

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/造纸

百亚股份(003006.SZ)

首次评级

报告原因：深度报告

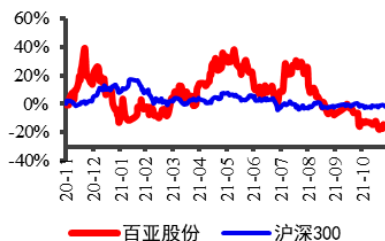
一次性卫生用品国产品牌，起步川渝、走向全国

买入

2021年11月30日

公司研究/深度报告

公司近一年以来股价表现



市场数据：2021年11月30日

收盘价(元):	16.98
年内最高/最低(元):	29.02/16.66
流通A股/总股本(亿):	2.15/4.28
流通A股市值(亿):	35
总市值(亿):	72

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益:	0.41
摊薄每股收益:	0.41
每股净资产(元):	2.73
净资产收益率:	15.11%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **公司简介：**川渝地区一次性卫生用品领先企业，以自主品牌为核心。公司成立于2010年11月，主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，产品涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等多个品类。公司以自主品牌业务为核心，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。公司以重庆为大本营，是川渝地区一次性卫生用品领先企业。近年来，受益于自主品牌、中高端产品的收入增长，公司营收、净利润实现高速增长，且净利润增速持续高于营收增速。

➤ **行业分析：**渗透率提升、消费升级驱动量价齐增，国货加速崛起。近年来，我国卫生巾市场行业规模稳步增长，婴儿纸尿裤和成人失禁用品需求不断增加、市场渗透率逐步上升。随着个人健康护理意识不断加强，在消费升级背景下，卫生护理产品向差异化、高端化发展。从竞争格局来看，目前卫生巾市占率TOP10的企业中，国内企业占据半壁江山，婴儿纸尿裤领域外资品牌仍占据主导地位，国产品牌快速追赶。

➤ **产品结构优化，持续发力自有品牌建设与研发创新。**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，扩大中高端、高附加值的产品规模，主要产品的平均销售价格呈现逐年提升趋势。针对定位于中高端品牌的自由点卫生巾，公司重点推广方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列和天然健康有机的有机纯棉系列。公司自主品牌产品收入稳步增长，且对总收入增长的贡献逐年提高。

➤ **精耕川渝地区，加快拓展全国市场；线上线下渠道齐发力，多渠道协同发展。**公司根据不同区域市场的开发程度和特点，采取差异化的营销模式，因地制宜、协调发展，在全国市场有序拓展；持续强化渠道建设，提升产品渗透率和覆盖率，线下渠道收入保持稳健增长，电商渠道收入实现快速提升。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司是A股唯一一家以自有品牌卫生巾及婴儿纸尿裤为核心主营业务的企业，未来增长点在于：产品矩阵向中高端优化、自主研发实力、自主品牌知名度和影响力持续提高，有望带动整体盈利能力进一步提升；加快线上线下渠道在全国范围的覆盖，突破现有市占率的天花板，从西南地区迈向全国，有望带动销售规模再上新的台阶。预计公司2021-2023年分别实现归母公司净利润2.37亿元、3.04亿元、3.72亿元，同比分别增长29.64%、28.68%、22.29%，EPS分别为0.55元/股、0.71元/股、0.86元/股，对应2021年11月30日收盘价16.98元/股，2021-2023年



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



PE 为 30.97、24.07、19.68 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；市场竞争日益加剧；优势区域外市场拓展不及预期；新品推广销售不达预期；原材料价格上涨；销售渠道的管理和开拓风险等。

会计年度		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）		1,149.41	1,250.75	1,499.70	1,786.00	2,168.10
	同比增长	19.59%	8.82%	19.90%	19.09%	21.39%
归母净利润（百万元）		128.15	182.51	236.61	304.46	372.31
	同比增长	43.43%	42.41%	29.64%	28.68%	22.29%
每股收益（元）		0.33	0.43	0.55	0.71	0.86
PE		51.01	39.80	30.97	24.07	19.68
PB		9.33	6.46	5.32	4.36	3.66

数据来源：wind、山西证券研究所

目 录

1. 公司简介：立足川渝，走向全国，国产卫生品牌加速前行	7
1.1 川渝地区一次性卫生用品领先企业，以自主品牌为核心	7
1.2 公司治理：股权结构集中稳定，核心团队激励充分	10
1.3 财务分析：收入净利润高速增长，资产负债率持续下降	10
2. 行业分析：渗透率提升、消费升级驱动量价齐增，国货加速崛起	13
2.1 量：卫生巾市场规模稳健增长，婴儿纸尿裤渗透率不断提升	13
2.1.1 女性卫生用品：渗透率接近 100%，市场规模稳步增长	14
2.1.2 婴儿卫生用品：渗透率、人均消费量仍待提升，下沉市场增长潜力大	15
2.1.3 成人失禁用品：消费习惯尚未完全养成，未来有望进入加速增长期	17
2.2 价：消费升级背景下产品迭代加快，差异化、高端化趋势明显	18
2.2.1 女性卫生用品：更加追求功能性和差异化，经期裤发展空间较大	19
2.2.2 婴儿卫生用品：精细化育儿时代到来，纸尿裤产品大放异彩	20
2.2.3 成人失禁用品：消费观念改善、人口老龄化推动市场增长	25
2.3 竞争格局：外资品牌占据主导地位，国产品牌快速追赶	25
2.3.1 女性卫生用品：市场集中度较高，国产、外资品牌平分秋色	25
2.3.2 婴儿卫生用品：行业集中度有所下降，国产纸尿裤品牌强势突围	26
2.3.3 成人失禁用品：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成	28
3. 公司亮点：自主品牌影响力提升，全渠道发力走向全国	28
3.1 产品结构优化，持续发力自有品牌建设与研发创新	28
3.2 精耕川渝地区，加快拓展全国市场	31
3.3 线上线下渠道齐发力，多渠道协同发展	34
4. 盈利预测、估值分析和投资建议	37
5. 风险提示	38

图表目录

图 1：公司发展历程及大事记.....	7
图 2：公司自主品牌产品收入对营业总收入的贡献持续加大.....	9
图 3：公司主营产品收入占比结构.....	9
图 4：公司股权结构图（截至 2021 年 11 月 8 日）.....	10
图 5：近三年一期公司营业收入及同比增速.....	11
图 6：近三年一期公司归母净利润及同比增速.....	11
图 7：公司毛利率、净利率走势.....	11
图 8：公司期间费用率情况.....	11
图 9：公司自主品牌分产品毛利率（%）.....	12
图 10：公司 ODM 业务分产品毛利率（%）.....	12
图 11：公司资产负债率（%）.....	12
图 12：公司速动比率（%）.....	12
图 13：公司收现比（%）.....	13
图 14：公司应收账款占资产百分比（%）.....	13
图 15：2016-2020 年中国吸收性卫生用品市场规模.....	14
图 16：2018~2020 年中国吸收性卫生用品市场结构.....	14
图 17：2013-2018 年中国女性卫生用品消费量.....	14
图 18：2016-2020 年中国女性卫生用品市场规模.....	14
图 19：中国女性卫生用品渗透率.....	15
图 20：中国女性初潮平均年龄延伸趋势（单位：岁）.....	15
图 21：2012~2019 年中国婴儿卫生用品消费量.....	15
图 22：2012~2020 年中国婴儿卫生用品市场规模.....	15
图 23：中国婴儿纸尿裤市场渗透率逐年提升.....	16
图 24：中国、日本与欧美婴儿纸尿裤人均使用量.....	16
图 25：1993~2019 年中国部分城市人口出生率.....	17
图 26：2019~2020 年中国母婴快消品线下渠道销售占比.....	17
图 27：2013-2018 年成人失禁用品消费量.....	17
图 28：2016-2020 年中国成人失禁用品市场规模.....	17

图 29：2010-2020 年中国 65 岁以上人口增长情况.....	18
图 30：女性卫生巾新功能卖点的代表性产品.....	19
图 31：经典卫生巾品牌的差异化定位.....	20
图 32：2021 年中国备孕/孕妈/宝妈群体年龄分布.....	21
图 33：2020 年中国妈妈育儿理念偏好.....	21
图 34：不同代际母婴产品月支出占家庭月收入比例.....	21
图 35：2020 年 1~11 月中国尿裤细分类目线上销售情况.....	22
图 36：婴儿纸尿裤用户需求不断更迭升级.....	23
图 37：消费者关注的婴儿纸尿裤新材质、新技术热点.....	24
图 38：经典 IP 定制款、跨界联名款纸尿裤展示.....	24
图 39：2012~2018 年中国婴儿卫生用品市场单价.....	25
图 40：2020 年各价位纸尿裤意向购买情况.....	25
图 41：2021 年天猫双十一婴儿纸尿裤品牌销售排行榜.....	27
图 42：公司中高端卫生巾产品系列.....	28
图 43：2016~2019 年公司“自由点”、“妮爽”品牌卫生巾销售收入对比.....	29
图 44：公司自主品牌产品收入及同比增长率.....	30
图 45：公司自主品牌产品对总收入的贡献.....	30
图 46：公司研发费用及同比增长率.....	31
图 47：可比公司研发费用占营业收入的比重.....	31
图 48：公司中国大陆分区域销售收入百分比.....	32
图 49：公司中国大陆分区域销售收入同比增长率（%）.....	32
图 50：公司婴儿纸尿裤在川渝和云贵陕地区市场份额.....	33
图 51：公司分渠道销售收入百分比.....	34
图 52：公司电商渠道收入及同比增长率.....	35
图 53：公司电商渠道收入占比持续提升.....	35
表 1：公司业务板块、自主品牌和产品矩阵.....	8
表 2：公司中高端系列卫生巾产品介绍.....	28
表 3：公司主要产品的平均销售价格（元/片）.....	29

表 4：公司按销售渠道分类的销售收入情况（单位：万元）	34
表 5：2019 年公司前十大 KA 客户的销售情况	36
表 6：公司与前五大 ODM 客户合作情况	36
表 7：公司盈利预测-按主营业务拆分（百万元）	38
表 8：公司重要财务指标盈利预测（百万元）	38

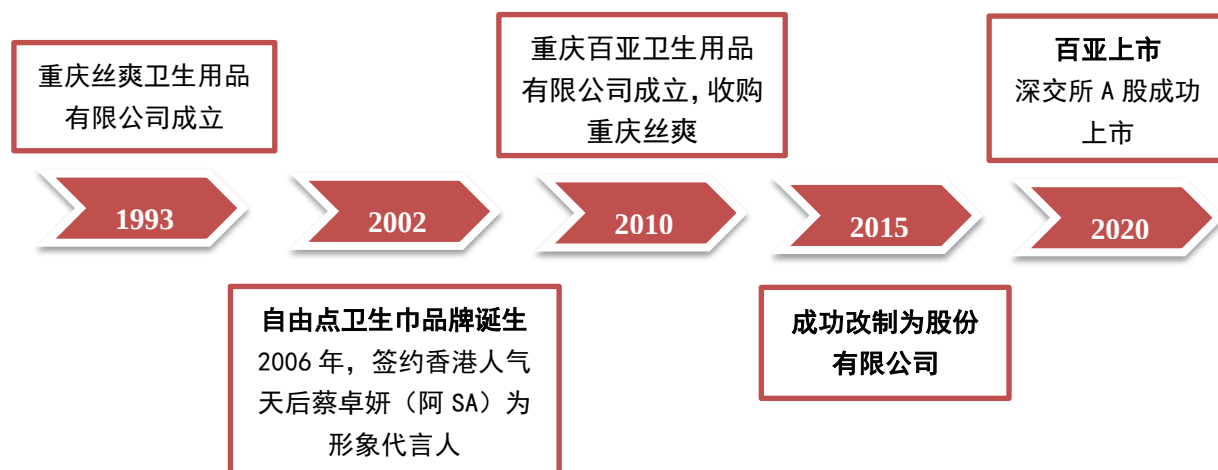
1. 公司简介：立足川渝，走向全国，国产卫生品牌加速前行

1.1 川渝地区一次性卫生用品领先企业，以自主品牌为核心

2010 年 11 月，公司前身重庆百亚卫生用品有限公司成立，同年收购重庆丝爽卫生用品有限公司（创建于 1993 年），主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，公司产品涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等多个品类。2002 年，自由点卫生巾品牌诞生；2009 年，好之婴儿纸尿裤上市；2015 年，公司完成股份制改革；2020 年 9 月，百亚股份于深交所 A 股成功上市。作为 A 股唯一一家以自有品牌卫生巾及婴儿纸尿裤为核心主营业务的企业，A 股上市推动了公司品牌力的快速提升。

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。公司以重庆为大本营，销售网络遍布重庆、四川、云南、贵州、陕西等 17 个省市区域，是川渝地区一次性卫生用品领先企业。与此同时，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。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。

图 1：公司发展历程及大事记



资料来源：公司官网、公司招股说明书，山西证券研究所

以自主品牌业务为核心，实行多品牌、差异化的发展战略，满足不同层级的消费需求。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，2018~2020 年，自主品牌产品收入增长金额占公司营业总收入增长额的 35.62%、98.95%和 110.78%。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，且对总收入增长的贡献逐步提高。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，有效覆盖了各类目标消费人群，具有较高的品牌知名度和市场美誉度。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。

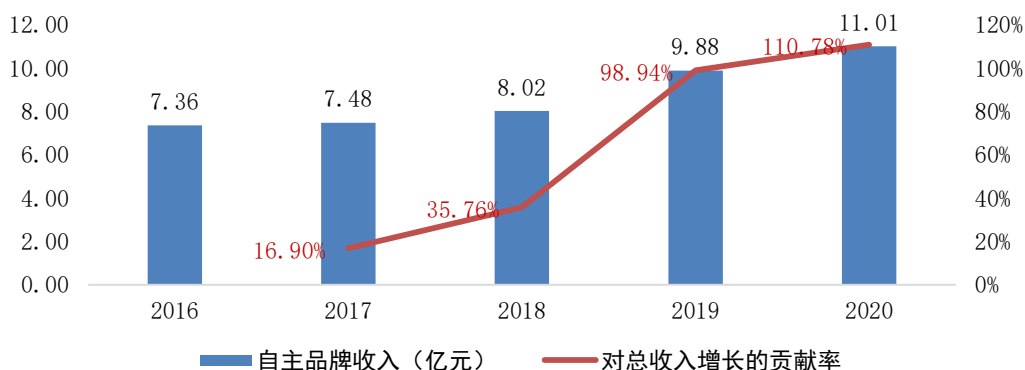
以 ODM 业务为有益补充，有选择性地与规模较大、商业信誉度较高的优质客户开展合作：2017 年以来，公司主要 ODM 客户为苏州绿叶、名创优品和凯儿得乐，该三家消费品企业占公司 ODM 业务收入规模的 90%左右。近年来公司凭借专业化生产优势及配套研发能力，吸引了行业中众多不具备生产、研发能力的消费品企业前来寻求生产合作。在合作过程中，公司在产品设计、市场嗅觉、生产效率和供应链管理等方面的管理水平亦得到了进一步的锻炼和提升。

