

维达国际 (3331.HK): 产品结构优化提升产业价值, 个护及商用业务蓄力待发

2020年02月14日

强烈推荐/首次

维达国际 公司报告

报告摘要:

产品结构高端化升级, 提升产业价值。维达国际通过对爱生雅的整合实现了产品的横向扩张, 形成了4大业务+8大品牌的产品矩阵。整合品牌已经拥有较成熟的市场和良好的口碑; 同时借鉴这些高端品牌的产品设计经验以及成熟的生产销售模式, 有助于维达实现品牌高端化升级。

品牌整合助力维达进军个护市场, 人口结构变化提升个护市场空间。维达个人护理业务在东南亚地区优势明显, 成人纸尿裤、婴儿纸尿裤、卫生巾系列产品在马来西亚市场的市占率皆排名第一。目前维达已在国内市场推出多个个人护理品牌产品, 借鉴海外市场的发展经验, 开拓国内个人护理市场。随着老龄化及城镇化等人口结构的变化, 成人纸尿裤、婴幼儿纸尿裤、卫生巾等个护产品需求不断提升, 个人护理市场空间较大。

商用渠道是集团未来重点发展的方向之一。当前国内市场商用渠道集中度较低, 2018年维达国际在商用渠道中占比3.6%, 排名行业第一。2019年维达商用渠道实现收入24.11亿港元, 近五年复合增速高达20%, 远高于C端增速; 目前商用渠道在维达的收入占比为15%, 同样呈现出逐年稳定上升趋势。维达国际在商用渠道布局较早且已经初步形成领导地位, 双品牌战略下, 集团有望持续收益; 多康将是维达拓展商用市场的重要抓手。

生活用纸市场规模高速扩张, 人均消费量提升空间较大。长期来看, 龙头企业通过全国范围内产能布局、产品创新升级、产品全品类扩展、全渠道下沉等策略, 生活用纸市场集中度有望进一步提升。

盈利预测及投资评级:预计公司20-22年实现营收177/198/228亿元, EPS1.09/1.26/1.48元, 对应PE19x/16x/14x。首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示:个人护理、商用渠道发展不及预期, 木浆价格大幅上涨, 生活用纸行业竞争加剧等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,883.1	16,091.5	17,695.9	19,817.6	22,788.0
增长率(%)	10.34%	8.12%	9.97%	11.99%	14.99%
净利润(百万元)	649.30	1,138.32	1,307.68	1,508.78	1,770.80
增长率(%)	4.57%	75.31%	14.88%	15.38%	17.37%
净资产收益率(%)	7.44%	12.03%	11.04%	11.30%	11.71%
每股收益(元)	0.55	0.95	1.09	1.26	1.48
PE	37.04	21.32	18.56	16.09	13.71
PB	2.76	2.57	2.05	1.82	1.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

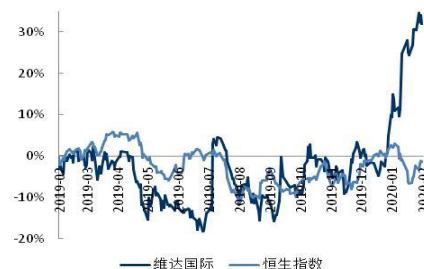
公司简介:

维达集团为亚洲具规模的卫生用品企业。集团于1985年创建, 多年来始终秉承「健康生活从维达开始」的生活理念, 竭诚为每个家庭提供优质卫生护理用品和服务。维达集团于中国内地建有十大先进生产基地, 于马来西亚有两大生产基地, 中国台湾有一间生产基地, 以及于澳洲一间后期加工工厂, 以维达、得宝、多康、添宁、包大人、轻曲线、薇尔、丽贝乐、Drypers等主要品牌发展生活用纸、失禁护理、女性护理及婴儿护理四大业务。

交易数据

52周股价区间(港币)	21.45-41.64
总市值(亿港元)	242.14
流通市值(亿港元)	242.14
总股本/流通股(百万股)	/
流通H股(万股)	119576
52周日均换手率	0.05

52周股价走势图



资料来源: Wind、东兴证券研究所

首席分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

研究助理: 王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

研究助理: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

目录

1. 产品结构优化提升产业价值, 个护及商用业务蓄力待发	5
1.1 品牌整合助力企业开拓市场, 电商渠道巩固行业龙头地位	5
1.1.1 整合国际龙头爱生雅亚洲业务, 外来品牌助力开拓市场	5
1.1.2 电商渠道优势突出, 稳居行业龙头地位	6
1.2 业绩增长势头强劲, 个护和商用业务发展空间较大	7
2. 产品: 产品结构优化, 提升产业价值	8
2.1 维达率先海外布局, 整合助力品牌进入个护市场	8
2.2 生活用纸高端化, 个人护理市场潜力巨大	9
2.2.1 生活用纸: 产品结构升级提升产业价值	9
2.2.2 失禁护理: 复制亚洲市场成熟经验	11
2.2.3 女性护理: 引入国际成熟品牌开拓国内细分市场	11
2.2.4 婴儿护理: 海外市场发展大众品牌, 国内市场引入高端品牌	12
3. 渠道: 电商渠道优势明显, 商用渠道空间广阔	12
3.1 电商渠道先发优势, 助力维达 C2B 转型升级	12
3.2 产能扩张推进渠道下沉, 传统渠道实现全国覆盖	14
3.3 商用渠道市场空间广阔, 双品牌战略为重要抓手	15
4. 营销: 各类营销与消费者产生共鸣, 建立长时效性关联通道	16
5. 行业: 人口结构变化提升市场空间, 消费升级加速行业扩张	18
5.1 生活用纸市场规模高速扩张, 人均消费量提升空间较大	18
5.2 人口结构变化提升生活用纸市场空间	19
5.2.1 人口老龄化带动细分产品需求	20
5.2.2 城镇化推动生活用纸产品普及	21
5.3 消费升级加速生活用纸市场扩张	22
5.3.1 用料及产品矩阵消费升级	23
5.3.2 生活用纸使用场景多样化	24
5.3.3 渠道升级, 电商销售发展迅速	24
6. 投资建议与投资评级	25
6.1 投资建议	25
6.2 投资评级	26
7. 风险提示	26
8. 相关报告汇总	26

表格目录

表 1: 维达国际公司发展历程	5
表 2: 维达生活用纸纸抽产品矩阵	10
表 3: 公司发展历程中使用的广告语	16
表 4: 城镇化率比较情况	22

插图目录

图 1: 维达国际产品结构.....	6
图 2: 维达国际 2019H1 股权结构.....	6
图 3: 维达国际营业收入及增速情况.....	7
图 4: 维达国际净利润及增速情况.....	7
图 5: 维达国际 2018 年分地区销售情况.....	8
图 6: 维达国际 2019 年分产品类型销售情况.....	8
图 7: 维达国际 2019 年渠道销售占比情况.....	8
图 8: 2019 年双十一期间单月纸巾销售情况.....	9
图 9: 2015&2019 年生活用纸与个人护理业务占比对比情况.....	9
图 10: 维达生活用纸销售占比情况.....	10
图 11: 多康品牌发展情况.....	10
图 12: 2019 年双十一期间单月失禁产品销售情况.....	11
图 13: 包大人天猫官方旗舰店.....	11
图 14: 轻曲线及薇尔全年线上销售情况.....	12
图 15: 轻曲线薇尔舒适 V 感系列.....	12
图 16: 丽贝乐全年线上销售数据.....	12
图 17: 丽贝乐天猫官方旗舰店.....	12
图 18: 2019 年双十一期间生活用纸品牌销售排名情况.....	13
图 19: 生活用纸天猫旗舰店粉丝数量对比情况.....	13
图 20: 维达销售渠道占比情况.....	13
图 21: 维达国际、恒安国际、中顺洁柔线上销售占比情况.....	13
图 22: 维达国际产能布局情况.....	14
图 23: 维达国际销售办事处及经销商发展情况.....	15
图 24: 超市维达纸巾促销情况.....	15
图 25: 维达国际和中顺洁柔商用渠道市占率.....	15
图 26: 维达国际商用渠道收入及增速情况.....	15
图 27: 多康基础产品情况.....	16
图 28: 北京大兴国际机场洗手间.....	16
图 29: 维达国际连续三年成为中国女排主赞助商.....	17
图 30: 维达冠名全国保龄球俱乐部联赛.....	17
图 31: 维达纸巾代言人孙俪.....	17
图 32: 得宝纸巾代言人陈伟霆.....	17
图 33: 维达推出国潮纸巾婚纱.....	18
图 34: 颐和园超初 Just1 系列纸巾.....	18
图 35: 生活用纸产量及消费量情况.....	18
图 36: 生活用纸市场规模和人均消费量情况.....	18
图 37: 人均生活用纸消费量情况.....	19

图 38: 2017 年世界各地人均生活用纸消费量情况	19
图 39: 总人口数及增速情况	20
图 40: 65 岁人口总量及增速情况	21
图 41: 世界各地人口老龄化情况	21
图 42: 成人失禁用品市场规模和成人纸尿裤产量情况	21
图 43: 成人纸尿裤及纸尿裤片工厂生产情况 (亿片)	21
图 44: 生活用纸消费量与城镇化率	22
图 45: 世界各地人口老龄化情况	22
图 46: 人均 GDP 和人均生活用纸消费量对比情况	23
图 47: 生活用纸纤维原料占比情况	23
图 48: 2010 年生活用纸消费量分品类占比情况	24
图 49: 2017 年生活用纸消费量分品类占比情况	24
图 50: 电商渠道占比变化	25
图 51: 2019 年 11 月生活用纸销量前十情况	25

