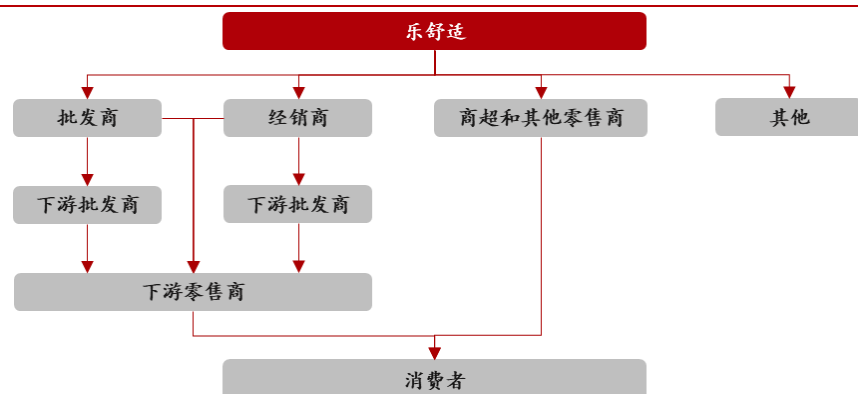
图36：公司员工在开拓非洲销售渠道



资料来源：黑蚁资本公众号，浙商证券研究所

渠道网络深度下沉，与下游渠道合作稳固。公司深耕非洲市场超15年，销售网络覆盖不同国家的大量批发市场、商超及小零售商。截至2025年1-4月，公司已在12个国家建立了18个销售分支机构，覆盖超2800名客户。根据弗若斯特沙利文报告，公司销售网络覆盖核心经营国家的各个行政区，可触达目标市场80%以上的本地人口。**与下游客户合作稳固：**截至2025年4月，与公司合作1年以上的批发商数量超1260家，合作超3年或以上的批发商数量超780家。公司经销商数量由2022年初的257家增至2025年4月末的418家，截至2025年4月末，与公司合作超3年或以上的经销商数量超170家。

图37：公司销售渠道体系示意图



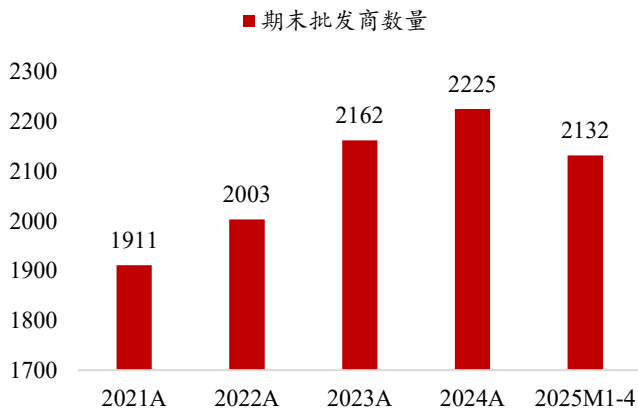
资料来源：乐舒适招股说明书，浙商证券研究所

表9: 公司收入拆分一览(分渠道)

单位: 万美元		2022A	2023A	2024A	2024M1-4	2025M1-4
批发商	收入	19122.3	26648.8	29125.6	8980.4	10015.5
	YOY	-	39%	9%	-	12%
	占比	59.8%	64.8%	64.1%	64.3%	62.1%
经销商	收入	10608.4	12714.1	14593.0	4417.2	5469.8
	YOY	-	20%	15%	-	24%
	占比	33.2%	30.9%	32.1%	31.6%	33.9%
商超和其他零售商	收入	961.3	1156.3	1517.5	453.5	604.2
	YOY	-	20%	31%	-	33%
	占比	3.0%	2.8%	3.3%	3.2%	3.7%
其他	收入	1297.8	617.7	202.8	112.1	41.5
	YOY	-	-52%	-67%	-	-63%
	占比	4.1%	1.5%	0.5%	0.9%	0.3%

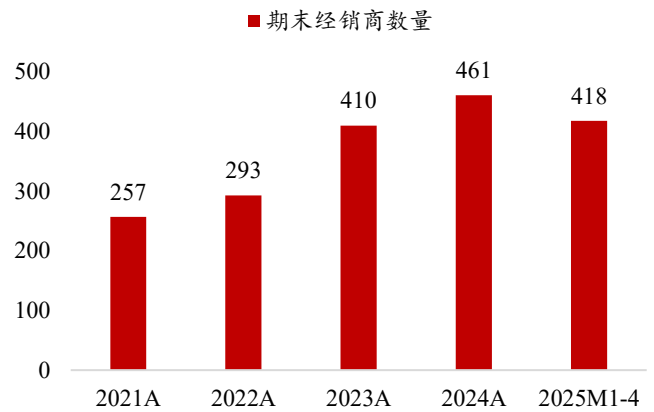
资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

