

百亚股份 (003006)

证券研究报告

2023年04月24日

立足产品发力渠道，品牌升级弯道超车

公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业。专注卫生用品业务 20 余年，2020 年在深交所上市，公司 2022 年营收 16.12 亿元，同比增长 10.19%；归母净利润为 1.87 亿元，同减 17.83%。2022 年公司坚持核心战略，聚焦优势细分，持续优化产品结构，深化线下区域渠道拓展，加快电商和新兴渠道建设，加大营销推广力度及持续的创新投入等推动业绩持续增长。

公司旗下拥有自由点、妮爽、好之、丹宁等品牌，具有较高的品牌知名度和市场美誉度。卫生巾市场趋于成熟，市场竞争转为品牌、品质和渠道的综合化竞争。公司卫生巾品牌建设初见成效，自由点品牌成为主要盈利增长点，拥有较高定价权，且品牌结构完善满足不同定位的消费者需求。渗透率提升推动婴儿纸尿裤行业快速发展，国产纸尿裤品牌快速崛起。好之持续推出中高端产品，毛利率相对稳定；成人失禁用品消费者群体数量不断扩大，潜在需要旺盛，带动行业发展。丹宁定位中高端市场。

重视研发创新并积累多项专利技术，生产基地及先进设备支持公司扩大产能。公司拥有一支经验丰富的研发团队，建立了多部门共同协作的技术创新机制，不断进行产品研发创新。公司把握市场需求动态，研发设计多款创新产品，推出敏感肌系列卫生巾和婴儿纸尿裤产品，对裤型卫生巾、舒睡系列、婴裤及成人系列进行了升级迭代，获得了市场的高度认可。

同时，公司拥有先进生产基地“百亚国际产业园”，对自主生产过程精细化管理，提高生产效率，发挥规模效应，实现丰富的产品线及专业化的生产设备和工艺技术。

近年来公司主动对产品结构进行优化调整，加大中高端产品的研发和营销拓展力度，以更好地满足消费者需求。针对定位于中高端品牌的自由点卫生巾，除公司旗下无感七日、无感无忧和舒睡等核心产品系列外，公司亦重点推广了方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列、天然健康有机的有机纯棉和天然蚕丝敏感肌型系列，丰富中高端产品品类，带动自主品牌卫生巾产品销售的不断增长，同时提升盈利水平。

经销渠道、KA 渠道和电商渠道相辅相成，电商快速崛起，ODM 有效补充。公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”发展策略，建立有序拓展、层次分明的销售渠道，主要包括经销、KA、电商及其他新兴渠道。根据不同区域市场的开发程度和特点，采取差异化营销模式，因地制宜、协调发展，带动销售收入持续增长。公司积极建设电商渠道，入驻天猫、京东、唯品会等大型电商平台，同时积极参与直播、团购、O2O 等新兴渠道，形成线上线下协同发展良好态势。

公司优化经销商结构，拓展和扩大销售网络，同时有序拓展全国市场，逐步提升市场份额，目前公司产品已经进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场。

同时，顺应消费升级及消费场景的变化趋势，加快电商渠道及新兴渠道的推进，聚焦优势资源加大线上营销和品牌投入力度，协同推动外围区域市场的拓展，进一步提升产品品牌力，提高市场竞争水平。

公司出台股权激励计划及限制性股票激励计划，彰显未来发展信心。公司发布首次股票期权及限制性股票激励计划，激励对象为对公司经营业绩和

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	430.33
流通 A 股股本(百万股)	215.62
A 股总市值(百万元)	7,797.59
流通 A 股市值(百万元)	3,906.99
每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	24.25
一年内最高/最低(元)	21.12/8.35

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

吴慧迪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080005
wuhuidi@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《百亚股份-年报点评报告:产品为基渠道延展，中高端产品占比持续提升》2023-03-30
- 《百亚股份-季报点评:疫情影响减弱，品牌结构调整和渠道建设助力营收快速增长》2022-11-05
- 《百亚股份-半年报点评:电商渠道持续增长，Q2 疫情拖累当期业绩表现》2022-08-15

未来发展有直接影响的其他人员，体现管理层长期信心。伴随消费复苏背景，公司业绩修复有望，电商渠道将持续高速发展。

公司秉承“人才致胜”，坚持通过具有行业竞争力薪酬体系、荣誉体系和激励机制等引进优秀的技术人才、研发人才、营销人才和管理人才，并营造良好的工作氛围，给予优秀人才职业发展全方位支持。

调整盈利预测，维持买入评级。

公司在产品升级迭代、新品上市后的创新营销模式、团队能动性和激励方面具有一定的竞争优势。公司高度重视产品迭代升级，2022 年推出敏感肌系列大健康产品，通过成熟的百亚营销模式带动中高端产品快速成长。此外，公司业务团队调整充实及优化激励体系，也有助于竞争力提升。

通过持续优化丰富产品结构，中高端产品占比持续提升，深耕川渝、走向全国，电商渠道有望维持高增，考虑到消费复苏的不确定性，我们预计 23-25 年归母净利润分别为 2.5/3.0/3.7 亿（原值分别为 2.4/3.1/3.8 亿），EPS 分别为 0.58/0.70/0.86 元/股（原值分别为 0.56/0.71/0.87 元/股）。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；品牌建设不及预期风险；渠道拓展不及预期风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463.06	1,612.14	2,020.01	2,436.14	2,918.49
增长率(%)	16.97	10.19	25.30	20.60	19.80
EBITDA(百万元)	343.71	318.54	340.54	400.09	471.73
归属母公司净利润(百万元)	227.92	187.29	248.73	302.97	368.08
增长率(%)	24.89	(17.83)	32.81	21.80	21.49
EPS(元/股)	0.53	0.44	0.58	0.70	0.86
市盈率(P/E)	34.21	41.63	31.35	25.74	21.18
市净率(P/B)	6.43	6.09	5.49	5.08	4.63
市销率(P/S)	5.33	4.84	3.86	3.20	2.67
EV/EBITDA	20.54	16.44	20.15	16.92	13.79

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内个护知名品牌，从川渝走向全国.....	5
1.1. 深耕卫生用品 20 余年，立足区域稳步扩张.....	5
1.2. 业绩稳定增长，盈利能力持续提升.....	6
2. 聚焦卫生巾，产品矩阵协同发展.....	8
2.1. 品牌建设初见成效，自由点成盈利增长点.....	10
2.1.1. 市场竞争转为品质和渠道.....	10
2.1.2. 百亚品牌结构完善，实现不同定位.....	11
2.2. 婴儿纸尿裤国产品牌发展正当时.....	13
3. 产品创新+优质渠道双轮驱动，高筑竞争壁垒.....	16
3.1. 产品差异化优势凸显，生产效率持续提高.....	16
3.1.1. 重视研发，大力建设研发体系.....	16
3.1.2. 生产精细化管理，专业设备先进.....	17
3.2. 渠道布局完善，电商快速崛起.....	18
3.2.1. 严选并优化经销商，立足川渝有序向外扩张.....	18
3.2.2. KA 客户覆盖网点广泛，渠道拓展空间充足.....	20
3.2.3. 电商快速发展，提升空间大.....	21
3.2.4. ODM 有效提高产能利用率.....	24
3.3. 股权激励及限制性股票激励计划，彰显未来发展信心.....	24
4. 盈利预测与估值.....	24
5. 风险提示.....	25
财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1: 百亚股份发展历程图.....	5
图 2: 公司营业收入及 YOY.....	6
图 3: 公司毛利率情况.....	6
图 4: 研发费用率、管理费用率、销售费用率情况.....	7
图 5: 公司归母净利润（亿元）及 YOY.....	8
图 6: 公司净利率情况.....	8
图 7: 2021 年中国吸收性卫生用品市场竞争格局.....	8
图 8: 营业收入拆分.....	9
图 9: 中国女性卫生用品消费量和市场规模.....	10
图 10: 中国卫生巾市场渗透率.....	10
图 11: 2016 及 2022 年中国卫生巾品牌市占率（以 2022 年 TOP 10 排序）.....	11
图 12: 卫生巾产品整体营收（亿元）及增速.....	11
图 13: 自由点和妮爽两大品牌收入及增速.....	11
图 14: 自由点主要产品系列.....	12

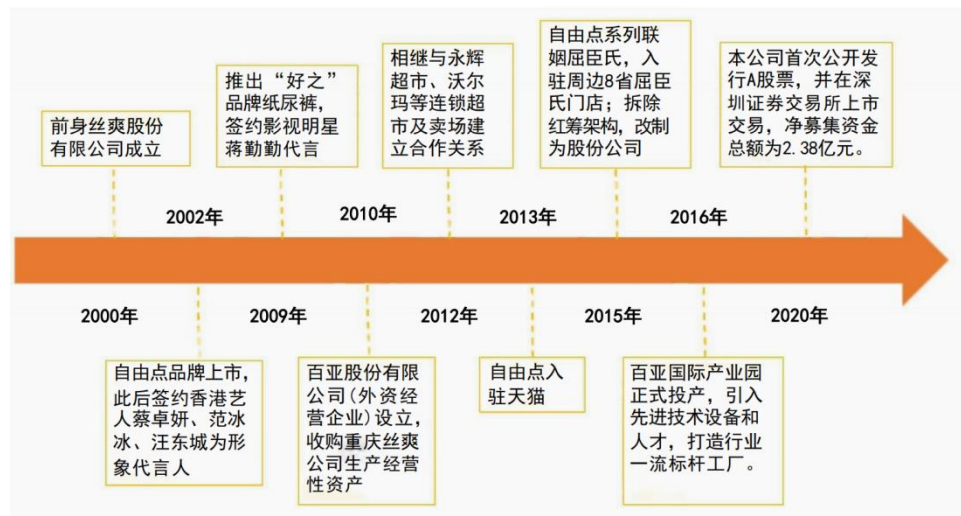
图 15: 自由点历年代言人	13
图 16: 2015-2021 年中国婴儿纸尿裤市场规模与市场渗透率	13
图 17: 2017-2022 年中国纸尿裤市场集中度	14
图 18: 2017-2022 年中国婴儿纸尿裤市场渠道分布情况	14
图 19: 婴儿纸尿裤收入及毛利率	16
图 20: 婴儿纸尿裤收入占比	16
图 21: 百亚研发费用变化	16
图 22: 百亚研发费用/营业收入变化	16
图 23: 百亚国际产业园场景图	17
图 24: 四种渠道毛利率情况对比	18
图 25: 百亚经销商渠道收入、同比及总收入占比	19
图 26: 2021 年收入区域结构	20
图 27: 2022 年收入区域结构	20
图 28: 百亚 KA 渠道收入、同比增速	20
图 29: 2019 年公司前十大 KA 客户	21
图 30: 百亚股份 KA 渠道前三大客户收入占比	21
图 31: 2022 年百亚各渠道收入占比	22
图 32: 百亚电商渠道收入变化	22
图 33: 百亚电商渠道推广费 (百万元)	22
图 34: 百亚股份来自各电商平台收入占比	23
图 35: 百亚股份电商渠道销售占比	23
图 36: 百亚股份 ODM 收入情况	24
图 37: 2019 年公司对 ODM 业务前五大客户销售金额及占当期 ODM 渠道收入比例情况	24
表 1: 公司主要业务和产品	5
表 2: 公司主要品牌	9
表 3: 同行业主要品牌系列情况	12
表 4: 好之高端系列产品	15
表 5: 公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道情况	19
表 6: 公司 KA 客户数量的变动情况 (单位: 家)	20
表 7: 收入拆分	25