1. 产品结构优化提升产业价值, 个护及商用业务蓄力待发

1.1 品牌整合助力企业开拓市场, 电商渠道巩固行业龙头地位

1.1.1 整合国际龙头爱生雅亚洲业务, 外来品牌助力开拓市场

维达国际控股有限公司成立于 1985 年, 于 2007 年在香港联交所主板上市。公司作为亚洲具规模的卫生用品企业, 始终秉承健康生活从维达开始的理念, 发展迅速。集团 2014 年整合爱生雅 SCA 中国内地、香港及澳门纸巾及个人护理业务; 于 2016 年 4 月 1 日整合爱生雅 SCA 马来西亚、中国台湾、韩国业务, 成为亚洲领先的卫生用品公司。公司通过对爱生雅亚洲市场的整合, 迅速完成产品矩阵的丰富。目前公司拥有 14 大先进生产基地 (中国内地 10 家、马来西亚 2 家、台湾 1 家、澳洲 1 家后期加工工厂), 形成了生活用纸、失禁护理、女性护理及婴儿护理 4 大业务, 并拥有以维达、得宝、多康、添宁、包大人、轻曲线、丽贝乐、Drypers 为主打的 8 大品牌。

表 1: 维达国际公司发展历程

年份	事件
1985 年	维达公司成立, 开始致力于高档生活用纸生产
1993 年	成为全球第一快餐连锁企业在中国区唯一指定纸品供应商
1995 年	造纸设计年产能扩大到 3 万吨, 成功跻身高档消费市场, 打破餐巾纸产品进口为主的市场垄断
1996 年	先后冠名赞助全国足球甲 A 联赛、排球联赛、全国保龄球冠军杯等赛事, 连续三年成为中国女排主赞助商
1999 年	与澳大利亚设厂、成为中国第一家拓展海外市场的本土生活用纸生产企业
2001 年	获授权为第十九届冬季奥运会中国体育代表团赞助商
2004 年	维达纸业 (江门) 有限公司 10 万吨造纸工程项目动工
2006 年	造纸设计年产能达到 17 万吨
2007 年	维达国际控股有限公司在香港联交所主板上市; 爱生雅成为维达第二大股东, 与维达结为战略同盟
2008 年	维达纸业 (浙江) 有限公司试产, 更高效开发、服务华东市场; 成为 NBA 官方市场推广合作伙伴
2009 年	维达护理用品公司成立, 进入生活护理用品领域; 推出喜羊羊与灰太狼系列纸巾系列
2010 年	第七大生产基地辽宁工程启动, 形成了涵盖华南、华东、华中、北方、西部以及港澳地区的全国生产营销
2011 年	成立合资公司维安洁, 开拓个人护理产品业务; 与美国动画公司梦工厂合作推出功夫熊猫系列产品
2012 年	爱生雅增持, 加强与集团之战略伙伴关系; 推出超韧系列, 增强维达品牌价值; 推广冰河世纪产品
2014 年	整合爱生雅中国内地、香港及澳门卫生用品业务, 收购维安洁控股有限公司 59% 股权, 全面掌握中国个人护理业务
2015 年	协议整合爱生雅亚洲卫生用品业务, 拓展亚洲市场; 第十个生产基地阳江项目奠基
2016 年	完成整合爱生雅亚洲业务; 维达纸业 (中国) 有限公司新会分公司 26 万吨生活用纸项目竣工
2018 年	阳江中国大陆第十家工厂基地正式投产
2019 年	维达集团开始在马来西亚建设东盟总部; 于中国市场推出 Libresse 及添宁护理裤

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

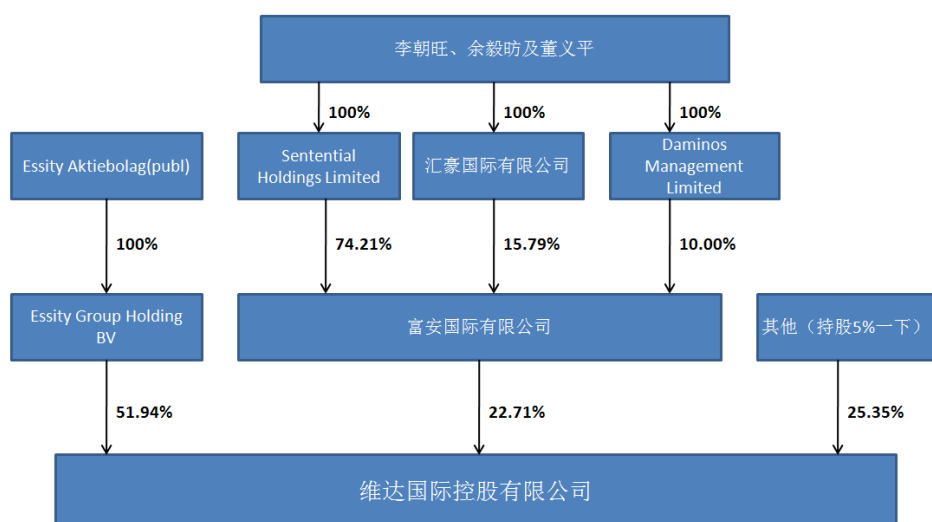
图 1: 维达国际产品结构



资料来源: 网络资料整理, 东兴证券研究所

股权结构: 公司于 2007 年 7 月 10 日在香港证券交易所主板挂牌上市, 目前公司总股本为 12 亿股。2013 年, 爱生雅集团增资持股比例提升至 51.4%, 成为公司控股股东。爱生雅创立于 1929 年, 集团总部位于瑞典斯德哥尔摩, 是一家全球领先的卫生用品与林业公司, 2017 年拆分为 SCA (林业) 和 Essity (生活用纸) 两家公司。

图 2: 维达国际 2019H1 股权结构



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

1.1.2 电商渠道优势突出, 稳居行业龙头地位

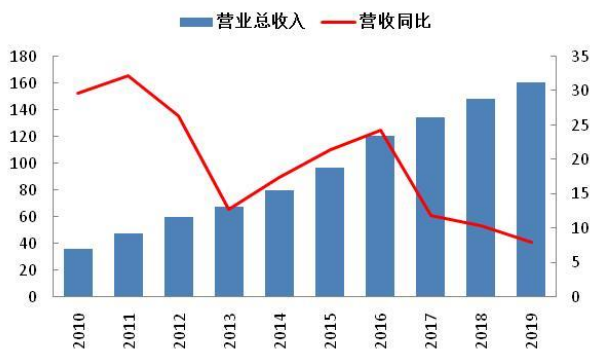
电商渠道优势明显, 行业龙头地位稳定。2019 年双十一数据显示, 纸巾类产品维达销售额单月突破 5.86 亿

元, 超出第二名清风 2.42 亿元, 旗下品牌得宝表现同样亮眼, 录得销售额 1.01 亿元, 品牌排名第七。综合来看, 维达国际电商渠道优势明显。维达在京东、一号店布局发力较早, 2012 年便进军电商领域, 2015 年起布局淘宝系。电商渠道的先发优势, 助力维达迅速扩张。一方面, 维达借助电商丰富的大数据资源, 开展了精准的广告投放, 同时提升了产品的品牌力。另一方面, 初期协同仓库的建立也帮助维达迅速扩张市场份额。电商渠道的优异表现也维持了维达在中国市场的龙头地位, 2019 年生活用纸产品市占率 18.1%, 位列行业第一。

1.2 业绩增长势头强劲, 个护和商用业务发展空间较大

产品结构完善助力企业收入端稳定增长, 浆价下行公司利润高增。公司 19 年各地区销售增长强势, 实现营业总收入 160.74 亿元, 同比增长 8.2%, 近五年复合增速 13.5%。随着公司产品结构的完善以及线上渠道的发展, 各地市场销售增长强势, 中国大陆地区收入增长 12.5%, 其中线上渠道贡献高达 37%。公司 19 年实现净利润 11.38 亿元, 同比增长 75.3%。净利润的大幅提升主要是受去年木浆价格走势的影响, 内盘阔叶浆价和针叶浆价全年分别下滑了 45%和 23%; 同时通过产品结构优化, 发力中高端产品, 同样提升了公司盈利水平。

图 3: 维达国际营业收入及增速情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 维达国际净利润及增速情况



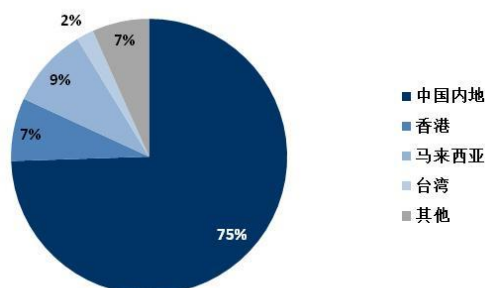
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

亚洲市场发展均衡, 个人护理及商用渠道空间较大。

- 分地区来看, 集团通过整合实现了亚洲市场的覆盖, 2018 年中国内地收入占比 75%, 马来西亚收入占比 9%, 香港地区收入占比 7%, 台湾地区收入占比 2%, 其他地区收入占比 7%。从 2019 年公布数据看, 中国内地总收入同比上升 12.5%, 增长强势。
- 分业务种类来看, 2019 年生活用纸收入占比 82%, 个人护理占比 18%。其中, 生活用纸中高端纸巾产品组合表现突出, 个人护理中女性及失禁护理业务重获增长动力。
- 分渠道来看, 2019 年经销商渠道收入占比 31%, 大卖场及商超渠道收入占比 25%, 电商渠道收入占比 29%, 商用渠道收入占比 15%。其中电商渠道较去年占比情况大幅提升 4 个百分点, 行业中电商分销渠道的领导地位进一步提升。