表 1：公司业务板块、自主品牌和产品矩阵

业务板块	产品类别	产品介绍	品牌理念	主要产品系列	产品展示
自主品牌业务	卫生巾	自由点	自由、青春	无感 7 日、无感无忧、舒睡系列、安睡裤系列、有机纯棉、隐形系列、羽翼轻轻、空气系列	
		妮爽	清新、健康	闪吸系列、云呼吸系列等	
	婴儿纸尿裤	好之	舒适、快乐	“超薄全能”系列、纯净系列、“不要紧”学步裤系列	
	成人失禁用品	丹宁	安全、健康	成人纸尿裤、成人纸尿片、成人护理垫等	
业务板块	产品类别	主要客户			
ODM 业务	卫生巾	苏州绿叶、名创优品、深圳市冰冰纸业有限公司、慕婷科技（天津）有限公司、新疆盼佳生物科技有限公司、云南白药清逸堂实业有限公司等			爱生活、名创优品系列、This is L、慕婷、宠艾、美克力、益小小等
	婴儿纸尿裤	凯儿得乐、杭州贝咖实业有限公司			凯儿得乐、Babycare

资料来源：公司招股说明书、公司 2021 年中报，山西证券研究所

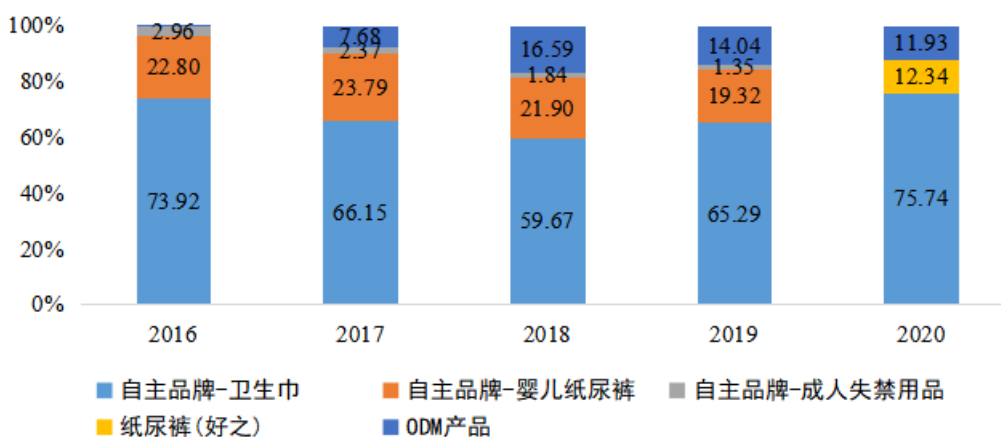
图 2：公司自主品牌产品收入对营业总收入的贡献持续加大



资料来源：wind、山西证券研究所

公司以自主品牌卫生巾为核心产品，ODM 产品以卫生巾、婴儿纸尿裤为主。公司产品线丰富，主要产品覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品三大类。公司以自主品牌卫生巾为核心产品，2016 年~2020 年该品类营收在总收入中的占比在 60%~75%左右，2020 年自主品牌卫生巾实现营收 9.47 亿元，同比增长 26.23%，收入占比达到 75.74%，创下历年来新高；自主品牌婴儿纸尿裤是公司第二大业务，因受新冠肺炎疫情影响，婴儿纸尿裤生产所需部分原材料供应紧张，公司主动控制了婴儿纸尿裤产品的营销资源投入，使得 2020 年产销量较往年同期减少，营业收入相应下降，导致该品类营收销售占比由 2017 年的 23.79%下降至 2020 年的 12.34%；ODM 业务为公司第三大收入来源，ODM 产品以卫生巾、婴儿纸尿裤为主，2017 年开始，公司开拓了苏州绿叶、名创优品和凯儿得乐等几家规模较大的消费品企业与公司开展合作，实现了公司 ODM 业务的较快增长，2020 年，公司 ODM 业务实现收入 1.49 亿元，收入占比为 11.93%；自主品牌成人失禁用品业务销售收入规模较小，近年来保持在 1000~2000 万元左右。

图 3：公司主营产品收入占比结构

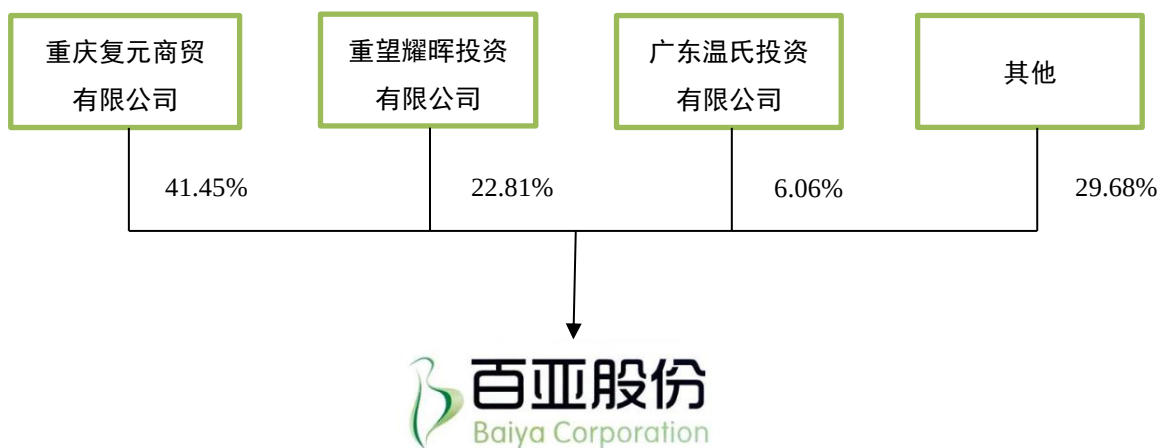


资料来源：公司招股说明书、wind、山西证券研究所

1.2 公司治理：股权结构集中稳定，核心团队激励充分

公司股权结构相对集中稳定。公司控股股东为重庆复元商贸有限公司（以下简称“复元商贸”），实际控制人为董事长冯永林。截至 2021 年 11 月 8 日，复元商贸直接持有公司 41.45% 的股权，冯永林通过复元商贸间接持有公司 41.45% 的股权；重望耀晖投资有限公司、广东温氏投资有限公司分别直接持有公司 22.81%、6.06% 的股权。

图 4：公司股权结构图（截至 2021 年 11 月 8 日）



资料来源：wind、山西证券研究所

公司凝聚了产业经验丰富、具有高度责任心和进取心的管理团队，以及富有创新力的研发人才队伍，激励机制完善。公司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。同时，公司建立了有竞争力的人才发展体系，不断从内部培养员工、从外部引入人才，激发员工主动性和自我潜能，人才储备得到夯实，为公司健康、持续、快速发展提供有力的支撑。2021 年 11 月 30 日，公司推出上市后首份股权激励计划，拟向 568 名中层管理人员及核心骨干人员授予权益不超过 495.54 万份，约占公司总股本的 1.1584%，并将考核要求分为“线上”和“非线上”两种情况，有利于建立、健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，保障公司发展战略和经营目标的实现。

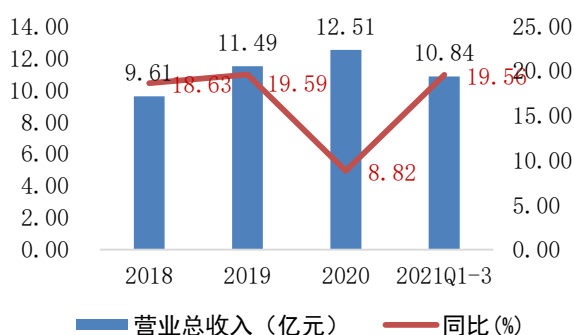
1.3 财务分析：收入净利润高速增长，资产负债率持续下降

近年来，受益于自主品牌、中高端产品的收入增长，公司营收、净利润实现高速增长，且净利润增速持续高于营收增速。2018~2020 年，公司营业收入分别为 9.61 亿元、11.49 亿元和 12.51 亿元，同比增速分别为 18.63%、19.59% 和 8.82%，年均复合增长率为 14.10%；归母净利润分别为 8935.10 万元、1.28 亿元和

1.83 亿元，同比增速分别为 36.25%、43.43%和 42.41%，年均复合增长率为 43.39%。2021Q1-3，公司实现营业收入 10.84 亿元，同比增长 19.56%；受益于产品结构提升，公司盈利能力得到改善，2021Q1-3 实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 33.31%。

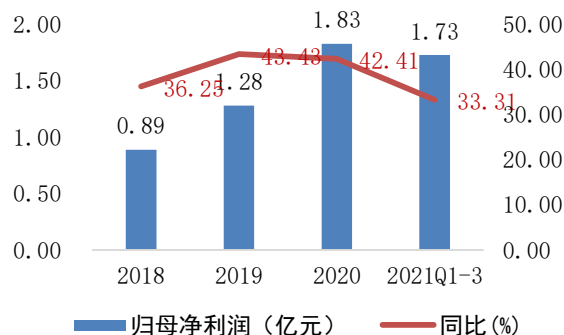
2020 年公司营收增速略有放缓，主要受婴儿纸尿裤下降影响所致，拆分具体业务来看：公司自主品牌卫生巾实现收入 9.47 亿元，同比增长 26.23%，自主品牌婴儿纸尿裤实现收入 1.54 亿元，同比下滑 30.63%，受到策略重点向卫生巾倾斜、新生儿数量承压、所需部分原材料供应紧张等因素的影响，公司主动控制了婴儿纸尿裤产品的营销资源投入，使得 2020 年产销量较往年同期减少，营业收入相应下降。

图 5：近三年一期公司营业收入及同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

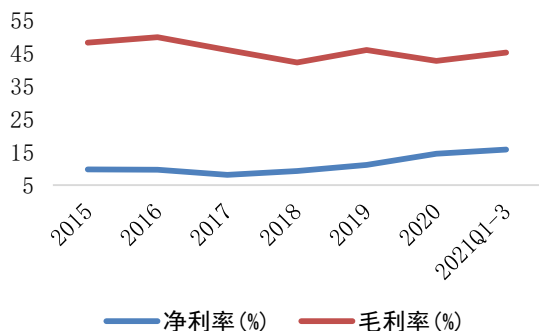
图 6：近三年一期公司归母净利润及同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

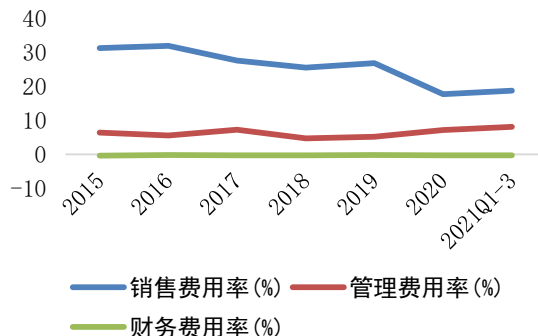
公司毛利率整体维持在 45%左右，受益于产品结构持续优化，2021 年前三季度毛利率小幅提升。2019 年，随着原材料价格回落以及公司高毛利的卫生巾产品收入占比提升，公司毛利率回升至 45.9%。2020 年度，公司综合毛利率和产品毛利率较去年同期均有所下降，主要原因是公司自 2020 年开始执行新收入准则，将原收入准则下计入销售费用的促销费用调整冲减当期营业收入，将与合同相关的运输费用重分类至营业成本，毛利率计算口径与去年同期存在一定差异。2021 年前三季度，公司毛利率同比+1.89pct 至 45.21%，净利率同比+1.46pct 至 15.81%，其中单 Q3 毛利率同比+0.62pct 至 44.17%，净利率同比-1.53pct 至 12.0%。

图 7：公司毛利率、净利率走势



数据来源：wind、山西证券研究所

图 8：公司期间费用率情况

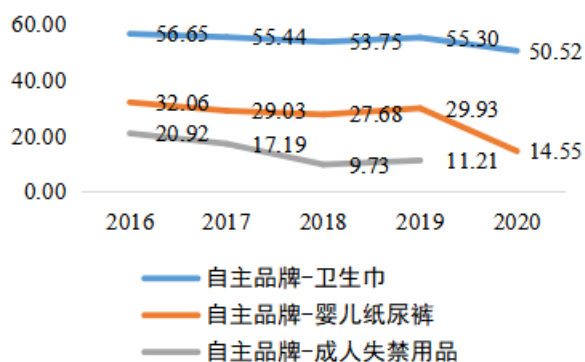


数据来源：wind、山西证券研究所

从业务板块来看，2020 年自主品牌毛利率为 50.52%，ODM 毛利率为 21.86%。

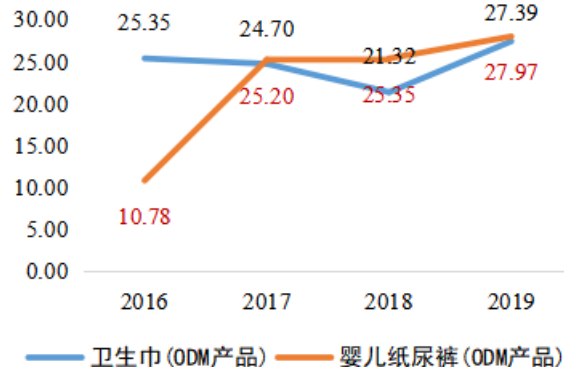
从细分品类来看，公司自主品牌卫生巾产品毛利率最高，维持在 55%左右；其次为自主品牌婴儿纸尿裤产品，毛利率维持在 30%左右；成人失禁用品毛利率相对较低，维持在 10%-17%；近年来 ODM 卫生巾及婴儿纸尿裤产品毛利率显著提升，2019 年分别达到 27.39%、27.97%，伴随 ODM 产品销售规模扩大，规模效应逐渐显现，因此毛利率有上升趋势。

图 9：公司自主品牌分产品毛利率（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

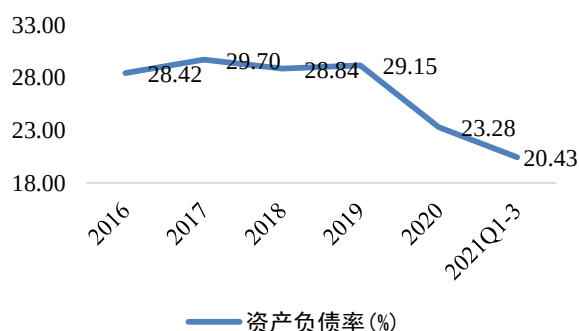
图 10：公司 ODM 业务分产品毛利率（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

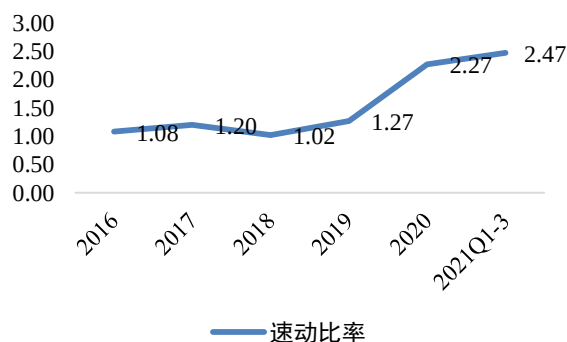
资产负债率持续下降，短期偿债能力提升。公司资产负债率由 2017 年的 29.70% 下降至 2020 年的 23.28%，2021 年前三季度进一步下降 2.85pct 至 20.43%，资产负债率持续下降。公司近五年流动比率、速动比率显著提高，2016 年至今，公司流动比率保持在 1.4 以上，速动比率均保持在 1.0 以上，2021 年前三季度，公司流动比率、速动比率分别为 2.89、2.47。随着公司股权融资渠道的扩展，产品变现能力的增强，公司短期偿债能力有望继续提升。