1. 国内个护知名品牌，从川渝走向全国

1.1. 深耕卫生用品 20 余年，立足区域稳步扩张

公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业。公司于 2010 年成立，其前身为重庆丝爽卫生用品有限公司，自成立以来，深耕卫生巾市场 20 余年，始终专注于卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁等一次性卫生用品业务，为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品，相继推出了“自由点”“好之”等品牌。2020 年，百亚股份在深交所上市，证券代码 003006.SZ，募集资金净额约 2.38 亿元，成为 A 股“卫生巾第一股”。

图 1：百亚股份发展历程图



资料来源：公司官网，公司招股说明书，新京报，重庆青年报，自由点、好之官方微博，中婴网，娄底人才网，天风证券研究所

公司旗下拥有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等品牌，具有较高的品牌知名度和市场美誉度。其中，“自由点”、“妮爽”分别定位中高端、大众卫生巾品牌，“好之”定位中高端婴儿纸尿裤品牌，“丹宁”定位中高端成人失禁用品品牌。据尼尔森调查数据，2021 年度全国销售额份额排名中，自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第三，在重庆市场销售份额排名第一、四川及云贵陕市场份额均排名第二，公司已发展成为国内一次性卫生用品行业领先的本土企业代表之一。

表 1：公司主要业务和产品

品类	品牌	系列名称	主要特点
卫生巾	自由点	无感 7 日系列	该系列产品具有薄、柔、吸的特性，采用超薄复合芯体结构，产品轻薄，蓬松柔软，超强吸收。
		无感无忧系列	该系列产品采用独创的 Y 型芯体结构，结合立体悬浮设计，产品更加贴合人体股沟，减少摩擦。
		舒睡系列	该系列产品具有超长超吸收的特性，舒睡 430 长度保持着行业内最长的巾身设计。
		安睡裤系列	该系列（内裤式）产品采用立体全包围裤型设计，贴身不紧绷，超薄透气，柔软舒适。
	FREEMORE	有机纯棉系列	该系列产品采用有机纯棉表层，天然健康，极薄柔软，

			亲肤透气。
婴儿纸尿裤	好之	隐形系列	该系列产品采用独创的四边封包装设计，隐秘、隐感、隐痕，产品超极薄，轻柔贴身。
		超薄全能系列	该系列产品采用双层超薄柔软面层和轻薄柔韧的复合芯体结构具有超薄、透气、柔软的特性。
		不要紧系列	该系列（内裤式）产品采用超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围，让婴幼儿穿着更舒适。
成人失禁用品	丹宁	成人系列	该系列产品解决成人失禁期间的困扰，具有抑制异味、吸收性好、超强防漏的特性。

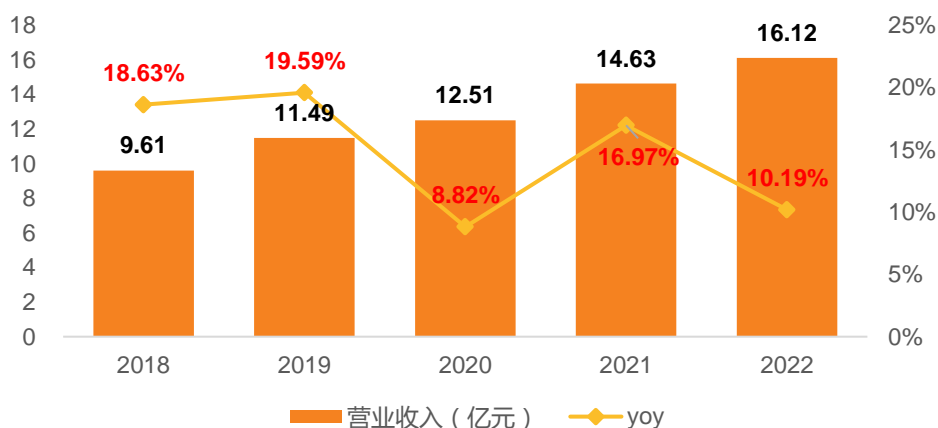
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业绩稳定增长，盈利能力持续提升

公司营业收入增长稳定，2022 年营收再创新高达 16.12 亿元，同比增长 10.19%。2018 年 -2021 年营收分别为 9.61 亿、11.49 亿、12.51 亿、14.63 亿，同比增长 18.63%、19.59%、8.82%、16.97%。

公司按照既定的发展战略，顺应卫生巾产品中高端化的消费趋势，通过产品升级和推出新品来满足消费者对产品多样化的需求。公司借助品牌代言人开展市场推广和品牌宣传活动，提升品牌知名度和影响力，实现产品更广泛的市场覆盖。公司结合消费升级及消费场景的变化趋势，持续优化营销体系，聚焦优势资源，强化渠道建设，持续扩大消费者人群和产品销售覆盖范围，产品收入持续保持稳定增长，电商渠道实现快速增长。

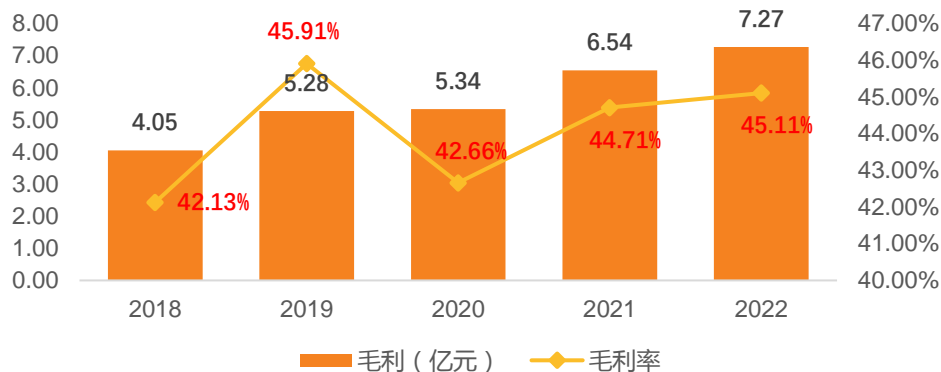
图 2：公司营业收入及 YOY



资料来源：WIND，天风证券研究所

毛利率稳步增长，2022 毛利 7.27 亿，毛利率 45.11%。毛利逐年增长，2018 -2021 年分别为 4.05 亿元、5.28 亿元、5.34 亿元、6.54 亿元，毛利率也呈现波动增长趋势，分别为 42.13%、45.91%、42.66%、44.71%。

图 3：公司毛利率情况



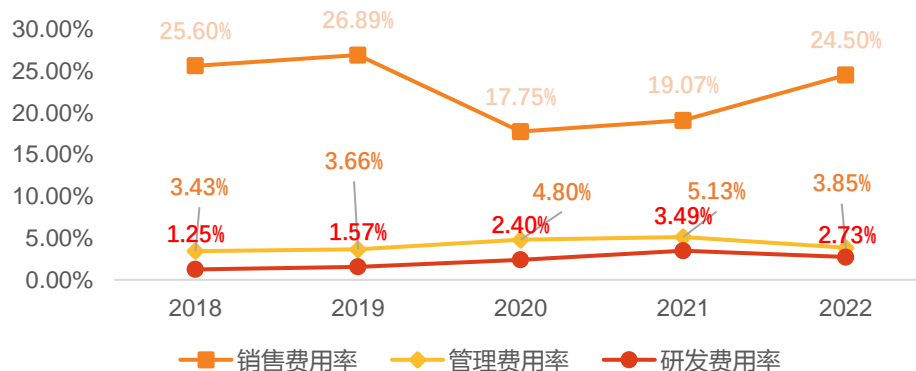
资料来源：WIND, 天风证券研究所

公司费用管控良好，2018-2022 年研发费用率分别为 1.25%、1.57%、2.40%、3.49%、2.73%，公司高度重视技术革新，不断加大研发投入力度，研发实力较强，形成自身较为明显研发技术优势。公司研发团队经验丰富，建立了多部门共同协作的技术创新机制，持续进行产品创新。团队通过自主研发等方式积累了多项核心技术，并已成功应用于产品生产。

2018-2022 年销售费用率分别为 25.60%、26.89%、17.75%、19.07%、24.50%。公司主要通过经销、KA 及电商渠道进行产品销售。此外，公司还采取 ODM 的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品。

2018-2022 年管理费用率分别为 3.43%、3.66%、4.80%、5.13%、3.85%。公司凝聚了一支产业经验丰富、具有高度责任心和进取心的管理团队。核心管理层积累了多年的运营经验，对行业和市场保持着敏锐的洞察力，在复杂、激烈的竞争中能够及时、合理决策并有效实施，市场竞争力因此得以铸就。

图 4：研发费用率、管理费用率、销售费用率情况



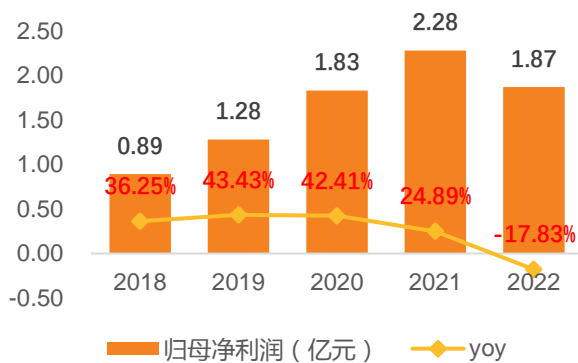
资料来源：WIND, 天风证券研究所

2018-2021 年公司盈利能力持续提升，归母净利润 0.89 亿、1.28 亿元、1.83 亿元、2.28 亿元，同比增长 36.25%、43.43%、42.41%、24.89%，净利率分别为 9.30%、11.13%、14.56%、15.32%。

22 年利润端受扰动，及时调整凸显韧性。2022 年受到国内疫情散发、原材料价格上涨及市场竞争加剧等情况影响。2022 年归母净利润 1.87 亿元，同比减少 17.83%；但通过对各项生产经营活动进行优化调整，公司下半年经营业绩和盈利能力已逐步提升。其中 2022Q4

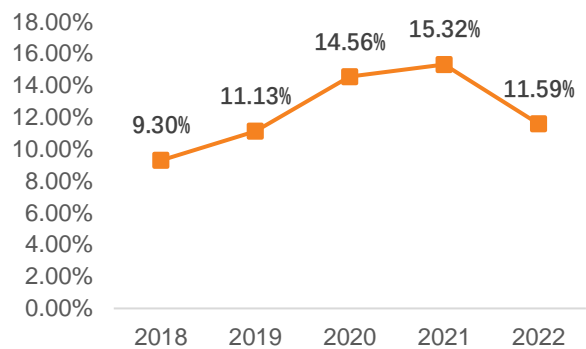
公司归母净利润 0.61 亿元，同比增长 12.03%。

图 5：公司归母净利润（亿元）及 YOY



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：公司净利率情况



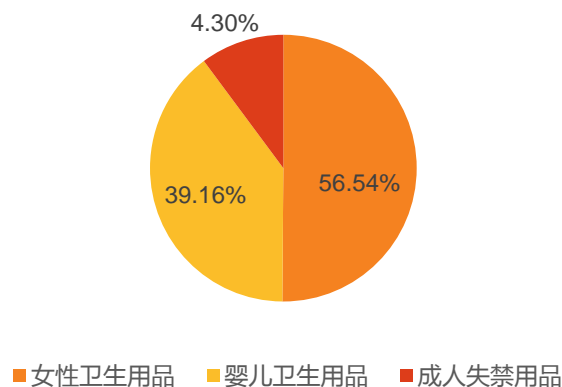
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 聚焦卫生巾，产品矩阵协同发展

