

深挖“豪悦”系列报告一

# 借个护龙头尤妮佳成长史，观中国卫生用品发展前景

推荐（维持）

随着中国吸收性卫生用品行业加速发展，国内个护用品制造商纷纷涌现，加剧行业竞争。我们在豪悦护理深度报告基础上推出一系列深度研究，本篇为豪悦护理系列报告一，通过日本个护行业龙头尤妮佳发展路径探究豪悦护理女性、婴儿及成人护理用品业务发展前景及公司竞争力。

尤妮佳历史悠久，勇夺行业先锋。日本尤妮佳成立于1961年，1963年成为女性护理产品制造商，开发多种创新技术和产品。在21世纪初，公司开始专注于无纺布和吸收材料加工技术领域，在现有业务基础上，推出了婴儿护理产品、保健产品和家居产品业务，将业务范围扩大到更广泛的日常领域，为从事托儿、护理和家务的人们提供服务。尤妮佳旗下品牌有女性卫生用品苏菲，婴儿护理用品妈咪宝贝、Moony，成人护理用品乐互宜等。

紧跟时代变革，积极开拓海外市场，尤妮佳引领日本个护领域发展。尤妮佳依靠自身多项核心竞争力，积极拓展海内外市场，近十年营收业绩稳步攀升，2019年营业收入达到7124亿日元，同比增长3.77%。公司在女性护理用品、婴儿护理用品和成人护理用品领域分别在日本取得了49%、36%和60%的市占率，并逐渐扩张中国及亚洲各国新兴市场。公司主要竞争力体现在：（1）**全方位营销，建立值得信赖的品牌形象**。尤妮佳自成立以来，致力于打造国际化高端品牌。公司在日本及亚洲各国积极开展营销活动，利用电商渠道线上线下同步营销，长期关注女性、婴儿及老人心理健康发展，并将自有品牌与之绑定，在消费者心中树立安全可靠的品牌形象。（2）**注重研发，产品不断升级创新**。公司2019年研发投入达到474亿日元，产品多元化，布局老人、儿童、女性和宠物全方位市场；另外，研发投入体现在产品功能完善方面，并针对不同地区研发特色化产品，产品不断推陈出新，及时响应消费者需求变化。（3）**全球化布局，供应链完备**。公司持续扩大生产基地，加大生产投入，以更大程度地扩张全球市场。公司生产线健全，上游无纺布生产实现部分自给，有效应对原料价格的上涨，同时利用全球各地生产优势建厂生产并在当地销售，有效控制成本，扩大生产规模。

中国吸收性卫生用品行业竞争激烈，成人纸尿裤发展前景广阔。透过日本尤妮佳看中国吸收性卫生用品行业发展前景，日本吸收性护理行业成熟，产品结构不断细化，卫生巾和婴儿纸尿裤市场接近饱和。相较来看中国吸收性卫生用品行业起步较晚，市场仍处于发展阶段。对比中、日的经济与人口趋势，可看出中国正处于消费升级阶段，有利于卫生巾及纸尿裤产品高端化升级；对比两国65岁及以上人口数量，2010至2019年日本CAGR为2.26%，中国CAGR为4.45%，从65岁及以上老年人口占比来看，日本为28%，中国为13%，中国人口存在加速老龄化趋势，经我们测算，中国成人纸尿裤渗透率为13%，相较于日本54%，中国成人纸尿裤市场空间广阔。

豪悦护理技术优势明显，渠道不断拓宽。对比尤妮佳的发展路径，豪悦护理拥有两大优势：（1）**以ODM为主，销售渠道不断拓宽**。目前个护行业电商渗透率快速提升，营销和销售线上化趋势明显，母婴专营连锁、电商平台、母婴垂直电商及微商等新兴渠道兴起，公司抓住渠道转换的机遇抢先布局。一方面凭借先进生产技术和质量控制体系，拓展与国产品牌的合作，另一方面加强品牌建设和推广，通过多元化立体渠道体系建设进一步增强公司整体竞争实力。（2）**注重研发投入，技术优势明显**。豪悦注重研发技术积累，研发投入占营收比重行业领先。公司具备系统的一次性卫生用品的研发技术，包括新产品形态的设计开发、吸收芯体材料的持续研发、无木浆多维复合芯体的研发及制造技术、3D压花工艺等，使得豪悦成为中国顶尖的代工厂，已与尤妮佳、花王、景兴健护等国内外知名品牌商建立ODM业务合作，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系，同时能够推出差异化、多元化产品，开拓高端市场。

风险提示：新开发业务不及预期，原料成本大幅波动，市场竞争加剧。

## 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	23	0.56
总市值(亿元)	2,322.25	0.27
流通市值(亿元)	1,742.74	0.28

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.72	24.73	36.8
相对表现	3.02	-1.88	6.21



## 相关研究报告

- 《造纸行业跟踪报告：8月纸产业链库存数据出炉，港口库存整体基本持平，成品纸库存下降》  
2020-09-19
- 《造纸行业跟踪报告：9月纸产业链库存数据出炉，港口库存环比上升，成品纸库存下降》  
2020-10-18
- 《造纸行业跟踪报告：10月纸产业链库存数据出炉，港口库存环比上升，成品纸库存上升》  
2020-11-29

## 投资主题

## 报告亮点

随着中国吸收性卫生用品行业加速发展，国内个护用品制造商纷纷涌现，加剧行业竞争。我们在豪悦护理深度报告基础上，推出一系列深度研究，本篇为豪悦护理系列报告一，通过日本个护行业龙头尤妮佳发展路径探究豪悦护理女性、婴儿及成人护理用品业务发展前景及公司竞争力。

## 投资逻辑

本篇报告首先对日本个护行业发展历史及现状进行梳理，然后对日本个护龙头尤妮佳在品牌价值、产品创新和生产管控方面进行详细阐述，最后借尤妮佳发展历史探究我国卫生用品发展前景。

# 目录

一、日本个护行业高度成熟，竞争格局稳定.....	6
（一）发展历程：欧美引领个护行业发展，日本紧随其后 .....	6
（二）卫生巾：日本市场呈现一超多强格局 .....	7
（三）纸尿裤：婴儿与成人纸尿裤发展同中有异 .....	8
1、婴儿纸尿裤：日本婴儿护理行业发展进入瓶颈期 .....	8
2、成人纸尿裤：人口老龄化推动日本成人护理行业增长 .....	10
3、纸尿裤行业发展趋势：结构升级，功能创新 .....	11
二、坚持海外发展路径，尤妮佳成为亚洲吸收性卫生用品巨头 .....	13
（一）公司营收稳增，股利稳定 .....	13
1、布局海内外卫生护理领域，营收稳步增长 .....	13
2、股利稳定增长，公司价值攀升 .....	15
（二）上中下游并驾齐驱，构成公司核心竞争力 .....	15
1、品牌端：公司品牌精准营销，驰名亚洲 .....	15
2、产品端：公司产品多元化，注重创新研发 .....	20
3、生产端：公司生产外迁，高效控制成本 .....	22
三、他山之石观玉，看豪悦护理在中国发展路径 .....	24
（一）行业层面：中国吸收性护理用品行业加速发展 .....	24
1、政策完善加速中国吸收性护理用品行业发展 .....	24
2、消费升级促进个护产品高端化 .....	25
（二）公司层面：豪悦护理技术优势明显，渠道不断拓宽 .....	27
1、豪悦护理以 ODM 为主，销售渠道不断拓宽 .....	27
2、注重研发投入，技术优势明显 .....	28
（三）合作层面：尤妮佳深耕中国市场，与豪悦护理拥有长期合作关系 .....	28
1、尤妮佳深耕中国市场，注重产地直销 .....	28
2、尤妮佳与豪悦拥有长期合作关系 .....	29
四、风险提示 .....	30

# 图表目录

图表 1 全球及尤妮佳公司卫生巾和纸尿裤发展历程 .....	6
图表 2 日本卫生巾生产规模上升 .....	7
图表 3 日本卫生巾 2017 年后出口下滑 .....	7
图表 4 日本三大卫生巾品牌对比 .....	7
图表 5 日本婴儿纸尿裤生产规模开始下降 .....	8
图表 6 日本婴儿纸尿裤销量下滑 .....	8
图表 7 日本新生儿人口数量及占比逐年下滑 .....	8
图表 8 日本四大婴儿纸尿裤品牌对比 .....	9
图表 9 日本婴儿纸尿裤各品牌市占率情况 .....	10
图表 10 日本成人纸尿裤生产规模上升 .....	10
图表 11 日本成人纸尿裤销量上升 .....	10
图表 12 日本 65 岁及以上人口数量及占比逐年增加 .....	11
图表 13 日本三大成人纸尿裤品牌对比 .....	11
图表 14 日本婴儿纸尿裤价格高于成人纸尿裤 .....	12
图表 15 日本拉拉裤式婴儿纸尿裤产量递增 .....	12
图表 16 产量来看日本轻度失禁成人纸尿裤产品居多 .....	12
图表 17 日本 65 岁及以上就业人数增加 .....	13
图表 18 日本成人纸尿裤渗透率上升 .....	13
图表 19 尤妮佳营业收入情况 .....	14
图表 20 尤妮佳净利润情况 .....	14
图表 21 尤妮佳分业务营业收入情况 .....	14
图表 22 尤妮佳 2019 年分产品收入占比 .....	14
图表 23 公司毛利率和净利率稳定 .....	15
图表 24 公司现金股利稳步上涨 .....	15
图表 25 尤妮佳广告费用率于花王对比 .....	16
图表 26 尤妮佳旗下主要品牌一览 .....	16
图表 27 苏菲和乐互宜品牌海外发展路径 .....	17
图表 28 尤妮佳分地区销售收入情况 .....	17
图表 29 尤妮佳海外主要国家销售情况 .....	17
图表 30 尤妮佳在日本和海外主要营销策略 .....	18
图表 31 尤妮佳“老年健步”活动日本参与者人数 .....	19
图表 32 尤妮佳海外“女性初潮教育”活动参与者人数 .....	19

图表 33 2019 年中国各渠道婴儿纸尿裤销售占比 .....	20
图表 34 2019 年日本各渠道婴儿纸尿裤销售占比 .....	20
图表 35 尤妮佳、花王和大王研发费用率对比 .....	20
图表 36 尤妮佳婴儿护理类产品罗列及公司研发 .....	21
图表 37 尤妮佳女性护理用品品牌各系列产品罗列 .....	21
图表 38 尤妮佳女性护理用品品牌各系列产品罗列 .....	22
图表 39 尤妮佳固定资产增长 .....	23
图表 40 日本无纺布产量下滑价格增长 .....	23
图表 41 尤妮佳海外生产情况 .....	24
图表 42 中国卫生巾、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤发展历程 .....	25
图表 43 中国卫生巾、婴儿纸尿裤及成人纸尿裤行业相关政策 .....	25
图表 44 中国新生儿人口情况 .....	26
图表 45 中国 65 岁及以上人口逐年攀升 .....	26
图表 46 日本 20 世纪（截至 1980s）女性初潮年龄提前 .....	26
图表 47 中国 21 世纪女性初潮年龄提前 .....	26
图表 48 中国与日本消费支出占 GDP 百分比对比 .....	27
图表 49 中国与日本必需品支出占家庭消费情况对比 .....	27
图表 50 中国成人失禁类产品渗透率测算 .....	27
图表 51 中国婴儿纸尿裤市场份额 .....	29



## 一、日本个护行业高度成熟，竞争格局稳定

日本吸收性卫生用品行业成熟发展，其中卫生巾行业规模稳步攀升；婴儿纸尿裤产品受制于日本新生人口日益减少，发展遇到瓶颈；由于人口老龄化严重，养老产业完善，成人纸尿裤行业前景广阔。从发展趋势来看，卫生巾行业步入高端智能化阶段，纸尿裤产品结构发生变化，内裤型产品将逐步取代胶贴型。此外，随着国际对环境保护的重视，可回收降解材料将逐渐应用在吸收性卫生用品中。

