

卫生巾行业/轻工制造

 卫生巾行业深度报告
 -八百亿市场的角逐，看王者花落谁家

评级：持有

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

国内上市公司数：

行业总市值(百万元)：

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
恒安国际	50.5	2.97	3.15	3.15	3.68	16.8	23.78	14.91	14.76	0.87	

备注

投资要点

- **全球市场：发达国家步入成熟期，新兴市场独领风骚。1) 300 亿美元市场空间，新兴市场引领全球卫生巾市场增长。**2012 年到 2017 年全球卫生巾复合增长率为 1.6%，而同期新兴市场年复合增长率为 4.5%；**2) 发达国家地区卫生巾市场规模已步入成熟期。**发达国家地区卫生巾市场发展相对成熟，市场规模主要受适用女性人口影响。2012 年至今，今发达国家地区 12-54 岁女性人口已出现约-1.4%的负增长，且负增长趋势将一直持续，同期市场规模从 95 亿美元下滑至 92 亿美元。
- **中国市场：由量+价双轮驱动转为消费升级驱动。1) 2018 年卫生巾规模逾 800 亿元。**中国卫生用品行业整合发展，市场集中度高，截至 2018 年，卫生巾零售市场规模已超 800 亿，消费量 1200 片，渗透率已达 100%。08 年至 18 年市场规模年复合增长率 9.1%，同期卫生巾消费量年复合增长 5.6%；**2) 消费升级带动市场规模增长，15 年后我国卫生巾市场渗透率逐步趋饱和后，卫生巾市场增长逐步由量的增长变为消费升级带来的价的提升。**18 年市场规模增加 5.7%，单片价格上升 4.7%，同时高端产品占比持续提升。低端产品淡出市场；**品质保障**（如无荧光剂，进口纯棉材质）、**功能独特**（如 abc 的特殊配方；更方便的安睡裤）、**颜值出众**（如苏菲的裸感、口袋魔法系列）的各大中高端品牌逐步赢得更多市场份额；**3) 卫生巾市场尚有潜力，预计 2021 年市场规模将突破千亿，我们认为未来卫生巾市场的增长更多是由消费升级下价的驱动。**
- **国内品牌竞争格局：市场趋于集中，中高端品牌市场份额提升。**相较于美国日本 CR5 市场份额在 70%以上，且均为本土品牌；中国卫生巾品牌 CR 10 从 23%提升至 40%，市场对品牌卫生巾产品认可度提升。十年来国有品牌市场份额占前十大品牌 64%提升至 75%，中低端安尔乐、安尔乐淡出市场；中高端七度空间、ABC 份额提升；进口品牌中，日系品牌在市场竞争中脱颖而出而美系品牌市场空间收到挤压。
- **传统渠道占比持续下滑，以电商为主的新兴渠道加速发展，大厂商更具发展电商渠道资金、品牌优势。**以超市为主的现代商超渠道虽占主导地位，但占比稍有下滑，传统渠道占比更是一路走低。电商渠道销售自 2008 年占比 0.7%，指数式增加到 2018 年 15.3%。由于电商渠道需要大量注资给线上运营、物流、平台等方面，具有资金优势的大品牌更具发展优势。同时，不同于生活用纸，卫生巾的品牌忠诚度较高，若电商渠道加速挤压其他渠道，具有品牌优势的大厂商更容易在这新赛道上领先一步。尤妮佳旗下品牌苏菲借电商渠道弯道超车，总体市占率第二位线上销售全国第一。
- **头部品牌差异化竞争战略成就初现：1) 恒安国际：国内市场龙头企业，全渠道战略初见成效，全球产能布局拓销售；2) 尤妮佳：中国最成功海外品牌，精耕细分领域，多样化产品布局，电商渠道优势显著；3) 广东景兴，轻资产、重研发，委托加工释放研发潜力。**
- **风险提示：市场竞争加剧风险、产品升级不及预期、原材料价格大幅上涨、汇率大幅波动带来的成本上行风险**

内容目录

卫生巾：具备刚需属性的高毛利行业	- 4 -
百年发展变革，卫生巾型产品占据主导地位	- 4 -
卫生巾工艺较为简单，原材料成本占 8 成	- 5 -
产业价值链：高毛利率，高 roe	- 6 -
中国是全球卫生巾市场的主要增长极	- 7 -
全球市场：卫生巾消费增长主要来自新兴市场	- 7 -
中国市场：市场规模逾 800 亿元，消费升级带动市场规模增长	- 8 -
渠道端：以电商为主的新兴渠道加速发展，大厂商更具电商发展优势	- 11 -
品牌端：市场集中度持续上升，国有品牌前十占比提升	- 12 -
主要卫生巾厂商对比	- 13 -
恒安国际-稳扎中国市场，强力延伸海外	- 13 -
广东景兴-定位高端，国内第二大卫生巾厂商	- 15 -
尤妮佳-中国最成功海外品牌	- 16 -
宝洁-全球个护龙头首位，近年新兴市场发展受挫	- 16 -
风险提示	- 17 -
行业竞争加剧，导致行业毛利率、净利率出现下降带来的盈利风险	- 17 -
消费升级、产品升级不及预期	- 17 -
原材料价格大幅上涨、汇率大幅波动带来的成本上行风险	- 18 -

图表目录

图表 1：卫生巾百年发展历史	- 4 -
图表 2：中国卫生巾发展沿革	- 4 -
图表 3：中国卫生棉条市场规模占女性卫生用品比例	- 5 -
图表 4：中国女性卫生用品消费偏好	- 5 -
图表 5：不同女性护理产品利弊	- 5 -
图表 6：女性护理产品价格拆分	- 5 -
图表 7：卫生巾结构	- 6 -
图表 8：卫生巾细分品类	- 6 -
图表 9：卫生巾成本拆分	- 6 -
图表 10：14-18 年原材料价格变动（元/千克）	- 6 -
图表 11：卫生巾行业价值链（GT 渠道）	- 7 -
图表 12：主要卫生巾公司经营概况	- 7 -
图表 13：全球卫生巾市场规模变化	- 8 -
图表 14：全球卫生巾消费占比	- 8 -
图表 15：中国卫生巾市场规模-零售端	- 8 -