经过 30 多年的发展，我国一次性卫生用品行业的产品种类不断丰富、功能不断完善、普及程度不断提升，尤其是吸收性卫生用品领域，已成为与人民生活密切相关的重要行业。根据中商产业研究院的统计，2018-2021 年我国吸收性卫生用品市场规模的年复合增长率为 4.1%，2021 年市场规模 1263 亿。

其中，21 年女性卫生用品市场规模 633 亿，占比 50.1%；婴儿卫生用品市场规模 501.7 亿元，占比 39.8%；成人失禁用品的市场规模为 128.3 亿，占比 10.2%。根据中商产业研究院的统计，2019-2021 年我国女性卫生用品市场规模的年复合增长率为 5.2%，婴儿卫生用品市场规模的年复合增长率为 0.3%；成人失禁用品市场规模的年复合增长率为 16.9%。

图 7：2021 年中国吸收性卫生用品市场竞争格局



资料来源：中商情报网，中国造纸协会，天风证券研究所

公司旗下拥有自由点、妮爽、好之、丹宁等品牌，具有较高的品牌知名度和市场美誉度。其中，自由点、FREEMORE、妮爽、U-NURSE 为卫生巾品牌，定位于中高端产品和大众产品；好之为婴儿纸尿裤品牌，定位于中高端产品；丹宁为成人失禁用品品牌，定位于中高端产品。

表 2: 公司主要品牌

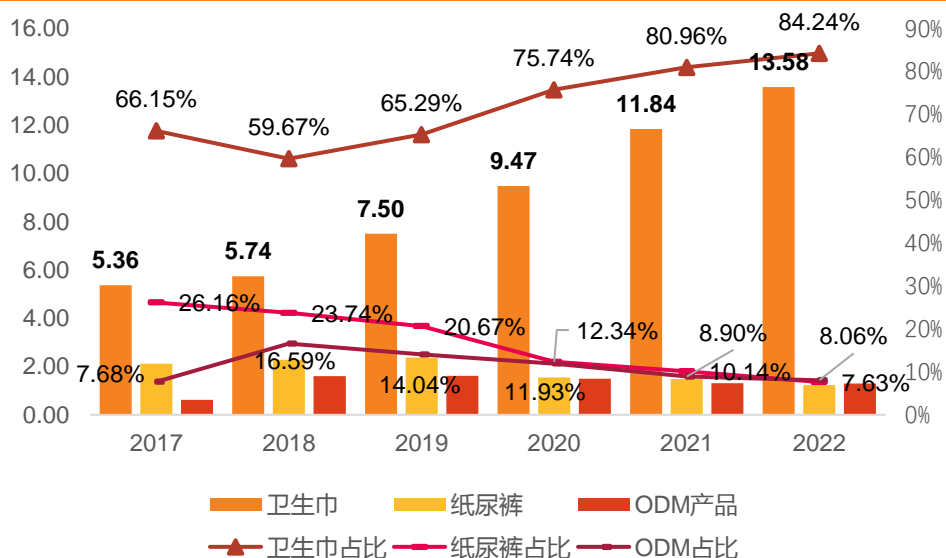
产品类别	主要功能	品牌	品牌理念	主要产品系列
卫生巾	主要用于女性月经来潮时吸收经血, 使经期女性健康、舒适		自由、青春	无感无忧系列、无感 7 日系列、舒睡系列、安睡裤系列等
			精致、健康	有机纯棉系列、隐形系列
			清新、健康	云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列等
			专业、生态	私护系列等
婴儿纸尿裤	主要用于婴幼儿排尿时吸收尿液、防漏, 使婴幼儿干爽、舒适		舒适、快乐	超薄全能系列、不要紧系列等
成人失禁用品	主要为不同失禁程度以及术后、产后或行动不便的人士提供防漏保护, 减轻其失禁、排便困扰		安全、健康	成人系列等

资料来源: 百亚股份招股说明书, 云集网, U-Nurse 官方微博、官方商城, 天风证券研究所

公司营业收入稳步增长, 自主品牌产品收入增长是公司营业收入增长的基石。公司始终坚持以发展自主品牌为主的战略, 加强品牌形象塑造和营销推广, 2018 年-2022 年自主品牌收入同比增长金额占公司营收增长额的比例为 35.62%/98.95%/112.08%/108.92%/99.40%。

自主品牌产品收入的稳步增长是公司营业收入持续增长的重要来源, 且对收入增长的贡献呈上升趋势。ODM 渠道营业收入也相对保持稳定。

图 8: 营业收入拆分



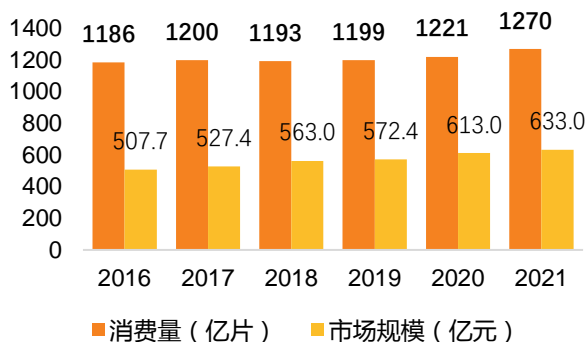
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.1. 品牌建设初见成效，自由点成盈利增长点

2.1.1. 市场竞争转为品质和渠道

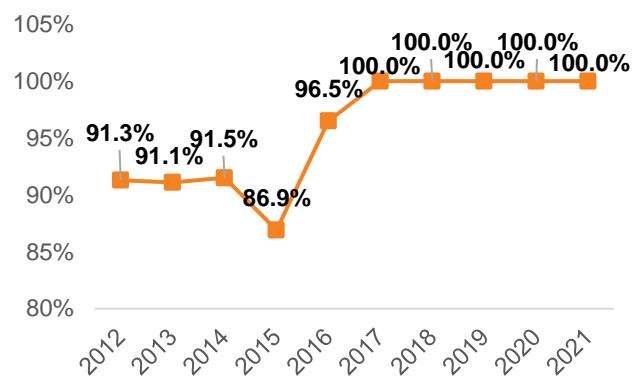
卫生巾市场经过快速增长，现在趋于成熟。根据华经产业研究院，2012-2021 年卫生巾消费量从 916 亿片增加至 1,201 亿片，年复合增长率为 3.1%；市场规模从 287.1 亿元增加至 617.8 亿元，年复合增长率达 8.9%。但随着中国卫生巾市场渗透率达到 100%，卫生巾行业趋于成熟，中国女性卫生用品的年消费量达到 1200 亿片，价格增长成为行业增长主要驱动力。

图 9：中国女性卫生用品消费量和市场规模



资料来源：中商情报网，共研网，天风证券研究所

图 10：中国卫生巾市场渗透率



资料来源：中国生活用纸年鉴，WIND，天风证券研究所

市场竞争方向转变，形成品牌、品质和渠道的综合化竞争。我国卫生巾行业发展初期，女性消费者对于卫生巾产品价格较为敏感，使得卫生巾市场以价格竞争为导向。随着国民人均可支配收入的提升、女性个人健康护理意识的增强，女性消费者对产品品质、消费体验的要求日益提升。

随着消费场景、渠道结构及消费需求变化，卫生巾行业面临几大趋势，首先产品更具功能化，其次中高端趋势，再者围绕女性经期护理以及新品类出现。

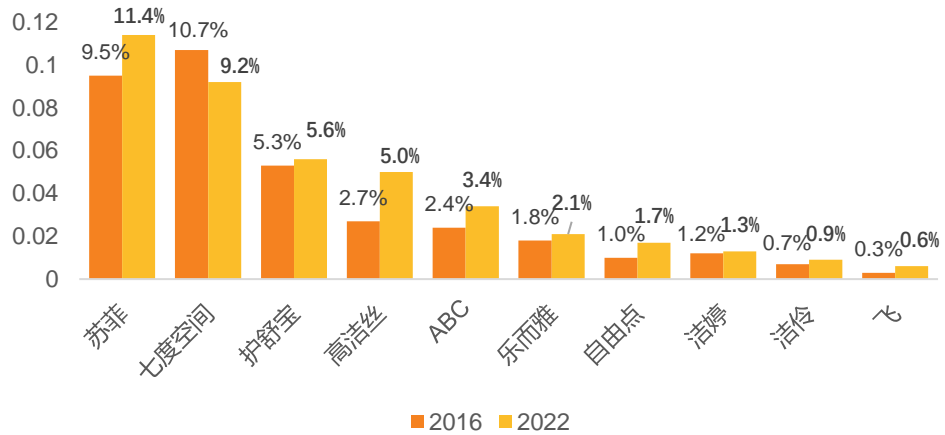
各大厂商通过对产品进行细分和升级，提高产品品质，改善消费者的产品体验；进一步加强品牌建设，提升品牌知名度，逐步培养女性消费者的品牌忠诚度；持续维护和完善营销网络，通过经销商、商超和电商等渠道有效覆盖目标区域和人群，通过广告宣传和促销活动加强产品的有效渗透。卫生巾行业的竞争逐渐回归至品牌、品质和渠道的综合化竞争。

目前，我国卫生巾行业属于充分竞争的行业，行业处于整合发展期，企业数量众多，市场竞争激烈。根据生活用纸专业委员会的资料显示，2019 年生活用纸委员会统计在册的卫生巾/卫生护垫生产企业或品牌商约 615 家，领先的厂商主要集中在北京、天津、上海、江苏、浙江等地，包括恒安国际、百亚股份、景兴健护、桂林洁伶等本土厂商，以及宝洁、尤妮佳、金佰利、花王等外资厂商。公司市场竞争力逐渐增强，市场占有率有所提升。

行业集中度呈进一步集中趋势。根据欧睿国际，2016 年-2022 年卫生巾市场 CR10 从 35.6% 上升至 41.2%，提升了 5.6ppt，头部品牌集中趋势较为明显；2022 年前十品牌中，共有六个国产品牌，前十名中本土品牌份额从 2016 年的 16.3% 上升至 2022 年的 17.1%。其中，自由点市占率从 1.0% 提升到 1.7%。根据尼尔森的统计数据，在 2021 年度全国销售份额排名中，公司自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第三，在重庆市场

