



买入（首次）

所属行业：轻工制造
当前价格(元)：23.48

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

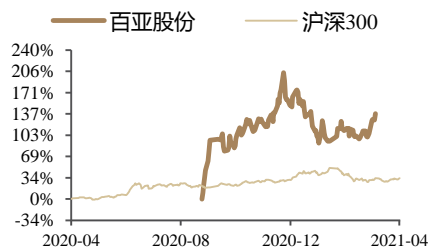
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.50	12.79	18.84
相对涨幅(%)	12.99	16.02	22.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

百亚股份 (003006.SZ)：产品升级，扩区域扩渠道驱动新成长

核心逻辑

百亚股份：扎根西南，辐射全国。公司依托自有品牌，主要采取自主研发和生产的模式，以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道，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，主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域。2020年公司实现营业收入12.50亿元，同比增长8.82%，实现归母净利润1.83亿元，同比增长42.41%。2021Q1公司实现营业收入4.05亿元，同比增长34.73%，实现归母净利润0.80亿元，同比增长46.68%。

吸收用品千亿级市场，行业规模稳健增长。2014-2019年我国吸收性卫生用品市场规模由670.7亿元增至1165.3亿元，年复合增长率达11.7%。**女性卫生用品：**卫生巾是女性卫生用品最大细分市场，市场规模稳步增长，2019年市场规模达572亿元，近五年CAGR达到10.43%，2019年行业CR5已达32.70%，市场已进入成熟期，高端化、差异化引领行业增长。**婴儿卫生用品：**2019年市场规模达499亿元，行业渗透率达63.9%，仍有提升空间，伴随国内母婴垂直电商、母婴专营店、微商等渠道崛起，产品品质过关的国产新零售品牌快速崛起。**成人失禁用品：**2019年市场规模达93.9亿元，国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期阶段，国内市场渗透率低，未来空间广阔。

优势：品牌渠道两翼齐飞，研发生产保驾护航。品牌方面，公司卫生巾产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名前三，川渝地区市占率超30%。渠道方面，川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举，2020年电商收入同比增长38.69%。研发方面，公司紧随市场需求变化和业务发展步伐，自我构建了一套完善的研发体系。生产方面，占地逾300亩新型工厂已开产，精细化的生产管理，有效降低生产成本。

驱动：电商渠道助力公司弯道超车，全国布局打开增长空间。**短期驱动：**渠道运营精细化。KA渠道，公司与永辉超市合作紧密，合作门店数由2017年的303家增长至2019年981家，公司产品伴随永辉拓店，渗透率持续提升。电商渠道方面，成立杭州百亚，把握新渠道机遇，实现快速崛起，2020年电商渠道收入1.53亿元（+38.69%）。**中期驱动：**将川渝地区成功经验推向全国，虽然卫生巾行业渗透率已趋于饱和，但公司产品在华东、华北、华中区域的市占率仍有巨大提振空间，未来伴随渠道扩张，非川渝市场有望实现突破性增长。**长期驱动：**卫生巾市场渗透率达到九成以上，消费升级带来的安睡裤、经期裤等高端需求提升，公司产品定位精准，高端产品占比和销量不断提升，有望充分受益行业长期的高端化趋势，实现收入、利润双升。

盈利预测及投资建议。我们预计公司2021~2023年营业总收入分别为16.10、20.34、25.47亿元，同比增长28.74%、26.33%、25.21%，2021~2023年归母净利润分别为2.37、2.97、3.73亿元，同比增长29.91%、25.38%、25.37%，对应2021-2023年PE分为42.36X、33.79X、26.95X，2021-2023年EPS分别为0.55、0.69、0.87元。考虑到公司扩品类将带来业绩的快速增长，公司产品、研发护城河深厚，公司高速增长有望延续，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料大幅波动。



股票数据

总股本(百万股):	427.78
流通 A 股(百万股):	42.78
52 周内股价区间(元):	9.52-28.90
总市值(百万元):	10044.22
总资产(百万元):	1,549.10
每股净资产(元):	2.82

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,149	1,251	1,610	2,034	2,547
(+/-)YOY(%)	19.6%	8.8%	28.7%	26.3%	25.2%
净利润(百万元)	128	183	237	297	373
(+/-)YOY(%)	43.4%	42.4%	29.9%	25.4%	25.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.43	0.55	0.69	0.87
毛利率(%)	45.9%	42.7%	42.9%	43.3%	43.4%
净资产收益率(%)	18.3%	16.2%	14.4%	15.3%	16.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素:

- **驱动因素:** 短期看, 渠道运营精细化, 线上线下共同发力, 打造多渠道融合发展模式, 大幅推进 KA、电商渠道建设, 渠道策略稳步价值兑现。中期看, 将川渝地区成功经验推向全国, KA+电商渠道是扩展品牌辐射半径的强有力措施, 未来非川渝市场有望实现突破性增长。长期看, 品牌定位精准, 高端化带来高利润, 高端产品占比和销量不断提升, 产品结构在不断优化。
- **关键假设:** 公司电商业务顺利推进, 保持高速增长; 公司非川渝地区业务快速放量, 带动整体业绩增长。
- **与市场不同的观点:** 市场观点普遍认为护理产品市场, 尤其是卫生巾市场已发展成熟, 渗透率接近天花板, 因此对公司增长后劲估计不足。但是我们认为公司 KA 渠道、电商等渠道红利仍未充分享受, 产品红利也在逐步释放, 在渠道和产品双重驱动下, 非川渝地区销量将迎高速增长, 同时费用端管控成效显著, 公司业绩有望持续超出市场预期。
- **股价表现的催化剂:** 公司线上销售大幅超预期, 公司非川渝地区市占率快速提升。
- **主要风险因素:** 市场竞争日益加剧的风险; 原材料价格大幅波动的风险。

内容目录

1. 百亚股份：扎根西南，辐射全国.....	6
1.1. 百亚股份：品牌知名度高，产品矩阵完善，定位中高端.....	6
1.2. 业绩：卫生巾品类爆发带动整体营收增长.....	7
1.3. 盈利能力：高端定位带来稳定高毛利.....	9
2. 吸收用品千亿级市场，行业规模稳健增长.....	10
2.1. 女性卫生用品：市场已进入成熟期，高端化、差异化引领行业增长.....	11
2.1.1. 卫生巾是女性卫生用品最大细分市场，市场规模稳步增长.....	12
2.1.2. 集中度有提升空间，国产品牌份额持续提升.....	12
2.1.3. 从未来趋势看，市场增量来源于高端化和用户群体延伸.....	13
2.2. 婴儿卫生用品：行业渗透率有提升空间，本土品牌崛起.....	14
2.2.1. 空间：行业规模稳定增长，渗透率有提升空间.....	14
2.2.2. 格局：本土品牌迅速崛起，国内外企业抢占市场份额.....	15
2.2.3. 受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，国产品牌迅速崛起.....	16
2.3. 成人失禁用品：国内市场渗透率低，未来空间广阔.....	17
2.3.1. 市场规模：市场处于导入期阶段，有望快速增长.....	17
2.3.2. 格局：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成.....	18
3. 公司优势：品牌渠道两翼齐飞，研发生产保驾护航.....	19
3.1. 品牌优势：品牌知名度前列，品牌矩阵完善.....	19
3.1.1. 打造民族领先品牌，具有较高的品牌知名度.....	19
3.1.2. 多品牌发展，满足消费者多样化需求.....	20
3.2. 渠道优势：销售层次分明，运营经验丰富.....	20
3.3. 研发优势：研发体系完善，持续推陈出新.....	21
3.4. 生产优势：现代化基地优势明显，募投项目助力产线提升.....	22
4. 公司驱动：电商渠道助力弯道超车，全国布局打开增长空间.....	23
4.1. 短期驱动：渠道运营精细化，线上线下共同发力.....	23
4.1.1. 深耕 KA 渠道，跟随合作商超拓展品牌销售网络.....	24
4.1.2. 新零售赋能品牌销售，电商渠道放量.....	25
4.2. 中期驱动：川渝成功经验复制至全国.....	26
4.3. 长期驱动：品牌定位精准，高端化带来高利润.....	27
5. 盈利预测与投资建议.....	29
5.1. 盈利预测.....	29

5.2. 投资建议	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 百亚股份发展历程	6
图 2: 公司品牌矩阵完善, 涵盖吸收用品各品类	7
图 3: 公司营业收入保持稳健增长	7
图 4: 公司归母净利润保持快速增长, 近三年增速均超 35%	7
图 5: 自由点卫生巾放量 (单位: 亿元)	8
图 6: 电商渠道销售额快速放量 (单位: 亿元)	8
图 7: 川渝地区销售额占比最大	9
图 8: 西南地区销售额在产品总销售额中占比最大 (单位: %)	9
图 9: 公司净利率提升趋势明显	9
图 10: 公司销售费用率稳步降低	9
图 11: 销售净利率、资产周转率双双回升	10
图 12: 销售净利率、资产周转率回升带动 ROE 回升 (单位: %)	10
图 13: 我国吸收性卫生用品市场规模及增速近年较为稳定	10
图 14: 我国女性卫生用品占卫生用品总规模 5 成左右 (亿元)	11
图 15: 我国吸收性卫生用品销量以女性卫生用品为主导 (亿片)	11
图 16: 全球女性卫生用品市场规模 322 亿美元	12
图 17: 中国女性卫生用品市场规模 918 亿元	12
图 18: 2016 年后我国卫生巾市场增速趋于稳定	12
图 19: 我国卫生巾竞争格局趋于稳定	13
图 20: 前十家卫生巾品牌中本土品牌占四家	13
图 21: 本土品牌市场份额不断提升	13
图 22: 女性初潮年龄逐步提前	14
图 23: 女性绝经年龄逐步延后	14
图 24: 婴儿用品销售量呈现上涨态势	15
图 25: 本土婴儿纸尿裤在商超渠道的份额不断提升	16
图 26: 2016 年后新生儿人口不断下下跌	17
图 27: 国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成, 市场尚处于导入期	18
图 28: 成人失禁用品品牌集中度不高	18
图 29: 成人失禁用品以国内品牌为主	18
图 30: 全国 65 岁及以上人口占比持续上升	19
图 31: 销售渠道层次分明 (亿元)	21
图 32: 公司研发费用支出快速增长 (亿元)	22

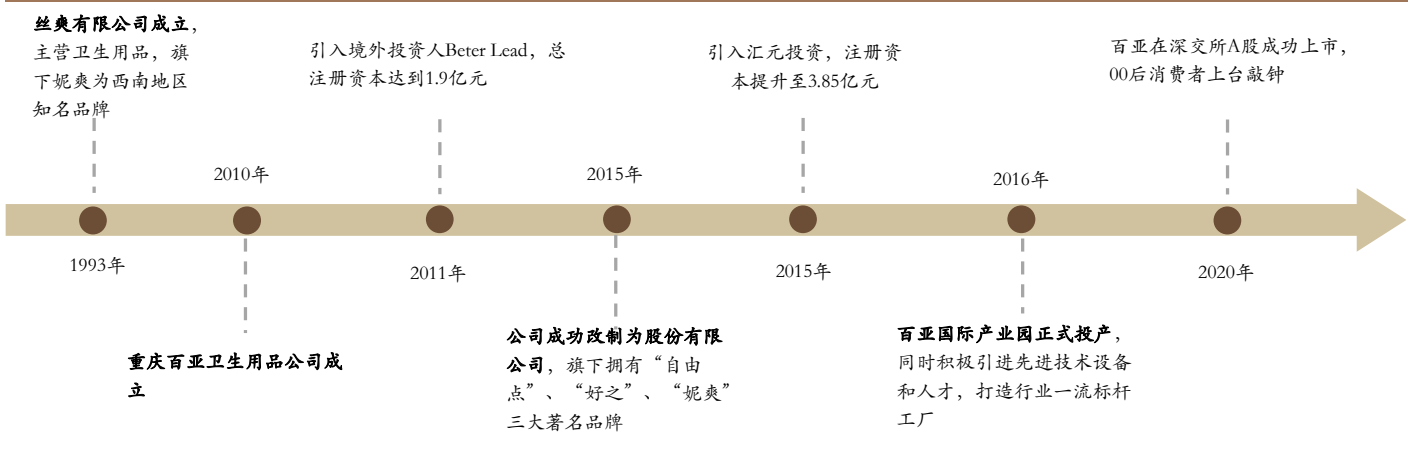
图 33: 百亚国际产业园场景图.....	22
图 34: KA+电商渠道收入增速迅猛 (万元)	24
图 35: KA+电商渠道收入占比不断提升.....	24
图 36: 可比公司经销商水平对比	24
图 37: 经销商质量不断优化 (单位: 个)	24
图 38: 商超销售额中永辉超市领先 (单位: 万元)	25
图 39: 合作永辉超市门店数翻倍	25
图 40: 永辉超市 2021 现有门店布局.....	25
图 41: 永辉超市计划新增门店布局.....	25
图 42: 2018-2020 电商渠道放量	26
图 43: “自由点”卫生巾天猫商店	26
图 44: 累计消费金额对应客户数量大幅提升 (单位: 人)	26
图 45: 华中、华东地区销售额较西南地区差距缩窄 (单位: 万元)	26
图 46: 西南地区销售远超其他区域.....	27
图 47: 地区销售额与地区人口密度的匹配度差异大	27
图 48: 品牌半径有效拓展至华北	27
图 49: 品牌半径有效拓展至华南	27
图 50: 自由点产品营收增长迅速	28
图 51: 自由点已经成为公司卫生巾收入的主要来源.....	28
图 52: 销售单价有望进一步提升	28
图 53: 近年来婴儿纸尿裤量价齐升.....	29
图 54: 可比公司	31
表 1: 2020 年中国卫生巾品牌排行榜 TOP10.....	19
表 2: 公司品牌矩阵完善, 系列丰富, 满足消费者多样化需求	20
表 3: IPO 募投项目一览	23
表 4: 可比公司主要销售渠道对比.....	24
表 5: 公司前十大客户销售金额及占比	24
表 6: 百亚股份收入预测 (单位: 百万元)	29

