

非洲卫生用品龙头，正式启动港股 IPO

——乐舒适招股书梳理报告

本报告导读

公司是非洲卫生用品龙头，正式启动港股 IPO，新兴国家卫生用品行业景气度较高，公司位居行业龙头，看好公司业绩持续高增。

摘要：

- **非洲卫生用品龙头，正式启动港股 IPO。**公司是非洲卫生用品龙头，主要产品为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤、湿巾等，2024Q1-3 婴儿纸尿裤、卫生巾的收入占比分别为 75%、14%。公司 2009 年起作为森大集团内部业务分部开展业务，通过品牌矩阵搭建、本地产能布局等在非洲取得领先地位，2022 年起独立于森大集团，2025 年启动港股 IPO。
- **新兴市场高景气，乐舒适位居行业龙头。**2023-2028 年非洲卫生用品市场规模 CAGR 为 8.0%，位居全球首位。非洲婴儿纸尿裤及卫生巾市场高度集中，按销售金额计 CR5 分别为 63.2%/43.0%，乐舒适位居第二，市占率分别为 17.2%/10.5%，按销量计乐舒适市场份额均位居第一，分别为 20.0%/14.0%。
- **竞争优势：品牌覆盖全面，把握渠道与生产命脉。**1) **品牌：**公司品牌矩阵覆盖大众、中端、中高端全价格段，根据调查，在婴儿纸尿裤与婴儿拉拉裤领域，Softcare/Maya/Cuettie 品牌认知度高达 89.0%，复购率达到 95.7%；在卫生巾领域，Softcare/Veesper/Clincleer 品牌认知度高达 95.4%，复购率达到 92.0%。2) **渠道：**公司深耕非洲市场超过 15 年，销售网络覆盖超过 30 个国家，可触达这些国家 80%以上的本地人口。3) **产能：**以 2023 年的产量计，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及非洲卫生巾市场均排名第一，实现 100%本土化供应。
- **未来展望：1) 收入端：**需求方面，新兴市场卫生行业发展潜力大，公司作为行业龙头有望进一步提升市场份额。供给端方面，产能利用率仍有提升空间，募集资金将用于产能扩张。2) **利润端：**2023、2024Q1-3 公司毛利率同比提升，主要得益于原材料平均采购价格下降，此外汇率波动影响净利率水平。展望未来，品牌升级及结构优化有望持续改善盈利，抵消部分原材料可能存在的不利波动。
- **风险提示：**市场竞争加剧，汇率波动风险

往期回顾

耐用消费品《智能眼镜投融资火热，产业景气度向上》2025.02.06

耐用消费品《需求延续弱复苏，品牌与渠道为胜负手》2024.09.02

耐用消费品《若油价下行，轻工石油链标的有望受益》2024.08.25

耐用消费品《薄荷醇风味首次通过 PMTA，产业意义重大》2024.06.23

耐用消费品《弱复苏下经营稳健，进取型企业价值凸显》2024.05.05

目录

1. 公司概况：专注新兴市场的卫生行业领军企业.....	3
1.1. 发展历程：品牌化+本地化生产+全球化供应链	4
1.2. 管理层经验丰富，能力获得业内认可	5
1.3. 独立于森大集团，完全上市前公司重组	6
2. 新兴市场高景气，乐舒适位居行业龙头.....	8
2.1. 新兴市场持续释放需求，卫生用品行业成长空间广阔	8
2.2. 非洲卫生用品行业集中度高，乐舒适为领军企业	10
3. 竞争优势：品牌覆盖全面，把握渠道与生产命脉.....	12
3.1. 品牌：多元化品牌覆盖全价格带，全面满足市场需求	12
3.2. 渠道：销售网络覆盖广泛，渠道多元且成熟	16
3.3. 产能：100%本地化生产，低成本+快触达	18
4. 未来展望	19
4.1. 收入端：核心产品量价齐升，产能充足无瓶颈	19
4.2. 利润端：毛利率受益于原材料价格下降，汇率波动影响利润水平	22
5. 风险提示	24

