

轻工制造行业

探讨成人失禁用品与可靠股份，行业大有可为

核心观点：

- **月度观点：探讨成人失禁用品与可靠股份。**①**成人失禁是增速最快的卫生用品子行业**，根据 Wind，成人失禁用品 19 年市场规模 93.9 亿元，同比增长 34%。但渗透率低，根据可靠股份招股书，海外渗透率平均 12%，日本 80%、北美 60%，我国仅 3%，主要因起步晚，轻度失禁客群使用意愿较低，重度失禁老人消费能力有限、习惯勤俭节约。②**成人失禁行业未来空间广阔**。其一，我国老龄化趋势明显，19 年 65 岁以上人口占 12.6%，据可靠股份招股书，其中 51% 存在尿失禁等问题。其二，目标群体消费水平改善、消费理念开放，且头部企业在政策助力下实现市场培育，中度轻度患者建立心智后对中高端产品诉求强。③**行业格局分散，但已有龙头跑出**。行业集中度低，低价竞争激烈，未来品牌逐渐跑出，性价比与品牌力兼备，渠道扩张迅速。④**可靠股份：婴儿用品代工业绩稳健，成人失禁品牌大有可为**。20 年收入同增 39.3% 至 16.4 亿元，归母净利同增 144.7% 至 2.1 亿元。公司双轮驱动，婴儿用品海外 ODM 为主，菲律宾最大零售商作为基石客户贡献稳健现金流，也有国内新零售品牌贡献增量；成人失禁用品自主品牌为主，与恒安维持行业前二，根据淘数据，公司淘系市占率 15-20%，规模居前且盈利稳定主要因其专注主业，从而精进生产、在品牌与渠道建设投入资源，未来线上线下有望共同带来增量，特别是加强特渠合作。
- **新型烟草行业跟踪：**①**国家烟草局、国家市场监管总局发布保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案的通知**，从严监管电子烟经营行为，将对渠道摸底排查（来源：格物消费）。②**英美烟草 CEO 称新型烟草销售好于预期**，21 年营收增长预期上调至 5% 以上（此前 3-5%）；Vuse 主要市场份额都在增加，目前在中国布局完成最新一代全自动化生产线，主要供应商为思摩尔（来源：蓝洞新消费）。③**蓝洞调查显示 53% 电子烟店主 5 月销售业绩下跌 50%，87% 的店主认为是因行业开店太多，以及负面消息和通配微商泛滥**（来源：蓝洞新消费）。
- **个护行业跟踪：**根据 Wind，21 年 5 月社零总额同比增长 12.4%，其中日用品同比增长 13.0%，基数回暖下增速略有回落。①**生活纸：**根据淘数据，21 年 5 月电商销售额同比下降 20.4%，其中维达同比下降 5.4%，份额 19%；洁柔同比增长 8.1%，份额 11%。②**卫生巾：**21 年 5 月电商销售额同比下降 7.4%。其中护舒宝同比增长 9.4%，排名第一，苏菲同比下降 10.6%，自由点排名第 8，环比排名前进一名。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期，办公文具发展不及预期，个护产品竞争格局恶化。

行业评级

买入

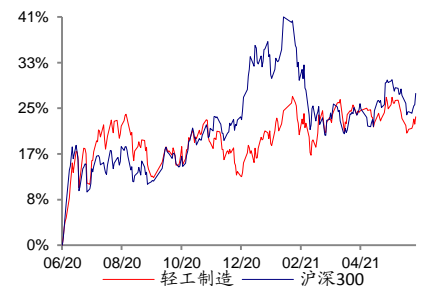
前次评级

买入

报告日期

2021-06-28

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- | | |
|------------------|------------|
| 轻工制造行业 2021 年中期投 | 2021-06-16 |
| 资策略:板块行情阻力加大， | |
| 精选细分赛道 Alpha | |
| 轻工制造行业:国办指导意见 | 2021-06-06 |
| 要求制定碳汇行动方案，旺 | |
| 季来临关注箱瓦纸投资机会 | |
| 新型烟草与个护月报:浅析宠 | 2021-05-24 |
| 物卫生用品与依依股份 | |

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
百亚股份	003006.SZ	CNY	25.12	2021/04/27	买入	21.35	0.56	0.72	44.86	34.89	36.43	28.89	17.50	18.10
中顺洁柔	002511.SZ	CNY	28.1	2021/05/25	买入	35.00	1.00	1.19	28.10	23.61	19.94	17.34	21.20	21.50
稳健医疗	300888.SZ	CNY	120.39	2021/05/01	增持	170.40	5.68	7.07	21.20	17.03	16.46	13.40	19.80	20.90
豪悦护理	605009.SH	CNY	76.75	2021/05/05	买入	143.55	5.74	7.14	13.37	10.75	16.37	12.88	17.90	18.20

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、月度观点：探讨成人失禁用品与可靠股份	6
（一）行业现状：国内百亿零售市场，渗透率尚低	6
（二）行业空间：未来渗透率提升空间广阔，实现量价齐升	7
（三）行业格局：当前相对分散，低价侵扰市场，但已有优质龙头跑出	9
（四）可靠股份：婴儿用品代工业绩稳健，成人失禁品牌大有可为	10
二、新型烟草：未成年人行动方案发布	15
（一）新型烟草本月要闻一览	15
三、个护行业：具备刚需属性，格局持续迭代	18
（一）生活用纸：处于量价提升扩张期，浆价稳在高位	18
（二）吸收性卫生用品：需求稳中有升，供给格局变化	20
四、风险提示	23

图表索引

图 1: 日本两类卫生用品总产量.....	6
图 2: 全球成人失禁用品渗透率.....	6
图 3: 日本人口老龄化趋势 (%)	7
图 4: 日本成人失禁用品细分产量 (亿片)	7
图 5: 成人失禁用品市场规模 (亿元)	7
图 6: 成人失禁用品工厂销售额 (亿元)	7
图 7: 我国 65 岁以上人口数及占总人口比例	8
图 8: 成人失禁用品工厂销售额品类拆分 (亿元)	8
图 9: 成人失禁用品销量 (亿片)	8
图 10: 成人失禁用品单片均价 (元)	8
图 11: 我国人均 GDP (美元)	9
图 12: 中国成人失禁用品市场格局 (公司口径)	9
图 13: 中国成人失禁用品市场格局 (品牌口径)	9
图 14: 成人失禁用品行业集中度.....	10
图 15: 可靠股份收入及同比增速.....	10
图 16: 可靠股份归母净利及同比增速	10
图 17: 分品类收入情况	11
图 18: 分地区收入情况	11
图 19: 分模式收入情况	11
图 20: ODM 业务拆分.....	11
图 21: 期间费用率	12
图 22: 分模式毛利率	12
图 23: 前五大客户占比 (亿元)	13
图 24: 菲律宾 JS 采购金额 (亿元)	13
图 25: 拆分自有品牌渠道.....	14
图 26: 可靠股份淘系平台份额与销售额.....	14
图 27: 电商发展模式.....	14
图 28: 21 年 5 月淘系平台品牌排名	14
图 29: 英美烟草雾化烟收入与增速	15
图 30: 英美烟草美国雾化烟收入与增速.....	15
图 31: 社会零售总额当月值	18
图 32: 社会零售总额日用品类当月值	18
图 33: 生活用纸电商销售额	18
图 34: 生活用纸电商销售量	18
图 35: 2021 年 5 月生活用纸电商销售排名	19
图 36: 2021 年 5 月生活用纸电商销售额市占率.....	19
图 37: 心相印电商成交额.....	19
图 38: 维达电商成交额	19
图 39: 洁柔电商成交额	19

图 40: 清风电商成交额	19
图 41: 卫生巾行业销售量	20
图 42: 卫生巾行业销售额	20
图 43: 卫生巾电商销售额	20
图 44: 卫生巾电商销售量与均价	20
图 45: 2021 年 5 月卫生巾电商销售额排名	21
图 46: 卫生巾市场份额 (%)	21
图 47: 苏菲电商成交金额	21
图 48: 七度空间电商成交金额	21
图 49: 护舒宝电商成交金额	21
图 50: 自由点电商成交金额	21
图 51: 纸尿裤行业销售量	22
图 52: 纸尿裤行业零售额	22
图 53: 2021 年 4 月纸尿裤电商销售排名	22
图 54: 纸尿裤前十名市场份额 (单位: %)	22
表 1: 可靠股份客户梳理	12
表 2: 自主品牌产品图示	13

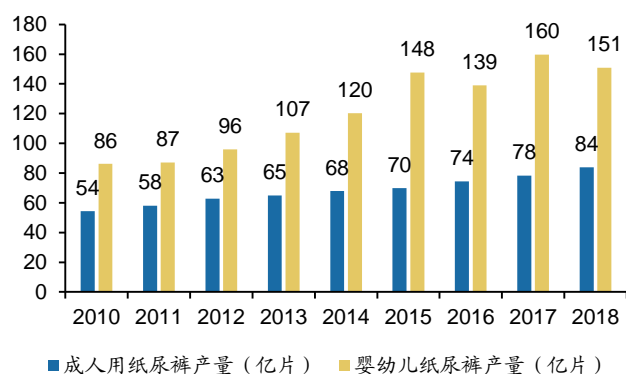
一、月度观点：探讨成人失禁用品与可靠股份

我国成人失禁用品当前零售端百亿市场，是增速相对最高的卫生用品细分行业，主要基于当前行业渗透率低，未来随着我国人口老龄化趋势推进，以及目标客群消费水平提高和心智培育，行业量价齐升空间较大。其中可靠股份护理是国内龙头，多渠道布局引领行业快速发展。