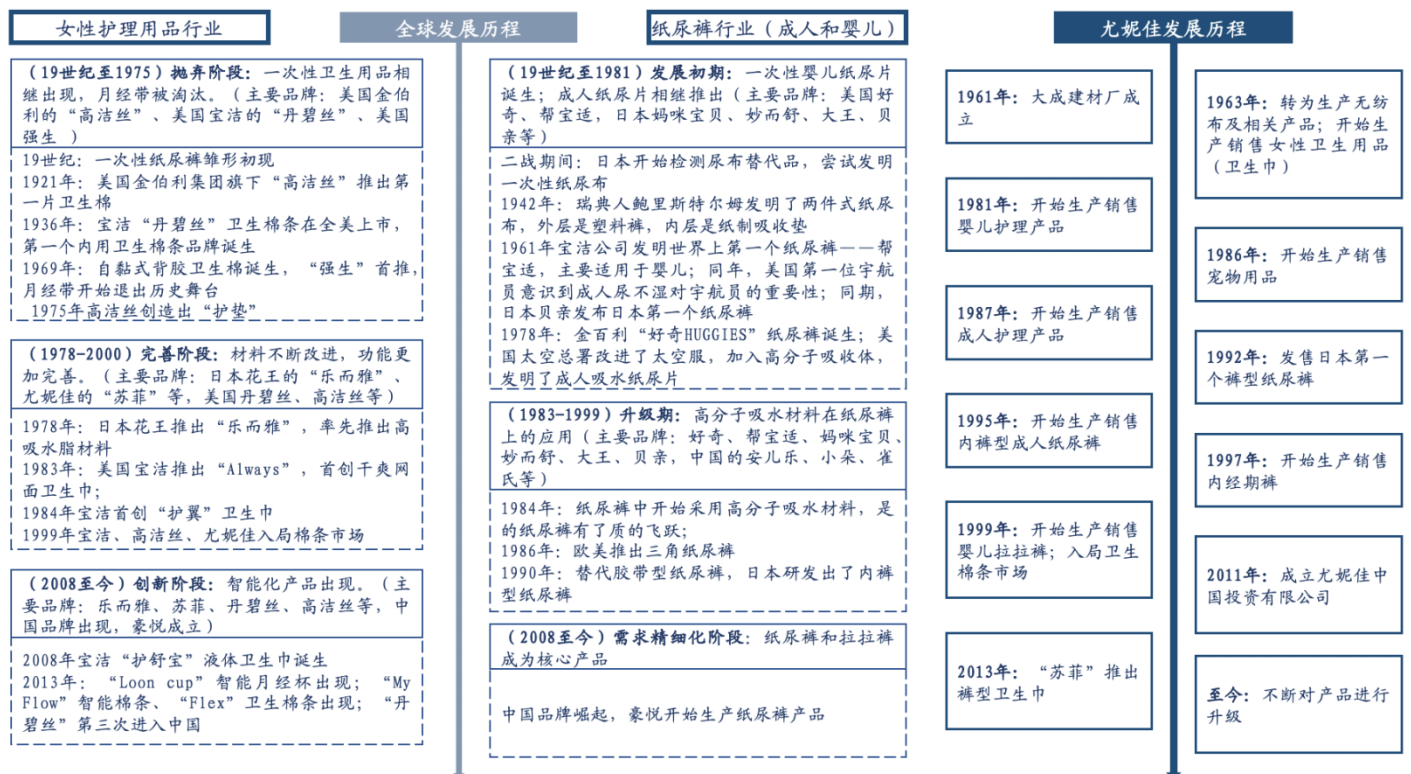
### （一）发展历程：欧美引领个护行业发展，日本紧随其后

吸收性卫生用品的发展历史可以追溯到 19 世纪。卫生巾的起源早于纸尿裤，早在 19 世纪，世界上第一个月经护垫已在欧美诞生。在随后的一百多年间，女性卫生护理用品经历了由月经带，到卫生棉与卫生棉条，再到自粘式背胶卫生棉，接着到护翼型卫生巾与高吸水脂材料卫生巾，最后到今天的液体卫生巾等智能化产品的变革历程。

纸尿裤的发展起源于欧美，1961 年宝洁旗下帮宝适品牌发售了世界上第一个婴儿纸尿裤。同期，日本纸尿裤行业随之发展，日本第一个纸尿裤来自成立于 1957 年的母婴用品公司——贝亲。虽然纸尿裤发明的灵感来自于成人的需求，但成人纸尿裤生产销售市场却晚于婴儿纸尿裤，直至 1978 年，美国金佰利才发售了世界上第一款成人纸尿裤。纸尿裤市场开始发展全球纸尿裤行业至今经历了三次变革，第一个纸尿裤的诞生代表了第一次变革；第二次变革中纸尿裤开始采用了高分子吸水材料，提高了纸尿裤的吸液性，第三次发起于中国，贝舒乐发售第三代芯体技术，进一步解决反渗侧漏等问题。

尤妮佳的发展紧跟时代潮流，不断开拓创新。公司的女性护理用品、婴儿护理用品与成人护理用品发展的先后顺序与全球该类产品的的发展历程相吻合，即由市场需求最普遍的女性卫生护理用品拓展到婴儿护理用品，进而进军需求较为滞后的成人护理用品。

图表 1 全球及尤妮佳公司卫生巾和纸尿裤发展历程

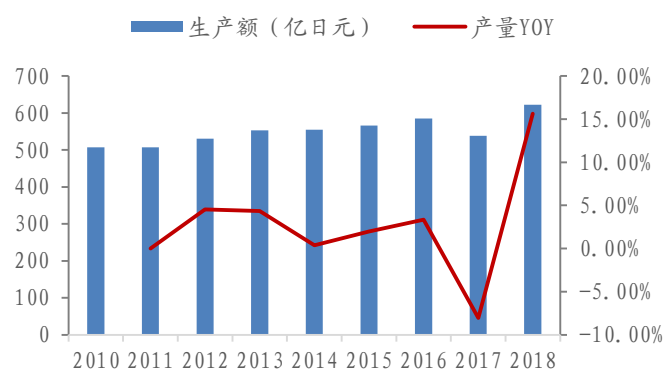


资料来源：公司年报，华创证券

## (二) 卫生巾：日本市场呈现一超多强格局

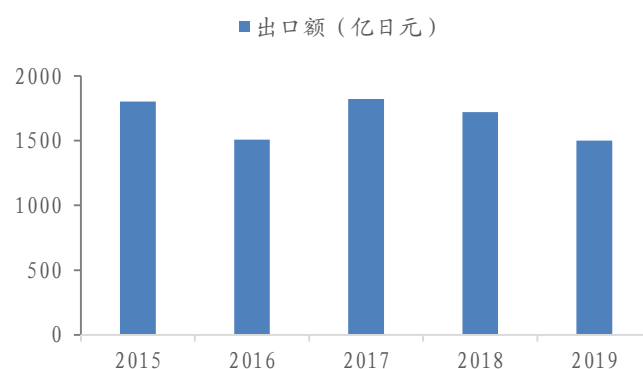
日本卫生巾市场成熟，出口支撑国内生产额整体保持上升。日本卫生巾生产额由 2010 年的 507 亿日元增长至 2018 年 622 亿日元，CAGR 为 2.59%。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的数据，如今日本卫生巾渗透率接近 100%，日本本土市场已经较为成熟，卫生巾需求增长主要来源于海外市场不断渗透带来的出口额提升。日本卫生巾主要出口对象为中国、俄罗斯等，据全球婴童网统计，2014 年中国市场占其出口总额的比重达到 60%以上。2016 年日元升值使得卫生巾出口同比下降 16.4%，对 2017 年卫生巾产量造成了一定冲击，由于中国卫生巾品牌崛起，自给率提高，对日本进口需求降低，17 年后日本卫生巾出口额缓慢下降，2019 年日本卫生巾出口额为 1500 亿日元，两年 CAGR 为 -9.27%，预计出口还将持续下降，对日本国内卫生巾生产形成压力。

图表 2 日本卫生巾生产规模上升



资料来源：日本卫生材料工业联合会，华创证券

图表 3 日本卫生巾 2017 年后出口下滑



资料来源：日本海关数据，华创证券

日本卫生巾行业高度集中，本土企业优势明显。日本卫生巾品牌由于更了解本土消费者需求，逐步蚕食宝洁旗下卫生巾品牌护舒宝的市场份额，使其在日本市占率逐年下滑，最终于 2018 年终止了在日本的销售。目前，日本三大卫生巾品牌各具特色，尤妮佳苏菲种类功能齐全，价格适中；花王乐而雅吸水性强，高端产品表现较好；大王 Elis 主打轻薄透气，但种类较少。2019 年，尤妮佳女性护理用品在日本市占率达到 49%，销量连续多年稳居日本第一。

图表 4 日本三大卫生巾品牌对比

企业	品牌	图标	特点	日用价格(人民币/片)	夜用价格(人民币/片)
尤妮佳	苏菲		超强吸收力：特有温柔肌表层，立刻锁住，干爽，无残留；温柔呵护：柔软顺滑表层，顺滑呵护敏感肌肤。夜用款有超长型号，最长 420mm。种类齐全，定价适中。	0.70-2.41	1.33-4.58
花王	乐而雅		轻薄干爽，吸收好，舒适性高，功能种类多。全球首次采用吸水性高分子材料技术，便迅速抢占日本市场，夺得第一。	0.61-2.67	0.98-6.96
大王	Elis		大王埃利斯轻薄透气日用护翼卫生巾，无荧光剂，全身合身剪裁设计，使用时舒适自在，轻薄设计，适合夏天裤装的隐形设计，清新舒爽。	1.4-2.52	2.8-4.9

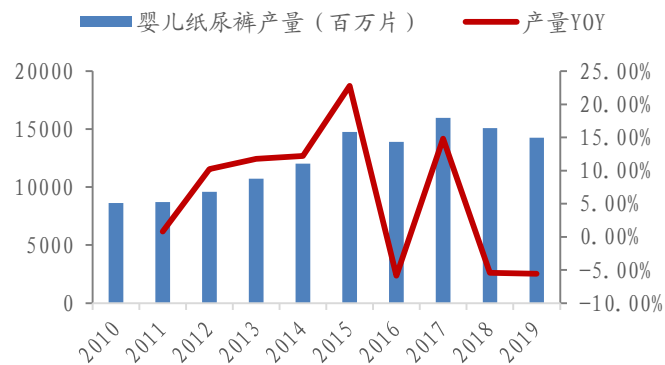
资料来源：各公司官网，京东商城，华创证券

### （三）纸尿裤：婴儿与成人纸尿裤发展同中有异

#### 1、婴儿纸尿裤：日本婴儿护理行业发展进入瓶颈期

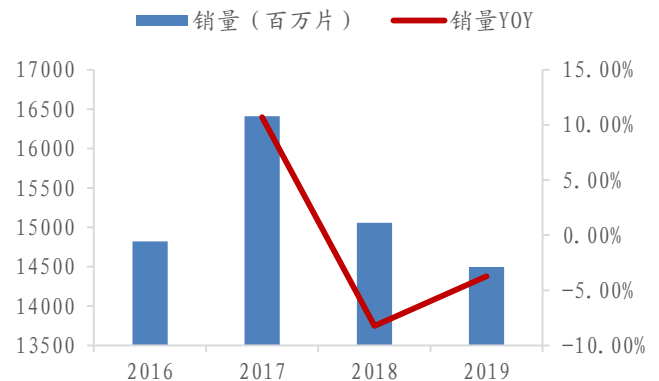
日本旅游经济带来消费繁荣，中国需求促进日本纸尿裤市场发展。日本婴儿纸尿裤市场规模自 2010 年至 2015 年逐年递增，产量规模由 2010 年的 86.3 亿片增长至 2015 年的 147.68 亿片。自 2013 年起，中国电商、代购的发展，为日本纸尿裤市场带来强劲提升。2016 年，受到日元升值影响，生产量下降。2018 年以后，中国政府加强限制代购的《电商法》发布实施，代购行业受到较大打击，日本纸尿裤市场持续回落，至 2019 年产量回落至 142.54 亿片，相较于 2017 年的最高水平减少 10.7%。

图表 5 日本婴儿纸尿裤生产规模开始下降



资料来源：日本卫生材料工业联合会，华创证券

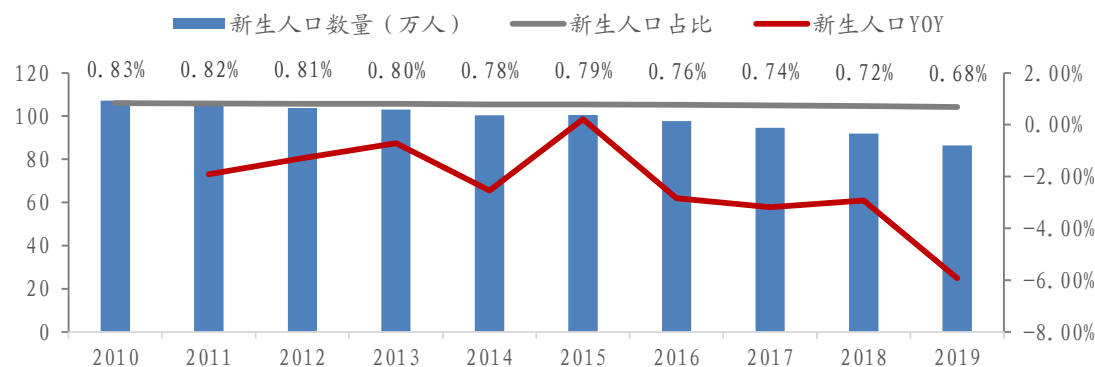
图表 6 日本婴儿纸尿裤销量下滑



资料来源：日本产经省，华创证券

日本新生人口的减少成为限制婴儿纸尿裤需求增长的重要因素。日本新生人口数量与新生人口占比自 2010 年逐年递减，十年 CAGR 为 -2.13%，且降幅呈现扩大趋势，2019 年日本新生人口数量为 86.4 万人，占总人口 0.68%，同比下降 5.92%，降幅同比扩大 3pct。对比 2019 年婴儿纸尿裤销量同比降幅 3.73%，考虑到婴儿纸尿裤的规模变化滞后于新生人口的减少，我们认为婴儿纸尿裤市场规模下降与新生人口数量的变化趋势基本相符，考虑到日本新生人口数量或将继续下降，预计日本本土婴儿纸尿裤市场规模将仍保持萎缩趋势，尤妮佳等本土企业重心转向海外发展。

图表 7 日本新生人口数量及占比逐年下滑



资料来源：Wind，华创证券

日本婴儿纸尿裤市场起步较早，市场格局成熟，集中度高。目前，日本婴儿纸尿裤四大公司分别是尤妮佳、花王、大王和宝洁。2019 年尤妮佳、花王、大王和宝洁四家企业的婴儿纸尿裤产品在日本的市占率分别约为 35.6%、25.8%、8.7%和 19.1%，行业集中度高，CR5 达到 89.2%，市场格局已经成熟。

