

一次性卫生用品行业系列报告之六：百亚股份——从区域市场王者向全国化品牌进阶

核心观点：

- **公司系国内优秀卫生巾企业，体量虽小但正处于高速发展阶段。**公司自2010年成立起始终专注于女性卫生巾、婴幼儿纸尿裤等一次性卫生用品业务，相继推出了“自由点”“好之”等自有品牌；10-15年立足川渝地区后逐步向周边省份拓展；16年步入高速发展时期，涉足成人失禁用品领域和ODM代工业务，至20年总营收年复合增速提升至14.07%。
- **核心竞争力：打造中高端自有品牌，自建渠道网络触达终端消费者。**1) 产品层面，卫生巾为主力，自主品牌“自由点”定位中高端市场，驱动公司营收规模与盈利水平提升；公司顺应消费升级趋势，主动优化产品结构，以优质原材料与研发创新能力为产品赋能；2) 渠道层面，深耕西南区域二十载，拓展云贵陕及两湖等周边省份区域，拓宽市触达面；建立了以经销商、KA客户、电商为主的层次分明的销售渠道，对渠道进行精细化管理运营；营销突出自由、个性的品牌理念，借助线上推广触达年轻消费者。
- **驱动因素：品类、品牌与渠道的全面发展。**1) 短期公司立足于西南区域市场，区域内消费者忠诚度与市场地位稳固，享受当地女性卫生用品渗透率、使用量、客单价提升等行业红利，同时借助募集资金项目中经期裤、拉拉裤等中高端品类产能放量，进一步抢占细分市场；2) 中期有望开拓全国市场，一方面借鉴在川渝地区成功的销售经验布局线下网点，另一方面借助电商渠道与新零售渠道加强品牌宣传，触达全国市场消费者，同时加大中高端产品的研发和营销力度，实现量价的全面提升；3) 长期全品类覆盖，发展较为成熟的女性、婴幼儿卫生用品行业中享受品牌力与市占率的扩张，布局成人失禁用品此类朝阳行业，实现与细分赛道的共同成长。
- **风险提示：**一次性卫生用品行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；品牌渠道推广不及预期的风险。
- **百亚股份盈利预测**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,250.75	1,565.06	1,954.17	2,395.59
增长率(%)	8.82%	25.13%	24.86%	22.59%
归属母公司股东净利润	182.51	254.42	323.26	408.84
增长率(%)	42.41%	39.40%	27.06%	26.47%
EPS (元/股)	0.46	0.59	0.76	0.96
销售毛利率	42.66%	43.04%	43.64%	44.14%
净资产收益率(ROE)	16.24%	20.33%	22.88%	25.28%
市盈率(P/E)	63	35	28	22
市净率(P/B)	10.07	7.11	6.30	5.50
市销率(P/S)	8.71	5.69	4.56	3.72

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止2021年09月17日收盘价

百亚股份(003006.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517040001

甄唯萱

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

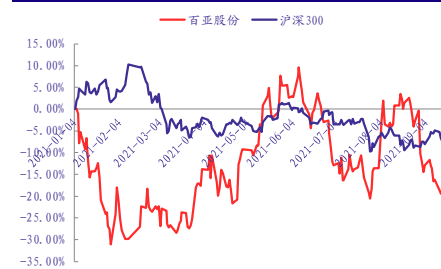
分析师登记编码：S0130520050002

特此鸣谢：

实习生 苏琪

公司数据时间

2021.09.17



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售李昂团队】公司2021年半年报点评_百亚股份(003006.SZ)自有中高端卫生巾品牌“自由点”销售表现突出，带动公司规模与盈利水平提升_20210802

【银河零售消费品李昂团队】行业深度报告-一次性卫生用品行业系列报告之一：消费渗透尚待提升，产品升级长期可期_20210719

目录

一、公司概况：优秀卫生中国货企业，正处快速发展轨道	3
（一）专注一次性卫生用品领域，覆盖消费者全生命周期	3
（二）股权结构集中，控制人地位稳定，员工股权激励到位	4
二、核心竞争力：打造中高端自有品牌，自建渠道网络触达终端消费者	6
（一）产品优势：顺应中高端化趋势，以优质原材料和丰富品类打造中高端产品，品牌知名度持续提升.....	6
（二）渠道优势：兼具深度与广度，加快新零售渠道建设	19
三、驱动因素	27
（一）短期：核心区域稳增长，经期裤品类放量	27
（二）中期：卫生巾品类省外扩张，有序迈入全国市场	28
（三）长期：全品类覆盖，高端化调整，勾勒品牌长期发展规划.....	32
四、公司未来投资价值分析与评级：予以推荐评级	33
五、风险提示	34

一、公司概况：优秀卫生中国货企业，正处快速发展轨道

(一) 专注一次性卫生用品领域，覆盖消费者全生命周期

百亚股份主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，其业务为自有品牌卫生用品生产和销售和采用 ODM 模式为消费品企业提供产品。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，通过自主研发生产，依托自有品牌，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，包括女性卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等。同时公司凭借较高的市场知名度、优良的产品质量以及先进的生产技术，为消费品企业提供设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等 ODM 服务。

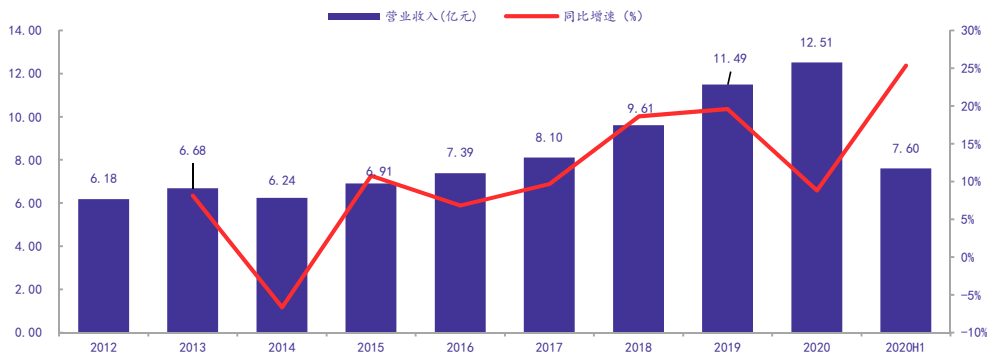
公司旗下自有品牌产品包括“自由点”“妮爽”女性卫生巾，“好之”婴儿纸尿裤，以及“丹宁”成人失禁用品。提供的卫生用品产品，可覆盖消费者全生命周期。公司坚持多品牌、差异化的发展战略，已成为国内一家优秀的卫生巾企业。根据尼尔森的统计数据，2016-2018 年公司卫生巾产品在全国商超渠道份额排名中为本土厂商第四，婴儿纸尿裤产品市场份额在本土厂商排名前三。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速



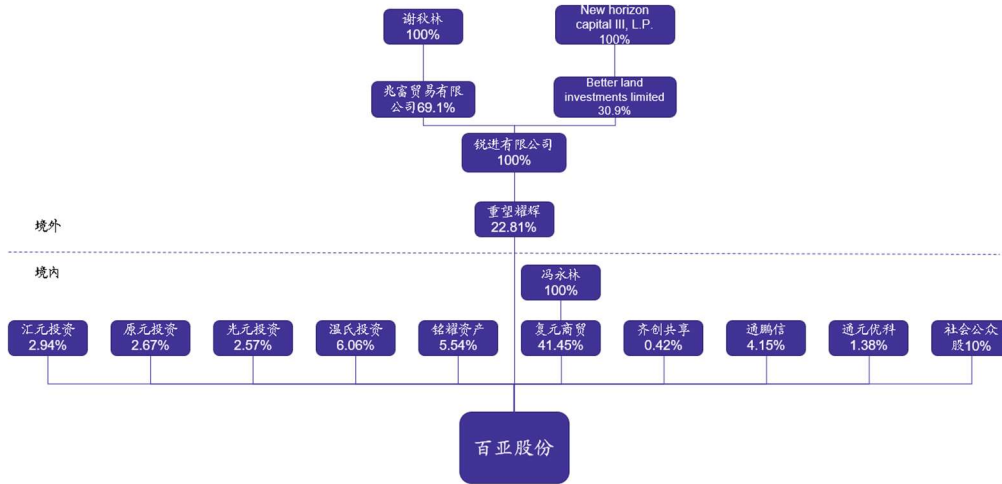
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司深耕卫生巾市场 20 余年，主营业务未发生过重大变化。公司于 2010 年成立，其前身为重庆丝爽卫生用品有限公司，自设立以来，始终专注于卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品业务，相继推出了“自由点”“好之”等品牌。2010-2015 年期间，公司立足川渝地区后，逐步向周边省份拓展，业务规模稳步扩大。2016 年开始步入高速发展时期，规模快速扩大。公司斥资 4 亿元投产国际产业园，并开始涉足成人失禁用品领域和 ODM 代工业务。2016 年至 2020 年公司总体营业收入从 7.39 亿元增长至 12.51 亿元，年复合增速 14.07%。2020 年百亚股份在深交所上市交易，首次公开发行 A 股股票，募集资金约 2.38 亿元，为公司后续在生产、研发、品牌推广方面的方面提供资金支持。

(二) 股权结构集中，控制人地位稳定，员工股权激励到位

股权结构稳定集中，董事长具有表决权优势。公司前两大股东重望耀辉和复元商贸持股比例合计达 64.26%，社会公众股占比 10%，公司股权无质押或冻结情况。复元商贸为公司的控股股东，冯永林通过复元商贸间接持股 41.45%，成为公司实际控制人，现任公司董事长、总经理。公司为员工持股计划设立汇元投资、原元投资、光元投资三家公司，将其在股东大会的表决权共计 8.18% 被委托给复元商贸。至此，冯永林实现对公司持有 41.45% 的股权和 49.63% 的表决权。

图 3: 公司股权结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司核心管理层运营经验丰富。公司管理团队中，董事长冯永林先后在华盛纸业、重庆丝爽公司担任公司高管，对公司卫生巾业务有 20 多年的从业经验，积累了深耕卫生用品市场的丰富经验。公司秉承“锐意进取、任人唯贤、分享感恩”的企业文化，注重对人才的引入和培养，设立员工持股计划，落实员工培训与福利制度，支付的薪酬待遇水平高于行业平均，能够有效激励员工，为公司发展赋能。

表 1: 公司高级管理人员简介

姓名	职务	个人简介	员工持股
冯永林	董事长, 总经理	曾任重庆华盛卫生纸业制品有限公司总经理、董事, 重庆丝爽总经理, 百亚有限董事长, 总经理; 20 余年卫生巾业务从业经验;	41.45%
张黎	董事, 财务总监, 董事会秘书	硕士学历, 曾任普华永道中天会计师事务所审计部经理, 乡村基快餐连锁有限公司财务总监、代理首席财务官, 百亚有限财务总监;	0.28%
曹业林	董事, 营销总监	曾任重庆丝爽主管, 百亚有限销售总监	0.58%
彭海麟	董事, 生产总监	曾任尤妮佳生活用品(中国)有限公司, 历任生产技术员、技术课长、工厂厂长; 长期从事卫生巾生产研发工作	0.27%
王义均	销售总监	曾任重庆华盛卫生用品有限公司销售内勤、销售部部长, 重庆丝爽销售部部长, 百亚有限稽核总监; 长期从事卫生巾产品销售工作	0.24%
肖远照	销售总监	曾任重庆丝爽销售部副部长, 泸州琦星纸业有限公司总经理, 百亚有限销售总监; 长期从事卫生巾产品销售工作	0.25%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 2: 公司员工持股平台

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例	员工数量	平均持有
克拉玛依汇元股权投资企业	1,258.80	2.94%	48	0.061%
克拉玛依原元股权投资企业	1,142.50	2.67%	48	0.056%
克拉玛依光元股权投资企业	1,098.70	2.57%	50	0.051%
合计	3,500.00	8.18%	146	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