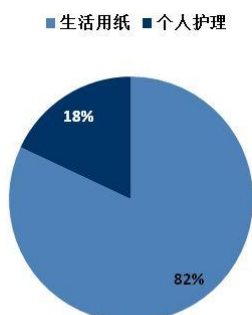
从公司未来的发展计划来看, 个人护理及商用渠道仍有较大的发展空间。

图 5: 维达国际 2018 年分地区销售情况



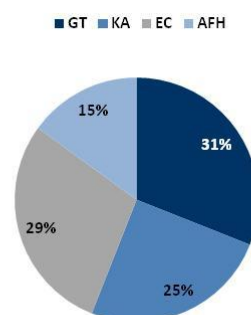
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 维达国际 2019 年分产品类型销售情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 维达国际 2019 年渠道销售占比情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

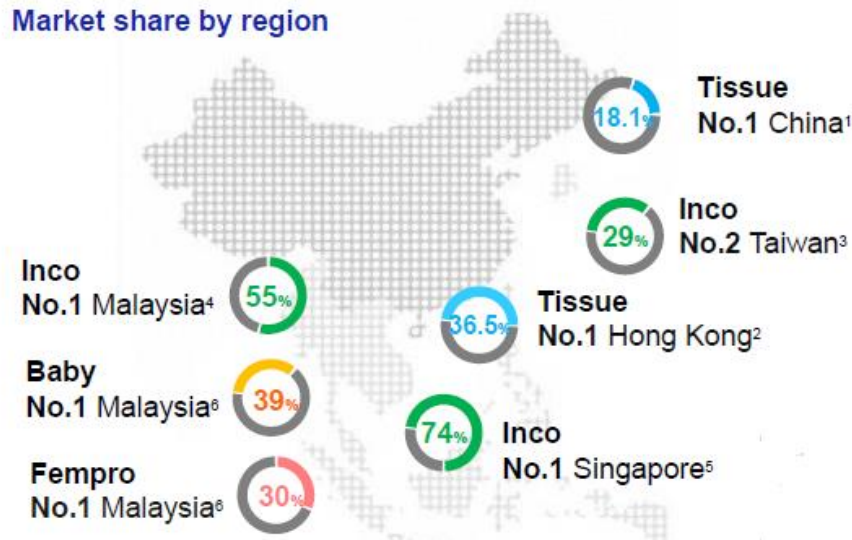
2. 产品: 产品结构优化, 提升产业价值

2.1 维达率先海外布局, 整合助力品牌进入个护市场

整合助力维达产品横向扩张并进军个护市场, 同时有利于品牌高端化升级。产品品类的横向扩张以及个人护理市场的开拓是生活用纸行业的发展趋势。维达国际通过对爱生雅亚洲市场的整合, 实现了产品品类的横向扩张, 丰富了产品矩阵。形成了生活用纸、失禁护理、女性护理及婴儿护理 4 大业务, 并拥有以维达、得宝、多康、添宁、包大人、轻曲线、丽贝乐、Drypers 为主打的 8 大品牌。与其他企业打造自创品牌不同, 维达国际通过整合的方式进行产品品类的扩张。得宝、多康、轻曲线等品牌已经在亚洲非大陆地区拥有较成熟的市场和良好的品牌口碑, 同时借鉴这些高端品牌的产品设计经验以及成熟的生产销售模式, 有助于维达实现品牌高端化升级。

维达凭借品牌优势率先布局海外市场。凭借爱生雅亚洲前期的布局, 维达迅速进军亚洲市场。个人护理业务在东南亚地区优势明显, 成人纸尿裤、婴儿纸尿裤、卫生巾系列产品在马来西亚市场的市占率皆排名第一, 分别达到了 55%, 39%, 30%; 成人纸尿裤在新加坡同样排名第一, 市占率为 74%, 在台湾排名第二, 市占率为 29%。个人护理产品在东南亚市场迅速发展的同时, 维达继续推广维达立体美、厨房用纸及厨房湿巾等系列, 丰富产品组合, 借以发展海外生活用纸业务。

图 8: 2019 年双十一期间单月纸巾销售情况

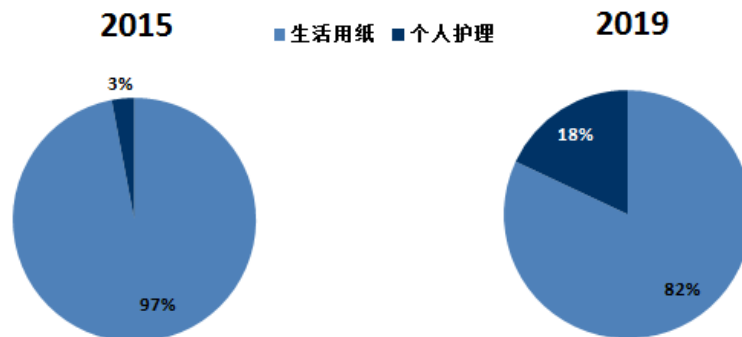


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2.2 生活用纸高端化, 个人护理市场潜力巨大

生活用纸仍为营收主要贡献, 个人护理市场潜力巨大。年报显示, 2019 总营业收入中, 生活用纸占业务比 82%, 个人护理业务占比 18%。与 2015 年的 3% 相比, 个人护理业务发展迅速, 但生活用纸仍为公司当前的主要业务构成。随着城镇化和消费升级的趋势不断发展, 产品的使用场景不断渗透扩张, 生活用纸和个人护理都有望迎来高速发展。2019 年生活用纸的毛利率和分部业绩利润率分别为 31.4% 和 11.6%, 较去年提升了 3.8 个百分点和 3.5 个百分点; 中国的个人护理业务仍处于业务发展初期, 2019 年个人护理部分的毛利率为 29.1%, 分部业绩利润率 6.6%, 较 18 年相比有所下降。

图 9: 2015&2019 年生活用纸与个人护理业务占比对比情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

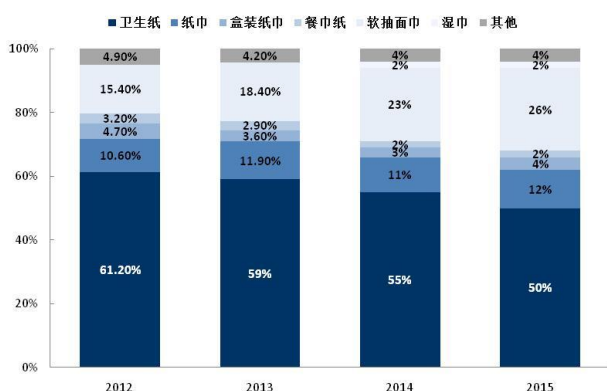
2.2.1 生活用纸: 产品结构升级提升产业价值

维达的生活用纸当前市占率 18%, 排名行业第一。维达纸巾在 89 年较早的推出 100% 纯进口木浆纸巾, 从有芯卷纸发展到软抽、无芯、湿巾的等 6 大品类, 并拥有了立体美、超韧、蓝色经典、细韧等对应不同等级的系列产品, 得宝和多康的加入也丰富了维达的产品矩阵。公司的产品重心不断向中高端产品倾斜, 年报数据

显示, 2012 年-2015 年期间, 卫生纸占比从 61% 下降到了 50%; 同时, 软抽和湿巾的比例分别提升了 10 个百分点和 4 个百分点。当前公司专注于纸巾产品中立体美、得宝这些高端品牌部分; 同时, 多康成为了北京大兴国际机场、新加坡樟宜机场、武汉黄鹤楼、珠海长隆的合作伙伴, 将业务成功拓展至另一高端商用客户市场。多康在全球的商用市场市占率排名第一, 销往全球超过 110 个国家和地区, 每年售出 600 万个分配器, 复购率高达 73%。多康在内地的推广将助力维达在商用渠道发展。

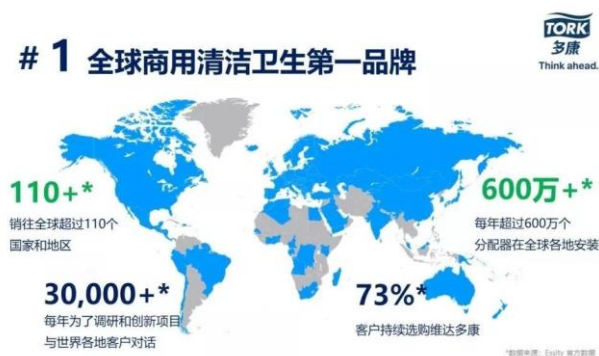
从维达的产品矩阵来看, 维达近年来在中高端纸巾产品发力, 在蓝色经典的基础上, 先后推出了得宝、超韧、立体美等产品, 不断的进行产品品质升级, 提升并巩固中高端品牌形象。同时, 随着生活用纸场景的不断扩张, 维达在厨房用纸、擦手纸、湿巾、商业用纸等产品上, 不断推陈出新。

图 10: 维达生活用纸销售占比情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 11: 多康品牌发展情况



资料来源: 公司官网整理, 东兴证券研究所

表 2: 维达生活用纸纸抽产品矩阵

品牌/系列	产品规格	纸张规格	定价	产品
得宝	4层加厚 90 抽 18 包/箱	160mm*195mm	80 元	
维达 超韧 Just1	4层 100 抽 18 包/箱	S 码 133mm*195mm	57 元	
维达 棉韧 立体美	3层 108 抽 24/18 包/箱	S 码 133mm*195mm M 码 153mm*195mm	50 元	