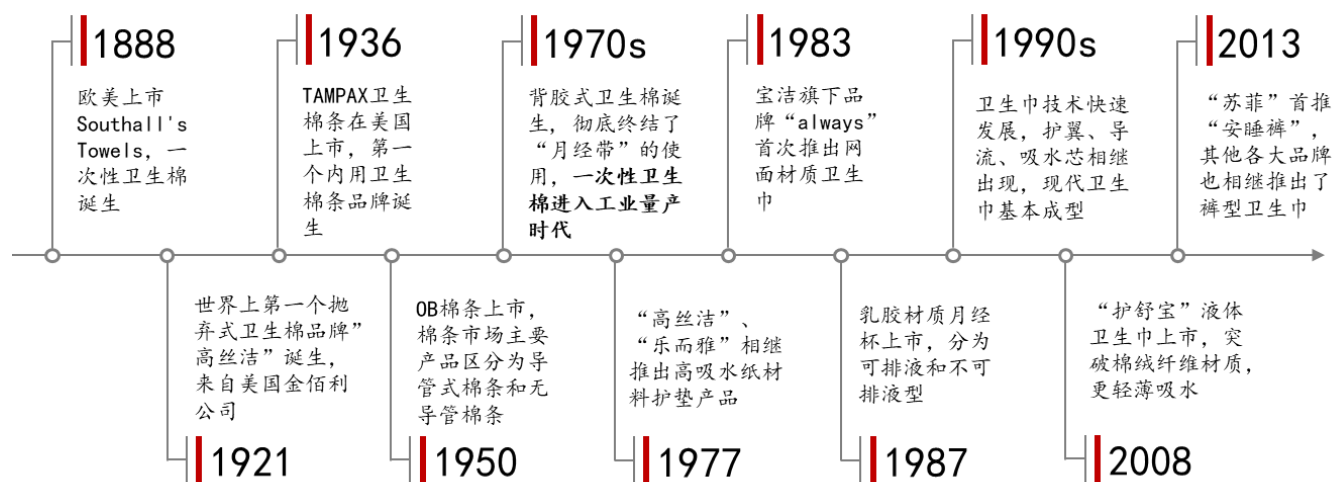
图表 16: 中国卫生巾市场规模工厂端	- 8 -
图表 17: 中国市场卫生巾消费量及渗透率	- 9 -
图表 18: 2017 年中国卫生用品占比	- 9 -
图表 19: 新型卫生巾	- 9 -
图表 20: 前十厂商品牌与价格	- 10 -
图表 21: 卫生巾市场规模预测	- 11 -
图表 22: 中国卫生巾销售渠道变化	- 11 -
图表 23: 现代商超渠道变化拆分	- 11 -
图表 24: 前十大品牌市占率变化	- 12 -
图表 25: 2018 年日本卫生巾市场 CR5 份额 97%	- 13 -
图表 26: 2018 年美国卫生巾市场 CR5 份额 72%	- 13 -
图表 27: 恒安国际品牌	- 14 -
图表 28: 恒安国际卫生巾业务收入	- 14 -
图表 29: 恒安国际产能	- 14 -
图表 30: 景兴卫生巾品牌	- 15 -
图表 31: 景兴卫生巾业务收入	- 15 -
图表 32: 景兴销售渠道变化	- 15 -
图表 33: 苏菲各系列卫生巾	- 16 -
图表 34: 宝洁旗下护舒宝系列卫生巾与朵朵品牌卫生巾	- 17 -
图表 35: 龙头品牌经营概况小结	- 17 -

卫生巾：具备刚需属性的高毛利行业

百年发展变革，卫生巾型产品占据主导地位

- 卫生巾百年变革，上世纪 90 年代，现代卫生巾形态基本成型。女性卫生用品始于 19 世纪；1970 年代，一次性卫生棉进入了工业量产时代；1990 年代后，护翼、导流、吸水芯等技术相继出现；21 世纪后，卫生巾从形态和材质不断突破，出现了裤型卫生巾和液体材质卫生巾，进一步丰富了卫生巾的细分品类。

图表 1：卫生巾百年发展历史



来源：中泰证券研究所

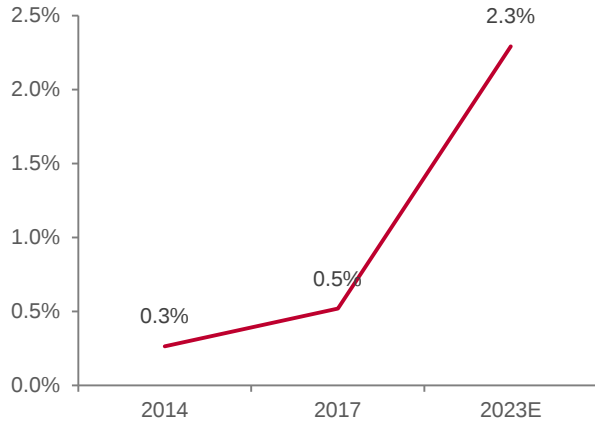
图表 2：中国卫生巾发展沿革

时间	时期	关键词	代表品牌	代表品牌价格	渗透率	历史进程
1982-1997	市场导入期	直条型卫生巾	安乐、护舒宝、乐而雅、高洁丝、花王、o.b.	0.9 元/包	2%	从国外引进卫生巾生产线，数年的适应期后，卫生巾快速渗透市场，外国品牌纷纷进入中国市场，国产品牌恒安一枝独秀
1998-2005	稳定发展期	国产品牌	护舒宝、七度空间、洁婷、ABC、自由点、Free	7 元/包	50%	卫生巾市场进一步扩大，渗透率较高；中高端市场以国外品牌为主；众多国内品牌涌现，主攻低端市场；消费群体被细分
2006-2014	整合成长期	功能细分、假冒卫生巾、质量丑闻	安尔乐、ABC、护舒宝、苏菲、高洁丝	10 元/包	78%	外资品牌开始向下渗透，本土品牌向升级；卫生巾同质化严重，质量堪忧
2015~至今	消费升级期	互联网新品牌、消费升级、高价格、高品质	护舒宝、轻生活、护你妹、nonolady、花煦	15 元/包	100%	电商渠道逐渐成为主流之一；国内涌现一批依托互联网成长的新品牌；品牌理念强化；资本频繁介入；产品附加价值增加；各种智能产品或产品应用场景智能化出现

来源：青竹新消费微信公众号，中泰证券研究所

- 女性护理产品中，卫生巾占优势地位。2018 年中国卫生巾市场规模为 870 亿元，而卫生棉条市场规模仅 4 亿元。同时，月经杯的使用更是微乎其微，18 年 6 月，淘宝销量前十的卫生棉条成交量为 11.2 万笔，而销量前十的月经杯成交量仅为 0.34 万笔。

图表 3：中国卫生棉条市场规模占女性卫生用品比例



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 4：中国女性卫生用品消费偏好

1.使用卫生棉条时最担心		2.不喜欢使用棉条的原因	
妇科炎症	42%	私处异物感	43%
棉条拔不出	40%	怕得妇科炎症	38%
是否渗漏	39%	棉条拔不出	37%
中毒性休克	28%	使用步骤复杂	30%
甲醛含量	23%	中毒性休克	25%
损坏处女膜	12%	怕损坏处女膜	12%

来源：《消费者报道》，中泰证券研究所

- 在同等使用频率下，卫生巾价格高于月经杯低于棉条。据天猫超市销售价格显示，卫生巾价格普遍低于棉条价格（包括普通流量型导管式与指入式）。卫生巾单片价格区间在 0.5-3.9 元/片，最便宜为国产棉柔卫生巾，最贵为进口液体卫生巾，安睡裤型卫生巾为单价最贵的卫生巾品类，以高端品牌为主，售价为 2.3-9 元/片。卫生棉条单只价格区间为 1.4-3.9 元/支，导管式（主要为宝洁旗下“Tampax”）价格高于指入式价格（主要为强生旗下“OB”）。月经杯以进口产品为主，价格区间为 130-350 元/只，以 200 元的德国 AIWO 为例，产品可使用 5 年，折算月经来潮期间每日花费约 0.7 元/天，为最实惠产品。