图38: 公司批发商数量(个)



资料来源: 乐舒适招股书, 浙商证券研究所

图39: 公司经销商数量(个)



资料来源: 乐舒适招股书, 浙商证券研究所

4 盈利预测&投资建议

4.1 盈利预测

➤ 分产品:

(1) **婴儿纸尿裤:** 公司当前主要品类。我们认为行业端伴随非洲人口快速增长+产品渗透率的稳健提升, 公司端依托自身优质产品力、高效的本土化供应链+充分下沉且高效的渠道分销网络, 预计 2025-2027 年仍将延续双位数以上的快速增长趋势。同时伴随公司规模效应的释放+供应链效率的不断优化, 我们预计公司婴儿纸尿裤产品的毛利率稳中有升。

(2) **卫生巾:** 伴随非洲消费者对卫生巾产品的认知度提升, 我们认为卫生巾的消费人群规模将远大于婴儿纸尿裤的消费人群规模。因此未来卫生巾其成长潜力更为宽广。同时考虑到公司当前卫生巾产品的收入基数与婴儿纸尿裤相比仍然较低, 因此我们预计 2025-2027 年公司卫生巾产品的收入增速将明显快于婴儿纸尿裤产品增速, 且伴随产品渗透率的提升有望持续加速。同时毛利率考虑到公司规模效应的释放、供应链效率的提升、产品结构的优化, 我们预计同样稳中有升。

(3) 婴儿拉拉裤&湿巾: 受益产品渗透率的快速提升+当前收入基数仍相对较低, 公司婴儿拉拉裤和湿巾产品均处于快速增长趋势之中。2025年前四个月, 公司婴儿拉拉裤收入同比+94%、湿巾收入同比+45%。因此我们预计2025-2027年公司婴儿拉拉裤&湿巾产品同比仍维持在相对高速增长趋势中。不过由于基数偏低, 我们预计规模效应等释放或相对有限, 因此预计产品毛利率基本维持稳定。

► 分区域:

(1) 非洲市场: 我们预计西非市场维持相对稳健的增长趋势。东非市场由于沿海经济活跃、人口相对密集等因素, 成长潜力更大。因此我们预计东非市场延续快速增长趋势。中非则由于基数相对较低, 增速相对较快。

(2) 拉美&中亚: 拉美市场为公司后续拓展的核心区域之一, 且当前基数较低。我们预计伴随秘鲁&墨西哥工厂投产, 拉美市场成长有望进一步提速。中亚市场收入则由分产品预测后的整体收入倒减其他区域收入所得, 考虑到当前中亚的收入基数仍较低, 我们认为其爆发式增长趋势符合公司未来成长策略。