维达 超韧

3 层 130/120 抽 24 包/箱

S 码 133mm*195mm

M 码 153mm*195mm

60 元



维达 细韧

3 层 120 抽 20 包/箱

XS 码 120mm*195mm

S 码 133mm*195mm

40 元



维达 倍韧

2 层 180 抽 24 包/箱

S 码 133mm*195mm

M 码 153mm*195mm

60 元

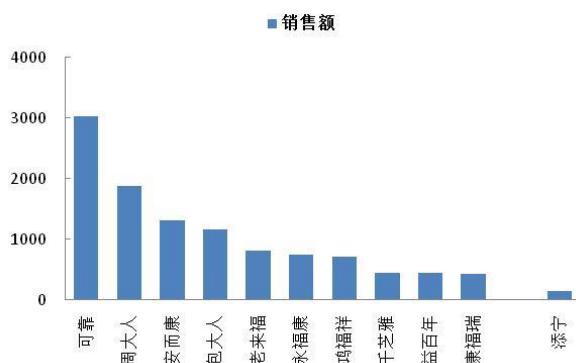


资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

2.2.2 失禁护理: 复制亚洲市场成熟经验

维达拥有添宁和包大人两大失禁产品品牌。通过电商渠道以及传统经销商渠道, 失禁产品在内地取得了理想的增长, 同时在海外市场的渗透也维持了良好的势头。包大人始于 1995 年, 是台湾地区的知名个人护理品牌; 添宁源自瑞典, 为全球 90 多个国家和地区的消费者以及医疗保健机构提供优质的服务。2019 年, 维达失禁护理产品在台湾市占率高达 29%, 排名第二; 在马来西亚市占率高达 55%, 排名第一; 在新加坡市占率高达 74%, 排名第一。从 2019 年双十一期间数据来看, 包大人销售额为 1163 万元, 品牌排名第四位, 添宁销售额为 157 万元, 品牌排名第二十二位。

图 12: 2019 年双十一期间单月失禁产品销售情况



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图 13: 包大人天猫官方旗舰店



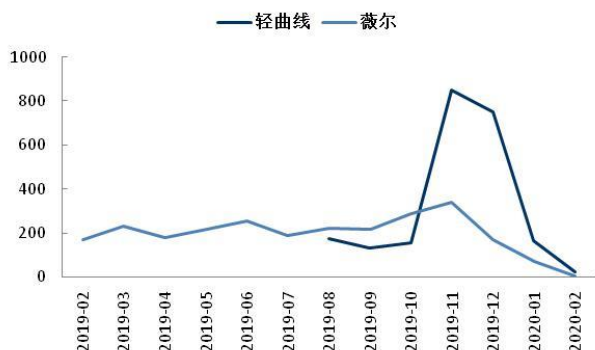
资料来源: 淘宝, 东兴证券研究所

2.2.3 女性护理: 引入国际成熟品牌开拓国内细分市场

维达的女性护理品牌轻曲线 Libresse 源于瑞典, 目前已发展为全球品牌, 在全球女性护理品牌中排名第三, 在全球 101 个国家及地区销售, 在欧洲、南美以及东南亚皆为市场领导者。维达整合了爱生雅亚洲市场后, 轻曲线维持了马来西亚市场的领导地位, 在 19 年市占率达到 30% 排名第一; 推出新品 CurveFit 深受欢迎。维达在中国市场重新推出轻曲线, 同时将自创品牌薇尔合并至轻曲线品牌之下。当前维达实行本地化生产, 降

低成本的同时,能更快的回应消费者的需求。虽然进入中国市场较晚,轻曲线在产品研发方面已经非常成熟,拥有多项先创性成果。从最近一年的线上销售数据来看,虽然维达的女性护理品牌与护舒宝、苏菲等品牌差距较大,但维持了较高的增速。品牌推出了进口轻曲线系列、薇尔舒适V感系列和薇尔贴芯系列,定位中高端市场,迎合中国新时代女性的升级需求。

图 14: 轻曲线及薇尔全年线上销售情况



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图 15: 轻曲线薇尔舒适V感系列

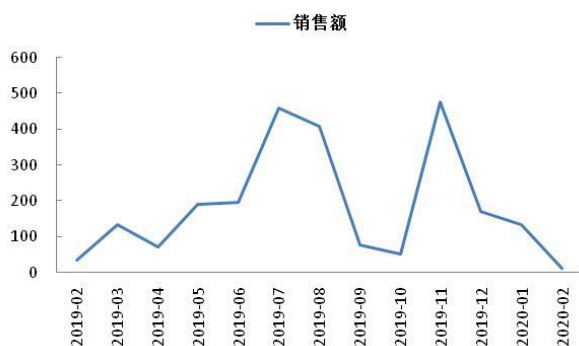


资料来源: 官网整理, 东兴证券研究所

2.2.4 婴儿护理: 海外市场发展大众品牌, 国内市场引入高端品牌

当前公司的婴儿护理业务主要集中在东南亚市场。维达拥有 Drypers 和丽贝乐两大婴儿护理品牌。Drypers 在马来西亚市场占据领导地位, 在 19 年市占率达到 39% 排名第一。丽贝乐源自瑞典, 主打健康特性, 产品不含任何添加物, 确保不含任何引起过敏的材料及成分, 定位高端市场, 在国内市场由贾静雯代言。从线上销售数据来看, 丽贝乐当前在国内市场的占比较低。

图 16: 丽贝乐全年线上销售数据



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图 17: 丽贝乐天猫官方旗舰店



资料来源: 淘宝, 东兴证券研究所

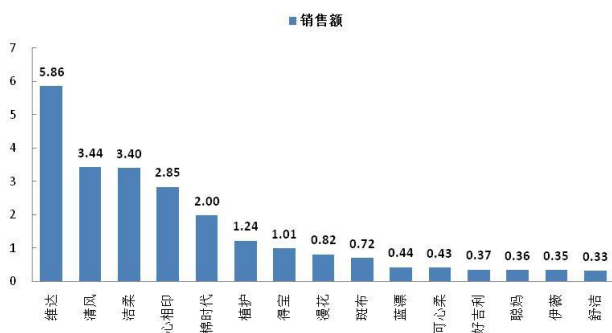
3. 渠道: 电商渠道优势明显, 商用渠道空间广阔

3.1 电商渠道先发优势, 助力维达 C2B 转型升级

电商渠道优势明显, 行业龙头地位稳定。2019 年双十一数据显示, 纸巾类产品维达销售额单月突破 5.86 亿元, 超出第二名清风 2.42 亿元, 旗下品牌得宝表现同样亮眼, 录得销售额 1.01 亿元, 品牌排名第七。综合

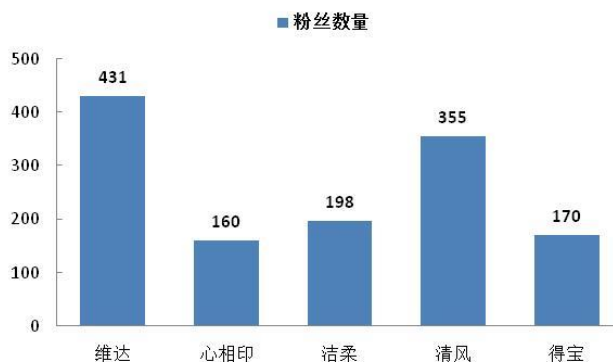
来看, 维达国际电商渠道销量遥遥领先; 从各大品牌淘宝店粉丝数量来看, 维达拥有 431 万超高粉丝人气, 关注度同样最高, 得宝拥有人气粉丝 170 万, 超过心相印。维达电商渠道龙头地位稳定。

图 18: 2019 年双十一期间生活用纸品牌销售排名情况



资料来源: 淘宝, 东兴证券研究所

图 19: 生活用纸天猫旗舰店粉丝数量对比情况



资料来源: 淘宝, 东兴证券研究所

先发优势, 大数据和协同仓库助力维达线上布局。维达在京东、一号店布局发力较早, 2012 年便进军电商领域, 2015 年起布局淘宝系。电商渠道的先发优势, 助力维达迅速扩张。一方面, 维达借助电商丰富的大数据资源, 开展了精准的广告投放, 同时提升了产品的品牌力。另一方面, 初期协同仓库的建立也帮助维达迅速扩张市场份额。电商渠道的优异表现也巩固了维达在中国生活用纸市场的龙头地位, 2019 年生活用纸产品市占率 18.1%, 位列行业第一, 中国区电商渠道贡献了中国区销售的 37%。

电商渠道助力公司 C2B 模式转型, 销售占比冲击传统渠道。根据预测, 2020 年中国快消品线上销量占比将达到 30.5%。生活用纸具备快消品属性, 随着消费习惯的转变, 电商渠道市场占比有望持续扩大。从渠道销售占比来看, 维达电商渠道发展迅速, 当前销售占比 29%, 与 15 年相比提升了 16 个百分点, 即将超过传统经销商渠道销售占比。与另一龙头企业相比, 18 年恒安国际电商渠道销售占比仅为 14.4%。市场关注度较高的中顺洁柔由于基数较低, 18 年电商渠道销售占比为 24%。随着电商渠道的发展, 维达将原来的软抽 3 包/条改为 24 包或 18 包一箱, 整箱销售, 既降低成本的同时, 提高了客单价, 又与传统渠道的产品形态形成了差异。此举帮助维达从传统的 B2C 模式转为 C2B 模式, 从消费者的需求和订单出发, 再传导至产品, 有利于企业利用大数据, 根据客户的需求对产品、销售等环节进行改进升级。随着线上消费的发展, 电商渠道有望替代传统渠道, 电商渠道将成为生活用纸企业竞争的重点之一。