销售份额排名第一，在四川及云贵陕市场份额排名第二，公司已发展成为国内一次性卫生用品行业领先的本土企业代表之一。

图 11：2016 及 2022 年中国卫生巾品牌市占率（以 2022 年 TOP 10 排序）

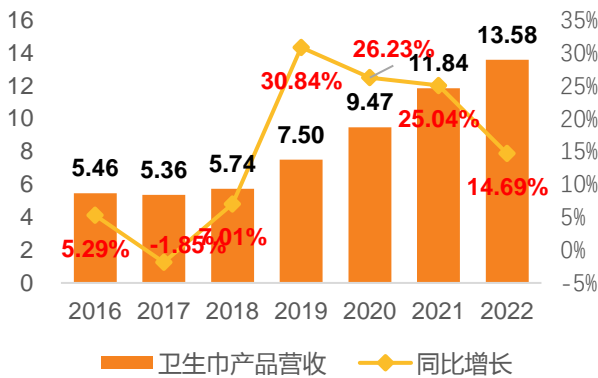


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.1.2. 百亚品牌结构完善，实现不同定位

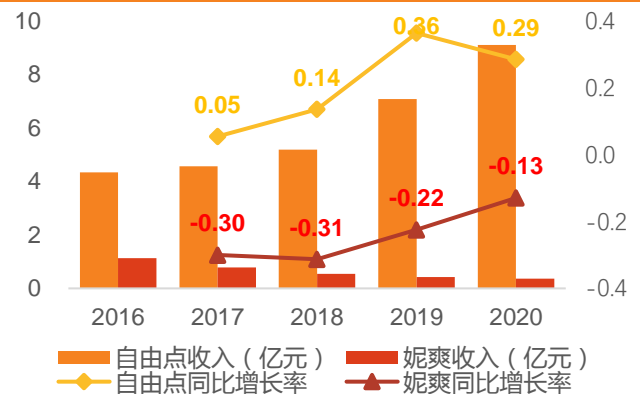
公司卫生巾品牌以“自由点”、“妮爽”为主，分别定位于中高端产品和大众产品。其中，自由点成为卫生巾系列收入增长的主要支撑点。截至 FY22，中高端产品自由点卫生巾收入占公司卫生巾收入的比例约 98.6%，中高端产品的增长是公司业绩提升的主要驱动力之一。

图 12：卫生巾产品整体营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 13：自由点和妮爽两大品牌收入及增速



资料来源：WIND，招股说明书，天风证券研究所

公司切实把握市场动态，充分发挥研发、供应链管理和生产制造的优势，通过产品迭代升级，持续优化产品的品质和功能，向消费者提供更加安全和舒适的产品。公司始终坚信，消费者对一次性卫生用品的底层需求来自于对健康生活的追求，产品品质带来的安全性、舒适性和可靠性，是切实提高消费者体验的核心。因此，公司加速推广新品、重点单品，持续提升中高端品类产品占比，产品结构进一步优化调整。

图 14：自由点主要产品系列



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，公司加大中高端产品的研发和营销拓展力度，以满足消费者逐步升级的消费理念。针对定位于中高端品牌的自由点卫生巾，除公司旗下无感7日、无感无忧和舒睡等核心产品系列外，公司亦重点推广了方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列，进一步丰富了公司的中高端产品品类，带动自主品牌卫生巾产品销售的不断增长，同时提升了公司的盈利水平。

此外，行业各大品牌公司在消费者的定位方面均有所差异，持续推出不同系列产品。以市场占有率较高的几大品牌为例，苏菲针对现代女性的需求推出口袋魔法系列、熟睡安心裤系列等；七度空间主要面向年轻女性推出的“少女系列”卫生巾；而护舒宝主打液体卫生巾系列、云感棉系列、考拉裤系列。

表 3：同行业主要品牌系列情况

品牌	定位	主打系列	主要产品系列
苏菲	针对现代女性推出的卫生巾品牌，适应现代女性需求的多样化，高端化	口袋魔法系列、裸感 S 系列、超熟睡安心裤系列	
七度空间	面向年轻女性推出的“少女系列”卫生巾	优雅系列、少女系列、极薄系列	
护舒宝	致力为中国女性提供优质的日用护理产品	液体卫生巾系列、云感棉系列、考拉裤系列	

资料来源：京东旗舰店，考拉海购，天风证券研究所

公司曾先后邀请蔡卓妍（阿SA）、范冰冰、汪东城、张碧晨等知名艺人为品牌代言，引起话题讨论热度。于 2022 年底正式宣布虞书欣为品牌代言人，进行品牌焕新，引发年轻消

费者关注，提高品牌知名度。

公司在产品升级迭代、新品上市后的创新营销模式、团队能动性和激励方面具有一定的竞争优势。公司高度重视产品迭代升级，2022 年推出敏感肌系列大健康产品，通过成熟的百亚营销模式带动中高端产品的快速成长。此外，公司业务团队的调整充实及不断优化的激励体系，也有助于公司竞争力的提升。

图 15：自由点历年代言人



资料来源：新消费精选，微博，素材宝，天风证券研究所

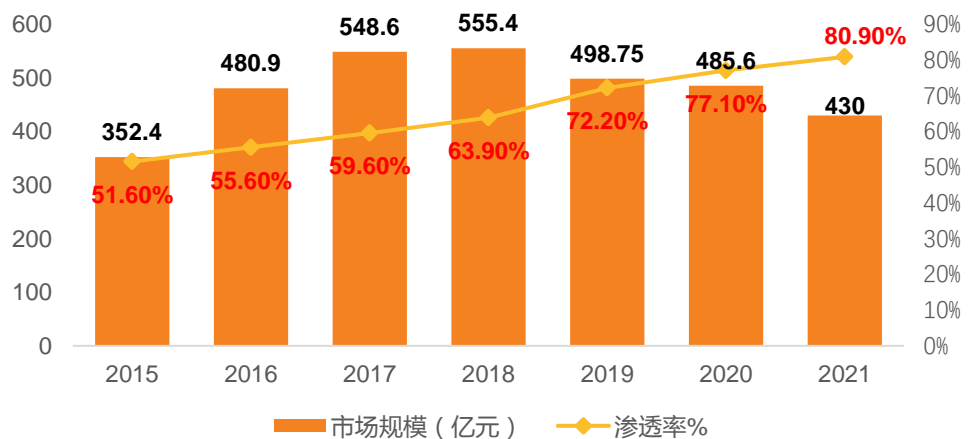
2.2. 婴儿纸尿裤国产品牌发展正当时

婴儿纸尿裤市场规模或将恢复增长，渗透率仍有提升空间。由于国内新生儿人口数量下降，以及疫情的不确定性，Statista 数据显示，2019-2021 年中国婴儿纸尿裤市场一改过去三年的强势增长态势，出现小幅下降，2021 年中国婴儿纸尿裤市场规模约 430 亿元。

随着我国家庭对婴儿纸尿裤的接受度不断提高和使用习惯的逐渐养成，婴儿纸尿裤产品的市场渗透率迅速提高。2021 年婴儿纸尿裤的市场渗透率为 80.9%，对比欧美、日本等发达国家 90% 以上的渗透率，我国市场仍有渗透空间。

随着年轻父母们对纸尿裤更加依赖，市场渗透率有望随着人口迭代而进一步提高。此外，随着国民人均可支配收入增加、城镇化的持续发展和育儿观念的转变，我国婴儿纸尿裤的使用将进一步从大中型城市向中小型城市以及乡镇、农村地区普及，整体市场渗透率将继续提高。市场渗透率的不断提高，促使我国婴儿纸尿裤市场的需求持续增长，市场规模提升空间巨大。

图 16：2015-2021 年中国婴儿纸尿裤市场规模与市场渗透率



资料来源：Statista，天风证券研究所

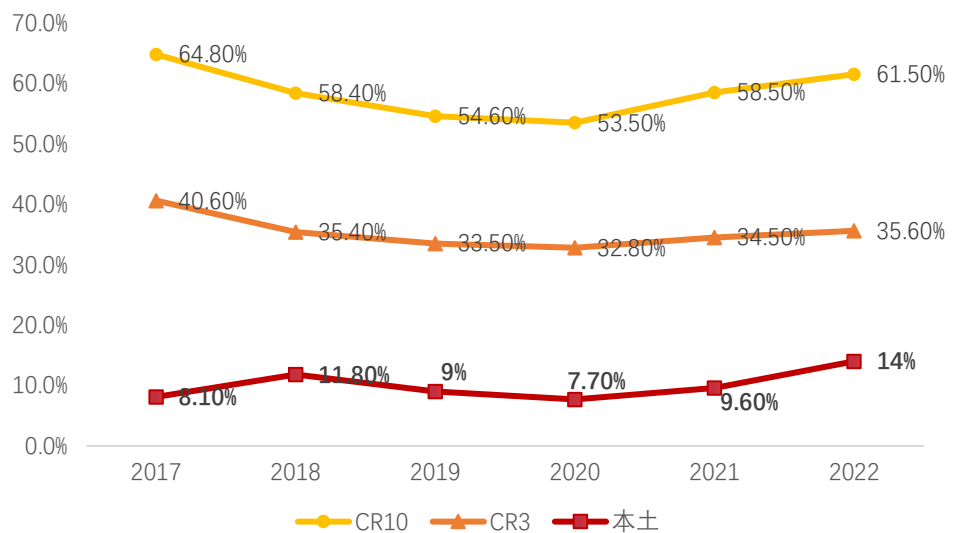
本土品牌高速增长，发展势头强劲

早在我国婴儿纸尿裤行业发展初期，外资厂商就已纷纷进入国内市场。外资厂商凭借其先进的生产设备及技术、良好的产品体验、较高的品牌知名度等优势，迅速占据我国婴儿纸尿裤市场的主导地位，帮宝适、好奇、妈咪宝贝、花王等国际知名品牌的婴儿纸尿裤产品占有我国婴儿纸尿裤的主要市场份额。

根据欧睿国际统计数据,2017年-2022年,中国纸尿裤市场 Top 10 厂商销售份额下降 3.3% 至 61.5%,其中以帮宝适为首的 TOP3 国际品牌下降趋势较为明显,2022 年市占率为 35.6%,对比 2017 年下降 5pct。22 年中国纸尿裤市场中,大多数国际品牌零售额都有所下降,主要系出生率下降导致市场规模缩小及本土新兴品牌占据更多市场份额。

TOP10 厂商中本土厂商 22 年销售份额达 14%,同增 4.4pct,对比 2017 年 8.1%增长 5.9pct,其中 2022 年 Babycare 和 Beaba 两个品牌在逆势及高基数下仍保持动态增长。根据智研咨询,近年来国产品牌受益于“中国质造”,“新零售业态”及“国潮风起”三维聚力,凭借对消费群体的洞悉、产品质量不断提升及快速迭代的产品开发能力,销售额及市占率快速提升。