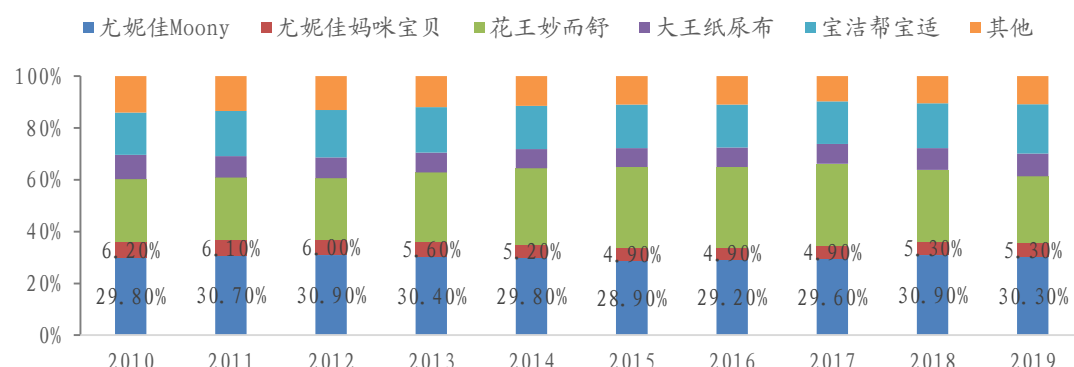


图表 8 日本四大婴儿纸尿裤品牌对比

企业	品牌	历史背景	型号分类	图标	功能	纸尿裤最小码价格 (人民币/片)	拉拉裤最小码价格 (人民币/片)
尤妮佳	妈咪宝贝、Moony	尤妮佳公司成立于 1961 年,第一款纸尿裤于 1981 年在日本诞生	纸尿裤有“新生儿”、“S”、“M”和“L”。拉拉裤有“L”、“XL”、“XXL”,拉拉裤分男宝和女宝两种		柔软、轻薄、干爽、吸收量大,纸尿裤内表面有便坑型设计,有效锁住尿便,舒适度高	0.75	1.79
花王	妙而舒	公司成立于 1887 年,第一款纸尿裤于 1983 年在日本诞生	花王的纸尿裤只有四种型号:“新生儿”、“S”、“M”和“L”。日本本土没有“XL”的尿不湿,花王专为中国生产能力“XXL”号。拉拉裤有“L”、“XL”、“XXL”,拉拉裤分男宝和女宝两种		在柔软性和吸水量上,纸尿裤内表面的颗粒状纯棉表层带来的柔软触感,是同类产品中极少见的	1.09	2.34
大王	光羽、天使	公司 1975 年开始生产纸尿裤相关卫生护理产品,2002 年开创 GOO.N 纸尿裤品牌	纸尿裤有“新生儿”、“S”、“M”和“L”。拉拉裤有“L”、“XL”、“XXL”,拉拉裤分男宝和女宝两种		大王纸尿裤的优点在于薄和透气,其次纸尿裤的图案设计丰富,给宝宝具启发性的视觉刺激	4.07	8.14
宝洁	帮宝适	公司成立于 1837 年,帮宝适婴儿纸尿裤品牌成立于 1961 年	纸尿裤有“新生儿”、“S”、“M”和“L”,在部分地区生产销售大尺寸婴儿纸尿裤。拉拉裤有“L”、“XL”、“XXL”,拉拉裤分男宝和女宝两种		特有的 3D 瞬吸孔设计,能有效隔离新生儿稀便,快速吸收尿湿	1.83	3.14

资料来源: 各公司官网, 京东商城, 华创证券

图表9 日本婴儿纸尿裤各品牌市占率情况

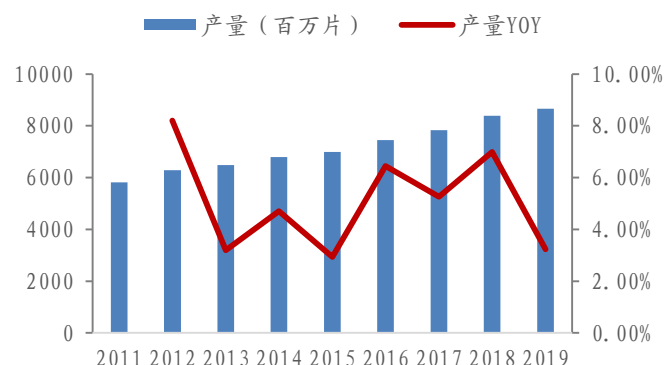


资料来源: Euromonitor, 华创证券

## 2、成人纸尿裤: 人口老龄化推动日本成人护理行业增长

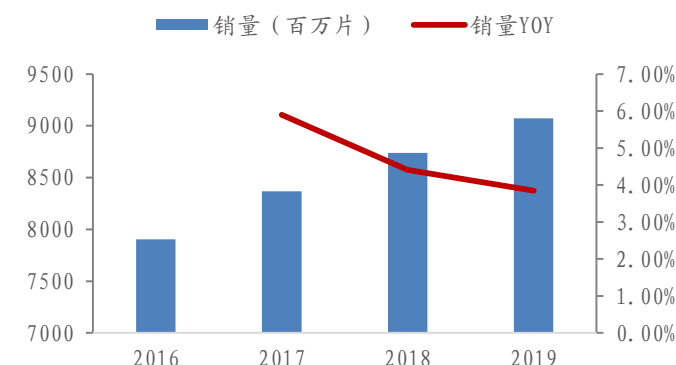
日本成人纸尿裤市场广阔, 规模近年保持稳定增长。受到日本人口老龄化的需求拉动, 成人纸尿裤市场规模近年保持稳步增长, 2011年至2019年成人纸尿裤生产量CAGR为5.11%, 2019年产量达到86.55亿片, 同比增长3.23%。销量的增长趋势与产量基本同步, 2019年达到90.74亿片, 同比增长3.85%。成人纸尿裤在日本的接受度逐渐增加, 除了老年失禁人群和重度失禁者外, 孕妇、轻度失禁者的市场也逐渐拓展。

图表10 日本成人纸尿裤生产规模上升



资料来源: 日本卫生材料工业联合会, 华创证券

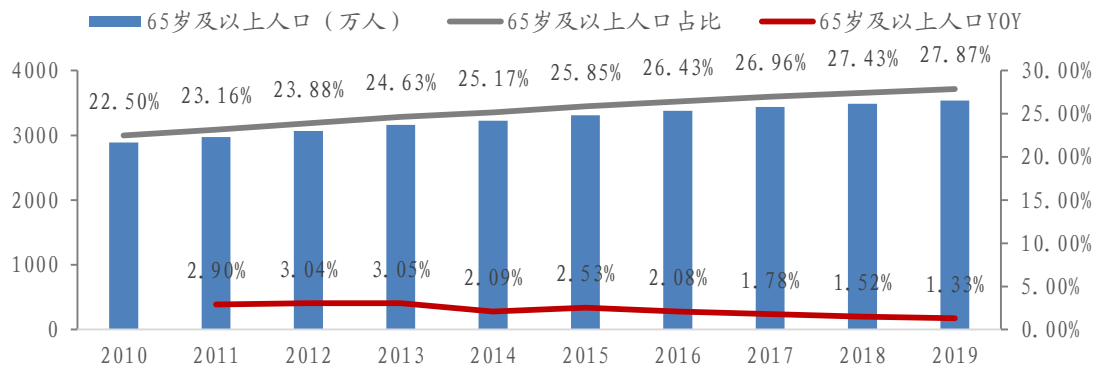
图表11 日本成人纸尿裤销量上升



资料来源: 日本产经省, 华创证券

**人口老龄化与医保政策推动成人纸尿裤市场规模提升。**成人纸尿裤主要消费人群包括老年失禁人群和疾病人群, 其中以老年失禁人群及其子女或监护者消费者数量居多。2019年, 日本65岁及以上人口数量达到3535万人, 同比增长1.33%, 占总人口的27.87%, 为世界上人口老龄化最严重的国家, 老龄化人口数量过去九年CAGR达到2.26%。**成人纸尿裤产销量的复合增速高于人口老龄化的速度, 主要归因于日本完善的医保制度。**在日本医疗费用减免系统(医保体系)中, 已将除轻度失禁垫以外的成人纸尿裤产品归入可申请减免的医疗费用范畴之内。医疗费用减免政策是指, 如果居民在一年内支付医疗保健费用(包括家庭成员), 超过一定标准(一般为10万日元), 可以申请减免多余的(或者超出自己收入的一定比例的, 一般此比例为5%)医疗保健费用, 并且返还相应的税收。成人重度失禁类护理产品被列入费用减免清单中, 可减轻使用者负担, 有助于提高成人纸尿裤渗透率。

图表 12 日本 65 岁及以上人口数量及占比逐年增加



资料来源: Wind, 华创证券

日本成人纸尿裤产品具有较高相似性，定价优势帮助尤妮佳扩大市场份额。日本本土三大成人纸尿裤生产企业与婴儿纸尿裤相同，分别是尤妮佳、花王和大王，对应的成人纸尿裤品牌为乐互宜、花王纸尿裤和 Attento。据公司年报披露，尤妮佳的成人护理用品在日本市占率在 2019 年达到 60%，并连续数年位居日本以及亚洲第一。尤妮佳成人护理用品种类最为齐全，在高端市场中定价适中，价格优势明显。

图表 13 日本三大成人纸尿裤品牌对比

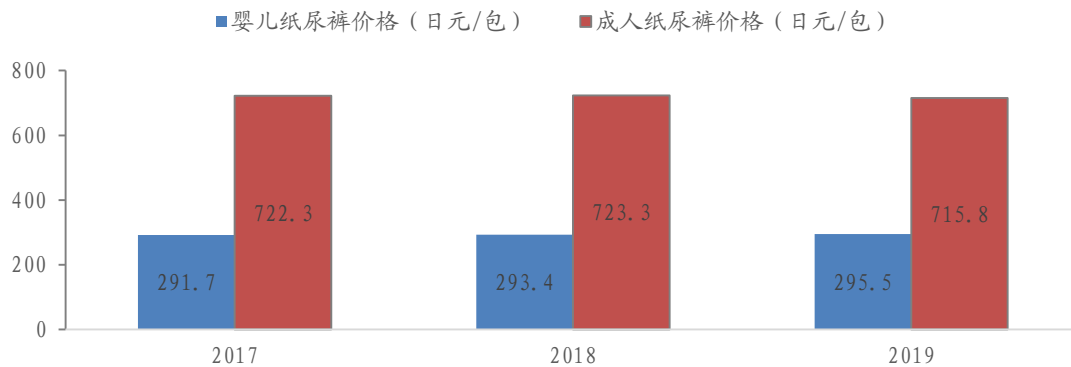
企业	品牌	图标	产品类型	价格 (人民币/片)
尤妮佳	乐互宜		内裤型、腰贴型、纸尿裤内置型、成人护理垫型	2.3-8.7
花王	花王纸尿裤		内裤型、吸收尿片型	约 9.6
大王	Attento		内裤型、尿片型、腰贴型	7.6-19.8

资料来源: 各公司官网, 京东商城, 华创证券

### 3、纸尿裤行业发展趋势：结构升级，功能创新

婴儿和成人纸尿裤在消费者需求方面存在差异。成人纸尿裤不同于婴儿纸尿裤，其对轻薄性、柔韧性和透气性的要求较高，需要更高级的贴身防漏和防反渗的设计，吸收芯层和导流层制作工艺较为复杂，因而定价普遍要高出婴儿纸尿裤 2 至 3 倍。此外，婴儿纸尿裤具有一定的必选消费属性，市场渗透率高，但受到消费观念的影响，目前成人护理用品渗透率相对较低，根据我们在后文的测算，2019 年日本成人纸尿裤渗透率在 54% 左右。

图表 14 日本婴儿纸尿裤价格高于成人纸尿裤

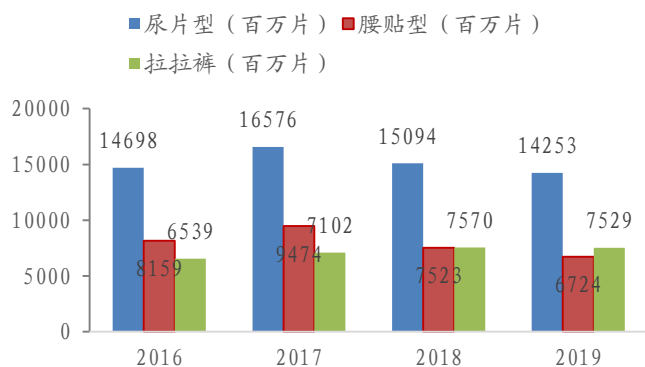


资料来源: Wind, 华创证券

婴儿和成人纸尿裤产品结构呈现升级趋势。市面上发售的婴儿纸尿裤主要分为尿片型、腰贴型和拉拉裤。拉拉裤与其余两种相比较为轻便,便于穿脱,适合作为训练裤,同时单价也较高,近年来生产规模有所提升。日本婴儿纸尿裤由腰贴型向拉拉裤转变,2016至2019年间,日本拉拉裤产量CAGR为4.81%,腰贴型为-6.24%,升级趋势明显。