1. 百亚股份：扎根西南，辐射全国

1.1. 百亚股份：品牌知名度高，产品矩阵完善，定位中高端

国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业，品牌知名度高。公司坚持“让生活更阳光灿烂”的企业使命，秉承“为消费者创造更大价值”的经营理念，依托自有品牌，主要采取自主研发和生产的模式，以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道，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，主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域。此外，公司把握行业发展现状及机遇，凭借较高的市场知名度、良好的产品质量、先进的生产设备和工艺技术，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。根据尼尔森的统计数据，2015-2018年全国商超渠道销售额份额排名中，公司卫生巾产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名前三，公司已发展成为国内卫生巾和婴儿纸尿裤市场的优秀企业代表之一。

图 1：百亚股份发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，德邦研究所

公司产品涉及卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁产品，产品矩阵完善，定位中高端。目前，公司旗下拥有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等风格独特、个性鲜明的品牌，“自由点”、“妮爽”为卫生巾品牌，分别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，均具有较高的品牌知名度和市场美誉度。其中，“自由点”品牌商标荣获“中国驰名商标”；“妮爽”、“好之”品牌商标荣获“重庆市著名商标”。公司在一次性卫生用品领域深耕多年，依靠多品牌、差异化的发展战略，专注打造中国一次性卫生用品领域的民族领先品牌，市场开发和品牌营销模式愈发成熟和丰富。

图 2：公司品牌矩阵完善，涵盖吸收用品各品类

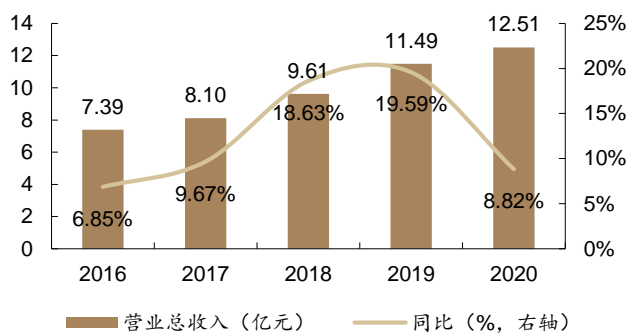
产品	品牌	品牌定位
 卫生巾	自由点	 高档卫生巾潮流品牌，追求无感体验
	FREEMORE	 大健康卫生巾第一品牌，追求健康品质生活
	妮爽	 大众女性健康护理品牌
	U-NURSE	 集研发、生产和销售于一体的专业女性个护品牌
 婴儿纸尿裤	好之	 定位中高端的纸尿裤品牌
 成人失禁用品	丹宁	 为老年人提供专业防漏保护，定位中高端

资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 业绩：卫生巾品类爆发带动整体营收增长

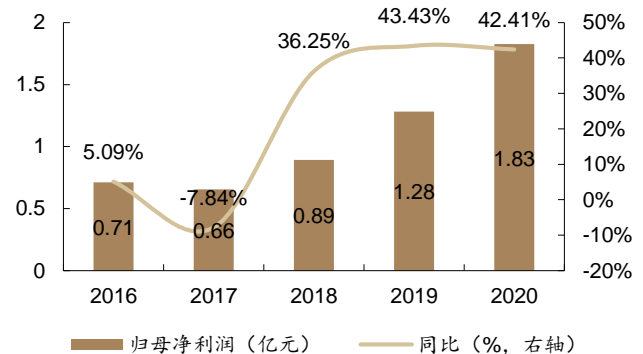
公司营业收入快速增长，近三年利润增速快于营收增速。公司营业总收入从 2016 年的 7.39 亿元增长至 2020 年的 12.51 亿元，近四年 CAGR 达 14.07%，公司归属于母公司净利润从 2016 年的 0.71 亿元增长至 2020 年的 1.83 亿元，近四年 CAGR 达 26.70%，利润增速显著高于营收增速，表明公司营收增长的同时，盈利质量也在快速提升。2021Q1 公司实现营业收入 4.05 亿元，同比增长 34.73%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 46.68%。

图 3：公司营业收入保持稳健增长



资料来源：Wind，德邦研究所

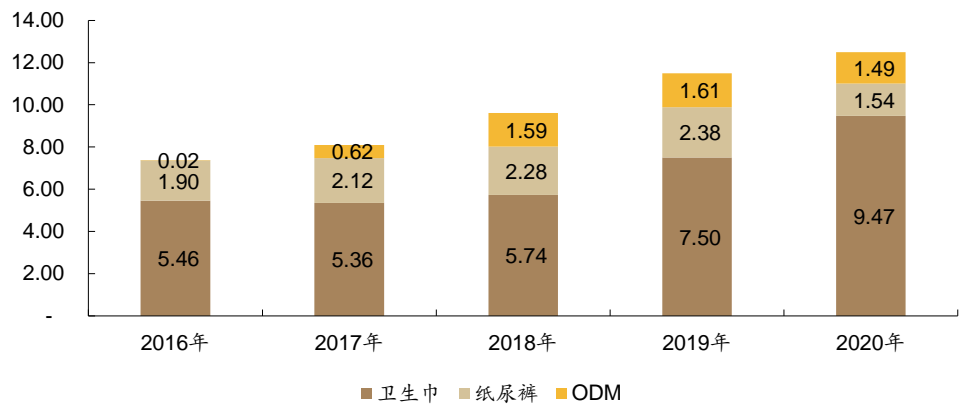
图 4：公司归母净利润保持快速增长，近三年增速均超 35%



资料来源：Wind，德邦研究所

分品类：自由点卫生巾放量，带动整体收入提升。2016-2020 年，卫生巾品类营业收入从 5.5 亿元提高到 9.5 亿元，年化增长率 14.76%，其中定位中高端的“自由点”品牌营业收入从 4.3 亿提升到 9.1 亿元，年化增长率 20.61%。2020 年卫生巾、纸尿裤、ODM 分别实现营业收入 9.47、1.54、1.49 亿元，相对于 2019 年同比变动+26.27%、-35.29%、-7.45%。

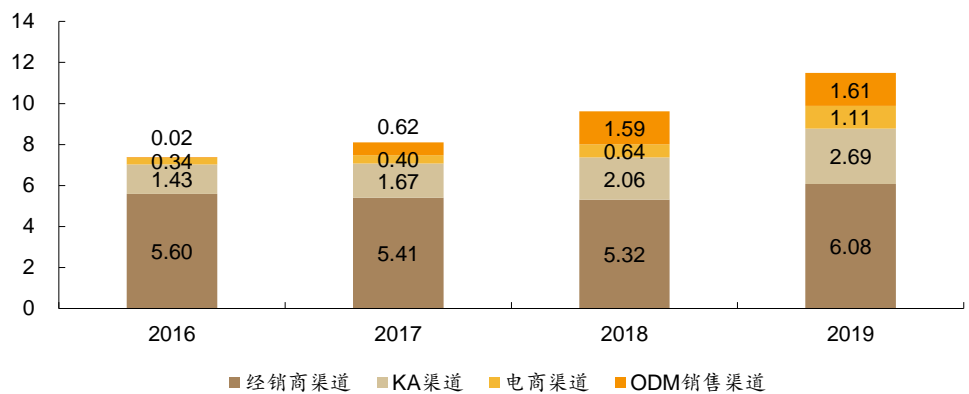
图 5：自由点卫生巾放量（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

分渠道：经销商、KA 渠道稳健增长，电商渠道快速放量。从渠道上看，2019 年经销商渠道、KA 渠道、电商渠道、ODM 渠道实现营业收入分别为 6.08、2.69、1.11、1.61 亿元，同比分别增长 14.31%、30.92%、72.66%、1.23%，营收占比分别为 52.89%、23.45%、9.62%、14.04%。电商业务近几年表现亮眼，在线下扩张的同时，公司抓住电商风口，加大对于电商渠道的投资力度。公司旗下的“自由点”、“好之”等主力品牌在天猫、京东、淘宝、唯品会等主要电商平台中都有店铺，有效地弥补了线下渠道覆盖面不足的问题。电商业务收入由 2016 年的 0.34 亿元增长至 2020 年的 1.53 亿元，年化增长率达 45.65%。同时电商客户中西南地区客户占比在逐渐减少，华中、华南地区客户比例提升，公司通过电商扩张的战略取得初步成效。

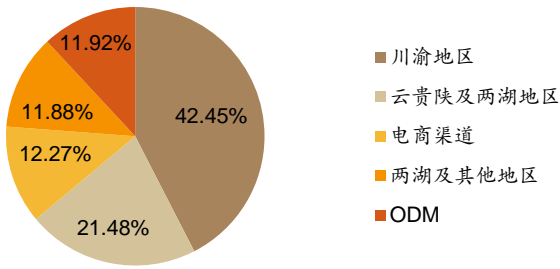
图 6：电商渠道销售额快速放量（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

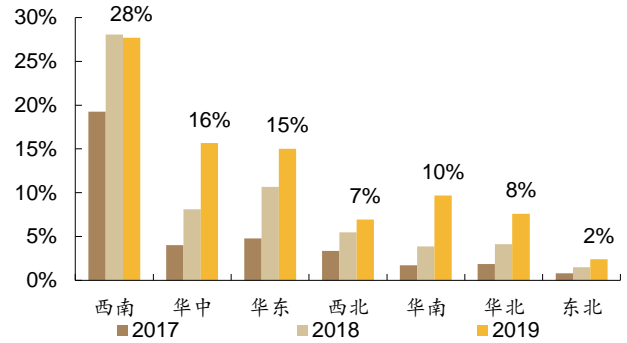
分地区：公司产品主要销往川渝、云贵陕等西南地区：2020 年公司产品 63.9% 销往西南地区，其中主要为川渝地区。公司在川渝地区深耕多年，凭借良好的口碑和先进的技术，占据了重庆及四川地区的市场主导地位；近些年，在云贵陕及两湖等地区加大扩张力度，推广川渝市场的成功经验，逐步占领当地市场。

图 7：川渝地区销售额占比最大



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：西南地区销售额在产品总销售额中占比最大（单位：%）

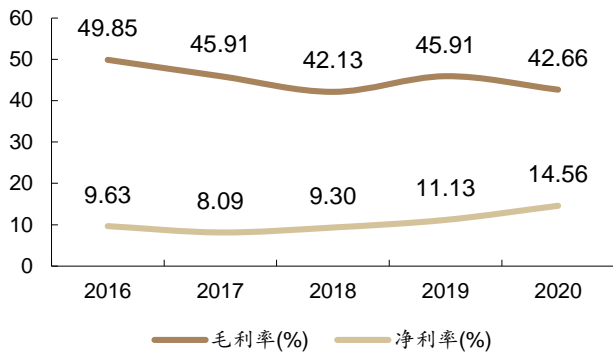


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 盈利能力：高端定位带来稳定高毛利

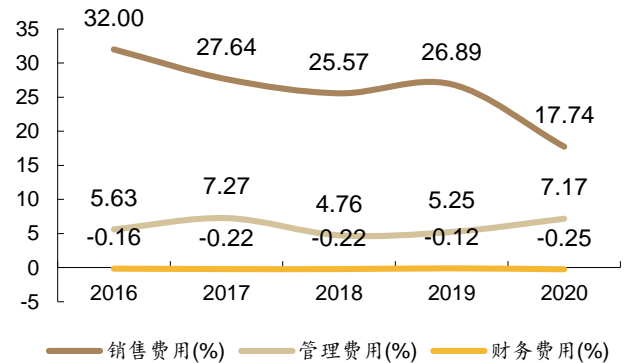
高端品牌战略带来稳定毛利率：2015-2017 年渠道商销售数据排名中，公司的卫生巾市场份额在本土厂商中连续三年排名第四，纸尿裤份额在本土厂商中连续三年排名第三。公司旗下的“自由点”、“好之”、“丹宁”三个品牌分别定位于中高端卫生巾、中高端纸尿裤和中高端成人失禁用品。专营高端为公司带来较高毛利率，2020 年百亚股份总体毛利率达到 42.66%，其中“自由点”品牌毛利率达到 60%左右，卫生巾品类整体毛利率为 55%，婴儿纸尿裤和成人失禁用品毛利率近年有所波动，但总体保持稳定。

图 9：公司净利率提升趋势明显



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：公司销售费用率稳步降低

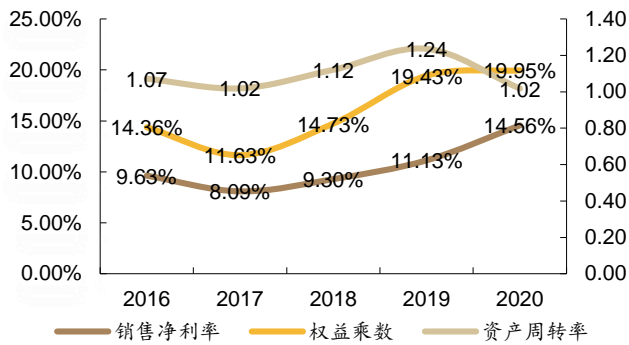


资料来源：Wind，德邦研究所

注重渠道建设，销售费用总体保持稳定：近些年公司积极拓展除川渝地区外的其他市场，扩大销售渠道；同时为了塑造品牌效应，近年来公司邀请多位明星作为品牌形象代言人，提高产品知名度；因此公司销售费用占比较多，维持在营业收入的 17.74%左右，2020 年运费不在计销售费用，受此影响公司毛利率和销售费用率均有所下降。

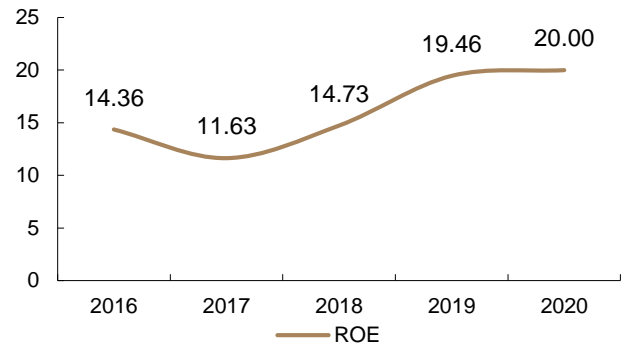
ROE：销售净利率、带动 ROE 向上。公司销售净利率从 2016 年的 9.63% 上升至 2020 年的 14.56%，销售净利率不断上升，资产投资的效益变好，公司盈利水平不断提高，ROE 由 14.36% 提升至 20.00%。