1. 公司概况：专注新兴市场的卫生行业领军企业

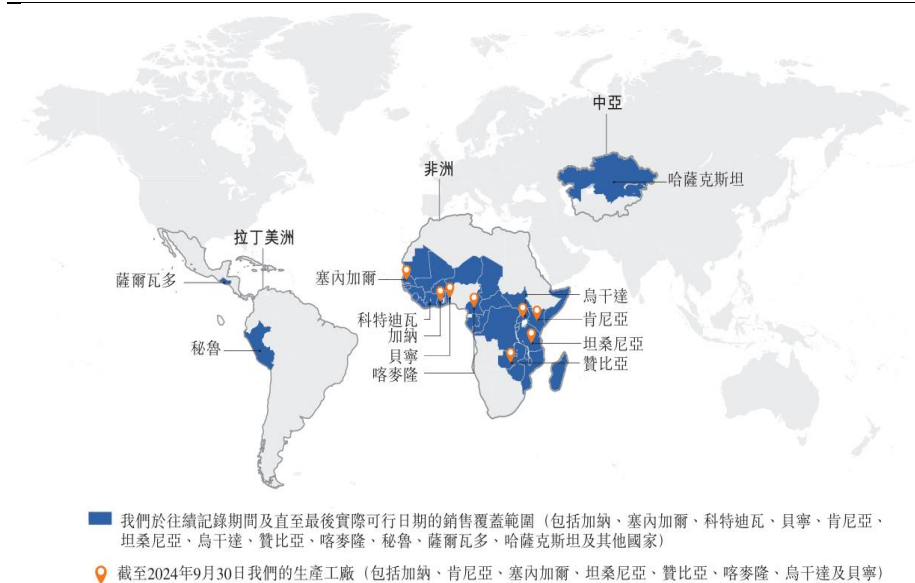
非洲卫生行业领军企业，主营四大类产品。乐舒适是一家专注于非洲、拉美、中亚等地快速发展新兴市场的国际化卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。根据弗若斯特沙利文报告，以 2023 年销量计算，1) 公司在非洲的婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.0%和 14.0%；2) 公司在加纳、肯尼亚、科特迪瓦、塞内加尔、喀麦隆及坦桑尼亚的婴儿纸尿裤市场均排名第一，以及在塞内加尔、肯尼亚及坦桑尼亚的卫生巾市场均排名第一。

表1: 公司主要经营产品为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤、湿巾

产品种类	品牌	收入占比	平均售价
婴儿纸尿裤	Softcare Cuettie Vesper Maya	75.30%	8.30 美分/片
卫生巾	Softcare Vesper Clincleer	17.40%	4.72 美分/片
婴儿拉拉裤	Softcare Cuettie	4.20%	8.66 美分/片
湿巾	Softcare Vesper	3.10%	0.96 美分/片

数据：公司招股书， 证券研究（注：数据为 2024Q1-3 口径）

图1: 产能全部分布在非洲, 销售市场遍布西非、东非、中非、中亚、拉美



数据 : 公司招股书 (注: 数据为 2024Q1-3 口径)

1.1. 发展历程: 品牌化+本地化生产+全球化供应链

➤ 2009-2017 年: 进军非洲市场, 构建全方位品牌矩阵。

2009 年, 乐舒适作为森大集团的内部业务分部开展业务, 在加纳推出 Softcare 婴儿纸尿裤, 进军西非市场; 2010 年, 在肯尼亚和坦桑尼亚布局婴儿纸尿裤和卫生巾业务, 进军东非市场, 同时注册了 Clincleer 和 Maya 品牌; 2011 年, 公司推出了 Veesper 和 Cuettie 品牌。至此, 公司在非洲市场构建起全方位品牌矩阵, 含有 Softcare、Clincleer、Maya、Veesper 和 Cuettie 五大品牌。Softcare 作为核心品牌, 定位中高端, Veesper 次之, 两者均为全品类布局; Maya 为中端婴儿纸尿裤品牌; Cuettie 与 Clincleer 为大众品牌, Cuettie 的产品包括婴儿纸尿裤和婴儿拉拉裤(2018 年正式开始销售婴儿拉拉裤), Clincleer 为卫生巾品牌。

➤ 2018-2021 年: 布局非洲产能, 实现本地化生产。

在实现本地化生产之前, 为便于拓展市场, 公司通常采用“先贸后工”的业务拓展策略, 委聘中国的 OEM 制造商制造公司产品在当地销售。自 2018 年起, 公司开始在非洲建设生产设施, 用于生产自有品牌的婴儿及女性卫生用品, 实现工贸一体化升级。并于 2018 年进军婴儿拉拉裤市场, 增加产品种类, 扩展业务。2020 年, 公司开始在秘鲁销售产品, 将业务扩展至拉丁美洲。

➤ 2022 年至今: 持续扩展业务, 谋求长期发展。

为促进长期发展, 2022 年独立于森大集团, 于开曼群岛注册成立乐舒适有限公司。公司的业务模式已逐步发展为集开发、制造及销售婴儿及女性卫生用品于一体。与此同时, 公司不断谋求新的发展机遇, 持续扩展业务, 于 2024 年扩展至中亚地区。目前, 公司正在全力冲击港股 IPO。