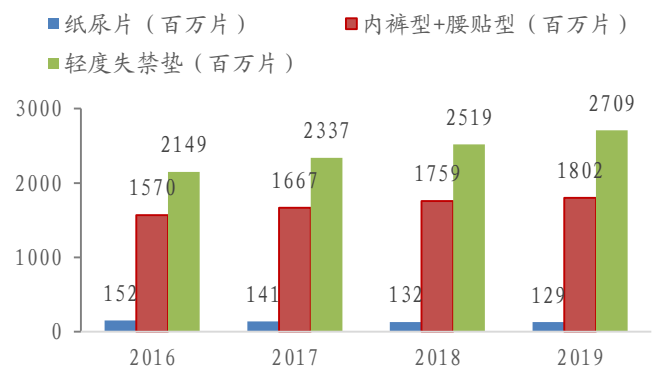
成人纸尿裤市场实现了由胶贴式纸尿裤到轻度失禁垫的转变。市面上发售的成人纸尿裤类型主要有腰贴型、内裤型和纸尿裤片型三类。腰贴型是主流的成人纸尿裤产品,适用于失能或卧床的老年人和病人;内裤型纸尿裤穿脱方便,适用于从轻度失禁到重度失禁各类消费者,其便捷性同时满足护理人员和受护理人员双方的需求,同时生产毛利较高,产量稳步提升;尿片型适用于轻度失禁者,由于相较于传统尿片型,轻度失禁垫产品具有较高的轻薄透气性,近年来尿片逐渐由轻度失禁垫类型的产品替代。2016至2019年轻度失禁垫CAGR为8.02%,纸尿裤片型CAGR为-5.32%,内裤型和腰贴型CAGR为4.70%。

图表 15 日本拉拉裤式婴儿纸尿裤产量递增



资料来源: 日本产经省, 华创证券

图表 16 产量来看日本轻度失禁成人纸尿裤产品居多



资料来源: 日本产经省, 华创证券

老年人成为重要的劳动力资源,轻度失禁垫需求增加。随着日本年轻劳动力越来越少,近十年日本65岁及以上就业人数保持增长,CAGR为5.08%,2019年达到892万人。65岁以上还在工作的老人增多,对成人纸尿裤的需求由尝试转向定期,轻度失禁垫的需求空间增加。

成人纸尿裤市场渗透率的测算: 将成人纸尿裤分为轻度失禁类、重度失禁类两种产品,假设只考虑老年人的需求。据统计,2017年日本需护理者(即被国家认定后的失能或部分失能人群)人数大约有620万人,比2016年同比增加了2.48%,按此增速2018和2019年需要护理者预计分别为635万人和651万人,此为重度失禁类产品潜在需求者。另外,日本65岁以上“退而不休”还在工作赚钱的老年人越来越多,因就业老人多为健康老人,假设50%就业老人有

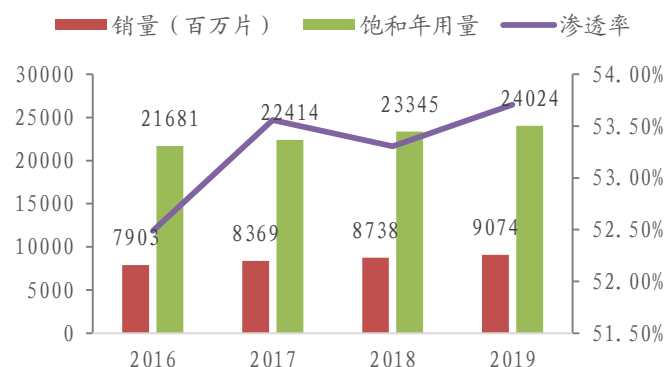
轻度失禁类产品的需求，此为轻度失禁类产品潜在需求者。据有关资料显示，日本的养老机构平均每 2 小时为老人更换一次成人纸尿裤，频率远高于婴儿纸尿裤，因而假设重度使用者每天使用 6 片（夜间不更换）。因内裤型成人纸尿裤平均每片可以吸收 4-6 次，假设轻度需求者每天使用 3 片（早中晚分别更换一次），饱和假设下的完全渗透率为轻度和重度需求者使用量之和。根据下图中测算结果显示，2019 年日本成人纸尿裤渗透率为 53.7%，并保持增长态势。可以看出，日本由于人口老龄化现状和医保政策的加持，成人纸尿裤渗透率逐渐增长。

图表 17 日本 65 岁及以上就业人数增加



资料来源：Wind，华创证券

图表 18 日本成人纸尿裤渗透率上升



资料来源：日本产经省，华创证券

## 二、坚持海外发展路径，尤妮佳成为亚洲吸收性卫生用品巨头

自 1961 年成立以来，尤妮佳专注于非织造布和吸收材料加工和成型技术的领域，发展婴儿、女性以及成人护理业务，并不断扩大规模，拓展海外事业。公司业绩稳步攀升，2019 年公司营收达到 7124 亿日元，净利润为 461 亿日元。我们认为尤妮佳的主要竞争力体现在品牌价值、产品创新和生产规模三方面。

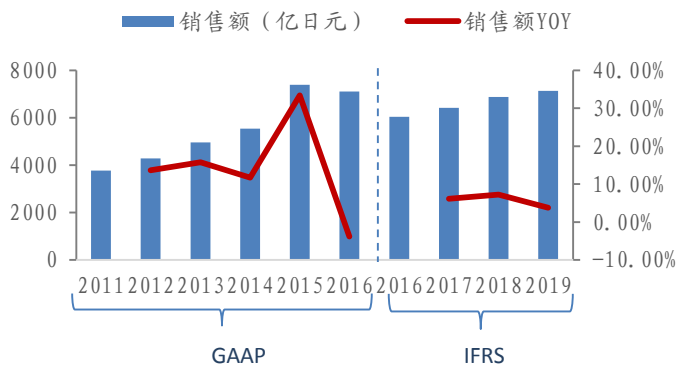
### （一）公司营收稳增，股利稳定

#### 1、布局海内外卫生护理领域，营收稳步增长

**尤妮佳业绩逐年攀升。**公司自成立至今，业绩规模不断扩大，2015 年实现营业收入 7387 亿日元，同比增长 33.42%，2016 年受到日元升值的影响，出口减少，公司收入同比减少 3.8%。公司会计准则自 2016 年起由 JGAAP 变更至 IFRS，新会计准则下销售返点不再计入销售费用，而是直接从收入中抵扣，使得变更前后收入减少了 1062.12 亿日元。2016-2019 年公司营业收入稳步增长，CAGR 为 5.71%，2019 年营业收入达到 7124 亿日元，同比增长 3.77%。2019 年净利润为 461.16 亿日元，同比下滑 24.83%，下降部分主要源于受到中国市场波动与竞争加剧的影响，公司在日本的工厂效益不高而带来的减值损失。

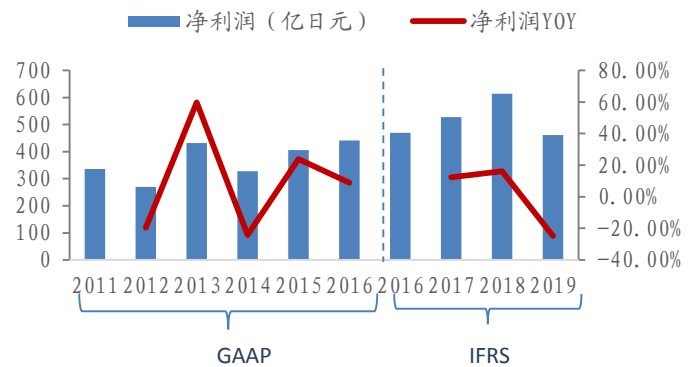


图表 19 尤妮佳营业收入情况



资料来源：公司年报，华创证券

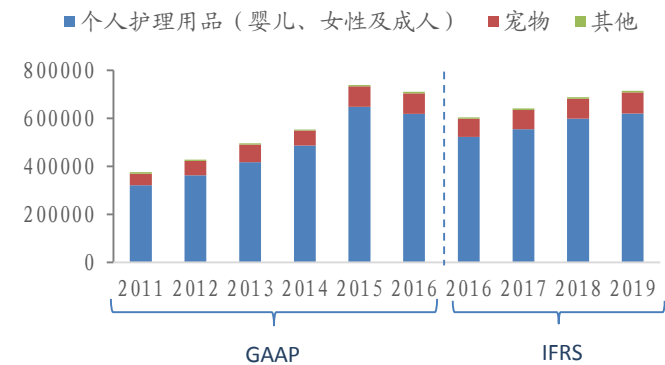
图表 20 尤妮佳净利润情况



资料来源：公司年报，华创证券

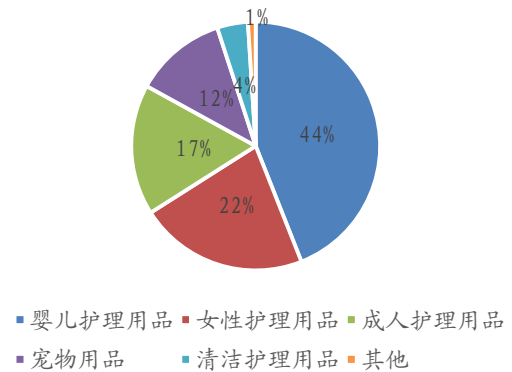
公司产品多元化，满足多层次消费群体。公司主营业务总体分为个人护理用品（包括婴儿、女性和成人护理用品）、宠物用品及其他（包括清洁护理用品），且收入结构保持稳定，其中婴儿护理用品收入占比最高，为 44%，女性护理用品 22%，成人护理用品 17%、宠物用品 12%、清洁及其他护理用品 5%。公司深耕卫生护理行业，面向不同性别和年龄阶段的消费者以及饲养宠物的消费人群，受众广泛。

图表 21 尤妮佳分业务营业收入情况



资料来源：公司年报，华创证券

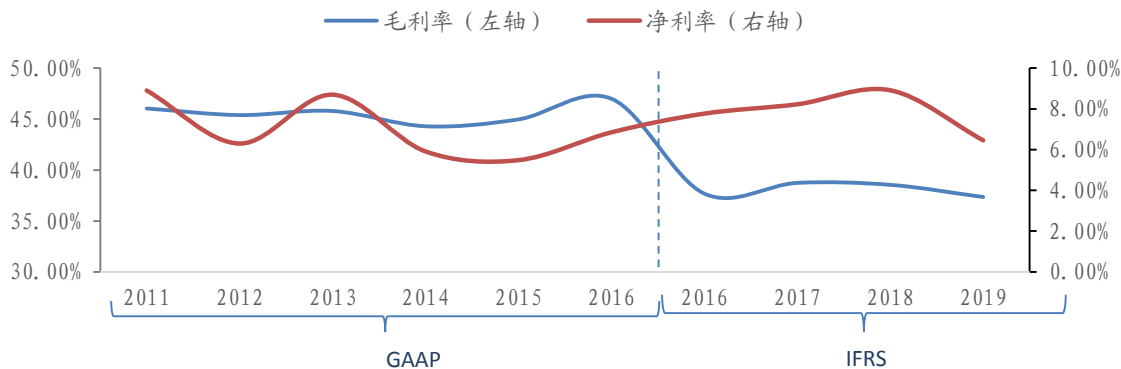
图表 22 尤妮佳 2019 年分产品收入占比



资料来源：公司年报，华创证券

公司经营情况稳定。2016 年会计准则变更前，公司毛利率一直稳定在 45% 左右；2016 年虽然受到出口影响公司营业收入下降，毛利率和净利率仍保持稳定。2016 年会计准则变更后，主要由于收入确认标准发生变化使得营业额下降，在营业成本和净利润变动不大的情况下，毛利率下降，净利率上升，2016 年至今，毛利率维持在 38% 上下，经营情况较为稳定。

图表 23 公司毛利率和净利率稳定

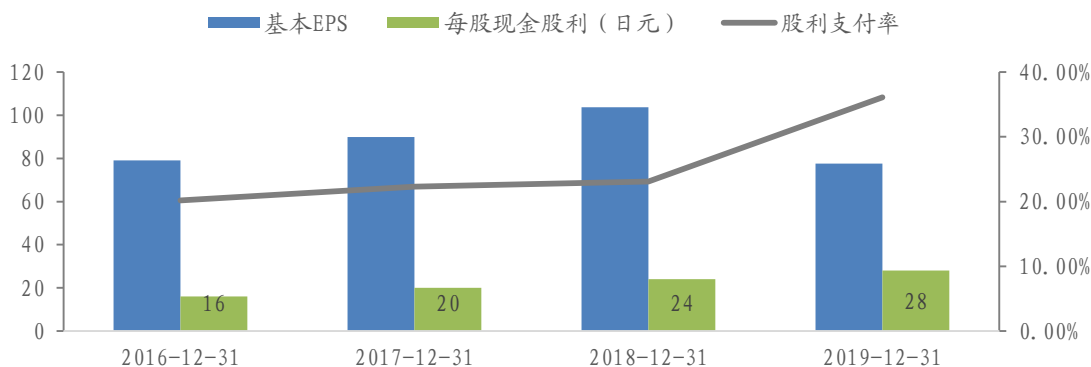


资料来源：公司年报，华创证券

## 2、股利稳定增长，公司价值攀升

公司致力于通过稳定现金流来增加公司价值，保证股东收益。公司通过积极的资本投入实现可持续增长，通过提高盈利能力，扩大业务规模。2016年至今，公司每股现金股利和股利支付率稳步提升，2019年度股息为每股28日元，包括每股14日元的年终股息，以及第二季度末每股14日元的股息。基于公司的股利分配政策，公司计划2020年度同期股息每股增加4日元，截至2020年12月31日，每股股息为32日元。2019年股利支付率达到36.1%，公司目标未来将其提升至50%，将经营收益更多地回馈给股东。