（一）行业现状：国内百亿零售市场，渗透率尚低

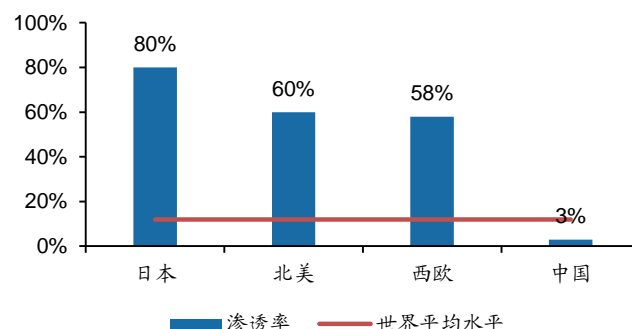
日本、欧美成人失禁用品市场发展较早，目前已经较为成熟。根据可靠股份招股书，日本成人失禁品渗透率约为80%，北美和西欧市场的平均渗透率也在60%左右，世界平均水平为12%，而我国仅3%。其中日本成人失禁用品领先，18年总产量83.84亿片，14-18年复合增长5.40%；其中，护理垫占总产量近80%（但售价较低），纸尿裤占20%（但售价较高）。

图1：日本两类卫生用品总产量



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图2：全球成人失禁用品渗透率

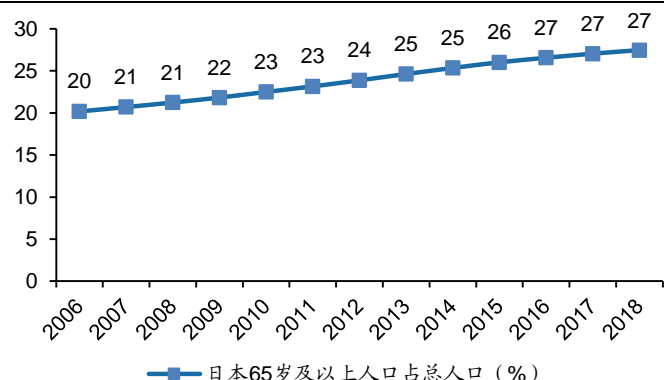


数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

日本市场渗透率高，主要基于严重的人口老龄化与充分的政府补贴。一方面，日本上世纪70年代已显现老龄化社会的苗头，上世纪90年代正式跻身老龄社会行列。18年日本65岁以上老人已超过总人口的27%，成为老龄人口比例最高的国家。根据广发轻工团队报告《成人纸尿裤行业深度：市场仍在导入期高成长，国内品牌有望出龙头》，日本65岁以上老人中需要重度护理人数占12%，其中卧床6%，痴呆1%，体弱5%；而且消费习惯培育到位，很多中度与轻度患者也被培育心智。

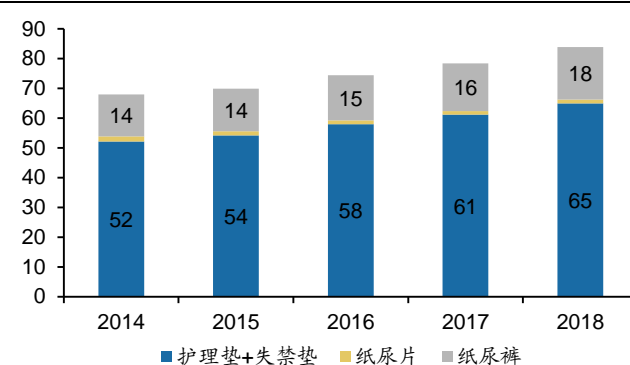
另一方面，日本成人失禁用品基本由政府买单，用量及原材料使用档次比较高。根据广发轻工团队报告《成人纸尿裤行业深度：市场仍在导入期高成长，国内品牌有望出龙头》，日本成人失禁涵盖在医保内，而且日本的护老机构平均每2小时为老人更换一次成人纸尿裤，频率远高于婴儿纸尿裤。

图3：日本人口老龄化趋势（%）



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图4：日本成人失禁用品细分产量（亿片）

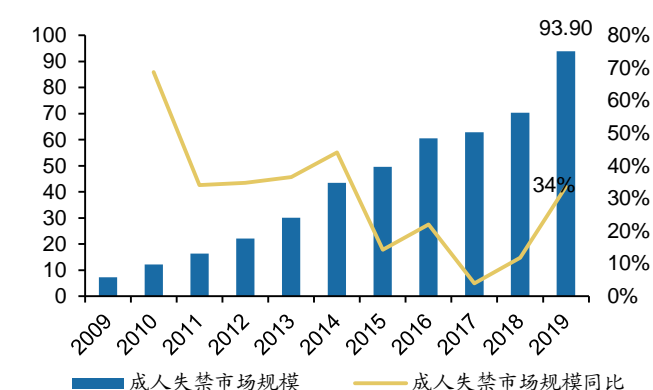


数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

中国成人失禁用品行业仍处萌芽阶段，目前百亿零售市场规模。根据Wind，我国成人失禁用品市场规模19年达93.9亿元，同比增长34%，09-19年CAGR为29%，14-19年CAGR为17%，属于吸收性卫生用品中增速相对最快的细分行业。其中，渗透率提升是行业增长主要动力，而价格维持相对平稳。

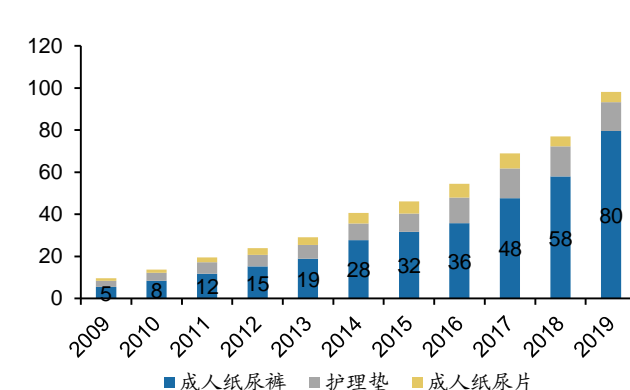
当前中国市场渗透率明显低于发达国家。根据可靠股份招股书，成人失禁用品海外渗透率在12%以上，我国仅3%，主要系我国起步较晚，市场引导不够充分。一方面，受到传统文化的影响，客群消费理念相对保守，特别是轻度失禁客群，使用产品的意愿较低，当前轻度用品销售额仅占18%；另一方面，目标客群是失禁老人为主，消费能力普遍有限，而且消费习惯勤俭节约，诉求集中在价格，因此一来价格很难提升，甚至有下降趋势，二来价格战导致企业盈利弱、供给端扩张动力不足。

图5：成人失禁用品市场规模（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：成人失禁用品工厂销售额（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）行业空间：未来渗透率提升空间广阔，实现量价齐升

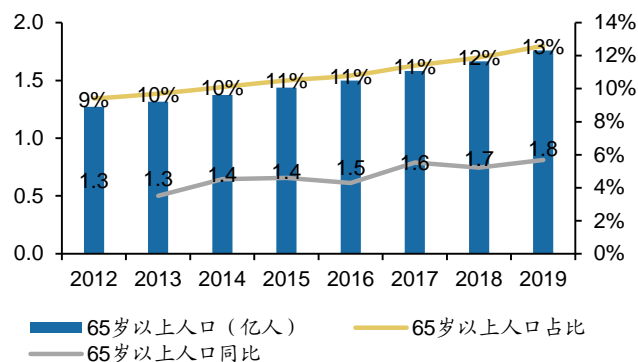
但我国成人失禁用品发展空间广阔，未来行业有望放量。

其一，我国老龄化趋势明显，老龄人口数量呈逐年递增趋势，2019年末，我国60岁以上人口2.54亿，占总人口的18.1%；65岁以上人口1.76亿，占总人口的12.6%。据《中国发展报告2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》，预计2022年中国65

岁以上人口将占到总人口的14%。

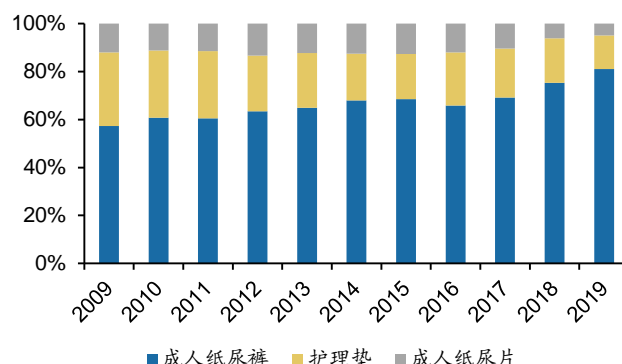
其二，潜在客群较大，老年疾病患者也持续增长，中风、痴呆、糖尿病、前列腺疾病、膀胱疾病等都会造成尿失禁或者行动不便。根据广发轻工团队报告《成人纸尿裤行业深度：市场仍在导入期高成长，国内品牌有望出龙头》，17年我国65岁以上需要长期护理（重度护理）的老年人数3750万人，约占25%。根据可靠股份招股书，65岁以上老年人中50.9%存在尿失禁或意外大便失禁，即至少一半是轻度患者。