图表 5：不同女性护理产品利弊

	利	弊
卫生巾	无需内置方便使用，产品丰富	除了安睡裤以外，有侧漏风险，游泳不可使用
棉条	使用无感，无惧侧漏，游泳可使用	使用步骤略复杂，棉线有断裂风险，更换不及时有妇科炎症、中毒性休克风险
月经杯	环保，省钱，不惧侧漏，游泳可使用	清洁麻烦，使用步骤复杂，尺寸选择复杂，使用不当有妇科炎症、中毒性休克风险

来源：，公开资料整理，中泰证券研究所

图表 6：女性护理产品价格拆分

卫生巾 型	单片价格	其他类型	单个价格	使用频次
日用卫生巾	0.5-2.6	R 型棉条	1.4-3.9	日常使用，每日更换 3-4 次
夜用卫生巾	1-3.9	S 型棉条	1.5-3.9	每晚使用
安睡裤	2.3-9	月经杯	130-350	月经杯可使用 5 年，折算为每日花费约 0.7 元/天

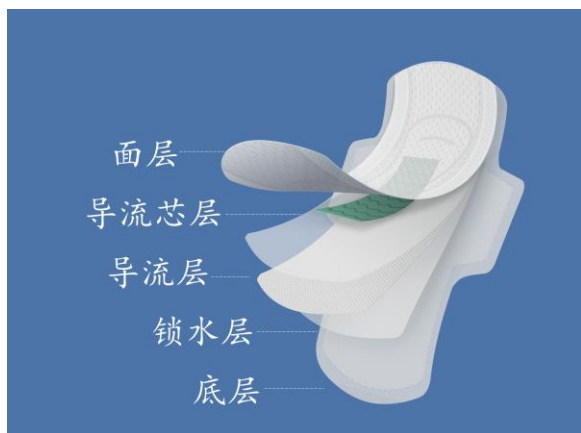
来源：天猫超市，中泰证券研究所

卫生巾工艺较为简单，原材料成本占 8 成

- 工艺较为简单，主要分为面层（PE 膜、PP 无纺布、纯棉）、吸收体（高分子树脂、无纺布、无尘纸、绒毛浆）、底层（PE 膜）和胶（结构胶和

背胶等)。卫生巾产品又可按照面层特点分为网面型、棉柔型和纯棉型。

图表 7: 卫生巾结构



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

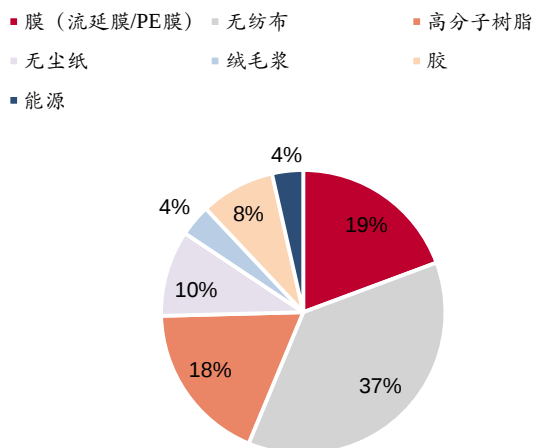
图表 8: 卫生巾细分品类

类型	面层特点	优点	缺点
网面型	面层以 PE 打孔膜 (聚乙烯) 为原料制成的卫生巾	干爽好吸收, 不易回流	不透气, 易过敏
棉柔型	面层以 PP 膜 (聚丙烯) 制成的卫生巾	触感柔软, 不易过敏	干爽度低, 吸收性低, 易回流
纯棉类	面层采用纯棉材料制成的卫生巾	亲肤舒适, 不易过敏	干爽度低

来源: 中泰证券研究所

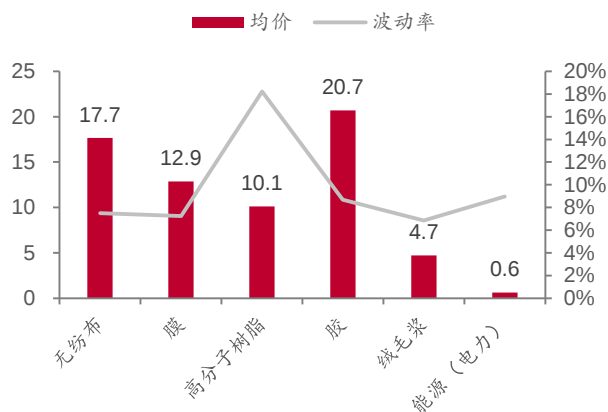
- 吸收体成本占原材料比例最大, 约为 50% (包含部分无纺布、高分子树脂、无尘纸、绒毛浆等)。原材料占营业成本约为 80%, 在所有原材料中, 除了绒毛浆价格受木浆市场波动影响以外, 其他原材料价格主要受石油价格和石油化工行业供求关系影响。
- 2014 年到 2018 年间, 胶和无纺布的平均价格最高, 为 20.7 和 17.7 元/千克。同期, 从波动率来看 (以变异系数表示) 高分子树脂的波动最大, 变异系数为 18%, 无纺布, 膜和浆的波动相对较小, 波动率均为 7%。变化方向来看, 无纺布、树脂和膜类的价格有一定提升, 18 年的价格分别为 19.8、10.6、14.2 元/千克, 胶和高分子树脂的价格从 14 年 22.2、12.8 元/千克下滑到 18 年 19.1、10.6 元/千克。

图表 9: 卫生巾成本拆分



来源: 百亚股份招股书, 中泰证券研究所

图表 10: 14-18 年原材料价格变动 (元/千克)

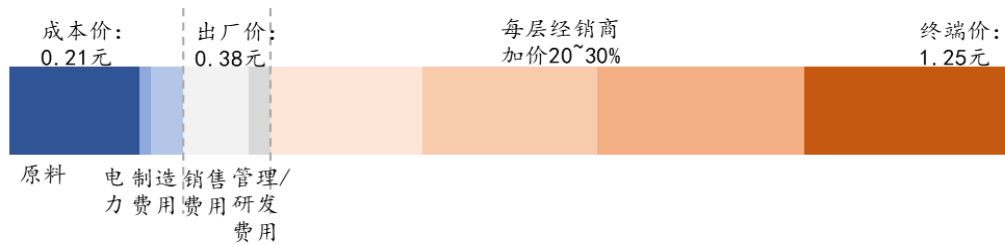


来源: 百亚股份招股书, 中泰证券研究所

产业价值链: 高毛利率, 高 roe

- **卫生巾为高毛利行业；经销商层层加价，最终可达出厂价 3 倍多。**卫生巾行业为高毛利率行业，平均毛利率可达 45%。行业平均销售费用占销售额约 23%，研发及管理费用大约占比 6%。以百亚股份为例，其出厂价为 0.38 元/片，初级经销价格为 0.51 元/片，终端平均售价约 1.25 元/片，为出厂价 3.3 倍。