图 11: 销售净利率、资产周转率双双回升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 销售净利率、资产周转率回升带动 ROE 回升 (单位: %)

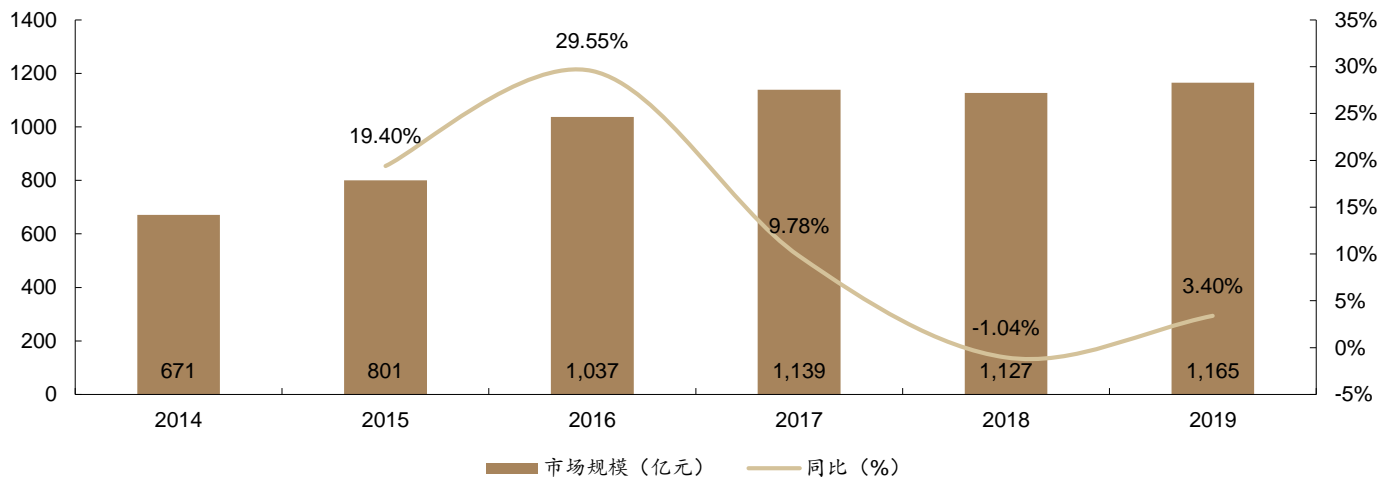


资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 吸收用品千亿级市场, 行业规模稳健增长

吸收性卫生用品市场规模增长稳定, 近六年 CAGR 达 11.7%。在我国, 纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品均为改革开放之后的舶来品, 经过 30 多年的快速发展, 我国吸收性卫生用品行业产品种类不断丰富、功能不断完善、普及程度不断提升, 已成为与人民生活密切相关的重要行业。根据中国造纸协会统计, 2014-2019 年我国吸收性卫生用品市场规模由 670.7 亿元增至 1165.3 亿元, 2014-2019 年 CAGR 为 11.7%。

图 13: 我国吸收性卫生用品市场规模及增速近年较为稳定



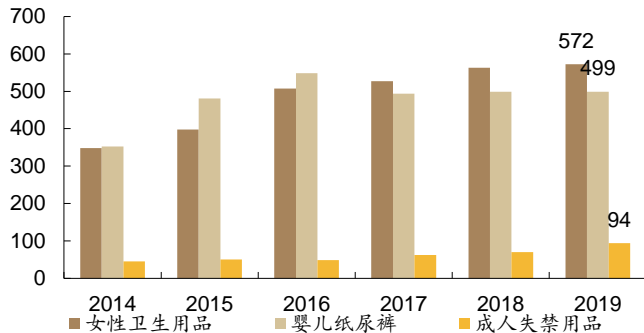
资料来源: 中国造纸协会, 德邦研究所

从品类结构看, 女性卫生用品占比约五成, 婴儿卫生用品占比四成, 成人失禁产品占比略低于 10%。从细分品类来看, 2019 年女性卫生用品市场规模与上年相比实现低一位百分数的增长, 卫生巾和经期裤合计市场规模约 512.9 亿元, 比上年增长 2.5%, 卫生护垫市场规模约 59.5 亿元, 合计市场规模为 572.4 亿元; 2019 年婴儿纸尿裤/片整体市场继续保持低速增长, 2019 年市场规模为 499 亿元, 同比增长 1.1%; 2019 年成人失禁用品市场规模继续保持两位数的高速增长, 2019 年市场规模为 93.9 亿元, 同比增长 33.6%。

在吸收性卫生用品 (包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤/片和成人失禁用品) 市

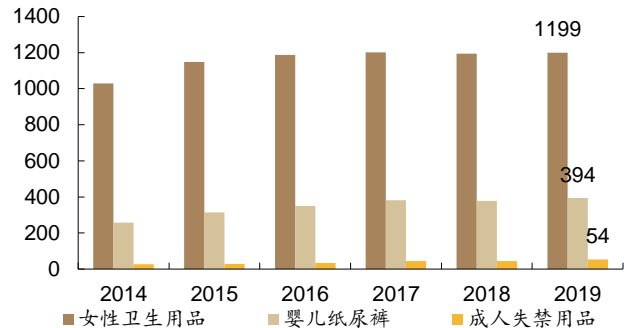
场总规模中，女性卫生用品（包括卫生巾、经期裤和卫生护垫）占 49.1%，婴儿纸尿裤/片占 42.8%，成人失禁用品（包括成人纸尿裤/片和护理垫）占 8.1%，相比 2018 年，女性卫生用品和婴儿纸尿裤/片占比稍有下降，成人失禁用品占比继续提升，成人失禁产品发展进入快车道。

图 14：我国女性卫生用品占卫生用品总规模 5 成左右（亿元）



资料来源：中国造纸协会，德邦研究所

图 15：我国吸收性卫生用品销量以女性卫生用品为主导（亿片）



资料来源：中国造纸协会，德邦研究所

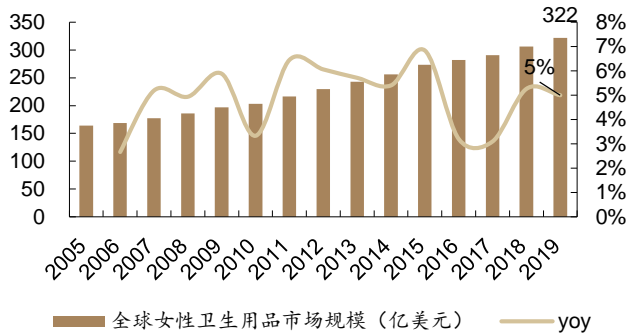
从消费量看，女性卫生用品消费量保持稳定，婴儿卫生用品保持个位数增长，成人失禁产品快速发展。消费量方面，2019 年我国适龄女性（15~49 岁）人口继续减少，卫生棉条、经期裤等细分产品为消费者提供了更多选择，是传统卫生巾产品的有益补充，2019 年我国女性卫生用品消费量为 1199 亿片；2019 年我国婴儿纸尿裤/片消费量为 393.6 亿片，同比增长 3.9%；2019 年我国成人失禁用品在按片计的总消费量中，纸尿裤占 69.5%，比上年增加 2.6 个百分点；纸尿裤占比 10.8%，比 2018 年减少 0.8 个百分点；护理垫占 19.6%，比 2018 年减少 1.9 个百分点。单纯以价格为导向的消费观念正在发生变化，成人失禁用品市场进入发展的快车道。

我国城镇化进程将进一步推动吸收性卫生用品行业发展。个人健康观念的进步除了与国民教育水平相关外，还与国民对于健康的理解高度相关，而我国居民对于健康的理解深度与城镇化进程息息相关。根据国家统计局统计，2008 年至 2019 年间，我国城镇人口由 6.07 亿人增加至 8.48 亿人，农村人口由 7.21 亿人减少至 5.52 亿人，城市化率由 45.68% 提高至 60.60%。城镇化进程的加快促使城乡差异逐步缩小，有助于农村人口改善生活习惯，接受更为现代化的生活观念，成为未来拉动吸收性卫生用品市场需求的新动力。

2.1. 女性卫生用品：市场已进入成熟期，高端化、差异化引领行业增长

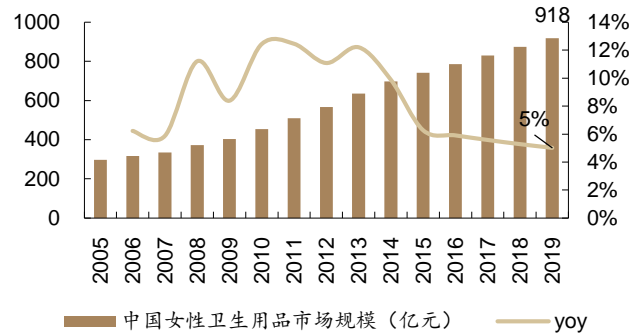
中国卫生用品市场增速放缓，进入成熟期。中国女性卫生用品规模极大，2019 年全球市场规模为 322 亿美元，中国市场规模为 918 亿元。全球市场的增量主要来自发展中国家市场规模的扩大。全球市场、中国市场的市场增速均有所放缓。2005-2019 年中国女性卫生用品市场规模由 297 亿元增长到 918 亿元，年平均复合增长率为 4.3%。

图 16: 全球女性卫生用品市场规模 322 亿美元



资料来源: 欧睿国际, 德邦研究所

图 17: 中国女性卫生用品市场规模 918 亿元



资料来源: 中国造纸协会, 德邦研究所

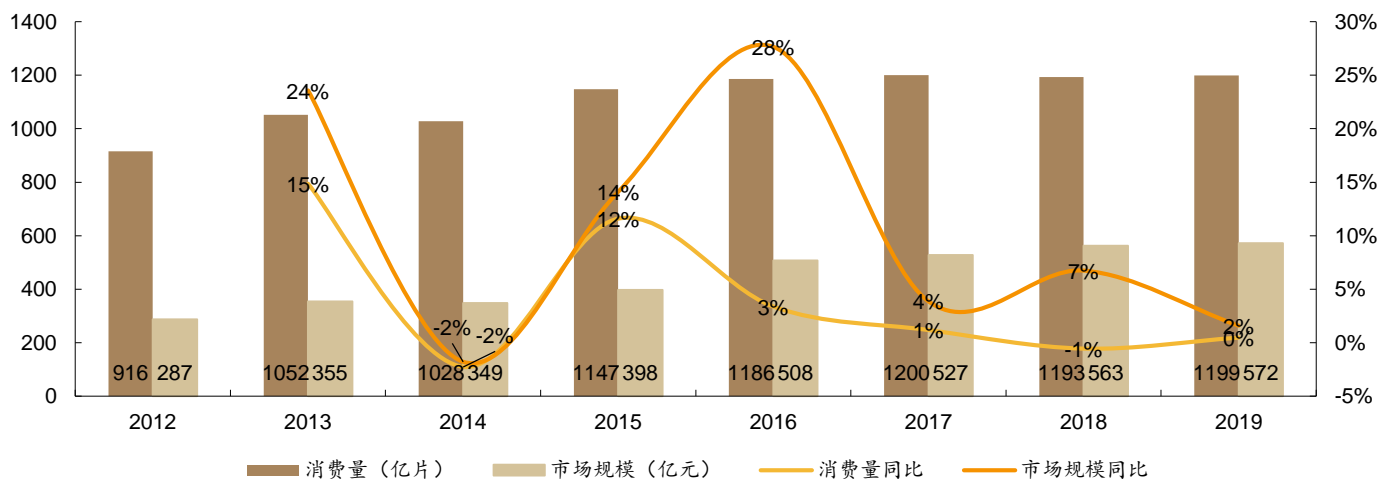
中国市场上主要以卫生巾为主。女性卫生用品品类较多, 主要包括卫生巾、卫生棉条、月经杯等产品, 相比于西方女性常用的卫生棉条、月经杯, 中国女性对于卫生巾接受度最高。

2.1.1. 卫生巾是女性卫生用品最大细分市场, 市场规模稳步增长

市场规模稳步增长, 2014-2019 年复合增长率达到 10.43%。在我国, 经过近 30 年的持续增长, 女性卫生用品市场已经进入成熟期, 我国女性消费者对卫生巾等女性卫生用品的使用习惯已充分培养, 卫生巾已成为了女性经期护理必不可少的卫生用品。据中国造纸协会统计, 2014 年到 2019 年间, 我国女性卫生用品的市场规模从 349 亿元增长至 572 亿元, 年均复合增长率达到 10.43%。

近几年卫生巾消费量保持稳定。从消费量来看, 2013-2019 年, 国内女性卫生用品的消费量从 1,052.0 亿片增加至 1,199 亿片, 年均复合增长率为 2.2%。