图 11：公司资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：公司速动比率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

公司在经营活动过程中产生的现金流回款情况良好，应收账款占总资产的比重逐年下降，将经营成果转变为现金盈余的能力较强。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.51 亿元，较上年同期增长

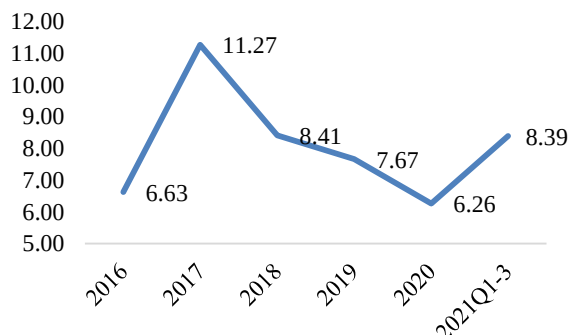
89.96%。近年来，公司收现比基本保持在 104%以上，2020 年，公司收现比达到 113.69%，同比提升 9.34 个百分点，营业收入能够及时转化为现金流。另一方面，公司应收账款占总资产的比重逐年下降，由 2017 年的 11.27%下降至 2020 年的 6.26%。公司与主要客户实行较为严格的信用政策，应收账款发生真实且回收款项无重大风险，资金回笼效率良好。

图 13：公司收现比（%）



数据来源：wind、山西证券研究所

图 14：公司应收账款占资产百分比（%）



数据来源：wind、山西证券研究所

2. 行业分析：渗透率提升、消费升级驱动量价齐增，国货加速崛起

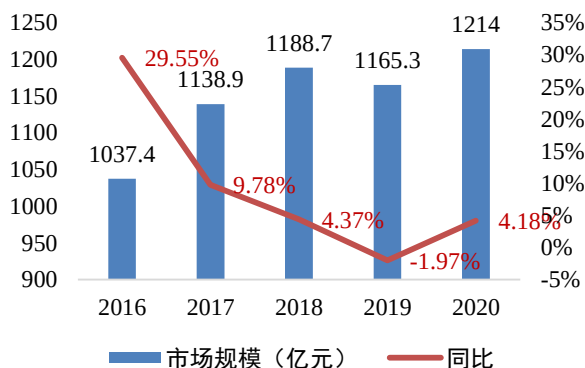
2.1 量：卫生巾市场规模稳健增长，婴儿纸尿裤渗透率不断提升

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。

近年来，我国吸收性卫生用品行业持续保持增长，其中卫生巾市场行业规模稳步增长，婴儿纸尿裤和成人失禁用品需求不断增加、市场渗透率逐步上升。伴随着我国居民人均可支配收入的提高和个人健康护理意识不断加强，消费者对一次性个人卫生用品的舒适、安全以及功能等方面的需求亦不断提高。

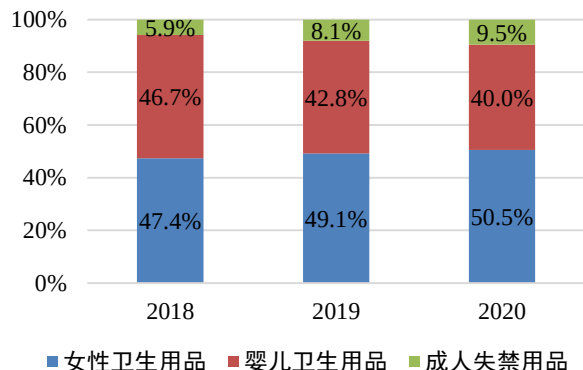
根据中国造纸协会统计，2012-2018 年，我国吸收性卫生用品市场规模的年复合增长率为 14.3%，2020 年，我国吸收性卫生用品市场规模（市场总销售额）达到 1214 亿元，比上年增长 4.2%。由于女性及婴儿卫生用品的用户群体的消费习惯已基本养成，且使用周期及频次相对稳定，二者市场占比较大。2020 年，在吸收性卫生用品市场规模中，女性卫生用品（包括卫生巾、经期裤和卫生护垫）占 50.5%，婴儿卫生用品占 40%，成人失禁用品占 9.5%。相比 2019 年，女性卫生用品占比略有提升，婴儿纸尿裤/片占比继续下降，成人失禁用品占比继续提升。

图 15：2016-2020 年中国吸收性卫生用品市场规模



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

图 16：2018~2020 年中国吸收性卫生用品市场结构

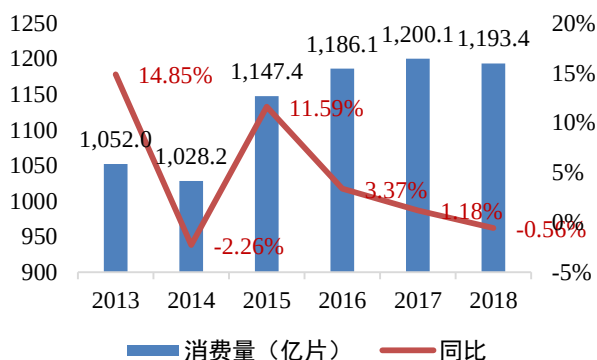


资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

2.1.1 女性卫生用品：渗透率接近 100%，市场规模稳步增长

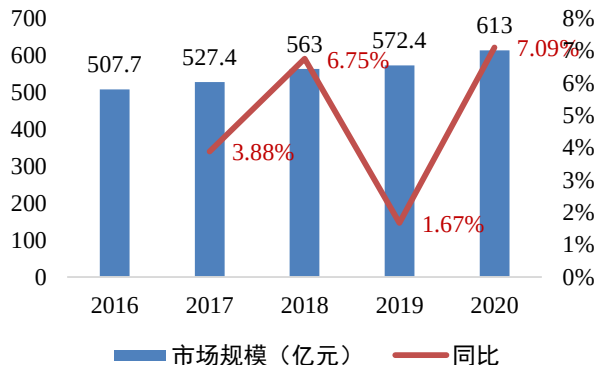
经过 30 多年的市场发展，我国女性消费者的卫生巾使用习惯已充分培养，卫生巾已成为女性经期护理必不可少的卫生用品。根据中国造纸协会统计，2012-2018 年，我国女性卫生用品消费量的年复合增长率为 4.5%，市场规模的年复合增长率为 11.9%。2020 年，女性卫生用品市场平稳发展，市场规模达到 613.0 亿元，较 2019 年增长了 7.1%。

图 17：2013-2018 年中国女性卫生用品消费量



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

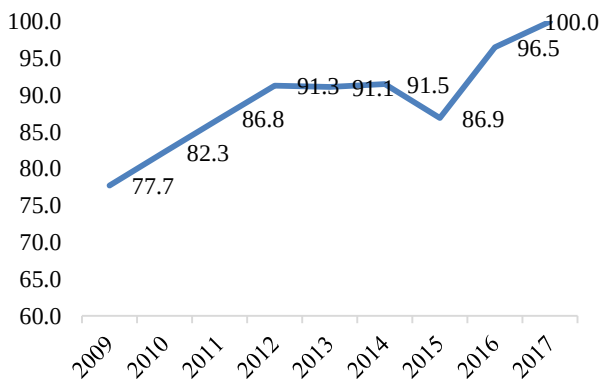
图 18：2016-2020 年中国女性卫生用品市场规模



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

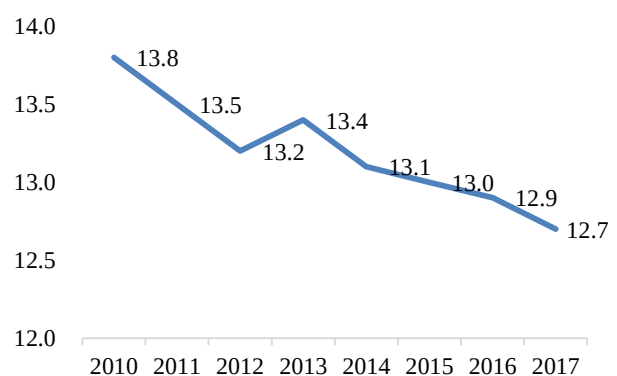
作为快消品和生活必需品，我国女性卫生用品市场拥有庞大的消费者群体，市场需求相对稳定。根据中国造纸协会数据统计，截至 2017 年，我国卫生巾市场的渗透率已接近 100%。据前瞻产业研究院数据，我国 2017 年卫生巾使用适龄女性（15-49 岁）人口数量已超过 3.8 亿人，并且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势，未来中国卫生巾市场规模将进一步扩大。据《中国女性生理健康白皮书》数据显示，2010 年-2017 年，女性初潮年龄平均提前了 1 岁，2000 年后的性发育年龄更是提前至 12.7 岁，同时北方地区女性平均初潮年龄晚于南方地区，一、二线城市女性初潮年龄比三四线城市早 0.2 岁。

图 19：中国女性卫生用品渗透率



资料来源：wind、山西证券研究所

图 20：中国女性初潮平均年龄延伸趋势（单位：岁）

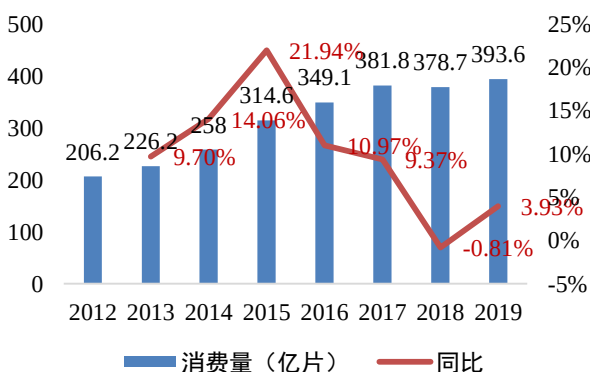


资料来源：《中国女性生理健康白皮书》、山西证券研究所

2.1.2 婴儿卫生用品：渗透率、人均消费量仍待提升，下沉市场增长潜力大

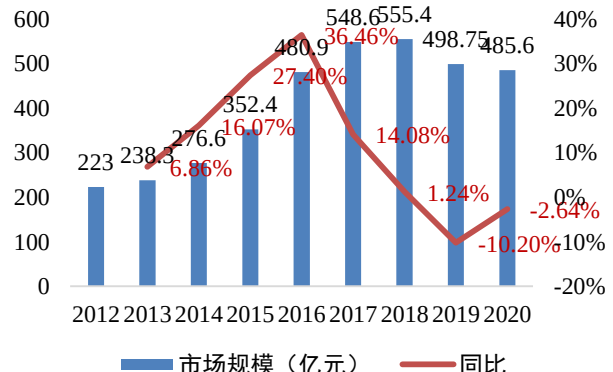
2012~2018 年，我国婴儿卫生用品消费量和市场规模保持快速增长；2018~2020 年，由于我国人口出生率逐年走低，叠加新冠肺炎疫情影响，婴儿卫生用品市场规模有所下降，但总量依然可观，且有企稳回升趋势。根据中国造纸协会统计，2012-2018 年，我国婴儿卫生用品消费量从 206.2 亿片增加至 378.7 亿片，年复合增长率达 10.7%；市场规模从 223.0 亿元增加至 555.4 亿元，年复合增长率达 16.4%。2020 年，我国婴儿卫生用品市场规模达到 485.6 亿元，由于国内新生儿人口数量下降，以及新冠疫情危机产生的不确定性和接种疫苗导致部分适龄人群推迟生育计划，2020 年国内婴儿纸尿裤市场规模较 2019 年下降 2.6%，降幅收窄 7.56 个百分点，排除疫情影响因素后，实际上相对 2019 年是有所回升的。

图 21：2012~2019 年中国婴儿卫生用品消费量



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

图 22：2012~2020 年中国婴儿卫生用品市场规模



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

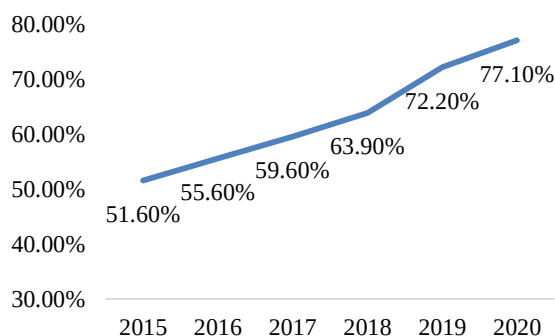
二胎及三孩家庭有望成为推动母婴行业发展的重要动力之一。受到全面放开二胎政策影响，我国出生人口中二孩占比明显上升，由 2013 年的 30% 上升到 2018 年的 50% 左右，2019 年二孩占比继续提升至 57%。

从当前的经济环境和人口形势来看，二胎家庭成为推动母婴行业发展的重要动力之一，一般情况下，一对夫妻生育二胎、三胎比一胎时收入提高，对于母婴用品的消费能力更强、使用经验更成熟，二孩及以上家庭的父母们对纸尿裤接受程度和依赖程度相对更高。

我国婴儿卫生用品渗透率处于快速提升通道，但与欧美、日本等发达国家相比仍有较大差距。受益于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，我国家庭对婴儿纸尿裤的接受度不断提高、使用习惯逐渐养成，对婴儿的护理从使用多次重复性的布尿片逐步转变为使用一次性纸尿裤进行护理，近年来我国婴儿卫生用品市场渗透率迅速提高。根据生活用纸专业委员会的统计，2000 年，我国婴儿卫生用品的市场渗透率仅为 2.1%，2020 年，我国婴儿纸尿裤/片市场渗透率达到 77.1%，相对 2019 年提高了 4.9 个百分点，相对 2015 年提高了 25.5 个百分点。但与欧美、日本等发达国家 90% 以上的市场渗透率水平相比，我国婴儿纸尿裤市场渗透率仍有较大提升空间。

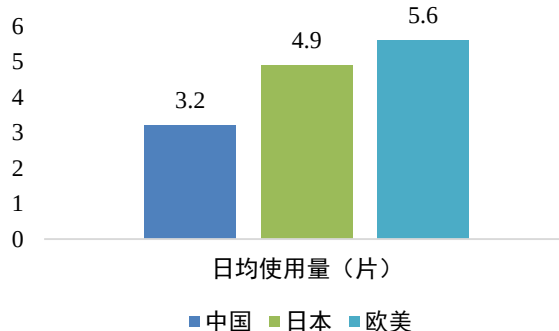
随着育儿群体的年轻化及育儿观念的升级，我国婴儿卫生用品的使用频次、日均更换次数逐渐增加，婴儿纸尿裤使用年龄延长，有望带动人均使用片数、人均消费量持续增加。目前我国仍有许多家庭将纸尿裤与传统棉质尿布混用，或者仅在夜晚、外出时使用等，这直接导致我国婴儿纸尿裤的人均使用量较低，大约只有 3.2 片/日，而日本平均使用量为 4.9 片/日，欧美发达国家平均使用量为 5.6 片/日。经济较发达地区的婴儿纸尿裤使用频次相对较高。有些一、二线城市家庭的平均使用量也达到 6 片/日以上。