图表 11：卫生巾行业价值链（GT 渠道）



来源：百亚招股书，公司年报，中泰证券研究所

图表 12：主要卫生巾公司经营概况

公司	恒安国际	景兴健护		百亚股份	尤妮佳	宝洁
品牌	七度空间	ABC	Free	自由点	苏菲	护舒宝
定位	中高端	中高端	中端	中端	中高端	高端
品牌毛利率	72.2%	43.4%	34.8%	55.4%	-	-
公司毛利率	46.9%	41.7%		45.9%	38.7%	50.0%
公司净利率	19.0%	8.3%		8.8%	8.0%	24.0%
公司 ROE	24.6%	26.3%		11.6%	14.3%	27.2%
生产方式	自产	委托加工		自产	-	-

来源：百亚招股书，公司年报，中泰证券研究所

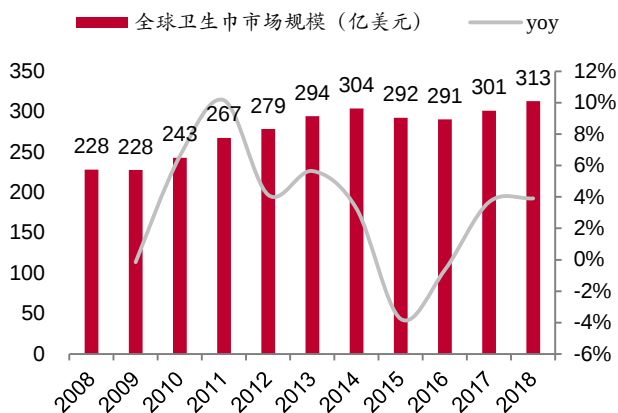
中国是全球卫生巾市场的主要增长极

全球市场：卫生巾消费增长主要来自新兴市场

- **300 亿美元市场空间，新兴市场引领全球卫生巾市场增长。**欧瑞国际数据显示，2018 年全球卫生巾市场规模 313 美元，2008 到 2018 年年复合增长率约 3.2%。在发展中国家，由于女性的地位提升，人均可支配收入和卫生意识的提升，亚太（主要为中国、越南等发展中国家）、中东以及非洲等新兴市场的引领了全球卫生巾市场增长，2012 年至 2017 年，新兴市场卫生巾消费从 168 亿美元增长至约 209 亿美元，年复合增长率为 4.5%，而全球同期年复合增长率仅 1.6%。
- **发达国家市场卫生巾市场已经进入成熟期。**由于发达国家卫生巾市场早已成熟，渗透率已达 100%，消费偏好相对固定，市场规模主要受卫生巾适用人口影响。据欧睿数据显示，2012 年到至今发达国家地区 12-54 岁女性人口已出现约-1.3%的负增长，且负增长趋势将一直持续。受此

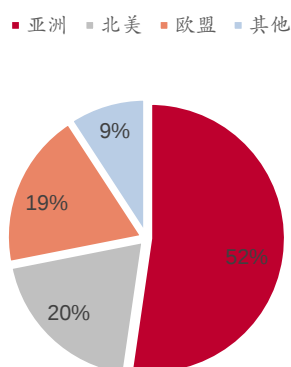
影响，2012 年发达国家卫生巾市场约 95 亿美元，2017 年仅约 92 亿美元。

图表 13: 全球卫生巾市场规模变化



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 14: 全球卫生巾消费占比

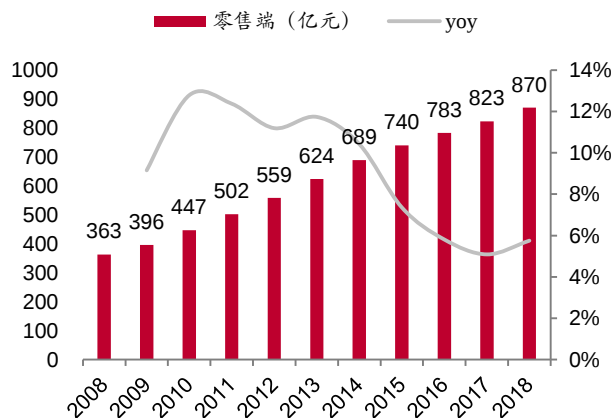


来源: 博斯数据, 中泰证券研究所

中国市场: 市场规模逾 800 亿元, 消费升级带动市场规模增长

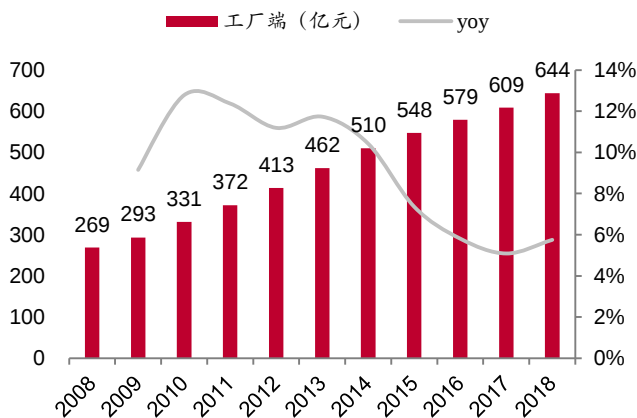
- 中国卫生用品行业整合发展, 市场集中度提高, 截至 2018 年, 卫生巾零售市场规模已超 800 亿, 渗透率已达 100%。我国首批卫生巾工业化生产起步于八十年代, 渗透率仅 2%; 90 年代以后外资卫生巾企业纷纷进入中国市场, 引入先进的设备和技术, 生产厂商增长至 1000 多家, 市场渗透率提升至 50.4%。2010 年后, 经历了 10 余年高速增长, 本土企业迅速壮大后竞争加剧, 生产厂商逐渐集中, 生产厂家从 2000 余家减少至 300 家左右。渗透率从 2010 年的 82%, 至 2017 年提升至 100%, 已达到发达国家水平。
- 2018 年我国卫生巾市场规模约 870 亿元, 占吸收性卫生用品 (包括卫生巾、失禁用品、纸尿裤) 总体市场规模 46.3%, 卫生巾消费量 1200 亿片。2008 年至 2018 年, 卫生巾市场规模年复合增长率 9.1%, 卫生巾消费量年复合增长率 5.6%。

图表 15: 中国卫生巾市场规模-零售端



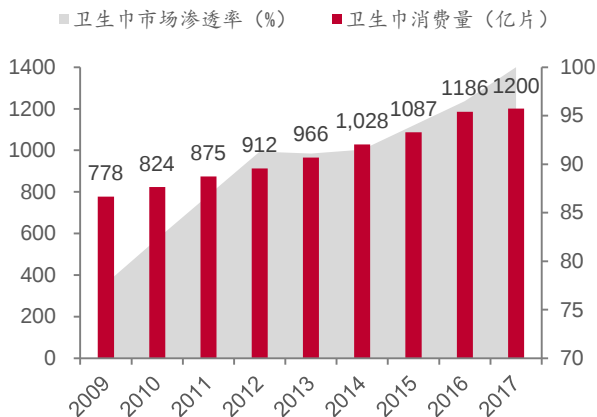
来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 16: 中国卫生巾市场规模-工厂端



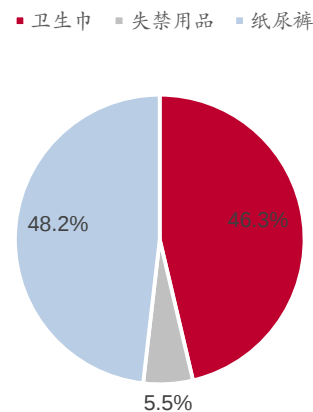
来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 17：中国市场卫生巾消费量及渗透率