图 18: 2016 年后我国卫生巾市场增速趋于稳定



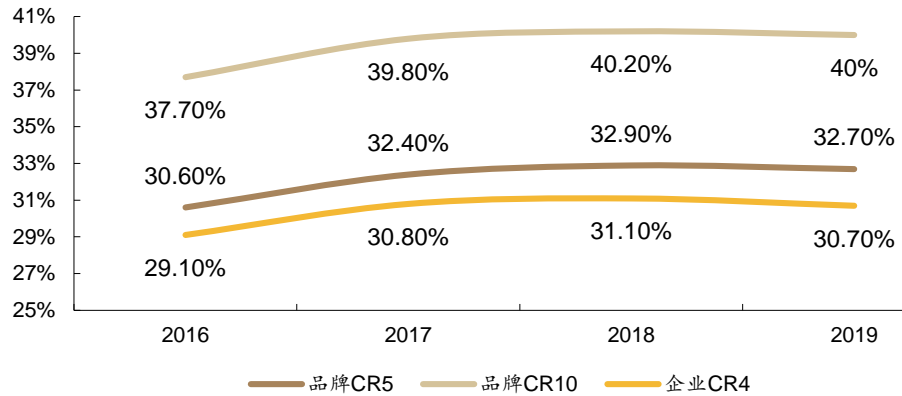
资料来源: 中国造纸协会, 德邦研究所

2.1.2. 集中度有提升空间, 国产品牌份额持续提升

中国卫生巾市场行业竞争格局趋于稳定, 本地企业市场份额上升。2016 年我国女性卫生用品企业 CR4 为 29.1%, 发展至 2019 年, 企业 CR4 增长至 30.7%。吸收行业整体竞争较为激烈, 行业集中度较低, 竞争者众多。但是中国女性卫生用品市场经过 2006-2013 年的行业整合后, 整体竞争格局趋于稳定。2019 年行业

头部十家企业包含 6 家本土企业，分别是恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利，另外 4 家外国企业为宝洁、尤妮佳、金佰利、花王。

图 19：我国卫生巾竞争格局趋于稳定

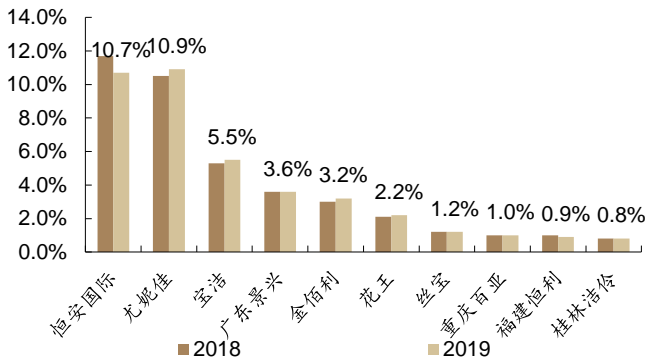


资料来源：Wind，公开资料整理，德邦研究所

女性卫生用品行业格局相对稳定，2019 年我国女性卫生用品企业 CR4 为 30.70%；品牌 CR5 为 32.70%，CR10 为 40%；集中度尚有提升空间。

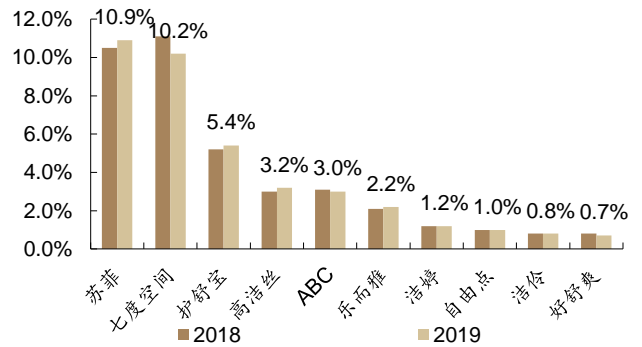
目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安、景兴、洁伶、百亚、丝宝和恒利；2015-2018 年本土厂商的市场份额从 47.5% 持续提升至 48.7%，伴随制造实力升级竞争力强化。

图 20：前十家卫生巾品牌中本土品牌占四家



资料来源：欧睿国际，德邦研究所

图 21：本土品牌市场份额不断提升



资料来源：欧睿国际，德邦研究所

2.1.3. 从未来趋势看，市场增量来源于高端化和用户群体延伸

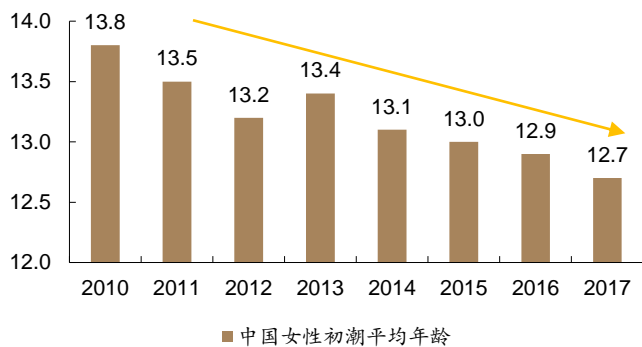
我国女性卫生巾市场渗透率已达到 90% 以上，未来市场的主要驱动因素来自以下 3 个方面：

1) 产品创新加速，个性化、定制化需求提高。随着经济发展，居民可支配收入增加、女性经济地位的上升，对个人护理、卫生健康方面更加注重，新型、中高端女性卫生产品需求逐渐增加。根据公开资料整理的数据显示，2015 年至 2018 年期间，安睡裤的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别高达 78.42%、74.81%。客户更加追求产品的功能、安全性、舒适度，高端产品市场持续扩展，低端产品市场受到挤压。本土企业在产品创新、产品差异化生产方面尚不及外国企业。

2) 消费升级带来的产品高端化。由于消费者的消费升级,对产品档次的要求越来越高,对优质高端产品和差异化产品的需求也在增加。比如,经期裤的出现,使得传统夜用卫生巾的产品结构发生了突破性的变化,其在女性卫生用品中的份额正在持续提升。

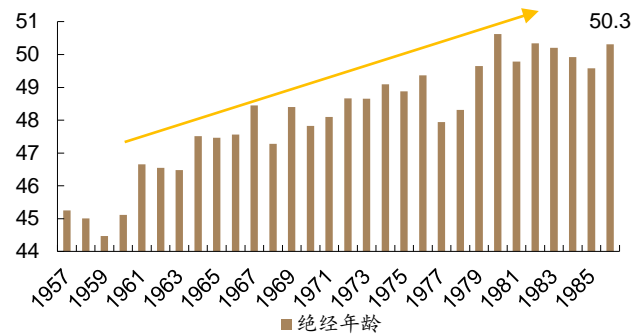
3) 用户群体向两端延伸。据前瞻产业研究院数据研究,我国 2017 年卫生巾使用适龄女性(15-49 岁)人口数量超过 3.8 亿,并且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势,未来中国卫生巾市场规模将进一步扩大。据《中国女性生理健康白皮书》数据显示,2010 年-2017 年,女性初潮年龄平均提前了 1 岁,2000 年后的性发育年龄更是提前至 12.7 岁,同时北方地区女性平均初潮年龄晚于南方地区,一、二线城市女性初潮年龄比三四线城市早 0.2 岁。

图 22: 女性初潮年龄逐步提前



资料来源:《中国女性生理健康白皮书》,CBNData&大姨妈 APP,德邦研究所

图 23: 女性绝经年龄逐步延后



资料来源:《绝经年龄的变化与遗传力的研究》,德邦研究所

2.2. 婴儿卫生用品: 行业渗透率有提升空间, 本土品牌崛起

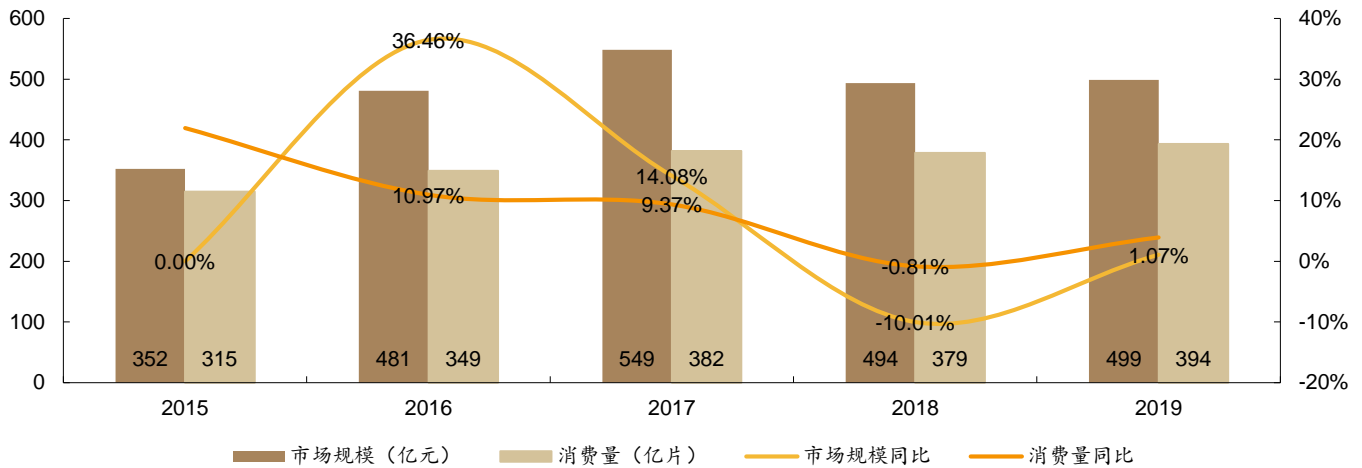
2.2.1. 空间: 行业规模稳定增长, 渗透率有提升空间

受益于国民经济的快速发展,人民生活水平和卫生护理意识的提升,城镇化建设的快速推进,我国家庭居民消费和卫生观念逐步转变,对婴儿的护理从使用多次重复性的布尿片逐步到使用一次性纸尿裤进行护理,市场渗透率迅速提高。同时婴儿卫生用品的使用频次增加,使用年龄延长,日均更换次数增加,导致人均使用片数明显增加。2000 年我国婴儿卫生用品的市场渗透率仅有 2.1%,2018 年已提升至 63.9%。2016 年全面“二孩政策”放开后,2016 年和 2017 年新生儿数量连续两年保持在 1,700 万人以上,出生人口维持在高位。快速提升的渗透率和庞大的婴幼儿人口数量推动了婴儿卫生用品市场规模的快速增长。

据中国造纸协会统计,2015 年至 2019 年,婴儿卫生用品的市场规模从 352 亿元扩大至 499 亿元,年均复合增长率达到 18.4%。

从消费量来看,2013 年以来国内婴儿卫生用品的消费量呈现快速上涨态势,婴儿卫生用品的消费量从 2013 年的 226.2 亿片增长至 2018 年的 378.7 亿片,年均复合增长率达到 10.9%。具体如下所示:

图 24：婴儿用品销售量呈现上涨态势



资料来源：中国造纸协会，德邦研究所

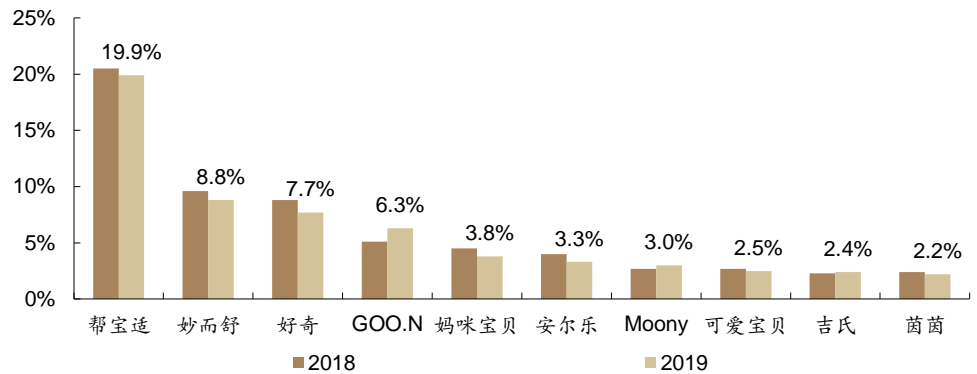
我国婴儿卫生用品市占率达 63.9%，与发达国家相比仍有提升空间。虽然我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显，已达到 63.9%，但与发达国家 90% 以上的市场渗透率相比，我国婴儿卫生用品的市场渗透率仍然偏低，存在进一步提升空间。未来，随着我国人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变，婴儿纸尿裤人均消费量将逐步提高，从而带动市场规模进一步增长。

2.2.2. 格局：本土品牌迅速崛起，国内外企业抢占市场份额

国产品牌迅速崛起。目前国内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，基于在品牌、渠道等综合优势，目前仍占据了较高的市场份额。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。特别以凯儿得乐、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。

根据尼尔森商超渠道统计数据，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。伴随国内母婴垂直电商、母婴专营连锁、微商等渠道崛起，产品品质过关的一批国产新兴品牌开始涌入市场，国内以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、可爱宝贝、蜜芽等为代表新零售品牌快速崛起，行业格局开始变化。

图 25: 本土婴儿纸尿裤在商超渠道的份额不断提升



资料来源: Wind、尼尔森、德邦研究所

2.2.3. 受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，国产品牌迅速崛起

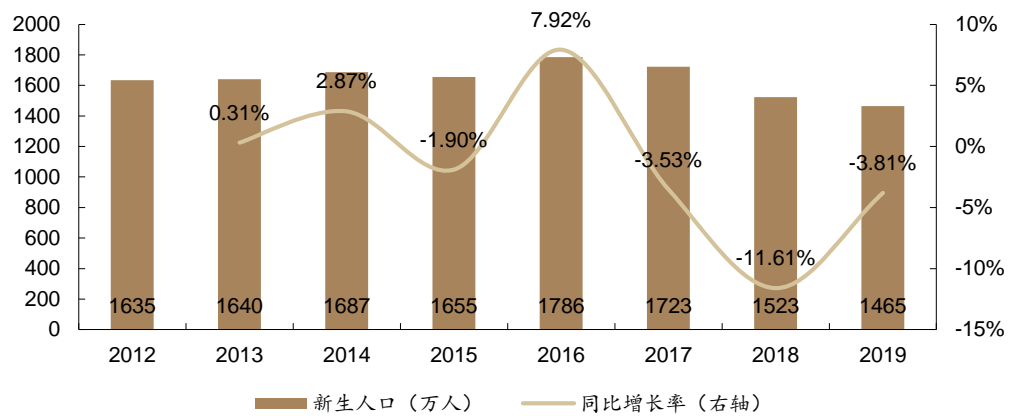
经过多年的发展和赶超，国内吸收性卫生用品制造企业的自主研发和创新能力已得到明显提升，部分制造商的自主设计研发能力、生产技术和质量控制水平基本达到甚至超越国外同类产品，整个行业已基本实现从“中国制造”到“中国质造”的高端化升级。由于外资品牌进入市场较早，目前占领着国内传统渠道的主要份额，国内的制造商们亟需开拓新渠道，让更多“中国质造”产品投入市场。