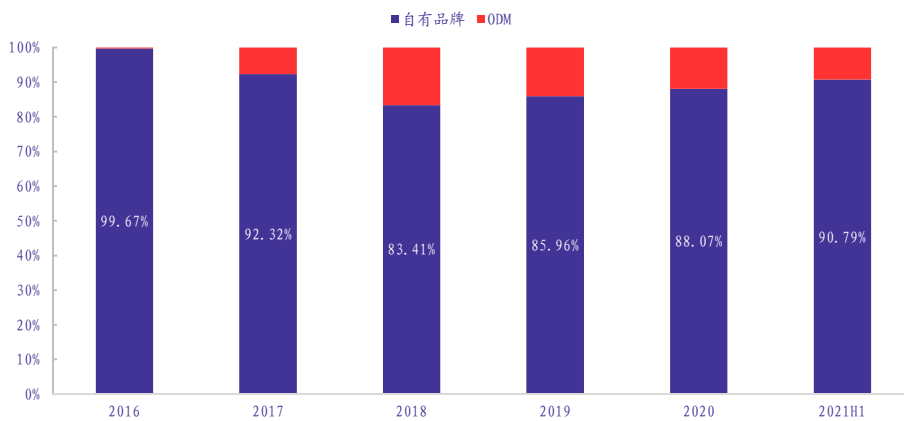
二、核心竞争力: 打造中高端自有品牌, 自建渠道网络触达终端消费者

(一) 产品优势: 顺应中高端化趋势, 以优质原材料和丰富品类打造中高端产品, 品牌知名度持续提升

1. 精心打造多层次自有品牌, 卫生巾为公司拳头产品

公司主要业务模式以自有品牌产品为主, ODM 业务为辅。2020 年二者分别实现营收 11.0 亿和 1.5 亿元, 对应占比 88.1%和 11.9%。公司目前为苏州绿叶、名创优品等大型消费品企业提供定制化设计, 代工生产卫生巾和婴儿纸尿裤, ODM 业务的定位是自主品牌的有益补充。

图 4: 公司自有品牌与 ODM 业务结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

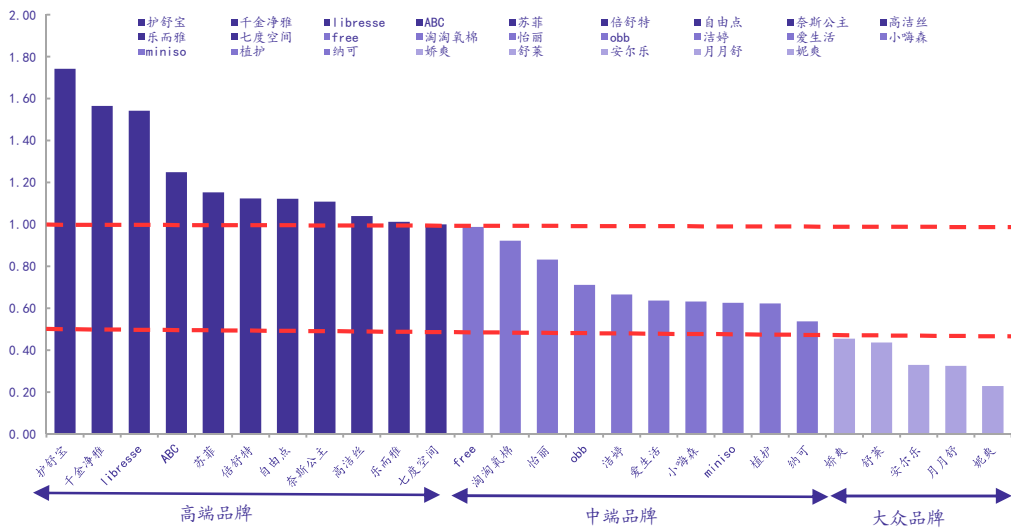
公司拥有的自有品牌产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品, 涵盖中高端市场和大众市场。“自由点”、“妮爽”卫生巾, 分别定位于中高端市场和大众市场, “自由点”品牌理念为青春自由, 包含有多个系列的产品, 分别针对女性不同需求的场景, 是公司目前的拳头产品。“妮爽”产品定位大众市场, 价格优惠, 满足大众女性的生理期需求。婴儿纸尿裤品牌“好之”, 主要产品包括纸尿裤和学步裤, 定位中高端市场。成人失禁用品品牌“丹宁”, 能够解决成人失禁时期的困扰问题, 以蓬松柔软、吸收性好为特征, 定位于中高端市场。

表 3: 公司自有品牌业务布局

产品类别	品牌	主要功能	定位市场	主要产品系列	品牌
卫生巾	自由点	主要用于女性月经来潮时吸收经血,使经期女性健康、舒适	中高端市场	隐形系列、无感无忧系列、无感 7 日系列、空气系列、安睡裤系列;	
	妮爽		大众市场	云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列	
婴儿纸尿裤	好之	主要用于婴幼儿排尿时吸收尿液,防漏,使婴幼儿干爽、舒适	中高端市场	超薄全能系列、学步裤系列、纯净系列	
成人失禁用品	丹宁	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	中高端市场	成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列	

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图 5: 各卫生巾品牌日用畅销款产品单价 (元/片) 及品牌定位



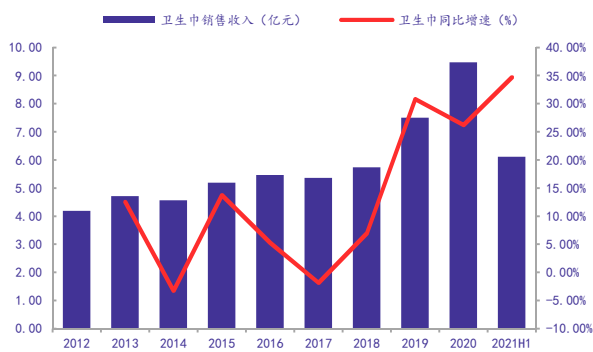
资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院整理, 价格数据选取各品牌日用畅销款产品单价, 价格统计时间 2021.8.12

自有品牌产品中, 卫生巾业务领衔增长, 带动公司规模与盈利水平提升, 是公司目前最主要、最核心的业务。在业务结构上, 自有品牌卫生巾是公司的拳头产品, 2020 年其业务销

售 9.4 亿元,业务体量占比达到 75%左右。近年来卫生巾业务快速增长,5 年 CAGR 达到 14.76%,2019 年对公司业绩增长的贡献度达到了 94.95%,2020 年受疫情影响下仍强势增长,是公司整体业绩提升的主要驱动力。卫生巾业务的毛利率水平超过 50%,高于公司综合毛利率水平,是支撑公司整体盈利水平的关键业务。

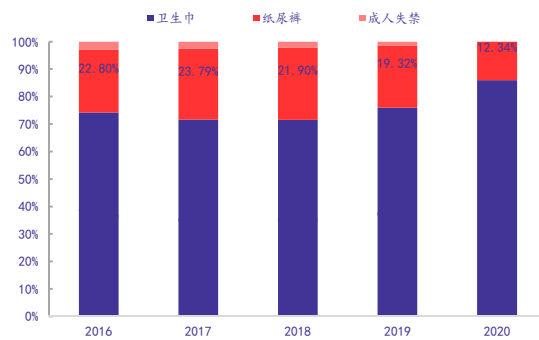
婴儿纸尿裤是公司第二大业务,占比约 20%。该业务收入表现呈现一定波动性,整体保持增长,16-19 年该业务收入的复合增速则为 9.65%,增长稳健。此外,公司开始布局成人失禁用品,推出自有品牌“丹宁”,目前该业务正处于发展初期,占比较低,对营收贡献较为有限

图 6: 公司自有品牌卫生巾业务收入情况



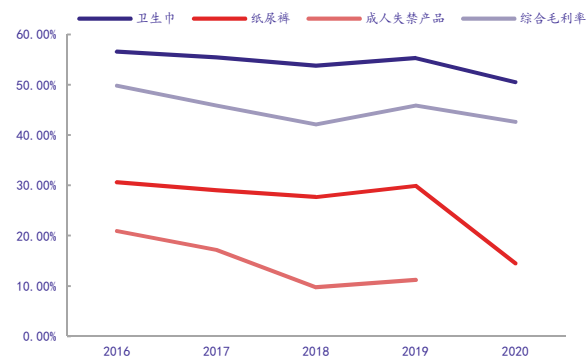
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 7: 2016-2020 年公司自有品牌产品营收结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 8: 公司自有品牌业务毛利率水平

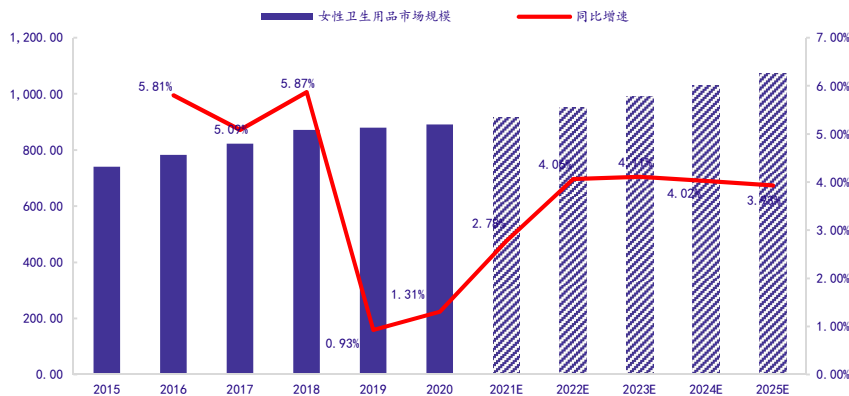


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2. 顺应行业中高端化消费趋势, 产品结构优化调整

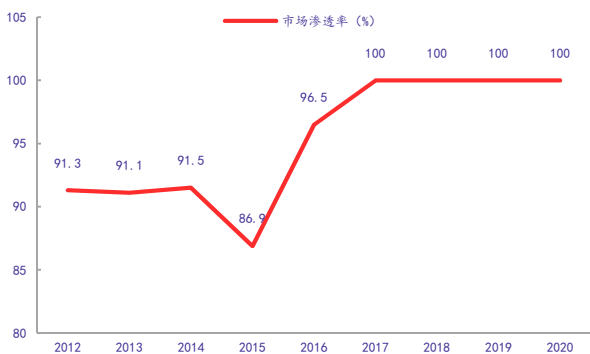
中国女性卫生用品市场目前已进入整合期, **行业趋于成熟, 规模增速放缓, 产品中高端化的消费趋势显露。**2015-2020 年其市场规模从 739.95 亿元增至 890.67 亿元, 年均复合增速为 3.78%。市场消费者群体庞大, 卫生巾消费量突破 1200 亿片。行业经过 30 年的发展, 使用卫生巾及卫生护垫的消费习惯已基本形成, 2017 年卫生巾市场渗透率已达 100%。今后行业将从依靠量的增长转向高端消费驱动增长。

图 9: 中国女性卫生用品市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 10: 中国卫生巾市场渗透率 (%)



资料来源: 中国造纸协会, 中国银河证券研究院整理

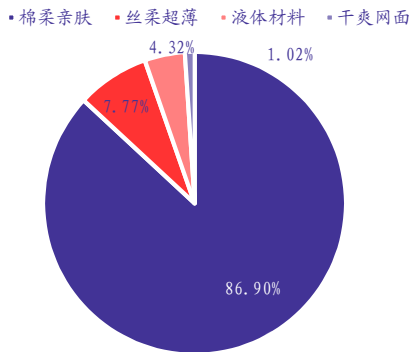
图 11: 中国卫生巾及卫生护垫消费量



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 中国银河证券研究院整理

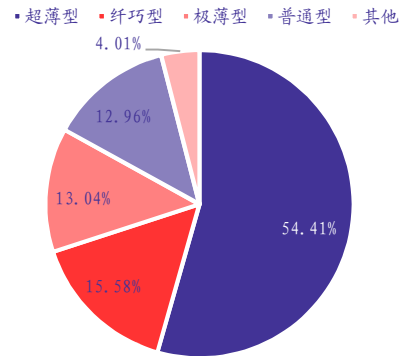
随着社会发展过程中城镇化率提高、人均可支配收入增加，社会财富的快速增长与积累，我国消费趋势向高端化转变，对于更高生活水平的追求与享受成为当下社会的潮流趋势。轻奢主义、智能化、追求个性等消费文化逐渐成为主流。当下社会女性消费者的消费能力也随之增强，对价格的敏感度下降。品质消费背景下，女性消费者愿意投入更多，相应地对卫生巾的产品品质有更高的要求，在舒适程度、安全性能、功能上的消费体验要求提高。越来越多的消费者开始选择中高端卫生巾产品，中高端化的消费趋势明显。根据过去一年淘宝平台上卫生巾的消费情况，以超薄、无香气香味、棉柔亲肤为特点的中高端品类产品为市场消费者的主流选择。消费升级的趋势下，女性消费者对于产品的需求更加偏重健康优质、舒适体验。

图 12: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布



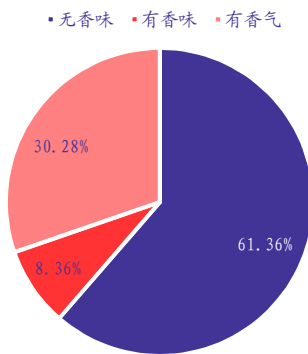
资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