图表 24 公司现金股利稳步上涨



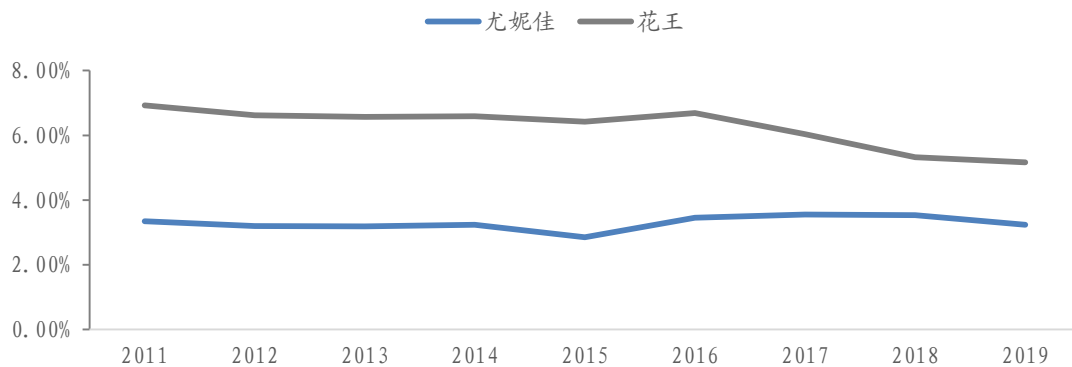
资料来源：公司年报，华创证券

## (二) 上中下游并驾齐驱，构成公司核心竞争力

### 1、品牌端：公司品牌精准营销，驰名亚洲

尤妮佳广告费用投入较为稳定。公司广告费用率多年稳定在3.2%左右，年投入广告费用金额大约231亿日元，相较于竞争者花王的广告费用较低。主要原因在于两者产品结构差异，花王主营业务护肤和化妆品收入占比约为50%，卫生护理产品营收占比约为20%，化妆品销售过程中需要较高的广告费用投放。尤妮佳的营销体系较为成熟，多年持续的营销投入打造了值得信赖的品牌形象，在日本乃至亚洲拥有较高影响力，公司致力于使品牌成为公司营收稳步攀升的重要支柱。

图表 25 尤妮佳广告费用率于花王对比



资料来源: 各公司年报, 华创证券

尤妮佳自成立以来, 始终坚持中高端的国际化品牌战略。公司于 1963 年开始销售卫生巾, 产品由公司名“Charm”命名, 到 1982 年成立苏菲品牌, 面向国际中高端市场, 以高性能的夜用卫生巾、安心裤闻名亚洲。1981 年, 公司开始销售婴儿护理产品, 同时成立 Moony 和妈咪宝贝两个婴儿用品品牌, 前者以质量取胜, 后者以独特的设计而著名。两个品牌主打中高端市场, 并发售世界上第一款裤型纸尿裤。公司成人护理业务开始的较晚, 于 1987 年成立乐互宜品牌开始生产销售成人纸尿裤, 并于 1995 年发售日本第一款裤型纸尿裤, 该品牌走中高端路线, 主攻亚洲以及欧洲市场。

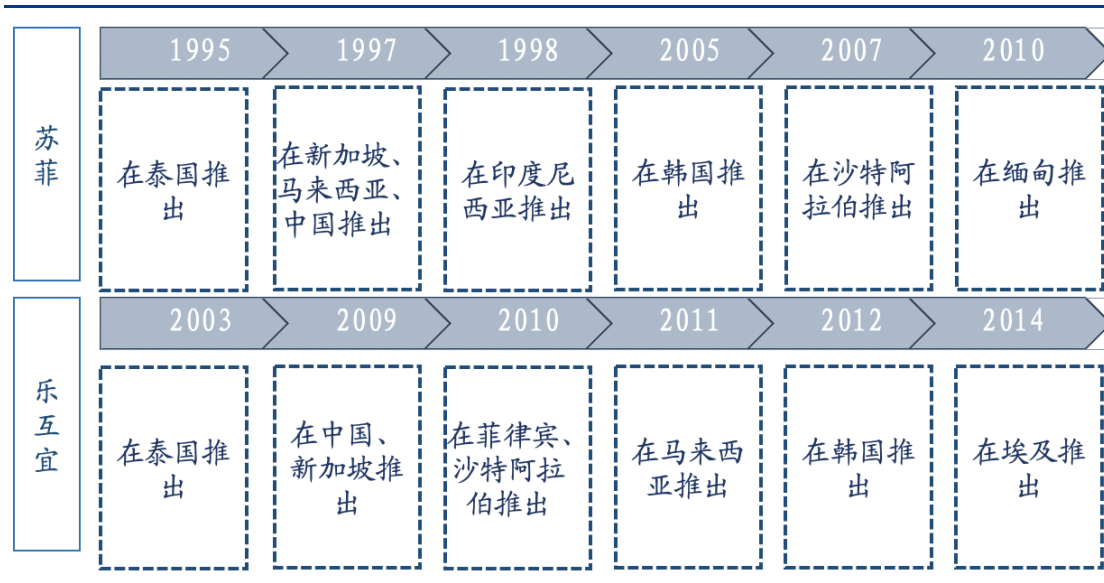
图表 26 尤妮佳旗下主要品牌一览

类别	品牌	发展历程	市场
婴儿护理用品	Moony	1981 年品牌设立, 1987 年推出世界上第一个防侧漏 3D 纸尿裤, 1992 年发售世界上第一个裤型纸尿裤	中高端品牌, 主打质量、舒适度以及清新气味设计, 产品丰富, 在亚洲、欧洲广受欢迎
	妈咪宝贝	1981 年品牌设立, 1992 年发售裤型纸尿裤, 2000 年发售世界第一款方便婴儿爬行的裤型纸尿裤, 2008 年发售世界第一款超薄裤型纸尿裤	中高端品牌, 主打设计、个性化、多动能路线, 以东亚、东南亚为中心推广
女性护理用品	苏菲	1982 年品牌设立 (在此之前公司发售的卫生巾是以公司名尤妮佳 Charm 命名的), 1991 年发售超长夜用款卫生巾, 2014 年发售超疏水系列安心裤	国际品牌, 以高性能的夜用卫生巾和护垫为基础, 获得了亚洲众多女性的支持, 以东亚、东南亚为中心销售
成人护理用品	乐互宜	1987 年品牌设立, 1995 年发售日本第一款裤型成人纸尿裤	中高端品牌, 产品丰富, 最先在日本、中国、泰国推出, 逐渐进入欧洲市场

资料来源: 各公司官网, 华创证券

随着日本市场趋于成熟, 尤妮佳积极拓展海外业务。公司于 1990 年代主要在亚洲发展, 2005 年在韩国、沙特阿拉伯设立合资公司。随后, 公司以收购的方式向外扩张, 于 2008 年收购了澳洲纸尿裤厂家; 2011 年收购美国 Sumitomo 宠物用品公司 51% 的股份, 同年收购越南一家卫生用品制造厂商 Diana; 2013 年收购一家缅甸卫生用品制造商; 2018 年收购在泰国、马来西亚、印度尼西亚和新加坡均有业务的泰国 DSG 卫生用品公司, 迅速抢占东南亚市场。现在, 尤妮佳在海外设有 21 个公司, 并向东亚、东南亚、南太平洋、中东、北非等世界 80 多个国家和地区提供纸尿裤和生理用品。

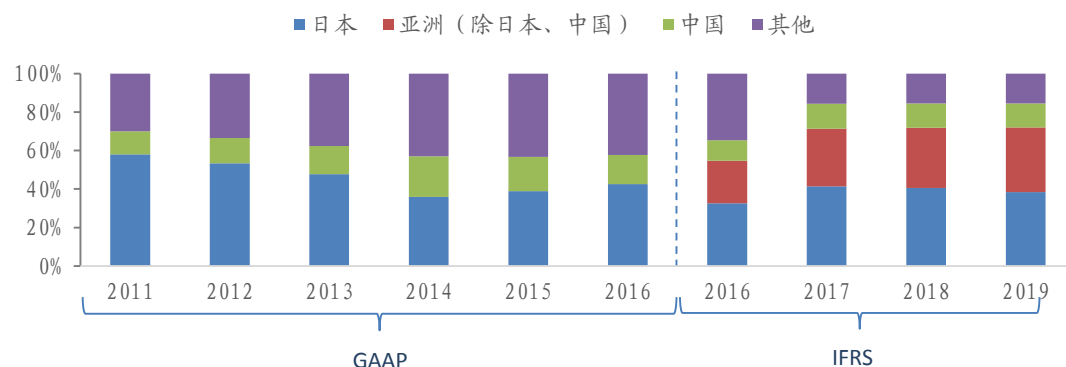
图表 27 苏菲和乐互宜品牌海外发展路径



资料来源：公司官网，华创证券

公司海外业务发展蒸蒸日上，近年来海外业务营收占比提升。2019 年，公司海外业务营收达到 4404.6 亿日元，同比增长 7.08%，营收占比为 60.2%。2011 年至 2015 年，公司在日本本土的营业收入占比逐年下降，至 2019 年稳定在 40% 左右。除了日本之外，尤妮佳主要的收入来源于越南、泰国等亚洲国家，2019 年亚洲（除中国和日本）销售额占比几乎与日本本土持平，为 35%。公司亚洲市场的开发始于中国，2019 年中国市场销售额占比达到 13%。

图表 28 尤妮佳分地区销售收入情况



资料来源：公司年报，华创证券

公司借助在日本积累的商品开发力和市场营销力，根据各个国家不同商业环境针对性地开拓海外市场。公司销售业务遍及世界 18 个国家，对于亚洲和非洲国家，吸收性卫生用品渗透率较低，尤妮佳针对性的全面开展婴儿、女性及成人护理产品业务；针对女性卫生用品渗透率较高、偏好卫生棉条产品的欧美市场，尤妮佳将重心放在销售婴儿及成人纸尿裤和宠物用品上。

图表 29 尤妮佳海外主要国家销售情况

地区	国家	婴儿护理	女性护理	成人护理	宠物
亚洲	中国	✓	✓	✓	✓

	韩国	✓	✓	✓	✓
	泰国	✓	✓	✓	✓
	越南	✓	✓	✓	---
	缅甸	✓	✓	✓	---
	马来西亚	✓	✓	✓	---
	新加坡	✓	✓	✓	✓
	印度尼西亚	✓	✓	✓	✓
	菲律宾	✓	✓	✓	---
	印度	✓	✓	✓	---
	沙特阿拉伯	✓	✓	✓	---
大洋洲	澳大利亚	✓	---	✓	---
非洲	埃及	✓	✓	✓	---
欧洲	荷兰	✓	---	✓	---
	俄罗斯	✓	---	---	---
美洲	美国	---	---	✓	✓
	加拿大	---	---	---	✓
	巴西	✓	---	---	---

资料来源：公司官网，华创证券

公司营销方式丰富多样，根据不同地区的差异开展特色营销活动，受众范围广。除了传统的广告营销之外，还积极开展线上咨询服务，并在日本积极开展多种多样的营销活动。在海外，通过利用网络电商扩大在中国市场的宣传，在印度、泰国等一些亚洲新兴国家增设门店，稳固公司在海外市场的地位。公司在日本举办的“老年健步”活动参与者逐年迅速增长，在海外举办的“女性初潮教育”活动总参与者达到 75.6 万人。此外，公司还将 ESG 战略和营销一体化，充分提升品牌形象。

图表 30 尤妮佳在日本和海外主要营销策略

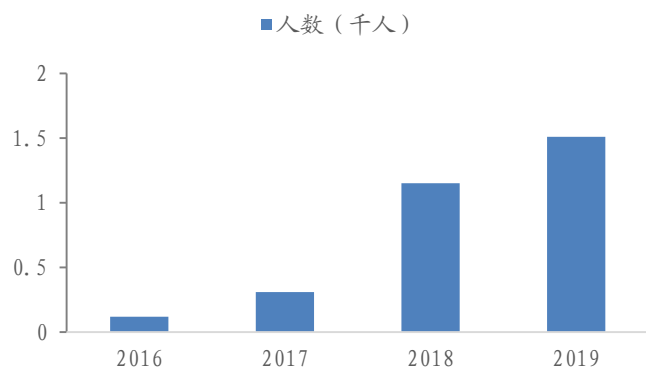
产品类别	日本	海外
婴儿护理用品	1. 公司针对 Trepanman 类品牌，开发了一款“上厕所训练”的应用软件，对父母帮助孩子开始上厕所训练有帮助，这是孩子成长的关键时期，孩子在这个时期会获得自信，并周围的人建立信任。	3. 在中国，公司积极通过电子商务渠道从日本出口的高附加值产品 Moony 系列，以满足“安全、安全、优质”的需求，在中国市场的经营业绩适度回升。
	2. 此外，公司还与育婴人员服务供应商 BABY JOB 有限公司合作，启动了幼儿园一次性婴儿纸尿裤的定额提供服务，	4. 公司继续寻求协同效应，推动东南亚地区的显著增长。在印度，一次性纸尿裤的使用率



产品类别	日本	海外
	以减轻日益增多的双职工家庭的负担，让父母在养育宝宝的过程中获得更多的乐趣。	仍较低，公司在推广裤式一次性纸尿裤的同时，扩大了销售区域和市场份额。
女性护理用品	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 支持粉红丝带运动连续 12 年。自 2008 年以来,公司努力使妇女摆脱他们的身体和情感上的约束,实现一个所有的女性可以发挥积极作用的社会,女性能够过健康的生活、表达个性。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>2. 在中国,公司的高质量产品具有迷人的设计仍然深受年轻一代的欢迎。在这种情况下,公司继续努力扩大其销售区域和门店数量。</li> <li>3. 在缅甸和印度举办女性初潮教育活动,关注落后地区女性健康。</li> <li>4. 在沙特阿拉伯建立了一家女性专用工厂,为女性提供更多的就业机会。</li> </ol>
成人护理用品	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 公司推广纸尿裤回收技术,利用“循环模型”对纸尿裤进行回收,建立了在国内的知名度。</li> <li>2. 此外,公司还为成人纸尿裤提供人工智能聊天机器人 NAVI, 每年 365 天每天 24 小时回答有关排泄护理的问题,这是成人纸尿裤行业的首款机器人。</li> <li>3. 公司还致力于解决与人口老龄化相关的社会问题,如家庭监禁和老年痴呆,通过定期举行“社会行走”,帮助预防痴呆,鼓励人们继续工作并参与社会行动。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>4. 公司开始准备将在日本建立的护理模式推广到亚洲地区。在马来西亚、泰国等国家的成人一次性尿布市场,公司和品牌制作商 DSG(开曼)有限公司合作。</li> </ol>