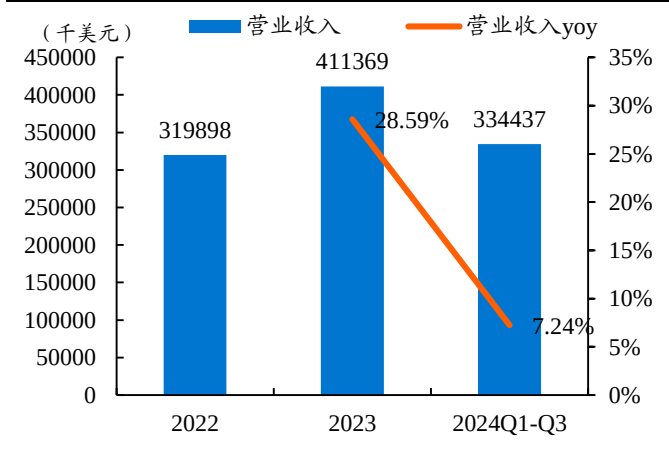
表2: 公司深耕非洲市场十余年

年份	发展历程里程碑
2009	1) 作为森大集团的内部业务分部开展业务, 并开始通过广州森大开始从事快消卫生用品销售。 2) 市场开拓: 于加纳推出 Software 婴儿纸尿裤, 标志着公司进入西非市场。
2010	1) 市场开拓: 开始在肯尼亚和坦桑尼亚贸易婴儿纸尿裤及卫生巾 (包括 Clincleer 品牌), 将业务扩展至东非市场。 2) 品牌成立: 注册 Maya 品牌。
2011	品牌成立: 注册 Veesper 及 Cuettie 品牌。
2018	1) 产能布局: 在加纳首次实现婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产。 2) 市场开拓: 开始于乌干达销售婴儿拉拉裤, 标志着公司进军婴儿拉拉裤市场。
2019	1) 产能布局: 开始于肯尼亚生产婴儿纸尿裤。 2) 市场开拓: 在刚果民主共和国销售产品, 标志着公司在中非市场的业务足迹。

	3) 公司的婴儿纸尿裤和卫生巾于 2019 年的销售量分别达 10 亿片及 3 亿片。
2020	1) 产能布局 : 开始于肯尼亚生产婴儿拉拉裤。 2) 市场开拓 : 开始于秘鲁销售产品, 进军拉美市场。 3) 产能布局 : 开始于塞内加尔生产婴儿纸尿裤。
2021	产能布局 : 开始于赞比亚生产婴儿纸尿裤。
2022	1) 独立于森大集团, 于开曼群岛注册成立乐舒适有限公司。 2) 产能布局 : 开始于喀麦隆、乌干达及贝宁生产婴儿纸尿裤。 3) 获得 Muz Plus International Co. 颁发 2022 年人民选择品质奖 - 最佳婴儿纸尿裤及最佳卫生巾 (People's Choice Quality Awards 2022 - Best Baby Diapers and Best Sanitary Pads)。
2023	1) 获得加纳标准局(Ghana Standards Authority)授予国家医疗设备技术委员会成员资格。 2) 获得 BSD 集团及 Ipsos 颁授「肯尼亚女性最喜爱的 100 大品牌」第 8 名。
2024	1) 市场开拓 : 于哈萨克斯坦成立营运实体, 在中亚开展业务。 2) 产能布局 : 公司收购土地以在秘鲁建造生产厂房。 3) 在萨尔瓦多开展销售活动, 进一步扩大了在拉美的业务覆盖。 4) 获得品牌非洲(Brand Africa)授予「最受欢迎个人护理品牌(Most Admired Personal Care Brands)」称号。 5) 获得第 18 届加纳 - 非洲企业奖金奖 (国际贸易 (出口)) (由外交事务与地区一体化部及 Top Brass Ghana 颁发)。 6) 获得第 21 届 Ghana Club 100 Awards - 制造业企业第一名 (由加纳投资促进中心颁发)。