图 23：中国婴儿纸尿裤市场渗透率逐年提升



资料来源：生活用纸专业委员会、山西证券研究所

图 24：中国、日本与欧美婴儿纸尿裤人均使用量

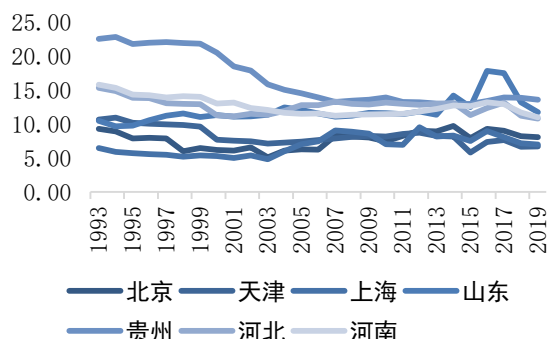


资料来源：纸品世界、山西证券研究所

低线城市及村镇生育意愿、出生率高于一二线城市，且纸尿裤市场渗透率还相对较低，未来有望成为婴儿纸尿裤消费的新增长点。由于低线城市的住房成本和养育成本低，年轻人工作和生活压力小、可供支配的育儿时间更多，因此生育意愿和生育能力更强。据艾瑞咨询数据显示，我国低线城市小镇青年数量为 2.27 亿，是一二线城市的 3 倍以上，“下沉青年”、“小镇父母”已经成为母婴市场的高潜力消费人群。婴儿纸尿裤在一、二线城市和经济较发达的城镇地区的市场渗透率相对较高，在国内大中城市，80% 以上的 0~3 岁婴幼儿使用婴儿纸尿裤，在中小城市和相对富裕的城镇，60% 以上的 0~3 岁婴幼儿穿戴过纸尿裤，而

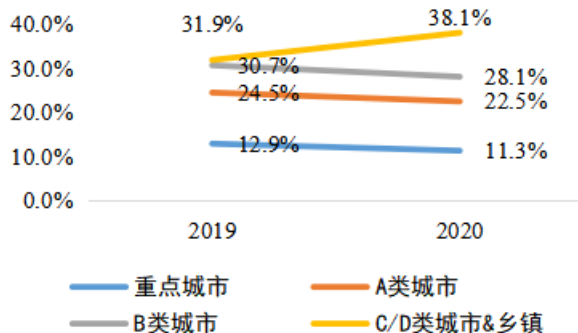
在相对落后的城镇和农村，婴儿纸尿裤的普及率还不及 10%。近年来，低线城市及村镇消费者的收入水平和受教育水平不断提升，消费观念也在不断向高线城市看齐，母婴快消品销售增速显著高于一二线城市。

图 25：1993~2019 年中国部分城市人口出生率



资料来源：wind、山西证券研究所

图 26：2019~2020 年中国母婴快消品线下渠道销售占比



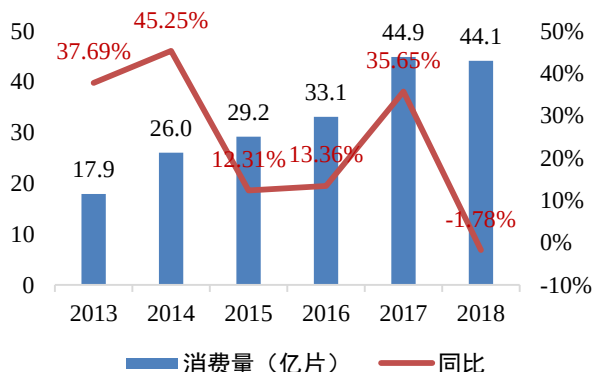
资料来源：艾媒数据中心、山西证券研究所

注：重点城市为北上广成都；A类城市为 18 个省会城市，重庆、天津、大连、青岛、深圳；B类城市为地级市；C/D类城市 and 乡镇为县级市、县政府所在地和乡镇。

2.1.3 成人失禁用品：消费习惯尚未完全养成，未来有望进入加速增长期

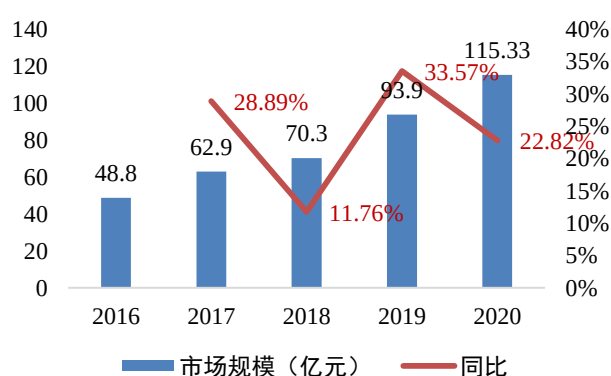
由于国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期阶段，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，近年来市场规模快速增长。据中国造纸协会统计，2012~2018 年，我国成人失禁用品消费量的年复合增长率为 22.6%，市场规模的年复合增长率为 19.8%。2020 年，我国成人失禁用品市场规模达到 115.33 亿元，较 2019 年增长了 22.82%，2018~2020 年，我国成人失禁用品市场规模的年复合增长率达到 28.08%。

图 27：2013-2018 年成人失禁用品消费量



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

图 28：2016-2020 年中国成人失禁用品市场规模



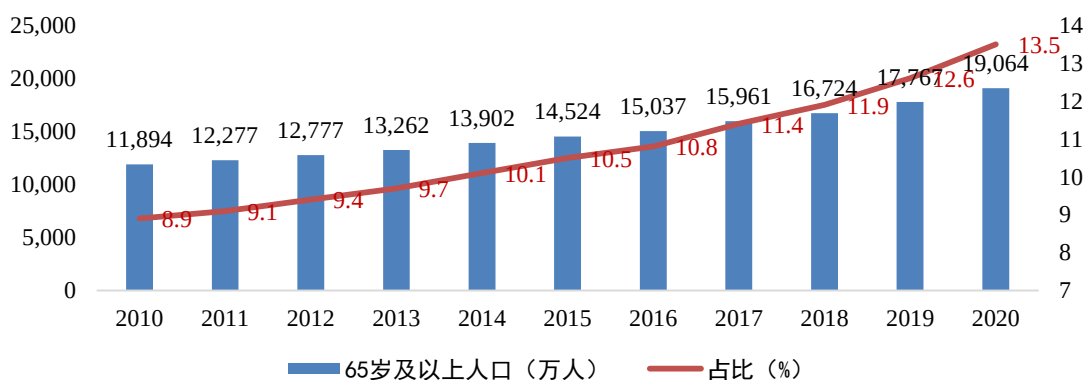
资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

成人失禁用品的消费群体主要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。成人失禁用品具有穿戴方便、贴身舒适的特点，穿着后行动束缚减少，能为不同失禁程度的成年人提供专业的护理保护，成人失禁用品的发展和普及减轻了居家养老的护理

负担，提高了中老年人的生活质量。

随着我国社会老龄化进程的加速，大众对成人失禁用品的接受度逐渐提升，我国成人失禁用品市场将有望进入加速增长期。与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，但随着我国居民生活水平的提高以及家庭对于成人失禁用品消费观念的转变，越来越多的家庭和专业护理机构开始选择成人失禁用品为老年人进行失禁护理。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 2020 年的 19,064 万人，占总人口的比例也从 2005 年的 7.7% 增加到 2020 年的 13.5%。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 29：2010-2020 年中国 65 岁以上人口增长情况



资料来源：wind、山西证券研究所

2.2 价：消费升级背景下产品迭代加快，差异化、高端化趋势明显

在吸收性卫生用品市场发展初期，我国居民人均可支配收入相对较低，消费者虽然逐步接受使用纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品，但由于受到生活水平和对产品认知水平的制约，消费者在产品满足基本吸收性功能的基础上，对产品价格较为敏感。在该时期，市场竞争以价格竞争为导向。

进入 21 世纪以来，随着社会经济的快速发展，居民人均可支配收入的不断提高，我国消费者对吸收性卫生用品的选择逐渐从产品价格向产品品质转移，以品质见长的国外品牌在国内市场的占有率迅速提高，其中以金佰利、尤妮佳、SCA（维达）、花王等全球著名跨国公司等最为突出。而随着我国人均 GDP 突破 8,000 美元，消费者对产品的需求进入了一个多元化的阶段。消费者从原来对价格、品质的单一追求发展到集对产品舒适性、功能、品质、便利性、安全性等多元化为一体的需求。此时，国内制造商凭借着贴近消费者群体，洞悉消费者需求，快速迭代的产品开发能力以及不断提升的产品质量而异军突起，国内品牌市场份额逐渐提升。

2.2.1 女性卫生用品：更加追求功能性和差异化，经期裤发展空间较大

随着我国女性受教育水平不断提高，社会地位和消费能力逐渐提升，个人健康管理意识不断加强，女性消费者逐渐开始追求更高质量的卫生护理产品，卫生巾产品向差异化、高端化发展。女性消费者对卫生巾产品的贴身性、舒适性、功能性等方面的要求逐渐提高，以极薄、舒适、超强吸收为代表的中高端卫生巾的消费比例持续提升，中高端卫生巾市场呈快速发展的趋势。这将使得产品实力、品牌形象及产品定位的重要性愈发突显，具有丰富产品线、较强研发创新能力的品牌企业将具有明显竞争优势。

主流产品不断更新迭代，超长夜用、液体卫生巾、安睡裤等具有新功能卖点的产品销售额不断提升。根据尼尔森的统计数据，与 2017 年相比，2018 年极薄卫生巾的全国商超渠道销售额占卫生巾总销售额的比例由 16.3% 上升至 18.9%，销售额同比增长 24.8%；2015-2018 年，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 78.4%、74.8%。该趋势下，中低端品牌不断受到挤压，以高性价比著称的安尔乐品牌市占率从 2008 年的 2.6% 降至 2018 年的 0.6%，预计在消费升级趋势延续下，未来高端品牌仍具备更强竞争力。

图 30：女性卫生巾新功能卖点的代表性产品



苏菲 超长夜用

护舒宝 液体卫生巾

高洁丝 安睡裤

资料来源：天猫商城、山西证券研究所

未来女性卫生用品市场的主要驱动力主要是产品的高端化、差异化、个性化。同时随着经期裤产品市场接受度的逐步提高，适合夜间穿着、方便更换的经期裤产品将成为新的需求增长点。

经期裤是一种功能整合了卫生巾功能和纸尿裤的裤型结构的一次性卫生用品，具有吸水量佳、立体护

围不侧漏、使用便利等优点。在经期裤研发成功之前，夜用卫生巾的研发集中在“安全性”与“舒适性”两大功能方向上。其中，安全性主要通过将产品设计得更大、更长来实现，舒适性主要通过材料和设计的优化来实现。目前夜用卫生巾产品单纯扩展尺寸的研发方向，一方面有其尺寸的局限性，另一方面过于追求尺寸也影响了穿着的舒适性。

经期裤产品的出现，同时解决了“安全性”与“舒适性”的问题。经期裤由于采用“内裤式”的“360度”全包围结构设计，贴身度更好，吸收能力更强，解决了液体侧漏、后漏的隐患，同时由于是一次性使用，无需洗涤，兼具安全、舒适和便利的三大优点，因此受到了消费者的广泛认可。目前，经期裤市场刚开始启动，市场渗透率较低，其在女性卫生用品中的份额正在持续提升，未来发展空间较大。

与此同时，品牌通过差异化定位，捕获细分消费群体的“芳心”。例如“七度空间”以颜色鲜艳的包装、柔和的质地、动画形象清晰地标出“少女系列”的个性化定位；“洁婷”定位为“专业、健康、值得信赖”的中高档女性卫生护理用品专家；景兴将“Free”打造成专门针对 12~23 岁崇尚自由、追逐时尚年轻群体的品牌；NONOLADY 重新定义新时代女性精致标准——“NONO 族”，拒绝被潮流程式化而淹没自己的个性，更聚焦女性轻奢品领域，以产品为核心，为女性提供私享悦己的产品与服务。

图 31：经典卫生巾品牌的差异化定位



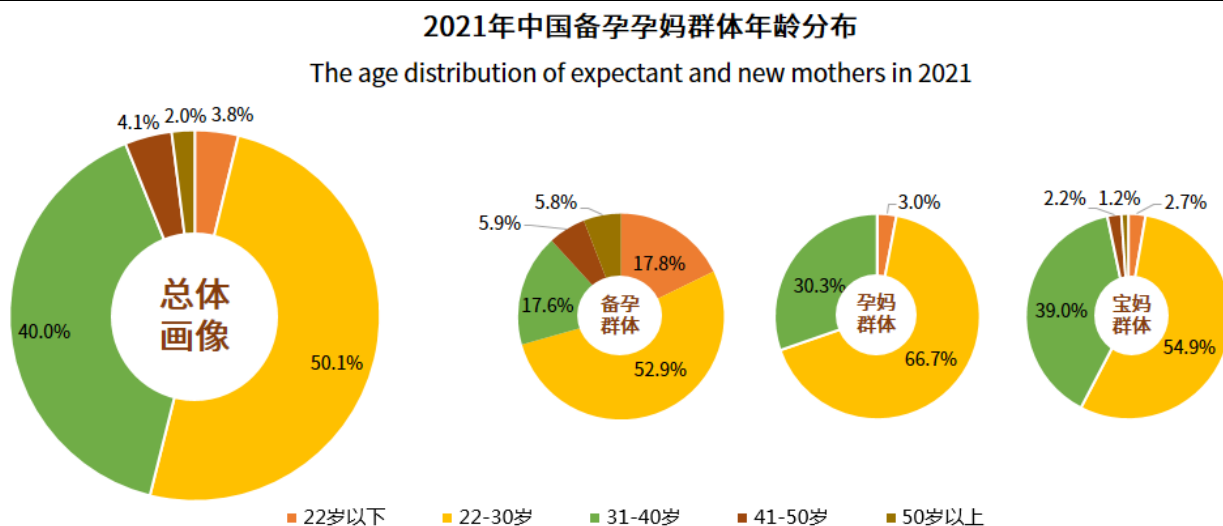
资料来源：天猫商城、山西证券研究所

2.2.2 婴儿卫生用品：精细化育儿时代到来，纸尿裤产品大放异彩

以 90 后、95 后为代表的新生代父母逐步成为我国育儿群体的主力军。按生育年龄来分，我国第一孩次和第二孩次出生人口数量都主要集中在 25 至 29 岁生育年龄段，其次是 30 至 34 岁育龄阶段。晚婚晚育的

观念以及高龄产妇面临的风险，促使更多人偏好在 25 至 34 岁期间生育，90/95 后育龄妇女也因此成为妈妈群体的最主要构成。艾瑞发布的《2021 中国母婴消费市场趋势洞察》报告显示，中国母婴家庭规模是 2.78 亿，其中 90 后的父母家庭占比为 56%，90、95 后将逐渐成为中国母婴市场新生代父母的主力军。