图 13: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布



资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

图 14: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布



资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

卫生巾市场产品的中高端化迭代进程正在进行, 产品创新与升级不断。各大品牌开始在材质、功能、使用感、个性化上不断创新升级, 推出高附加值产品, 以满足消费者的多样化需求。如苏菲针对中国市场消费者特点, 推出了附带有暖宫止痛功能的“hot 暖C”系列卫生巾, 护舒宝推出首款液体卫生巾, 采用新型吸收材料, 吸收性能出众。这类产品在定价上普遍偏高, 以日用型号卫生巾为例, 产品定价偏高, 且明显高于同品牌基础款产品价格。

表 4: 卫生巾产品升级下高端增值产品






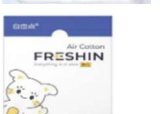


材料提升	有机纯棉	液体卫生巾	蚕丝卫生巾	天然松木透气芯
产品特点	有机纯棉	液体卫生巾	蚕丝卫生巾	天然松木透气芯
价格 (元/片)	1.44	1.85	11.80	1.20
基础款产品价格	-	1.04 (瞬洁丝薄系列)	-	1.00 (极薄系列)

功能提升				
产品特点	抑菌卫生巾	暖宫舒适卫生巾		
价格 (元/片)	1.85	3.50		
基础款产品价格	1.24 (超净吸系列)	-		
使用感提升				
产品特点	海藻精粹	KMS 轻透薄	V 形触感	隐秘感
价格 (元/片)	1.80	1.66	1.80	3.96
基础款产品价格	1.50 (裸感 S 系列)	1.25 (KMS 系列)	-	1.25 (无感七日系列)
形式创新				
产品特点	卫生棉条	月经杯	经期裤	
价格 (元/片)	4.96	269	4.18	
基础款产品价格	-	-	2.49 (430 舒睡系列)	
个性化				
产品特点	口袋卫生巾	可放卡包		
价格 (元/片)	1.60	1.12		
基础款产品价格	-	0.93 (超薄系列)		

资料来源：淘宝，中国银河证券研究院整理，注：价格为日用型产品单价




为顺应行业中高端化的消费趋势，公司推出定位中高端市场的卫生巾品牌“自由点”，旗下具有丰富的产品品类，基本可以满足女性消费群体对高品质产品以及多元化的需求。其中，无感 7 日系列和无感无忧系列产品，分别适合学生群体和轻熟白领女性的日常需求，产品具有轻薄、舒适的特点；公司重点推出的安睡裤系列产品，作为新型裤型卫生巾，强化了防侧漏功能，提升了经期血量较多的女性在睡眠时的舒适感；针对追求健康和精致生活品质的女性，公司推出了 freemore 有机纯棉系列，选用有机纯棉等高质量原材料，满足后疫情时代消费者对健康产品的需求。根据天猫旗舰店在售产品，自由点品牌下共推出了近 30 款产品以供消费者选择，SKU 数目与七度空间相近。

表 5: 公司自主品牌卫生巾系列产品

系列产品	市场定位	产品特点	产品示例	均价 (元/片)
无感7日系列	学生群体、追求薄感体验的女性	薄、无感，采用超薄复合芯体结构		1.12-1.25
无感无忧系列	白领、轻熟女性	舒适，Y型芯体结构		1.17-1.33
舒睡系列	经期血量多的女性	超长吸收，行业内最长的巾身设计		2.18-2.49
安睡裤系列	经期血量多的女性	裤型卫生巾，立体全包围裤型设计		3.36-4.18
空气系列	享受透气、不喜欢粘腻的女性	透气，3D空气压花技术		1.11-1.24
鲜内系列	日常出行便携式卫生巾	独立包装，隔绝细菌		1.74-2.78
有机纯棉系列	高端市场，追求健康和精致品质生活的女性	天然健康，全生态有机纯棉		1.29-1.49
隐形系列	高端、轻奢市场，追求健康和精致品质生活的女性	隐秘感		3.58-3.85

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，中国银河证券研究院整理

表 6: 主要品牌 SKU 数目

品牌	产品系列	商品数
	优雅系列，极薄系列，新超薄系列，国风系列，动物君系列，裤型巾系列，420mm系列，迷你护垫系列，space系列，初养肌系列，少女系列，便携系列	31
	KMS系列，汉方纯棉系列，清爽植萃系列，无忧裤系列，日用迷你巾系列，棉柔清香系列	15
	安心裤系列，裸感S系列，弹力贴身系列，口袋魔法系列，超熟睡系列，海外进口系列，护垫系列	53



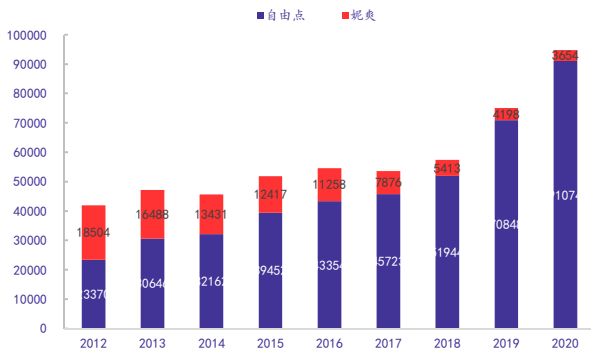
无感7日系列, 无感无忧系列, 舒睡系列, 安睡裤系列, 空气系列, 鲜内系列, 有机纯棉系列, 隐形系列, 口袋密语系列, 羽翼轻轻系列, 透气包系列, 植物超薄系列

29

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 中国银河证券研究院整理

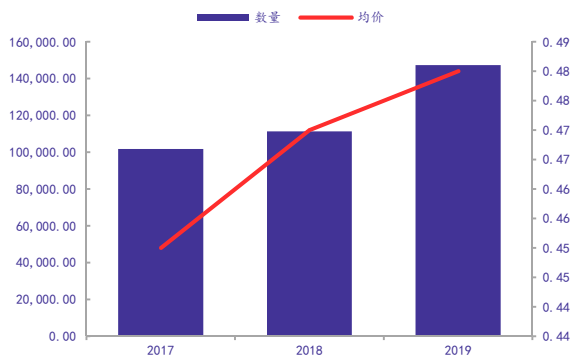
在消费升级趋势下, 对产品结构主动进行优化调整。从过去业绩表现上看, 中高端品类卫生巾结构上占比上升, 拉动业绩增长。最近两年自由点卫生巾销售收入增速达 36.39%、28.55%, 保持稳定且快速的增长。在卫生巾整体品类中, 自由点的销售额占比逐年加大, 2020 年实现销售额 9.11 亿元, 占卫生巾品类总销售额的 96%, 对总营收增长的贡献率达到 173%, 推动了营收快速增长, 同时撑起了卫生巾业务较高的毛利率水平。婴儿纸尿裤业务中, 以 GN 系列为主的高端品类产品销量同样增长明显, 而其他品类的婴裤产品销量下滑明显, 产品结构向中高端产品倾斜。

图 15: 公司自有品牌卫生巾历年销售收入情况 (万元)



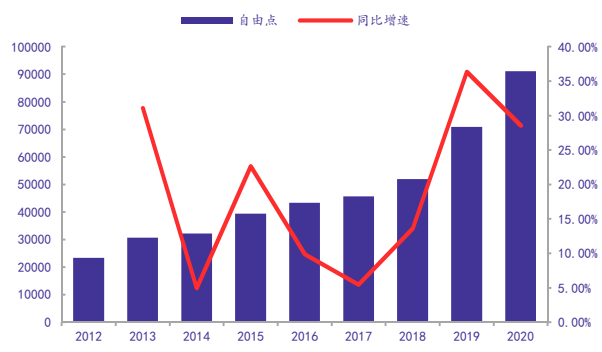
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 17: 自由点卫生巾销售均价 (元) 和销量 (万片)



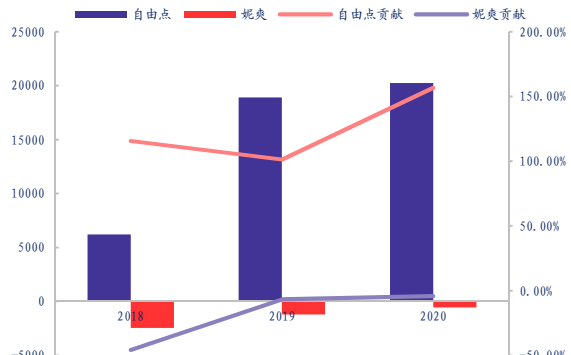
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 16: 自由点卫生巾销售收入情况 (万元)

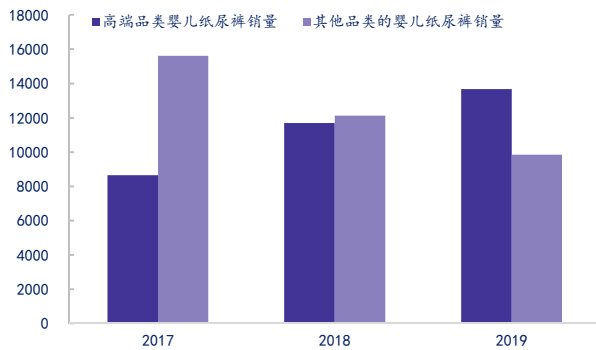


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

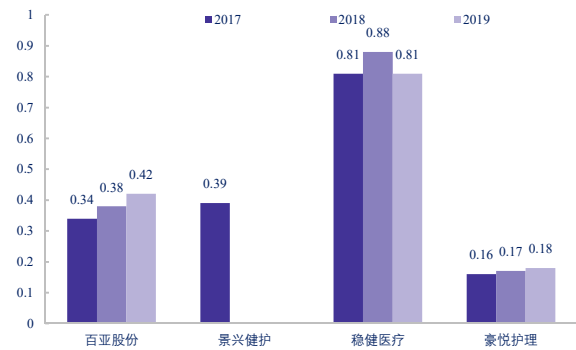
图 18: 自由点/妮爽销售收入同比增长值 (万元) 及贡献程度



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 19: 公司婴儿纸尿裤分品类销量变化 (万片)


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 20: 可比公司卫生巾价格变化对比 (元/片)


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

产品量价齐升推动营收增长。通过价格对比, 自由点卫生巾产品在定价上与同类别中高端产品相似, 部分产品仍有提价的空间。过去三年市场均价分别为 0.45/0.47/0.48 元/片, 年均提价 2-3%, 提价的同时销量仍然保持大幅的增长, 中高端化的发展势头良好。与同期其他同类公司整体卫生巾产品定价相比, 公司的平均单价在 17-19 年期间保持了稳定明显的提升。对比之下, 公司大众品牌“妮爽”的市场均价向下调整, 销量上却难以提升, 连续几年持续下滑, 导致该品类在卫生巾业务中占比下降至 5.6%。公司中高端产品更受市场青睐, 中高端品类卫生巾量价齐升实现销售收入持续增长, 抵消了其他品类销量下滑的不利影响, 带动整体业务收入的增长。

表 7: 同类产品价格对比

品牌	同类系列产品	长度/mm	产品价格/元	单价 (元/100mm)
日用卫生巾				
自由点	无感7日系列日用	240	1.25	0.52
自由点	无感无忧系列日用	240	1.17	0.49
Space7	Miss 透气日用	245	1.00	0.41
苏菲	裸感S日用	230	1.39	0.61
护舒宝	液体卫生巾	240	1.74	0.73
ABC	KMS 系列日用	240	1.25	0.52
夜用卫生巾				
自由点	无感无忧夜用	290	1.33	0.46
ABC	轻透薄夜用	280	1.43	0.51
苏菲	超熟睡系列夜用	290	1.75	0.60
高洁丝	澳洲进口纯棉夜用	280	1.29	0.46
Space7	Miss 透气夜用	350	1.83	0.52
超长夜用卫生巾				
自由点	舒睡 430 系列	430	2.49	0.58
ABC	轻透薄夜用	323	1.85	0.57
苏菲	超熟睡夜用	420	2.15	0.51
高洁丝	澳洲进口纯棉夜用	420	2.50	0.59

Space7	Miss 透气夜用	420	2.50	0.59
经期裤				
自由点	安睡裤		4.18	
Space7	享睡裤		3.74	
乐而雅	晚安裤		5.08	
ABC	无忧裤		4.99	
苏菲	超熟睡安心裤		4.87	

资料来源：各品牌天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

3. 优质原材料保障产品质量，品类丰富推陈出新

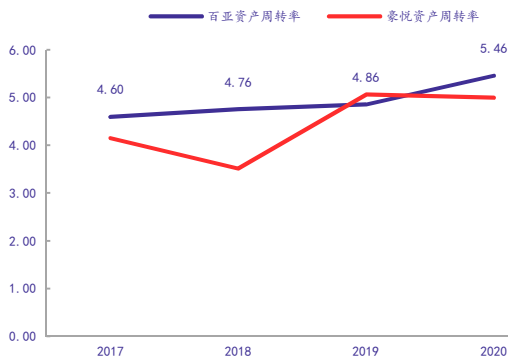
百亚的生产模式以自主生产为主，少量产品为外协生产，自身具备优良的研发设计、生产制造和供应链管理能力和这种模式下公司可以直接把控产品质量，增强对下游厂商的议价能力进而降低产品成本。另一方面，生产和配套研发体系结合，可以帮助公司紧跟市场需求，快速调整。