图7：我国65岁以上人口数及占总人口比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

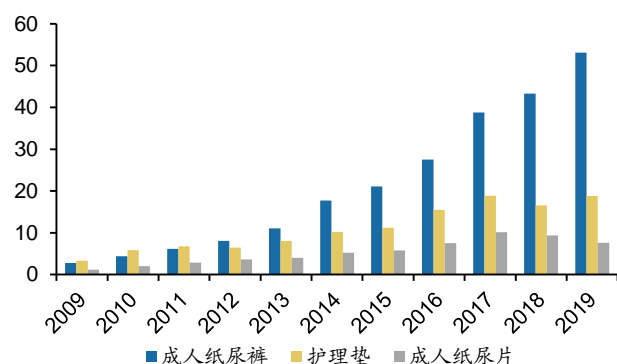
图8：成人失禁用品工厂销售额品类拆分（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

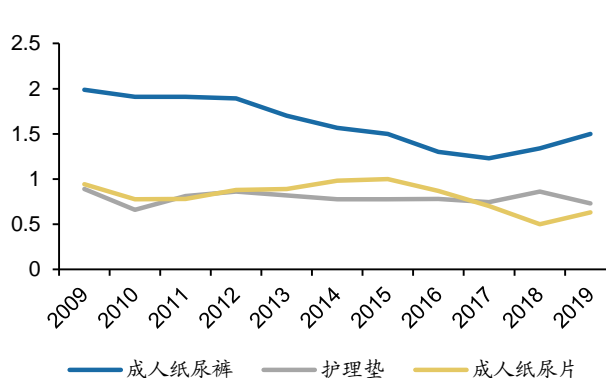
其三，消费水平提升、消费理念转变。一方面，接下来50后60后成为目标群体，是第一代拥有中产阶级的群体，消费水平改善、消费理念更开放，有望提高渗透率；另一方面，中度和轻度患者市场培育逐步到位，其经济实力相对较好，对中高端产品诉求更强，有望改善价格敏感的行业桎梏，实现量价齐升。当前价格更高的成人纸尿裤在成人失禁用品领域占比不断提升。

图9：成人失禁用品销量（亿片）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：成人失禁用品单片均价（元）

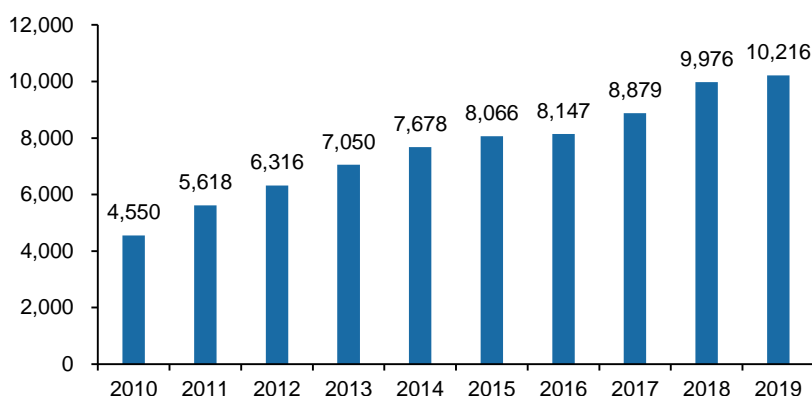


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其四，头部企业通过渠道与营销实现消费者培育，政策也有推动作用。例如龙头可靠股份，除传统销售渠道外，还通过连锁药房、医院、养老院特殊渠道进行推广和销售，进行消费者首次购买的教育。同时针对亲肤、除臭、透气等功能需求进行研

发升级。此外，当前国家的主要任务之一就是发展老龄产业，促进老年用品、用具和服务产品的开发，对成人失禁用品市场打开起到推动作用。

图11：我国人均GDP（美元）

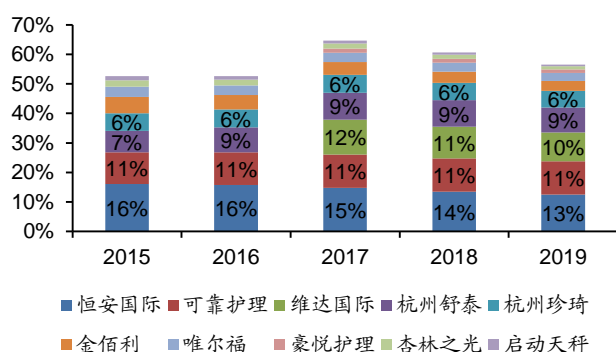


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）行业格局：当前相对分散，低价侵扰市场，但已有优质龙头跑出

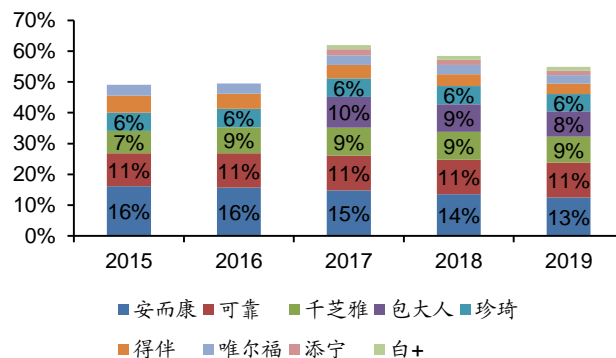
行业集中度较低，低价竞争扰乱市场秩序。我国成人失禁用品行业处于发展初期，消费习惯尚未养成，市场参与者众多，集中度较低。较多中小企业倾向于使用廉价原材料，低价竞争态势激烈。目前主流品牌分三大阵营，一是以金佰利、维达为代表的国际品牌，发达国家耕耘多年，产品技术成熟；二是以恒安、可靠股份、吸收宝（可靠股份第二品牌）为代表的全国性品牌，布局广泛，与KA、经销商等建立长期合作关系，或在电商渠道占据优势地位；三是以千芝雅、周大人为代表的区域性国内品牌，近年凭产品和渠道创新提升份额。

图12：中国成人失禁用品市场格局（公司口径）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图13：中国成人失禁用品市场格局（品牌口径）

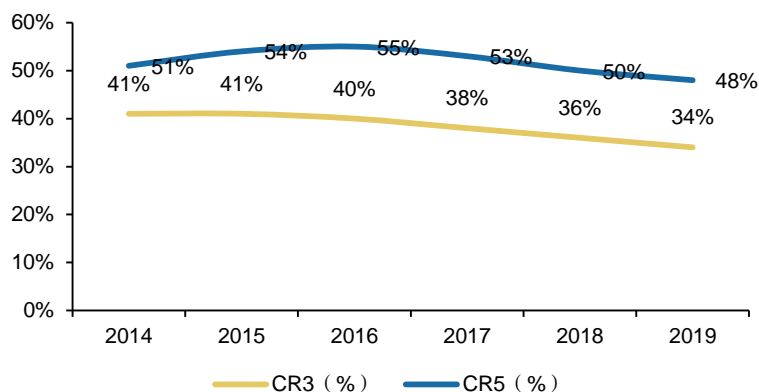


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

未来集中度逐渐提升，国内品牌逐渐跑出。高端市场国际品牌为主，如得伴、添宁等是市场导入者，但目前考虑到投入产出比以及行业的盈利情况，投入资源相对较少，增长缓慢；中端市场主要是国内的知名品牌，如可靠股份、安尔康、珍琦

等，迎合国内市场需求，性价比与品牌力兼备，渠道扩张迅速、也更易跟医疗和康养机构合作，因而业绩增长稳健；而低端市场中，地方性品牌已经提前进入残酷的市场竞争阶段，成本压力较大，不得不以价格战取胜。

图14：成人失禁用品行业集中度



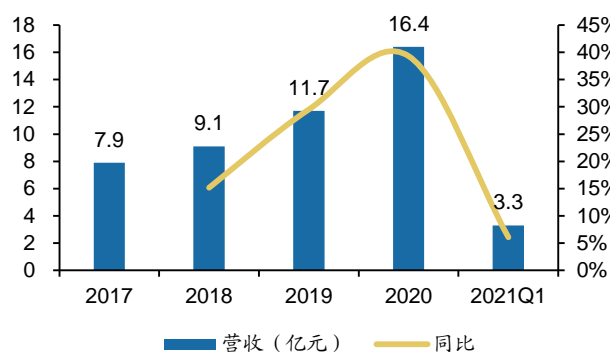
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（四）可靠股份：婴儿用品代工业绩稳健，成人失禁品牌大有可为

1. 可靠股份主营业务介绍

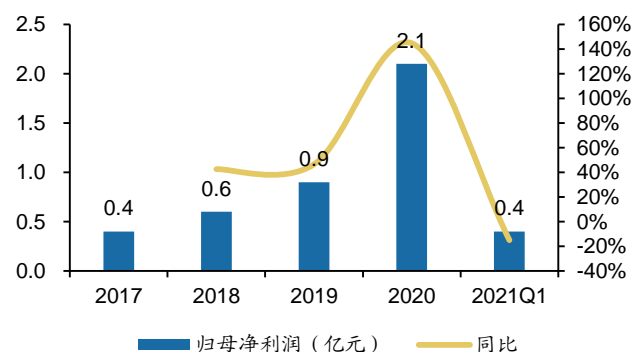
公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式，20年收入同比增长39.3%至16.4亿元，近3年复合增速27.6%，21Q1同比增长6.1%至3.3亿元。20年归母净利润同比增长144.7%至2.1亿元，近3年复合增长73.80%，21Q1同比下降14.96%至0.4亿元。公司招股书预计21H1营收同比变动约-10.5%~5.5%，归母净利润同比变动-38.1%~-26.4%。主要系口罩业务大幅下滑。