表10: 公司收入驱动因素拆分

分产品						
单位: 万美元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
婴儿纸尿裤	25065.1	32396.4	34193.1	38364.7	43467.2	48770.2
YOY	-	29%	6%	12%	13%	12%
占比	78.4%	78.8%	75.3%	70.9%	67.4%	64.0%
销售量(百万片)	2994.6	3713.6	4122.7	4535.0	4988.5	5487.3
YOY	-	24%	11%	10%	10%	10%
销售均价(美分/片)	8.37	8.72	8.29	8.46	8.71	8.89
YOY	-	4%	-5%	2%	3%	2%
毛利率	23.0%	35.6%	34.3%	33.3%	33.8%	34.3%
毛利润	5770.1	11524.9	11711.2	12775.4	14691.9	16728.2
卫生巾	4307.9	6173.1	7746.5	9574.7	12207.7	16187.4
YOY	-	43%	25%	24%	28%	33%
占比	13.5%	15.0%	17.0%	17.7%	18.9%	21.2%
销售量(百万片)	958.2	1332.5	1634.3	1961.2	2451.5	3186.9
YOY	-	39%	23%	20%	25%	30%
销售均价(美分/片)	4.50	4.63	4.74	4.88	4.98	5.08
YOY	-	3%	2%	3%	2%	2%
毛利率	18.8%	30.4%	38.4%	35.0%	35.5%	36.0%
毛利润	811.9	1874.2	2971.3	3351.1	4333.7	4827.5
婴儿拉拉裤	1739.6	1304.6	2051.6	4021.1	5971.4	7762.8
YOY	-	-25%	57%	96%	49%	30%
占比	5.4%	3.2%	4.5%	7.4%	9.3%	10.2%
销售量(百万片)	168.6	137.5	239.1	478.2	717.3	932.5
YOY	-	-18%	74%	100%	50%	30%
销售均价(美分/片)	10.32	9.49	8.58	8.41	8.32	8.32
YOY	-	-8%	-10%	-2%	-1%	0%
毛利率	24.9%	27.2%	28.3%	30.5%	30.6%	30.8%
毛利润	432.9	355.3	579.7	1226.4	1827.2	2390.9
湿巾	877.2	1262.8	1447.7	2162.1	2810.8	3513.5
YOY	-	44%	15%	49%	30%	25%
占比	2.7%	3.1%	3.2%	4.0%	4.4%	4.6%
销售量(百万片)	841.8	1231.6	1497.5	2171.4	2822.8	3528.5
YOY	-	46%	22%	45%	30%	25%
销售均价(美分/片)	1.04	1.03	0.97	1.00	1.00	1.00
YOY	-	-2%	-6%	3%	0%	0%
毛利率	38.6%	49.1%	52.0%	45.0%	45.1%	45.2%
毛利润	338.4	620.4	752.9	973.0	1267.7	1588.1
分区域						
单位: 万美元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
西非	16514.8	19729.1	19499.0	20474.0	21497.6	22142.6
YOY	-	19%	-1%	5%	5%	3%
占比	51.6%	48.0%	42.9%	37.8%	33.4%	29.0%
东非	14834.4	17179.8	20673.3	25014.7	30017.6	34520.3
YOY	-	16%	20%	21%	20%	15%
占比	46.4%	41.8%	45.6%	46.2%	46.6%	45.3%
中非	604.3	3711.2	4315.2	6472.8	8414.6	10518.3
YOY	-	514%	16%	50%	30%	25%
占比	1.9%	9.0%	9.5%	12.0%	13.1%	13.8%
拉美	36.3	516.8	940.9	2070.0	4140.0	8279.9
YOY	-	1324%	82%	120%	100%	100%
占比	0.1%	1.3%	2.0%	3.8%	6.4%	10.9%
中亚	-	-	10.50	91.2	387.2	772.8
YOY	-	-	-	768%	325%	100%
占比	-	-	22.6%	-	-	-

资料来源: 乐舒适招股说明书, 浙商证券研究所

4.2 投资建议与估值

新兴市场婴护&个护市场景气向上，且公司综合壁垒深厚，首次覆盖，给予“买入”评级。我们认为非洲&南美等新兴市场婴护及个护市场仍处于快速增长趋势，伴随人均GDP的提升，婴护&个护产品的渗透率提升有望加速，因此考虑出生率和产品渗透率的提升空间，非洲&南美等新兴市场的成长空间广阔。同时从消费品的发展历程来看，渗透率提升至100%后往往还会有消费升级的阶段，目前公司产品价格对标国际品牌仍有较大提升空间，因此我们认为公司未来价格端的潜在空间也十分宽广。格局端，公司以优质产品力切入市场，并通过深度本土化运营+自建渠道&供应链构建了竞争对手短期难以逾越的深厚壁垒，未来有望充分受益非洲市场的成长。

我们预计2025-2027年公司收入分别实现5.4/6.5/7.6亿美元，同比+19%/+19%/+18%；归母净利润1.1/1.3/1.6亿美元，同比+14%/+22%/+19%，当前市值对应PE分别为24/20/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 公司盈利预测一览

单位/百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	541	645	762
YOY	10.46%	19.11%	19.09%	18.27%
归母净利润	95	108	132	158
YOY	47.05%	13.54%	22.36%	19.42%
EPS	0.19	0.17	0.21	0.25
P/E	2.39	23.90	19.53	16.35

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表12: 可比公司估值一览表

股票代码	可比公司	总市值(亿元)	净利润增速			PE			
			2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
003006.SZ	百亚股份	93.06	17%	32%	29%	32.35	27.72	21.03	16.33
605009.SH	豪悦护理	70.11	-13%	24%	21%	18.09	20.73	16.68	13.77
001328.SZ	登康口腔	67.30	21%	23%	22%	43.50	35.90	29.31	23.95
1044.HK	恒安国际	333.99	3%	6%	7%	14.53	14.11	13.34	12.42
	平均值					27.12	24.61	20.09	16.62
	中位数					25.22	24.23	18.86	15.05
2698.HK	乐舒适	198.49	14%	22%	19%	27.13	23.90	19.53	16.35