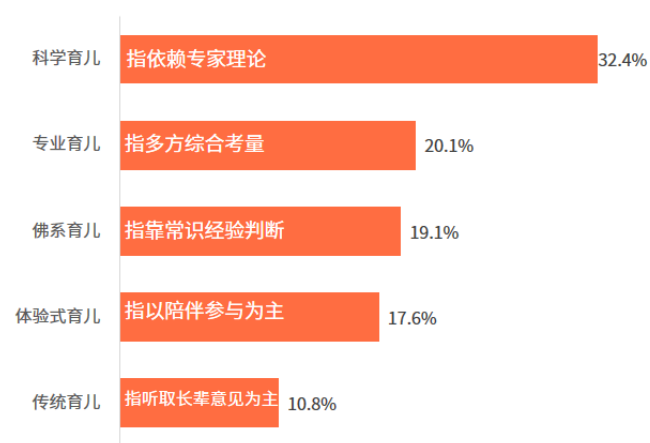
图 32：2021 年中国备孕/孕妈/宝妈群体年龄分布



资料来源：艾媒数据中心、草莓派、山西证券研究所

90 后父母更加遵循科学育儿、专业育儿，并且拥有更强的消费力和更高的消费意愿。根据艾媒数据中心，2020 年中国妈妈育儿理念更加偏好科学育儿（占比 32.4%）和专业育儿（占比 20.1%），以听取长辈意见为主的传统育儿、经验育儿理念逐步退出历史舞台，所占比重仅为 10.8%。与此同时，80 后、85 后、90 后、95 后父母母婴产品月支出占家庭月收入比例分别为：25%、26%、27%和 30%，母婴消费投入比重随代际更迭显著提升。随着收入水平的增长、育儿观念的提升，宝妈奶爸对婴幼儿相关产品的支付能力和支付意愿不断增强，90 后、95 后宝妈奶爸对婴幼儿用品的价格敏感度低，更加注重母婴消费品质。

图 33：2020 年中国妈妈育儿理念偏好



资料来源：艾媒数据中心、山西证券研究所

图 34：不同代际母婴产品月支出占家庭月收入比例

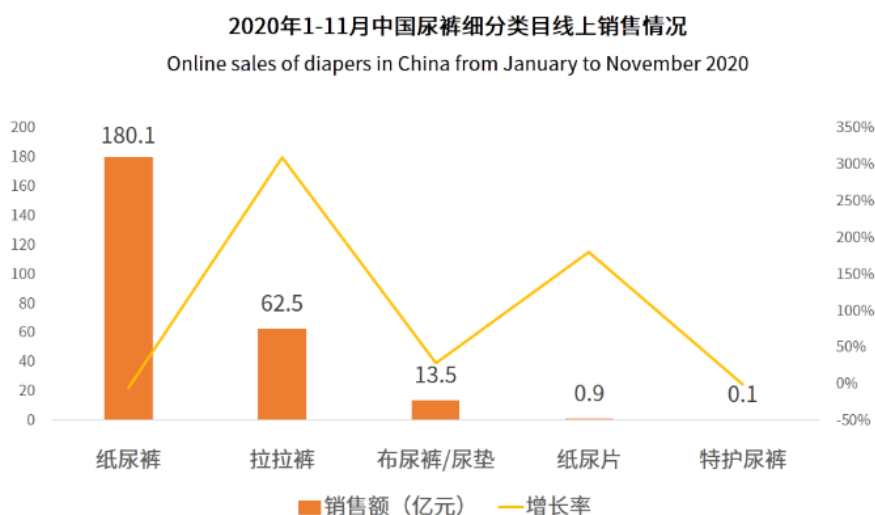


资料来源：艾媒数据中心、山西证券研究所

消费升级成为母婴市场增长的主要驱动力，婴儿纸尿裤市场的消费升级主要体现在品质品类高端化、功能化场景细分化、材质技术创新化、时尚颜值个性化等。根据艾瑞咨询发布的《2021 中国母婴消费市场趋势洞察》报告显示，90/95 后新生代父母对产品的新趋势更加关注，喜欢“尝鲜”，对功效更“精细化”的养娃产品需求较高，追求个性化的 90 后、95 后新生代父母容易被 IP、国潮吸引。

随着中高收入人群的增加以及新生代父母对婴儿的卫生、健康意识的提高，消费者对婴儿卫生护理用品性能要求更高，产品的吸收性、贴身性和舒适性更受重视，具备瞬间吸收、超薄柔软、穿脱方便、立体防漏、透气干爽等特点和功能的中高端产品不断涌现，高端产品和拉拉裤产品占比持续提升。根据中国造纸协会统计，在婴儿纸尿裤市场中，中高端内裤式产品占比份额逐年提高，2020 年达到整体市场的 35.6%。

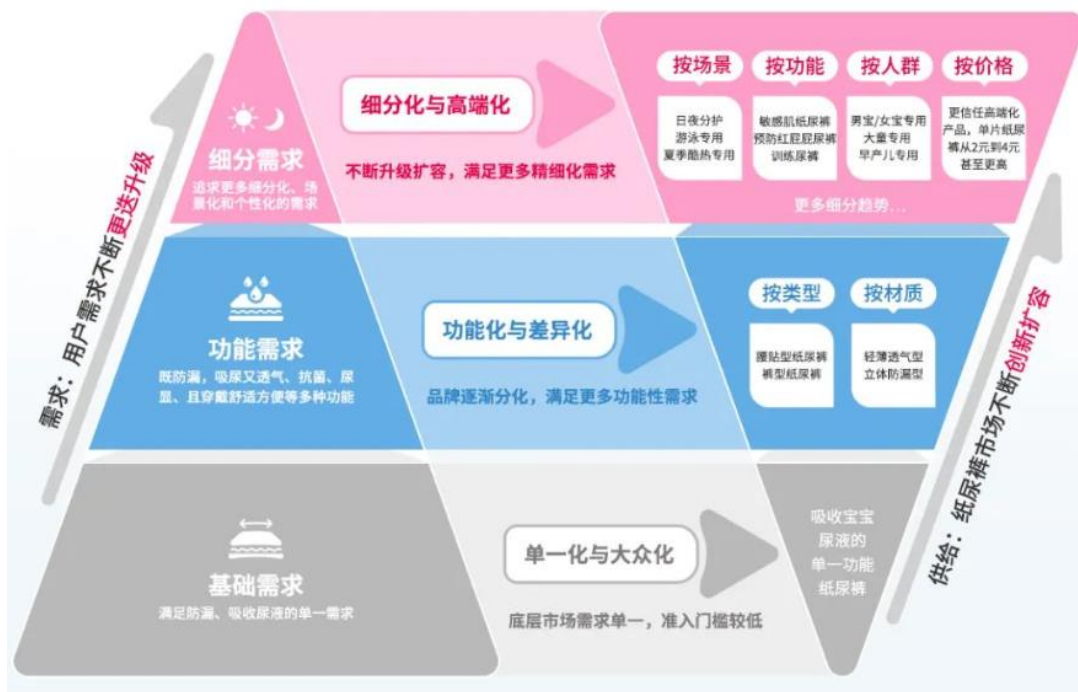
图 35：2020 年 1~11 月中国尿裤细分类目线上销售情况



资料来源：ECdataway、山西证券研究所

在精细化育儿理念的盛行之下，婴儿纸尿裤用户追求更加细分化、场景化、个性化的需求，婴儿纸尿裤产品不断升级扩容，其中夏季、夜用、游泳、大童专用等更专业细分功能的纸尿裤，表现出较大的增长潜力。90 后父母对待生活“精致”的态度，也直接反映在育儿行为上，倾向于结合穿着时间、适用场合与成长阶段的特点给宝宝穿戴不同属性的纸尿裤产品。婴儿尿裤品牌根据使用场景、功能特性、男宝宝和女宝宝的不同生长特点，以及爬行阶段、学步阶段、训练阶段的不同行动特点进行了更为细分的产品研发。按场景细分，主要包括日夜分护、游泳专用、夏季酷热专用等；按功能细分，主要包括敏感肌、预防红屁屁、训练尿裤、学步裤、特护纸尿裤等；按人群细分，主要包括男宝/女宝专用、大童专用、早产儿专用等。

图 36：婴儿纸尿裤用户需求不断更迭升级

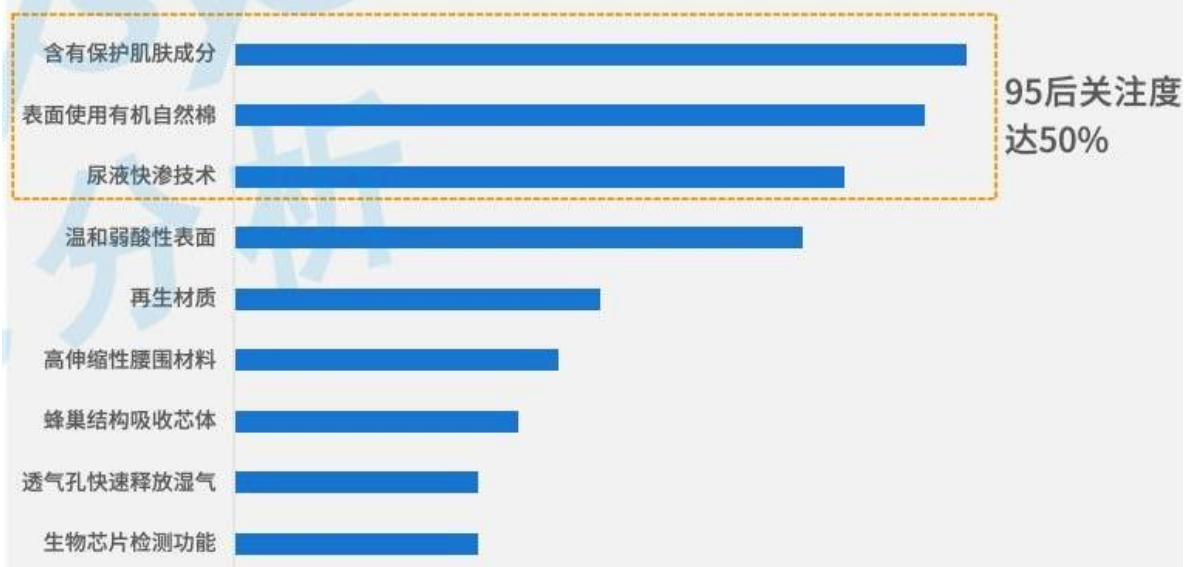


资料来源：育儿网《中国婴幼儿纸尿裤选择及使用趋势白皮书》、山西证券研究所

纸尿裤新材料、新技术的研发迭代不断加快，带来产品功能、使用体验的不断升级，全方位满足新生代父母对高品质婴儿卫生用品的追求。纸尿裤已从最初防漏、吸收尿液的单一功能，升级为既防漏透气又吸尿抗菌，且增加了伸缩弹性腰围、立体防漏隔边等多种功能。近年来，透气孔、再生材质、快渗技术、弹性薄膜、有机棉等更多新材料新技术被应用于尿裤产品，满足 90 后父母对舒适度、吸水性、透气性、柔软性、亲肤性等因素的需求。根据易观分析，95 后消费者对纸尿裤护肌成分、有机自然棉、尿液快渗技术的关注度达到 50%，除此之外，温和弱酸性表面、再生材质、高伸缩性腰围材料、蜂巢结构吸收芯体、透气孔、生物芯片检测功能等也是消费者关注的热点。

随着个性化、时尚化、内容化消费趋势在婴儿纸尿裤市场的增强，颜值逐渐成为撬动 90 后母婴消费者产品选择的“小心机”。90 后年轻的宝爸宝妈在功能性及舒适性要求之上，对尿裤的颜值也更加关注，国潮风、IP 联名、萌趣手绘、高级色都能戳中他们的兴趣点。IP 定制款、跨界联名款纸尿裤深受新生代父母们喜爱，崇尚“颜值即正义”的 Z 世代宝妈宝爸们对 IP 联名款产品的购买力爆棚。艾瑞发布的《2021 中国母婴消费市场趋势洞察白皮书》显示，有 82% 的消费者愿意为 IP 联名款母婴产品买单，并且有 71% 的消费者会选择国产联名产品。

图 37：消费者关注的婴儿纸尿裤新材质、新技术热点



资料来源：易观分析、山西证券研究所

图 38：经典 IP 定制款、跨界联名款纸尿裤展示



妮飘 nepia × “哆啦 A 梦”



碧芭宝贝 × “Smiley 笑脸”



好奇 × 小猪佩奇

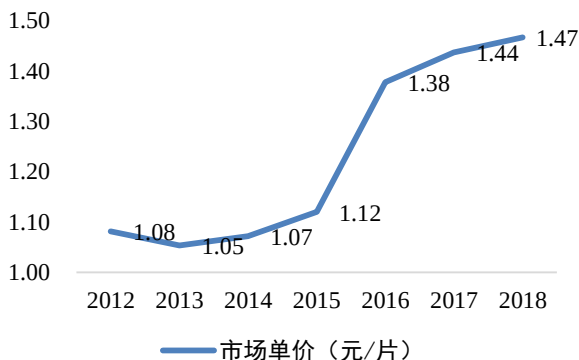
资料来源：天猫商城、山西证券研究所

近年来，婴儿纸尿裤平均销售单价持续上涨。据中国造纸协会统计，2013~2018 年，纸尿裤的单价呈稳定上涨趋势，从 2013 年的 1.05 元/片，上升到 2018 年的 1.47 元/片。这一方面源于国际木浆和石油价格上涨，另一方面源于国内婴儿纸尿裤消费升级，中高端纸尿裤的市场份额逐步提高。据 ECdataway 数据显示，2021 年双十一，婴童尿裤类目，主销价格段为 100-200 元；600-700 元价格段产品增速最快，达 184.1%。

婴儿纸尿裤中端和高端价格带产品购买意向增强。婴儿纸尿裤产品直接接触宝宝肌肤，Z 世代孕妈对

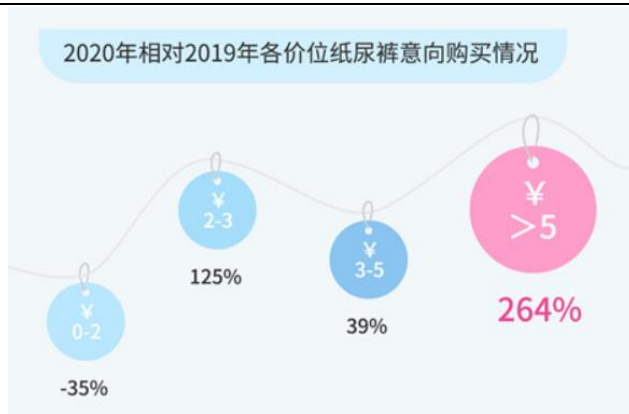
价格敏感度相对较低，选购婴儿纸尿裤产品时更关注产品的安全与品质。尤其在一二线城市，消费者对于纸尿裤的品质要求更高，中高端纸尿裤的市场需求较大。根据育儿网发布的《中国婴幼儿纸尿裤选择及使用趋势白皮书》，2020年5元以上价位纸尿裤的购买意向同比增长264%，3~5元、2~3元价位纸尿裤的购买意向同比分别增长39%、125%，而0~2元价位纸尿裤的购买意向同比下降35%。