图15：可靠股份收入及同比增速



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图16：可靠股份归母净利润及同比增速



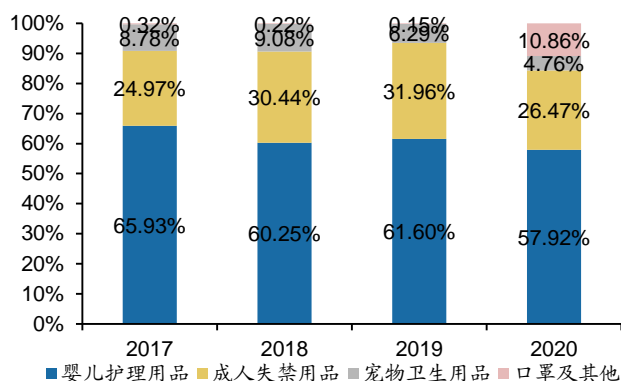
数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

分品类看，婴儿护理用品收入近3年复合增速22.2%，20年同比增长31.7%至9.4亿元，占总收入57.9%；成人失禁用品收入近3年复合增速30.1%，20年同比增

长15.9%至4.3亿元，占总收入26.5%；宠物卫生用品收入近3年复合增速3.7%，20年收入同比增5.5%至0.8亿元，口罩及其他业务20年收入1.8亿元，占总收入10.9%。

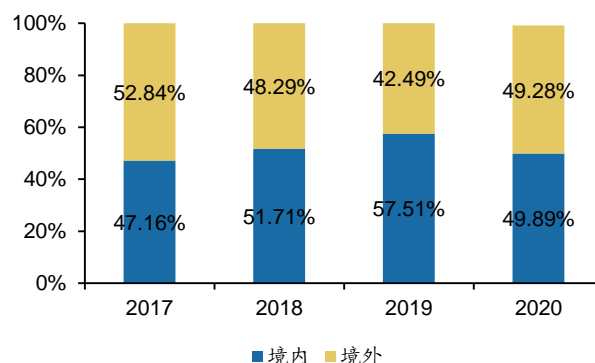
分区域看，公司境外收入与境内收入占比大致相同，外销主要是婴儿纸尿裤的ODM，近年增速快主要因新增口罩客户；内销有婴儿纸尿裤ODM，以及成人失禁自主品牌。分模式看，ODM收入占70%，自主品牌收入占25%，其中自主品牌线上渠道为主，同时维持传统KA、经销等线下渠道，也在重点开拓直营特渠客户。

图 17: 分品类收入情况



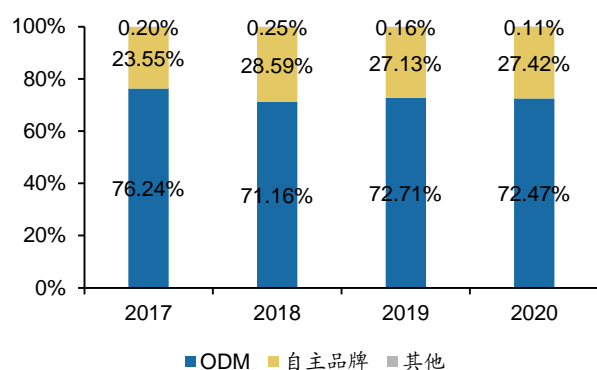
数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图 18: 分地区收入情况



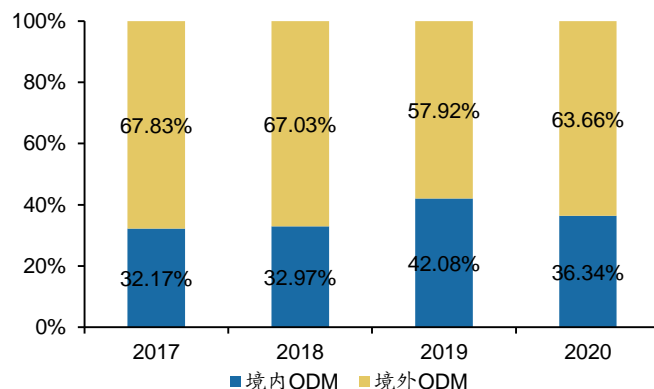
数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图 19: 分模式收入情况



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图 20: ODM 业务拆分

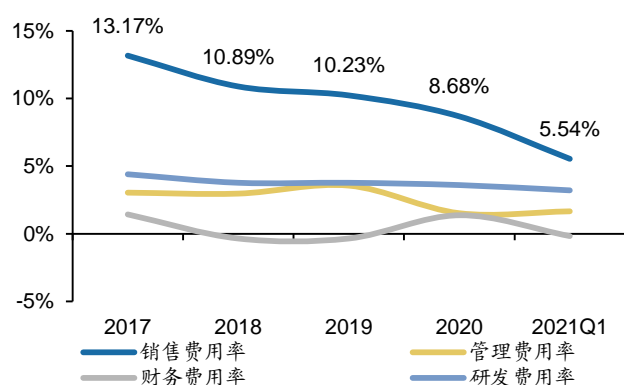


数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

毛利率方面，20年毛利率同比上升0.8pct至27.8%，口罩业务盈利好，21Q1毛利率同比下降1.2pct至25.4%。分品类看，婴儿护理用品20年毛利率同比下降1.7pct至20.6%；成人失禁用品同比下降9.5pct至26.5%，也与合同相关运输费用计入成本有关。分模式看，ODM毛利率20年同比上升2.4pct至24.6%，自主品牌毛利率同比下降3.3pct至34.5%。

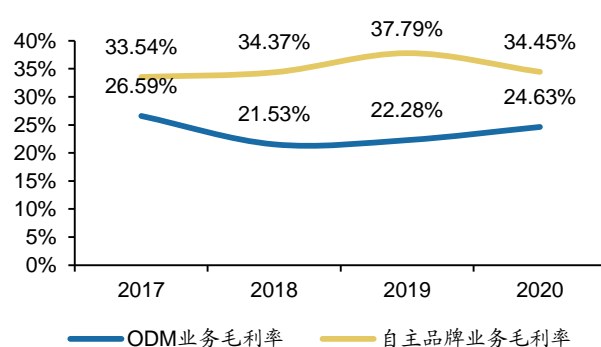
费用率方面，销售费用率（加回运输费用）20年同比下降1.5pct至8.7%，与规模效应有关，21Q1同比上升1.2pct至5.5%；管理费用率20年同比下降2.0pct至1.5%，研发费用率20年同比下降0.2pct至3.6%。

图21：期间费用率



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图22：分模式毛利率



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

2. 婴儿卫生用品：相对稳健的现金流来源

20年婴儿护理用品收入同比增长31.8%，占比57.92%，三年CAGR达22.2%，毛利率43.5%，以海外ODM为主，菲律宾最大运营商作为基石客户，贡献稳健业绩与现金流，也有国内新零售品牌与综合品牌贡献增量。

根据招股书，第一大客户菲律宾JS，是14-18年菲律宾婴儿护理用品零售市占率第一，可靠股份供应婴儿纸尿裤份额70%，双方合作10年+，同时已续签新的框架协议，约定21-25年JS向可靠股份订购金额不低于6500万美元/年，可靠股份优先满足JS订购规模。双方可以深度合作，一是基于JS本土不具备优势产能、没有自产计划，形成产业链合理分工，二是因为可靠股份参考中国纸尿裤市场经验与产品迭代，助力JS行业登顶，从而协同成长，三是基于持有可靠股份3.7%股份的股东PACKWOOD，与JS隶属同一控制人旗下，从而维持长期合作。

表1：可靠股份客户梳理

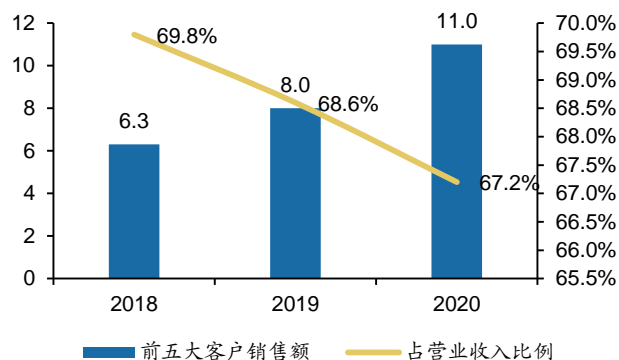
排名	客户名称	合作开始	销售产品	客户市场地位	18 收入占比	19 收入占比	20 收入占比
1	JS UNITRADE	2010	全系列婴儿护理用品 和成人失禁用品	菲律宾婴儿护理零售商第一；公司供应份额 70%	36.65%	34.35%	34.68%
2	广州杜迪	2014	婴儿纸尿裤、拉拉裤	合生元旗下，19-20 高速增长；公司供应份额 100%	10.18%	12.79%	14.09%
3	万邦（汕头）	2017	婴儿纸尿裤、拉拉裤	社区电商品牌百诺恩，公司为婴儿纸尿裤主要供应商	8.11%	9.35%	6.99%
4	KOHNAN	2007	宠物护理垫	日本上市公司，著名家居超市，公司为其供应商之一	8.20%	5.05%	4.01%

数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

第二大客户杜迪，是知名营养剂服务商健合集团（即合生元）全资子公司，可靠股份供应份额100%，而且双方14年成立合资子公司“可艾”，保障供货稳定，而且杜迪借助合生元的强势渠道和资源倾斜，保持快速增长势头。其他ODM客户包