图 20: 维达销售渠道占比情况

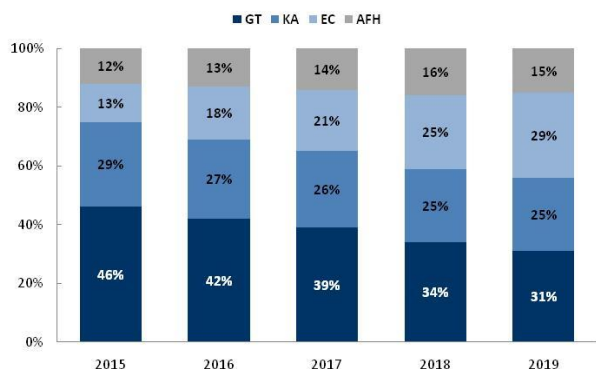
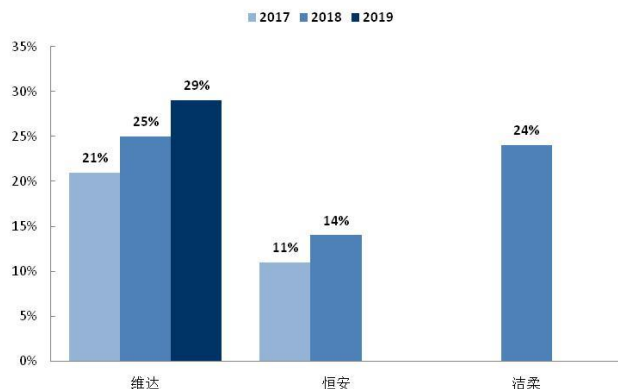


图 21: 维达国际、恒安国际、中顺洁柔线上销售占比情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

3.2 产能扩张推进渠道下沉, 传统渠道实现全国覆盖

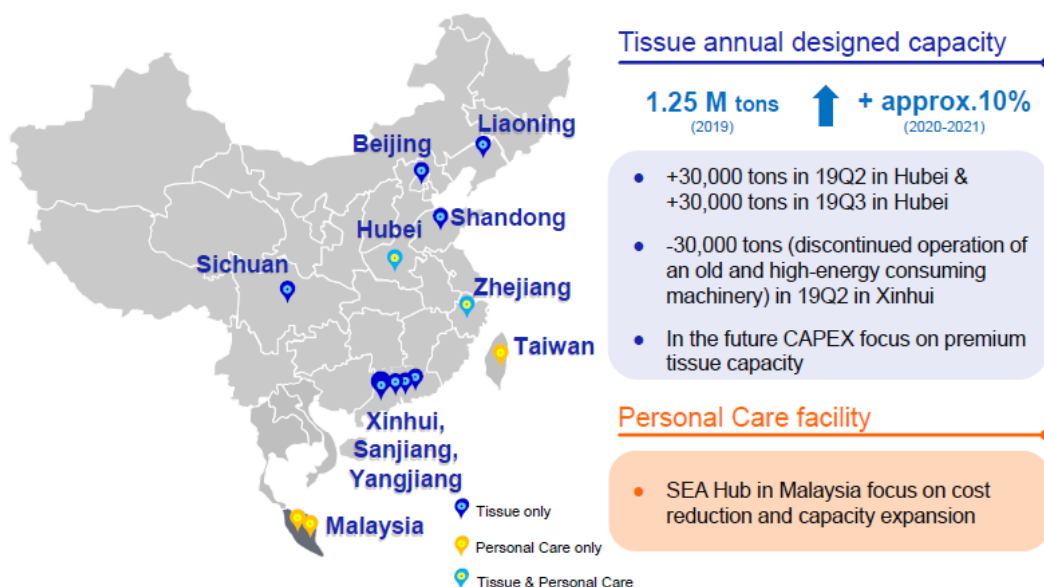
传统渠道包括经销商渠道和超市大卖场渠道, 目前维达的传统渠道已经实现了全国覆盖。

经销商渠道扩张迅速, 厂商一体化加强管理。早期, 维达凭借着产品过硬的质量畅销市场, 深受经销商的欢迎。经销商渠道的发展过程中, 维达始终坚持公开透明, 反馈效率极高, 为经销商提供最大便利, 使得经销商团队十分稳定。同时, 维达推行实施“厂商一体化”战略, 提升经销商的营运能力。维达在经销商内部成立维达专销团队, 负责团队人员底薪以及日常管理和绩效, 加强对经销商的管控能力。随着业绩的不断扩张, 维达的经销商团队也不断扩大, 截止 2015 年, 维达在全国拥有销售办事处 269 家, 经销商 1656 家。

成立 KA 部门配置对接小组, 维达大力发展超市大卖场渠道。2010 年起, 维达开始布局超市大卖场渠道, 成立 KA 部门, 先后与沃尔玛、家乐福、麦德龙、大润发、华润万家、屈臣氏等建立了合作关系, 同时设置一对一的对接小组。对接小组由一名客户经理和多名专员组成, 分工明确, 使得维达在超市大卖场渠道的销售迅速增长。到 2014 年, 维达超市大卖场渠道营收占比 33%。

维达产能实现全国性覆盖, 未来产能布局趋向高端化。由于生活用纸的体积大单价低, 运输成本较高, 维达在全国范围内的产能布局给传统渠道的业务开展提供了有力支持。2019 年维达产能实现 125 万吨, 分别分布在北京、辽宁省、山东省、湖北省、四川省、浙江省、广东省, 基本实现了全国性产能覆盖 (除西北地区)。预计在 2020-2021 年, 产能仍将有 10% 左右的投放增速, 新增产能主要集中在高端生活用纸品类, 助力公司实现产品升级。同时公司在海外也有产能布局, 产能主要对应个人护理产品。

图 22: 维达国际产能布局情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 23: 维达国际销售办事处及经销商发展情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 24: 超市维达纸巾促销情况



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.3 商用渠道市场空间广阔, 双品牌战略为重要抓手

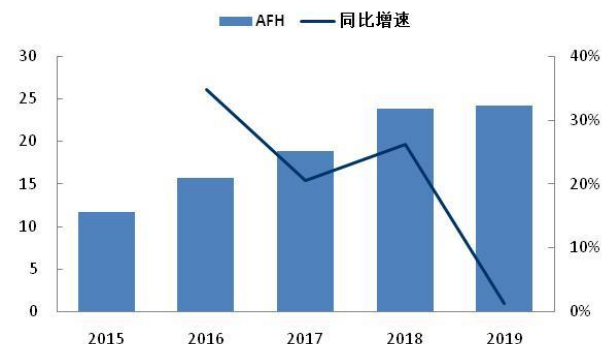
维达创业初期以星级酒店为切入点, 商用渠道占得先机。商用渠道的场景主要体现为家庭外的使用空间, 包括写字楼、商场、餐饮、酒店、机场、景点等等。2012 年数据显示, 中国居家用生活用纸市场占比 92%, 商用市场 AFH 仅占 8%, 对比北美 AFH 占生活用纸消费量的 38%, 对比西欧 AFH 占生活用纸消费量的 35%, 仍有较大的上升空间。当前国内市场商用渠道集中度较低, 龙头企业占比不高, 2018 年维达国际在商用渠道中占比 3.6%, 排名行业第一, 对比中顺洁柔占比 0.9%。维达在商用渠道同样布局较早, 经验丰富; 90 年代创业初期就以为星级酒店提供餐巾纸为切入点进入市场, 并在 2000 年获得麦当劳的国内订单。从趋势来看, 维达商用渠道的市场占比占据领导地位, 并有明显提升。2019 年维达商用渠道实现收入 24.11 亿港元, 近五年复合增速高达 20%, 远高于 C 端增速。

图 25: 维达国际和中顺洁柔商用渠道市占率



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 26: 维达国际商用渠道收入及增速情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

企业实施维达+多康双品牌战略, 多康将成为商用渠道重要抓手。在商用渠道领域, 维达目前实施双品牌战略, 除去维达自身品牌的商用产品, 多康的整合引入将是维达拓展商用市场的重要抓手。多康归属于爱生雅集团, 2018 年商用渠道收入实现 32.22 亿美元, 在全球与欧洲市场均位列第一, 销往全球超过 110 个国家和地区, 每年售出 600 万个分配器, 复购率高达 73%。同时, 商用渠道的利润保持在 15 左右, 高于爱生雅集团的纸巾销售利润率。目前, 多康成为了北京大兴国际机场和新加坡樟宜机场的合作伙伴, 在内地的推广将助力维达在商用渠道发展。

商用渠道是集团未来重点发展的方向之一。目前商用渠道在维达的收入占比为 15%, 同样呈现出逐年稳定上

升趋势。对比欧美成熟地区，我国生活用纸市场商销渠道仍处于前期发展阶段，商用渠道将迎来行业性机会，维达国际在商用渠道布局较早且已经初步形成领导地位，集团有望持续收益。

图 27：多康基础产品情况



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 28：北京大兴国际机场洗手间



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4. 营销：各类营销与消费者产生共鸣，建立长时效性关联通道

维达通过营销与消费者产生共鸣，建立时效性更长的关联。行业发展初期，生活用纸产品的同质化较高，护城河主要来自于渠道和品牌。一方面，龙头企业凭借资金优势，全国布局线下网点；另一方面，龙头企业发力营销推广，打造生活用纸产品品牌力。随着线上渠道的不断扩张，龙头企业线下渠道的优势弱化，渠道壁垒在一定程度上有所弱化；而在消费升级的大趋势下，品牌仍然是行业的主力护城河。作为快销品，纸巾的同质化更强，使得消费者对于品牌的忠诚度较低；且生活用纸的消费决策大多属于瞬间决策。因此如何能够与消费者产生共鸣并建立时效性更长的关联，是营销策略的重点。

从突出产品性能到突出消费理念，维达致力于家庭健康观念。广告词围绕纸巾产品的“韧”性，维达将广告营销的落脚点放在了“全家”和“生活”，放大了“幸福”、“快乐”、“健康”等消费追求。由于家庭消费在生活用纸整体消费中占重要比重，维达加强了对家庭观念的研究。自 2014 年起，维达先后联合京东、社科院、劳动经济研究所等相关机构，共同发布了一系列的《国民家庭亲子关系报告》。维达团队通过对消费者及其家庭的生活状态以及心理需求的研究，形成了较好的营销效果。同时，收集整合了大量的相关数据，并以此展开研发创新，提升产品质量。