图 39：2012~2018 年中国婴儿卫生用品市场单价



资料来源：中国造纸协会、山西证券研究所

图 40：2020 年各价位纸尿裤意向购买情况



资料来源：育儿网、山西证券研究所

2.2.3 成人失禁用品：消费观念改善、人口老龄化推动市场增长

近年来，我国成人失禁用品的消费市场正在迅速增长，但主要集中在满足基本功能的、具有高性价比的中低档纸尿裤（片）产品，以价格为导向的消费理念仍然主导成人失禁用品市场。国人对成人失禁用品的消费意识还未形成，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。未来随着居民生活水平的提高、老年人和其他失禁人群自我护理需求的增加、使用习惯的养成、对品质追求的提升，成人纸尿裤市场也将演变为类似卫生巾、婴儿纸尿裤的充分竞争态势，在产品功能性、舒适性和便利性上实现全方位发展，价格相对较高的中高端产品有望成为主流。

2.3 竞争格局：外资品牌占据主导地位，国产品牌快速追赶

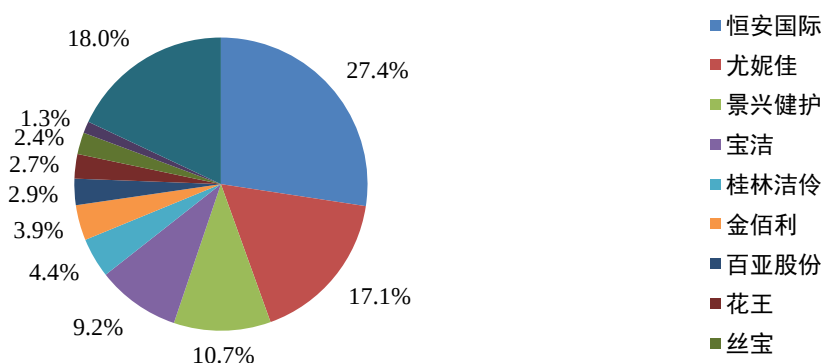
2.3.1 女性卫生用品：市场集中度较高，国产、外资品牌平分秋色

20 世纪 90 年代，以宝洁、尤妮佳为代表的外资厂商开始进入国内市场，引入了先进的生产设备和技术，在此阶段，外资企业因产品质量、技术和品牌等优势，占据了我国卫生巾市场的主要市场份额。2000 年后，我国本土卫生巾生产厂商数量不断增加，最高峰时超过 2000 家，国产卫生巾产品的市场占有率不断提高。自 2010 年以来，我国卫生巾行业进入整合期，市场集中度不断提高。行业整合过程中，大量本土中小企业退出市场，以恒安国际、百亚股份、景兴健护和桂林洁伶等为代表的部分优质本土企业抓住整合机遇脱颖

而出。

我国女性卫生用品市场竞争者主要来自恒安国际、景兴健护、重庆百亚等国内制造商和以尤妮佳、金佰利为代表的外资企业，市场集中度较高，市占率 TOP10 的企业中，国内企业占据半壁江山。目前，我国卫生巾行业排名前十的品牌销售额占比达到 80%以上，其中占比最高的 3 家企业为恒安国际、尤妮佳、景兴健护，占比分别为 27.4%、17.1%、10.7%，合计达 55.2%。根据尼尔森的统计数据，全国卫生巾品类商超渠道销售额份额排名前十大厂商中，本土厂商的市场份额从 2015 年的 47.5%持续提升至 2018 年的 48.7%；2015-2018 年每年前十大厂商中，本土厂商共占据 6 家，分别为恒安国际、百亚股份、景兴健护、桂林洁伶、丝宝股份以及倍舒特。

图 13：中国卫生巾行业 TOP10 企业市占率



资料来源：贝壳投研，山西证券研究所

2.3.2 婴儿卫生用品：行业集中度有所下降，国产纸尿裤品牌强势突围

外资厂商凭借先发优势、品牌口碑和用户积累等，至今占据我国婴儿纸尿裤市场重要份额。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、成熟的渠道布局等优势，迅速占据我国婴儿纸尿裤市场的主导地位。根据 Early Data 数据显示，综合阿里、京东两大电商平台，2018-2021 年（1-8 月）线上纸尿裤销售额最高的 10 大品牌中，外资品牌帮宝适、好奇、妙而舒、MOONY、大王、妈咪宝贝和安儿乐始终占据榜单，其中帮宝适、好奇、妙而舒、大王连续四年未跌出前五。

由于消费者趋于理性、品牌竞争加剧，婴儿纸尿裤品牌“忠诚度”不高、用户粘性不足，近年来行业集中度下降，头部外资品牌寡头地位有所撼动。新生代父母在品牌选择方面更加理性，不迷信最大牌的，只挑最适合自家宝宝的，近 80%的母婴消费者在使用纸尿裤过程中有更换品牌的行为。目前很多商家推出小包装纸尿裤或者免费试用装，降低了体验和更换品牌的成本，丰富了纸尿裤的选择，同时也加快了纸尿裤品牌更换的周期。根据育儿网发布的《中国婴幼儿纸尿裤选择及使用趋势白皮书》，近半数妈妈购买过 4

种以上纸尿裤品牌，复购率低于其他母婴品类。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国婴儿卫生用品行业内企业的 CR10 为 51.4%，与 2011 年相比下滑 24.7 个百分点；其中前五大公司均为外资，合计占比为 42.2%。

近年来，受益于“中国质造”、“新零售业态”和“国潮风起”三维聚力，国产纸尿裤品牌强势突围，销售额和市场占有率快速提升。随着居民消费水平和健康生活理念的提升、国内企业生产制造能力的进一步提升、民族品牌的崛起以及新零售业态的发展，国内制造商凭借着贴近消费者群体，洞悉消费者需求，快速迭代的产品开发能力以及不断提升的产品质量而异军突起，国产品牌市场占有率逐渐提升。

2021 年双十一，国产纸尿裤品牌在各大榜单中占据半壁江山。其中，Babycare 作为近两年快速崛起的黑马，线上销售增长速度亮眼，2021 天猫双十一销售额跻身第 3 名，BEABA、巴布豆、安儿乐、宜婴等国产品牌位列前 10。

图 41：2021 年天猫双十一婴儿纸尿裤品牌销售排行榜

按销售额排名 ↑ ↓			按交易金额排名			按交易金额排名		
排名	品牌	支付转化率	排名	品牌	支付转化率	排名	品牌	支付转化率
1	HUGGIES/ 好奇		1	Pampers/ 帮宝适	25.83%	1	HUGGIES/ 好奇	32.47%
2	Pampers/ 帮宝适		2	HUGGIES/ 好奇	23.54%	2	Pampers/ 帮宝适	18.57%
3	bc babycare		3	bc babycare	34.02%	3	bc babycare	27.61%
4	Goo. n! / 大王		4	Goo. n! / 大王	22.96%	4	花王/ 妙而舒	25.25%
5	Beaba : 碧芭宝贝		5	碧芭宝贝	17.18%	5	Goo. n! / 大王	22.23%
6	花王 / 妙而舒		6	宜婴	31.28%	6	moony	23.70%
7	moony		7	Bobdog/ 巴布豆	23.95%	7	碧芭宝贝	13.84%
8	宜婴		8	moony	21.79%	8	KAO/ 花王	26.07%
9	Bobdog/ 巴布豆		9	花王/ 妙而舒	22.16%	9	Bobdog/ 巴布豆	24.18%
10	安儿乐		10	安儿乐	24.65%	10	安儿乐	36.02%
11	lelch/ 露安适		11	爽然	30.47%	11	宜婴	27.66%
12	爽然		12	BEABA	21.71%	12	lelch/ 露安适	18.57%
13	Teddy Bear/ 泰迪熊		13	lelch/ 露安适	16.09%	13	爽然	28.15%
14	KAO/ 花王		14	Teddy Bear/ 泰迪熊	28.79%	14	婴芽	37.28%
15	BEABA		15	CHIAUS/ 雀氏	32.91%	15	Teddy Bear/ 泰迪熊	25.13%
			16	家得宝	37.29%	16	Suitsky/ 舒比奇	29.41%
			17	Suitsky/ 舒比奇	31.60%	17	南极人	36.22%
			18	AIKUUBEAR/ 爱酷熊	37.84%	18	十月结晶	29.28%
			19	D-SLEEPBABY/ 舒氏宝贝	32.07%	19	BEABA	18.68%
			20	贝氏	36.27%	20	妈咪宝贝	19.73%
			21	Daddy baby/ 爹地宝贝	29.63%	21	CHIAUS/ 雀氏	24.01%
			22	盛夏光年 (母婴)	14.17%	22	bebetour	22.50%
			23	Dress/ 吉氏	27.03%	23	Nepia/ 妮飘	21.56%
			24	Q-MO/ 奇莫	24.49%	24	cojin/ 茵茵	31.69%
			25	Q-MO/ 奇莫	20.42%	25	佳婴	20.95%

婴童尿裤品牌 销售额 TOP15

拉拉裤品牌 交易金额 TOP25

纸尿裤品牌 交易金额 TOP25

资料来源：母婴行业观察、博卫资讯、天猫、山西证券研究所

2.3.3 成人失禁用品：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成

目前，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。根据生活用纸专业委员会的统计，2018 年生活用纸专业委员会统计在册的成人失禁用品生产商有 448 家，其中，本土生产商主要包括杭州可靠、恒安国际、千芝雅、杭州珍琦等，外资厂商主要包括金佰利、尤妮佳等。

3. 公司亮点：自主品牌影响力提升，全渠道发力走向全国

3.1 产品结构优化，持续发力自有品牌建设与研发创新

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，扩大中高端、高附加值的产品规模，满足消费者对产品多样化的需求，提升了消费者对于公司产品的美誉度，进一步强化和巩固了品牌力。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和天然健康有机的有机纯棉系列，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增长，同时提升了公司的盈利水平。

图 42：公司中高端卫生巾产品系列



自由点 超薄透气“小 Y 芯”系列



自由点 安睡裤系列



自由点 有机纯棉系列

资料来源：天猫商城、山西证券研究所

表 2：公司中高端系列卫生巾产品介绍

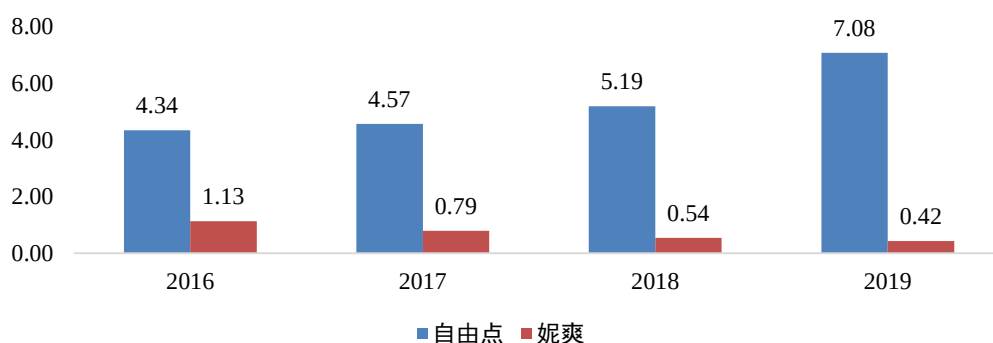
系列名称	产品介绍
自由点“隐形”系列	公司的高端、轻奢系列代表性产品，专为追求高生活品质、轻奢、精致的女性设计。该系列产品特性为“隐秘、隐感、隐痕”，即隐秘包装，减少摩擦感，轻柔贴身。
自由点“无感无忧”系列	主要目标人群为白领、轻熟女性。该系列产品采用独特的人体工学设计——“YY 结构芯体技术”，使产品更加贴合人体股沟，增强防漏保护；产品结合立体悬浮设计，减少大腿两侧的摩擦感。
自由点“无感 7 日”系列	主要目标人群为学生群体及追求薄感体验的女性。该系列产品主打“薄、柔、吸”的特性，拥有 9

	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”裤型卫生巾	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。

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

以公司主营产品卫生巾为例，2017~2019 年，代表大众化定位的“妮爽”品牌卫生巾销售收入由 7876 万元下降至 4198 万元，而代表中高端产品的“自由点”品牌卫生巾销售收入则从 4.57 亿元增长到 7.08 亿元。2020 年，公司自主品牌卫生巾实现收入 9.47 亿元，同比增长 26.23%，其中，中高端产品自由点卫生巾收入为 9.11 亿元，同比增长 28.55%，中高端产品的增长成为公司未来业绩提升的主要驱动力之一。

图 43：2016~2019 年公司“自由点”、“妮爽”品牌卫生巾销售收入对比



资料来源：wind，山西证券研究所

公司主要产品的平均销售价格呈现逐年提升趋势。2017~2019 年，公司自主品牌产品卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品平均销售价格分别提升 0.08、0.15、0.06 元至 0.42、0.94、1.56 元。2019 年，“自由点”品牌卫生巾平均售价为 0.48 元/片，远高于同期“妮爽”品牌卫生巾 0.13 元/片的价格，在 2017~2019 年的价格变动趋势上，也呈现出“自由点”涨价、“妮爽”降价的特征。更高的平均售价，意味着更大的产品附加值和利润空间，以“自由点”为代表的高端品牌产品的发力成为近年来公司利润规模不断提升的关键。

表 3：公司主要产品的平均销售价格（元/片）

项目	产品类别	2019 年度	2018 年度	2017 年度
自主品牌 产品	卫生巾	0.42	0.38	0.34
	其中：自由点	0.48	0.47	0.45
	妮爽	0.13	0.13	0.14
	婴儿纸尿裤	0.94	0.88	0.79
	成人失禁用品	1.56	1.50	1.50
ODM 产品	卫生巾	0.35	0.35	0.37
	婴儿纸尿裤	0.91	0.89	0.89
合计		0.48	0.46	0.42

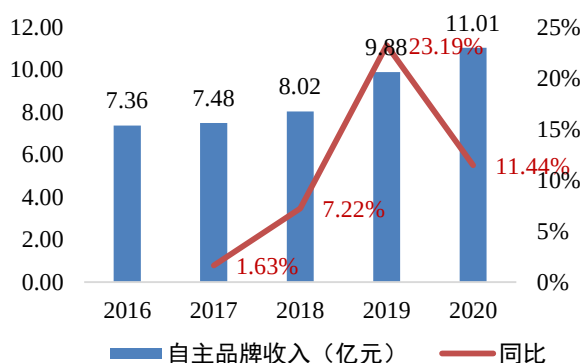
数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

根据公司招股说明书，百亚国际产业园升级建设项目，计划新增一条安睡裤生产线和一条学步裤生产线。项目成功实施后，可达年产约 8000 万片安睡裤和约 10000 万片学步裤的生产规模。这两项产品正是当前卫生用品领域的“风口”所在，市场增速要远高于其他细分产品。根据尼尔森的统计，2015-2018 年，安睡裤在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%。

公司以自主品牌业务为核心，多层次且定位精准的品牌和品类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。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，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。