图 17: 2017-2022 年中国纸尿裤市场集中度

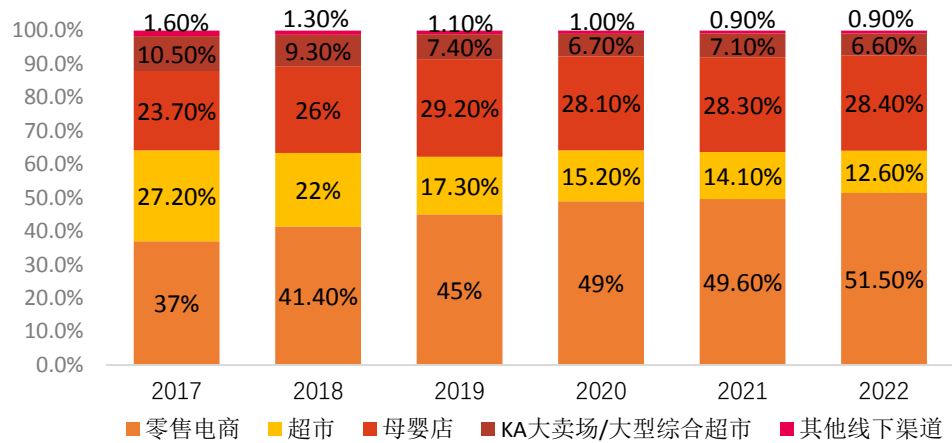


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

母婴用品专营店、电商平台等渠道拓展，助力婴儿纸尿裤市场发展。婴儿纸尿裤属于快速消费品，同时由于其卫生护理用品的属性，除了经销商渠道、KA 渠道等销售渠道外，婴儿纸尿裤的销售还有一种特殊的销售渠道——母婴渠道（母婴用品专营店）。

母婴渠道作为婴儿纸尿裤产品的独特销售途径，凭借其专业化、品牌化的优势，近年来在国内迅速发展。此外，随着互联网和网购的普及，电商渠道凭借其便利性也逐渐成为婴儿纸尿裤销售的重要渠道之一。母婴渠道和电商渠道的迅速发展，促进我国婴儿纸尿裤市场的稳定发展。

图 18: 2017-2022 年中国婴儿纸尿裤市场渠道分布情况



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

好之推出中高端产品，毛利率稳定。公司不断优化产品结构，全方位布局纸尿裤和拉拉裤矩阵。公司积极顺应市场中高端发展趋势，累计推出以“PH 弱酸性面层”为特点的“纯净”系列、“无束缚弹柔腰围”为特点的“不要紧”学步裤系列等婴儿产品，并结合婴幼儿成长特点，推出了适合婴幼儿爬行和站立的学步裤产品，获得了良好的市场反应。

表 4：好之高端系列产品

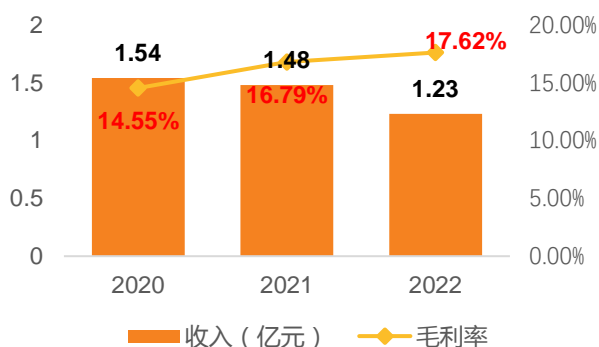
品牌	产品	参数	价格(元)	适用范围	功能
好之	不要紧拉拉裤	L80 片	229	男女通用, 适合 6-12 月,	超薄学步裤, 柔薄芯体, 海量吸收
		XL/XXL72 片		12kg-18kg	
	超薄全能纸尿裤	S 码 88 片	195	4-8kg	薄而不漏, 轻薄无负担
		M 码 78 片	195	6-11kg	
		L 码 68 片	195	9-14kg	
		XL 码 58 片	195	12-17kg	
	轻呼吸纸尿裤	S 码 28 片	50	4-8 个月	轻盈呼吸, 舒适干爽, 轻薄无负担
		M 码 24 片	50	6-11 个月	
		L 码 20 片	50	9-14 个月	
		XL 码 18 片	50	12-17 个月	
	纯净纸尿裤	S 码 68 片	195	4-8kg	pH 软酸性面层, 减轻尿便的刺激, 健康呵护新生儿肌,
		M 码 60 片	195	6-11kg	
		L 码 52 片	195	9-14kg	
		XL 码 48 片	195	12-17kg	
				11-12 个月	

*价格来源于天猫，仅供参考

资料来源：天猫，天风证券研究所

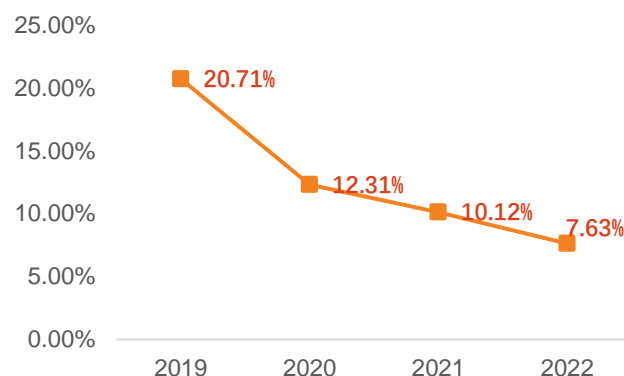
自主品牌“好之”婴儿纸尿裤的毛利率保持相对稳定。2020年至2022年“好之”婴儿纸尿裤品牌的毛利率稳定在14%-18%之间。2018年至2022年婴儿纸尿裤收入占比分别为21.85%、19.32%、11.91%、8.89%、8.13%。

图 19：婴儿纸尿裤收入及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：婴儿纸尿裤收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产品创新+优质渠道双轮驱动，高筑竞争壁垒

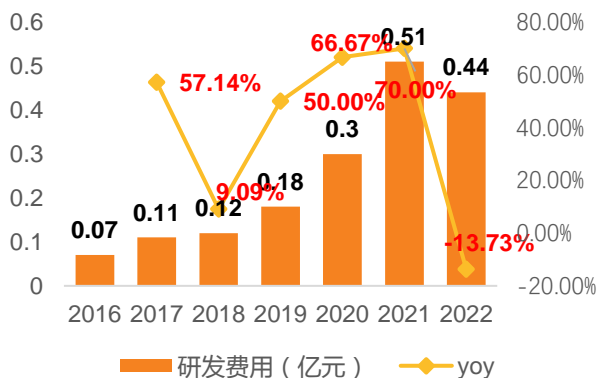
3.1. 产品差异化优势凸显，生产效率持续提高

3.1.1. 重视研发，大力建设研发体系

近年来不断加大研发投入，高度重视自主创新和研发。2019-2022年百亚研发投入分别为0.18亿、0.30亿、0.51亿和0.44亿元，占当期营收比例分别为1.57%、2.39%、3.48%和2.70%，同比增长50.00%、66.67%、70.00%、-13.73%。

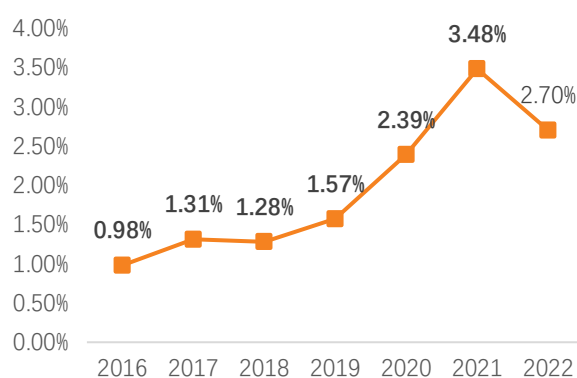
公司针对女性、婴幼儿和成人消费者的生理特点、使用需求和偏好，不断追求和提升产品性能，持续推陈出新，研发创新能力日益强大。目前百亚已研发设计并向市场累计投放超过200种产品，多款创新产品获得市场的高度认可。

图 21：百亚研发费用变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：百亚研发费用/营业收入变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

重视研发人才队伍及研发体系的建设，积极与外界开展科研合作。百亚通过内部培养与外部引进相结合的人才发展战略，建立了一支富有创新力的研发人才队伍，并按照不同的研发技术方向进行专业化分工。通过针对性的对外技术交流、参观考察等方式提高研发人员的技术水平和研发理念。

公司系统的激励机制也充分调动了研发人员的积极性。同时，百亚建立了多部门共同协作的技术创新机制，由市场部、研发部、技术部、品保部等多部门协同作业，覆盖新产品的调研、市场可行性研究、技术可行性研究、立项、样品制作和检验、样品使用和评估反馈等方面，持续进行产品创新。此外，公司分别与湖北金龙非织造布有限公司、南六企业（平湖）有限公司、宜兴丹森科技有限公司等企业单位、高等院校开展科研合作，研究内容主要包括非织造布在纸尿裤的运用、高分子吸水树脂的运用、卫生巾和纸尿裤产品开发等，合作推动产品创新。

百亚积累了多项核心技术，并已成功应用于产品生产。公司在卫生巾、纸尿裤产品中拥有多项以达成国内领先水平为目标的在研项目。截至 2022 年 3 月 25 日，公司共拥有 288 项专利，研发设计了多款创新产品，推出了敏感肌系列卫生巾和婴儿纸尿裤产品，对裤型卫生巾、舒睡系列、婴裤及成人系列进行了升级迭代，获得了市场的高度认可。

3.1.2. 生产精细化管理，专业设备先进

百亚拥有先进、极具现代化的生产基地——“百亚国际产业园”。该产业园占地逾 300 亩，在专业化生产卫生巾和纸尿裤方面具备先进的生产设备。在卫生巾和婴幼儿纸尿裤领域，百亚国际产业园已成为国内一流和具有国际竞争力的新型工厂，公司在生产效率、成本控制、供货时效等方面形成了自身优势。

图 23：百亚国际产业园场景图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

百亚对自主生产过程精细化管理，提高生产效率，发挥规模效应。对自主生产过程的精细

化管理能够有效控制、降低产品的生产成本，进而取得成本领先优势。公司主要采取以下三种方法：（1）采取“以销定产”的原则，逐月制定生产计划，通过信息化管理系统对采购、生产和发货过程进行供销存管理，不断优化生产流程，高效控制库存原材料、在产品 and 产成品；（2）逐月分析经营数据，对各生产单元的成本耗用分类进行跟踪、分析、优化和考评，并形成各部门的反馈和调整机制，有效节约生产成本；（3）注重对生产人员的定期培训，在百亚国际产业园内设有生产管理培训基地，旨在持续提升各级生产人员的理论水平和职业素养，进而保障安全、高效的生产过程。

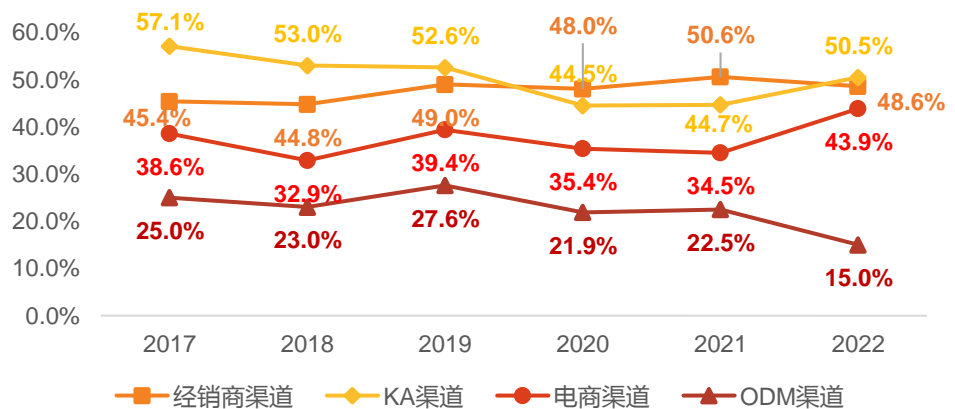
丰富的产品线及专业化的生产设备和工艺技术能够灵活应对市场变化，满足消费者多样化需求。百亚持续开展生产设备的引入和改进工作，进一步满足产能提升和消费者需求。2020年度，公司先后分别引进3条先进的卫生巾生产线及智能化配套设备，包括一条女性安睡裤生产线。同时对部分现有生产线增加了智能化配套，引进理片机、自动包装、自动装箱、码垛机器人等智能化设备，节省生产线后工序人员，降低人工成本。