表 3：公司发展历程中使用的广告语

广告语
至韧至柔，维达纸巾
柔韧细密，湿水不易破
柔韧一张，幸福主张
全家韧性，快乐表达
韧在维达，全家乐享
健康生活从维达开始

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

体育营销在维达发展初期助力公司实现飞跃。维达在 1996 年就先后冠名赞助全国足球甲 A 联赛、排球联赛、全国保龄球冠军杯等赛事，连续三年成为中国女排主赞助商；并于 2001 年获授权为第十九届冬季奥运会中

国体育代表团赞助商。维达的体育营销策略在企业初期, 迅速的提升了品牌知名度和产品渗透力, 帮助维达实现了优秀乡镇企业到中国驰名商标的飞跃。

图 29: 维达国际连续三年成为中国女排主赞助商



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 30: 维达冠名全国保龄球俱乐部联赛



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

维达在明星效用方面取得了显著的成功。快销品离不开明星代言的宣传策略。早在 2005 年, 维达就重金聘请沈殿霞做品牌代言人, 600 万的代言广告费超过了前一年在香港市场的总利润, 而销售额在当年实现了翻倍; 2018 年, 维达正式聘请孙俪成为维达品牌的“韧性体验官”, 与维达共同倡导“韧在维达, 乐在全家”的理念; 2019 年, 得宝公布当红明星陈伟霆为得宝品牌代言人, 共同倡导“理想生活选对纸”的理念。优质代言人的选择与各品牌倡导的理念完美契合。

图 31: 维达纸巾代言人孙俪



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 32: 得宝纸巾代言人陈伟霆



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

维达在 IP 营销方面同样出色。无论是纸巾婚纱, 还是国潮, 或者是亲子关系, 维达的 IP 营销本质上都突出了产品的韧性。维达通过这种多元的方式, 加深与消费者之间的共鸣, 建立时效性更长的关联。

纸巾婚纱: 15 年维达携手中国知名高定设计师兰玉, 举办首届维达纸巾婚纱艺术展, 将生活用纸与时尚概念连接, 将纸巾婚纱的艺术之美融入到消费者的生活之中, 成功实现生活用纸品牌的跨界。并在下一届的纸巾婚纱展中, 邀请了国民女神林志玲领衔走秀

国潮: 维达推出颐和园国潮系列纸巾, 将传统文化国粹与高品质现代生活结合, 主推“颐”式感生活感念, 随后在巴黎参加了《江山如此多娇》主题文化展, 并在国内推出了国潮纸巾快闪店; 维达同时推出了国潮纸巾婚纱, 实现了品牌 IP 的交叉营销。

亲子关系: 结合热门 IP 推出产品, 尤其是卡通形象系列, 深受小朋友的喜欢。2009 年推出喜洋洋与灰太狼系列纸巾; 2011 年推出功夫熊猫系列产品; 2012 年推出冰河世纪产品; 2014 年推出海绵宝宝系列新产品; 2017 年推出 emoji 系列; 2019 年推出 B. Duck 系列。同时, 维达发布了一系列的《国民家庭亲子关系报告》。

图 33: 维达推出国潮纸巾婚纱



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 34: 颐 and 园超韧 Just1 系列纸巾



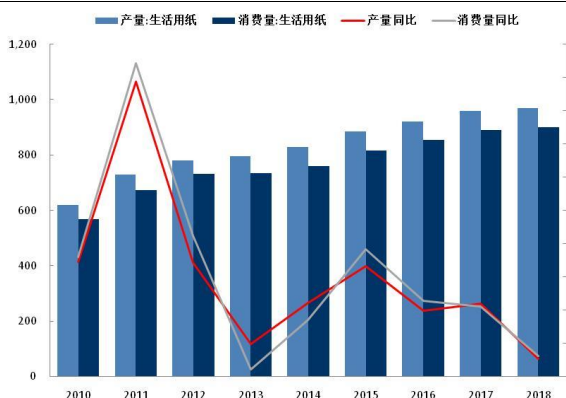
资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

5. 行业: 人口结构变化提升市场空间, 消费升级加速行业扩张

5.1 生活用纸市场规模高速扩张, 人均消费量提升空间较大

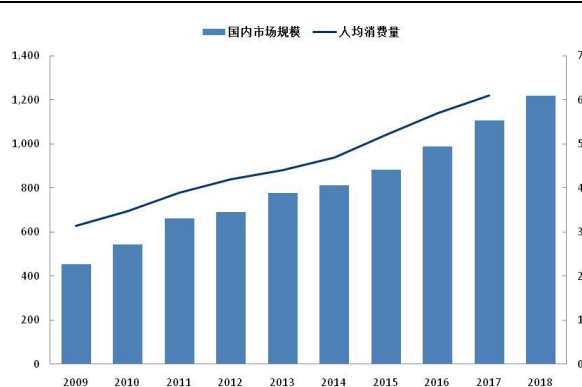
生活用纸市场规模高速扩张。我国生活用纸市场规模从 2009 年的 453.70 亿元市场规模发展至 2018 年的 1217.33 亿元, 10 年间复合增速高达 11.58%。生活用纸 2018 年产量 970 万吨, 较 2017 年多产 10 万吨, 同比上涨 1.04%; 消费量为 901 万吨, 较 2017 年多消费 11 万吨, 同比上涨 1.24%。

图 35: 生活用纸产量及消费量情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 36: 生活用纸市场规模和人均消费量情况



资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

人均生活用纸的扩张空间较大。2017 年我国生活用纸市场规模已达 1106 亿元, 对比全球生活用纸规模 826.5 亿美元, 占比高达 19.11%; 但人均生活用纸仅为 6.1 千克, 对比北美地区及欧洲地区人均消费量分别为 24 千克和 15.5 千克。随着消费升级与生活习惯的改变, 生活用纸产品不断的细化更新, 使用场景不断下沉, 配合电商渠道的飞速发展, 生活用纸市场或将迎来快速扩张期。按照生活习惯更为相近的亚洲国家及地区相

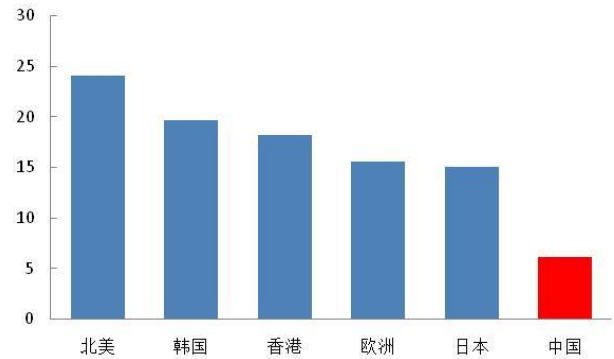
比较, 我国的人均生活用纸消费量存在翻倍空间。

图 37: 人均生活用纸消费量情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 38: 2017 年世界各地人均生活用纸消费量情况



资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

我们通过单一产品化的模型进行换算, 从单一产品的维度来衡量现在的人居生活用纸消费量情况。

- a. 3 层*120 抽的纸抽, 平均一层 0.45 克, 一张三层共 1.35 克。(一包重 1.35 克乘以 120 张为 162 克)
- b. 厕所擦手纸, 平均一张 2.25 克。
- c. 厨房用纸, 平均一张 2.8 克。

数据显示, 2017 年中国人均用纸 6.1 千克, 按照单一产品换算, 相当于:

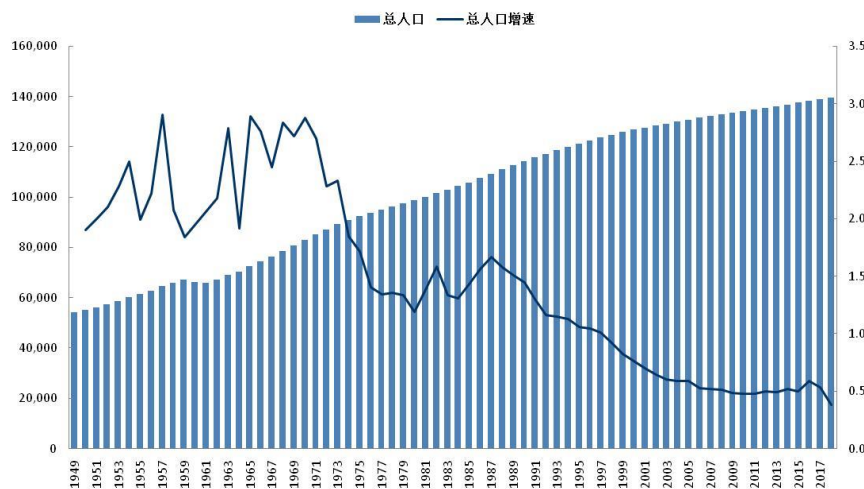
- a. 12.4 张抽纸/天 (平均每个月 3.1 包纸抽)
- b. 7.5 张厕所擦手纸/天
- c. 6.1 张厨房用纸/天

可以看出, 当前生活用纸的消费量仍然较低, 存在 2-3 倍的翻倍空间。

5.2 人口结构变化提升生活用纸市场空间

生活用纸需求的双轮驱动之一, 是生活用纸使用人口结构的变化。初期, 这种驱动体现为人口的增长 (生活用纸使用人数的增加)。随着人口增速不断地趋缓, 这种驱动更多的体现在了人口结构上的变化。城镇化和老龄化是接力人口总量增长驱动的两大大因素。

图 39: 总人口数及增速情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.2.1 人口老龄化带动细分产品需求

老龄化将带动成人纸尿裤市场的扩张。随着我国人口老龄化的逐步加深,成人纸尿裤市场规模有望不断扩张。截至 2018 年,65 岁及以上人口总量为 1.67 亿人,同比增速 5.22%。近五年(2013-2018)增长了约 3500 万人,平均每年增长约 700 万人;且近两年呈现出加速趋势,其中 2017 年增长 828 万,2018 年增长 827 万。截至 2018 年,我国 65 岁及以上人口占比 11.9%,仍然低于发达国家地区情况。根据预测,未来该比重将持续攀升,2023 年 65 岁及以上人口占比将超过 14%,2035 年 65 岁及以上人口占比将超过 21%。老年人口的增长,会直接带动成人纸尿裤的需求。

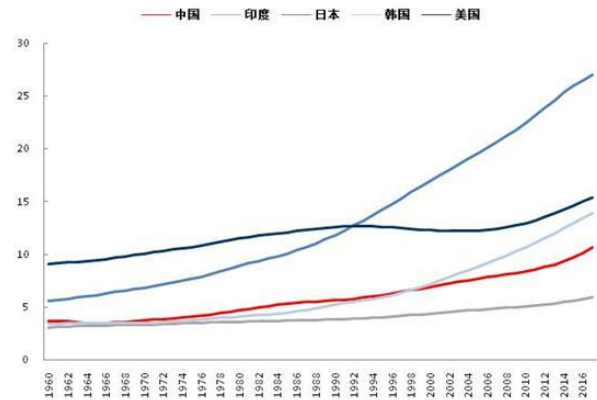
当前成人纸尿裤市场规模较小,市场渗透率相对较低。截止 2017 年,成人失禁用品市场规模 62.9 亿元,而目前我国 65 岁以上需要长期护理的失能老人已超 4000 万,按照人均 3 片的每日需求来计算,每年需求量在 438 亿片左右,而当前我国成人纸尿裤和纸尿裤的年工厂销售量分别仅为 40.4 亿片和 11.1 亿片,市场渗透率较低。我们认为,成人纸尿裤市场仍有较大空间。

图 40: 65 岁人口总量及增速情况



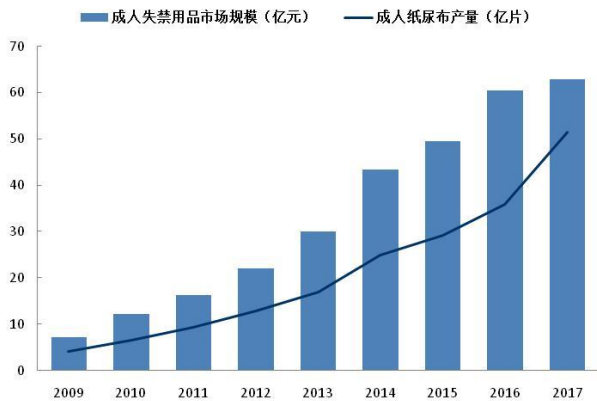
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 41: 世界各地人口老龄化情况



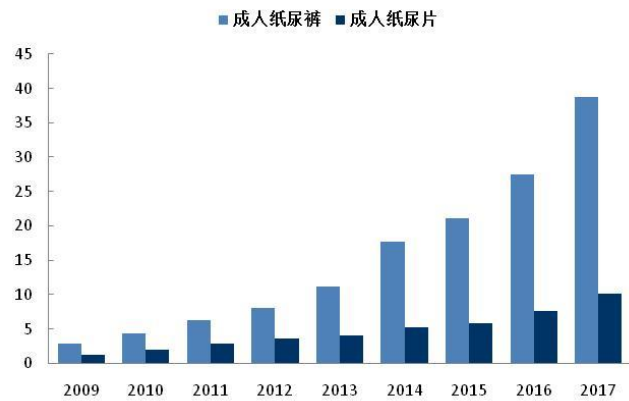
资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

图 42: 成人失禁用品市场规模和成人纸尿裤产量情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 43: 成人纸尿裤及纸尿裤片工厂生产情况（亿片）



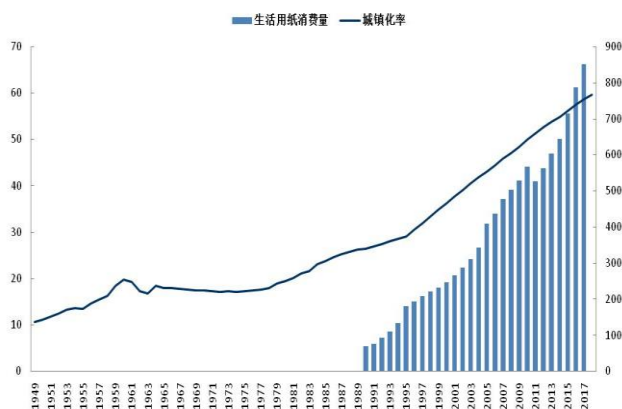
资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

5.2.2 城镇化推动生活用纸产品普及

我国当前仍处于快速城镇化阶段。2018 年底, 我国常住人口城镇化率为 59.58%, 远低于发达国家 80% 的平均水平, 还有较大的发展空间。根据《国家人口发展规划 (2016—2030 年)》, 我国预计在 2030 年实现常住人口城镇化率 70%, 依据城镇化发展的普遍规律, 未来十年我国仍处于 30%-70% 的快速城镇化阶段。

城镇化是推动生活用纸消费量增长的重要驱动之一。城镇化是产品市场普及和渗透的重要助推器。随着农村人口向城镇的迁移, 农村人口的生活习惯受到城镇人口的影响, 对于生活用纸的消费量有所提升。卫生巾市场在 90 年代的迅速扩张以及渗透率的大幅提升, 城镇化是重要因素之一。

图 44: 生活用纸消费量与城镇化率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 45: 世界各地人口老龄化情况



资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

表 4: 城镇化率比较情况

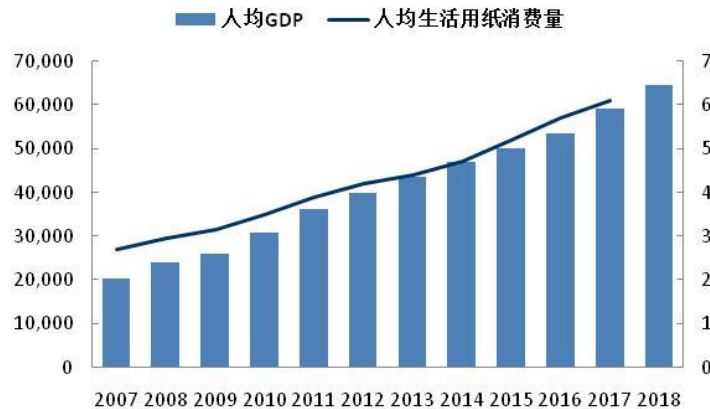
城镇人口比例	2012	2013	2014	2015	2016
中国	52.57	53.73	54.77	56.10	57.35
美国	81.10	81.27	81.44	81.61	81.78
英国	81.83	82.09	82.34	82.59	82.83
德国	74.68	74.89	75.09	75.30	75.51
法国	78.82	79.05	79.28	79.52	79.75
日本	91.90	92.49	93.02	93.49	93.92
印度	31.63	31.99	32.36	32.74	33.13

资料来源: 网络公开资料整理、Wind、东兴证券研究所

5.3 消费升级加速生活用纸市场扩张

生活用纸需求的另一驱动, 体现在经济增长带来的消费升级。从数据上来看, 人均生活用纸消费量与人均 GDP 高度相关。从 13 年开始, 生活用纸人均消费量与人均 GDP 增速高度拟合。随着经济水平的不断提升、人均收入的逐渐升高, 对于生活质量的要求提升将推动消费者的消费升级, 人均用纸的消费量也会进一步提升。

图 46: 人均 GDP 和人均生活用纸消费量对比情况

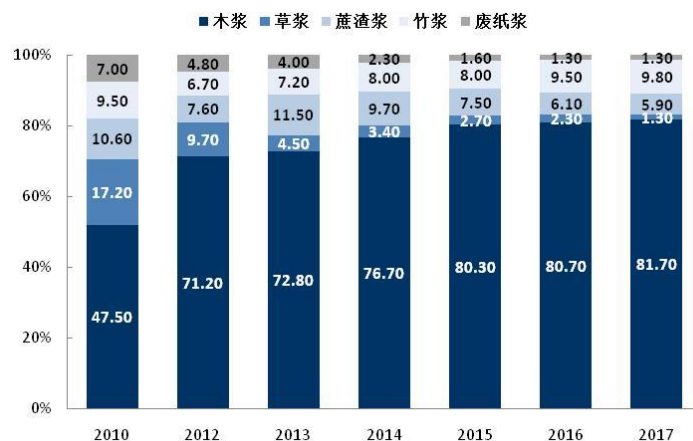


资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.3.1 用料及产品矩阵消费升级

从产品的成分来看,生活用纸的消费升级,一方面体现在了纸浆比例的提升。消费用纸木浆占比从 2010 年的 47.5%,提升至 2017 年的 81.7%,废纸浆占比从 2010 年的 7%,下滑至了 2017 年的 1.3%。生活用原材料的结构变化体现了随着经济水平的提升,消费者对于生活用纸的使用体验提出了更高的要求:柔软,湿水不破,无渣。