表 8：可比公司卫生巾业务研产销模式

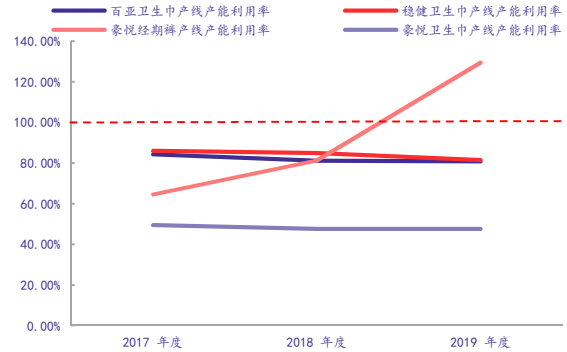
	研发	生产	销售
百亚股份	自主研发	自主生产	自有品牌为主，ODM 为辅
景兴健护	自主研发	外协生产	自有品牌
豪悦护理	自主研发	自主生产	ODM 业务
恒安国际	自主研发	自主生产	自有品牌

资料来源：中国银河证券研究院整理

生产端，公司力求打造行业标杆工厂，持续开展先进的生产设备的引入和改进工作，增加智能化配套设备，提高自动化率水平，缩短生产周期，极大地提高了产品的生产效率。公司现有生产线近 30 条，原值 500 万以上的卫生巾主要生产设备较新，平均成新率约 86.5%，有力保障了生产效率和产品质量。公司产能充足，卫生巾生产线现有产能 26 亿片，利用率维持在 80% 左右，生产规模可以根据市场销售情况及时调整。此外，ODM 业务的生产经营，会使得生产线柔性化提升，能够使公司对市场需求变化快速反应。

图 21: 可比公司机器设备资产周转率 (%)


资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 22: 可比公司产能利用率 (%)


资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 9: 公司卫生巾生产设备成新率 (%)

序号	设备名称	原值	现值	成新率
1	卫生巾条形包生产线 F19 (W3201)	1,001.09	833.23	83.23%
2	卫生巾生产线 F23 (W3101)	940.28	790.86	84.11%
3	卫生巾生产线 F24 (W3202)	909.91	762.36	83.78%
4	卫生巾生产线 F39 (W3103)	900.00	838.83	93.20%
5	卫生巾生产线 F32 (W3203)	798.46	707.75	88.64%
6	H320/400 全伺服卫生巾生产线 (W1207)	783.09	556.42	71.05%
7	卫生巾生产线 F30 (W3102)	781.39	692.63	88.64%
8	卫生巾生产线 F38 (W3204)	988.60	961.67	97.28%
百亚股份 合计		7102.82	6143.75	86.50%
豪悦护理 主要生产设备-卫生巾生产线		2863.14	1824.47	63.72%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 10: 可比公司卫生巾生产线产能

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	
百亚股份 卫生巾业 务	产能 (万片)	196,500.48	229,870.08	261,550.08
	产量 (万片)	165,962.40	187,528.11	213,289.27
	其中: OEM 外协产量	374.78	916.25	1,805.07
	产能利用率	84.27%	81.18%	80.86%
	销量 (万片)	164,329.58	178,580.73	211,142.74
	产销率	99.02%	95.23%	98.99%
稳健医疗 卫生巾业 务	产能 (万片)	25,039.87	25,039.87	34,777.60
	产量 (万片)	21,550.56	21,281.02	28,329.29
	产能利用率 (%)	86.06%	84.99%	81.46%
豪悦股份 经期裤业 务	产能 (万片)	6,925.50	10,917.00	12,203.00
	产量 (万片)	4,477.78	8,870.09	15,817.11
	销量 (万片)	4,073.49	8,595.42	15,119.45
	产能利用率	64.66%	81.25%	129.62%
	产销率	90.97%	96.90%	95.59%

景兴健护	委托加工生产数量 (万片)	409645.75	328542.13	259831.86
卫生巾业	销量 (万片)	410267.56	313511.89	267738.34
务	产销率	100.15%	95.43%	103.04%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

采用更优质的原材料, 产品质量可靠。对于中高端产品, 公司对原材料的质量和投入有严格的要求。由于产品结构优化调整, 公司近年来加大了对于中高端型号无纺布的采购量, 2019年无纺布的平均采购单价 20.35 元/千克, 远高于行业内其他公司。从前五大供应商处无纺布的采购情况看, 接近 50%的无纺布为价格较高的优质材料。对于优质原材料的选用, 公司从厦门延江股份采购了柔软度、产品性能相对较高的热风无纺布, 从佛山科思瑞迪处采购中高端型号的膜, 从广州伊藤忠处采购了日本进口高分子树脂, 其表面积更大吸水速率较高。公司选用了价格更贵但品质更佳的原材料用以制造卫生护理用品。

核心材料产品单耗增加。在单位产品原材料耗用上, 公司投入了更多的无纺布和高分子, 提高了相应材质占比, 如自由点卫生巾核心原材料高分子单位耗用量从 2017 年 0.8 克/片增长至 1.0 克/片。婴儿纸尿裤生产中, 无纺布单位耗用量从 2017 年 9.4 克/片提升至 2018 年 10.4 克/片, 公司不断改进现有产品的生产工艺, 提高了单片卫生巾或纸尿裤产品重无纺布和高分子的用量。此外, 产品直接成本中人工成本占比仅为 4.72%, 生产过程中自动化水平高, 产品品质更有保障。

图 23: 可比公司原材料采购价格 (元/千克)

原材料	公司	2017 年	2018 年	2019 年
无纺布	百亚股份	17.8	19.84	20.35
	豪悦护理	-	15.16	15.09
	可靠股份	-	9.32	9.05
高分子	百亚股份	9.64	10.57	10.41
	豪悦护理	-	10.52	9.35
	可靠股份	-	9.32	9.05

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 25: 公司单位产品耗用原材料情况

原材料	2017	2018
 高分子	0.8 克/片	1.0 克/片
 高分子	10.1 克/片	11.8 克/片
无纺布	9.4 克/片	10.4 克/片

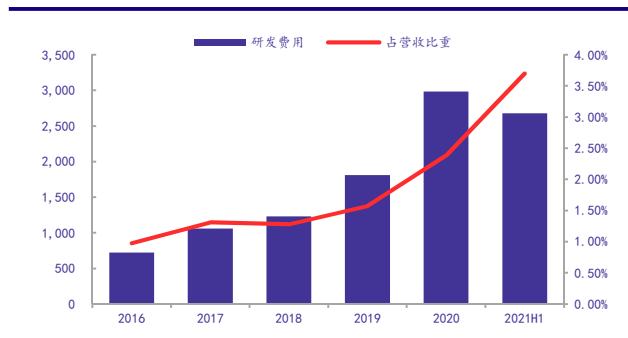
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 24: 公司优质原材料供应商

供应商名称	业务简介	提供产品
南六企业 (平湖) 有限公司	全球不织布销售排名第 22 名, 亚洲重要的不织布工厂	无纺布
厦门延江新材料股份有限公司	国内领先的创新型面料供应商, 致力于创新型面层材料的生产研发	无纺布
佛山市南海区科思瑞迪材料科技有限公司	高新技术企业	中高端型号膜
广州伊藤忠商事有限公司	销售代理日本住友牌高分子, 吸收速率更高, 产品性能更佳	高分子

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 26: 公司历年研发费用投入 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

良好的自主研发创新能力，运用专利技术提升产品品质。多年的发展积累，公司已建立了完善的研发体系，目前拥有专利 299 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 209 项。对于作为行业核心技术的复合芯体，公司已通过自主研发掌握相关加工技术，并已大批量投入生产，所生产产品的吸收芯体大多使用了复合芯体。首创 YY 结构芯体技术，并以此技术为核心推出了无感无忧系列产品。公司目前通过自主研发的技术，在控制产品反渗率、提高产品吸收吸能、产品包装等方面得到了较好的运用。

表 11: 可比公司发明专利统计

	百亚股份	豪悦护理	景兴健护
发明专利	9	7	20
实用新型	209	89	43
外观设计	81	17	41
合计	299	113	104

资料来源：爱企查，数据包含子公司，中国银河证券研究院整理

公司逐年加大研发投入，后续发展注重研发。公司会根据市场中女性消费者使用需求和偏好，对产品进行升级换代，推陈出新。例如，公司继苏菲之后第二个推出裤型卫生巾，新推出的无感七日系列第三代升级产品，厚度从 0.1cm 压缩至 0.07cm，柔软度增加 30%，进一步提升产品的舒适性。过去 10 年，公司推出了 10 余款系列新产品，新品迭代速度较快，能力强。未来随着募投项目研发中心的建设，更多实验室落户上海深圳等人才密集城市，引入研发人才，有望使公司整体科研能力进一步提升。

图 27: 自由点主要产品迭代升级



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 28: 百亚国际产业园





资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 29: 无感 7 日产品焕新升级



资料来源: 自由点天猫旗舰店, 中国银河证券研究院整理

表 12: 自主研发技术应用于产品

技术名称	所处阶段	技术介绍	应用于产品	示例
YY 结构芯体技术	大批量生产	根据人体结构, 采用“YY 型”的结构设计, 使芯体能够更加贴合股沟, 提高产品贴身性和舒适度	2017 年推出以“YY 结构芯体”为特点的“无感无忧”系列。目前仍为公司畅销款产品系列。	
超薄符合芯体加工技术	大批量生产	运用蓬松无纺布替代浆板, 形成无浆板结构芯体的卫生巾, 降低产品厚度, 提高穿着舒适度、增强产品吸收性能	自由点多款卫生巾产品设计采用超薄复合芯体, 如“无感 7 日”第三代产品、“隐形系列”系列	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

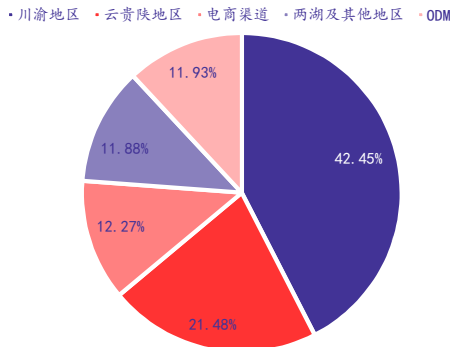
(二) 渠道优势: 兼具深度与广度, 加快新零售渠道建设

1. 深耕西南区域二十载, 区域内领先优势明显

西南区域领先优势明显。分区域看销售结构, 2020 年公司在川渝地区的销售额突破 5 亿, 占比超过 40%。得益于公司从成立起就立足在川渝地区市场深耕, 公司品牌影响力在当地不断扩大, 积累了一定的市场声誉, 旗下“自由点”品牌为中国驰名商标, “好之”和“妮爽”为重庆市著名商标。**2016-2018 年, 卫生巾产品在川渝地区市占率约 20%, 占比较为稳定且保持在该区域排名第二;**同期婴儿纸尿裤产品在川渝市场份额达 9.3%, 13.1%和 17.7%, 市场份额占比呈现了持续、快速上升的趋势, 公司竞争优势明显。

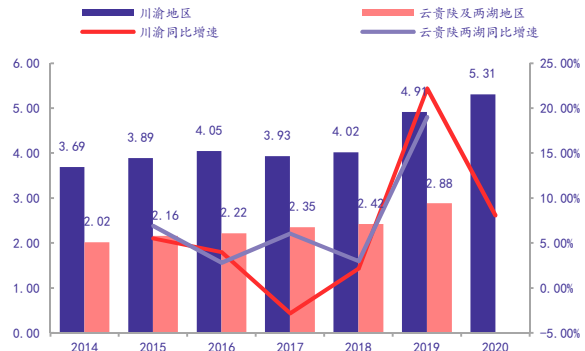
公司借鉴在川渝区域成功的销售经验, 拓展周边省份区域, 如云贵陕及两湖地区, 2019 年该地区销售收入稳步提升至 2.88 亿元, 5 年 CAGR 增速为 7.41%。**16-18 年公司卫生巾产品在云贵陕地区占有 10%左右的市场份额, 排名连续三年稳定在前四名, 婴儿纸尿裤产品在该区域市场份额达到 5.9%, 7.2%和 10.9%, 公司在周边省份发展势头良好。**