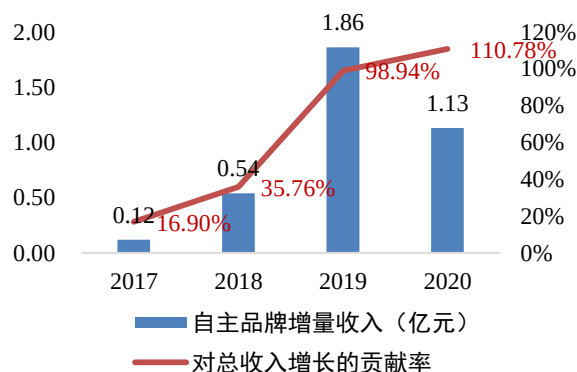
公司自主品牌产品收入的稳步增长是公司营业收入持续增长的重要来源，且对总收入增长的贡献逐年提高。2018~2020 年，公司自主品牌产品分别实现收入 8.02、9.88、11.01 亿元，同比分别增长 7.22%、23.19%、11.44%，自主品牌产品增量收入占公司营业总收入增长额的 35.62%、98.95%和 110.78%。

图 44：公司自主品牌产品收入及同比增长率



数据来源：wind、山西证券研究所

图 45：公司自主品牌产品对总收入的贡献



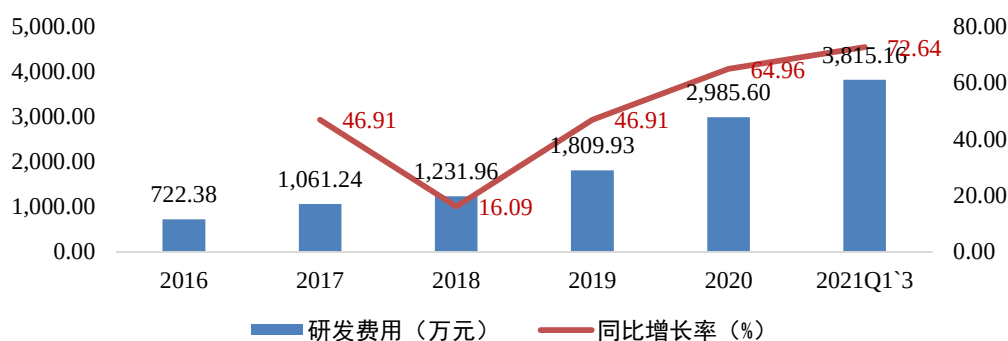
数据来源：wind、山西证券研究所

公司高度重视自主创新和研发，持续推陈出新，研发创新能力日益强大。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。

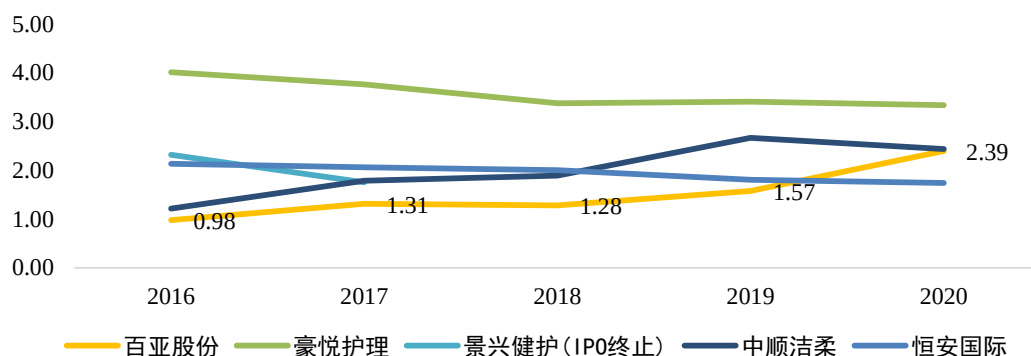
2016~2020 年，公司研发费用由 722.38 万元增长至 2985.60 万元，年复合增长率达到 42.58%，占营业收入的比重由 0.98%提升至 2.39%；2021 年前三季度，公司研发费用同比增长 72.6%至 3815 万元，研发支出增速进一步加快，占营业收入的比重也进一步提升至 3.52%。

图 46：公司研发费用及同比增长率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 47：可比公司研发费用占营业收入的比重

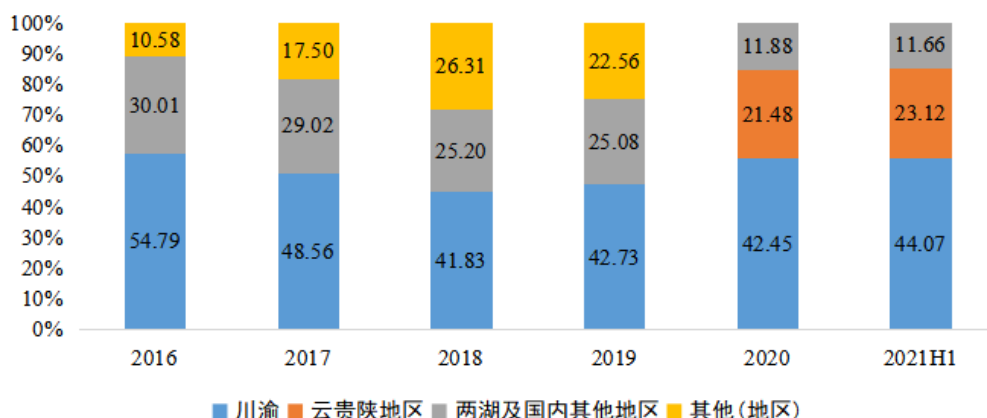


资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 精耕川渝地区，加快拓展全国市场

目前百亚股份销售区域主要集中在重庆、四川、云南、贵州、陕西等西南地区，对国内一次性卫生用品市场的覆盖仍不够全面，营销网络有待进一步完善。近年来，公司在川渝、云贵陕及两湖地区以外的其他区域市场取得了良好的业务发展，在其他区域的销售规模不断扩大，收入保持稳步增长的趋势。目前，百亚股份在川渝及周边地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度，目前市占率在重庆地区达到 30%以上（排名第 1），四川 20%左右（排名第 2），云贵陕 10%以上（排名前 3）。

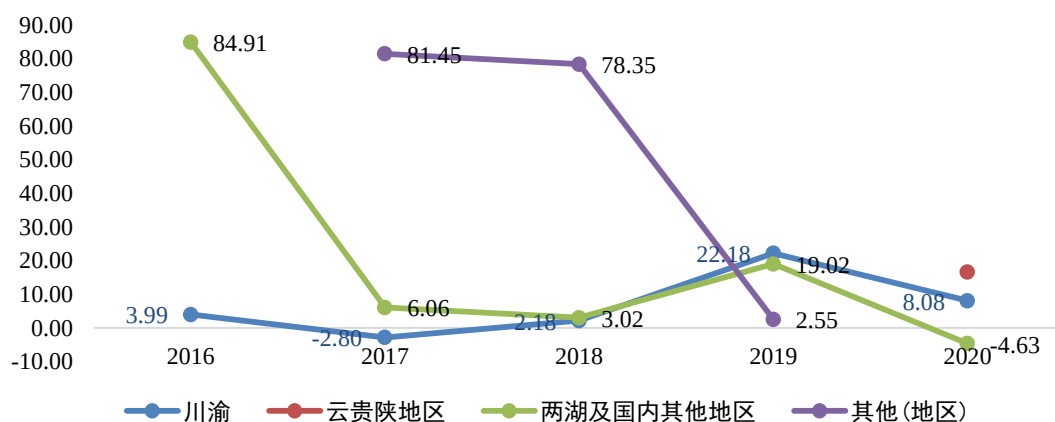
图 48：公司中国大陆分区域销售收入百分比



资料来源：wind，山西证券研究所

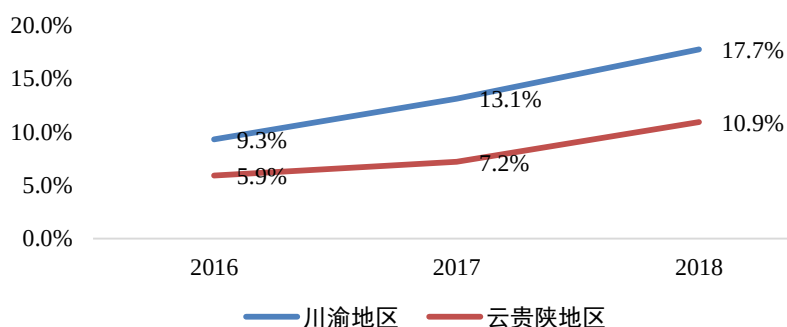
公司根据不同区域市场的开发程度和特点，采取差异化的营销模式，因地制宜、协调发展，在全国市场有序拓展，带动公司销售收入的持续稳定增长。公司在川渝地区深耕多年，凭借良好的研发设计能力、稳定的产品质量以及规模化的生产优势，成功培育和推广自主品牌，积累了稳定、优质的渠道资源，与经销商、KA 销售终端建立了长期、良好的合作关系，并通过精细化管理，占据了重庆及四川地区的市场主导地位；在云贵陕及两湖等地区，公司在该市场区域稳步推广川渝市场的成功经验；在川渝、云贵陕及两湖地区以外的市场，公司充分发挥自身优势，通过经销商和大型卖场、商超、便利店等终端渠道以及 ODM 渠道不断拓展公司的销售网络。2016-2020 年，百亚股份来自川渝、云贵陕及两湖地区的销售收入占营业收入的比重分别为 84.79%、77.58%、67.03%、67.81%和 75.81%。2015-2020 年川渝地区收入从 3.89 亿元提升至 5.31 亿元（CAGR 为 6.4%），占比达 42.45%；云贵陕和两湖地区逐步发力，2015-2019 年收入从 2.16 亿元提升至 2.88 亿元（CAGR 为 7.5%），2019 年合计占比达 25.1%，2020 年单云贵陕地区收入占比 21.5%。

图 49：公司中国大陆分区域销售收入同比增长率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：公司婴儿纸尿裤在川渝和云贵陕地区市场份额



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

对于开拓川渝、云贵陕及两湖地区之外的市场业务，公司采取了以下主要措施：

(1) 在继续加强对现有营销网络精细化管理的基础上，积极与现有优势区域外的销售终端建立合作关系，进驻华东、华南和华中区域的商超门店系统以及华南区域的连锁便利店系统。深化 KA 客户合作，力争实现全国重点城市销售终端的广泛覆盖。KA 渠道的优势在于一次性卫生用品厂商可以利用大卖场、大型超市知名度高、覆盖网点广泛、影响力大的特点，提高产品覆盖率和品牌影响力。目前，公司的 KA 客户主要包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高等国内外知名的大型连锁超市和大卖场，并与其建立了良好、稳定的合作关系。通过借助知名商超的销售系统，快速提升自身营销网络的广度和深度，加快对其他区域市场的渗透，进一步提升公司产品的市场占有率，力争实现全国重点城市销售终端的广泛覆盖，促进其他区域业务的快速发展。

(2) 加强电商渠道建设，扩大公司产品的销售覆盖面。公司顺应互联网营销的时代浪潮，与专业电商团队合资成立了电商控股子公司，由经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺。未来，公司将持续加强电商渠道建设，通过电商渠道迅速拓展全国市场，扩大公司产品的销售覆盖面。

(3) 进一步提升品牌的知名度和广域度，增强市场影响力。国内一次性卫生用品市场的竞争已从单纯的价格竞争逐渐向品牌、品质和渠道的综合化竞争发展，因此公司继续加强品牌建设，以保障产品质量为基础，立足现有市场地位，提升品牌的知名度和广域度，增强市场影响力。在品牌运营方面，公司继续以“自由点”、“妮爽”、“好之”三大品牌为核心，通过升级产品品质、广告投放支持、营销活动推广，积极塑造、传递和提升公司的品牌形象。在市场营销方面，公司将加大市场宣传推广力度，加强对销售团队的培训与考核；在进一步巩固主要销售区域的同时，积极向其他市场延伸和下沉，逐步成为全国有影响力的优秀品牌。

3.3 线上线下渠道齐发力，多渠道协同发展

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，其中，经销商渠道和 KA 渠道等线下渠道是公司的主要销售渠道，2016-2019 年，公司经销商和 KA 渠道销售收入合计占各期营业收入的比例均在 75%以上。

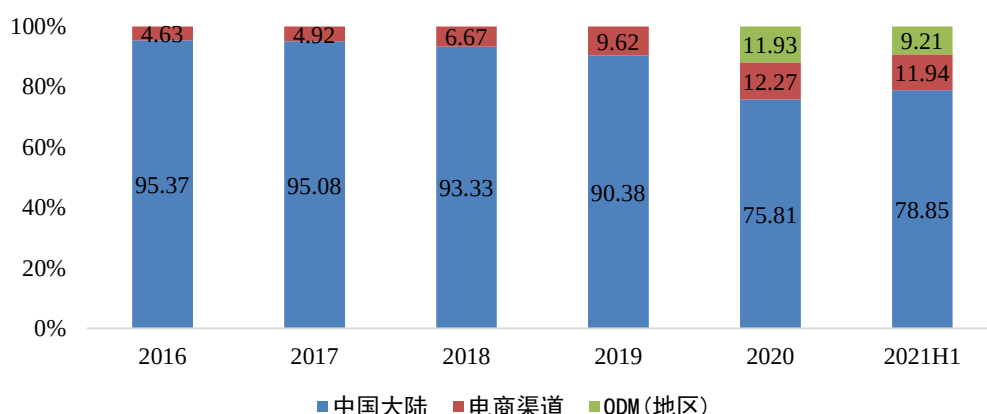
公司持续强化渠道建设，提升产品渗透率和覆盖率，线下渠道收入保持稳健增长，电商渠道和 ODM 渠道收入实现快速提升。近年来，公司不断优化经销商结构，拓展 KA 销售网络。根据公司招股说明书，2017~2019 年，公司经销商渠道收入规模稳步增长，但是收入占比从 66.72%下降至 52.89%；KA 渠道收入保持较快增长，2017~2019 年，KA 渠道收入占比提升 2.78 个百分点至 23.45%。相比之下，电商渠道、ODM 销售渠道的收入增速明显更高，截至 2019 年末，两渠道收入占比已分别提升至 9.62%和 14.04%，相对 2017 年分别提升 4.70、6.36 个百分点。

表 4：公司按销售渠道分类的销售收入情况（单位：万元）

渠道	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销商渠道	60,788.13	52.89%	53,179.71	55.33%	54,059.48	66.72%
KA 渠道	26,949.51	23.45%	20,584.82	21.42%	16,747.18	20.67%
电商渠道	11,062.06	9.62%	6,406.80	6.67%	3,987.50	4.92%
ODM 销售渠道	16,141.77	14.04%	15,944.95	16.59%	6,226.41	7.68%
合计	114,941.46	100.00%	96,116.27	100.00%	81,020.57	100.00%