受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，国产品牌强势崛起，销售额和市场占有率快速提升。据贝恩调研数据显示，2016年-2017年间国产品牌在国内婴儿纸尿裤的市场占有率提升了6.6个百分点。

“全面二孩”政策效果继续显现，助推国内婴儿卫生用品市场持续发展。2016年是中国实施全面“二孩”政策的第一年，2016年和2017年的新生儿数量连续两年保持在1,700万以上，达到了2001年以来的最高水平，其中2017年“二孩”数量进一步上升至883万人，比2016年增加了162万人，“二孩”占全部出生人口的比重达到了51.2%。我国的第三次生育高峰是在1985年1990年，根据我国法定结婚年龄以及平均育儿年龄的推算，在第三次生育高峰时期出生的人口应该在2010年到2015年间进入生育年龄。可以预见未来几年仍将是全面“二孩”政策效应集中释放期，尽管2017年以来新生儿数量已连续3年出现下滑，但未来年出生人口仍有望维持在较高水平。

2019年，我国新生儿数量为1,465万人，人口出生率仍然在10%以上，“二孩”及以上孩次的比例达到了59.5%，“全面二孩”政策对促进生育水平起到了积极作用。

图 26：2016 年后新生儿人口不断下跌



资料来源：国家统计局，德邦研究所

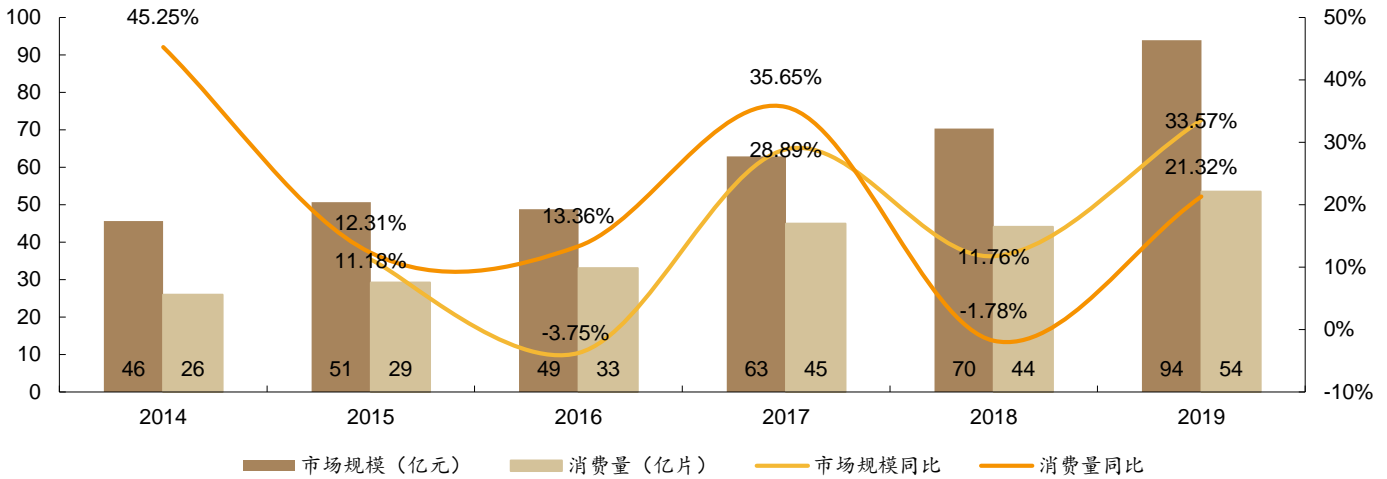
2.3. 成人失禁用品：国内市场渗透率低，未来空间广阔

2.3.1. 市场规模：市场处于导入期阶段，有望快速增长

国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期阶段。我国成人失禁用品的消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等。由于国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期阶段。目前，以价格为导向的消费理念仍然主导成人失禁用品市场。近年来，中国人口老龄化程度不断加剧。据国家统计局数据显示，全国 65 岁及以上人口数量已经从 2005 年的 10,055 万人增加到 2019 年的 17,603 万人，占总人口的比例也从 2005 年的 7.7% 增加到 2019 年的 12.6%。其中，65 周岁及以上老龄人口数量居全球之首。数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。同时，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，因手术、生育或长途交通对成人失禁用品产生的功能性需求也在不断增加。据中国造纸协会统计，2014 年到 2019 年间，我国成人失禁用品市场规模的复合增长率为 15.36%，从 2014 年的 46 亿元增长至 2018 年的 94 亿元。

从消费量来看，2014 年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从 2014 年的 26 亿片增加至 2019 年的 54 亿片，年均复合增长率达到 13.24%。

图 27：国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期



资料来源：中国造纸协会，德邦研究所

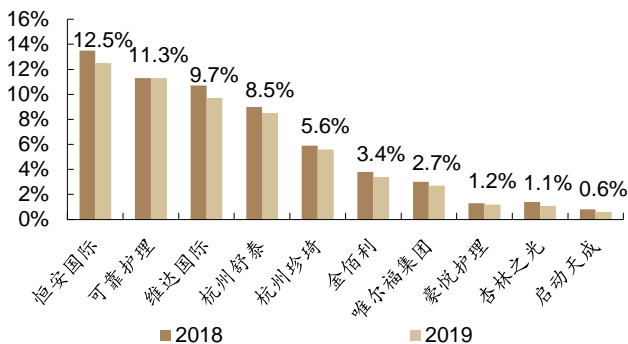
与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，但受益于社会老龄化趋势的加深和成人失禁用品功能性需求的增加，未来我国成人失禁用品市场规模将会快速增长。

2.3.2. 格局：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成

中国成人失禁用品还处于市场导入期，品牌集中度不高。还未形成能够对整个市场拥有话语权的龙头企业，品牌格局尚未真正形成。国人对成人失禁用品的消费意识还未形成，对于成人失禁用品的消费态度有别于婴儿卫生用品，因此更倾向于购买性价比较高的产品而非品质更高的产品。未来，随着消费理念的改变以及对品质追求的提升，国内成人失禁用品这一领域将有更大市场空间。

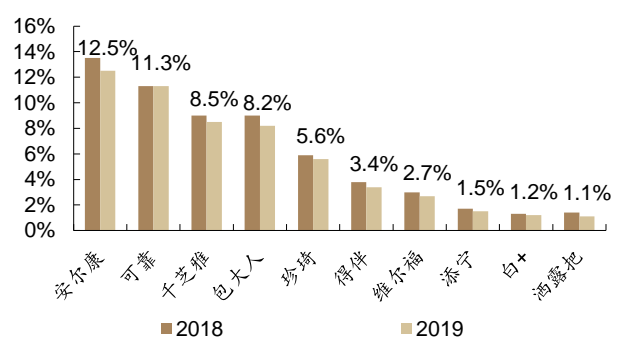
成人失禁用品以国内品牌为主。2019 年我国成人失禁企业 CR3 为 33.5%，CR10 为 56.6%；品牌 CR3 为 32.3%，CR10 为 56.0%。目前成人失禁用品以国内品牌为主，2019 年国内品牌恒安国际安尔康、杭州侨资可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，占据前三。

图 28：成人失禁用品品牌集中度不高



资料来源：欧睿国际，德邦研究所

图 29：成人失禁用品以国内品牌为主

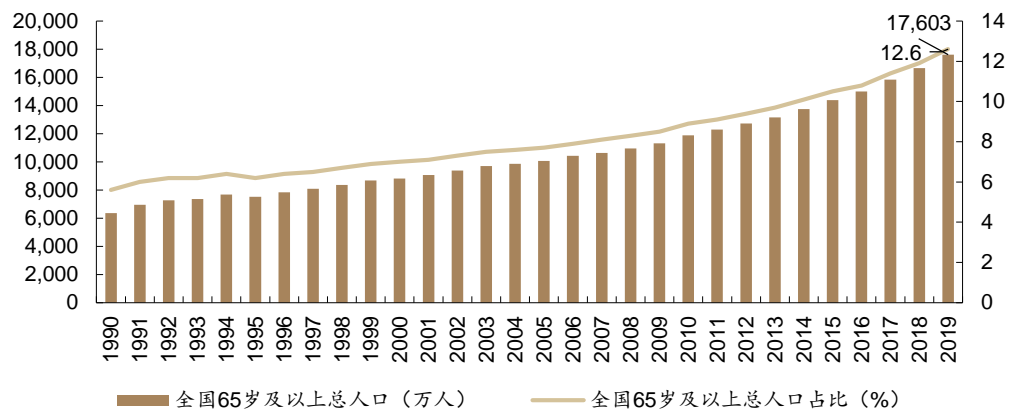


资料来源：欧睿国际，德邦研究所

随着中国老龄化社会的到来，国内成人失禁用品市场发展具有潜力。根据国家统计局发布数据显示，2019 年末，我国 60 周岁及以上人口达到 25,388 万人，同比增加 1.8%，占总人口的比例达到 18.1%。其中，65 周岁及以上人口达到

17,603 万人，同比增加 5.7%，占总人口的比例达到 12.6%。

图 30：全国 65 岁及以上人口占比持续上升



资料来源：国家统计局，德邦研究所

从国际经验来看，成人失禁用品的消费在人均 GDP 达到 8,000 美元以上可以实现快速增长，2019 年我国人均 GDP 达到 70,892 元（约合 10,276 美元），为成人失禁用品市场快速发展奠定了良好的基础。综合以上因素，未来随着中国经济的发展、社会老龄化进程的加速以及老年消费者观念的逐步转变，中国成人失禁用品市场将有望进入快速增长期。

3. 公司优势：品牌渠道两翼齐飞，研发生产保驾护航

3.1. 品牌优势：品牌知名度前列，品牌矩阵完善

3.1.1. 打造民族领先品牌，具有较高的品牌知名度

民族品牌，口碑良好，国产品牌排行榜位列第二。我国卫生巾行业和纸尿裤行业的发展初期，外资厂商凭借其先进的工艺技术、良好的品牌形象及完善的质量控制体系，外资品牌卫生巾、纸尿裤产品占据我国卫生巾市场和纸尿裤市场的主要份额。百亚股份自成立以来，秉承“为消费者创造更大价值”的经营理念，专注于卫生巾和纸尿裤产品的研发、生产和销售，与国内一次性卫生用品市场共同成长，不断扩大市场份额，在市场上建立了良好的品牌形象，成为中国一次性卫生用品领域的民族领先品牌之一。2020 年中国卫生巾品牌排行榜第 5 位，位列国产品牌第 2 位。

表 1：2020 年中国卫生巾品牌排行榜 TOP10









排名	品牌名称	金榜指数
1	苏菲	91.4
2	乐而雅	90.3
3	护舒宝	90.3
4	ABC	89.2
5	自由点	87.7
6	七度空间	86.1
7	高洁丝	85.6
8	洁婷	83.4
9	全棉时代	82.4
10	FREE 飞	81.9

资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

3.1.2. 多品牌发展，满足消费者多样化需求

多层次且定位精准的品牌和品类能够满足不同层级消费者的购买需求，发挥协同效应，实现资源互补，提高产品的市场占有率及客户粘性。公司实行多品牌、差异化的发展战略，旗下各个品牌定位精准、形象鲜明，有效覆盖了各类目标消费人群。其中，“自由点”品牌代表“自由、青春”，定位为中高端品牌的卫生巾产品；“妮爽”品牌代表“清新、健康”，定位为大众品牌的卫生巾产品；“好之”品牌代表“舒适、快乐”，定位为中高端品牌的婴儿纸尿裤产品；“丹宁”品牌以“安全、健康”为理念，定位为中高端品牌的成人失禁用品产品。

表 2：公司品牌矩阵完善，系列丰富，满足消费者多样化需求

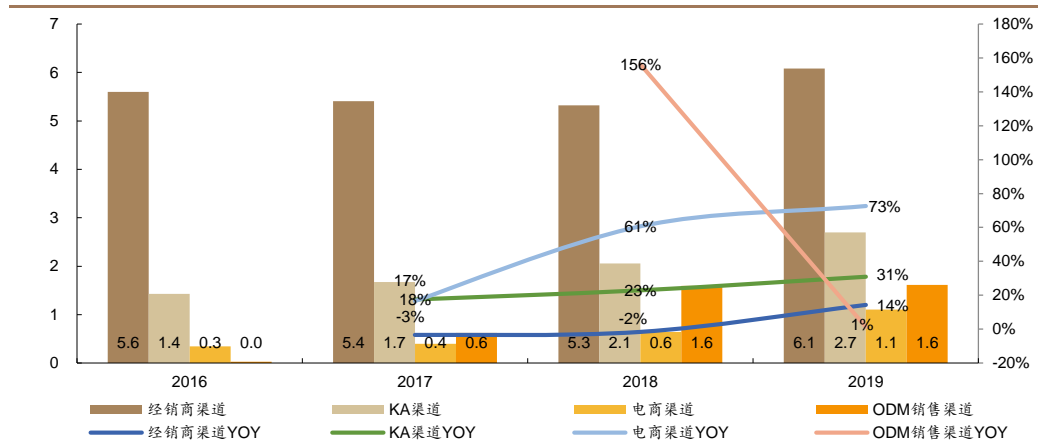
系列名称	产品特点	产品图片展示
自由点“隐形”系列	自由点“隐形”系列卫生巾是公司的高端、轻奢系列代表性产品，专为追求高生活品质、轻奢、精致的女性设计。该系列产品特性为“隐秘、隐感、隐痕”，即隐秘包装，减少摩擦感，轻柔贴身。	
自由点“无感无忧”系列	自由点“无感无忧”系列卫生巾的主要目标人群为白领、轻熟女性。该系列产品采用独特的人体工学设计——“YY 结构芯体技术”，使产品更加贴合人体股沟，增强防漏保护；同时，产品结合立体悬浮设计，减少大腿两侧的摩擦感。此外，产品使用双层棉柔技术，提高了卫生巾的蓬松柔软度和舒适性。	
自由点“无感 7 日”系列	自由点“无感 7 日”系列卫生巾的主要目标人群为学生群体及追求薄感体验的女性。该系列产品主打“薄、柔、吸”的特性，拥有 9 层结构，采用超薄吸收芯体，蓬松柔软，超强吸收。	
自由点“安睡裤”系列	自由点“安睡裤”裤型卫生巾的主要目标人群为经期经血量多的女性。该系列产品采用内裤式剪裁，立体全包围裤型设计，高弹力腰围，贴身不紧绷，超薄透气，柔软舒适。	
好之“超薄全能”系列	好之“超薄全能”婴儿纸尿裤主打“薄、柔、软”的特性，产品采用双层棉柔表层、轻薄柔韧芯体及超薄柔软面层，是好之畅销单品。	
好之“纯净”系列	好之“纯净”系列婴儿纸尿裤采用 PH 弱酸面层，打造亲肤环境，减轻婴幼儿尿便的刺激；同时，产品采用轻薄柔韧芯体、3D 轻柔表层、速渗芯体及透气底层、易撕拉开口等设计。	
好之“不要紧”学步裤系列	好之“不要紧”学步裤主要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。	
丹宁成人纸尿裤系列	“丹宁”成人纸尿裤的目标人群为长期卧床、大小便失禁、行动不便及接受手术后的人士，解决成人失禁期间的困扰。该系列产品特点为表层蓬松柔软，吸收性好。	