图 30: 2020 年公司分区域销售收入



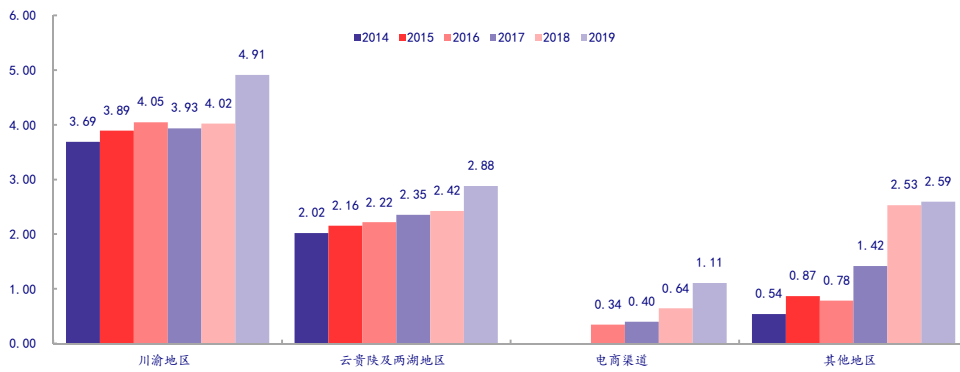
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 31: 公司川渝地区销售收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 32: 公司近五年主要销售区域收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2. 精细化管理运营, 销售渠道层次分明

公司注重对渠道的精细化管理, 采用经销、KA 和电商的销售模式, 建立了层次分明的销售渠道。线下渠道目前仍为公司主要渠道, 份额占比较为稳定。传统经销商渠道历年占比超过 50%, 是公司最主要的渠道。KA 为第二大渠道, 占比超过 20%, 通过 KA 渠道, 公司可与终端消费者加强沟通互动, 及时了解市场动向与消费者偏好。电商渠道不足 12%, 但发展快速, 对于公司拓展市场提升销量有战略上的重要性。公司的销售模式与行业内恒安国际、景兴健护相似, 基本覆盖主要的销售渠道。

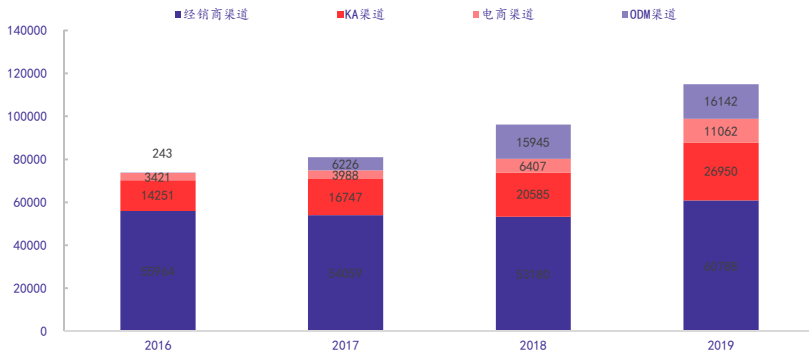
表 13: 可比公司销售模式/渠道

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：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 33：公司分渠道销售收入情况（万元）

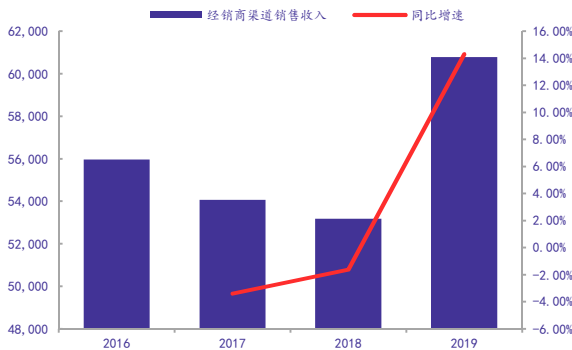


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

线下渠道方面，由于受零售新兴渠道的影响，传统经销商渠道面临冲击和压力，**公司主动对经销商队伍进行调整，提高销售效率。**针对经销商的管理，公司有一套完善的制度和流程，通过向经销商制定统一的销售政策，并提供定期培训，销售终端指导和促销支持。在核心经销商中派出业务员，培训协助经销商做好营销计划及执行，以此确保销售终端的运营效率和管理水平。

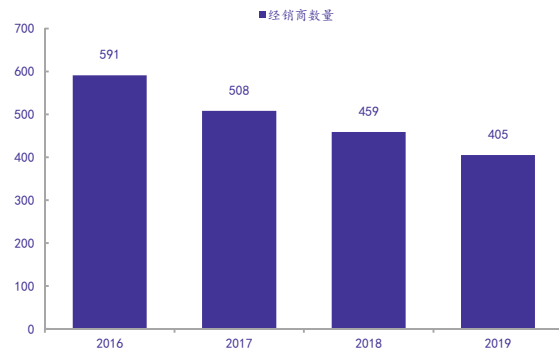
公司对经销商渠道的变革主要为以下三方面：1) 对于经销商客户的选择，公司有较为严格的遴选标准，对经销商多方面实力进行综合考察，**公司更倾向于与合作稳定、服务意识高、市场拓展能力强的经销商合作。**2) **精简经销商队伍，提升渠道销售效率。**16年公司开始对经销商队伍进行调整，主要对其经营主体资质、资金周转能力和渠道拓展主动性等方面提出了更高的要求，而对于经营业绩较差的客户及时汰换。公司已削减经销商客户数量 186 家，该渠道下销售收入未受到较大影响，在 2018 年以后企稳回升，公司整体已实现经销商队伍的优质化。3) **对经销商待遇水平较好。**一方面，公司对经销商施以费用支持、销售返利、商业折扣等激励措施。在外围省的扩张中，百亚对经销商用于拓展消费者及市场投入的费用予以支持，并要求经销商对扩展的店面区域建档，便于公司掌控下游终端。另一方面，公司本着分享的态度与经销商合作，对经销商客户的出厂价格一般为 KA 客户的 8 折-8.5 折（即终端零售价的 6.4 折-7.2 折），预留给其的毛利率水平约为 10%-25%。

图 34: 公司经销商渠道销售收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 35: 2016-2019 年公司经销商数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

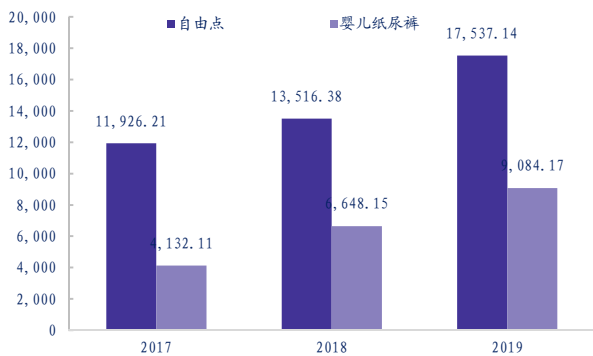
KA 渠道方面, 公司深化与 KA 客户的合作, 提升了品牌形象。KA 是公司重要销售渠道之一, 该渠道收入占比超过 20%。受益于消费习惯的变化, 更多的消费者偏向于从大型连锁商超购买个护用品, 百亚 KA 渠道下的销售收入持续增长。公司已与 28 家品牌影响力大、实力雄厚的 KA 客户达成合作, 其中大多为知名全国连锁大型商超, 如永辉超市、沃尔玛、家乐福等。与知名连锁商超的合作有利于提升公司品牌形象, 直接触及目标市场人群, 进一步提升产品在新进入市场的认知度。公司对 KA 客户的销售集中度较高, 2019 年前十大客户的销售集中度提高至 91.54%, 有利于巩固深化双方之间的长期的稳定的合作。

图 36: 2019 年公司前十大 KA 客户



资料来源: 中国银河证券研究院整理

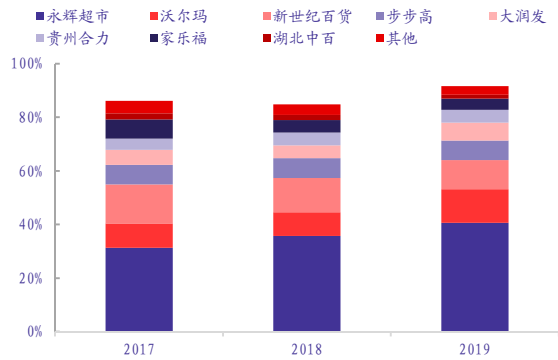
图 37: 公司 KA 渠道分业务销售收入增长情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

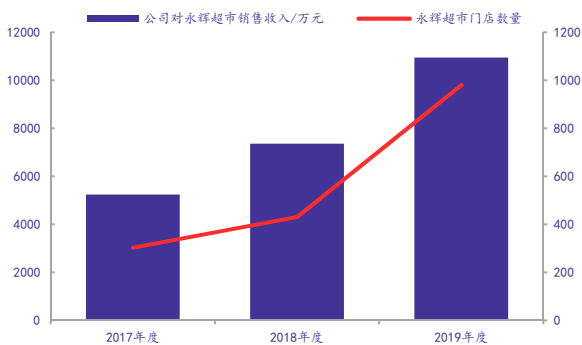
采取跟随策略。公司深化与 KA 客户的合作的同时, 借助大型连锁商超广泛完善的销售网点, 实现全国重点城市销售终端的广泛覆盖。受益于部分 KA 客户自身的全国扩张和向三四线城市拓展, 公司销售收入持续增长; 以永辉超市为例, 其在合作期间门店扩张至 980 多家, 渠道建设向三四线城市下称, 公司对其销售额在 17-19 年间增加 5700 万, 对促进 KA 渠道收入起到良好的带动作用。

图 38: 公司前十大 KA 客户销售集中度



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 39: 永辉超市门店数量增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 40: 天猫自由点旗舰店

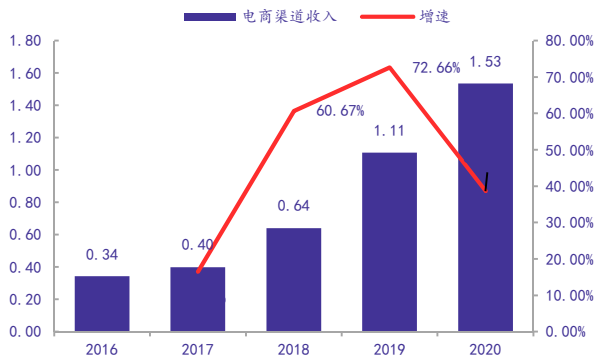


资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

公司在电商渠道上发力较晚, 但实现了高速增长,2020 年公司通过电商渠道放量仅占全渠道 12.27%, 相比行业内其他公司, 仍处于低位水平。线上渠道是公司所有销售渠道中收入增长速度最快的渠道, 2018-2020 年电商渠道销售收入同比增速分别达 60.67%/72.66%/38.69%。**通过线上渠道的销售, 公司产品有效覆盖了全国市场,**2020 年分地区线上销售情况看, 华东地区、华中地区、华南地区合计贡献销售额近 50%, 产品销售回西南地区的比例逐年降低。

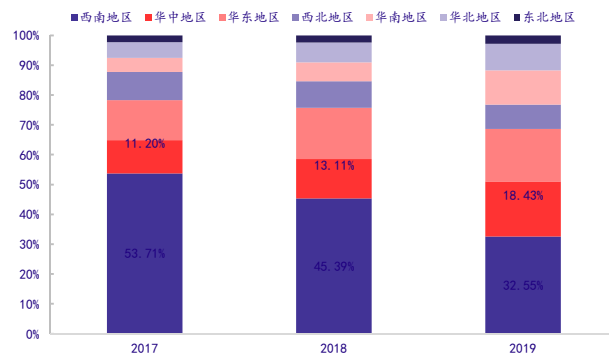
百亚顺应互联网营销的时代浪潮, 与专业电商团队合资成立了控股子公司, 引入专业电商运营人才, 负责线上店铺的运营, 入驻天猫、京东、唯品会等平台, 开设官方旗舰店或直营店向消费者销售商品。17-19 年期间, 卫生巾、婴裤等产品线上销售表现出色, **消费人数快速上涨, 平均购买次数明显增加。**天猫平台贡献了主要的销售额, 约占 80%; 京东唯品会等平台由于其用户画像与公司目标人群吻合度高, 消费频次较高, 销售额稳定增长。

图 41: 公司电商渠道销售收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 42: 2017-2020 年公司电商渠道销售收入分区域情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 14: 公司卫生巾产品线上销售情况

卫生巾产品	2017 年度	2018 年度	2019 年度
客户数量/人	222,487	615,257	1,061,779
平均购买次数	1.19	1.13	1.24
次均消费额/元	58.86	53.44	46.78
总消费额/元	15583745.9	37153647.51	61590826.81