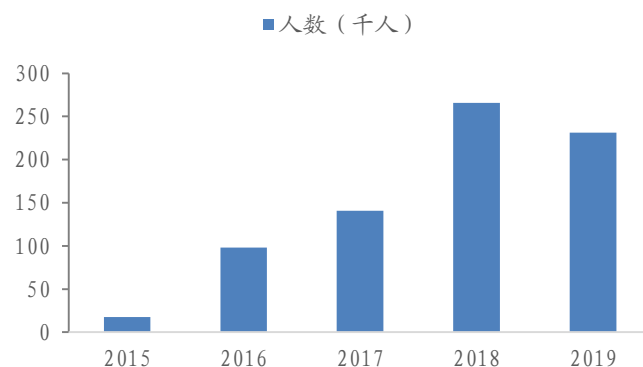
资料来源: 公司官网, 华创证券

图表 31 尤妮佳“老年健步”活动日本参与者人数



资料来源: 公司官网, 华创证券

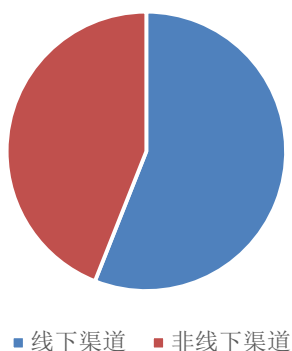
图表 32 尤妮佳海外“女性初潮教育”活动参与者人数



资料来源: 公司官网, 华创证券

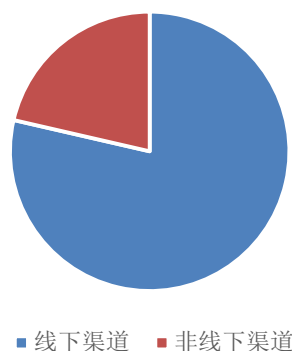
针对中国市场,公司顺应电商快速发展趋势,积极开拓新渠道。中国婴儿纸尿裤电商渠道的销售额占总销售额 44%,相较于日本,中国电商的发展对中国纸尿裤线下销售(包括便利店、超市、杂货店及批发店等)的冲击较大。公司为打开中国市场,在电商渠道发力,公司 2016 年与阿里巴巴日本招商中心,以跨境进口电商创新模式展开合作,电商的发展使得公司在中国的业绩有所提升,2017 年公司在中国的销售额为 830.58 亿日元,比 2016 年增加 1.14 亿日元,在中国的销售额占公司总销售额 13.74%,占比提升 2.5pct。

图表 33 2019 年中国各渠道婴儿纸尿裤销售占比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 34 2019 年日本各渠道婴儿纸尿裤销售占比



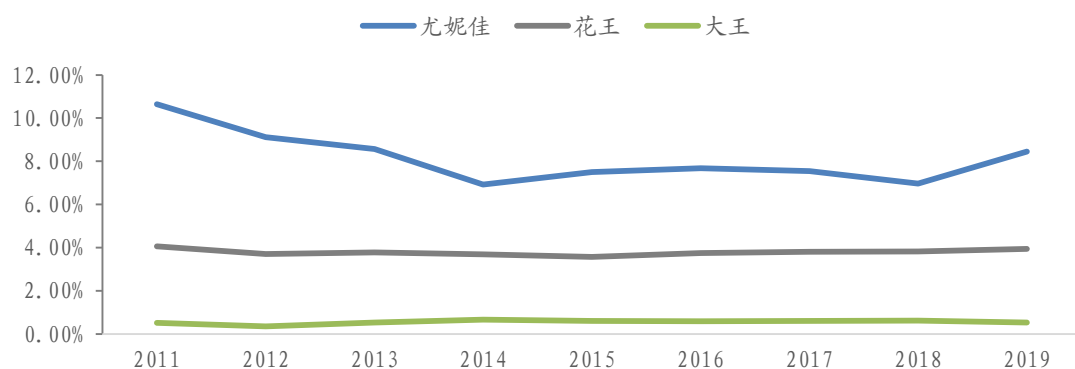
资料来源: Euromonitor, 华创证券

## 2、产品端：公司产品多元化，注重创新研发

**尤妮佳注重产品创新，研发投入高。**公司以“持续用技术革新创造新的价值”的理念为基础，改进无纺布技术、特殊高分子吸收技术、纸以及纸浆相关的技术，研发高质量、高性能的纸尿裤和女性护理用品相关产品，不断升级产品结构，增加产品丰富性。公司于 2019 年增大研发投入，研发费用达到 75.84 亿日元，同比增加 14.54%，研发费用率由 2018 年的 6.96% 增加至 2019 年 8.45%。相较于日本日用品公司花王（卫生护理用品收入占比 20% 左右）和日本大王造纸公司（卫生护理用品占比 37% 左右），尤妮佳研发费用率最高，约是花王的两倍，主要由于公司专注卫生护理产品行业，在产品性能上不断创新。

**公司注重产权保护，目标是通过服务来创造附加价值。**公司现有的高附加值产品阵容，包括无纺布和吸收材料加工和成型技术一直处于行业领先地位。公司还计划保护和利用知识产权，通过在专利申请和注册方面的行业领先地位，增加在海外市场的专利申请，以作为全球扩张战略的一部分。公司在明治大学与名古屋大学分别设有研究团队，专于研究贴合度高的婴儿纸尿裤，开发适合婴儿的吸收体。此外，公司长期致力于地球环境保护，研发可循环利用的“再生纸尿裤”。

图表 35 尤妮佳、花王和大王研发费用率对比



资料来源: 公司年报, 华创证券

**尤妮佳的研发投入在产品性能上能够有效体现。（1）在婴儿护理用品方面：**尤妮佳婴儿纸尿裤理念是“唤起大人照顾孩子的积极性，用积极的情绪来影响孩子，提高对孩子的教育”。公司旗下 Moony 品牌除了婴儿纸尿裤外还发售了具有超强清洁能力的婴儿湿纸巾和温和质感的母乳垫。公司产品的研发满足消费者全方位的需求，在多舒适性、

便捷性等项婴儿纸尿裤的消费者最看重的性能上均有独特的设计。

图表 36 尤妮佳婴儿护理类产品罗列及公司研发

品牌	产品	系列	价格（人民币/片）	消费者关注的性能及公司相关研发
妈咪宝贝	腰贴型纸尿裤		1.1-1.8	<b>亲肤舒适性:</b> 1) 在最新款妈咪宝贝纸尿裤中配合三种天然无添加油, 对皮肤更温和。 2) 在秋冬季节发售的妈咪宝贝纸尿裤中, 使用“冷切薄布”, 防止婴儿因尿尿后的变冷而感到的刺痛。 <b>尺寸的适用性:</b> 1) 妈咪宝贝在中国推出了 S/M/L/XL 四种型号的婴儿纸尿裤和 L/XXL 型号的婴儿拉拉裤, 在泰国推出了由 S 码到 XXXL 码的婴儿拉拉裤, 在印尼推出了细长型尿布。 2) 妈咪宝贝研究生产世界上最小的纸尿裤, 努力贴合所有新生儿。 <b>智能性:</b> 在纸尿裤中添加了提醒功能, 在婴儿尿尿后通知信号能够浮现出来, 会显示“谢谢”“我爱你”等字样。能够帮助父母及时捕捉婴儿的排便并及时更换。 <b>便捷性:</b> 1) 尤妮佳发明了世界上第一款裤型纸尿裤, 一提就穿上, 方便家长更换。2) 研发带兜兜的纸尿裤, 是世界上第一款 3D 设计的纸尿裤, 解决宝宝软便侧漏问题。 <b>美观性:</b> 在图案设计中追加了孩子最喜欢的“多啦 A 梦”的设计。
	内裤型纸尿裤		1.7-2.7	
Moony	腰贴型纸尿裤	皇家佑肌系列	2.2-4.5	
		致皇家	7.6-8.7	
		畅透系列	1.7-2	
		极上通气系列	2.4-4.7	
	内裤型纸尿裤	皇家安心裤	3.4-7.6	
		致皇家	10.3-11.6	
		畅透安心裤	2.4-2.8	
		极上通气系列	4.3-7.1	
	婴儿湿巾		29 (每包)	
	游泳裤		约 9.7	
	母乳垫		0.8	
Trepanman	训练裤		3.5-6.1	
Oyasumiman	晚安裤		3.96-5.4	

资料来源: 公司官网, 京东商城, 华创证券

(2) 在女性护理用品方面: 公司女性护理用品产品种类齐全, 功能完善。公司卫生巾产品技术不断发展, 致力于满足消费者对于舒适性、卫生性以及便携性的追求。公司为了满足不同女性的需求, 对不同的国家研发专属产品, 例如, 公司考虑到中国女性的超高的消费能力和对产品外观的重视, 专门设计超薄精美的口袋魔法系列在中国发售。

图表 37 尤妮佳女性护理用品品牌各系列产品罗列

品牌	产品	系列	价格（人民币/片）	消费者关注的性能及公司相关研发
苏菲	卫生巾	口袋魔法	0.8-2.5	<b>舒适性:</b> 在印度发售具有冷感功能的“SOFY Cool”; 在中国发售搭载 100% 纯棉表面材料的“苏菲裸感贵族系列”。 <b>卫生:</b> 发售能够提高抑菌功能的“苏菲极净肌草本抑菌”系列。 <b>包装美观及便携性:</b> 在中国发售便于携带的“口袋魔法”系列。 <b>安心感:</b>
		弹力贴身	0.6-0.9	
		超熟睡	1.9-2.4	
		运动系列	约 1.7	
		裸感 S 贵族	约 2.4	
	护垫	小翅膀	约 1	
		零敏肌	约 0.2	
		轻柔系列	约 4 (每支)	

品牌	产品	系列	价格（人民币/片）	消费者关注的性能及公司相关研发
Center-in	经期裤（内裤）	运动、休闲、时尚等系列	约 5	设计将卫生巾和内裤一体化的经期裤产品，实现夜间全面保护；发售“苏菲超熟睡内裤”。
	湿巾		2（每包）	
	卫生巾		1.8-3.1	

资料来源：公司官网，京东商城，华创证券

**（3）在成人护理用品方面：**公司对于成人纸尿裤的研发方向逐渐向轻薄方向迈进，公司重点关注并解决当代老年人及部分年轻人“轻度失禁”的问题，着重研发和改进轻度失禁垫、超薄拉拉裤等产品。公司研发的轻度失禁类产品中，还根据性别不同设计不同吸收程度的内芯，添加了除臭功能，便于成年人在外工作时安心使用。

图表 38 尤妮佳女性护理用品品牌各系列产品罗列

品牌	产品	价格（人民币/片）	公司相关研发
乐互宜	腰贴型纸尿裤	2.8-3.5	<b>内裤类：</b> 发售老人自己也能随意穿脱的轻薄型内裤型纸尿裤和复健内裤。 <b>轻失禁：</b> 1）发售“吸水盘”系列纸尿裤，在肌肤接触面采用 100%有机棉。 2）在乐互宜“清爽垫”系列女性轻度失禁产品中添加了微量（5cc）至多量（100cc）都能舒适使用的内芯，在男性“清爽垫”中增加了中量使用（45cc）产品。 3）设计无香、香味、除臭多种香型选择。
	内裤型纸尿裤	3.6-4	
	内置尿片	约 1.3	
	成人护理垫	约 2.5	
Charm Nap	成人吸收型内裤	约 5	
	尿垫	约 0.7	

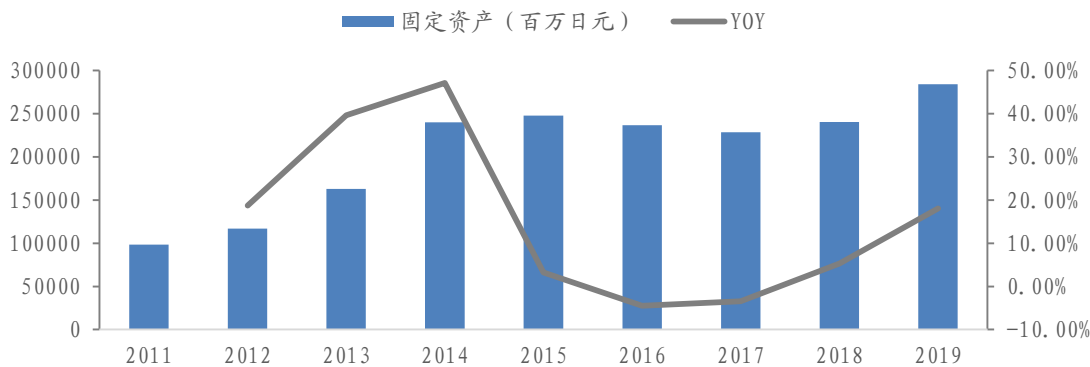
资料来源：公司官网，京东商城，华创证券

**公司的创新研发在各类产品全方位展现，助力公司及时响应市场需求。**除上述三种产品外，尤妮佳还生产宠物用品和口罩等产品。**宠物用品：**公司宠物相关产品有卫生用和食品，理念是创建一个人类和宠物可以共同生活很久的和谐社会。公司的宠物用品关注了老龄狗比例增加的社会现状和宠物猫狗的饮食健康，发售了包括宠物纸尿裤、高端猫狗粮等产品。在北美市场。公司宠物用品销量保持稳定。**口罩：**随着疫情的爆发和在日本的蔓延，公司借助上游生产的优势发售了口罩类产品。公司 Cho-kaiteki 口罩品牌中，为了满足多样化的需求，公司推出了无垫型黑色口罩、粉色口罩和带有动物图案的儿童口罩。尤妮佳高效利用技术优势，面向更加多元的市场，并能够及时应对环境的改变生产因地制宜的产品，为公司带来持续增长的营收。