来源：中国造纸年鉴, 中泰证券研究所

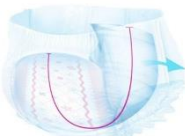
图表 18：2017 年中国卫生用品占比



来源：wind, 中泰证券研究所

- **消费升级带动市场规模增长。**随着经济的发展和人均可支配收入的提升，女性在卫生巾的消费倾向上逐渐趋于高端化、差异化的产品，仅 2018 年，单片价格就同比上涨了 4.7%，同期市场规模增加 5.7%。产品端来看，近年来高端产品层出不穷：护舒宝推出价格为普通卫生巾 2 倍的液体卫生巾；苏菲和乐而雅推出无添加低致敏卫生巾；恒安国际推出了 Space7 高端产品系列。据尼尔森数据显示，中国超薄卫生巾消费额比例（零售渠道）自 2016 年 13.8% 上升至 2017 年的 16.3%；15 年至 17 年夜用安睡裤的销售额年复合增长率为 72.7%。产品、消费双双升级，市场规模业受益增长。

图表 19：新型卫生巾

产品		安睡裤		产品		液体卫生巾	
	分码	S-M, L-LL			规格	日用/夜用	
	价格	4~7 元/片			价格	2 元/片	
	材质	棉柔			材质	新型液体材料 FlexFoam（类似于乳胶）	
	功效	夜用透气贴身，全面防漏			功效	比普通卫生巾表更加干爽，回渗低，轻薄	

来源：中泰证券研究所

- **卫生巾市场上有空间，2021 年预期市场规模将突破千亿**
 - 1) **我国适龄女性向两端延伸，卫生巾市场扩容。**由于生活水平的提高，女性初潮年龄不断提前，绝经年龄不断延后。据中国产业信息网数据，2010 年至 2017 年，初潮年龄由 13.8 岁减少至 12.7 岁，女性更年期延长至 50 岁以上，卫生巾市场容量将有所扩充。
 - 2) **女性健康意识不断提升，使用卫生巾频次不断增加。**据相关调查显示，中国女性更换卫生巾频次约为 4 次/日，同为亚洲国家的日本女性更换频次为 6 次/天，随着女性健康意识和消费能力的提升，我国女性更换卫生巾频次有望提升。
 - 3) **卫生巾行业不断差异化发展，高端产品渗透率提升将进一步拓宽市场规模。**随着我国人均可支配收入的不断提升，卫生巾产品显著消费升

级，不同功能产品不断耕耘细分市场，高端产品渗透率逐步提升。据尼尔森的数据统计，2017 年极薄卫生巾销售比例由 13.8% 上升至 16.3%，销售额同比增长 25.4%；2015 年至 2017 年，安睡裤的销售量和销售额年复合增长率为 75.5%，72.7%。以苏菲官网为例，普通弹力贴身日用价格约 0.8 元/片，而超薄型日用约 1.33 元/片；普通量多夜用价格约 2 元/片，而安睡裤的价格为 4-6 元/片。消费升级将进一步提升卫生巾市场规模。

图表 20：前十厂商品牌与价格

所属公司	元/片	材质	日用	夜用	安睡裤	主打功效	
恒安国际	七度空间	棉柔	0.79	1.56	5		
		网面	0.9	0.9	-		
	安尔乐	棉柔	0.99	1.19	-		
		网面	0.67	0.63	-		
景兴健护	ABC	棉柔	0.98	1.47	5.5	KMS 健康配方	
		网面	0.84	0.91	-		
	Free	棉柔	0.74	0.89	4.8		
百亚股份	自由点	棉柔	1.2	1.99	4.4		
尤妮佳	苏菲	棉柔	0.68	0.99	3.8		
	苏菲裸感S	纯棉	1.18	1.25	4.5		
	苏菲进口	进口纯棉	1.75	2.6	-		无添加、低敏
		纯棉	0.99	1.83	4.5		
宝洁	护舒宝	网面	0.73	0.86	-	超强吸收，柔软舒适	
		液体材料	2	2	-		
金佰利	高丝洁	棉柔	1.04	1.39	-		
花王	乐而雅	棉柔	0.79	1.33	4.95		
		进口纯棉	0.84	1.57	7.56		
	素肌	棉柔	1.22	3.58			无添加、低敏
洁伶	洁伶	棉柔/网面	0.39		-	消毒级纯棉	
	淘淘氧棉	纯棉	1	1.25	4		
丝宝	洁婷	纯棉	1.18	1.24	6	透气、双U导流	
倍舒特	倍舒特	棉柔	0.99	1.25	4.99	排湿瞬吸	
		进口纯棉	1.6	1.85	-		
平均售价			1.0	1.5	5.0		

来源：淘宝，中泰证券研究所

4) 预测 2021 年卫生巾市场规模将突破千亿。我们将影响卫生巾市场规模的因素主要概括为单片价格变动因素和消费量变动因素。消费量变动参考 17 年卫生巾产品市场渗透率 100% 以后，适龄女性向两端延伸以及每日更换次数增加带来约 1.2% 消费量（片数）的影响，保守预估 18 年至 21 年均增加 1% 的消费量。同时我们将消费量增长拆分为因，通过拆分历史市场规模及使用量得到单片价格变动，由于消费升级的影响，18 年卫生巾单片价格上涨 4.7%，预估 18 年到 21 年维持 4.2% 的单片价格增速（包含通胀影响）。经测算，2021 年市场规模将首次突破千亿元人

民币。

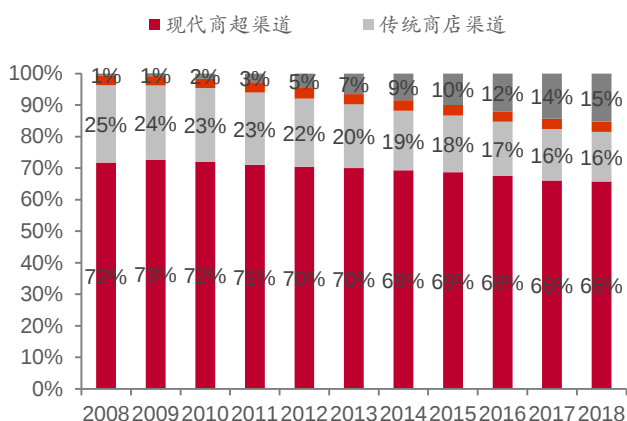
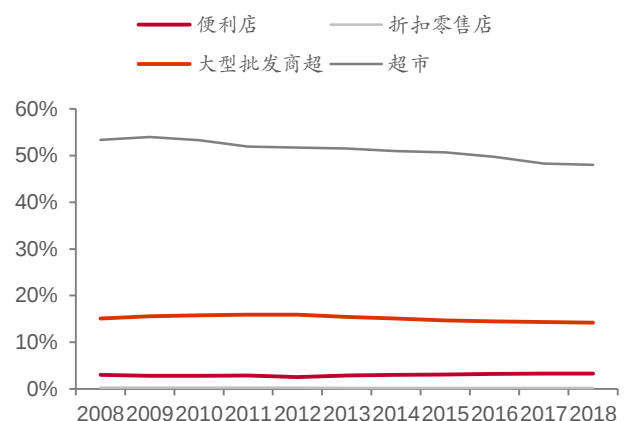
图表 21：卫生巾市场规模预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
市场规模	559	624	689	740	783	823	870	916	964	1,014
市场规模变动	YoY	11.7%	10.4%	7.4%	5.8%	5.1%	5.8%	5.2%	5.2%	5.2%
单片价格	0.61	0.65	0.67	0.68	0.66	0.69	0.72	0.75	0.78	0.81
单片价格 yoy		5.5%	3.7%	1.5%	-3.0%	3.9%	4.7%	4.2%	4.2%	4.2%
卫生巾消费量	912	966	1,028	1,087	1,186	1,200	1,212	1,224	1,236	1,249
消费量变动	YoY	5.9%	6.4%	5.7%	9.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
渗透率变动		5.2%	0.4%	2.7%	2.7%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
女性适用年龄+频率变动因素		0.6%	6.0%	2.9%	6.3%	-2.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