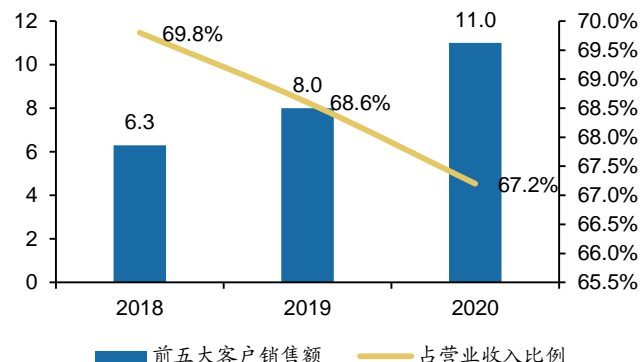
括日本KOHAN、新加坡NTUC、日本OSAKI等境外零售商，以及内销新零售品牌如拓展社区电商的万邦、沐歆等，带来边际增量。可靠股份主动选择战略互补的优质品牌商，保持产业洞见，积累生产经验，满足客户即时大量的需求。

图23: 前五大客户占比 (亿元)



数据来源: 可靠股份招股书, 广发证券发展研究中心

图24: 菲律宾JS采购金额 (亿元)



数据来源: 可靠股份招股书, 广发证券发展研究中心

3. 成人失禁用品: 空间广阔, 大有可为

公司与恒安维持成人失禁行业前二的位置, 相对于竞争对手, 可靠股份规模居前且盈利稳定, 主要基于专注主业, 从而精进生产、且投入更多资源在品牌与渠道建设。

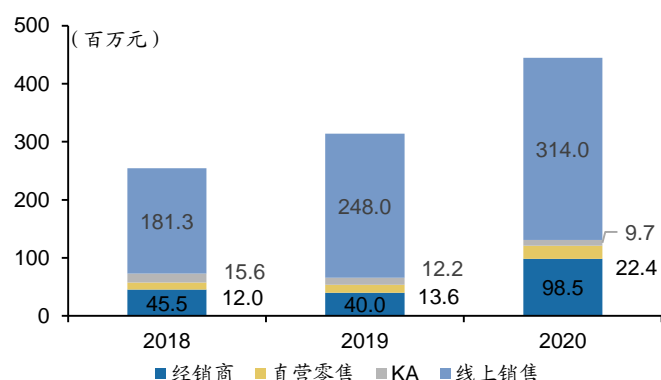
生产端提升规模效应和生产效率。国内最早一批布局成人纸尿裤的企业, 拥有国内领先的自动化生产线29条, 积累生产经验和规模基础, 同时向国际一流工厂学习精细化管理, 工艺持续优化、研发持续投入。**品牌与渠道红利有待释放。**低端产品以价格战为主, 但高端产品客群对品牌有一定诉求, 公司积累品牌是能。而且与电商和线下商超深度合作, 铺货范围更广, 而且抢占特渠卡位优势, 有助于进一步培养消费者心智。

表2: 自主品牌产品图示

品牌	图示	定位
可靠股份		高端
吸收宝		精品
安护士		大众
康普适		平价

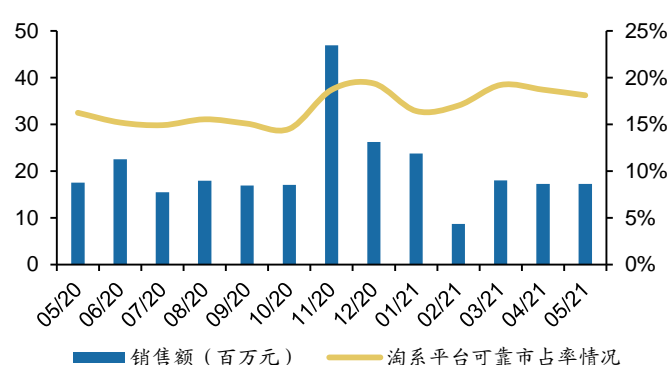
数据来源: 可靠股份招股书, 广发证券发展研究中心

图25：拆分自有品牌渠道



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图26：可靠股份淘系平台份额与销售额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

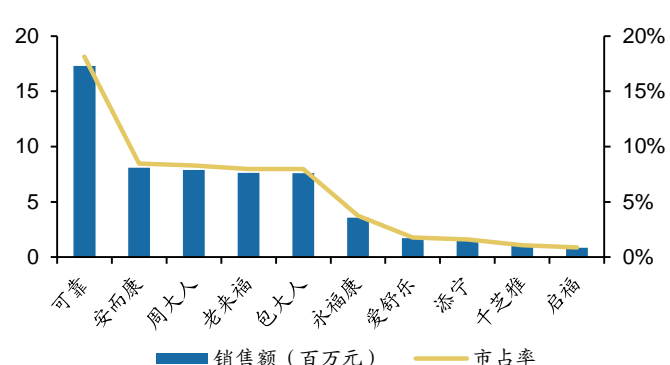
未来线上线下有望共同带来增量。一方面，公司12年进入电商，20年销售额占比70%以上，根据招股书，公司连续多年获得电商平台品类市占率第一，而且根据淘数据，公司淘系市占率15-20%。公司从知名互联网企业引入电商运营人士，团队具备出色的决策和执行能力，未来有望稳健向上。另一方面，线下加速拓展渠道，经销商400余家，而且特种渠道快速发展，与药店、药企、康养机构等合作，主要是预期国家加强养老机构的相关保障，同时加速消费者心智普及。

图27：电商发展模式



数据来源：可靠股份招股书，广发证券发展研究中心

图28：21年5月淘系平台品牌排名



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

二、新型烟草：未成年人行动方案发布

（一）新型烟草本月要闻一览

1. 国家烟草专卖局：全面从严监管电子烟经营行为，持续加强互联网渠道管控

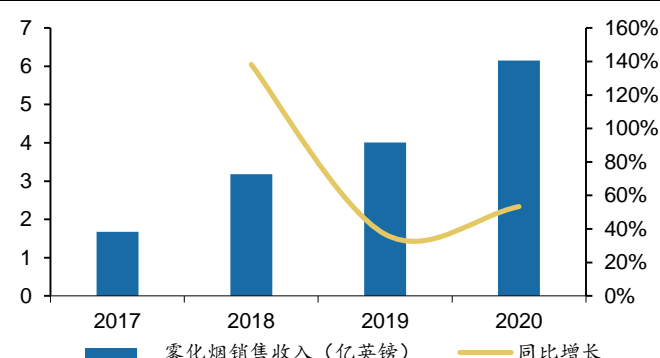
事件：6月18日，国家烟草专卖局、国家市场监管总局联合对外公开发布了保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案的通知，要求加强售烟（含电子烟）网点法律宣贯，督促全面设置警示标志；分类完善中小学、幼儿园周围（以下称校园周围）距离标准，落实售烟网点排查登记，加快违法网点清理；严格查处向未成年人售烟违法行为，持续加强网络监测，加大违法行为打击力度。行动分为宣贯动员阶段（6月15日—6月25日）、集中整治阶段（6月26日—8月31日）、总结提升阶段（9月1日—9月14日），探索建立健全未成年人保护长效机制。当前，山东省等省市已根据最新规定，查办省内首起向未成年人销售电子烟案件。（来源：格物消费）

点评：未成年人保护是电子烟政策的重中之重，此次严查短期或对零售端销售额有负面影响，但长期有望推动行业向更加健康规范的方向演进。头部企业对此率先发声，6月1日悦刻发布《致全体商业合作伙伴的公开信》，要求严格遵守新《未成年人保护法》规定，将进一步完善未成年人保护机制，包括升级“向阳花”、“一单一码”方式，督促执行购买前强制验龄制度以拦截未成年人购买。

2. 英美烟草：新型烟草有望超预期，继续压缩JUUL市场份额

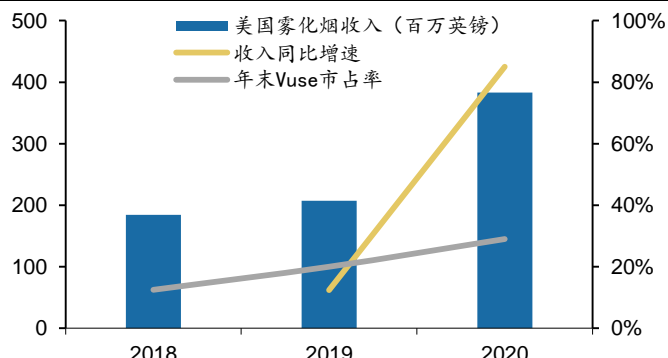
事件：①英美烟草CEO称新型烟草销售好于预期，21全年营收增长预期上调至5%以上（此前预期3-5%）。②Vuse主要市场份额都在增加，美加英法德五大市场整体份额31.4%，较20年提升5.9%。根据尼尔森，Vuse在美份额由12月的27.7%升至5月的32.9%。而Juul由12月的53.4%降至6月的49.7%，且陆续撤出全球多个市场。③BAT目前已在中国布局完成最新一代全自动化生产线，新产线产能已超过行业现有主流水平一倍多，主要供应商为思摩尔。（来源：蓝洞新消费）