3.2. 渠道布局完善，电商快速崛起

百亚采取经销模式、KA模式和电商模式的方式进行产品销售，积累了丰富的销售管理经验。公司制定了完善的经销商管理制度和流程，通过向经销商制定统一销售政策，并提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持等营销手段，确保销售终端的运营效率和管理水平；在KA管理方面，公司亦形成了一套成熟、完善、有效的管理体系与众多国内外知名KA客户建立了长期稳定的合作关系；在电商平台管理方面，公司主动顺应互联网营销的发展浪潮，已建立一支专业的电商运营团队，开展平台推广和客户服务。此外，公司还采取ODM销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品。

电商渠道和KA渠道的毛利率改善明显。2022年传统经销商渠道毛利率48.6%，同减2pct；KA渠道毛利率略有增长，2022年为50.5%，同增5.8pct；电商渠道毛利率增长最为迅速，2022年为43.9%，同增9.4pct；ODM渠道毛利率水平最低，2022年为15.0%，同减7.4pct。总体来看，电商渠道和KA渠道的毛利率改善明显。

图 24：四种渠道毛利率情况对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.1. 严选并优化经销商，立足川渝有序向外扩张

百亚严格筛选经销商，对销售价格严格把控。公司制定了严格的经销商遴选标准，主要考察经销商客户的资金实力、渠道控制力、人力资源配置、仓储和物流配送能力、产品了解及推广能力、资源整合能力及市场拓展能力等方面。对于经销模式，公司严格控制出厂价

并给予外销价格明确指导，具体定价政策为在综合考虑产品的品牌定位、目标消费群体以及市场竞争情况等因素的基础上，通过对产品生产成本附加一定合理利润空间，确定各个规格、型号产品的统一经销商出厂价。通过向经销商推行统一的销售政策，并提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持等营销手段，确保销售终端的运营效率和管理水平。

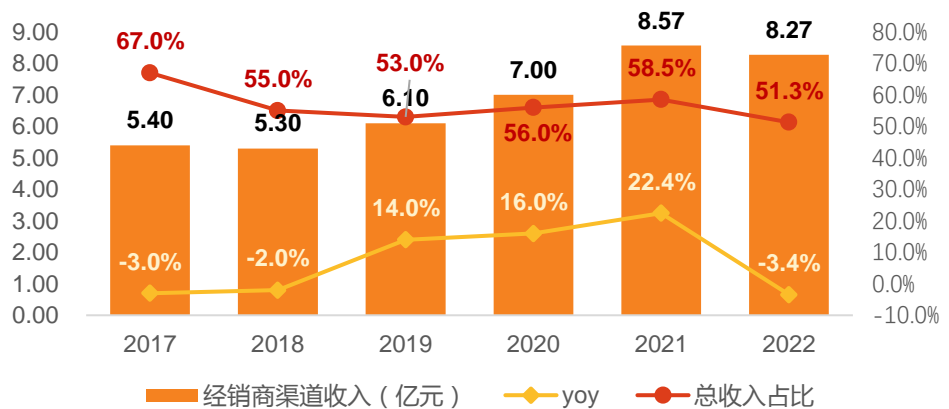
表 5：公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道情况

公司名称	主要销售模式、渠道
恒安国际	传统的经销、分销超市等渠道，电商渠道等
维达国际	经销商、重点客户超市大卖场、商用客户及电商渠道
中顺洁柔	GT（经销商等传统渠道）、KA（重点商超）、AFH（酒店、餐饮等渠道）、EC（电子商务）四大渠道
景兴健护	主要采用经销商渠道、KA 直销渠道和电子商务渠道等进行销售，其中以经销商渠道为主
豪悦股份	ODM 销售模式、线上模式以及线下经销模式
百亚股份	主要采取经销模式、KA 模式和电商模式的方式进行产品销售。此外，公司还采取 ODM 销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品

资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

第三方回款妥善解决，经销渠道重回高增长。2017-2018 年，经销商渠道收入出现小幅下滑，主要是公司主动优化经销商渠道、解决第三方回款问题所致。部分经销商出于操作便捷性考虑，通过其亲属、员工、合伙人等关联方或其下游客户、第三方客户汇款给公司，由此形成了第三方回款。公司对经销商体系进行优化整顿，规范销售回款的内部控制体系，导致经销商数量有所下滑，进而拖累经销渠道收入增长。

图 25：百亚经销商渠道收入、同比及总收入占比

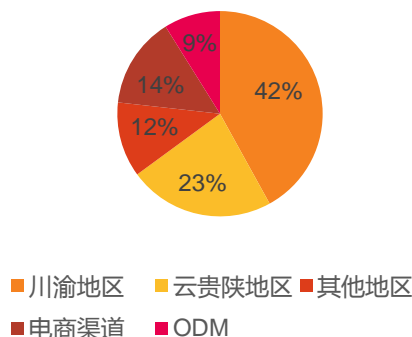


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司精耕川渝市场，并向外围区域有序扩张。根据尼尔森商超渠道销售额的统计数据，2016-2018 年，公司卫生巾产品在川渝地区的市场份额为 20%左右，占比稳中有升，始终在该区域排名第二；公司婴儿纸尿裤产品在川渝地区的市场份额分别达 9.3%、13.1%和 17.7%，市场份额占比呈现持续、快速上升趋势。2021 年，自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第三，在重庆市场销售份额排名第一、四川及云贵陕市场份额均排

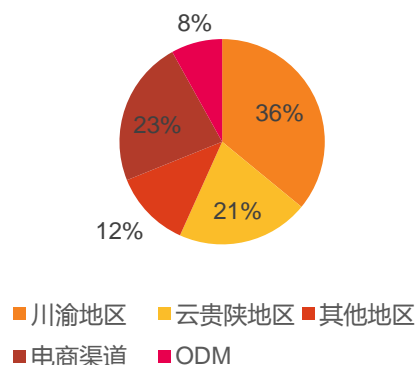
名第二。继续深耕川渝和云贵陕地区核心市场，优化经销商结构，拓展和扩大销售网络，目前公司产品已经进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场。

图 26：2021 年收入区域结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2022 年收入区域结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. KA 客户覆盖网点广泛，渠道拓展空间充足

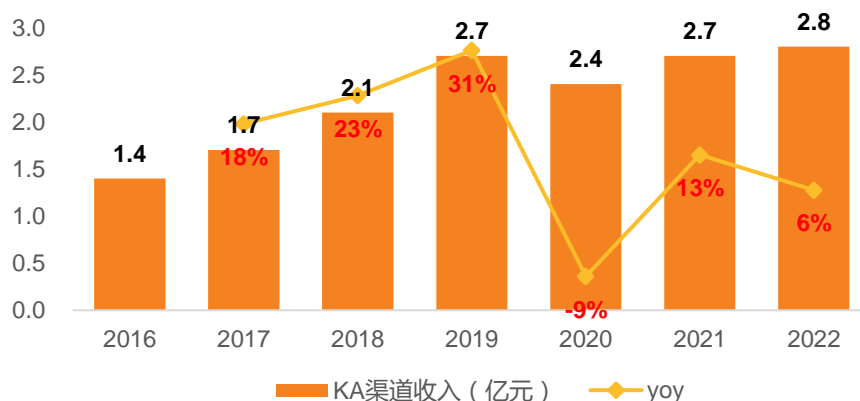
公司 KA 客户包括国内外知名大型连锁超市和大卖场，KA 渠道是公司扩张全国的主要渠道之一。公司 KA 客户主要包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、华润万家、大润发等国内外知名连锁品牌超市和大卖场。KA 客户覆盖网点广泛、影响力大，有利于提升公司品牌形象、触及目标人群，进一步提升产品认知度。2017-2019 年 KA 渠道收入从 1.67 亿元增至 2.70 亿元，占比从 20.67%增至 23.45%。KA 客户数量总体保持稳定，各期变动较小。其中，2019 年百亚停止了与部分规模较小、总体销售情况不佳的 KA 客户合作，导致 KA 客户数量有所下降。

表 6：公司 KA 客户数量的变动情况（单位：家）

	期初数量	新增数量	退出数量	期末数量
2017 年	46	1	5	42
2018 年	42	2	2	42
2019 年	42	-	14	28

资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

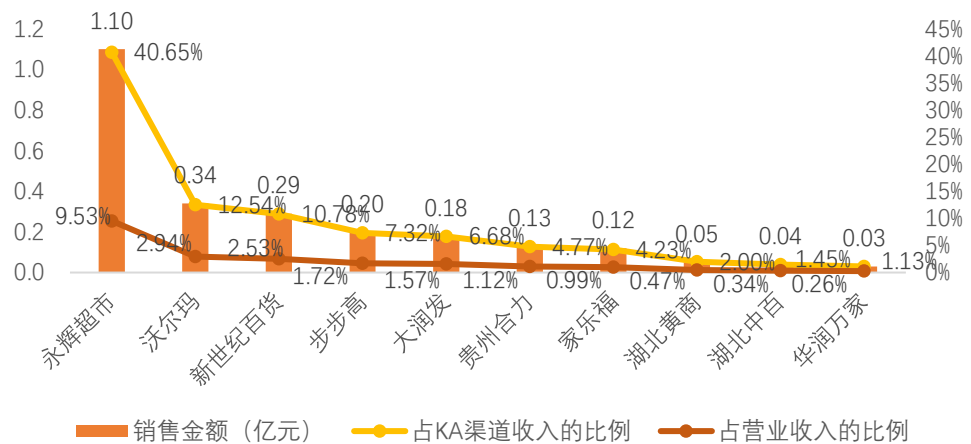
图 28：百亚 KA 渠道收入、同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