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3.营销彰显产品理念，线上推广触达年轻消费者

以自由、个性为品牌理念，中高端产品获市场青睐。“自由点”秉承“解放经期束缚，更薄更自由”的设计理念，产品追求市场潮流、活力，让女性释放自由天性，在诸多卫生巾品牌中实现差异化营销。如“无感无忧”满足了现阶段轻白领人群会玩、会生活、爱时尚、爱潮流的价值取向，面对生活依然可以释放自己的天性。产品采用象征青春活力的黄色主包装，配上人气 IP 形象。近年来相继邀请张碧晨、丁霞等作为代言人，向用户传播追求自由、热爱自由的品牌精神。根据艾媒报告，依据企业综合实力、全网媒体传播态势、用户口碑、专业评价等四项指标综合评价，2020 年自由点卫生巾品牌在同类市场市场排行第五。

图 43: 知名歌手张碧晨代言自由点卫生巾广告



资料来源: 百度, 中国银河证券研究院整理

图 44: 著名女排运动员丁霞代言自由点卫生巾广告



资料来源: 百度, 中国银河证券研究院整理

表 15: 不同卫生巾品牌理念

 解放经期束缚，更薄更自由	 致力为中国女性提供优质的日用护理产品	 您可以自由选择适合自己的卫生巾
 医学贴近生活，全棉呵护健康	 永远地追求清洁、卫生与健康	 打造的个性粉红“玩美主义”文化
 致力于为女生提供舒适、无感的经期体验	 触感到零，自在我心	 专注、专业、专属

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 16: 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：艾媒金榜，中国银河证券研究院整理

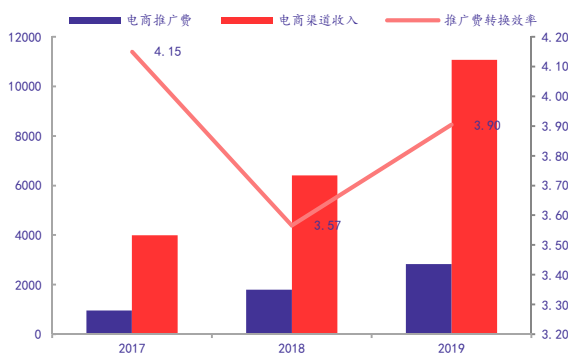
利用热门社交平台，积极开展线上营销。公司 2017 年以来加大了网络新媒体的推广投入，进一步扩大品牌影响力，吸引年轻消费者。目前公司在微信公众号、微博、抖音、小红书等当下热门社交平台上开设 ID 账号，利用互联网流行的短视频娱乐文化，发布产品宣传短视频。视频内容则以趣味情景故事、工厂参观、简短广告等丰富呈现形式营销产品，直接触达年轻消费者。公司在电商上的推广投入费用有效转化为收入，2019 年投入 2833 万元，实现收入 11062 万元，ROI 为 3.9 倍。

表 17: 公司线上平台产品推广

平台	ID	功能服务	关注度/粉丝数量
 微信公众平台	自由点 freemore	活动情报站、点点剧场、产品种草、品牌介绍、福利播报	首篇文章单篇阅读量 4000+
 小程序	自由点体验官、自由点线上快闪店	线上商城	-
 视频号	自由点 freemore	产品宣传短视频	-
	自由点 freemore	品牌宣传, 福利活动、代言人广告、时事热点分享	粉丝 27.6 万
	自由点 freemore	产品宣传短视频, 旗舰店, 直播间	粉丝 12.6 万, 获赞 56.3w
	自由点 freemore	产品宣传短视频	粉丝数 190, 获赞 313, 发布笔记 106 条
	追疯少女点点点	产品宣传短视频	粉丝数 1058, 获赞 2.1 万
	自由点 freemore	产品宣传短视频	粉丝数 1043, 发布视频 135, 获赞 1191

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 45: 公司电商推广费及 ROI



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 46: 公司前五大 ODM 客户

序号	客户名称	销售金额 / 万元	占比	简介
1	苏州绿叶	10703.7	66.31%	绿叶品牌连锁店 绿叶惠购 APP
2	名创优品	1986.93	12.31%	快时尚杂货店零售商
3	凯儿得乐	1405.34	8.71%	婴童品牌凯儿得乐
4	深圳市冰冰纸业	912.59	5.65%	女性卫生产品出口运营商
5	杭州贝咖实业	302.37	1.87%	婴童品牌 baby care
合计		15310.9	94.85%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

线下品牌推广形式新颖, 以培养消费者心智为主。公司在线下针对年轻一代消费者、学生群体等展开一系列形式新颖的推广活动。公司曾走进校园举办自由点自由舞动大赛、国风才艺大赛等, 后者线上总曝光量 1.3 亿多, 线下覆盖校园人群 40 万人, 借由活动向消费者传递时尚、潮、年轻的品牌形象, 培养消费者心智, 在消费者心中建立自由点所倡导的“自由做自己”的品牌印象。

与 ODM 客户的合作, 学习品牌与流量思维。公司主要的 ODM 客户均为大型消费品企业, 不具备自主生产能力, 但凭借优秀的营销能力成长为新锐品牌。如苏州绿叶通过打造了“绿叶购”品牌连锁店等, 成为地方性大型 KA。名创优品凭借高端门店形象、优质低价产品供应和快速上新等特点, 满足城市精致穷群体的消费诉求, 位居品牌杂货零售行业第一。凯儿得乐借助互联网平台, 采用微商经营模式, 快速成长为国内婴童新锐品牌。百亚在与其合作过程中,

可更深入了解并借鉴学习下游客户的营销之道，如凯儿得乐的品牌思维、名创优品的流量思维等，提升自己营销上的创新能力。

三、驱动因素

(一) 短期：核心区域稳增长，经期裤品类放量

1. 西南区域领先优势明显，短期内仍可保持

深耕区域市场，渠道优势不断强化。在西南地区十多年的发展，公司已经形成了稳定的渠道销售体系。公司始终高度重视对于川渝市场、云贵陕市场地深耕和拓展。在经销商方面，公司合作的经销商扁平化程度较高，不少经销商已下沉至三四线城市及农村地区，公司在该区域有深度下沉的销售渠道。另一方面，公司通过加强和区域 KA 客户的合作，拓展直营销销售网络。在公司前十大 KA 客户中，重庆新世纪百货、贵州合力、步步高都是以区域市场为其大本营。在西南地区有广泛完善的销售网点。

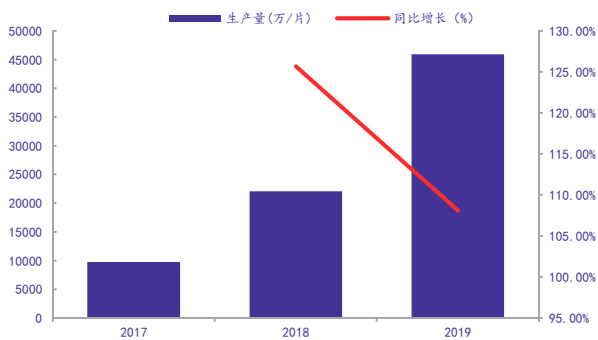
公司在西南地区市场占据了优势地位，我们预计，**短期内公司在此区域仍能保持一定的增长。**原因在于：1) 公司始终高度重视对川渝、云贵陕区域市场的拓展和深耕，多年的深耕，公司品牌在川渝市场积累了较高的客户忠诚度；其次，通过加强与地方性 KA 客户的合作和开发力度，拓展直营销销售网络，不断优化经销商结构，发挥自身在渠道、营销上的优势和竞争力，可以保障持续增长。2) 一次性卫生用品行业在消费升级趋势下，消费者对中高端品类产品需求增加，行业规模在价量两方面均存在提升的空间，行业天花板尚未触及。虽然目前行业渗透率已经到达 100%，但消费量上，因女性使用更换的频率提高、平均经期天数增加、适龄女性年龄向两端延伸，仍有扩容的空间。

2. 重点推出经期裤、学步裤，抢占细分市场

经期裤和学步裤是对原有夜用卫生巾和纸尿裤产品的升级，功能与产品体验感更佳。公司将其作为重点中高端产品品类推出，是公司抢占细分市场、形成多层次产品战略布局中的重要一环。卫生巾产品品类中经期裤的市场销售增速位居首位，随着消费升级以及经期裤产品市场接受度的逐步提高，经期裤作为传统夜用型卫生巾的升级产品，发展空间巨大。数据显示，经期裤在全国商超渠道中销售额 5 年复合增速达 74.81%，生产量从 2016 年的 0.4 亿片增加至 2019 年的 4.6 亿片，年复合增速 134%，增长显著。学步裤在 2019 年市场份额占比 14.5%，且其增长率远高于行业平均水平。二者将会是未来市场上的热销产品。

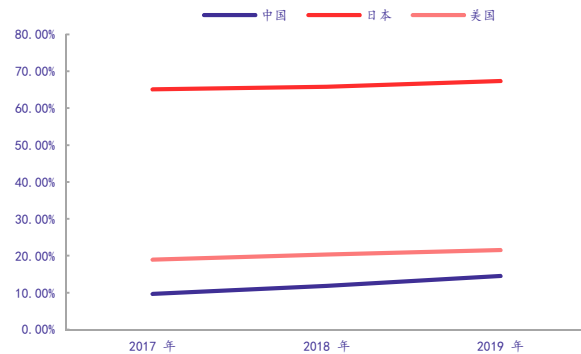
公司在募投资金项目百亚国际产业园建设中已引入了一条经期裤和一条学步裤的生产线，大幅提升两种产品的自主生产能力，年产能分别达到 8000 万片、10000 万片。**未来短期内，经期裤、学步裤将成为推动公司收入增长的重要驱动力。**

图 47: 2017-2019 年中国经期裤生产量及同比增速



资料来源: 豪悦护理公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 48: 拉拉裤市场份额



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

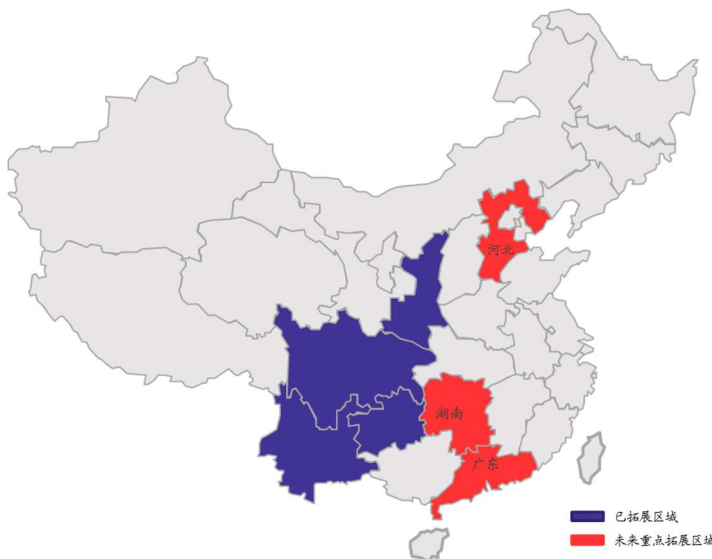
(二) 中期: 卫生巾品类省外扩张, 有序迈入全国市场

1. 有序拓展省外市场, 以点带面稳步扎根

中期内卫生巾业务有望从区域品牌走向全国性品牌。鉴于行业规模尚未达到天花板, 市场竞争格局有待进一步整合集中, 公司可借鉴在川渝地区成功的销售经验, 借助优质渠道将自主品牌卫生巾推广至全国范围内地区销售, 实现公司规模与收入的持续扩张。

公司将遵循国内市场有序拓展的策略, 对于全国市场, 根据每个省的实际情况, 制定差异化的营销策略, 逐步拓张。外围省份中, 公司目前在河南、湖南、安徽等省份已经建立了良好的基础, 通过大型 KA 商超的渠道销售表现看, 市场对产品的反应较好。未来公司将重点优先发展河北、湖南、广东三省, 以点带面拓展华北、华中、华南等区域市场。