资料来源：招股说明书，公司官网，德邦研究所

3.2. 渠道优势：销售层次分明，运营经验丰富

销售渠道层次分明。公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的销售渠道策略，主要采取经销、KA 和电商的销售模式，建立了有序拓展、层次分明的销售渠道。根据不同区域市场的开发程度和特点，公司采取差异化营销模式，因地制宜、协调发展，带动公司销售收入的持续增长。此外，乘着互联网营销的成长东风，公司积极建设电商渠道，在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁易购等大型电商平台上均开设了自营店，直接面向终端消费者，进一步拓展了销售渠道，提高公司产品的销售规模。

图 31：销售渠道层次分明（亿元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

丰富的渠道运营管理经验。在市场拓展基础之上，公司通过精细化运营，不断优化对销售终端的管理。公司的销售终端主要包括大卖场、大型超市、小型超市、便利店以及电商平台等广泛、多层次的零售业态。对于大卖场、大型超市，公司主要通过自主营销模式开展销售，目前已与沃尔玛、家乐福、大润发、华润万家、新世纪百货、永辉超市等多家国内外知名的大卖场和大型超市建立了长期、稳定的合作关系；对于其他线下销售终端，公司主要与经销商合作覆盖；对于电商平台的网络销售新兴渠道，公司主要以自主运营的形式开展业务。

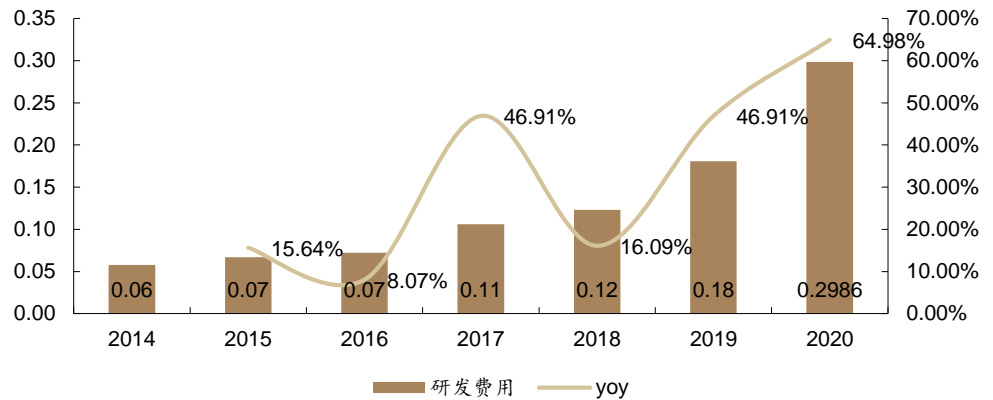
经过多年的发展，公司积累了丰富的销售管理经验，不断完善了自身的销售管理体系，培养和集聚了一批销售和管理人才团队。在经销商管理方面，公司制定了完善的经销商管理制度和流程，通过向经销商制定统一销售政策，并提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持等营销手段，确保销售终端的运营效率和管理水平；在KA管理方面，公司亦形成了一套成熟、完善、有效的管理体系，与众多国内外知名KA客户建立了长期稳定的合作关系；在电商平台管理方面，公司主动顺应互联网营销的发展浪潮，已建立一支专业的电商运营团队，开展平台推广和客户服务。

3.3. 研发优势：研发体系完善，持续推陈出新

多部门共同协作，拥有完善的研发体系。自成立以来，公司紧随市场需求变化和业务发展步伐，自我构建了一套完善的研发体系。公司已拥有一支经验丰富的研发团队，并按照不同的研发技术方向进行专业化分工。同时，公司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。

公司在长期理论研究及实践探索的基础上，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。此外，公司拥有多项以达成国内领先水平为目标的在研项目。2020年，公司共拥有233项专利；2019年，公司共拥有191项专利，其中发明专利7项，实用新型专利140项，外观设计专利44项，研发能力突出。

图 32：公司研发费用支出快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，德邦研究所

持续推陈出新，研发创新能力日益强大。公司高度重视自主创新和研发，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的功能性、舒适性和安全性，产品持续推陈出新，研发创新能力日益强大。

凭借对市场需求的精准把控、工艺技术的严密论证和研发技术的不断投入，公司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。例如，2015 年推出的自由点新款“隐形卫生巾”系列产品以“隐秘”、“舒适”为设计理念，成为公司中高端卫生巾的代表性产品；2016 年推出以“高体验”、“高颜值”为特点的自由点“掌控君”条形包系列产品和 2017 年推出的以“YY 结构芯体”为特点的自由点“无感无忧”系列产品，市场销量情况良好；2018 年推出以“PH 弱酸性面层”为特点的好之婴儿纸尿裤和 2019 年推出的以“无束缚弹柔腰围”为特点的好之“不要紧”学步裤，亦获得良好的市场反应。

3.4. 生产优势：现代化基地优势明显，募投项目助力产线提升

公司拥有先进、极具现代化的生产基地——“百亚国际产业园”，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和工艺技术。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 33：百亚国际产业园场景图



资料来源：公司官网，德邦研究所

精细化的生产管理，有效降低生产成本。公司通过对自主生产过程的精细化管理，提高生产效率，发挥规模效应，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、在产品和产成品。同时，公司逐月分析经营数据，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。公司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。

丰富的产品生产线，及时满足消费者的多样化需求。产品持续创新、功能逐渐细分将成为卫生巾和纸尿裤行业的发展趋势，在细分市场的发展过程中，拥有丰富产品线的品牌企业对销售需求反应灵敏，将获得明显的竞争优势。公司目前拥有逾 20 条先进的生产线，并辅以自动化设备，生产线的改进和引入工作亦在持续开展，涵盖了卫生巾和婴儿纸尿裤产品的多个细分品类。公司产品生产线丰富，自动化程度较高，面对市场变化，公司能够针对不同的消费层级、年龄层次和消费需求提供差异化、个性化的产品选择，不断推陈出新，及时满足消费者的多样化需求。公司计划使用 IPO 募集资金的 56.08% 进行百亚产业园升级建设，实施完成之后将提高安睡裤和学步裤的生产能力，将增加安睡裤产能 0.8 亿条，学步裤产能 1.0 亿条。

表 3: IPO 募投项目一览

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)
1	百亚国际产业园升级建设项目	13,325.83	13,325.83
2	营销网络建设项目	9,796.80	9,796.80
3	研发中心建设项目	4,897.09	640.45
4	信息化系统建设项目	2,451.15	-
	合计	30,470.87	23,763.08

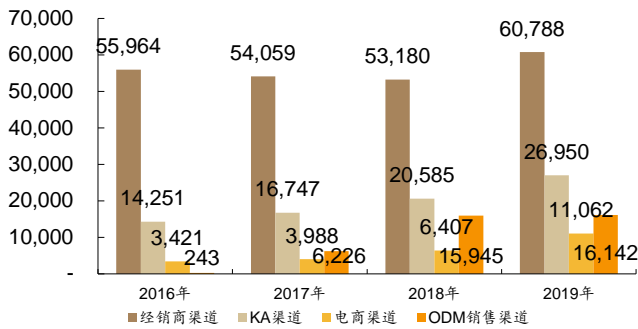
资料来源：招股说明书，德邦研究所

4. 公司驱动：电商渠道助力弯道超车，全国布局打开增长空间

4.1. 短期驱动：渠道运营精细化，线上线下共同发力

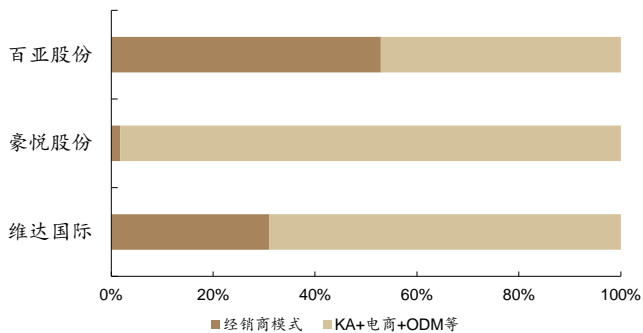
打造多渠道融合发展模式，大幅推进 KA、电商渠道建设，渠道策略稳步价值兑现。公司采取“川渝市场深耕、国内有序拓展、电商建设并举”的销售渠道策略，以经销、KA、电商为主要销售模式，根据不同渠道特点进行差异化运营，多渠道共同推动营收增长。其中，KA 渠道与电商渠道发展最为迅猛。2019 年，KA+ 电商渠道实现收入 3.80 亿，2016-2019 年化增长率 20%，KA+ 电商渠道收入占比由 2016 年的 24% 提升至 2019 年的 34%。经销商不断优化。公司对经销商客户的资金实力、渠道控制力、仓储物流能力等指定严格遴选标准，不断优化调整，2017-2019 年经销商数量分别为 508、459、408 家。

图 34: KA+电商渠道收入增速迅猛 (万元)



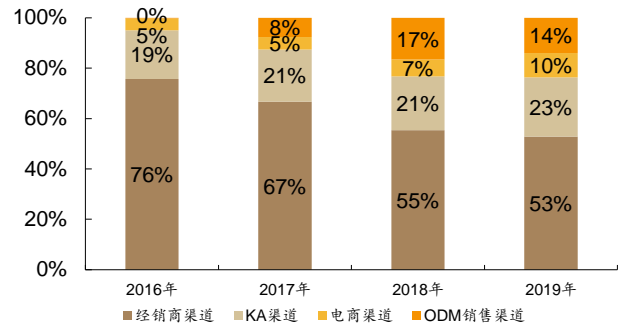
资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 36: 可比公司经销商水平对比



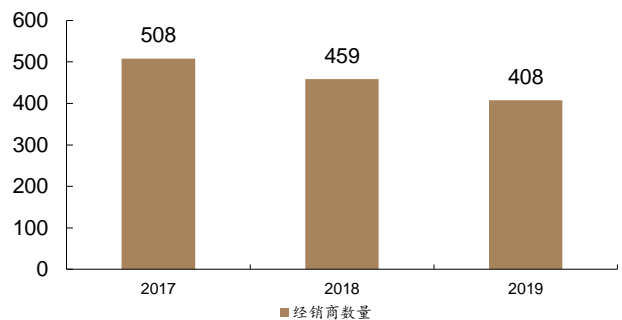
资料来源: 招股说明书, Wind, 德邦研究所

图 35: KA+电商渠道收入占比不断提升



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 37: 经销商质量不断优化 (单位: 个)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

表 4: 可比公司主要销售渠道对比

公司	主要销售模式/渠道
百亚股份	经销模式、KA模式、电商模式的方式进行产品销售、ODM销售合作模式
恒安国际	传统的经销、分销超市、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、电商渠道
中顺洁柔	经销商、KA、酒店餐饮、电子商务渠道
景兴健护	经销商、KA直销、电子商务渠道
豪悦护理	ODM销售模式、线上模式、线下经销模式

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

4.1.1. 深耕 KA 渠道, 跟随合作商超拓展品牌销售网络

深耕 KA 渠道, 永辉超市贡献 2019 年总营收的 9.5%。公司主要 KA 客户包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福等国内外知名大型连锁超市、卖场, 客户市场影响力强, 与公司合作关系稳定。公司依托合作商超的网点布局, 广泛营销品牌知名度, 渠道营收增长不断攀升。2019 年 KA 客户数量共 28 家, 营收 2.69 亿元, 2016-2019 年化增速 17.27%, KA 渠道收入占总营收 21.46%。其中, 永辉超市为第一大客户, 2019 年销售金额 1.10 亿元, 占 KA 渠道收入 40.65%, 贡献公司营收总额的 9.53%。

表 5: 公司前十大客户销售金额及占比

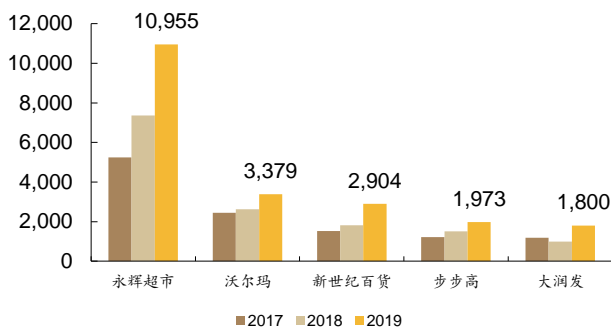
前十大客户	销售金额 (万元)	占 KA 渠道收入比例	占营业收入比率
永辉超市	10,954.89	40.65%	9.53%
沃尔玛	3,378.52	12.54%	2.94%
新世纪百货	2,904.18	10.78%	2.53%
步步高	1,973.02	7.32%	1.72%
大润发	1,799.60	6.68%	1.57%
贵州合力	1,286.02	4.77%	1.12%