注: 数据截止至 2025/12/20

乐舒适盈利预测单位为亿美元; 除乐舒适外其余公司盈利预测均为Wind一致预期

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

- (1) **市场竞争加剧风险**：若未来伴随非洲市场景气度提升，越来越多的国际&国内玩家涌入非洲市场，或将推动非洲市场的竞争加剧，对公司品牌份额造成冲击。同时若未来竞争主要集中在价格端，或倒闭公司产品降价，压缩公司盈利，对公司净利润造成不利影响。
- (2) **政治动荡风险**。公司收入主要集中在非洲、拉美等新兴市场，若其中个别市场出现政权更迭、战争等情况，或对公司的供应链、正常的市场环境等造成负面扰动，从而对公司业绩造成不利影响。
- (3) **原材料价格大幅波动风险**。公司产品主要原材料包括绒毛浆、无纺布和吸水性高分子（SAP）等，其价格受国际大宗商品市场波动、供应商产能以及运输成本等多种因素影响。若未来原材料价格出现大幅波动，公司可能面临成本控制压力。
- (4) **汇率波动风险**。公司业务涉及多个国家和地区，部分地区的收入和支出使用当地货币结算，若当地货币出现汇率的短期大幅波动，或显著影响公司的收入和利润表现。
- (5) **产能投放不及预期风险**。公司后续业务扩张一定程度上依赖公司的新产能的建设。如果公司新产能建设进度不及预期，或影响公司在新市场本土化的运营能力及业务扩张节奏，从而对公司业绩产生不利影响。
- (6) **业务进展不及预期风险**。公司后续成长也依赖新品类&新市场的开拓，如南美、中亚等。若未来新业务进展不及预期，或影响公司未来业绩成长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	176	555	627	709	营业收入	454	541	645	762
现金	31	381	422	470	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	5	6	7	9	营业成本	294	358	423	497
存货	119	144	169	197	销售费用	16	18	26	31
其他	21	24	28	33	管理费用	28	34	42	51
非流动资产	78	100	121	142	研发费用	1	1	1	1
固定资产	51	68	84	100	财务费用	0	(0)	(7)	(8)
无形资产	1	2	2	2	除税前溢利	113	128	157	188
其他	25	30	35	40	所得税	18	20	25	30
资产总计	254	655	748	851	净利润	95	108	132	158
流动负债	110	132	154	178	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1	11	21	31	归属母公司净利润	95	108	132	158
应付账款及票据	43	53	62	73	EBIT	114	128	150	180
其他	66	68	71	74	EBITDA	121	131	154	185
非流动负债	4	9	14	14	EPS (元)	0.19	0.17	0.21	0.25
长期债务	0	5	10	10					
其他	4	4	4	4					
负债合计	114	140	168	191	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	142	516	582	661	营业收入	10.46%	19.11%	19.09%	18.27%
归属母公司股东权益	140	515	581	659	归属母公司净利润	47.05%	13.54%	22.36%	19.42%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
股东权益合计	140	515	581	659	毛利率	35.25%	33.86%	34.32%	34.81%
负债和股东权益	254	655	748	851	销售净利率	20.93%	19.95%	20.50%	20.70%
					ROE	67.99%	20.99%	22.76%	23.94%
					ROIC	67.79%	20.28%	20.62%	21.60%
					偿债能力				
现金流量表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	44.94%	21.43%	22.40%	22.50%
经营活动现金流	110	96	121	145	净负债比率	-21.53%	-70.83%	-67.35%	-65.06%
净利润	95	108	132	158	流动比率	1.60	4.22	4.08	3.99
少数股东权益	0	0	0	0	速动比率	0.52	3.12	2.97	2.88
折旧摊销	8	3	4	5	营运能力				
营运资金变动及其他	7	(15)	(15)	(17)	总资产周转率	1.82	1.19	0.92	0.95
投资活动现金流	(6)	(28)	(28)	(28)	应收账款周转率	96.14	93.24	95.51	96.54
资本支出	(27)	(21)	(20)	(20)	应付账款周转率	6.76	7.47	7.37	7.35
其他投资	21	(8)	(8)	(8)	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(103)	282	(51)	(70)	每股收益	0.19	0.17	0.21	0.25
借款增加	(95)	15	15	10	每股经营现金流	0.18	0.15	0.20	0.23
普通股增加	0	321	0	0	每股净资产	0.23	0.83	0.94	1.06
已付股利	(0)	(54)	(66)	(79)	估值比率				
其他	(7)	(0)	(0)	(1)	P/E	2.39	23.90	19.53	16.35
现金净增加额	1	349	41	48	P/B	2.01	5.01	4.45	3.91
					EV/EBITDA	2.07	16.91	14.23	11.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>