图 29：英美烟草雾化烟收入与增速



数据来源：广发轻工《详解英美烟草与菲莫国际年报，新型烟草景气向上》，广发证券发展研究中心

图 30：英美烟草美国雾化烟收入与增速



数据来源：广发轻工《详解英美烟草与菲莫国际年报，新型烟草景气向上》，广发证券发展研究中心

点评：英美烟草提高整体收入预期，预计新型烟草将呈高双位数增速，而且份额持续上升，此外与思摩尔的合作也趋于良性，实现供应份额提升与技术共同改进。英美的高速增长来自于积极的战略转向和资源投入、积极的营销和价格策略、与思摩尔合作陶瓷芯产品优化口感，抓住Juul受政策与舆论影响的时机抢占份额。

3. 悦刻正式起诉维刻及工厂魔刻，理由是违反《反不正当竞争法》

事件：国内头部品牌悦刻已于近日向广东某法院提交起诉书，正式起诉维刻电子烟及其工厂东莞魔刻，案由涉及不正当竞争纠纷。悦刻认为，悦刻与维刻两个标识高度相似，并私自授权魔刻大规模生产并自身销售、宣传与悦刻电子烟相关型号的烟杆匹配使用的烟弹，本质上是一种‘仿版’行为，势必导致悦刻电子烟用户被分流，部分产品面临被实质性替代的风险，同时，维刻借悦刻电子烟品牌知名度、商誉获取了更多交易机会的行为，是违反诚实信用原则及商业道德的行为，不但会使悦刻流失更多交易机会，蒙受商业利益的损失，客观上还破坏了电子烟市场的创新激励机制，扰乱正常的市场竞争秩序。（来源：新消费前线）

点评：通配烟弹由于价格较低、适配于头部品牌的烟杆，因而销售量较高，但对原有品牌形成不小的分流。因此若头部品牌起诉成功，则有望实现流量回升。由于通配往往与相对散乱的小供应商合作，因而有望实现集中度提升。

4. 电子烟店主5月销售业绩调查：53%店铺下跌50%，86%认为开店太多

事件：蓝洞本次调查，关于经营情况和影响幅度，53%的店主表示5月销售业绩跌了50%，19%的店主跌了20%，甚至还有22%的店主跌到80%，只有6%的店主表示自己业绩是增长的。关于影响业绩变化的原因，87%的店主认为行业严重内卷，开店太多，有73%店主认为行业负面猛增导致用户产生恐惧，另有69%的店主认为假货通配微商泛滥，让行业发生了劣币驱逐良币的现象。（蓝洞新消费）

点评：由于当前阶段渠道的可触及性是相对最重要的竞争优势，因此当前头部品牌加速开店，供给增速超过需求培育速度，因而开店过多、单店出现下滑，因此格局面临快速迭代，拥有精细化渠道管理能力的企业有望胜出。

5. Aspire易佳特将在纳斯达克IPO上市，已向美国证监会提交招股书

事件：6月21日，深圳易佳特科技有限公司的实质控股公司Aspire Global Inc.向美国证监会提交招股书，拟在美国纳斯达克上市，股票代码为“ASPG”。Aspire母公司是深圳易佳特科技有限公司，创立于2010年，主要从事电子烟产品的研发和生产，其产品主要出口销售到国外市场，其中最大出口区域是欧洲和北美。易佳特科技的生产能力除了满足自有电子烟品牌Aspire外，也给其他电子烟品牌提供OEM代工服

务。截至2020年7月1日-12月31日，Aspire实现营收4422万美元，上年同期为4099万美元，相应净利润分别为84万美元、851万美元。其中欧洲和北美产生的营收约占73.1%，中国大陆市场约占15.6%。（来源：新消费前线）

点评：国内覆盖全球大部分电子烟产品的生产环节，但格局相对分散，头部企业不多，Aspire规模相对较小、近年增速一般，一方面因为其主要靠海外大烟业务，2020年受疫情和监管的影响严重；另一方面，由于下游的集中度提升，代工环节也呈集中度提升态势。

6. FDA关于PMTA申报的最新会议，究竟说了些什么？

事件：21年6月11日，美国FDA下属烟草制品管理中心CTP的科学性审查办公室召开了针对2020年9月9日前递交的PMTA申请以及科学性审查相关内容的线上会议。会议内容包括，CTP此前成功接收超过650万份烟草产品的市场申请；FDA决定优先审核市占率高的产品，因为市占率高代表对群体健康的影响程度会更高，同时FDA在审查数据时会关注市场销售信息。（来源：新消费前线）

点评：PMTA有望优先审核头部品牌，若今年PMTA结果落地，将提高行业门槛，利好当前头部企业集中度提升。

7. 蓝沛：创新推出推阀开路密封技术，与比亚迪达成长期战略合作

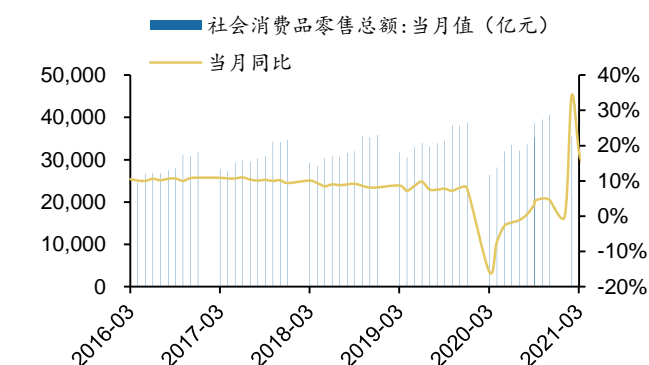
事件：蓝沛作为新兴品牌，表示核心技术及工程团队已深耕电子雾化产业近10年，XCOIL雾化芯及相关技术也已完成了专利布局。蓝沛迅速与比亚迪达成了长期战略合作，蓝沛负责技术迭代与市场研发，比亚迪确保生产供应的安全与稳定。截至目前，比亚迪所具备的代工生产条件，已满足国内及欧盟RoHS认证，均符合ISO9001质量管理体系及GMP全球优良制造标准。（来源：艾邦新消费电子资讯）

点评：比亚迪作为新进入者，产能、产品已有储备，但客户方面以新兴品牌为主，能否放量还要看后续接单情况。

三、个护行业：具备刚需属性，格局持续迭代

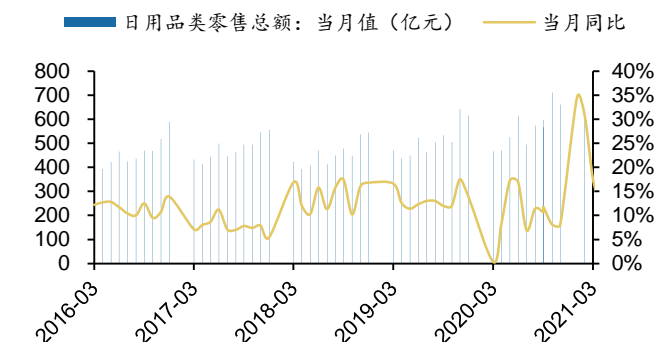
21年5月社零总额同比持续向上，但增速回落至12.4%，其中日用品类零售总额增速13.0%，去年同期基数回暖后，增速趋于稳定。

图 31：社会零售总额当月值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：社会零售总额日用品类当月值



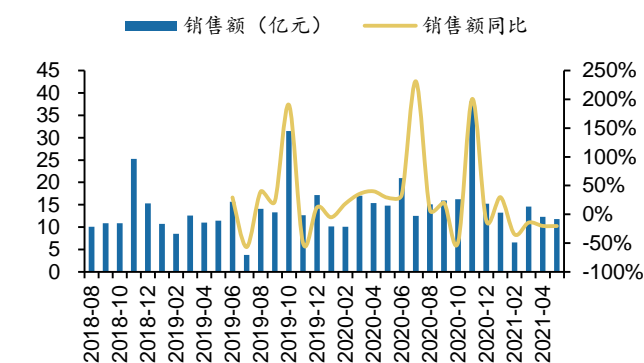
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）生活用纸：处于量价提升扩张期，浆价稳在高位

1. 需求端：5月线上销售同比有所下滑

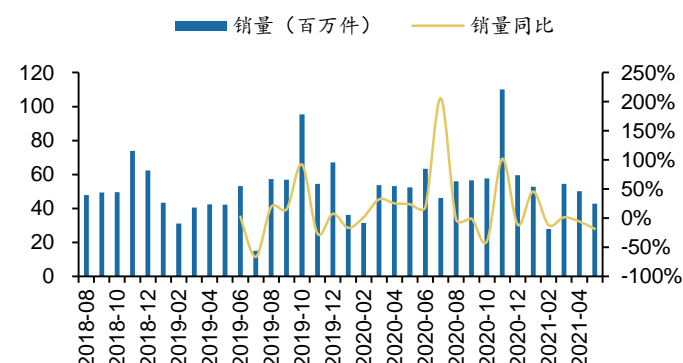
根据淘数据，2021年5月生活用纸电商销售额约11.77亿元，同比下降20.4%，环比下降4.3%；销售量约4284万件，同比下降18.3%，环比下降14.6%。