来源：中泰证券研究所

渠道端：以电商为主的新兴渠道加速发展，大厂商更具电商发展优势

- **以超市为主的现代商超渠道稍有下滑但仍占主导地位，传统渠道占比持续下滑。**现阶段，商超渠道是我国卫生巾销售的主要渠道，18 年现代商超渠道（包括超市、大型批发商超、便利店、折扣店）占比 65.8%，较十年前 71.8% 有所下滑；细分渠道中，超市占比从 53.4% 下降至 48%。传统渠道占比 15.7%，较十年前 24.5% 的占比大规模紧缩，且每年都持续下降，传统渠道在一二线及沿海发达城市市场份额相对较低，在三四线城市及农村地区依旧占据了一定的市场规模。
- **以电商为代表的新兴渠道加速发展。**卫生巾电商渠道销售自 2008 年占比 0.7%，指数式增加到 2018 年 15.3%。同时其他新兴渠道，例如便利店和美妆/健康专卖店（如万宁、屈臣氏等）渠道销售占比也有一定提升，十年来，占比分别从 3%、3% 提升至 3.3%、3.2%。
- **大厂商更具发展电商渠道的资金、品牌优势。**由于电商渠道需要大量注资给线上运营、物流、平台等方面，具有资金优势的大品牌更具发展优势。同时，不同于生活用纸，卫生巾的品牌忠诚度较高，若电商渠道加速挤压其他渠道，具有品牌优势的大厂商更容易在这新赛道上领先一步。尤妮佳旗下品牌苏菲借电商渠道弯道超车，总体市占率第二位线上销售全国第一。

图表 22：中国卫生巾销售渠道变化

图表 23：现代商超渠道变化拆分


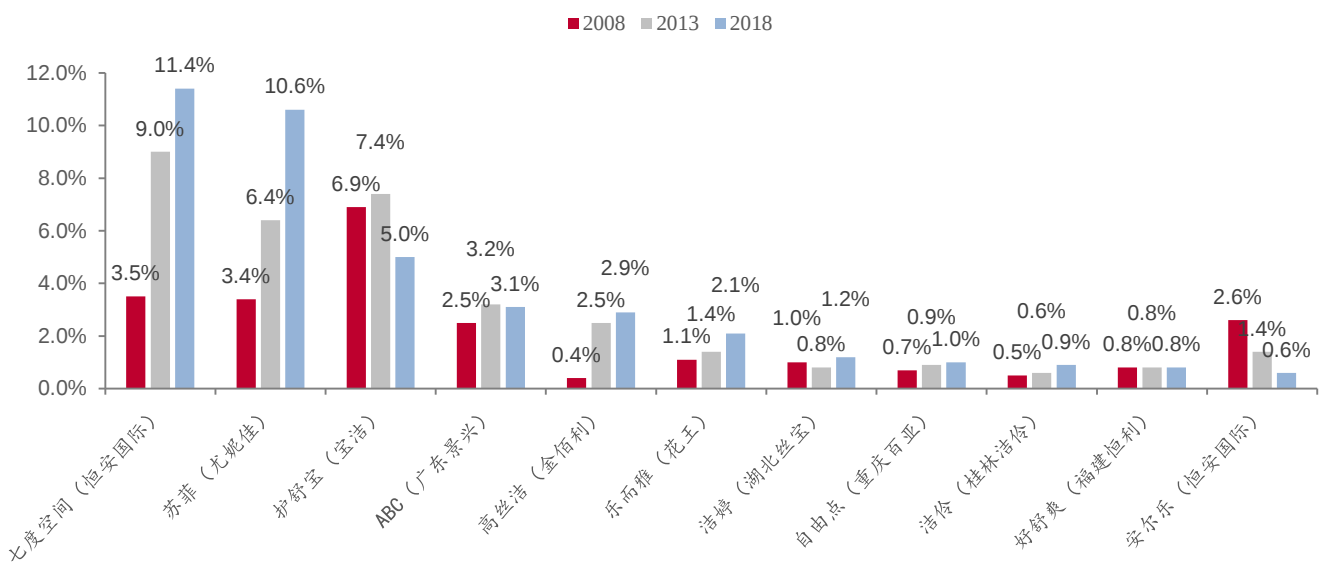
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

来源：Euromonitor，中泰证券研究所

品牌端：市场集中度持续上升，国有品牌前十占比提升

- **市场集中度持续上升；前十大品牌中，国有品牌占比提高至 75%。**国内卫生巾自 2008 年从整合成长期过渡到消费升级期，卫生巾市场集中度就逐步提升，前十大品牌市场份额从 2008 年 23% 提升至 40%，十大品牌分别是：七度空间（恒安国际）、苏菲（尤妮佳）、护舒宝（宝洁）、ABC（广东景兴）、高丝洁（金佰利）、乐而雅（花王）、洁婷（湖北丝宝）、自由点（重庆百亚）、洁伶（桂林洁伶）、好舒爽（福建恒利）、安尔乐（恒安国际）。前十大品牌中有六家是国有品牌，国有品牌市场份额占前十大品牌，从 2008 年 64% 提升至 2018 年 75%。

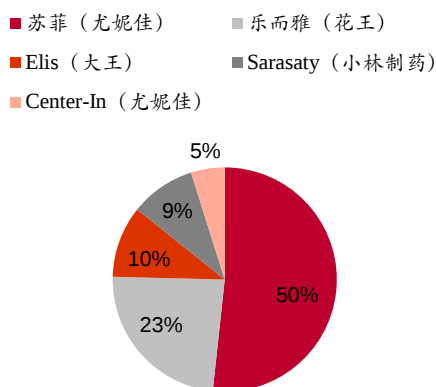
图表 24：前十大品牌市占率变化



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

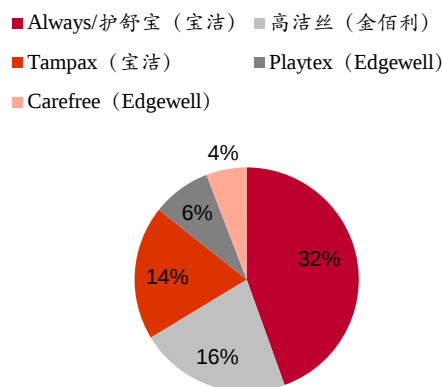
- **美国、日本市场集中度高，CR5 均为本土品牌，日本女性偏爱卫生巾，美国女性喜爱棉条。**2018 年，相较于国内前十大品牌占比 40%，美国和日本前 5 大品牌占比均超过 70%，且均为本土品牌。日本 CR5 为 97%，占据绝大部分市场份额，CR5 品牌均以卫生巾产品为主。其中仅尤妮佳一家就通过旗下苏菲和 Center-In 占据了 55% 的市场份额；美国 CR5 占比为 72%，Tampax 和 PlayTex 均为卫生棉条品牌，占比约 20%。宝洁通过卫生巾品牌 Always（护舒宝）和卫生棉条品牌 Tampax 获得了 46% 的市场份额。