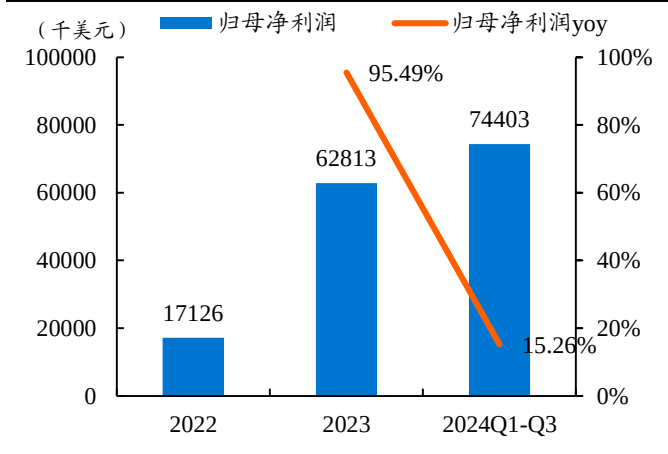
数据 : 公司招股书, 证券研究

图2: 公司营业收入持续增长



数据 : 公司招股书, 证券研究

图3: 公司归母净利润持续增长



数据 : 公司招股书, 证券研究

1.2. 管理层经验丰富, 能力获得业内认可

管理层经验丰富, 能力获得业内认可。公司核心高管拥有 20 年左右的专业、行业或管理经验, 不仅专业能力和管理能力强, 而且行业洞察能力出众。目前公司的 CEO 罗继超拥有超过 22 年的快速消费品行业经验, COO 赵永强拥有超过 22 年的管理咨询等经验, CFO 龙瑞麒拥有超过 18 年的资本市场交易、会计审计等专业经验。而且公司大部分高管曾任职于知名企业并担任重要职务, 表明其专业能力与综合素质已获得广泛认可, 对公司未来发展具有积极意义。

表3: 公司核心管理层经验丰富

姓名	职位	年龄	加入集团日期	简历
罗继超	执行董事 首席执行官	45	2011/6/20	罗先生拥有超过 22 年快速消费品行业的经验。2002-2011 年, 罗先生曾在纳爱斯集团有限公司担任多个职位, 最后担任全国大客户高级经理。2011-2021 年, 罗先生曾担任广州森大快速消费品部门副总裁。他于 2002 年 6 月在郑州工程学院 (现称河南工业大学) 获得管理学学士学位, 并于 2020 年 12 月获得中山大学 EMBA 硕士学位。
赵永强	执行董事 首席运营官	47	2024/10/17	赵先生在管理咨询及信息技术行业拥有丰富经验。2002-2007 年, 赵先生曾在创智信息科技股份有限公司担任多个职务, 最后担任执行总监。2007-2024 年, 赵先生在国际商业机器 (中国) 有限公司 (IBM) 担任高级顾问、总监及副总裁等多个职位, 最后担任合伙人。他于 1999 年 6 月在中

				南工业大学（现称中南大学）获得工程学学士学位，于 2002 年 7 月在中南大学获得管理学硕士学位。
沈延昌	非执行董事 董事会主席	51	2009/2/13	沈先生在新兴市场贸易及企业管理行业拥有超过 27 年的经验。1997-1999 年，沈先生担任尼日利亚通用钢铁有限公司的采购经理。2004 年 2 月，沈先生创立广州森大，并于 2004-2009 年担任广州森大董事兼总经理。2009-2019 年，沈先生作为森大集团的内部业务部门开展业务，通过广州森大从事快消卫生用品销售。自 2019 年 9 月起，沈先生担任森大公司的主席及董事。沈先生目前也是 Sunda Enterprise 及公司控股股东 Chaoyuet Holding 的董事。他于 1996 年 7 月获得哈尔滨工程大学工业自动化学士学位，并于 2010 年 6 月获得中山大学 EMBA 硕士学位。
龙瑞麒	首席财务官 联席公司秘书	39	2022/2/15	龙先生在资本市场交易、专业会计及审计领域拥有超过 18 年的经验。2007-2017 年在罗兵咸永道会计师事务所担任多个职务，最后担任高级经理。2017-2018 年，龙先生担任卓尔智联集团有限公司的财务总监及公司秘书。2018-2022 年，龙先生在益美国际控股有限公司担任首席财务官兼公司秘书。2022-2022 年，龙先生在广州森大担任快速消费品财务总监。他于 2007 年 12 月获得香港理工大学会计学学士学位，并于 2011 年 1 月获得香港会计师公会认可的执业会计师资格。
王楠	销售及管理中心 主管	39	2010/10/8	王先生在销售及营销领域拥有超过 14 年的经验。2010-2021 年，王先生在广州森大担任多个职位，最后担任快速消费品分部销售管理总监。他于 2009 年 7 月获得西安理工大学英语学士学位，并于 2019 年 10 月获得英国兰卡斯特大学工商管理硕士学位。
张琦	海外业务管理中 心主管	38	2010/8/2	张先生拥有超过 14 年的业务运营及财务管理经验。2010-2021 年，张先生先后担任广州森大多家附属公司的审计主管、财务经理、财务总监及总经理。他于 2010 年 7 月获得东北师范大学管理学学士学位，主修会计，并于 2019 年 10 月获得英国兰卡斯特大学工商管理硕士学位。
岳杰	项目开发部主管	44	2009/9/10	岳先生在销售及市场推广领域拥有超过 18 年的经验。2006-2009 年，岳先生在法国公司 Cherry Rocher Neyret Chavin 担任中国区域销售经理及法国市场推广专员。2009-2021 年，岳先生先后担任广州森大多家附属公司的销售经理、总经理。他于 2003 年 6 月获得深圳大学工程学学士学位，主修应用化学，并于 2007 年 3 月获得法国勃艮第大学科学、技术及健康硕士学位。
周正良	供应链管理中心 总经理	52	2024/3/1	周先生在生产管理领域拥有超过 25 年的经验。2000-2018 年，他任职于两家美的集团的全资附属公司。2019-2020 年，他在中山市广恒合优科技发展有限公司担任顾问。2020-2021 年，他在浙江永强集团股份有限公司担任生产总经理。2021-2022 年，他担任漯河市卫龙商贸有限公司供应链中心主管。2022-2024 年，他担任深圳市洲明科技股份有限公司生产总经理。2024 年 3 月至 2024 年 9 月，周先生担任广州森大快速消费品生产管理部总经理。他于 1996 年 7 月获得四川联合大学（现称四川大学）机械制造技术与设备专业学士学位。