图 33：生活用纸电商销售额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 34：生活用纸电商销售量

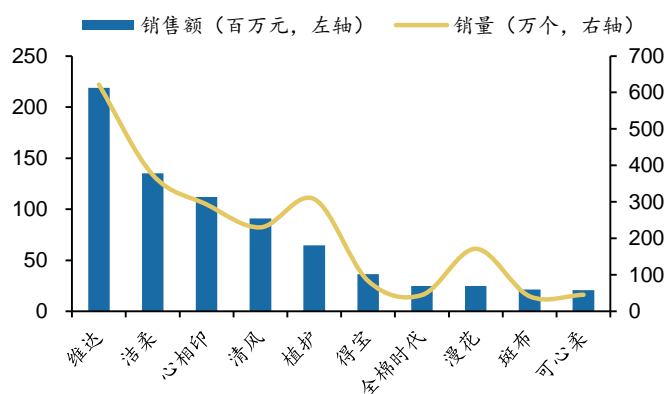


数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

2. 供给端：龙头地位稳固，维达线上依然第一，洁柔线上逆势增长

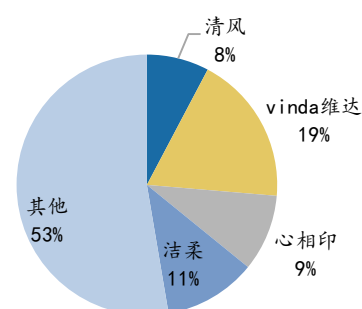
根据淘数据，近三年维达、心相印、清风和洁柔地位稳固，2021年5月维达、洁柔和心相印销售额均超1亿元，维达超2亿元，合计占47.4%的电商份额，但环比4月合计份额下降，主要系清风销量有所回落，而且与节庆波动有关。

图 35：2021年5月生活用纸电商销售排名



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

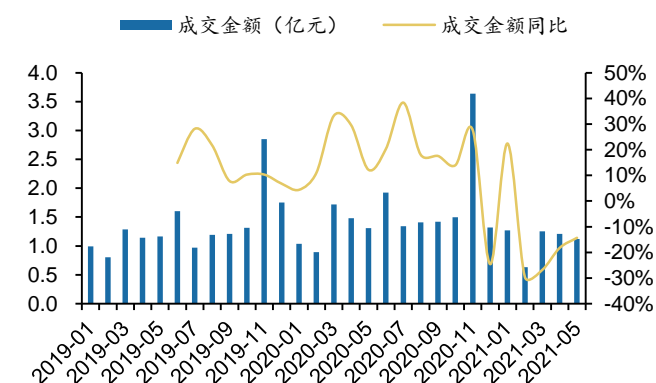
图 36：2021年5月生活用纸电商销售额市占率



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

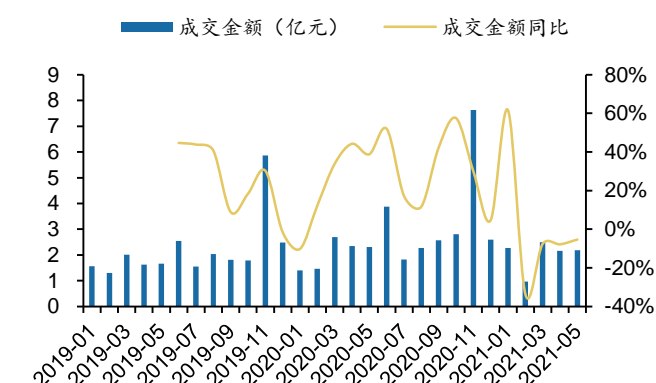
根据淘数据，2021年5月维达销售额2.19亿元，同比下降5.4%，电商市占率19%，线上第一地位稳固。洁柔销售额1.3亿元，同比增加8.1%，电商市占率11%，依然保持向上势头。心相印销售额1.1亿元，同比下降14.3%，电商市占率10%。清风销售额0.9亿元，同比下降44.1%，电商市占率8%。清风销售额下降较为明显。

图 37：心相印电商成交额



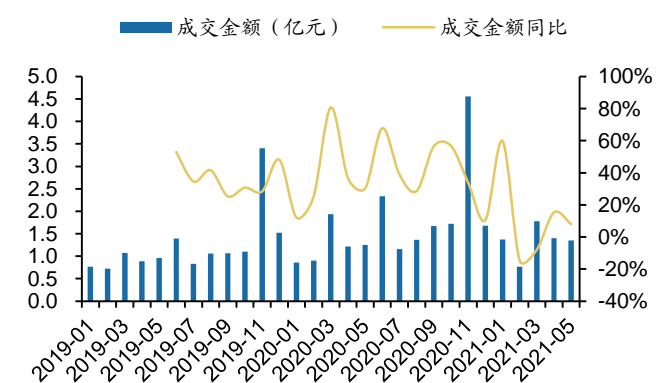
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 38：维达电商成交额



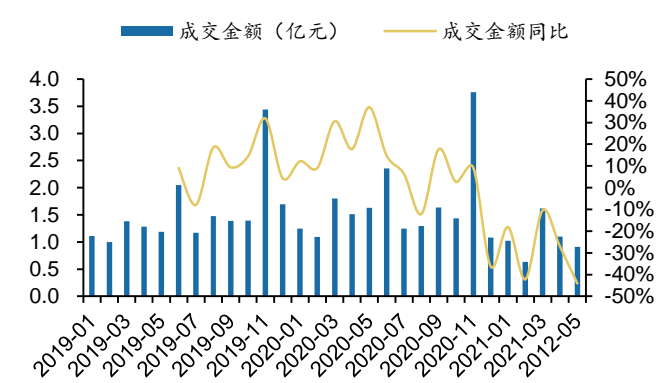
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 39：洁柔电商成交额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 40：清风电商成交额



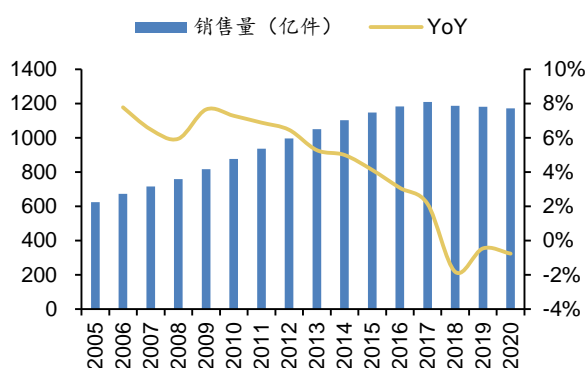
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

（二）吸收性卫生用品：需求稳中有升，供给格局变化

1. 卫生巾：销售额平稳增长，苏菲表现亮眼

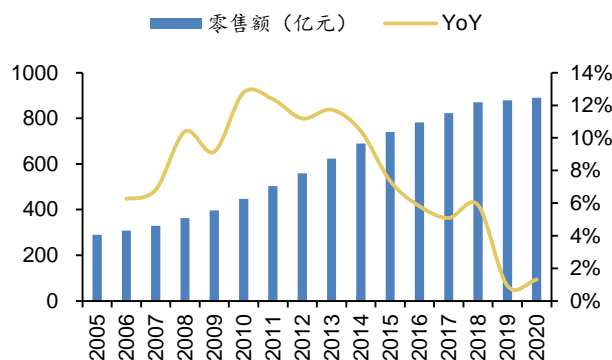
需求端：近两年卫生巾呈稳中有增趋势，增速整体下降主要系渗透率基本提升到位，其中销售量基本平稳，均价有所提升。

图 41：卫生巾行业销售量



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

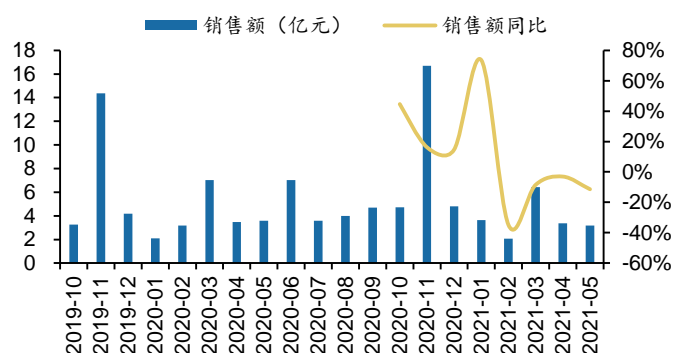
图 42：卫生巾行业销售额



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

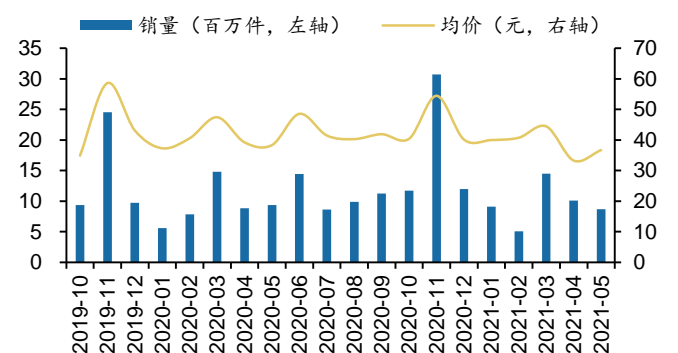
根据淘数据，2021年5月卫生巾电商渠道销售量868万件，同比下降7.4%，环比下降14.1%，电商销售额3.19亿元，同比下降11.4%，环比下降5.2%。同比下降主要系去年同期疫情缘故，基数较高；环比下降主要系4月促销季营销较为积极。