图表 25: 2018 年日本卫生巾市场 CR5 份额 97%



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 26: 2018 年美国卫生巾市场 CR5 份额 72%



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- **高端品牌占比不断提升，日系外资品牌优于美系。**在我国卫生巾发展的初期阶段，女性消费者对卫生巾的价格较为敏感，随着国民可支配收入的提升、女性个人健康护理意识的增强，尤其是在经历了 06 年至 14 年卫生巾品牌的成长整合期中假冒伪劣、荧光剂事件之后，消费者对产品品质、消费体验的要求日益提升。
- **高端品牌市占率不断提升，中低端产品市场收到挤压：**七度空间市占率从 3.5% 提升至 11.4%，ABC 从 2.5% 提升至 3.1%；而十年前以高性价比著称的品牌安尔乐市占率自 2.6% 缩减至 0.6%。主打无添加纯棉的日系中高端品牌也得益于消费者的口味变化，而外资大牌护舒宝在十年市场洗牌中失利。苏菲由 3.4% 的市占率提升至 10.6%，乐而雅市占率从 1.1% 提升至 2.1%；护舒宝由十年前 6.7% 的市占率在 15 年提升至 7.4%，然而 18 年锐减至 5%。卫生巾行业的竞争逐渐回归至品牌、品质和渠道的综合化竞争。

主要卫生巾厂商对比

恒安国际-稳扎中国市场，强力延伸海外

- **1 经营端：**恒安是中国市场卫生巾第一大生产商，多品牌、差异化竞争策略促增长。恒安 18 年卫生巾业务年营收 66 亿，旗下拥有七度空间、安尔乐、安乐三大品牌，这其中又以主打面向年轻女性的七度空间知名度最广。在全球卫生用品市场中，市场份额 2.1%，位列第五。在国内市场，公司市占率自 2008 年至 2018 年，从 6.1% 提升至 12%，其中高端品牌七度空间市占率高速上升（3.5% 至 11.4%）弥补了中低端品牌安尔乐的市场份额紧缩（2.6% 至 0.6%）。
- **2 品牌端：**“七度空间”定位在高端市场，目标客户是学生及年轻白领，近年来品牌市占率高速提升。七度空间每片价格在 0.8-1.6 元，是公司主要卫生巾品牌，占公司卫生巾销量的 70% 以上，17 年七度空间品牌卫生巾销售额上涨 9%。公司 1985 年创建“安乐”品牌，90 年代，安乐卫生巾的全国市场占有率超过 40%，为同品类第一。在安乐成功的基

础上，93 年恒安在“安乐”以外再推出新品牌“安尔乐”。但近年由于消费升级和产品的升级，中低端定位的安乐和安尔乐在激烈竞争中逐渐失利，淡出市场。

图表 27：恒安国际品牌

品牌 logo			
创立时间	2002	1993	1985
针对群体	学生及年轻白领	一、二线城市白领	中小城市大众女性
市场定位			
品牌包装			

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28：恒安国际卫生巾业务收入

		2017	2016	2015	2014
行业	工厂销售	319.7	313.4	298.9	279.3
恒安国际	销售额	69.7	65.7	61.8	58.6
	销售占比	21.8%	21.0%	20.7%	21.0%
毛利率	(基本为七度空间)	72.2%	72.6%	72.6%	68.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **3 渠道端：全渠道战略覆盖，“阿米巴”模式深化管理变革。**公司的销售网络覆盖全国，在全国范围成立九大销售片区（西北、东北、华北、华中、鲁豫、华东、闽粤、西南、川渝），2017 年末，公司在全国范围内建立传统渠道（一二级经销商）3,330 个、现代渠道（购物中心、百货、超市、便利店等）5,966 个，且销售终端及网点已经覆盖至乡镇地区。线上渠道方面：集团通过网上商店和微店销售，进一步拓展集团在国内的销售网络。2018 年，电商渠道实现营业收入 29 亿元，同比增加 50%，占总营业收入的 14.4%。恒安特色阿米巴采用全面深化“平台化小团队经营模式”，为销售带来两位数的增长，2018 年费率减少 2%。
- **4 生产端：收购海外公司，开设海外工厂，产能布局全球性。**2017 年公司收购了马来西亚上市吸收性卫生产品制造商 Wang-Zheng Berhad，补充了卫生巾、纸尿裤、失禁用品产能，拓展了东南亚销售渠道。同时，公司也在印度尼西亚和俄罗斯开设工厂，在芬兰投资了木浆项目。2017 年公司海外销售额达到 16 亿元，同比增长 27%，占总销售额 8%。国内方面，2017 年，公司在全国设有 15 个生产基地，拥有卫生巾生产线 104 条，卫生巾产能达 182.84 亿片/年。产能利用方面，2017 年，公司卫生巾产量为 149.54 亿片，同比增长 5.87%，产能利用率同比提升 3.73pct。

图表 29：恒安国际产能

指标	2015	2016	2017
产能 (亿片/年)	178.33	181.08	183.84
产能利用率 (%)	76	78.03	81.79
产量 (亿片)	135.53	141.25	149.54

来源：公司公告，中泰证券研究所

广东景兴-定位高端，国内第二大卫生巾厂商

- **1 广州景兴为国内第二大卫生巾生产厂商，定位中高端，主打 ABC 和 Free 两个品牌，一二线城市市场份额占比高。**广州景兴成立于 1998 年，正值卫生巾行业大发展的年代，公司为应对当时国内高低端卫生巾两旺的格局，先后推出“ABC”（1998）和“Free”（2004）分别定位为国内高端的女性个人护理品牌和专门针对 12~23 岁崇尚自由、追逐时尚年轻群体的品牌，2016 年推出的高端纯棉系列。
- **2017 年营业收入约 16 亿元，旗下主要有国内知名品牌 ABC 和 Free，17 年市占率分别为 3.1%和 1%。**目前景兴的 ABC 和 Free 在国内线下商超市场市占率排名第三，线上市场排名第六，是第二大中国卫生巾生产厂商。