### 3、生产端：公司生产外迁，高效控制成本

**公司持续扩大生产基地，推进智能化生产，以满足消费者对产品不断增长的需求。**公司正在推进智能工厂的发展，这些工厂将把尤妮佳独特的技术和专业知识与人工智能、物联网和机器人技术的最新进展相结合，加大工厂建设的投入。截至 2019 年末，公司资产总额为 8640 亿日元，比上一会计年度末增加 685.2 亿日元。主要增加 434.77 亿日元的厂房和设备投入。公司用于生产的厂房设备等固定资产投资额于 2017 年至 2019 年底连续增长，2019 年投入 2841 亿日元，同比增长 18.07%。2011 年至 2019 年固定资产总体投入 CAGR 为 14.17%。

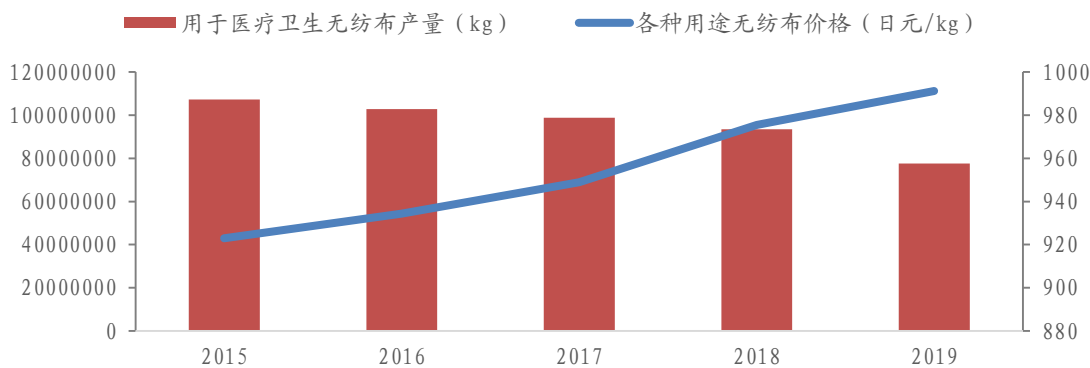
图表 39 尤妮佳固定资产增长



资料来源：公司年报，华创证券

公司的生产优势体现在上游优势和全球建厂两方面。**上游优势：**日本医疗卫生产业无纺布产量不断下降，无纺布价格上升。尤妮佳自成立起便生产无纺布相关产品，已开设多条无纺布生产线，可有效承受上游成本的增加。

图表 40 日本无纺布产量下滑价格增长



资料来源：日本产经省，华创证券

**全球建厂：**公司持续扩大在新兴国家的产能，不断在海外建厂生产。在公司海外发展的 18 个主要国家中，除了新加坡、菲律宾、澳大利亚和加拿大，公司在其余国家中都建有生产工厂（其中在荷兰是以于当地厂商合作的方式），充分利用全球各地原材料以及人工成本的优势。

**公司在海外的生产主要分为建厂和代工两种模式。**在海外建厂并在当地销售，利用当地不同的文化风俗生产差异化产品，可有效的起到抵挡关税、降低成本、提高销量的作用。代工的生产模式是与当地企业建立合作关系，利用不同厂家独特的技术优势，更深层的开拓当地市场。



图表 41 尤妮佳海外生产情况



资料来源：公司官网，华创证券

### 三、他山之石观玉，看豪悦护理在中国发展路径

相较于日本，中国吸收性卫生用品行业起步较晚，市场仍处于发展阶段。行业层面，对比中、日的经济与人口发展趋势，推测中国成人纸尿裤市场空间广阔，卫生巾和婴儿纸尿裤产品向高端化方向发展。企业层面，豪悦护理可借鉴尤妮佳的品牌推广方式深耕自有品牌，同时可参考尤妮佳的研发策略发展多元化创新产品。

#### （一）行业层面：中国吸收性护理用品行业加速发展

##### 1、政策完善加速中国吸收性护理用品行业发展

中国吸收性卫生用品行业竞争激烈：（1）**婴儿卫生用品国外品牌占据高端，国内品牌逐步崛起**。2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%），均为外资品牌商所有，行业集中度方面，国产品牌崛起，行业集中度逐年下降，2015 年至 2019 年品牌 CR10 从 74.6%降为 59.9%；（2）**女性卫生用品本土企业表现出色，行业集中度持续提升**。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利。行业集中度方面，品牌 CR10 从 2015 年的 35.8%升至 2019 年的 38.6%；（3）**成人失禁用品市场尚处起步阶段，目前以国内品牌为主**，2019 年企业 CR10 为 56.6%，品牌 CR10 为 56.0%，其中，国内品牌恒安国际安尔康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，排名前三，但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌格局不明晰。

图表 42 中国卫生巾、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤发展历程



资料来源：搜狐网，华创证券

在政策层面，国家对卫生巾、纸尿裤等纺织品安全性和卫生性监管力度加大，新政策对我国广大女性来说，可以使其用上更加安全放心的产品；对相关生产企业来说，则会提高生产成本和检测成本，加快不合格的产能出清，提高行业集中度。二胎政策和老龄事业发展政策在有效减缓中国新生儿数量下降趋势，改善我国人口老龄化现状的同时关注养老产业发展，保障老年人生活质量，促进婴儿及老人用品行业共同发展。

图表 43 中国卫生巾、婴儿纸尿裤及成人纸尿裤行业相关政策

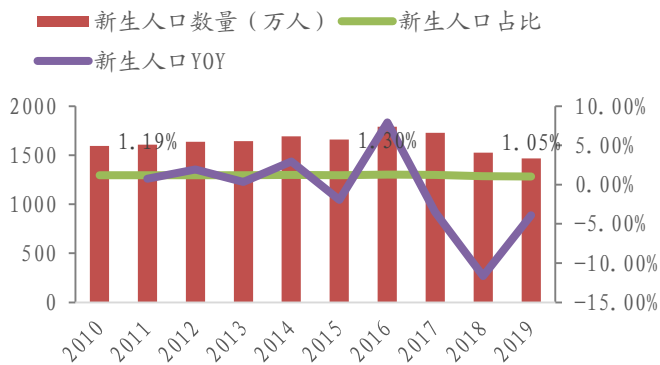
女性护理用品	2017 年，《产业用纺织品行业“十三五”发展指导意见》发布，提高一次性可降解医疗非织造产品的技术水平和应用比例；2018 年，《卫生巾（护垫）》国家标准修订，全面禁用可迁移性荧光剂，规定了卫生巾（护垫）的检验方法、包装、储存，以及适用于面层、内吸收层及防渗底膜等组成等内容。
婴儿护理用品	2015 年，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》通过，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，提高生殖健康、妇幼保健、幼托等公共服务水平。
成人护理用品	2017 年，《产业用纺织品行业“十三五”发展指导意见》和《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》等一系列政策发布，促进养老事业发展，培育生产养老用品、用具和提供养老服务的企业。

资料来源：工信部，国务院，国家标准委，华创证券

## 2、消费升级促进个护产品高端化

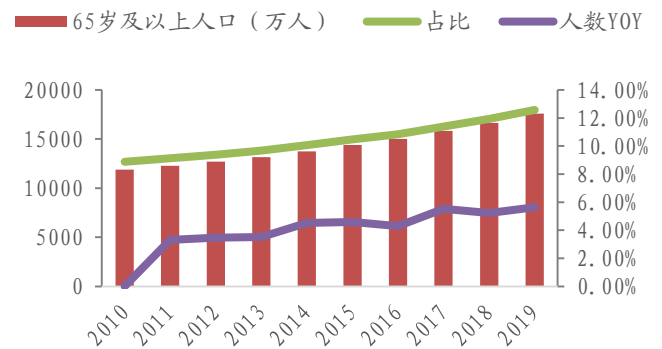
中国人口结构发展趋势与日本相似，利好成人护理用品行业。在 2015 年“二胎政策”实施后，2016 年中国新生人口数量实现同比 7.92% 的增长，随后受到女性生育理念改变、居民生活压力提升的影响，呈现与日本相似的下降态势，2016 至 2019 年 CAGR 为 -6.42%。2019 年新生人口数量创过去十年最低，为 1467 万，同比减少 3.88%。中国老龄化速度平稳，过去十年间 65 岁及以上人口稳步增加，2010 至 2019 年 65 岁及以上人口数量 CAGR 为 4.45%，2019 年增长至 1.76 亿。中国人口结构总体变化趋势与日本相似，但老龄化程度远不及日本。

图表 44 中国新生人口情况



资料来源: Wind, 华创证券

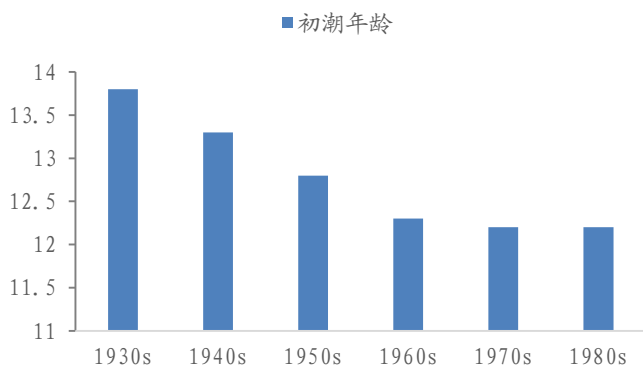
图表 45 中国 65 岁及以上人口逐年攀升



资料来源: Wind, 华创证券

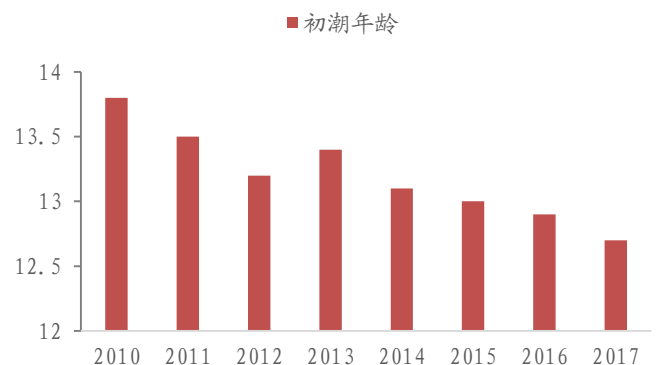
**中国女性初潮年龄提前, 卫生巾行业空间扩大。**研究表明, 女性初潮年龄与生活水平、父母收入水平和受教育水平相关。据 2012 年 BMC 女性健康专题研究的数据显示, 20 世纪日本女性初潮年龄有明显的提前, 1930s 出生的女性平均初潮年龄为 13.8 岁, 1980s 出生的女性平均初潮年龄提前为 12.2 岁, 50 年间女性平均初潮年龄提前 1.6 岁。在中国, 21 世纪以来女性初潮年龄呈现与日本相似的提前趋势, 2017 年女性平均初潮年龄为 12.7 岁, 2010 年至 2017 年提前了 1.1 岁, 初潮年龄提前以及卫生观念的现代化推动生理用品市场不断发展。

图表 46 日本 20 世纪 (截至 1980s) 女性初潮年龄提前



资料来源: Michie H. "Secular trends in age at menarche and time to establish regular menstrual cycling in Japanese women born between 1930 and 1985", 华创证券

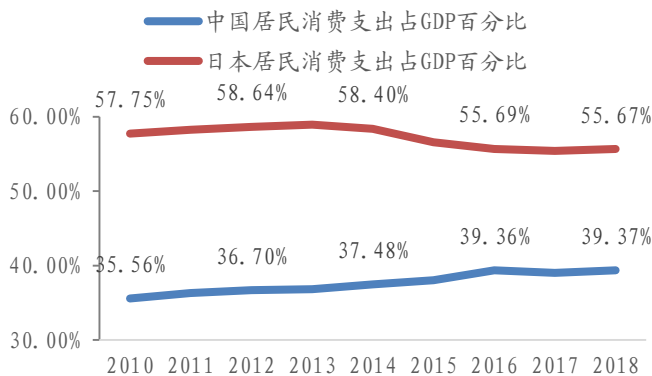
图表 47 中国 21 世纪女性初潮年龄提前



资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

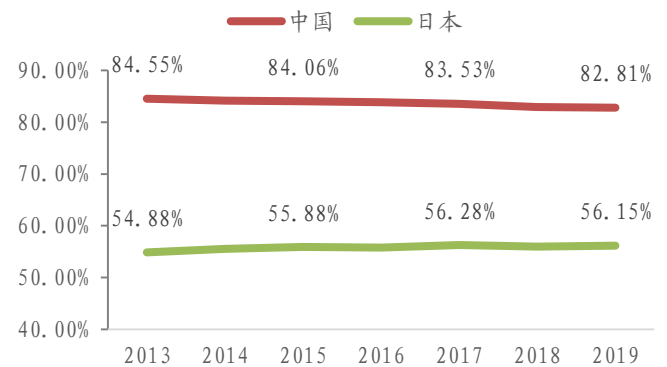
**中国消费升级利于卫生巾和纸尿裤产品渗透率提升及高端品牌推广。**日本个人消费总支出自 2016 年起呈逐年递增趋势, 由 2016 年 298 万亿日元上升至 2019 年 306 万亿日元。然而, 日本个人消费总支出占日本 GDP 的百分比自 2013 年起呈现下降趋势, 从 2013 年的 58.96% 降至 2019 年的 55.22%, 必需品支出占家庭年均消费性支出百分比呈现逐年递增趋势 (包括食品、住房、服装和鞋、交通通讯以及教育)。对比之下, 中国居民消费支出占 GDP 比例呈现平稳上升趋势, 2019 年为 39.37%, 相较于日本的 55.67% 仍有较大差距, 目前中国居民必需品消费支出占比与日本相比, 呈逐年下降趋势。综合来看, 中国居民消费水平虽然与日本等发达国家还有较大差距, 但消费支出占 GDP 比重逐年提升, 消费升级趋势明显, 利于卫生巾和纸尿裤产品渗透率提升及高端品牌推广。

图表 48 中国与日本消费支出占 GDP 百分比对比



资料来源: Choice, Wind, 华创证券

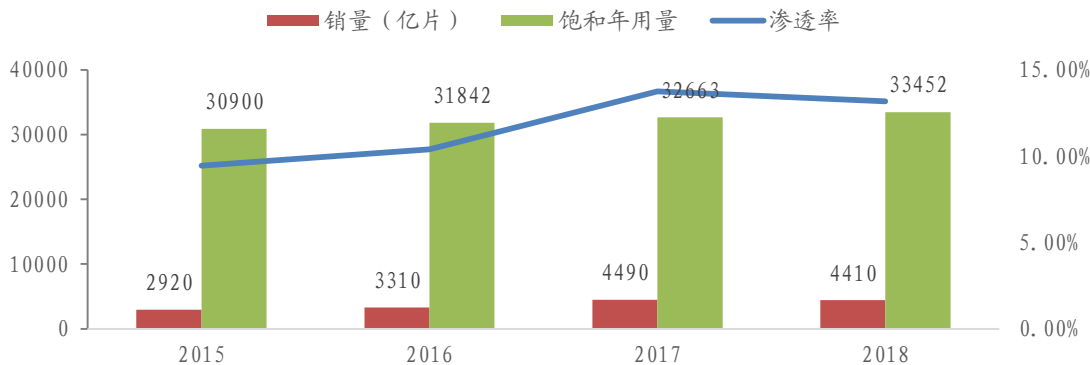
图表 49 中国与日本必需品支出占家庭消费情况对比



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

**中国成人纸尿裤渗透率测算:**《老龄蓝皮书: 中国城乡老年人生活状况调查报告(2018)》指出, 自 1990 年以来, 中国老年在业人口的数量快速增加, 与 1990 年相比, 2015 年 65 岁及以上老年在业人数为 2608.8 万人, 增加了 1395.4 万, 25 年间增长了 115%, CAGR 为 3.11%。假设按照此速度增长, 此人数的 50% 为轻度失禁类产品的潜在需求者。据统计, 2018 年我国养老服务机构老年及残疾人收养数量为 197 万人, 此为重度失禁类产品潜在需求者。经测算, 2018 中国年成人失禁类产品渗透率为 13.2%, 与日本 53% 相比仍有较大渗透空间。**成人纸尿裤行业与养老产业结合发展可获得广阔前景。**

图表 50 中国成人失禁类产品渗透率测算



资料来源: 中国造纸协会, Wind, 华创证券

## (二) 公司层面: 豪悦护理技术优势明显, 渠道不断拓宽

### 1、豪悦护理以 ODM 为主, 销售渠道不断拓宽

日本吸收性卫生用品市场高度成熟, 尤妮佳因此致力于打造高端化品牌, 施行深入营销策略。首先, 尤妮佳设立体贴关怀的产品理念, 利用多元化的营销渠道, 举办丰富多彩的互联网和线下营销活动, 从而增加品牌的曝光度, 并且打造深入人心的品牌形象; 同时, 尤妮佳利用中国电商的便利, 不断开拓中国市场。

**豪悦护理的销售模式以 ODM 为主**, 2019 年公司 ODM 销售收入占主营业务收入比重为 91.59%。同时豪悦积极发展自有品牌, 目前已经陆续布局了康福瑞、汇泉、好年、白+字、希望宝宝、天生明星、Mamamia 等多个自有品牌, 2019 年自有品牌销售收入达到 1.62 亿元, 同比增长 10.96%。分渠道来看, 自 2014 年起, 公司逐步组建网络销售运



营团队，通过国内电商平台开展网络销售，目前线上销售是公司自有品牌产品的主要销售渠道，2019 年公司自有品牌线上销售额 1.27 亿元，占总自有品牌销售额的比例为 78.83%。

**豪悦护理抓住渠道转换机遇抢先布局。**中国目前个护行业电商渗透率快速提升，营销和销售线上化趋势明显，母婴专营连锁、电商平台、母婴垂直电商及微商等新兴渠道兴起。一方面，在新零售业态背景下，以凯儿得乐、蜜芽为代表的企业迅速崛起，具有突出的营销和渠道建设能力，但研发生产能力较弱，而豪悦多年来为尤妮佳、花王等全球著名跨国公司提供 ODM 服务，掌握了行业的先进生产技术和质量控制体系，公司通过与这些新兴企业建立合作关系，利用其营销和渠道优势，抢占传统品牌商的市场份额。另一方面，根据招股说明书，本次 IPO 募集资金中 2.01 亿元计划用于品牌建设和推广，公司将在现有的天猫、京东、海拍客等电商平台以及线下经销商的销售渠道上拓宽产品系列，推出更高端产品，并加强营销渠道开拓和营销网络建设，比如拓宽电商平台覆盖，与更多母婴垂直平台、O2O 平台建立深入的合作关系，拓展线下销售渠道，发展更多代理商，将自有品牌进驻更多的商超、母婴店，通过多元化立体渠道体系建设进一步增强公司整体竞争实力。

## 2、注重研发投入，技术优势明显

在技术研发方面，尤妮佳通过对心理学、人体工学等方面的全方位研究，积极开发创新产品，快速响应客户的需求。**豪悦同样注重研发技术积累，研发投入占营收比重行业领先。**公司系高新技术企业，深耕个护行业多年，重视技术研发，研发投入由 2016 年的 0.19 亿元增长至 2019 年的 0.66 亿元，占营业收入比重稳定在 3%-4%，处于行业高位。截至 2020 年 8 月，公司及子公司已获专利 113 项，包括 7 项发明专利、89 项实用新型专利和 17 项外观设计专利。

**豪悦深度开发、迭代创新无木浆多维复合芯体，引领行业发展。**公司具备系统的一次性卫生用品的研发技术，包括新产品形态的设计开发、吸收芯体材料的持续研发、无木浆多维复合芯体的研发及制造技术、3D 压花工艺等。基于深厚的技术积累及研发能力，公司不仅可以根据客户的产品性能要求开发出优质的个人卫生护理用品，而且可以提前研发适应市场需求的产品，带动客户共同引导消费潮流；公司先后推出了五代不同芯体结构的纸尿裤产品，其中无木浆多维复合芯体纸尿裤已研发出第四代产品，有效提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能；此外，公司还是行业内较早开发出经期裤产品并实现规模化生产和销售的企业。豪悦护理在生产端具备较强研发制造能力，一方面使得豪悦已成为中国顶尖的代工厂，已与尤妮佳、花王、景兴健护等国内外知名品牌商建立 ODM 业务合作，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系；另一方面使得豪悦在创新研发上不断发力，推出差异化、多元化产品，打造高端化品牌，开拓高端市场。

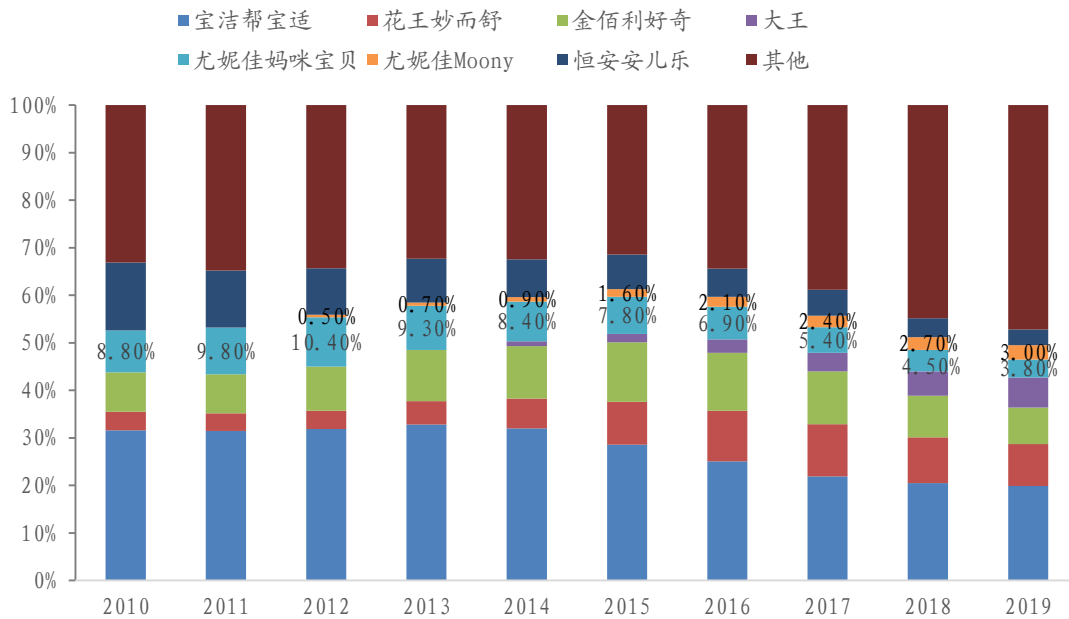
### （三）合作层面：尤妮佳深耕中国市场，与豪悦护理拥有长期合作关系

#### 1、尤妮佳深耕中国市场，注重产地直销

尤妮佳在中国的生产销售受到中国本土品牌崛起的威胁。中国市场竞争激烈，行业格局不断变化。目前我国婴儿卫生用品市场处于快速发展期，国外企业由于进入市场较早，基于品牌、渠道等综合优势，目前仍占据了较高的市场份额，2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%），均为外资品牌商所有。近年来，受“中国质造”和“新零售业态”的双轮驱动，国产吸收性卫生用品正受到越来越多消费者的认可，国内企业通过高品质、高附加值的产品和差异化的竞争策略，在国内的市场占有率也逐年攀升，以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽等新零售品牌为代表的国产品牌迅速崛起，成为婴儿卫生用品行业中一股新兴力量。



图表 51 中国婴儿纸尿裤市场份额



资料来源: Euromonitor, 华创证券

尤妮佳自进入中国以来不断加大在中国的建厂投入，然而市占率却不及公司预期。尤妮佳进入中国市场初期，为了减少运输费用等成本，提升中低端市场竞争力，决定在中国建厂生产，至今在中国建立五个工厂。公司 95 年进入中国市场，96 年开始在上海建立生产工厂生产卫生巾，2010 年开始生产纸尿裤；2012 年尤妮佳天津工厂开工；2013 年投资 100 亿日元的江苏工厂开工。至今为止，尤妮佳在中国发展历程中受到了两次较大打击：第一次为 2012 年前后，中国造纸纸尿裤产品连续出现质量问题，消费者开始抵制中国制造产品，高端化进口产品的需求增加，使得尤妮佳在中国的工厂开工率下降；第二次为 2015 年前后，中国电商的发展带动国产品牌崛起，众多国产新型品牌与尤妮佳竞争瓜分中国市场，致使尤妮佳市占率下滑。

我们认为，虽然日本品牌在中国的发展受阻，但尤妮佳仍将保持以中国市场为核心的海外发展战略。日本市场高度成熟，未来发展空间有限，而欧美市场竞争激烈，原有的金佰利、宝洁的品牌已获得高度认可，尤妮佳进入较为困难，因此我们认为尤妮佳将继续拓展亚洲市场，其中中国市场最为广阔、最具潜力，将依然是尤妮佳海外发展的重心。考虑到中国市场消费升级、电商渠道发达等特征，我们认为尤妮佳将继续走高端化路线，并加大电商渠道投入；另外，随着制造品质提升，中国制造重新被消费者所接受，出于成本控制的角度，在保证产品质量的前提下，尤妮佳或将维持在中国当地生产的战略。

## 2、尤妮佳与豪悦拥有长期合作关系

豪悦护理目前是尤妮佳在中国的代工厂。代工主要原因有三：（1）豪悦与尤妮佳的长期合作关系：公司成立之初曾是尤妮佳卫生用品经销商，自 2010 年起，公司开始为尤妮佳提供代工，目前包括经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。（2）中国市场吸引力：中国潜在消费者众多，劳动力充沛，在中国地产地销是尤妮佳过去的主要发展战略。与当地代工厂合作可降低成本，同时快速了解当地需求，生产符合当地消费习惯的特色化产品。（3）豪悦自身的技术优势：豪悦是中国顶尖的代工厂，浙江杭州生产基地引进全球先进自动化设备—ZUIKO，高效智能机械化自动化生产，性能稳定，产品质量稳定，公司与尤妮佳、SCA 等全球 500 强企业建立了 ODM 业务合作。豪悦收入 90% 来源于 ODM，2018 年经期裤在中国市占率达 40%，是行业龙头企业。豪悦的成人护理产品具有独特的研发设计，先后推出了五代不同芯体结构的纸尿裤产品，有效提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能。2017-2018 年来自尤妮佳的收入分别为 30.20/47.55 百万元，占公司总营业收入的 3.97/3.28%。

#### 四、风险提示

新开发业务不及预期，原料成本大幅波动，市场竞争加剧。

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500