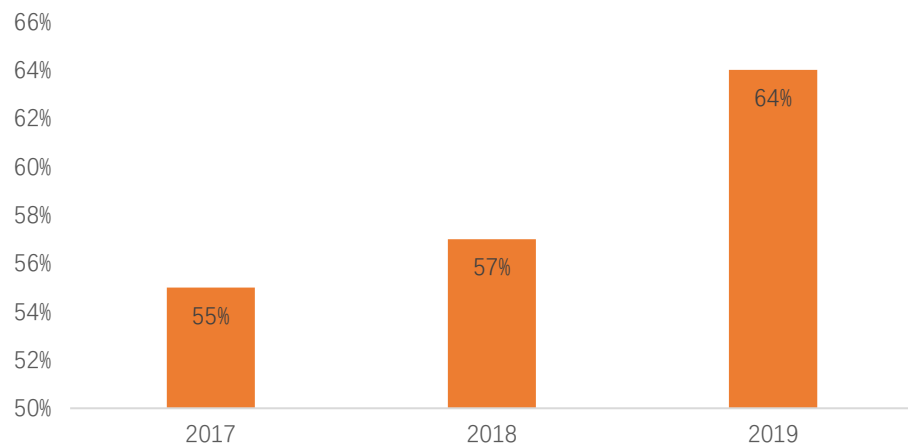
头部大客户收入贡献集中，KA 渠道保持稳定增长，拓展空间充足。头部客户贡献收入集中，而诸如大润发、家乐福、华润万家、欧尚等头部 KA 贡献收入尚较低，公司 KA 渠道瓶颈尚远，中短期存在充足拓展空间。2017-2019 年，百亚对退出 KA 客户上一年平均销售金额分别为 65.21 万元、15.68 万元和 14.16 万元。但受益于公司主要 KA 客户稳定、持续的发展，KA 渠道收入仍保持了稳定的增长。2017-2019 年，百亚对前十大 KA 客户销售收入分别为 1.44 亿元、1.74 亿元和 2.47 亿元。

图 29：2019 年公司前十大 KA 客户



资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

图 30：百亚股份 KA 渠道前三大客户收入占比



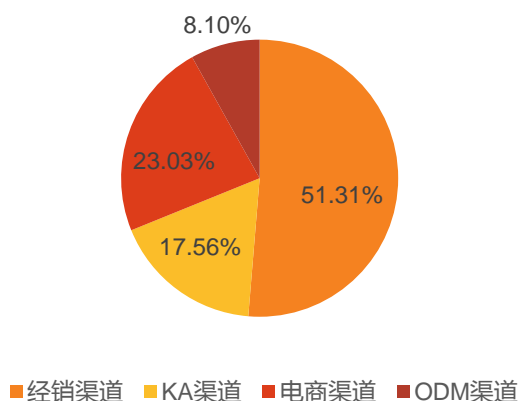
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.3. 电商快速发展，提升空间大

百亚渠道结构目前以经销为主，电商快速发展。2022 年经销商收入占比 51.3%，KA 渠道占比 17.6%，电商渠道占比 23.0%，ODM 渠道收入占比 8.1%，经销商渠道仍为公司第一大渠道。2017-2022 年电商收入从 0.40 亿元增长至 3.71 亿元，占比从 4.9%提升至 23.0%。百亚顺应消费升级及消费场景的变化趋势，积极开拓电商渠道，加大线上营销资源投入，优化线上组织和人员，同时借力线上渠道加大品牌宣传及产品推广力度，聚焦资源投入，

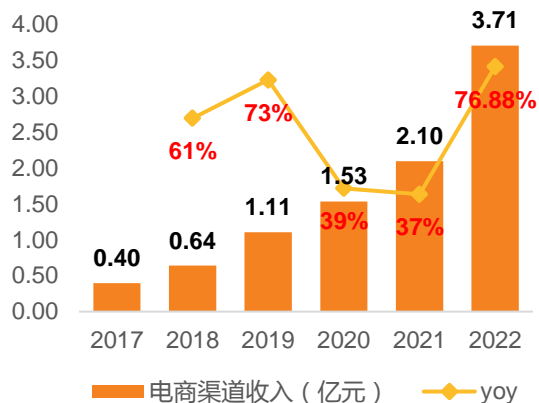
提升品牌影响力，提升市场竞争水平。

图 31：2022 年百亚各渠道收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：百亚电商渠道收入变化

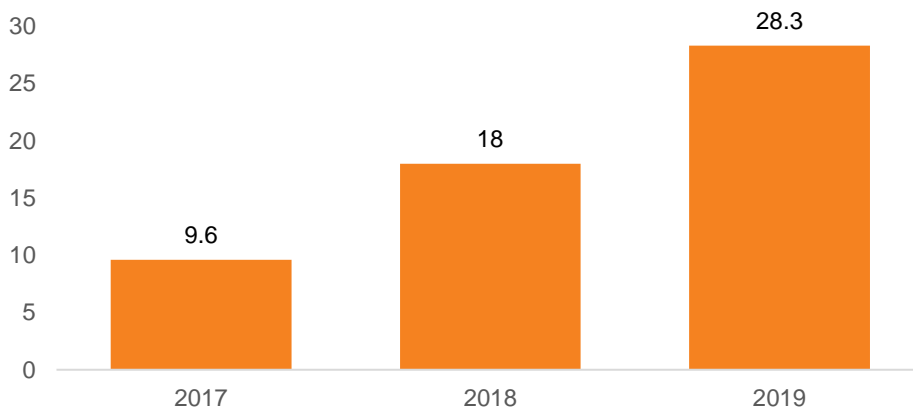


资料来源：公司公告，天风证券研究所

传统渠道发展平稳，电商和新兴渠道快速崛起。一次性个人卫生用品的销售渠道主要涵盖大卖场、大型连锁商超、中小型超市、母婴专营店、食杂店等线下渠道，平台电商、垂直电商、直播电商等线上渠道，以及私域社群、团购、O2O 等新兴渠道。卫生巾和纸尿裤在产品特性、使用频次及消费者购物习惯等方面存在较大区别，两者在不同渠道的市场份额比重亦存在差异。

近年来，消费者的消费习惯、消费观念、购物方式和交流方式的转变带来零售业态变革，**消费品零售线上线下融合趋势愈加明显。**根据尼尔森数据统计，2021 年与 2020 年相比，卫生巾品类在电商渠道销售占比从 22%增长到 25%，电商渠道销售额增长约 14.03%；而电商渠道是婴儿纸尿裤最重要的销售渠道，2021 年电商渠道婴儿纸尿裤销售占比达 55.76%。

图 33：百亚电商渠道推广费（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

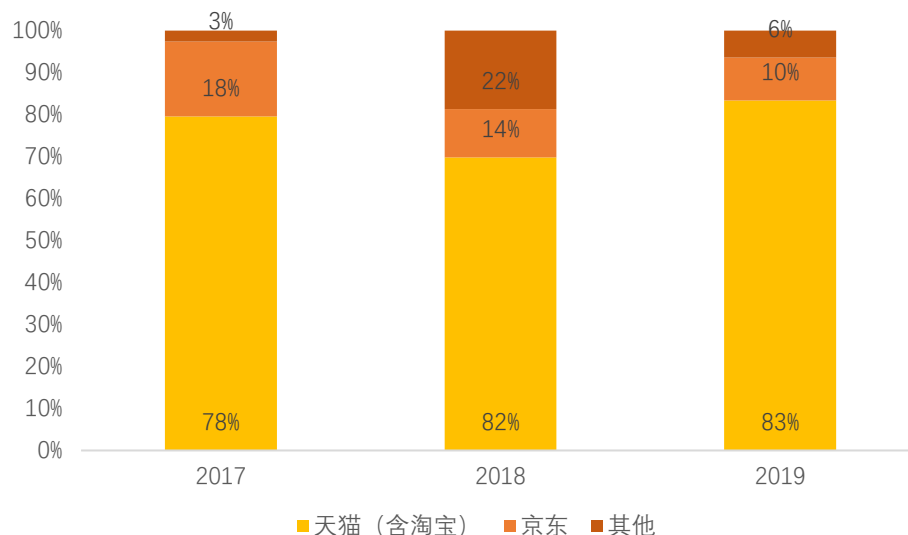
公司积极拓展电商渠道，新兴渠道快速崛起。为顺应市场变化，公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，在深化线下业务布局的同时，加大线上和新兴渠道业务投入，并推动线上线下业务融合，电商渠道增长明显。

公司通过在天猫、京东、唯品会等电商平台上开设官方旗舰店或专营店向消费者销售商品，

并拓展电商分销体系。在传统电商平台中，2017-2019 年以淘系（天猫、淘宝）平台为主，淘系销售占比达 78.48%、82.12%、83.33%，其他平台销售占比提升不显著，销售方式以直营为主。

公司天猫渠道快速增长，一方面得益于公司电商业务运营策略转变，另一方面公司在各大平台多元化投放联动带动了天猫渠道的增长。未来，公司有望通过产品结构调整、平台结构调整等带动电商业务良性快速发展。

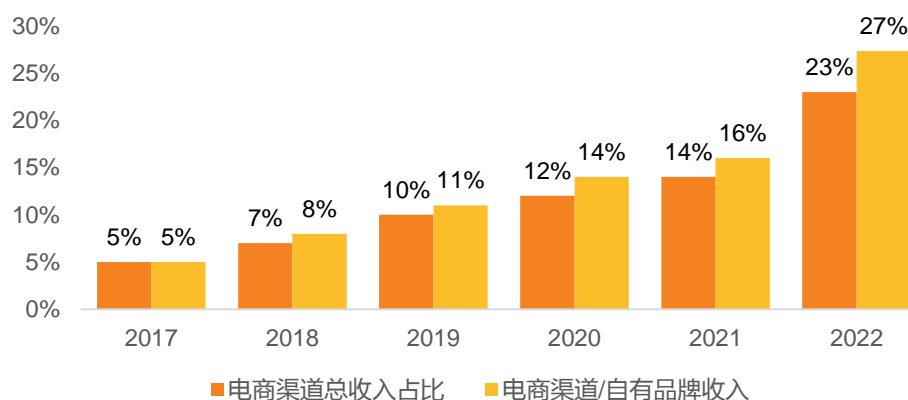
图 34：百亚股份来自各电商平台收入占比



资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

自主品牌线上销售占比提高，仍存在较大提升空间。2022 年公司自主品牌线上销售占比迅速增长至 27%。公司高度重视并积极拥抱电商渠道、直播带货、社区团购等零售渠道端的变革，新兴渠道有望加速推动品牌全国化进程。

图 35：百亚股份电商渠道销售占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

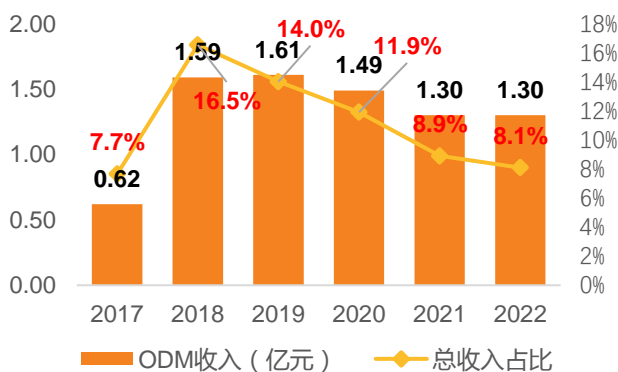
电商渠道作为公司重要渠道，除营收规模增长外，还承载品牌建设及拓展消费者和区域的责任；2022 年公司电商渠道整体略亏，随着营收规模逐步提升，我们预计 2023 年可能