图表 30：景兴卫生巾品牌

品牌 logo		
创立时间	1998	2004
针对群体	白领女性	少女
市场定位	高端市场	中高端市场
品牌包装		
主打技术	KMS 健康配方，智能透气孔	

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

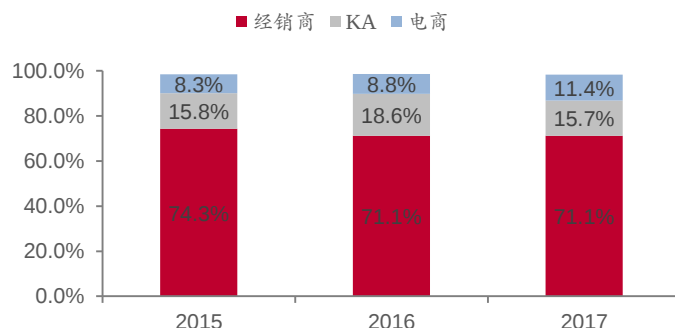
图表 31：景兴卫生巾业务收入

		2017	2016	2015
行业情况	工厂销售额	319.7	313.4	298.9
景兴健护	销售额	16.0	12.5	10.9
	销售占比	5.0%	4.0%	3.6%
毛利率	ABC	43.4%	44.7%	47.1%
	Free	34.8%	33.5%	34.6%

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **2 渠道端：经销为主，电商增长迅速。**公司产品以内销为主，主要采用经销商、KA 直销和电商方式进行销售，其中以经销商渠道为主，占比超过 70%。2017 年，公司销售渠道向二、三线城市下沉，并拓展了多家经销商，进一步覆盖二、三线城市区域，促进了 17 年收入的增长。公司电商渠道主要通过卖断至电商平台进行销售，15 年至 17 年收入占比从 8.32%提升至 11.4%。

图表 32：景兴销售渠道变化



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **3 生产端：以委托加工为主，注重研发投入。**公司始终坚持着力在产品研发，品牌建设和渠道深化方面，充分利用委托加工商的专业性和规模

效应，利用产业链专业化分工实现优势互补。公司持续开发具有市场竞争力的创新产品。公司作为较早地在卫生巾中添加功能性配方的企业之一，开创了KMS、茶树精华等系列产品；在材料方面，景兴不断精进，以加速导渗，干爽透气，柔软为方向，开发了蓝芯 2，蓝芯 3，智能打孔无纺布等。轻资产、重研发的发展方针让企业充满活力。

尤妮佳-中国最成功海外品牌

- **1 精耕细分领域，多样化产品打造最成功海外品牌。**上海尤妮佳成立于 1995 年，是由日本尤妮佳株式会社、上海家化（集团）有限公司、伊藤忠商事株式会社、多方合资设立的公司，旗下运营着“苏菲”卫生巾和“妈咪宝贝”纸尿裤。
- 苏菲是中国卫生巾十大品牌之一，2018 年市占率 10.6%，仅低于恒安，2012 年至 2017 年苏菲品牌年复合增长率达到 22%，2017 年中国市场贡献了苏菲品牌全球增长的 62%。产品于日本开发，隶属于上海尤妮佳。品牌定位是为现代年轻女性提供优质卫生巾，品牌目前拥有 16 个不同系列，全方位覆盖女性各类需求和喜好。其裸感 S 系列和口袋魔法系列由于设计精美、独特，尤其受国内一二线女性喜爱。
- **2 渠道端：苏菲电商渠道优势显著，所有品牌中电商销售额第一，超过了国内大厂恒安，这主要归功于其精致的品牌形象，以及准确的产品定位。**2017 年公司在电商渠道的销售占中国区销售 37%，较 2007 年 3%有大幅提升。

图表 33：苏菲各系列卫生巾

产品系列	弹力贴身	超熟睡	立体护围	口袋魔法	裸感 S	柔肌
针对群体	少女	量多女性	量多女性	学生/白领	白领女性	敏感肌肤
主打优势	贴身柔软	亲肤透气，超长扇尾	防止侧漏	包装私密	超薄舒适	无添加低敏
产品包装						

来源：淘宝，中泰证券研究所

宝洁-全球个护龙头首位，近年新兴市场发展受挫

- **1 全球个人护理龙头企业，近年来新兴市场发展受挫。**宝洁公司（the Procter & Gamble Co）定位高端个人护理产品，为全球卫生产品龙头，17 年个人护理全球市场份额 15.7%，虽较 16 年 16.2%有所下滑，但市场份额仍位列行业第一。年来由于其产品价位偏高，新兴市场表现低于发达国家地区。18 年销售同比下跌 1%，主要原因是在新兴市场采取低价策略。其中婴儿护理产品销售额下跌约 5%，女性卫生用品销售额上升约 1%（但主要集中在发达国家市场）。
- **2 品牌端：专注高端卫生巾，市场份额有所下滑。**宝洁为中国卫生巾市场市占率第四的企业，中国市场份额由 2012 年 7.5%下降至 2018 年的 5%。1991 年宝洁在内地推出“护舒宝”卫生巾，以重金砸电视广告，

树立了精致生活的品牌形象。但目前由于品牌形象老化，护舒宝的份额在不断的被竞争对手蚕食。为应对这一情况，宝洁还推出了朵朵，丹碧丝卫生棉条等新产品。但由于中国女性消费习惯与欧美女性有一定差异，卫生棉条产品的销售并未在国内有较大的突破。

图表 34：宝洁旗下护舒宝系列卫生巾与朵朵品牌卫生巾

产品系列	液体卫生巾	超净棉	瞬洁丝薄	纯肌	朵朵
针对人群	高消费人群	白领女性	白领女性	白领女性	少女
主打优势	最轻盈瞬吸柔软	透气，瞬吸，柔软	海量瞬吸，无惧反渗	舒适表层，吸收异味	棉柔舒适
产品包装					

来源：护舒宝官网，淘宝，中泰证券研究所

- 3 渠道端：全球布局，但巴西、俄罗斯等新兴市场遭遇宏观经济及政治影响下滑，44%营收依赖北美本土市场。

图表 35：龙头品牌经营概况小结

公司	恒安国际	景兴健护		百亚股份	尤妮佳	宝洁
品牌	七度空间	ABC	Free	自由点	苏菲	护舒宝
定位	中高	中高	中	中	中高	高
国内品牌收入（亿元）	69.7	13.2	2.5	5.7	48.1	40.5
卫生巾毛利率	72.2%	43.4%	34.8%	55.4%	-	-
电商渠道	10.6%	11.4%		6.7%	37.0%	-
经销商	89.4%	71.1%		55.3%	63.0%	-
KA 渠道		15.7%		21.4%		-
其他		1.8%		16.6%		-
公司毛利率	46.9%	41.7%		45.9%	38.7%	50.0%
公司净利率	19.0%	8.3%		8.8%	8.0%	24.0%
公司 ROE	24.6%	26.3%		11.6%	14.3%	27.2%

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

行业竞争加剧，导致行业毛利率、净利率出现下降带来的盈利风险

- 行业竞争若出现加剧，可能会使行业毛利率、净利率出现下降。

消费升级、产品升级不及预期

- 受宏观经济因素的影响，消费升级和产品升级或不及预期。

原材料价格大幅上涨、汇率大幅波动带来的成本上行风险

- 卫生巾原材料中高分子吸水树脂、绒毛浆多为进口，汇率波动可能会对成本端产生较大上行风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。