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 51：公司分渠道销售收入百分比



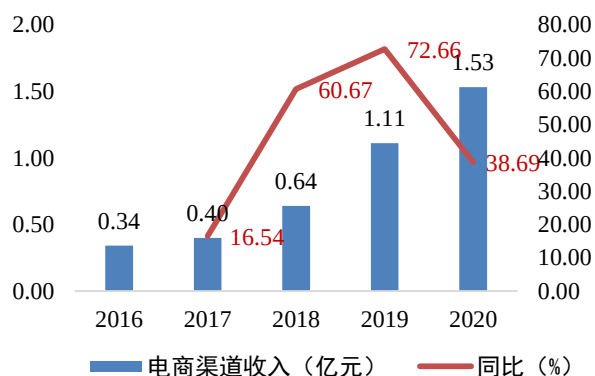
资料来源：wind，山西证券研究所

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。

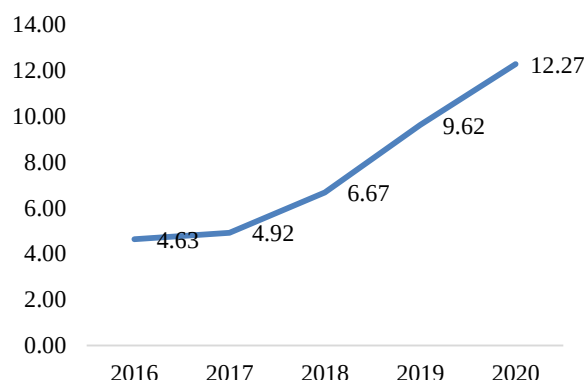
2020 年以来，公司积极开拓新零售渠道，推动线上线下融合，产品收入持续保持稳定增长。同时，公司顺应消费升级及消费场景的变化趋势，积极开拓电商渠道，加大线上营销资源投入，持续扩大消费者人群和产品销售覆盖范围，同时借力线上渠道进行品牌宣传及产品推广，公司在川渝云贵陕核心区域及电商渠道均实现了销售收入的快速增长。公司已入驻天猫、京东、唯品会等大型电商平台，同时积极参与直播、社交、社区团购等新兴渠道，进一步提高公司产品的销售规模。目前百亚旗舰店包括天猫自由点、天猫好之、京东自由点、京东好之、1 号店和苏宁等。2016~2020 年，公司电商渠道收入年复合增长率达到 46.65%。其中，2020 年，公司电商渠道实现收入 1.53 亿元，同比增长 38.69%，占比达到 12.27%；2021 上半年，公司电商渠道实现收入 0.91 亿元，同比增长 33.23%。

图 52：公司电商渠道收入及同比增长率



数据来源：wind、山西证券研究所

图 53：公司电商渠道收入占比持续提升



数据来源：wind、山西证券研究所

受益于主要 KA 客户稳定、持续的发展，公司 KA 渠道收入保持稳定增长。2017~2019 年，公司对前十大 KA 客户销售金额分别为 14,415.97 万元、17,447.90 万元和 24,668.46 万元，占当期 KA 渠道销售收入的比例分别为 86.08%、84.76%和 91.54%。公司与永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高、贵州合力和大润发等 7 家 KA 客户的合作稳定。除家乐福外，其他 6 家主要 KA 客户各年收入较为稳定或持续增长。其中，公司对永辉超市的销售收入提升较快，主要由于永辉超市的门店数量增速较快，2017~2019 年，与公司合作的永辉超市门店分别为 303 家、431 家和 981 家。2018 年和 2019 年，KA 渠道带动“自由点”卫生巾分别同比增长 13.33%和 29.75%，带动婴儿纸尿裤分别同比增长 60.89%和 36.64%。

表 5：2019 年公司前十大 KA 客户的销售情况

序号	客户名称	销售金额（万元）	占 KA 渠道收入的比例	占营业收入的比例
1	永辉超市	10,954.89	40.65%	9.53%
2	沃尔玛	3,378.52	12.54%	2.94%
3	新世纪百货	2,904.18	10.78%	2.53%
4	步步高	1,973.02	7.32%	1.72%
5	大润发	1,799.60	6.68%	1.57%
6	贵州合力	1,286.02	4.77%	1.12%
7	家乐福	1,139.35	4.23%	0.99%
8	湖北黄商	538.20	2.00%	0.47%
9	湖北中百	391.26	1.45%	0.34%
10	华润万家	303.44	1.13%	0.26%
合计		24,668.46	91.54%	21.46%

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

与此同时，公司有选择地与规模较大、商业信誉度较高的消费品企业形成稳定的 ODM 合作关系，发挥各自比较优势。2017 年开始，公司开拓了苏州绿叶、名创优品和凯儿得乐等消费品企业与公司开展合作，实现了公司 ODM 业务的较快增长，该三家消费品企业占公司 ODM 业务收入规模的 90%左右。

表 6：公司与前五大 ODM 客户合作情况

期间	序号	客户名称	销售金额（万元）	占 ODM 渠道收入的比例
2019 年度	1	苏州绿叶	10,703.70	66.31%
	2	名创优品	1,986.93	12.31%
	3	凯儿得乐	1,405.34	8.71%
	4	深圳市冰冰纸业有限公司	912.59	5.65%
	5	杭州贝咖实业有限公司	302.37	1.87%
	合计		15,310.93	94.85%
2018 年度	1	苏州绿叶	11,385.25	71.40%
	2	凯儿得乐	1,787.40	11.21%
	3	名创优品	1,213.41	7.61%
	4	深圳市冰冰纸业有限公司	905.48	5.68%
	5	慕婷科技（天津）有限公司	142.53	0.89%
	合计		15,434.07	96.80%
2017 年度	1	苏州绿叶	4,991.22	80.16%
	2	凯儿得乐	717.09	11.52%
	3	湖南湘雅制药有限公司	222.30	3.57%
	4	新疆美克力生物科技（集团）有限公司	160.72	2.58%
	5	云南白药清逸堂实业有限公司	67.55	1.08%
	合计		6,158.87	98.92%

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

4. 盈利预测、估值分析和投资建议

随着居民人均可支配收入的提高和个人健康管理意识不断加强，消费者对卫生用品的功能性、舒适性、科技性、美观性等方面的消费体验要求逐渐提高，中高端一次性卫生用品市场呈快速发展的趋势。这将使得产品实力、品牌形象及产品定位的重要性愈发突显，具有丰富产品线、较强研发创新能力的品牌企业将具有明显的竞争优势。

公司是 A 股唯一一家以自有品牌卫生巾及婴儿纸尿裤为核心主营业务的企业，在一次性卫生用品领域深耕多年，坚持多品牌、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。公司未来增长点在于：（1）产品矩阵向中高端优化、自主研发实力、自主品牌知名度和影响力持续提高，有望带动整体盈利能力进一步提升；（2）川渝地区维持头部地位，加快线上线下渠道在全国范围的覆盖，突破现有市占率的天花板，从西南地区迈向全国，有望带动销售规模再上新的台阶。

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做出如下假设：

（1）从主营业务构成来看：近年来，公司重点发展卫生巾主业，在高基数下销售收入依然保持 20% 以上高增长，维持靓丽表现，婴儿纸尿裤业务受策略重点向卫生巾倾斜、新生儿数量承压、所需部分原材料供应紧张等因素影响，公司主动控制了婴儿纸尿裤产品的营销资源投入，使得产销量减少、收入略有下滑，ODM 业务非核心且受主要客户业绩影响收入亦有下降。根据前期调研，未来公司还是会以自由点卫生巾为主要发力点，同时将兼顾对纸尿裤品类的投入，2021 年公司成立相对独立的尿裤事业部，有望逐步改善婴儿纸尿裤现状，预计今后 3 年公司仍以女性卫生巾为核心业务，收入保持较快增长，2022~2023 年，婴儿纸尿裤、ODM 业务有望企稳回升；

（2）从盈利能力指标来看：根据前期调研，公司未来将重点把自由点新品类做大做强，例如安睡裤、有机纯棉等新品类保持持续增长，随着公司产品结构持续优化，中高端、高附加值的产品规模持续扩大，公司整体毛利率将有所提升，预计 2021-2023 年，公司整体毛利率分别为 45.42%、45.76%、46.20%。

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 15.00 亿元、17.86 亿元、21.68 亿元，同比分别增长 19.90%、19.09%、21.39%，实现归母公司净利润 2.37 亿元、3.04 亿元、3.72 亿元，同比分别增长 29.64%、28.68%、22.29%，EPS 分别为 0.55 元/股、0.71 元/股、0.86 元/股，对应 2021 年 11 月 30 日收盘价 16.98 元/股，2021-2023 年 PE 为 30.97、24.07、19.68 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：公司营业收入预测-按主营业务拆分（亿元）

会计年度	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
自主品牌-卫生巾					
营业收入	7.50	9.47	12.00	14.7	18.26
YOY	30.84%	26.23%	26.72%	22.50%	24.20%
自主品牌-婴儿纸尿裤					
营业收入	2.22	1.54	1.45	1.49	1.63
YOY	5.48%	-30.63%	-5.84%	3%	9%
自主品牌-成人失禁用品					
营业收入	0.16	0.02	0.08	0.12	0.18
YOY	-12.13%	-87.50%	300.00%	50.00%	50.00%
ODM 产品					
营业收入	1.61	1.49	1.47	1.55	1.62
YOY	1.23%	-7.58%	-1.34%	5.44%	4.52%
合计					
营业收入	11.49	12.51	15.00	17.86	21.69
YOY	19.59%	8.82%	19.90%	19.09%	21.39%
毛利率	45.91%	42.66%	45.10%	45.25%	45.40%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 8：公司重要财务指标盈利预测

会计年度		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）		1,149.41	1,250.75	1,499.70	1,786.00	2,168.10
	同比增长	19.59%	8.82%	19.90%	19.09%	21.39%
归母净利润（百万元）		128.15	182.51	236.61	304.46	372.31
	同比增长	43.43%	42.41%	29.64%	28.68%	22.29%
每股收益（元）		0.33	0.43	0.55	0.71	0.86
PE		51.01	39.80	30.97	24.07	19.68
PB		9.33	6.46	5.32	4.36	3.66

资料来源：wind，山西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济增长不及预期；市场竞争日益加剧；优势区域外市场拓展不及预期；新品推广销售不达预期；原材料价格上涨；销售渠道的管理和开拓风险等。



利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,149.4	1,250.8	1,499.7	1,786.0	2,168.1	成长性					
减:营业成本	621.7	717.1	818.5	968.7	1,166.4	营业收入增长率	19.6%	8.8%	19.9%	19.1%	21.4%
营业税费	11.9	12.4	15.0	17.9	21.7	营业利润增长率	43.3%	43.2%	35.3%	31.4%	22.9%
销售费用	309.1	221.9	281.5	335.6	407.2	净利润增长率	44.7%	40.7%	14.6%	28.1%	51.9%
管理费用	42.3	59.9	78.7	91.1	109.5	EBITDA增长率	50.3%	45.1%	16.7%	31.6%	23.1%
财务费用	-1.4	-3.1	-2.8	-3.0	-2.9	EBIT增长率	45.1%	41.7%	36.0%	31.6%	23.1%
资产减值损失	-3.7	-2.2	-1.0	-2.0	-3.0	NOPLAT增长率	43.4%	42.4%	35.1%	31.4%	22.9%
加:公允价值变动收益	-	2.3	-22.3	-	-5.0	投资资本增长率	5.5%	-0.9%	95.1%	59.2%	23.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.2%	59.6%	23.3%	23.4%	20.3%
营业利润	148.3	212.4	287.5	377.7	464.2	利润率					
加:营业外净收支	0.1	-0.2	-	-	-	毛利率	45.9%	42.7%	45.4%	45.8%	46.2%
利润总额	148.5	212.2	287.5	377.7	464.2	营业利润率	12.9%	17.0%	19.2%	21.1%	21.4%
减:所得税	20.5	30.2	40.9	53.8	66.1	净利润率	11.1%	14.6%	16.4%	18.1%	18.4%
净利润	128.2	182.5	246.6	323.9	398.1	EBITDA/营业收入	17.3%	22.3%	21.3%	23.0%	28.7%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	14.6%	19.5%	19.0%	21.0%	21.3%
货币资金	227.1	248.3	96.6	-109.9	-86.7	投资回报率					
交易性金融资产	-	382.3	360.0	360.0	355.0	ROE	18.3%	16.2%	17.8%	18.9%	19.4%
应收帐款	76.2	97.7	103.9	123.7	150.2	ROA	12.9%	12.4%	13.9%	14.9%	15.4%
应收票据	-	-	-	-	-	ROIC	28.9%	38.8%	53.3%	35.9%	27.8%
预付帐款	5.3	6.2	5.6	6.6	8.0	费用率					
存货	130.7	150.1	112.1	132.7	159.8	销售费用率	26.9%	17.7%	18.8%	18.8%	18.8%
其他流动资产	52.6	24.1	24.9	25.6	26.4	管理费用率	3.7%	4.8%	5.3%	5.1%	5.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	30.4%	22.3%	23.8%	23.7%	23.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	119	113	147	213	242
固定资产	394.5	391.1	831.7	1,282.6	1,633.9	流动资产周转天数	135	202	193	125	96
在建工程	23.8	62.6	138.2	253.6	242.2	应收帐款周转天数	21	25	53	53	44
无形资产	68.8	67.2	65.6	64.0	62.4	存货周转天数	72	70	58	45	58
其他非流动资产	12.8	34.4	35.4	36.5	37.6	总资产周转天数	291	354	389	398	396
资产总额	994.1	1,465.0	1,774.4	2,176.2	2,589.2	偿债能力					
短期借款	-	-	-	-	-	资产负债率	29.2%	23.3%	21.9%	21.4%	20.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	41.1%	30.3%	28.0%	27.3%	25.9%
应付账款	141.1	152.0	186.2	220.4	265.3	流动比率	1.73	2.72	1.84	1.17	1.17
其他流动负债	5.7	7.0	7.3	7.7	8.1	速动比率	1.27	2.27	1.55	0.89	0.86
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	5.7	7.0	7.3	7.7	8.1	业绩和估值指标					
负债总额	289.8	341.0	388.5	466.4	532.7	EPS(元)	0.33	0.43	0.57	0.75	0.92
股本	385.0	427.8	431.4	431.4	431.4	BVPS(元)	1.82	2.63	3.21	3.96	4.77
资本公积与留存收益	253.1	435.7	682.2	1,006.1	1,364.5	PE(X)	51.0	39.8	29.7	22.6	18.4
少数股东权益	3.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	PB(X)	9.3	6.5	5.3	4.3	3.6
股东权益	704.3	1,124.0	1,385.8	1,709.7	2,056.5	P/FCF	62.8	38.9	-38.7	-35.7	103.6
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	5.7	5.8	4.9	4.1	3.4
净利润	128.0	182.1	246.6	323.9	398.1	EV/EBITDA	-	36.1	21.3	17.2	11.3
加:折旧和摊销	3.7	3.2	-	-	-	CAGR(%)	36.3%	29.8%	40.3%	36.3%	29.8%
资产减值准备	32.0	37.1	35.5	35.5	161.9	PEG	140.6%	133.6%	73.8%	62.3%	61.7%
公允价值变动损失	-	-2.3	-22.3	-	-5.0						
财务费用	-0.1	0.4	-2.8	-3.0	-2.9						
投资收益	-	-	-	-	-						
少数股东损益	-0.2	-0.4	-	-	-						
营运资金的变动	-67.4	60.2	79.2	34.7	9.5						
经营活动产生现金流量	132.0	250.8	336.2	391.1	561.7						
投资活动产生现金流量	-24.5	-476.7	-505.9	-600.5	-490.0						
融资活动产生现金流量	-46.0	244.6	18.1	3.0	-48.5						

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