家乐福	1,139.35	4.23%	0.99%
湖北黄商	538.2	2.00%	0.47%
湖北中百	391.26	1.45%	0.34%
华润万家	303.44	1.13%	0.26%
总计	24,668.46	91.54%	21.46%

资料来源：招股说明书，德邦研究所

依托合作商超拓展销售网络，不断扩大品牌影响力。大型商超全国网点布局广泛，市场影响力强，有助于公司提升产品认知度。同时，伴随大型商超不断新增门店、积极开拓西南市场与三、四线下沉市场，公司产品覆盖范围将进一步延伸。公司与永辉超市合作紧密，合作门店数由2017年的303家增长至2019年981家，实现翻倍增长。永辉超市开店速度迅猛，门店由川渝、福建外延拓展，也是率先布局三四线下沉市场的大型商超之一。公司产品依托永辉超市的门店扩张，品牌渗透率有望进一步提升。

图 38：商超销售额中永辉超市领先（单位：万元）



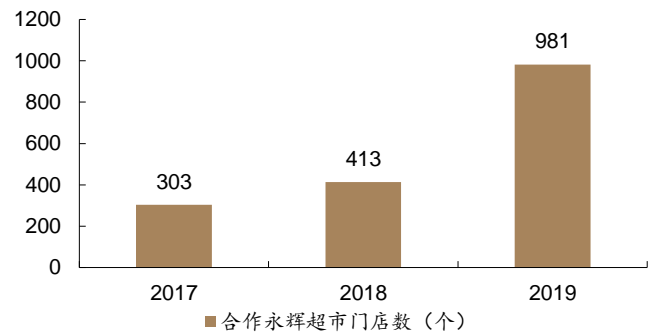
资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 40：永辉超市 2021 现有门店布局



资料来源：永辉超市官网，德邦研究所

图 39：合作永辉超市门店数翻倍



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 41：永辉超市计划新增门店布局

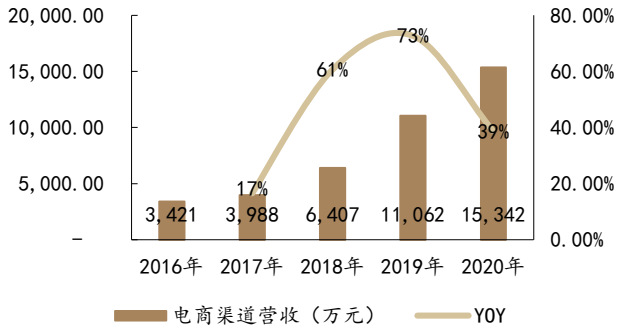


资料来源：永辉超市官网，德邦研究所

4.1.2. 新零售赋能品牌销售，电商渠道放量

把握互联网时代新机遇，电商渠道迅猛发展，2020 收入同比增速 39%。与互联网共同成长的 80、90 后逐渐成为卫生用品主要消费群体，电商也是其消费的主要途径之一。公司把握新零售时代发展机遇，积极建设线上店铺，入驻天猫、京东等大型线上销售平台，迅速扩展全国市场，提升公司产品覆盖范围。2020 年，公司电商渠道收入 1.53 亿元，同比增长 39%，营收占比由 2016 年的 4.6% 增加至 2020 年的 12.27%，增速迅猛。

图 42: 2018-2020 电商渠道放量



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 德邦研究所

图 43: “自由点”卫生巾天猫商店

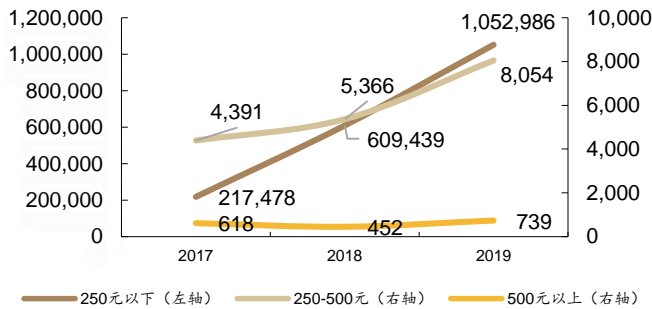


资料来源: 天猫, 德邦研究所

电商渠道大幅提升公司获客能力, 助力非川渝市场渗透率增加。公司通过线上营销投放和促销活动推广等方式, 不断提升品牌认知度。电商渠道累计消费金额 250-500 元的客户由 2017 年的 4391 人增加至 2019 年的 8054 人, 翻倍增长; 累计消费 250 元以下的客户由 2017 年的 22 万人增加至 2019 年的 105 万人, 年化增长率 68.37%。公司线下销售市场主要集中在四川、重庆等地区, 电商渠道的建设促进华中、华东市场崛起, 华中、华东地区销售额与西南地区销售额不断缩窄, 成效显著。同时, 华中与华东地区作为经济较为发达地区, 其销售规模的不断提升印证了公司产品中高端化策略已见成效。

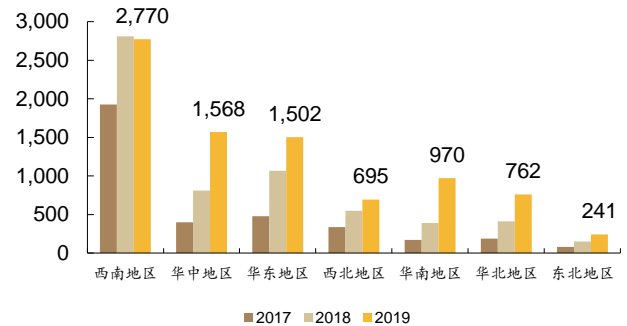
为吸引流量, 扩大品牌影响力, 公司设定线上零售价一般略低于线下零售价格, 所以毛利率相对其他渠道较低, 但目前已有回升。随着电商渠道继续深耕, 品牌知名度有望进一步扩大, 既拉动电商渠道本身销售的同时, 又培养消费者忠诚度, 形成复购对产品的复购, 同时促进线上、线下渠道销量。

图 44: 累计消费金额对应客户数量大幅提升 (单位: 人)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 45: 华中、华东地区销售额较西南地区差距缩窄 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

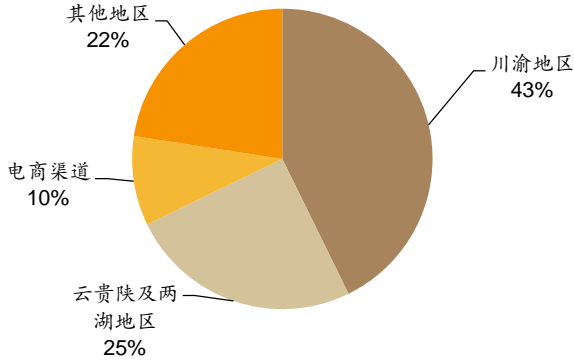
4.2. 中期驱动: 川渝成功经验复制至全国

川渝地区强势品牌, 成功经验复制至全国。从销售区域来看, 公司在川渝地区深耕多年, 凭借优异产品质量及规模效应, 成功推出自主品牌“自由点”, 同时, 公司通过精细化渠道管理, 已经占据重庆及四川市场的主导地位。在云贵陕以及两湖等地区, 公司亦稳步推广川渝市场的品牌销售经验, 已经形成一定市场规模。在非西南地区, 公司品牌的市占率还有巨大提升空间。2019 年公司川渝地区、云贵陕及两湖销售占比分别为 43%、25%、其他地区的销售占比仅为 22%。公司亟待建设非西南地区市场, 如华东、华北、华南等, 从川渝走向外阜市场, 将品牌影响体拓展至全国范围。

华东、华北、华中地区市占率提升空间巨大。我们测算, 公司分地区销售额与地区人口密度匹配度差异巨大, 西南作为人口仅 2 亿左右的地区, 线上线下合计贡献销售额约 8 亿元; 而华东、华北、华中、华南地区常住人口共 9 亿左右,

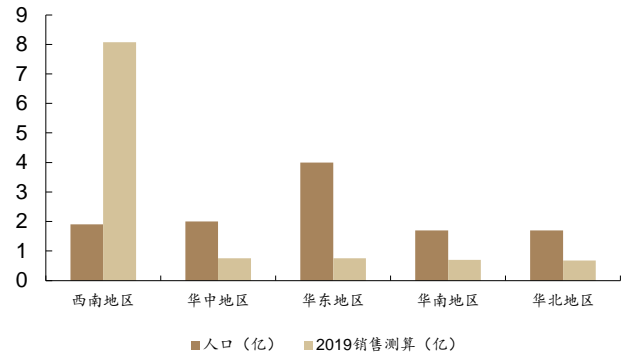
且经济较为发达，消费能力强，合计贡献的销售额仅超 2 亿元；其中，华东地区销售额与地区人口密度匹配额差异最为显著。这表明虽然卫生巾行业渗透率已趋于饱和，但公司产品在华东、华北、华中区域的市占率仍有巨大提振空间，我们预测华东地区将成为未来主要增量市场。

图 46：西南地区销售远超其他区域



资料来源：招股说明书，德邦研究所

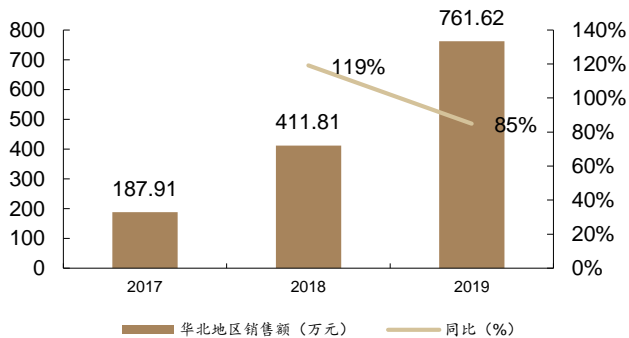
图 47：地区销售额与地区人口密度的匹配度差异大



资料来源：招股说明书，国家统计局，德邦研究所

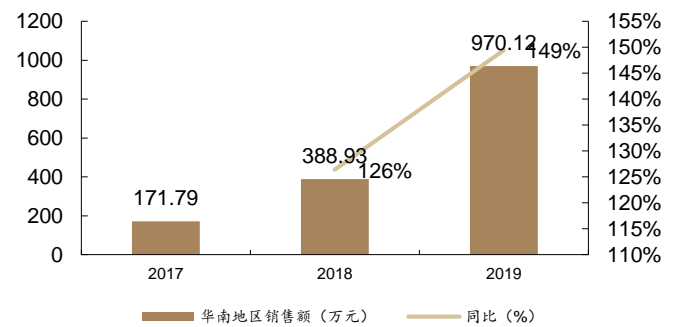
KA+电商渠道是扩展品牌辐射半径的有力措施，未来非川渝市场有望实现突破性增长。KA 渠道方面，公司产品可以利用大商超知名度高、覆盖网点广的特点，在非川渝市场地区提高产品覆盖率和品牌影响力。电商渠道方面，公司通过广告投放支持、营销活动推广，积极塑造品牌形象，补充线下渠道未能覆盖的区域。公司采取 KA、电商等多渠道融合式销售战略以来，非川渝市场的推广成效显著。例如，华北地区，2019 年电商渠道销售额增长至 762 万元，2018、2019 同比增速 119%、85%；华南地区，2019 年电商渠道销售额增长至 970 万元，2018、2019 同比增速 126%、149%。非川渝市场的销售额增速远超总营收增速，表明 KA+电商对扩展品牌辐射半径有显著成效，公司未来非川渝市场有望凭此实现突破性成长。

图 48：品牌半径有效拓展至华北



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 49：品牌半径有效拓展至华南



资料来源：招股说明书，德邦研究所

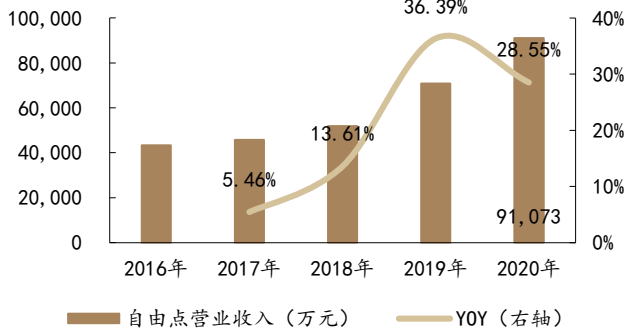
4.3. 长期驱动：品牌定位精准，高端化带来高利润

自有品牌覆盖品类广泛。公司产品丰富，旗下拥有自由点、妮爽、好之、丹宁等多个品牌。其中自由点定位高端轻奢卫生巾，妮爽定位中低端卫生巾，此外还有 freemore、U-nurse 等女性护理产品。好之定位是中高端的婴儿纸尿裤，丹宁则是专为成人设计的失禁用品产品。其中“自由点”获得“中国驰名商标”，“妮爽”获得“重庆市著名商标”。四个品牌基本覆盖所有客户群，而明星品牌的高认可度带来的协同效应能进一步带动其他品类销售增长。