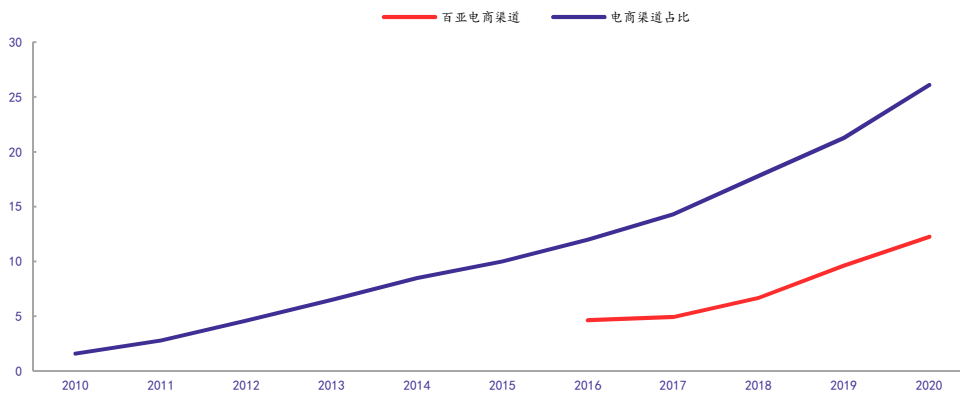
图 49: 公司全国市场拓展策略



资料来源: 中国银河证券研究院整理

借电商和新零售渠道，开拓全国市场。下游行业受新零售业务的影响，销售渠道正发生裂变，电商渠道成为主流之一。根据尼尔森研究，对于快消品行业，新兴渠道如 O2O、电商和社区团购正在受到消费者追捧，2020 年电商渠道渗透率从上一年 34% 提升至 47%。在此背景下，卫生用品企业开始积极尝试多种新零售、新营销模式，如 IP 授权、直播带货、深度开发网络新兴渠道。如中顺洁柔从 2015 年单一的经销商渠道拓展为目前包含电商渠道、新零售渠道、母婴渠道在内的六大渠道共同发展。通过组建专业的电商团队、加大电商平台的资源投入，强化与搭建配置相应的供应链系统，通过近 5 年的渠道建设与完善，助力公司业绩实现可持续增长。目前，公司电商渠道占比 12.7% 仍处于行业低位水平，卫生巾线上客户数量约 106.18 万人，与适龄人口总数相比仍有较大的提升空间；平均购买次数不足 2 次，对消费者购买习惯和客户忠诚度方面仍可进一步培养。百亚可通过加快电商和新零售渠道的建设，以电商为拓展全国市场的核心渠道，不断提升渗透率，借助渠道红利驱动销售增长。

图 50: 卫生巾行业电商渠道销售比例 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 18: 主要品牌产品线上与线下渠道购买价格差异 (元/片)

品牌	系列	长度	线下渠道单价	电商渠道单价	价差
ABC	澳洲茶树	240	1.69	1.03	0.66
ABC	汉方纯棉	240	1.88	1.50	0.38
ABC	迷你 mini	190	0.61	0.57	0.04
ABC	KMS 日用	240	1.69	1.25	0.44
高洁丝	放肆睡	280	1.5	1.09	0.41
高洁丝	澳洲进口纯棉	280	1.98	1.66	0.32
高洁丝	少女肌	240	1.09	0.86	0.23
高洁丝	放肆睡	420	2.40	1.94	0.46
护舒宝	液体卫生巾	270	2.33	1.87	0.46
护舒宝	液体卫生巾	240	2.99	1.66	1.33
乐而雅	零触感	225	1.30	1.00	0.30
乐而雅	零触感	250	1.50	1.01	0.49
七度空间	极薄透气	338	2.13	1.7	0.43
七度空间	超薄纯棉	338	1.25	1.04	0.21
七度空间	少女系列	245	0.99	0.80	0.19

苏菲	裸感 S 贵族棉夜用	290	2.10	2.00	0.10
苏菲	超熟睡	350	2.00	1.66	0.34
苏菲	超熟睡	290	1.30	1.24	0.06
苏菲	超熟睡	420	2.48	1.90	0.58
苏菲	弹力贴身	230	1.05	0.87	0.18
苏菲	裸感 S 系列	230	1.41	1.07	0.34
苏菲	裸感 S 系列	290	1.65	1.27	0.39
苏菲	裸感 S 系列	250	1.52	1.38	0.14
自由点	无感无忧	240	0.99	1.00	0.00
自由点	无感七日	240	1.08	1.12	-0.05
自由点	安睡裤		3.70	3.74	-0.04
自由点	430 舒睡	430	1.49	2.00	-0.50

资料来源：各品牌天猫旗舰店，屈臣氏，永辉超市，中国银河证券研究院整理

调整线上渠道策略，聚焦品牌宣传推广。公司将调整线上渠道策略，重新明确各电商平台定位，贯彻对平台用户实施差异化营销策略。天猫平台业务重点将由产品促销、注重规模增长转向品牌宣传推广和品牌忠诚度培养，提高渠道利润水平，改变以促销驱动增长的模式。未来通过纳入更多平台如抖音、快手、淘系平台等协同发展，实现全平台直营与分销相结合，顺应消费文化采用新颖的线上推广方式，如直播、私域社群等。同时，**线上线下的融合发展。**头部卫生巾品牌通过线上线下渠道定价差异，引导消费者转向线上平台购买，培养线上消费习惯。百亚线下可通过知名 KA 客户加大品牌展示，提升品牌知名度，设置合理的渠道间价格差异，聚集流量及时向线上转化引流，在更加健康的运营模式下，预计公司电商渠道未来收入有较大增长弹性。此外，在人力资源上，公司将电商业务由董事长交由营销总监曹业林负责，今后将引入更多经验丰富的专业运营人员，组成一支更加年轻化、专业化的运营团队。

2.加大中高端产品的研发和营销力度，带动价量双提升

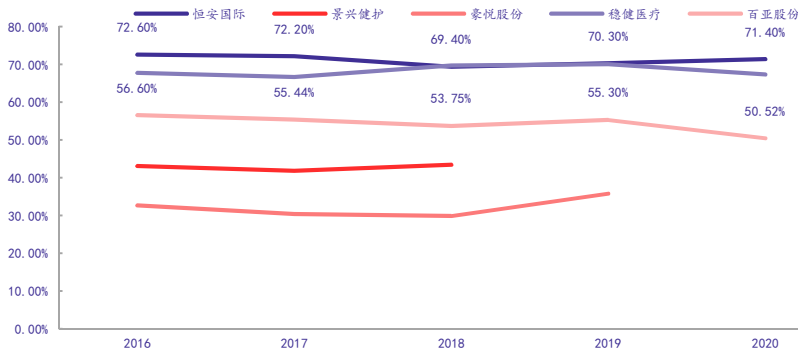
为实现打造一个全国性的中高端卫生巾品牌，**百亚将加大在新市场的营销资源的投入。**募投资金项目营销网络建设将拓展公司营销网络，建设品牌形象，最终提升在其他区域市场的占有率。根据资金使用计划，公司将投入 8800 万募集资金，一方面通过拓展 KA 销售终端门店，加强公司产品对其他地区市场的辐射和渗透率。另一方面通过广告宣传、数字化内容营销、线下品牌推广等系列营销措施，通过提高品牌在全国市场的知名度、影响力，建立品牌高端化的形象，进而有望持续提高产品定价。

对于卫生巾产品，**其价格的提升来自两方面——同种产品价格的提升和产品矩阵结构性变化带来的价格提升。**受消费升级趋势的影响，消费者对高端化、差异化产品的需求的增加。加之中国女性对生理期护理的重视程度逐渐增加，可支配收入的提升对产品价格的敏感性下降，二者可共同促成产品价格的提升，行业存在提价扩容的空间。

在产品中高端化转型进程中，随着未来营销投入的增加，预计公司核心品类产品的价格实现提升。目前，公司自有品牌卫生巾产品毛利率水平约为 50%，对比行业龙头公司 70% 的毛利

率水平，存在近 20% 的水平差距，该部分毛利率的提升可通过产品价格整体的提升来实现。未来公司可以通过优化产品矩阵结构以及加大营销提升单品类产品价格，以实现整体价格提升。

图 51: 可比公司卫生巾业务毛利率水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 19: 公司营销网络建设项目募集资金使用计划

项目	推广方式	投资金额/万元
广告宣传	互联网广告	900
	户外广告	600
数字化营销	内容创作(版权合作)	1000
	视频创意及制作	1000
	品牌终端形象工程	1950
	体验式营销推广	500
线下品牌推广	校园推广	1565
	初潮推广专项	680
	场外推广活动	200
	其他	500
	合计	

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

加大研发投入力度，推出新品类高端产品。根据募集资金项目，公司未来将投入近 5000 万用于建设研发中心，重点在卫生巾、纸尿裤的新型技术上攻克难关。未来通过不断的产品升级和新品类推出，满足市场上消费者新的需求，吸引更多的消费者使用购买公司产品，提高销量和市场份额。

表 20: 公司研发中心建设项目募集资金使用计划

序号	投资项目	投资金额	占比
1	工程费用，相应建筑面积 800 平方米，整体 10 万级净化间 100 平方米，一般实验室 400 平方米。	224.00	4.57%
1.1	土建及装修工程	160.00	3.27%
1.2	公用工程改造	64.00	1.31%
2	工艺设备，包括研发设备和净化系统	2,648.30	54.08%
3	项目研发费用，主要用于卫生巾、纸尿裤产品的技术研发投入	1,500.00	30.63%

4	工程建设其他费用	162.05	3.31%
5	预备费	362.75	7.41%
	合计	4,897.09	100.00%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

（三）长期：全品类覆盖，高端化调整，勾勒品牌长期发展规划

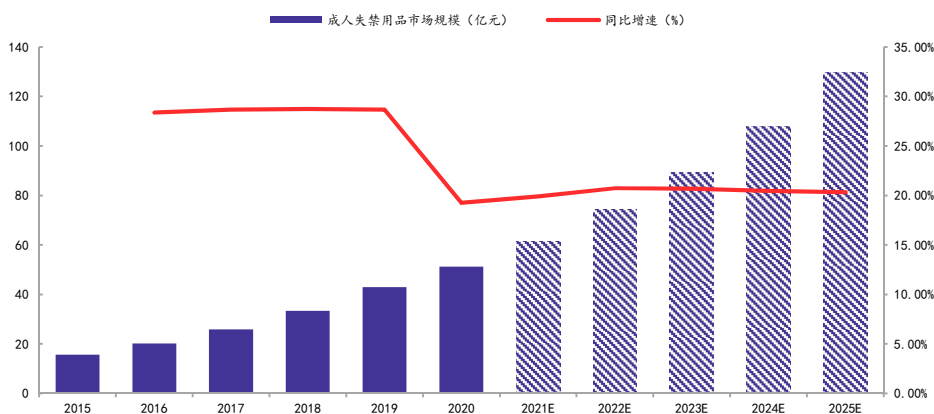
1. 高端化趋势下，行业市场扩容，未来仍具发展空间

虽然公司的核心卫生巾业务，其行业的市场渗透率已经达到 100%，以及第二大业务婴儿纸尿裤其一二线城市的行业渗透率超过 90%，在消费量上，长期可能难以有较大的增长空间，但在当下消费升级趋势持续的情况下，个人护理用品高端化、差异化的需求将会增加，公司产品在价格上仍然存在因高端化而提价的空间，未来行业规模仍会增长。公司坚持对产品结构的优化调整，定位高端市场，不断推出高端优质的产品，长期仍可实现持续发展。

2. 多品类布局，等待市场时机，行业红利开启

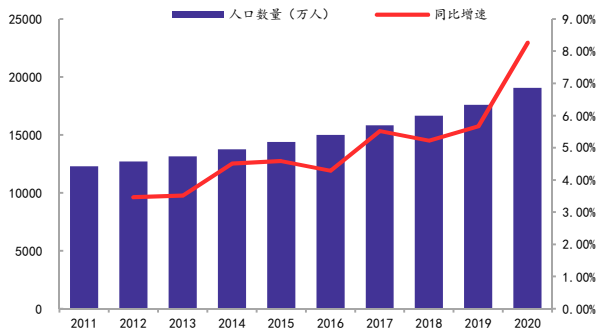
在行业布局上，公司业务涉及卫生巾、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤，对一次性卫生用品全品类覆盖，勾勒品牌长期发展规划。婴儿纸尿裤行业尚存渗透率提升红利，随着城市化进程、城市生活水平的普及，将有较大的消费群体从低端纸尿裤产品向高端产品消费，公司目标群体数量扩大，未来借助渠道与高端化产品长期仍可搏市场份额。

图 52：中国成人失禁用品市场规模（亿元）



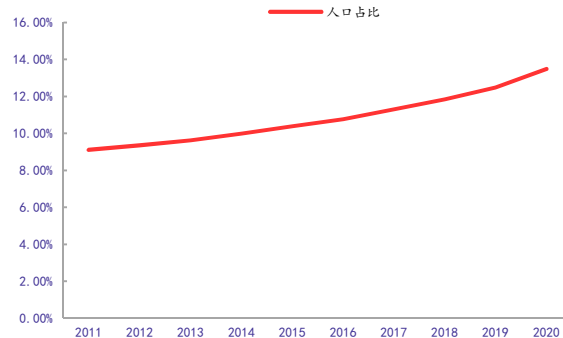
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 53: 中国 65 岁以上人口总数 (万人)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 54: 中国 65 岁以上人口占比 (%)