图 47: 生活用纸纤维原料占比情况



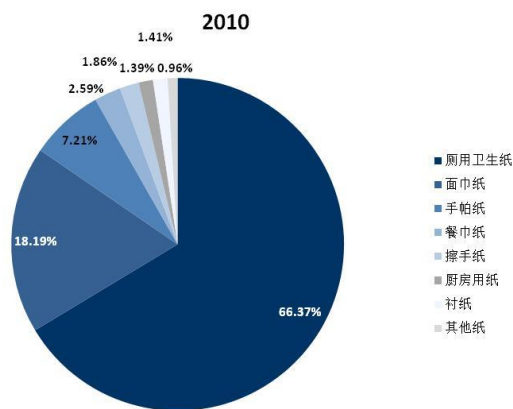
资料来源: Wind、东兴证券研究所

生活用纸的消费升级,另一方面体现在了生活用纸消费结构的变化以及产品的不断创新。

对比 2017 年以及 2010 年的生活用纸消费量结构占比情况,厕所卫生纸的比例显著下降,由 2010 年的 66.37% 下降至 2017 年的 55.22%。取而代之的是面巾纸、餐巾纸和擦手纸的份额迅速扩张,消费占比分别从 18.19%、2.59%、1.86% 提升至 27.39%、3.88%、4.41%。其中,餐巾纸的提升与蓬勃发展的外卖市场关联较大;面巾纸和擦手纸则体现出了经济水平提升下的消费升级。

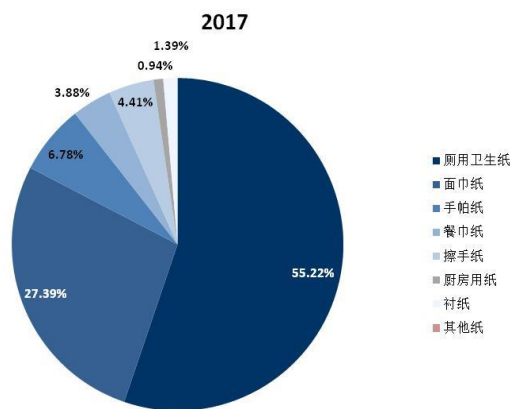
生活用纸新产品的开发与创新更加关注消费纸需求。乳霜纸、棉柔巾、易冲散型卫生纸等聚焦产品功能性的生活用纸细分市场不断增长, 同时, 迎合消费者健康消费概念的本色纸市场也有着进一步的增长。从生活用纸企业的产品矩阵来看, 产品的创新, 以消费者不断提出细分需求为聚焦点, 也是消费升级的一种体现。

图 48: 2010 年生活用纸消费量分品类占比情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 49: 2017 年生活用纸消费量分品类占比情况



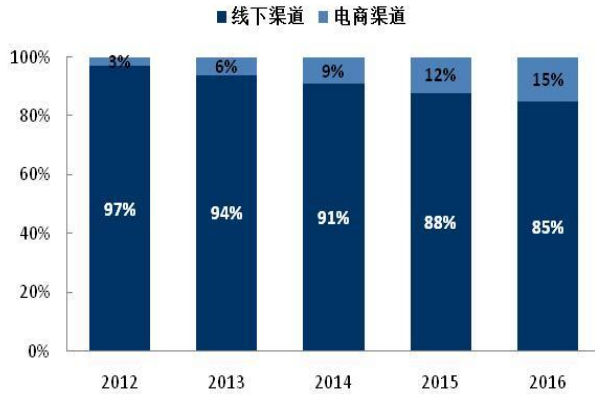
资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究

5.3.2 生活用纸使用场景多样化

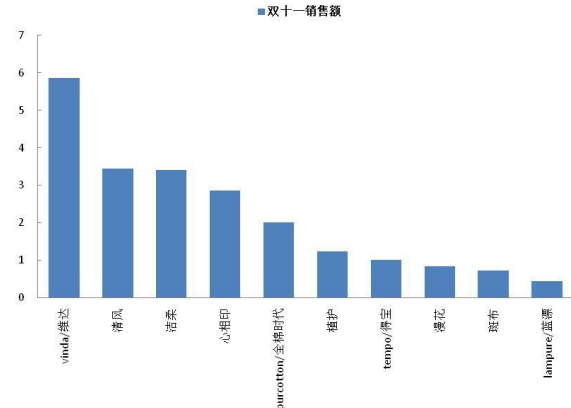
生活用纸的消费升级同样体现在使用场景不断增强。生活用纸的使用场景, 从最初个人卫生使用场景, 逐步扩张到厨房、厕所、外卖+餐饮、写字楼、化妆、旅游等使用场景。目前, 中国的生活用纸消费场景, 还是以家庭场景主导, 占比较高。而数据显示, 2004 年北美居家外 (AFH) 生活用纸消费占比消费量就达到了 38%, 欧洲发达地区同样 AFH 生活用纸消费量占比达到了 35%, 而同一时期, 中国 AFH 生活用纸消费占比仅为 8%。从餐饮、旅游、写字楼等市场的发展情况来看, AFH 的市场空间仍然较高。

5.3.3 渠道升级, 电商销售发展迅速

生活用纸电商渠道营业额占比持续提升。当前, 生活用纸的销售渠道仍然以传统的经销商、KA 模式为主, 虽然电商渠道的份额占比相对较低, 但是电商渠道增长速度较快。截至今年 6 月, 维达国际上半年电商销售份额占比 26%, 同比提升 4 个百分点; 恒安国际上半年电商消费份额占比 19.4%, 同比提升 6 个百分点。目前来看, 龙头企业皆做出战略调整, 发力电商渠道 (EC), 网络销售也将成为各大企业重点争夺之地。

图 50: 电商渠道占比变化


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 51: 2019 年 11 月生活用纸销量前十情况


资料来源: 淘数据, 东兴证券研究

6. 投资建议与投资评级

6.1 投资建议

产品结构高端化升级, 提升产业价值。产品品类的横向扩张以及个人护理市场的开拓是生活用纸行业的发展趋势。维达国际通过对爱生雅亚洲市场的整合, 实现了产品品类的横向扩张, 丰富了产品矩阵。形成了生活用纸、失禁护理、女性护理及婴儿护理 4 大业务, 并拥有以维达、得宝、多康、添宁、包大人、轻曲线、丽贝乐、Drypers 为主打的 8 大品牌。与其他企业打造自创品牌不同, 维达国际通过整合的方式进行产品品类的扩张。得宝、多康、轻曲线等品牌已经在亚洲非大陆地区拥有较成熟的市场和良好的品牌口碑, 同时借鉴这些高端品牌的产品设计经验以及成熟的生产销售模式, 有助于维达实现品牌高端化升级。

品牌整合助力维达进军个护市场, 人口结构变化提升个护市场空间。维达凭借爱生雅亚洲前期的布局, 迅速进军个人护理市场。维达个人护理业务在东南亚地区优势明显, 成人纸尿裤、婴儿纸尿裤、卫生巾系列产品在马来西亚市场的市占率皆排名第一, 分别达到了 55%, 39%, 30%; 成人纸尿裤在新加坡同样排名第一, 市占率为 74%, 在台湾排名第二, 市占率为 29%。目前维达已在国内市场推出多个个人护理品牌产品, 借鉴海外市场的发展经验, 开拓国内个人护理市场。随着老龄化及城镇化等人口结构的变化, 成人纸尿裤、婴幼儿纸尿裤、卫生巾等个护产品需求不断提升, 个人护理市场空间较大。

商用渠道是集团未来重点发展的方向之一。对比欧美成熟地区, 我国生活用纸市场商销渠道仍处于前期发展阶段, 商用渠道将迎来行业性机会。当前国内市场商用渠道集中度较低, 2018 年维达国际在商用渠道中占比 3.6%, 排名行业第一, 对比中顺洁柔占比 0.9%。从趋势来看, 维达商用渠道的市场占比占据领导地位, 并有明显提升。2019 年维达商用渠道实现收入 24.11 亿港元, 近五年复合增速高达 20%, 远高于 C 端增速; 目前商用渠道在维达的收入占比为 15%, 同样呈现出逐年稳定上升趋势。维达国际在商用渠道布局较早且已经初步形成领导地位, 双品牌战略下, 集团有望持续收益; 多康将是维达拓展商用市场的重要抓手。

生活用纸市场规模高速扩张, 人均消费量提升空间较大。当前我国生活用纸市场规模从 2009 年的 453.70 亿元市场规模发展至 2018 年的 1217.33 亿元, 10 年间复合增速高达 11.58%, 市场规模高速扩张。且我国人均生活用纸消费量较低, 仅为 6.1 千克, 对比北美地区及欧洲地区人均消费量分别为 24 千克和 15.5 千克, 提

升空间较大。生活用纸当前处于产能过剩阶段, 产能投放集中, 且环保政策持续收紧, 叠加渠道升级营销成本不断提升, 中小企业经营压力较大; 而龙头企业资金较为充足, 产能投放持续较强, 竞争优势明显。当前国内生活用纸市场 CR4 仅为 33%, 与美国生活用纸市场 CR4 高达 75%相比, 上升空间仍然较大。长期来看, 龙头企业通过全国范围内产能布局、产品创新升级、产品全品类扩展、全渠道下沉等策略, 生活用纸市场集中度有望进一步提升。

6.2 投资评级

随着公司产品结构的不断完善, 产业价值不断提升。个人护理业务和商用市场空间潜力巨大, 公司通过整合获得海外市场成熟品牌, 为个人护理及商用产品在国内市场的推广奠定基础。我们认为随着消费升级的大趋势, 人均生活用纸消费量提升空间较大。公司在线上渠道及商用渠道的先发优势, 有望助力公司脱颖而出。预计公司 2020-2022 年实现营收 176.96/198.28/227.89 亿元, 同比+9.97%/11.99%/14.99%, 实现净利润 13.08/15.09/17.71 亿元, 同比+14.88%/15.38%/17.37%, EPS 为 1.09/1.26/1.48 元, 对应的 PE 分别为 19x/16x/14x。首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

个人护理业务发展不及预期, 商用渠道发展不及预期, 木浆价格大幅上涨, 生活用纸行业竞争加剧等。

8. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	需求持续增长, 龙头企业跑马圈地——生活用纸行业深度报告	2019-12-27
行业	竞争格局改善, 企业盈利水平有望提升——造纸行业深度报告	2019-12-24

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018 年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。