图 43：卫生巾电商销售额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

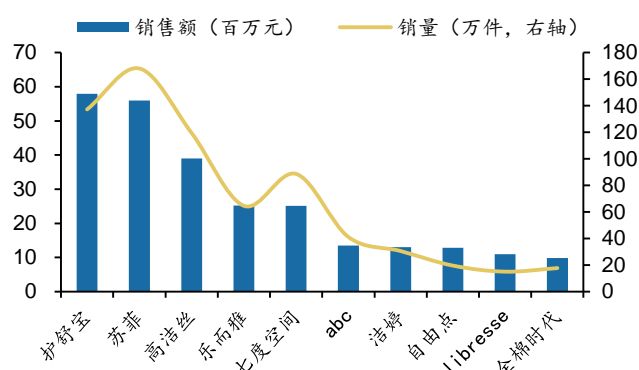
图 44：卫生巾电商销售量与均价



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

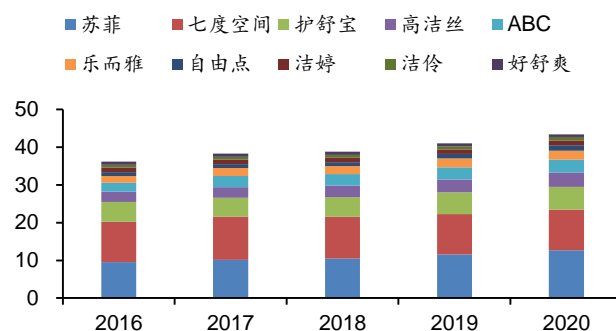
卫生巾行业龙头壁垒深、但龙头间有此消彼长。总体来看，苏菲市占率逐年上升，2020年达12.7%，位于行业第一。七度空间2020年达到10.8%，仅次于苏菲。护舒宝市占率先降后升，上升主要源于液体卫生巾产品。

图 45: 2021年5月卫生巾电商销售额排名



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

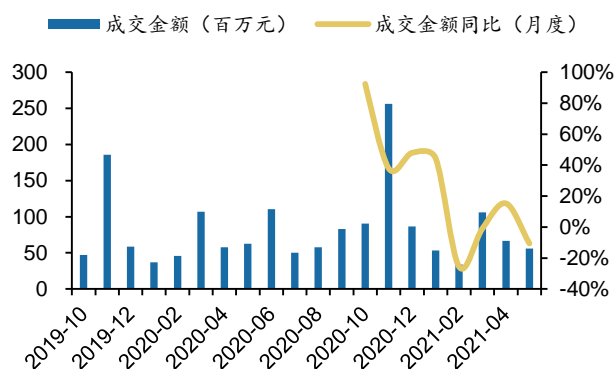
图 46: 卫生巾市场份额 (%)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

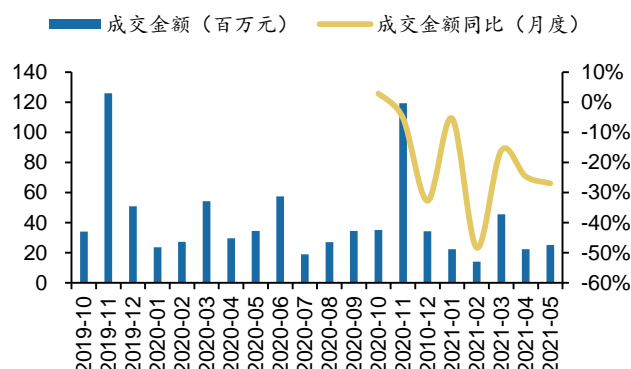
根据淘数据，电商渠道21年5月护舒宝销售额0.58亿元，排第一，同比增长9.4%。第二苏菲销售额0.56亿元，同比下降10.6%。七度空间销售额0.25亿元，排名第五，同比下降27.0%，自由点销售额0.12亿元排第八，相较1-4月有一定恢复。

图 47: 苏菲电商成交金额



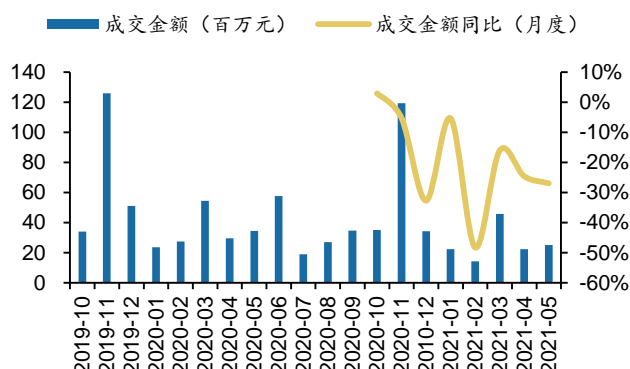
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 48: 七度空间电商成交金额



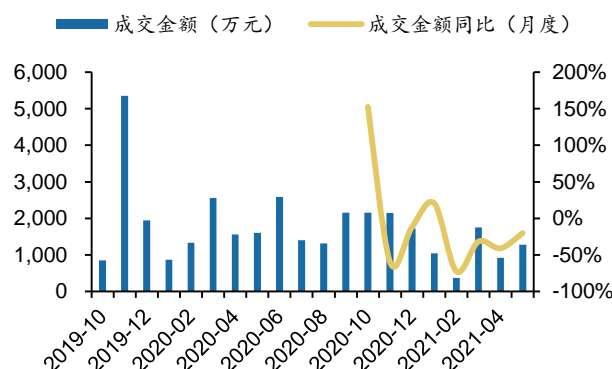
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 49: 护舒宝电商成交金额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 50: 自由点电商成交金额

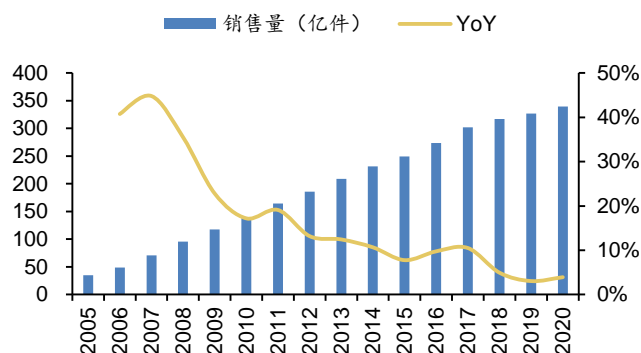


数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

2. 纸尿裤：格局快速迭代，好奇电商表现最好

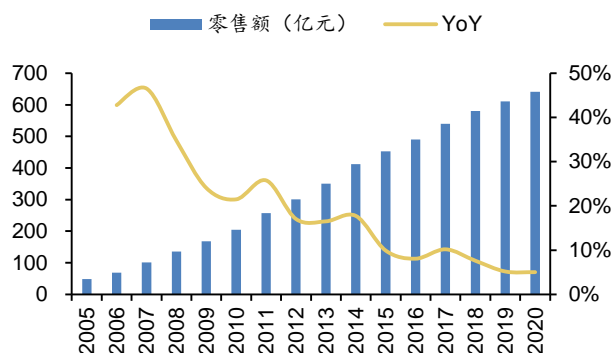
需求端：纸尿裤的销售量和零售额持续增长，但增速呈下行趋势。根据淘数据，电商20H2同比相对平淡，21H1下滑，主要系出生率下滑而渗透率提升相对缓慢。

图 51：纸尿裤行业销售量



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

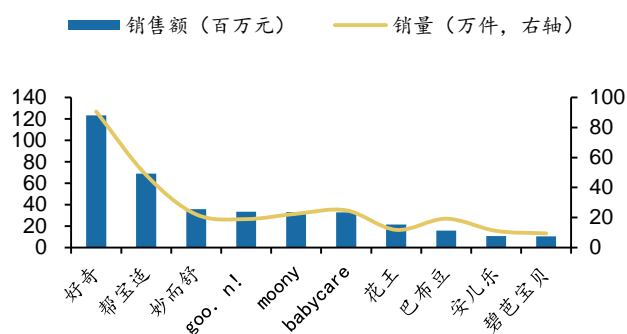
图 52：纸尿裤行业零售额



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

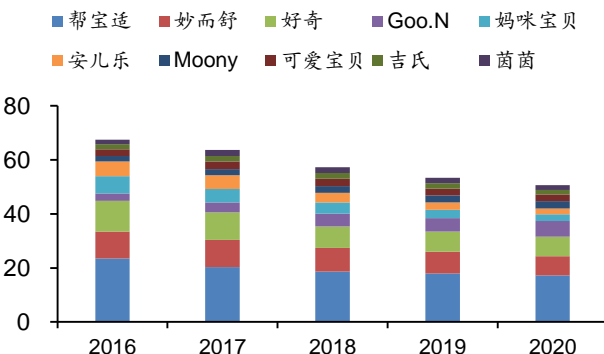
供给端：帮宝适先前具备垄断地位，近6年份额连年下降，当前份额17.2%。好奇和妙而舒市占率20年分别下滑至7.2%/7.1%，分列二三名。而新零售品牌和内资品牌大幅扩张，例如电商品牌babycare、微商品牌凯儿得乐等。当前来看，babycare电商增长镜头依然强势，跻身前列，而好奇和帮宝适等传统品牌也因适应互联网打法+产品性价比提升，呈现回暖趋势。

图 53：2021年4月纸尿裤电商销售排名



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 54：纸尿裤前十名市场份额（单位：%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）宏观经济增长不及预期

宏观经济影响居民消费力，对于个护产品与烟草产品虽然是需求刚性，但平均价格可能受消费水平影响。

（二）新型烟草政策风险

新型烟草政策预计落地，控制国内供给增速，品牌商与制造商均受影响。

（三）个护产品竞争格局恶化

当前需求趋于稳定，但个护产品供给端仍较拥挤，特别是纸尿裤在二胎政策之后产能大幅增长，带来供需压力，从而影响售价和龙头地位。

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠股份，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。