核心单品升级带动公司营收增长，产品结构不断优化。按公司规划，公司将卫生巾定为 核心品类。近年来，公司抓住消费升级的趋势，瞄准追求高品质生活

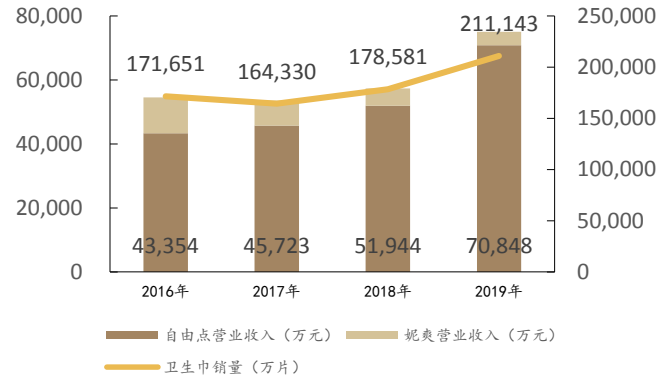
的女性，将公司核心品牌自由点定位为高端、轻奢产品，在卫生巾之外还推出安睡裤等产品，全方位满足现代女性需求。从销售情况来看，自由点这一产品定位受到市场认可，2016-2020年，公司卫生巾品类营业收入从5.5亿元提高到9.5亿元，年化增长率14.76%，其中全部收入增加均由“自由点”品牌贡献，其营业收入从4.3亿提升到9.1亿元，年化增长率达20.4%，其中2019年增速超过30%。与此同时，公司的中低端品牌妮爽占比和销量均在不断减少，产品结构在不断优化。

图 50：自由点产品营收增长迅速



资料来源：公司公告，公司招股说明书，德邦研究所

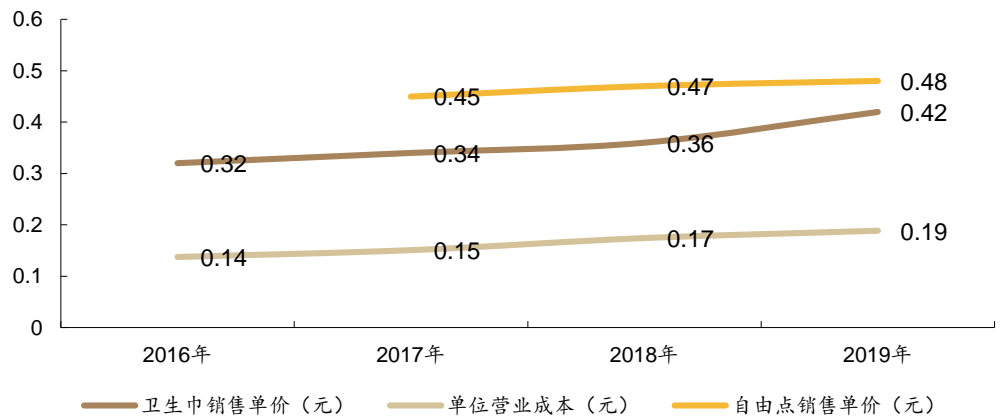
图 51：自由点已经成为公司卫生巾收入的主要来源



资料来源：招股说明书，德邦研究所

卫生巾高溢价带来稳定盈利。2016-2019年公司销售单价不断提升，虽然成本的提升会让公司毛利率在一定程度上承压，但是随着高端产品的占比提升，公司卫生巾的平均销售单价还有进一步提升的空间。2019年，公司卫生巾均价上涨幅度超过成本增涨幅度。虽然2020年大宗商品的周期性资源品上涨会使公司面临一定压力，但是从长期来看，高端化的定位会让公司核心单品长期保持较高的毛利率，为公司带来稳定的利润。

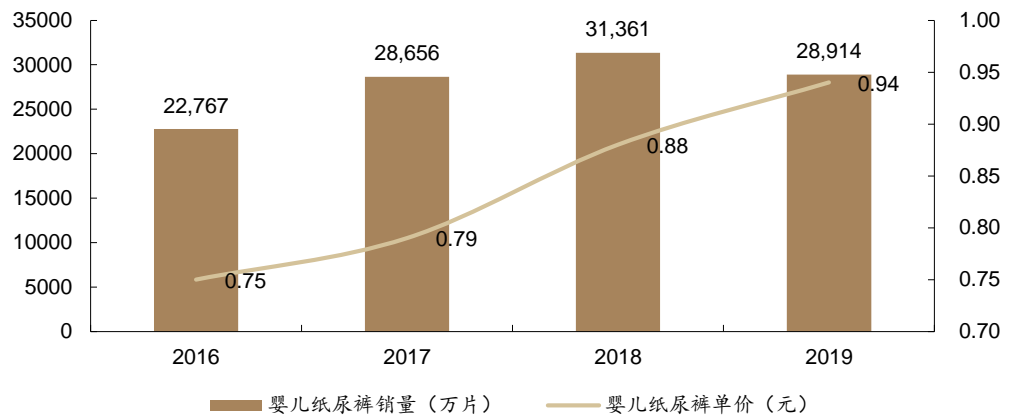
图 52：销售单价有望进一步提升



资料来源：招股说明书，德邦研究所

多品类布局带来新的增长点。除卫生巾外，公司积极进行多品类布局，在婴儿纸尿裤、成人失禁用品商均有所涉猎。在婴儿纸尿裤方面，好之纸尿裤的销量从2016年的2.27亿片提升到2019年的2.89亿片，年化增速达到8.3%，同时公司推不断推出高附加值产品，在品类内部也呈现出高端产品销量增加，低端产品销量减少的趋势。这使得单片纸尿裤均价上涨到0.94元/片。但是由于目前纸尿裤品类仍处于推广阶段，高端纸尿裤销售数量不足以弥补低端纸尿裤减少量，因此2019年总销量有所下滑。同时在推广阶段需要较多的销售费用，导致了毛利率依旧处于较低状态，只有30%。未来随着渠道建设的完成，销售费用会有所降低，纸尿裤或将成为公司新的利润增长点。

图 53: 近年来婴儿纸尿裤量价齐升



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们对 2021-2023 年主要品类营业收入做出以下假设:

1) 卫生巾“自由点”: 电商渠道持续发力协同非川渝市占率提升, 预计自由点 2021-2023 年增速分别为 43.06%、33.80%、31.00%, 营收分别为 11.07、14.81、19.40 亿元; 自由点属于高毛利产品, 同时规模化效应逐步显现, 2020-2022 年毛利率分别为 52.00%、51.00%、50.00%。

2) 卫生巾“妮爽”: 该产品受到公司高端化战略影响, 收入占比将持续下滑, 预计妮爽 2021-2023 年增速分别为 2.79%、2.00%、1.00%, 营收分别为 0.42 亿、0.43、0.44 亿元。

3) 婴儿纸尿裤“好之”: 公司高端化战略协同非川渝发达地区市占率提升, 预计好之 2021-2023 年增速分别为 6.87%、14.97%、13.54%, 营收分别为 2.49 亿、2.86 亿、3.25 亿元。

4) 成人失禁产品: 预计成人失禁产品 2021-2023 年增速分别为 5.56%、6.78%、6.65%, 营收分别为 0.18、0.19、0.21 亿元;

5) ODM: 预计 ODM 2021-2023 年增速分别为 5.00%、5.40%、6.41%, 营收分别为 1.94、2.04、2.17 亿元;

表 6: 百亚股份收入预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	961	1149	1251	1610	2034	2547
YOY(%)	18.63%	19.59%	8.82%	28.74%	26.33%	25.21%
营业成本	556	622		919	1154	1442
毛利率	42.13%	45.91%		42.91%	43.29%	43.40%
自主品牌						
收入	802	988	1102	1416	1830	2330
毛利率(%)	46%	49%	11%	46%	46%	45%

业务收入比例(%)	83%	86%	88%	88%	90%	91%
卫生巾						
收入	574	750	947	1149	1524	1984
YOY(%)	7.01%	30.84%	26.23%	41.03%	32.63%	30.15%
毛利率(%)	54%	55%		50%	50%	49%
业务收入比例(%)	60%	65%		71%	75%	78%
自由点						
收入	519	708		1107	1481	1940
YOY(%)	13.61%	36.39%		43.06%	33.80%	31.00%
毛利率(%)	58%	58%		52%	51%	50%
业务收入比例(%)	54%	62%		69%	73%	76%
妮爽						
收入	54	42		42	43	44
YOY(%)	-31.27%	-22.45%		2.79%	2.00%	1.00%
毛利率(%)	14%	10%		8%	8%	8%
业务收入比例(%)	6%	4%		3%	2%	2%
婴儿纸尿裤						
收入	210	222		249	286	325
YOY(%)	9.20%	5.48%		6.87%	14.97%	13.54%
毛利率(%)	28%	30%		27%	26%	25%
业务收入比例(%)	22%	19%		15%	14%	13%
成人失禁用品						
收入	18	16		18	19	21
YOY(%)	-8.03%	-12.12%		5.56%	6.78%	6.65%
毛利率(%)	10%	11%		8%	10%	10%
业务收入比例(%)	2%	1%		1%	1%	1%
ODM 产品						
收入	159	161	149	194	204	217
YOY(%)	156.10%	1.24%	-7.58%	5.00%	5.40%	6.41%
毛利率(%)	23%	28%		22%	22%	22%
业务收入比例(%)	17%	14%	12%	12%	10%	9%
卫生巾(ODM 产品)						
收入	93	112		136	144	154
YOY(%)	296.74%	21.47%		5.00%	6.00%	7.00%
毛利率(%)	21%	27%		22%	22%	22%
业务收入比例(%)	10%	10%		8%	7%	6%
婴儿纸尿裤(ODM 产品)						
收入	67	49		58	60	63
YOY(%)	71.78%	-26.76%		3.00%	4.00%	5.00%
毛利率(%)	25%	28%		23%	23%	23%
业务收入比例(%)	7%	4%		4%	3%	2%

资料来源: Wind, 德邦研究所

5.2. 投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 16.10、20.34、25.47 亿元，同比增长 28.74%、26.33%、25.21%，2021~2023 年归母净利润分别为 2.37、2.97、3.73 亿元，同比增长 29.91%、25.38%、25.37%，对应 2021-2023 年 PE 分为 42.36X、33.79X、26.95X，2021-2023 年 EPS 分别为 0.55、0.69、0.87 元。考虑到公司扩品类将带来业绩的快速增长，公司品牌、研发护城河深厚，公司高

速增长有望延续，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 54：可比公司估值

股票代码	股票简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	总股本 (亿)	PE				EPS			
					2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
605009.SH	豪悦护理	140.40	149.76	1.07	25.18	23.06	21.07	17.03	5.58	6.09	6.66	8.24
300888.SZ	稳健医疗	135.79	579.13	4.26	14.54	29.12	27.49	23.55	9.34	8.84	4.94	5.76
002511.SZ	中顺洁柔	30.62	401.72	13.12	40.43	44.15	36.55	30.84	0.76	0.69	0.84	0.99
1044.HK	恒安国际	60.85	721.88	11.86	15.71	45.23	37.86	30.31	3.87	3.96	4.19	4.40
平均值					23.96	35.39	30.74	25.43	4.89	4.90	4.16	4.85
003006.SZ	百亚股份	23.48	100.4422	4.28	59.00	42.36	33.79	26.95	0.43	0.55	0.69	0.87

资料来源：Wind，德邦研究所（注：当前股价和当前市值均为 2021/4/29 收盘价，港币兑人民币汇率为 2021/4/29 收盘价）

6. 风险提示

市场竞争日益加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.55	0.69	0.87
每股净资产	2.63	3.84	4.54	5.41
每股经营现金流	0.59	0.71	0.91	1.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	58.95	42.36	33.79	26.95
P/B	9.57	6.11	5.17	4.34
P/S	8.03	6.86	5.43	4.34
EV/EBITDA	42.61	34.43	27.15	22.98
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.7%	42.9%	43.3%	43.4%
净利润率	14.6%	14.7%	14.6%	14.6%
净资产收益率	16.2%	14.4%	15.3%	16.1%
资产回报率	12.5%	11.4%	12.0%	12.5%
投资回报率	16.0%	13.8%	14.7%	15.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.8%	28.7%	26.3%	25.2%
EBIT 增长率	43.2%	25.7%	25.5%	26.4%
净利润增长率	42.4%	29.9%	25.4%	25.4%
偿债能力指标				
资产负债率	23.3%	20.7%	21.7%	22.4%
流动比率	2.7	2.5	2.1	1.8
速动比率	2.3	2.0	1.7	1.3
现金比率	0.7	0.7	0.6	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.8	24.4	25.1	25.4
存货周转天数	76.4	76.8	76.6	76.6
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	3.2	1.9	1.8	1.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	183	237	297	373
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
非现金支出	40	48	65	50
非经营收益	3	1	2	4
营运资金变动	25	16	28	26
经营活动现金流	251	302	391	452
资产	-97	-528	-382	-477
投资	-380	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-477	-528	-382	-477
债权募资	0	0	0	0
股权募资	238	43	0	0
其他	7	240	0	0
融资活动现金流	245	283	0	0
现金净流量	18	57	9	-26

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,251	1,610	2,034	2,547
营业成本	717	919	1,154	1,442
毛利率%	42.7%	42.9%	43.3%	43.4%
营业税金及附加	12	16	20	25
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	222	335	413	512
营业费用率%	17.7%	20.8%	20.3%	20.1%
管理费用	60	48	78	99
管理费用率%	4.8%	3.0%	3.8%	3.9%
研发费用	30	28	39	51
研发费用率%	2.4%	1.7%	1.9%	2.0%
EBIT	210	264	331	418
财务费用	-3	-8	-9	-10
财务费用率%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	212	275	345	433
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	212	275	345	433
EBITDA	247	312	395	468
所得税	30	38	48	61
有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.1%
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属母公司所有者净利润	183	237	297	373

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	248	305	314	288
应收账款及应收票据	92	116	143	183
存货	150	193	242	303
其它流动资产	419	423	427	432
流动资产合计	909	1,037	1,127	1,206
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	391	827	1,102	1,488
在建工程	63	83	94	117
无形资产	67	90	119	134
非流动资产合计	556	1,035	1,350	1,774
资产总计	1,465	2,072	2,477	2,980
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	204	254	314
预收账款	0	47	50	45
其它流动负债	182	170	226	301
流动负债合计	334	421	530	661
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债总计	341	428	537	668
实收资本	428	471	471	471
普通股股东权益	1,125	1,644	1,942	2,314
少数股东权益	-1	-1	-1	-2
负债和所有者权益合计	1,465	2,072	2,477	2,980

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。