数据：公司招股书， 证券研究

1.3. 独立于森大集团，完全上市前公司重组

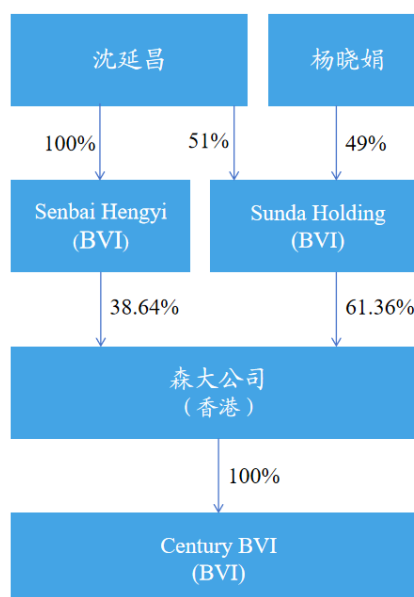
以促进长期发展为目的，公司进行重组起源于森大集团 2009 年开展的卫生用品国际贸易业务。沈延昌和杨晓娟夫妇于 2004 年创立森大集团，总部位于羊城广州，森大集团是最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一。励精图治二十余载，森大集团现已成为一家集海外工业制造、国际贸易、实业投资

为一体的跨国综合性产业集团，并致力于陶瓷制品、卫生洁具、卫生用品、家用日化、个人护理、五金制品等产品的研发和生产，业务网络已覆盖世界 20 多个国家和地区。森大集团于 2018 年完成了从贸易型企业向具有销售及制造能力的综合企业的转型。为了建立卫生用品业务分部的独立平台，以促进长期发展，公司进行了重组，乐舒适于 2022 年 2 月 17 日在开曼群岛注册成立，成为现有业务的控股公司，并独立于森大集团的其他经营业务。

为区分公司业务实行股权转让，精简股权结构。为精简本公司最终控股股东所持股权的股权结构，并将公司业务与森大公司的其他业务进行区分，森大集团公司于 2024 年 7 月 25 日将 Century BVI 的全部已发行股本转让给 Sunda Enterprise。股份转让完成后，Century BVI 由 Sunda Enterprise 全资拥有（沈延昌和杨晓娟夫妇通过 Century BVI 间接持有乐舒适 66.35% 的股权），Sunda Enterprise 为本公司的主要控股股东之一。

发行股权激励，稳固核心管理层。为反映重组前由股份激励计划承授人于本公司层面间接持有的股份激励奖励，于 2025 年 1 月 15 日，本公司向九名股份激励计划承授人（均为本公司或森大集团的现任或前任高级管理层成员）分别拥有的九项持股工具，以及六个员工股份激励平台（由本公司或森大集团的现任或前任员工股份激励计划承授人拥有）合计配发及发行了 168,260,500 股股份，占本公司当时已发行股本的约 33.65%。

图4：重组前沈延昌夫妇拥有森大公司 100%股权



数据：公司招股书， 证券研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/856034053030011043>