实现盈亏平衡。

3.2.4. ODM 有效提高产能利用率

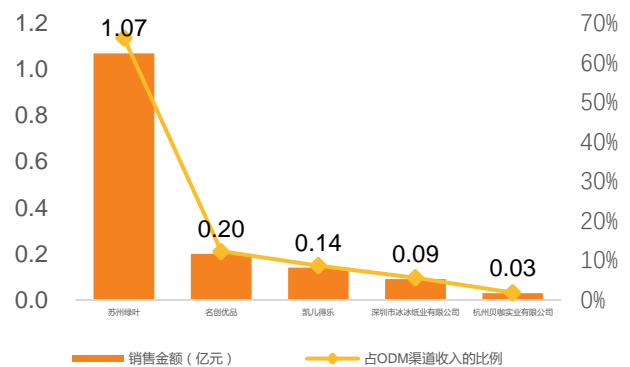
公司与消费品企业形成稳定的合作关系，采用“先款后货”方式与客户结算。公司顺应行业发展现状和竞争格局，把握行业发展机遇，与消费品企业形成稳定的合作关系，发挥各自比较优势，采用“先款后货”的形式与 ODM 客户结算。2018-2022 年公司 ODM 业务总收入占比为 16.5%、14.0%、11.9%、8.9%和 8.1%。2019 年，前三大 ODM 客户分别为苏州绿叶、名创优品、凯儿得乐，贡献主要 ODM 收入。

图 36: 百亚股份 ODM 收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37: 2019 年公司对 ODM 业务前五大客户销售金额及占当期 ODM 渠道收入比例情况



资料来源：百亚股份招股说明书，天风证券研究所

3.3. 股权激励及限制性股票激励计划，彰显未来发展信心

发布首次股票期权及限制性股票激励计划，体现管理层长期信心。公司发布 2021 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），计划拟向激励对象授予权益不超过 495.54 万份，约占总股本的 1.16%。2022 年调整后，股票期权的行权价格为 17.08 元/份，限制性股票的授予价格为 8.39 元/股。激励对象总人数为 568 人，包括公司中层管理人员、核心及骨干人员、董事会认为需要激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他人员。

消费复苏背景下业绩修复有望，电商渠道将持续高速发展。根据激励计划，公司首次授予的业绩考核指标以 2020 年为基数，对于非线上业务员工，2022/2023/2024 年营业收入增长率需不低于 45%/75%/115%，净利润增长率需不低于 40%/65%/95%；对于负责线上业务的员工，线上业务营业收入增长率需不低于 120%/220%/350%，故 2022-2024 年间，公司的营收/净利润/线上业务营收 CAGR 需为 21.8%/18.0%/43.0%。根据 2022 年报，2020/2022 年营业收入为 12.51/16.12 亿元，归母净利润为 1.83/1.88 亿元，非线上业务未完成考核指标，其中 2020/2021/2022 年归母净利润同比变化+42.41%/+24.89%/-17.83%，2022 年受疫情冲击影响较大，业绩承压；2023 年消费复苏、物流运输中不确定性因素逐步减少等情况下，业绩增速有望恢复到之前水平。2020/2021 年电商渠道营收为 1.53/2.1 亿元，2022 年电商渠道增速为 76.9%，达到 3.71 亿元，完成线上业务考核指标。

4. 盈利预测与估值

公司借助经销商的渠道资源开拓市场，迅速提高品牌知名度，以川渝为根据地向外围有序

扩张；公司 KA 客户包括国内外知名的大型连锁超市和大卖场，KA 渠道为线下全国有序拓展的排头兵；公司电商渠道快速发展，自主品牌线上销售占比提高，仍存在较大提升空间；并借 ODM 销售模式与相关企业稳定的合作关系扩展业务范围，与消费品企业形成稳定的合作关系。关于公司估值及盈利预测我们提出以下假设：

经销商渠道：我们预计 2023-2025 年收入分 9.59/10.74/11.82 亿，YOY 分别为 16%/12%/10%。

KA 渠道：我们预计 2023-2025 年收入分别 3.17/3.42/3.63 亿，YOY 分别为 12%/8%/6%。

电商渠道：我们预计 2023-2025 年收入分别为 6.12/8.88/12.43 亿，YOY 分别为 65%/45%/40%。

ODM：我们预计 2023-2025 年收入分别为 1.31/1.31/1.31 亿，YOY 分别为 0%/0%/0%。

表 7：收入拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	14.63	16.12	20.19	24.35	29.18
YOY	17.0%	10.2%	25.3%	20.6%	19.8%
毛利率	44.7%	45.1%	46.3%	46.2%	46.3%
经销商渠道（亿元）	8.57	8.27	9.59	10.74	11.82
YOY		-3.5%	16.0%	12.0%	10.0%
毛利率	50.6%	48.6%	50.0%	50.0%	50.2%
KA 渠道（亿元）	2.66	2.83	3.17	3.42	3.63
YOY		6.4%	12.0%	8.0%	6.0%
毛利率	44.7%	50.5%	50.8%	50.8%	51.0%
电商渠道（亿元）	2.10	3.71	6.12	8.88	12.43
YOY	36.8%	76.7%	65.0%	45.0%	40.0%
毛利率	34.5%	43.9%	44.6%	44.2%	44.3%
ODM（亿元）	1.30	1.31	1.31	1.31	1.31
YOY	-12.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.5%	15.0%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

调整盈利预测，维持“买入”评级。公司持续优化丰富产品结构，中高端产品占比持续提升，深耕川渝、走向全国，电商渠道有望维持高增，考虑到消费复苏的不确定性，我们预计 23-25 年收入分别为 20.2/24.4/29.2 亿（原值分别为 19.5/23.5/28.4 亿），归母净利润分别为 2.5/3.0/3.7 亿（原值分别为 2.4/3.1/3.8 亿），EPS 分别为 0.58/0.70/0.86 元/股（原值分别为 0.56/0.71/0.87 元/股）。

5. 风险提示

市场竞争加剧风险：个护卫生用品行业已较为成熟，若其他竞争对手加大对公司主力开拓市场的投入，或若行业新进入者变多导致公司议价力降低，将影响公司全国扩张进度及公司盈利能力的改善。

原材料价格波动风险：公司生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子、膜、胶、无尘纸和浆板等，合计占公司采购总额的比重在 60%左右，原材料价格波动可能将加大公司的成本压力，进而对公司经营业绩造成不利影响。

区域扩张不及预期风险：公司作为区域性品牌，下游营收区域集中度较高，来自川渝、云贵陕及两湖区域的营收占比较高，未来向多区域进行扩张具有一定的不确定性。

渠道拓展不及预期风险：经销商渠道和 KA 渠道是公司的两大主要销售方式，线上平台的建设效果、终端销售渠道的管理和开拓对公司后续收入增长动力有较大影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	258.51	301.68	546.59	635.29	898.95	营业收入	1,463.06	1,612.14	2,020.01	2,436.14	2,918.49
应收票据及应收账款	134.33	189.91	90.96	292.06	183.56	营业成本	808.92	884.90	1,084.75	1,310.64	1,567.23
预付账款	7.02	21.62	9.94	17.29	17.12	营业税金及附加	13.63	14.91	19.60	23.25	27.59
存货	162.12	178.33	193.89	299.37	284.49	销售费用	278.92	395.02	494.90	584.67	700.44
其他	354.76	398.41	389.09	405.98	390.37	管理费用	74.77	61.88	87.94	110.17	130.05
流动资产合计	916.74	1,089.95	1,230.45	1,650.00	1,774.49	研发费用	50.96	43.51	51.22	67.63	83.86
长期股权投资	19.62	18.99	18.99	18.99	18.99	财务费用	(2.84)	(3.67)	(5.06)	(7.05)	(9.15)
固定资产	450.95	447.02	399.13	351.25	303.36	资产/信用减值损失	(3.72)	(12.70)	(6.21)	(6.45)	(7.27)
在建工程	79.59	61.89	61.89	61.89	61.89	公允价值变动收益	(0.58)	(2.44)	0.00	0.00	0.00
无形资产	65.57	66.39	64.51	62.62	60.74	投资净收益	12.79	7.37	5.04	6.30	7.88
其他	20.72	47.36	28.79	32.64	32.16	其他	(25.00)	6.86	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	636.45	641.66	573.32	527.40	477.15	营业利润	255.23	216.51	285.48	346.67	419.08
资产总计	1,553.19	1,731.60	1,803.77	2,177.40	2,251.64	营业外收入	0.58	0.86	0.72	0.86	0.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.67	5.03	1.81	2.24	2.44
应付票据及应付账款	164.37	187.86	198.54	310.66	290.31	利润总额	255.14	212.33	284.40	345.29	417.39
其他	116.12	196.20	176.54	323.29	270.92	所得税	31.06	25.46	37.10	44.39	52.24
流动负债合计	280.49	384.06	375.08	633.95	561.23	净利润	224.09	186.87	247.30	300.90	365.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.84)	(0.42)	(1.44)	(2.07)	(2.93)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	227.92	187.29	248.73	302.97	368.08
其他	8.46	8.98	7.52	7.98	8.24	每股收益(元)	0.53	0.44	0.58	0.70	0.86
非流动负债合计	8.46	8.98	7.52	7.98	8.24						
负债合计	338.84	451.10	382.60	641.94	569.46						
少数股东权益	1.05	0.64	(0.10)	(0.90)	(2.10)	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	427.78	430.33	430.33	430.33	430.33	成长能力					
资本公积	250.28	277.52	277.52	277.52	277.52	营业收入	16.97%	10.19%	25.30%	20.60%	19.80%
留存收益	535.24	593.74	720.66	838.17	989.30	营业利润	20.15%	-15.17%	31.86%	21.43%	20.89%
其他	0.00	(21.71)	(7.24)	(9.65)	(12.87)	归属于母公司净利润	24.89%	-17.83%	32.81%	21.80%	21.49%
股东权益合计	1,214.35	1,280.51	1,421.17	1,535.46	1,682.18	获利能力					
负债和股东权益总计	1,553.19	1,731.60	1,803.77	2,177.40	2,251.64	毛利率	44.71%	45.11%	46.30%	46.20%	46.30%
						净利率	15.58%	11.62%	12.31%	12.44%	12.61%
						ROE	18.79%	14.63%	17.50%	19.72%	21.85%
						ROIC	48.39%	30.98%	42.56%	60.81%	70.54%
						偿债能力					
						资产负债率	21.82%	26.05%	21.21%	29.48%	25.29%
						净负债率	-21.20%	-23.52%	-38.46%	-41.37%	-53.44%
						流动比率	2.77	2.47	3.28	2.60	3.16
						速动比率	2.28	2.06	2.76	2.13	2.65
						营运能力					
						应收账款周转率	12.95	9.94	14.38	12.72	12.27
						存货周转率	9.37	9.47	10.85	9.88	10.00
						总资产周转率	0.97	0.98	1.14	1.22	1.32
						每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.44	0.58	0.70	0.86
						每股经营现金流	0.46	0.54	0.79	0.61	1.08
						每股净资产	2.82	2.97	3.30	3.57	3.91
						估值比率					
						市盈率	34.21	41.63	31.35	25.74	21.18
						市净率	6.43	6.09	5.49	5.08	4.63
						EV/EBITDA	20.54	16.44	20.15	16.92	13.79
						EV/EBIT	23.42	19.50	23.60	19.32	15.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com