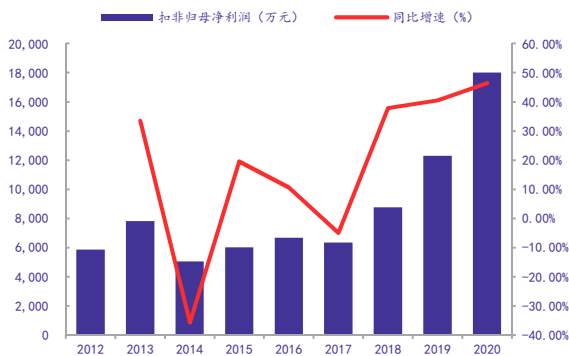
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

成人失禁用品行业处于发展初期, 消费者对于产品的认知和接受程度不高, 以价格为导向的消费理念是市场主流。受益于老龄化进程推进, 行业红利尚待全面开启。中国人口老龄化加剧且进程明显加快, 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。根据全国第七次人口普查数据显示, 截止 2020 年 11 月中国 65 岁以上人口总数达到 1.9 亿, 未来随着老年人自我护理需求的上升和老龄人口规模的增加, 成人失禁用品市场规模预计将持续增长, 潜在市场规模有望超两百亿元。随着消费群体对产品认知的完善, 今后对产品的消费将从较高性价比的中低端产品向功能导向型产品转型。成人失禁用品行业未来规模巨大, 属于典型朝阳行业。公司较早布局成人失禁用品领域, 对行业保持持续关注与投入, 逐渐积累品牌优势, 待市场时机成熟入局, 未来该品类长期发展可期。

四、公司未来投资价值分析与评级: 予以推荐评级

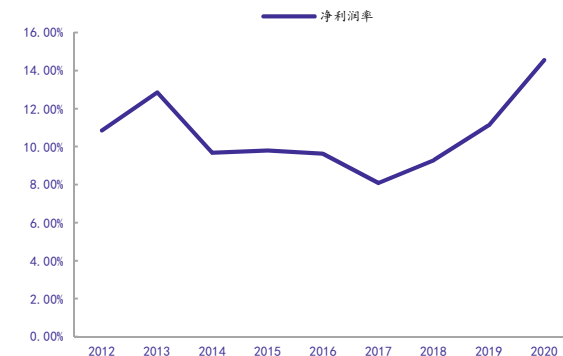
2020 年公司归属于上市公司股东净利润 1.80 亿元, 同比增长 46.46%, 2012-2020 年公司扣非归母净利润 CAGR 为 15.07%。EPS 每股 0.43 元, 加权 ROE 为 21.35%, 同比提升 1.35pct。17 年以后净利润快速稳定增长, 净利润率逐年提升, 综合毛利率水平领先行业, 盈利能力出色。

图 55: 公司 2012-2020 年扣非归母净利润及同比增速



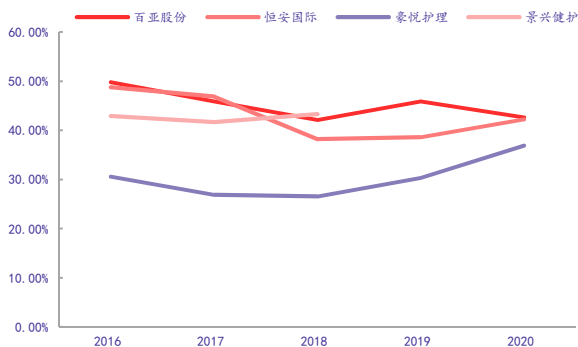
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56: 公司历年净利率水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 57: 可比公司综合毛利率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司主要从事女性卫生用品的研发、生产和销售, 不仅经营包括自由点、好之、丹宁等自有品牌, 同时为其他行业内企业提供 ODM 服务, 全面覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等多个领域。从产品的角度来看, 公司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, 中高端女性卫生用品的自由点品牌稳步发展, 是当前公司营收规模增长与盈利水平抬升的主要动力。从渠道的角度来看, 公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展策略, 一方面完善经销商、KA 等传统渠道的建设, 夯实川渝等优势地区的销售; 另一方面积极参与线上电商渠道的搭建, 打破地理边界的束缚, 进一步扩大品牌在全国市场范围内的影响力。

关键假设与预测

1) 公司产能稳步扩张, 如我们在前文公司的短期驱动因素中阐述的一致, 公司上市募集资金合计 2.37 亿元, 其中 1.33 亿元将用于百亚国际产业园升级建设项目, 该项目成功实施后, 预期可达年产约 8000 万片安睡裤和约 1 亿片学步裤的生产规模。扩产项目预计于 2022 年 9 月达产, 以公司 2021H1 的最新公告为准, 目前该项目已完成投资进度 50.67%, 并带来约 6000 万元的效益回报;

2) 公司产能利用率稳步提升, 与可比公司相比, 公司的卫生巾生产线与婴儿纸尿裤生产线产能利用率尚有提升空间;

3) 公司未来产品的扩充方向符合消费升级趋势, 安睡裤、学步裤与成人失禁用品等较传统卫生巾、纸尿裤价格带水平偏高, 公司整体销售均价有提升空间;

综上, 我们预测公司 2021/2022/2023 年将分别实现营收 15.65/19.54/23.96 亿元, 净利润 2.54/3.23/4.09 亿元, 对应 PS 为 5.69/4.56/3.72 倍, 对应 EPS 为 0.59/0.76/0.96 元/股, PE 为 35/28/22 倍, 维持“推荐评级”。

表 21: 盈利预测

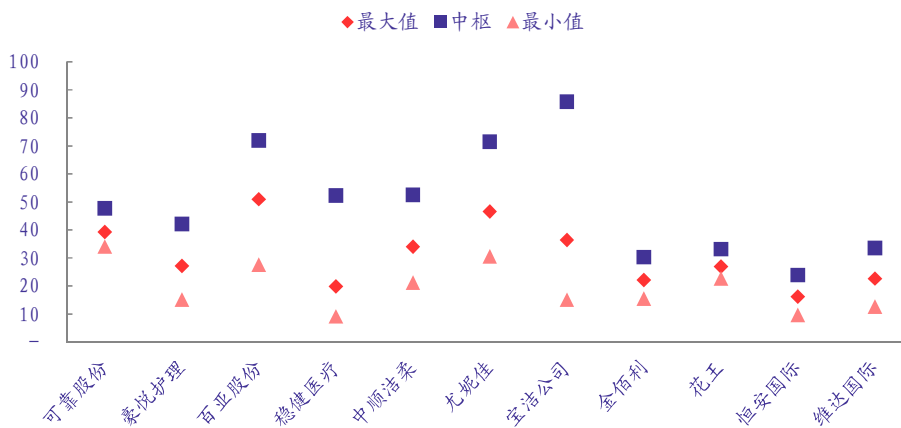
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	1,149.41	1,250.75	1,565.06	1,954.17	2,395.59
增长率 (%)	19.59%	8.82%	25.13%	24.86%	22.59%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	128.15	182.51	254.42	323.26	408.84
增长率 (%)	43.43%	42.41%	39.40%	27.06%	26.47%

EPS (元/股)	0.33	0.46	0.59	0.76	0.96
销售毛利率	45.91%	42.66%	43.04%	43.64%	44.14%
净资产收益率 (ROE)	18.20%	16.24%	20.33%	22.88%	25.28%
市盈率 (P/E)		63	35	28	22
市净率 (P/B)		10.07	7.11	6.30	5.50
市销率 (P/S)		8.71	5.69	4.56	3.72

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2021年9月17日收盘价）

我们选取了一次性卫生用品行业内的相关公司进行横向对比，可以发现公司2020年9月上市至今PE (TTM) 中枢水平为51X，在27-72X的范围内波动；与产业链中其他标的公司相比处于中等偏上水平。进一步对比可以发现，产业链中通过自有品牌树立了一定行业影响力的公司，其议价能力与毛利率水平更高，市场估值水平相较代加工企业偏高。考虑到公司布局自有品牌，以中高端的卫生巾品牌自由点为基础不断提升市场认知度，随着其走出优势川渝地区不断扩张全国市场，未来市占率仍有进一步提升的空间。由此我们给予50-70X的预期，结合2021年的业绩来看，公司估值或可达到127-178亿元。

图 58：可比公司估值对比（2018 年年初至今）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

一次性卫生用品行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；品牌渠道推广不及预期的风险。

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速	4
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 公司自有品牌与 ODM 业务结构	6
图 5: 各卫生巾品牌日用畅销款产品单价 (元/片) 及品牌定位	7
图 6: 公司自有品牌卫生巾业务收入情况	8
图 7: 2016-2020 年公司自有品牌产品营收结构	8
图 8: 公司自有品牌业务毛利率水平	8
图 9: 中国女性卫生用品市场规模 (亿元)	9
图 10: 中国卫生巾市场渗透率 (%)	9
图 11: 中国卫生巾及卫生护垫消费量	9
图 12: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布	10
图 13: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布	10
图 14: 过去一年淘宝卫生巾属性成交按销量分布	10
图 15: 公司自有品牌卫生巾历年销售收入情况 (万元)	13
图 16: 自由点卫生巾销售收入情况 (万元)	13
图 17: 自由点卫生巾销售均价 (元) 和销量 (万片)	13
图 18: 自由点/妮爽销售收入同比增长值 (万元) 及贡献程度	13
图 19: 公司婴儿纸尿裤分品类销量变化 (万片)	14
图 20: 可比公司卫生巾价格变化对比 (元/片)	14
图 21: 可比公司机器设备资产周转率 (%)	16
图 22: 可比公司产能利用率 (%)	16
图 23: 可比公司原材料采购价格 (元/千克)	17
图 24: 公司优质原材料供应商	17
图 25: 公司单位产品耗用原材料情况	17
图 26: 公司历年研发费用投入 (万元)	17
图 27: 自由点主要产品迭代升级	18
图 28: 百亚国际产业园	19
图 29: 无感 7 日产品焕新升级	19
图 30: 2020 年公司分区域销售收入	20
图 31: 公司川渝地区销售收入及同比增速	20
图 32: 公司近五年主要销售区域收入情况 (亿元)	20
图 33: 公司分渠道销售收入情况 (万元)	21
图 34: 公司经销商渠道销售收入及同比增速	22
图 35: 2016-2019 年公司经销商数量	22
图 36: 2019 年公司前十大 KA 客户	22
图 37: 公司 KA 渠道分业务销售收入增长情况	23
图 38: 公司前十大 KA 客户销售集中度	23
图 39: 永辉超市门店数量增长	23

图 40: 天猫自由点旗舰店	23
图 41: 公司电商渠道销售收入及增速	24
图 42: 2017-2020 年公司电商渠道销售收入分区域情况	24
图 43: 知名歌手张碧晨代言自由点卫生巾广告	24
图 44: 著名女排运动员丁霞代言自由点卫生巾广告	24
图 45: 公司电商推广费及 ROI	26
图 46: 公司前五大 ODM 客户	26
图 47: 2017-2019 年中国经期裤生产量及同比增速	28
图 48: 拉拉裤市场份额	28
图 49: 公司全国市场拓展策略	28
图 50: 卫生巾行业电商渠道销售比例 (%)	29
图 51: 可比公司卫生巾业务毛利率水平	31
图 52: 中国成人失禁用品市场规模 (亿元)	32
图 54: 中国 65 岁以上人口总数 (万人)	33
图 55: 中国 65 岁以上人口占比 (%)	33
图 56: 公司 2012-2020 年扣非归母净利润及同比增速	33
图 57: 公司历年净利率水平	33
图 58: 可比公司综合毛利率水平	34
图 58: 可比公司估值对比 (2018 年年初至今)	35

表格目录

表 1: 公司高级管理人员简介	5
表 2: 公司员工持股平台	6
表 3: 公司自有品牌业务布局	7
表 4: 卫生巾产品升级下高端增值产品	10
表 5: 公司自主品牌卫生巾系列产品	12
表 6: 主要品牌 SKU 数目	12
表 7: 同类产品价格对比	14
表 8: 可比公司卫生巾业务研产销模式	15
表 9: 公司卫生巾生产设备成新率 (%)	16
表 10: 可比公司卫生巾生产线产能	16
表 11: 可比公司发明专利统计	18
表 12: 自主研发技术应用于产品	19
表 13: 可比公司销售模式/渠道	20
表 14: 公司卫生巾产品线上销售情况	24
表 15: 不同卫生巾品牌理念	25
表 16: 2020 年中国卫生巾品牌排行榜 top10	25
表 17: 公司线上平台产品推广	26
表 18: 主要品牌产品线上与线下渠道购买价格差异 (元/片)	29
表 19: 公司营销网络建设项目募集资金使用计划	31

表 20: 公司研发中心建设项目募集资金使用计划	31
表 21: 盈利预测	34

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任消费品零售&化妆品行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯萱：现任消费品零售&化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn