

百亚股份 (003006.SZ)

全年利润增长 25%，核心品类和电商渠道增速快

核心观点

公司概况：百亚产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品，卫生巾品牌“自由点”享有较高的知名度。公司以重庆为大本营，是川渝地区龙头。销售网络遍布重庆、四川、云南、贵州、陕西等 17 个省市区域。卫生巾和婴儿纸尿裤行业发展成熟，行业变化趋势主要在于渠道变革下竞争结构的变化；成人失禁用品市场仍处于发展初期，伴随我国老龄人口规模及占比的上升、消费群体的代际更迭、消费观念的升级，规模增长可期。

年报点评：业绩增速稳定，卫生巾品类、电商渠道增速快。2021 收入 14.6 亿元，+17%，归母净利润 2.3 亿元，+25%。毛利率/经营利润率/净利率 44.7%/17.4%/15.3%，同比+2.0/0.5/0.8pp。自主品牌卫生巾/自主品牌纸尿裤/ODM 产品分别为 11.84/1.48/1.30 亿元，同比分别+25.0%/-3.9%/-12.7%。经销商/KA/电商分别为 8.57/2.66/2.10 亿元，同比分别+21.8%/+8.8%/+36.8%。**营运效率相对稳定。**2021 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 69/28/70 天，同比-1.0/+3.6/-3.2 天。**盈利能力保持稳定。**公司 2021 年净资产收益率与投入资本回报率分别为 19.5%和 18.9%，同比-0.5%/-0.6%。

产品结构优化，核心品类优势巩固。公司产品结构持续优化：一是公司核心产品、高毛利率品类“自由点”卫生巾收入占比提升，系公司收入增长的主要推动引擎，同时带动利润率提升；二高单价产品收入增速更快，从而带动客单价提升。卫生巾产品在西南地区地位稳固。自由点品牌卫生巾 2021 年在重庆的市占率超过 30%，排名第一；四川区域市占率 20%左右、云贵陕区域市占率均在 10%以上，排名都在前二。

重点发力电商渠道，开拓核心区域外省份。公司为实现公司线上业务的快速发展，品牌投入由线下传统品牌投入，转向集中资源加大线上渠道的品牌投入，尤其在抖音等平台投放力度增加；引进了具有丰富经验的电商运营人才；公司针对外围省份业务构建了线上分销体系来进行区域拓展。

风险提示：疫情反复；原材料价格波动；渠道开拓不及预期；系统性风险。

投资建议：看好区域个护龙头的渠道拓展、区域扩张空间。我们看好公司的生产研发、迭代创新能力；以及通过渠道拓展进一步向全国更多区域扩张的能力。从赛道长期前景、公司自身竞争力、标的稀缺性等角度考虑，给予一定的估值溢价，合理估值对应 2022 年 26.5-29.0x PE，合理估值区间为 16.4-18.0 元，相比前收盘价有 25.6%~37.8%的涨幅，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,836	2,233	2,695
(+/-%)	8.8%	17.0%	25.5%	21.6%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	268	327	387
(+/-%)	42.4%	24.9%	17.7%	21.8%	18.5%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.62	0.76	0.90
EBIT Margin	16.8%	16.1%	16.7%	16.7%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	18.8%	20.3%	22.5%	24.1%
市盈率 (PE)	30.6	24.5	20.9	17.2	14.5
EV/EBITDA	24.2	21.3	17.1	13.8	11.7
市净率 (PB)	4.96	4.60	4.25	3.87	3.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

轻工制造 · 家居用品

证券分析师：丁诗洁 **联系人：刘佳琪**
 0755-81981391 010-88005446
 dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	16.40 - 18.00 元
收盘价	13.06 元
总市值/流通市值	5616/2808 百万元
52 周最高价/最低价	29.02/12.49 元
近 3 个月日均成交额	34.94 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司概况：立足川渝迈向全国的区域个护龙头

百亚股份主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业。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。

产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，其中卫生巾为公司重点发展的领域。

地域方面，公司以重庆为大本营，是川渝地区一次性卫生用品的龙头企业。销售网络遍布重庆、四川、云南、贵州、陕西等 17 个省市区域。公司始终坚持“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，建立了有序拓展、层次分明的销售渠道。

中高端产品为主，品类持续完善升级。定位中高端，品类和品牌矩阵逐渐完善。公司主要产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤和成人失禁用品等，主要品牌包括“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等。其中，“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，“丹宁”为成人失禁用品品牌，皆定位于中高端产品。

图1：百亚主要产品及品牌



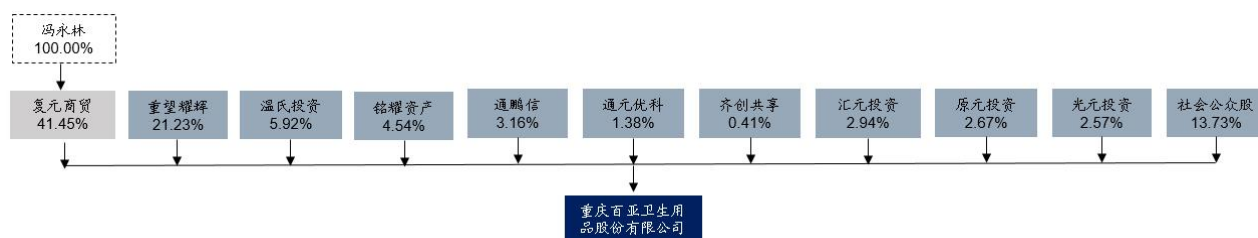
资料来源：公司招股书，公司财报，国信证券经济研究所整理

股权集中，管理层分工明确

公司控股股东为复元商贸，截止 2021 年末，复元商贸直接持有公司 41.45% 的股份，冯永林通过复元商贸间接持有公司 41.45% 的股份。2017 年 8 月，汇元投资、原元投资和光元投资三家员工持股平台与复元商贸签署《股东表决权委托协议》，不可撤销地将其各自在发行人股东大会的表决权（共计 8.18%）委托给复元商贸，按照复元商贸的意愿和决策行使该部分表决权，委托期限自委托协议签署生效之

日至持股平台不再持有公司股份之日。该项表决权委托后，控股股东复元商贸和实际控制人冯永林控制公司股东大会表决权的比例为 49.63%。公司股权集中，复元商贸、重望耀辉两大股东持股比例合计 62.68%。

图2：百亚股份股权结构（截至 2021 年末）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

公司共有 9 名董事，冯永林通过复元商贸提名了公司董事会多数董事成员，可以对董事会决议起到决定性作用。董事中，张黎、曹业林、彭海麟分别负责董秘（包括财务、信息、证券、法务）、销售和采购生产。不同区域的营销都有单独的负责人，最终由销售总监统一进行管理。

表1：公司董事会基本情况

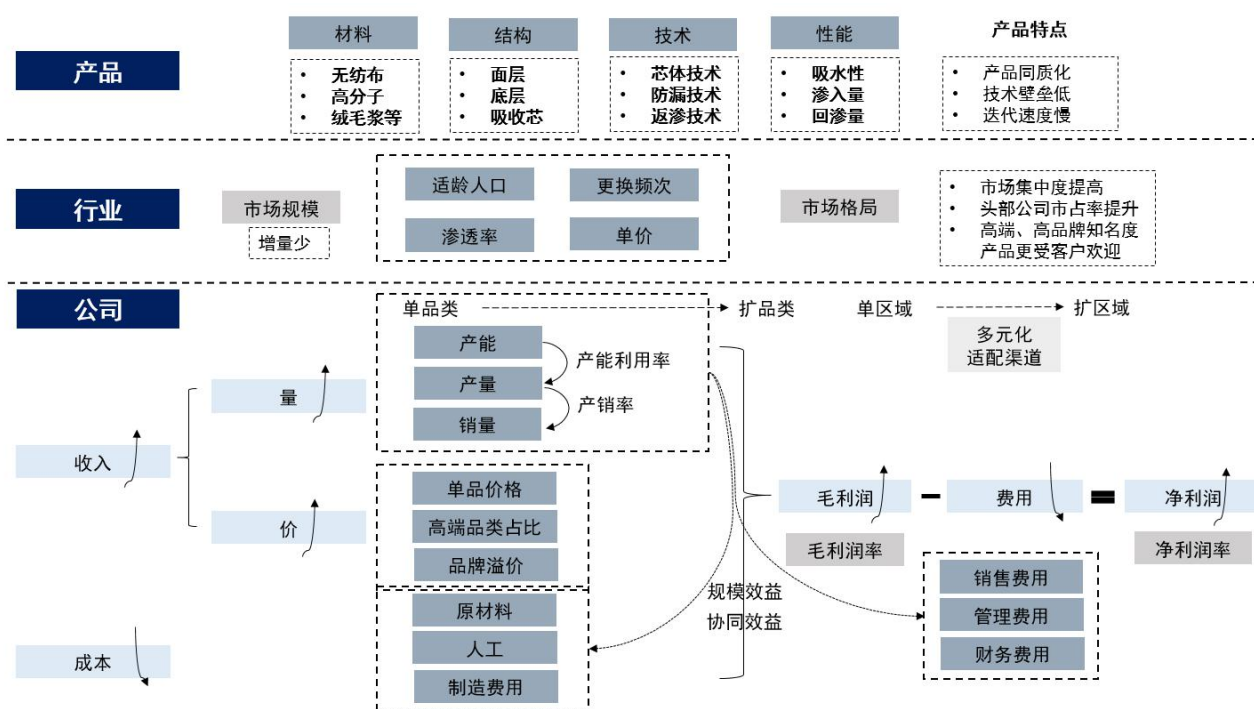
姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
冯永林	董事长、董事	2015-08-10	1963	曾任重庆火柴厂企管办主任，副厂长，重庆綦江顺昌有限公司董事长，总经理，重庆华盛卫生纸业制品有限公司总经理，董事，重庆丝爽卫生用品有限公司总经理；现任重庆复元商贸有限公司执行董事，重庆綦江顺昌有限公司董事，重庆吉尔商贸有限公司董事长，重庆康妮消毒服务有限公司董事，重庆普兆恒益投资有限公司执行董事，百亚（浙江）健康科技有限公司董事长，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事长，总经理。
曹业林	董事，营销总监	2018-08-01	1981	曾任重庆丝爽卫生用品有限公司主管，百亚（浙江）健康科技有限公司监事；现任克拉玛依原元股权投资企业（有限合伙）执行事务合伙人，百亚（浙江）健康科技有限公司总经理，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事，营销总监。
彭海麟	董事，生产总监	2018-08-01	1976	曾任尤妮佳生活用品（中国）有限公司生产技术员，技术课长，工厂厂长；现任广东贝华新材料有限公司董事，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事，生产总监。
谢秋林	董事	2018-08-01	1959	曾任重庆吉尔商贸有限公司董事长，福建培新机械制造有限公司执行董事；现任泉州培新机械制造有限公司执行董事，重庆吉尔商贸有限公司董事，锐进有限公司董事，兆富贸易有限公司董事，深圳市国卫康宁科技有限公司董事，重望耀辉投资有限公司董事，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事。
张黎	董事，财务总监，董事会秘书	2018-08-01	1978	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；现任克拉玛依汇元股权投资企业（有限合伙）执行事务合伙人，百亚（浙江）健康科技有限公司董事，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事，财务总监，董事会秘书。
金铭	董事	2021-08-18	1971	曾任海通证券投资银行部副总经理，高盛高华证券投资银行部董事总经理，摩根士丹利华鑫证券投资银行部董事总经理；现任上海铭耀股权投资管理有限公司合伙人，上海上美化妆品股份有限公司董事，上海眷缘餐饮管理有限公司董事，科派股份有限公司董事，贵州合力惠民民生超市股份有限公司董事，上海徐家汇商城股份有限公司独立董事，春秋航空股份有限公司独立董事。
侯茜	独立董事	2018-08-01	1973	曾任重庆广贤律师事务所，重庆中钦律师事务所兼职律师；现任重庆大学法学院副教授，硕士生导师，重庆索通律师事务所兼职律师，重庆仲裁委员会仲裁员，重庆百亚卫生用品股份有限公司独立董事。
江积海	独立董事	2021-08-18	1975	曾任重庆新世纪游轮股份有限公司独立董事，隆鑫通用动力股份有限公司独立董事；现任重庆大学经济与工商管理学院教授，重庆再升科技股份有限公司独立董事。
晏国苑	独立董事	2021-08-18	1971	曾任重庆市渝中区房地产管理局干部；现任重庆大学经济与工商管理学院副教授。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

行业分析：存量市场中仍存在结构性变化机遇

公司所处的行业是吸收性卫生用品行业，具体产品主要包括女性护理用品（卫生巾）、婴儿纸尿裤、成人失禁用品。吸收性卫生用品又属于快消品大类。吸收性卫生用品的结构功能简单，技术壁垒较低。产业链上游原材料以石油化工产品及纸浆为主，石油价格和进口木浆价格会对产品的生产成本造成影响。产业链下游消费需求刚性；同时作为快消品，产品使用寿命较短，消费者消费速度较快。卫生巾和婴儿纸尿裤行业已处于发展成熟期，市场规模增速较小，行业变化逻辑主要在于结构变化，目前渠道的变革是竞争结构变化的主要助推力；成人失禁用品市场仍处于发展初期，伴随我国老龄人口规模及占比的上升、消费群体的代际更迭、消费观念的升级，规模增长可期。

图3：吸收性卫生用品行业分析框架



资料来源：公司公告，公司新闻，国信证券经济研究所整理

卫生巾行业：价格仍有上行空间，竞争集中度持续提升

卫生巾市场发展成熟。2013-2019 年我国卫生巾市场规模由 354.8 亿增至 572.4 亿，CAGR 为 8.3%，其中量的 CAGR 为 2.2%、价的 CAGR 为 6.0%。渗透率已于 2017 年达到 100.0%，完全饱和。

未来市场规模在量上基本维持稳定，适用人口数量小幅下滑，增长点一方面来自于健康护理意识的提升所带来的更换频次的增加；另一方面来自于女性行经时间前后两端的延长，由于生活水平与医疗技术的提高女性行经时间延长，女性初潮年龄由 2010 年的 13.8 岁降低至 2017 年的 12.7 岁，部分女性停经时间也有所延缓。价的增长点在于消费升级所带来的消费者对更高品质、更贵产品需求的提升。

图4：我国卫生巾市场规模



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国信证券经济研究所预测

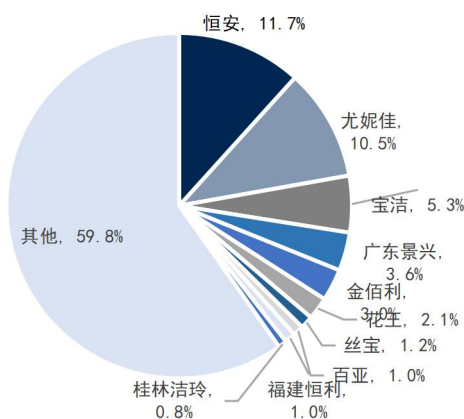
图5：我国卫生巾市场消费量



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国信证券经济研究所预测

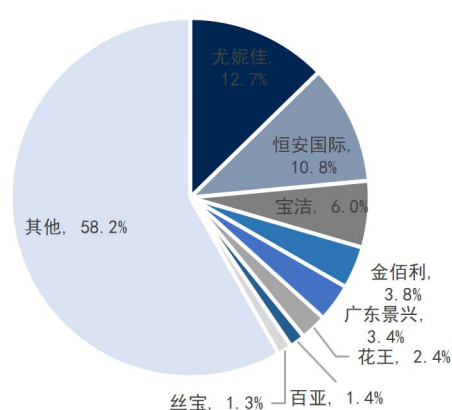
行业龙头市场地位稳定，市场集中度不断提升。2020 年我国女性卫生用品企业 CR3 为 29.5%，CR5 为 36.7%，相较 2018 年集中度提升，2015 年 CR3 为 27.5%，CR3 为 34.1%。市场集中度的提升，与需求端消费升级的节奏是相匹配的，龙头企业在产品品质、品牌知名度、销售渠道拓展上都具备更大的优势。前十的企业中，包含四家外企，分别是尤妮佳、宝洁、金佰利和花王，代表品牌分别为“苏菲”、“护舒宝”和“高洁丝”；其余六家皆为本土企业，旗下知名品牌包括恒安国际的“七度空间”、景兴健护的“ABC”、百亚股份的“自由点”、丝宝的“洁婷”、桂林洁玲的“洁玲”、福建恒利的“好舒爽”。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6：2018 我国卫生巾行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

图7：2020 我国卫生巾行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

婴儿纸尿裤行业：渗透率有待提升，市场竞争激烈

2013-2019 年我国婴儿纸尿裤市场规模由 238.3 亿增至 499.0 亿，年复合 CAGR 为 13.1%，其中量的 CAGR 为 9.7%、价的 CAGR 为 3.1%。适龄人口自 2018 年起已进入负增长。渗透率、人均使用量和价格未来有望增涨。婴儿纸尿裤渗透率大约从 2013 年的 47.0%，增至 2019 年的 72.2%；与发达国家渗透率相比差距仍较大，美、日等发达国家渗透率约为 90.0%。

图8：我国婴儿纸尿裤市场规模



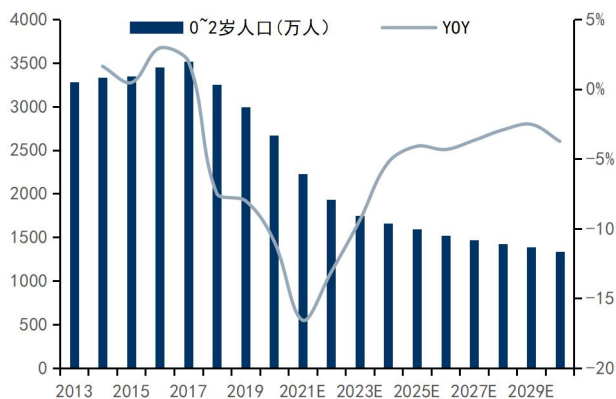
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国信证券经济研究所预测

图9：我国婴儿纸尿裤市场消费量



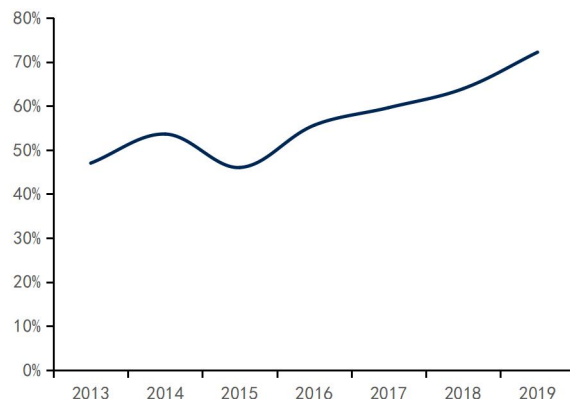
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国信证券经济研究所预测

图10：我国0~2岁人口数量



资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图11：我国婴儿纸尿裤市场渗透率

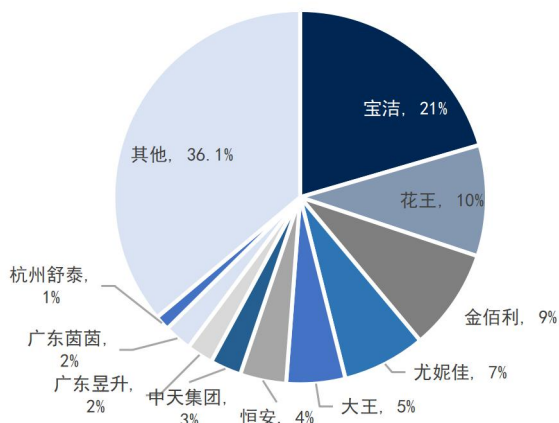


资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所预测

国产中小品牌兴起，头部份额遭挤压。我国婴儿纸尿裤市场竞争激烈，竞争格局不稳定，外资企业始终占据市场主导地位。近年由于国内母婴垂直电商、以及微商等新兴渠道的崛起，以及超薄婴儿纸尿裤产品的推广—中国制造复合芯体材料，以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、可爱宝贝、蜜芽为代表的一批新兴国产品牌快速崛起，头部公司市场份额逐年下降。2019 年 cr3/cr5/cr10 分别为 36.4%/49.5%/61.2%，相较 2018 年分别-2.5%/-1.7%/-2.7%pp。2018-2019 年市场份额前 5 名全部是外企，分别是宝洁、金佰利、花王、大王和尤妮佳。市场份额第 6~10 名都是本土企业，分别是恒安国际、广东茵茵、广东昱升、上海夕尔和中天集团，除恒

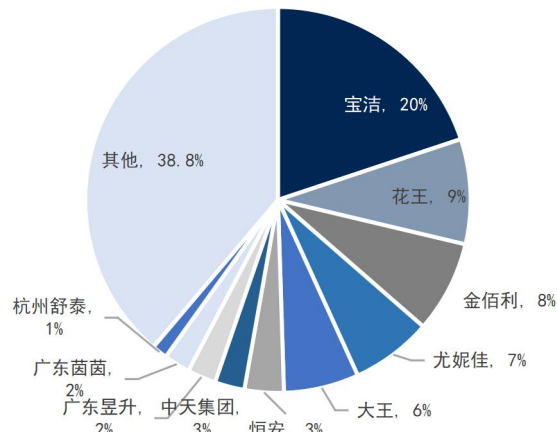
安国际始终占据较大的市场份额外，其余都是新兴品牌。

图 12：2018 我国婴儿纸尿裤行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

图 13：2019 我国婴儿纸尿裤行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

成人失禁行业：市场规模快速增长，本土企业为主要参与者

2013-2019 年我国成人失禁市场规模由 31.7 亿增至 93.9 亿，年复合 CAGR 为 19.8%，其中量的 CAGR 为 20.0%、价的 CAGR 为 -0.1%。

成人失禁用品的主要消费者，以 65 岁以上老龄人口中的重度失禁患者为主。随我国人口老龄化形式日益加剧，65 岁以上老龄人口规模及占比逐渐上升，产品的适龄人口数量上升；同时随消费群体代际更迭和消费观念的升级，渗透率同步小幅提升，仍有充足提升空间。我国目前成人失禁用品渗透率大约在 3.0%~5.0%，世界平均水平为 12.0%，日本、北美和西欧在 2018 年渗透率分别达到 80.0%、60.0% 和 58.0%。

未来市场规模及增速的提升一方面来自于老龄人口数量的进一步爆发；另一方面来自于经消费者教育和消费者代际更迭后，消费观念的转变，最终带来渗透率的提升。

图14: 我国成人失禁市场规模



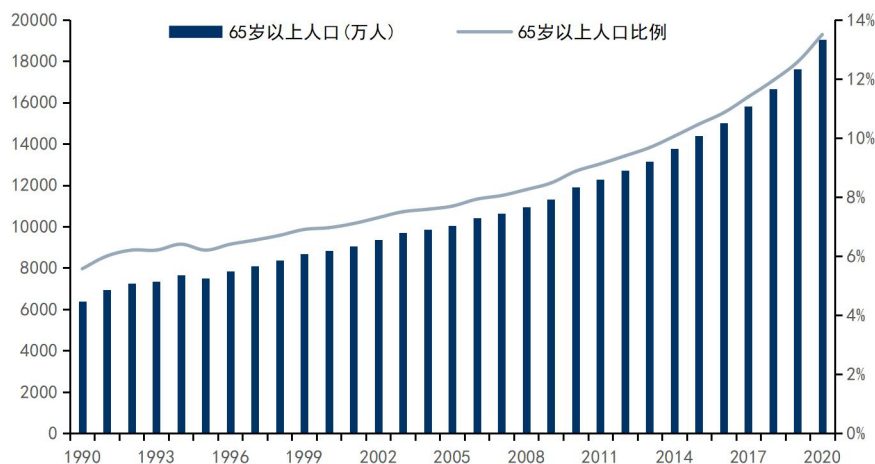
资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 国信证券经济研究所预测

图15: 我国成人失禁市场消费量



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 国信证券经济研究所预测

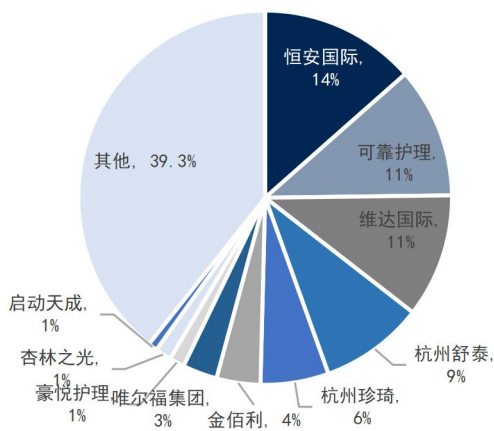
图16: 我国65岁以上人口数量及占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

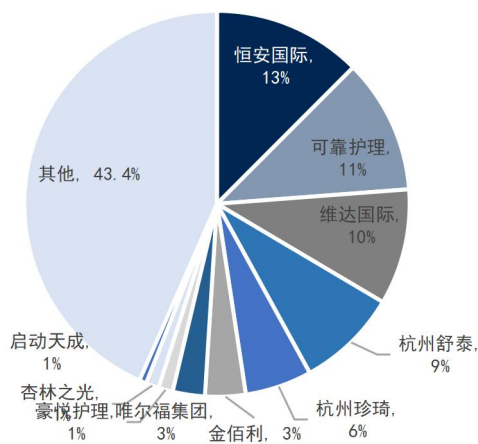
国产占据主导地位。我国成人失禁市场竞争格局较为稳定, 国产品牌占据市场主导地位。2018-2019 年前十的企业中, 仅有金佰利一家外企, 两年市占率分别为 3.4%、3.8%。其余皆为本土企业, 其中大部分都是市场的早期参与者, 例如恒安国际、可靠护理、维达估计、杭州舒泰、杭州珍琦。

图 17: 2018 我国成人失禁用品行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

图 18: 2019 我国成人失禁用品行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

竞争优势：行业渠道红利推动地方龙头

从行业选品角度看，以卫生巾为核心打开市场、静待成人失禁用品风口来临。公司所处的赛道是吸收性卫生用品，其中以卫生巾为主。卫生巾行业目前是结构性变化的逻辑，头部竞争者包括海外日化龙头、国内卫生用品龙头和地方的吸收性卫生用品龙头，市场集中度逐渐提升。婴儿纸尿裤市场目前由于供给过剩、产能利用率不足、市场竞争激烈，短期内不是公司重点发展的业务。成人失禁用品市场处于初始发展阶段，市场规模上行空间充足；供给端竞争格局较为稳定，以本土企业为主。由于目前该品类投资收益率不高，短期主要以代工厂生产为主，中长期公司将自建产线独立生产。

从产品角度看，创新是长期底层核心竞争力，产品定位和品牌建设是中期破局重点。吸收性卫生用品技术壁垒低，基本材料功能技术简单，产品差异化小，且市面上大部分产品都足以满足消费者不同层次的需求。虽然仍存在痛点，例如轻薄化和良好吸收性间的平衡能否做得更好，但产品本质上的创新迭代较难。因此在该行业的竞争中，短期内产品差异难以拉开，渠道拓展更为重要。提高原材料品质、提升生产技术和研发能力，实现产品的功能质量高端化并做好品牌建设，将是长期竞争力的底层保证。

从业务布局角度看，渠道多元化和组织管理升级优化，助力从区域龙头向全国拓展。公司一直以来是川渝地区的地方龙头，近年来在云贵陕地区的市场开拓中也做出了不错的成绩。随着以电商为代表的新兴线上渠道的加速发展，公司通过大力拓展线上渠道，将覆盖区域拓展到了更广阔的范围。未来实现规模扩张的主要路径，一定时期内也是通过渠道拓展实现更大范围市场的覆盖。

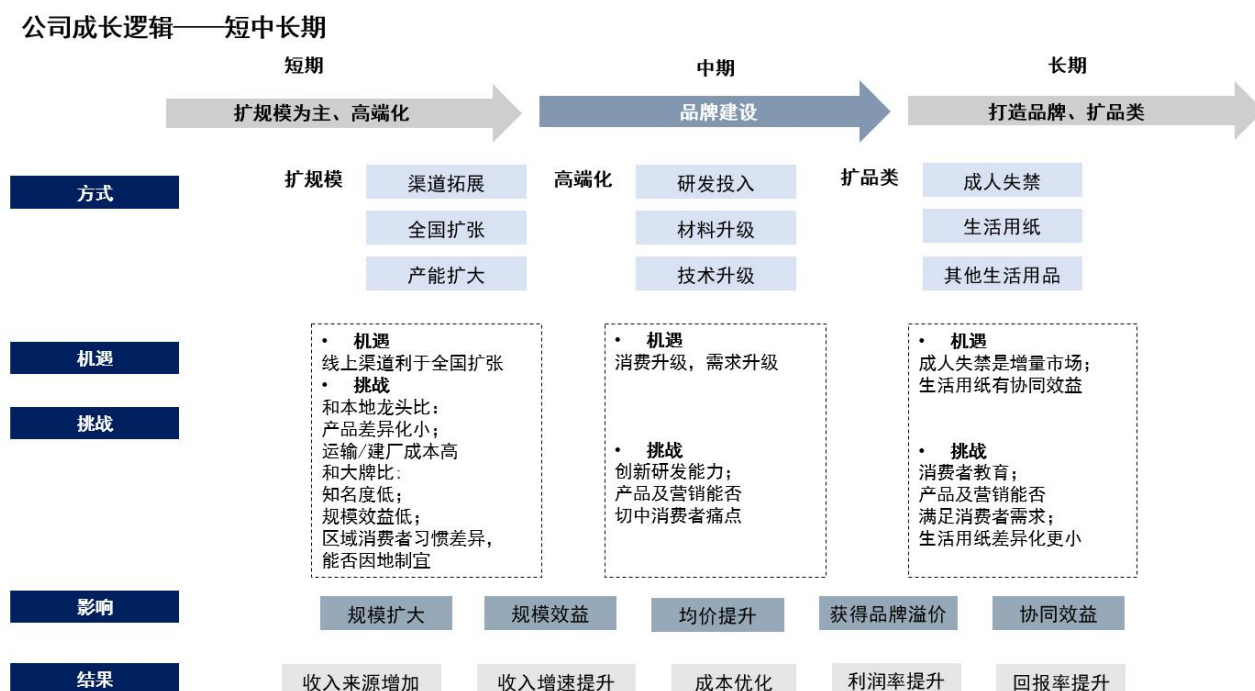
我们将它未来的增长路径分为三个阶段：

- 1) 短期扩规模。**以渠道拓展推动规模扩张为主，同时兼顾产品升级，力争在国内更多区域提升市场影响力和份额。
- 2) 中期加强品牌建设、体现规模效益。**通过高端化品牌建设和产品结构优化，获取品牌溢价、提高均价；通过提升产能利用率，优化费用，逐步实现生产、管理、

营销全方位的规模效益。

3) 长期扩品类，完善品牌和产品矩阵，全面提升综合效益。由于成人失禁用品供给端投入大而需求端量价规模仍未打开，短期内公司的此类产品以 OEM 为主，未来随潜在用户规模增长、消费者接受度提升等催化，待成人失禁用品市场更加成熟，公司有望通过此前积累占据有利竞争位置。长期看，公司亦有望凭借自身对生活用品市场的深刻理解、优势资源等条件，进一步将品类扩展到生活用纸等相关领域，逐步实现多品类、多品牌矩阵，带动不同品类间实现协同效益，降低成本、提升利润率、增强盈利稳定性。

图 19：百亚短中长期增长路径



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：业绩稳健，利润率较高

与可比公司相比，毛利率处于较高水平，仍有充足增长空间。百亚毛利率高的主要原因系：一方面，百亚以卫生巾业务为主营业务，营收占总收入的近 80.0%。卫生巾品类的毛利率相较其他吸收性卫生用品，以及生活用纸来说最高。另一方面，公司自主品牌卫生巾“自由点”具有较高知名度，享有一定的品牌溢价。

恒安国际毛利率高的主要原因系，恒安国际是一次性卫生用品龙头企业，在品牌影响力、销售渠道建设等方面具有一定优势；从成本端来看，恒安国际由于规模较大，原材料规模化采购、议价能力较强，有利于其降低材料成本。

类比恒安国际，我们认为百亚未来随规模和品类扩张的进程逐渐推进，规模效益和协同效益逐渐显现，毛利率仍有充足增长空间。

表2: 百亚及可比公司毛利率

公司名称	产品类别	2017 年度	2018 年度	2019 年度
恒安国际	卫生巾	72.20%	69.40%	70.30%
	纸尿裤	46.90%	39.20%	40.50%
	综合	46.91%	38.20%	38.63%
百亚股份	卫生巾	55.44%	53.75%	55.30%
	婴儿纸尿裤	29.03%	27.68%	29.93%
	综合	45.91%	42.13%	45.91%
景兴健护	卫生巾	41.86%	43.47%	
	综合	41.65%	43.29%	
豪悦股份	卫生巾	30.41%	29.93%	35.80%
	婴儿纸尿裤	25.16%	26.07%	29.56%
	综合	26.84%	26.73%	30.51%
维达国际	综合	29.66%	28.14%	31.01%
中顺洁柔	综合	34.92%	34.07%	39.63%
平均值	综合	36.00%	34.09%	34.95%

资料来源: 百亚招股书, 可靠招股书, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

销售费用较高。百亚的营销投入较大, 体现出公司对营销推广、品牌打造上比较重视。同时公司在营销方面经验丰富、能力较强, 对于把握行业目前因渠道变化所带来的市场拓展机会具有一定优势。其他同业公司中, 恒安国际、维达国际以及中顺洁柔主要以经营生活用纸为主, 销售费用率较低; 豪悦做 ODM, 无需拓展销售渠道以及进行销售活动; 与景兴健护相比, 百亚渠道层级更为扁平化, 直接下沉至区县一级, 导致公司销售人员、运输等相对投入较大, 因此销售费用率相对较高。

表3: 百亚及可比公司销售费用率

公司名称	2017 年度	2018 年度	2019 年度
百亚股份	27.64%	25.57%	26.89%
恒安国际	19.63%	11.06%	13.36%
维达国际	17.44%	15.99%	16.02%
中顺洁柔	19.10%	17.84%	20.64%
景兴健护	25.41%		
豪悦股份	7.76%	5.07%	5.22%
可靠股份		10.89%	10.23%
稳健医疗			
平均值	17.87%	12.49%	13.81%

资料来源: 百亚招股书, 可靠招股书, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

管理研发费用处于平均水平。百亚的管理研发费用在 5.00%~6.00% 左右, 2017 年略高系确认上市费用所致, 除去上市费用, 费用率为 6.03%。2018 年管理及研发费用率略低于恒安国际、维达国际、中顺洁柔和景兴健护, 主要原因系百亚规模相对较小, 需要投入的办公等管理费用相对较小; 同时严格控制管理相关的费用支出, 费用控制较为理想。豪悦股份以 ODM 销售模式为主, 该模式属于定制化业务模式, 需要针对不同的客户、同一客户不同的产品进行专门开发, 研发投入相对较高。

表4: 百亚及可比公司管理研发费用率

公司名称	2017 年度	2018 年度	2019 年度
百亚股份	7.27%	4.76%	5.25%
恒安国际	6.52%	5.85%	5.35%
维达国际	5.39%	5.10%	5.33%
中顺洁柔	5.36%	5.45%	7.10%
景兴健护	6.20%		
豪悦股份	7.32%	5.09%	5.26%
可靠股份		6.86%	7.44%
稳健医疗	7.18%	7.63%	7.71%
平均值	6.16%	5.37%	5.76%

资料来源: 百亚招股书, 可靠招股书, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

ROE 处于平均水平, 负债率低。2018~2020 年百亚的 ROE 分别为 14.5%/18.3%/16.2%, ROE 较为稳定, 可比公司 ROE 的范围大致在 7.44%~36.45%, 仅豪悦护理的 ROE 在 2018/2019 年达到 50.00% 左右。百亚 2020 年 ROE 同比下滑的原因系周转率和财务杠杆都有所降低, 而净利率逐年提升。公司的资产负债率 2018~2020 年分别为 28.84%/29.15%/23.28%, 其中有息负债率为 0.00%, 负债处于十分健康的水平。近年公司的存货周转率在 4.70~4.80 左右, 应收账款周转率可达 12.81~15.08, 皆处于行业较高水平。

表5: 百亚及可比公司 ROE

	2018	2019	2020
百亚股份	14.49%	18.29%	16.23%
可靠股份	12.36%	21.92%	34.89%
豪悦护理	52.57%	49.38%	21.60%
稳健医疗	15.98%	17.29%	36.45%
恒安国际	22.72%	21.86%	23.67%
维达国际	7.44%	12.03%	16.06%
中顺洁柔	12.29%	14.81%	17.97%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 百亚及可比公司总资产周转率

	2018	2019	2020
百亚股份	1.11	1.16	0.85
可靠股份	0.91	1.09	1.09
豪悦护理	1.58	1.56	0.77
稳健医疗	0.97	1.01	0.96
恒安国际	0.45	0.52	0.50
维达国际	0.78	0.83	0.71
中顺洁柔	1.10	1.10	1.05

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表7: 百亚及可比公司权益乘数

	2018	2019	2020
百亚股份	1.41	1.42	1.30
可靠股份	2.06	2.69	2.44
豪悦护理	2.61	1.96	1.21
稳健医疗	1.49	1.43	1.24
恒安国际	2.73	2.42	2.29
维达国际	2.18	2.04	1.98
中顺洁柔	1.55	1.48	1.48

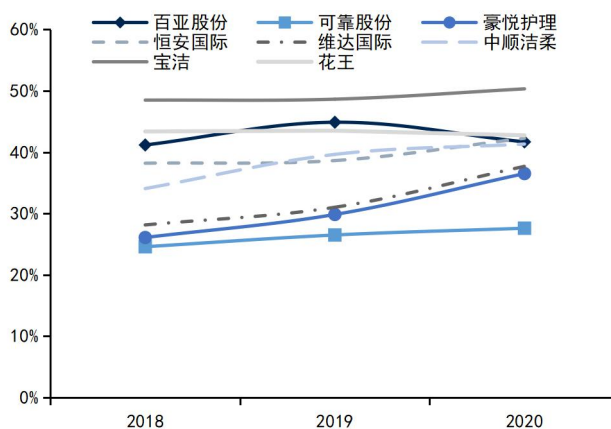
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表8: 百亚及可比公司净利润率

	2018	2019	2020
百亚股份	9.30%	11.15%	14.59%
可靠股份	6.59%	7.45%	13.09%
豪悦护理	12.77%	16.14%	23.23%
稳健医疗	11.06%	11.94%	30.40%
恒安国际	18.50%	17.32%	20.51%
维达国际	4.36%	7.08%	11.35%
中顺洁柔	7.17%	9.10%	11.58%

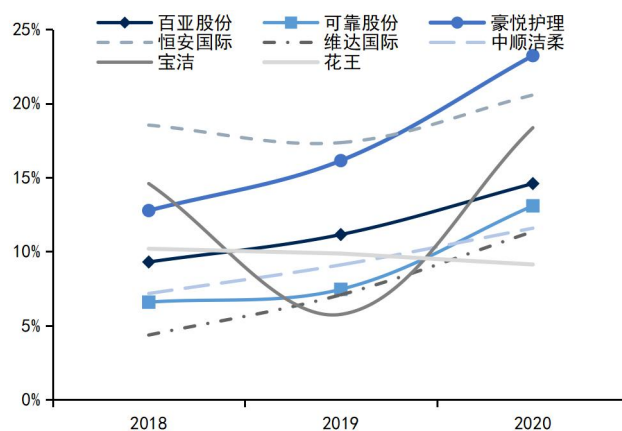
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 百亚及可比公司毛利率对比



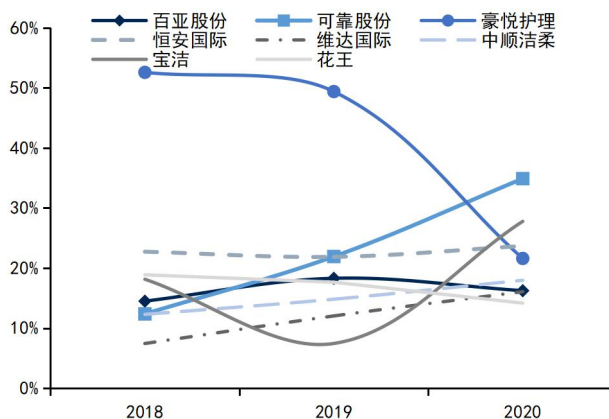
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图21: 百亚及可比公司净利率对比



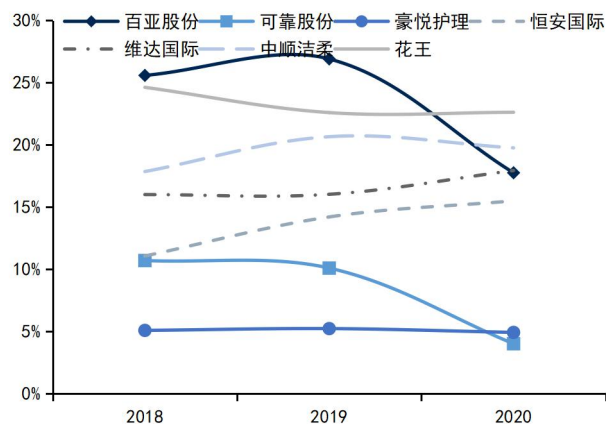
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图22: 百亚及可比公司 ROE 对比



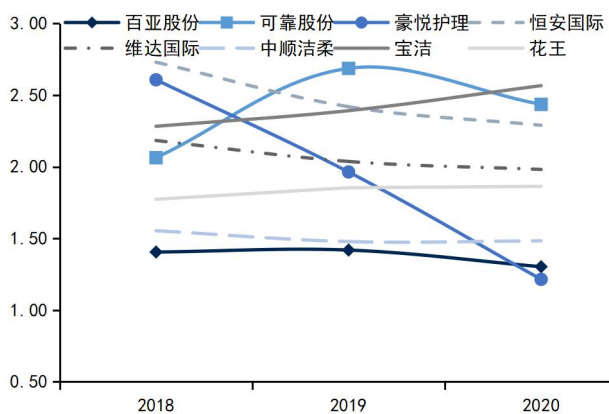
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图23: 百亚及可比公司销售费用率对比



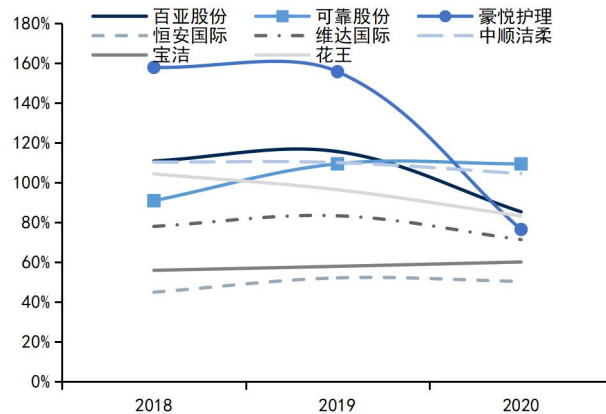
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图24: 百亚及可比公司财务杠杆率对比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图25: 百亚及可比公司总资产周转率对比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

从盈利能力与成长性两个角度来分析：

- **盈利能力。**根据上述的可比公司间比较，百亚毛利率较高。净利率处于中等偏上水平，逐年提升。净利率比豪悦低主要因 ODM 和自有品牌模式存在差异；比恒安低主要因，恒安作为卫生用品龙头企业享有规模优势和各品类间协同效益所带来的平均成本和费用的降低。公司 ROE 在可比公司中处于中等水平，主要因公司无有息负债，负债率、财务杠杆较低；周转率处于中等偏上水平。
- **成长性。**1) 从所处市场角度来看：2013-2019 年我国卫生巾市场规模的 CAGR 为 8.3%，其中量的 CAGR 为 2.2%、价的 CAGR 为 6.0%。未来行业量增长点主要在于女性行经时间两端的延长所带来的使用量的增加，以及健康护理意识的提升所带来的更换频次的增加。价的增长点在于消费升级所带来的产品单价的提升。竞争格局方面，随市场集中度的提升，龙头企业不断压挤中小企业市场份额。此外，成人失禁用品市场处于成长期，长期有望成为公司实现进一步增长的切入点。2) 从公司特质角度来看，第一，百亚的卫生巾自主品牌“自由点”具有一定的品牌影响力，市占率较高，2020 年全国范围内市占率达 1.4%；川渝地区销量领先，市占率可达 31.0%以上，排名第一。第二，

公司具备较强的研发和生产能力，卫生巾品类产能和产能利用率高。第三，公司营销能力突出，管理层对于营销端重视，人力和财力投入较大。目前公司处于新区域和新渠道快速拓展的进程中，所具备的上述特质有利于其覆盖更多区域、扩大销量、提升收入，同时在规模扩大和产品升级的过程中逐渐提升盈利能力。

2021 年报点评：卫生巾业务、电商渠道增速快，西南地区保持行业领先地位

业绩增速稳定。2021 年度，公司实现营业收入 14.6 亿元，较去年同期增长 17%；归属于上市公司股东的净利润 2.28 亿元，较去年同期增长 25%。公司坚持多品牌、差异化的发展战略，持续优化产品结构，多渠道协同发展，公司营收和盈利水平进一步提高。

业务拓张期费用率上升。毛利率为 44.7%，同比+2.0pp，各品类毛利率基本维持稳定，整体毛利率提升，主要因毛利率较高的自由点卫生巾销售占比增加。当前公司处于业务拓展期，短期内费用端投入有所增加。其中销售费用率同比+1.3pp 至 19.1%，主要用于电商渠道和外围省份市场的开拓；管理费用率同比+1.4pp 至 8.6%；研发费用率同比+1.1pp 至 3.5%。未来随着区域收入规模扩大，固定成本摊薄，盈利水平有望逐步提升。

盈利能力提升。受益于高毛利品类销售占比的提升，以及近年来费用率的优化，营业利润率和净利润率达到了历史最高水平。营业利润率为 17.4%，同比+0.5pp，比 19 年同期+4.5pp；净利率 15.3%，同比+0.8pp，比 19 年同期+4.2pp。

图 26：公司营业收入及增速



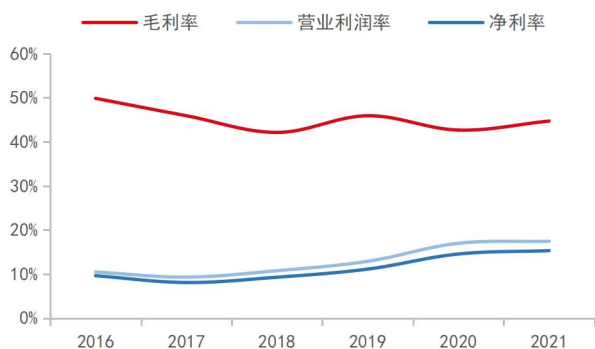
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 27：公司净利润及增速



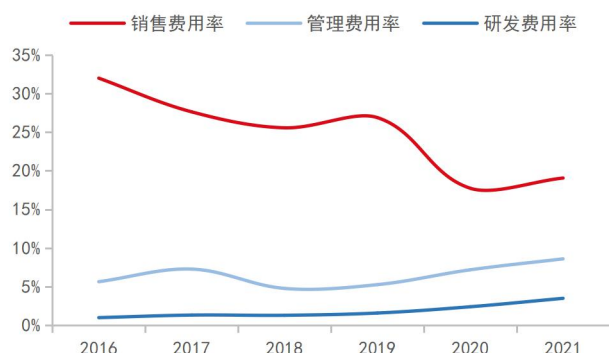
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图28：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图29：公司费用率水平

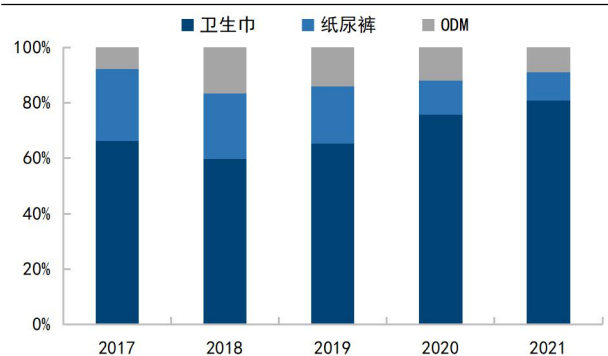


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，**收入**：自主品牌卫生巾/自主品牌纸尿裤/ODM产品分别为11.84/1.48/1.30亿元，同比分别+25.0%/-3.9%/-12.7%。其中，自主品牌卫生巾“自由点”作为公司核心产品，报告期内收入快速增加主要得益于公司对无感七日、舒睡等系列产品进行迭代升级，扩充了有机纯棉产品线，进一步丰富了公司产品品项；同时，公司持续加大中高端系列产品的市场推广力度，提升了重点品项的销售占比。婴儿纸尿裤收入下降主要与行业市场规模收缩、市场竞争更加激励有关；ODM业务收入下降主要与公司产线优先满足自有品牌生产，以及ODM合作客户业绩波动有关。

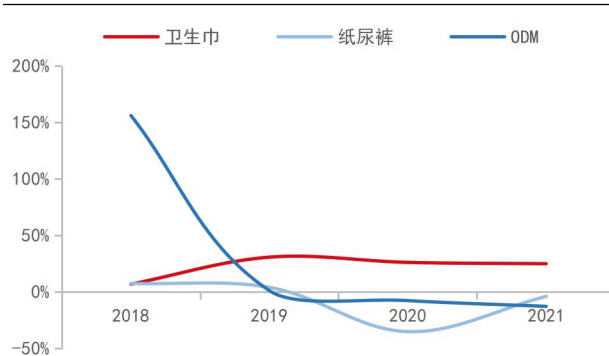
毛利率：自主品牌卫生巾/自主品牌纸尿裤/ODM产品业务毛利率分别为50.7%/16.8%/22.5%，同比+0.1pp/2.2pp/0.6pp。毛利率提升主要系业务结构变化：1）毛利率较高的卫生巾业务营收占比提升。2）产品单价提升，对产品进行迭代升级，并对中高端品类加大推广力度以提升其销售占比。

图30：公司品类营收占比



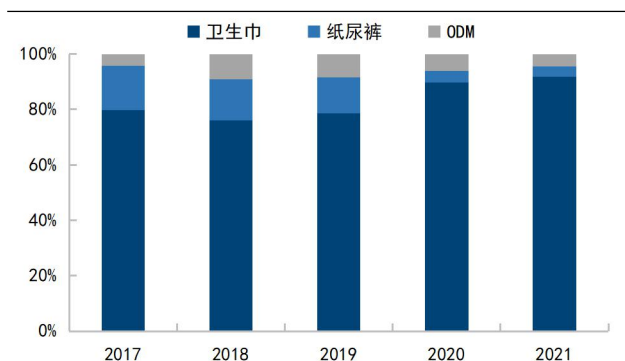
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图31：公司品类营收增速



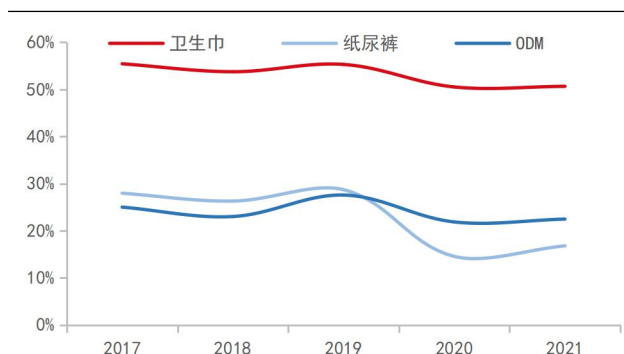
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 公司品类分部毛利润占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 公司品类毛利率

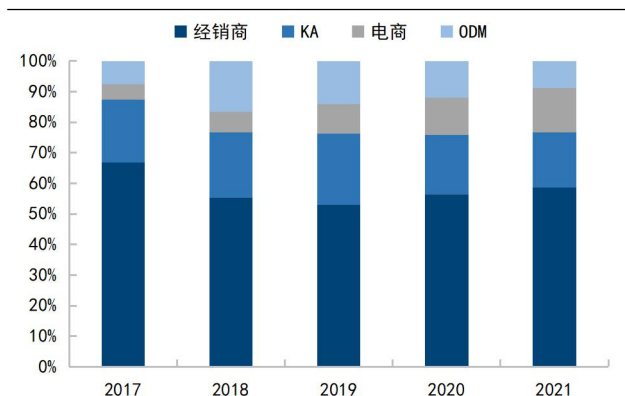


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分渠道看，收入：经销商/KA/电商/ODM 分别为 8.57/2.66/2.10/1.30 亿元，同比分别+21.8%/+8.8%/+36.8%/−12.7%。得益于 2021 年公司对电商业务做了较大的调整，渠道费用投入加大，电商渠道营业收入增速最快；经销渠道保持稳定增长，公司在经销商渠道深耕多年，具有一定的资源和管理优势；KA 渠道虽然仅个位数增长，但是公司外围省份空间大，未来仍有较大增长空间。

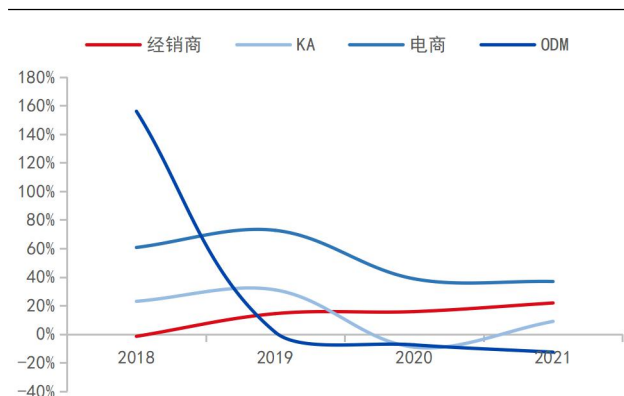
毛利率：经销商/KA/电商/ODM 毛利率分别为 50.6%/44.7%/34.5%/22.5%，同比+2.6pp/+0.2pp/−0.8pp/+0.6pp。除 KA 渠道外，其他渠道毛利率均有不同程度的额优化。

图 34: 公司渠道营收占比



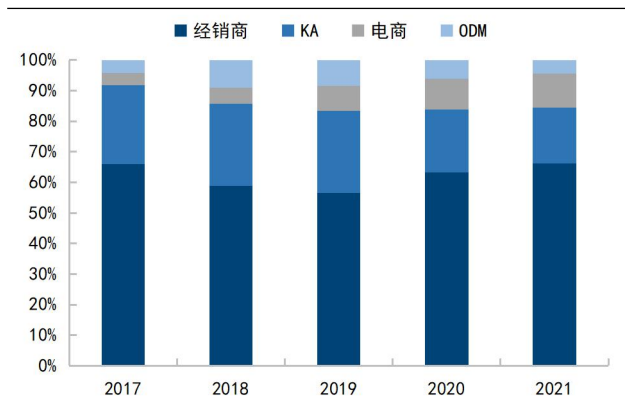
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 公司渠道营收增速



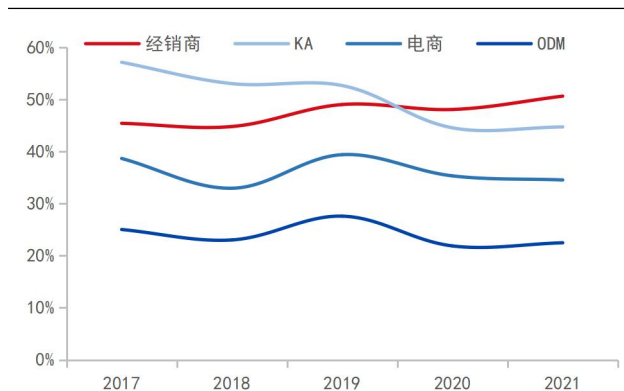
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图36: 公司渠道分部毛利润占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

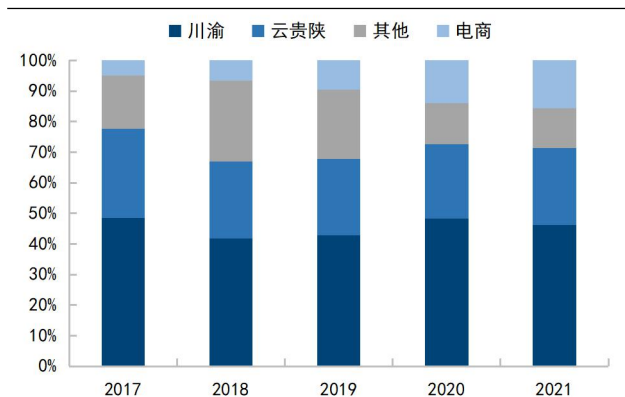
图37: 公司渠道毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

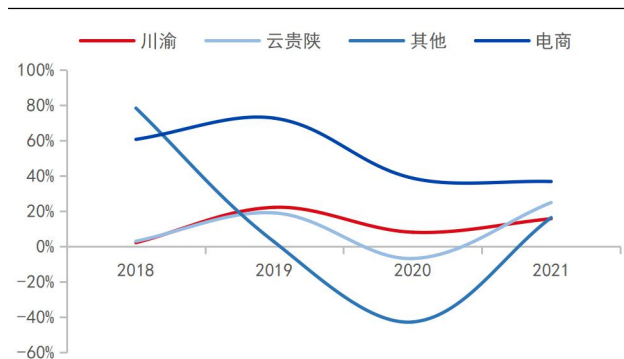
分区域看, 收入: 川渝/云贵陕/其他区域/电商分别为 6.1/3.4/1.7/2.1 亿元, 同比分别+15.7%/24.9%/16.4%/36.8%。公司起家于重庆, 自由点品牌卫生巾在西南地区享有行业领先地位, 2021 年在重庆的市占率超过 30%, 排名第一; 四川区域市占率 20%左右、云贵陕区域市占率均在 10%以上, 排名都在前二。

图38: 公司区域营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 统计口径变化: 2020-2021 云贵陕地区, 2017-2019 是云贵陕+两湖; 2020-2021 仅包含自主品牌产品, 2017-2019 包含 ODM 产品

图39: 公司区域营收增速



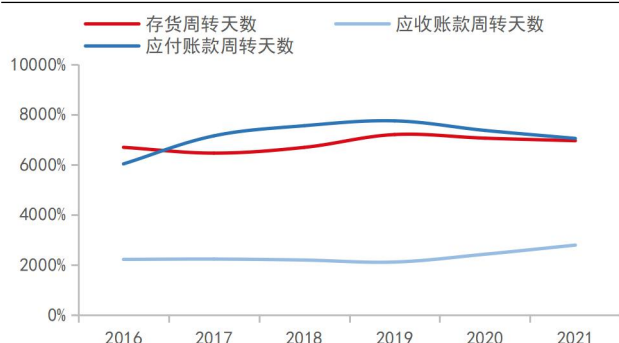
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率相对稳定。2021 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 69/28/70 天, 同比-1.0/+3.6/-3.2 天, 净营业周期同比延长 5.8 天。

盈利能力保持稳定。公司 2021 年净资产收益率与投入资本回报率分别为 19.5%和 18.9%, 同比-0.5%/-0.6%。

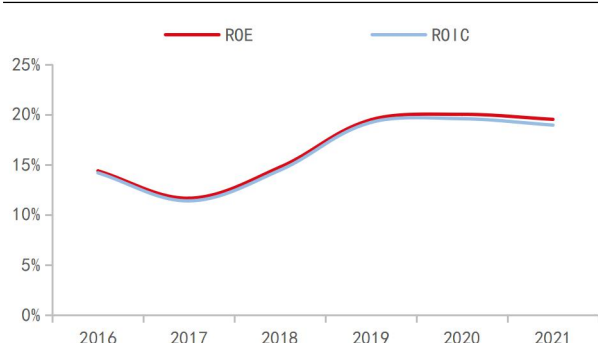
21 年资产负债率为 21.8% 同比-1.5%, 无有息负债。公司 2021 年每股股息 0.3 元, 派息率约 56%。

图40：公司制成品/应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图41：公司净资产收益率/投入资本回报率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品结构优化，核心品类优势巩固

公司产品结构持续优化：一是公司核心产品、高毛利率品类“自由点”卫生巾收入占比提升，系公司收入增长的主要推动引擎，同时带动利润率提升；二高单价产品收入增速更快，从而带动客单价提升。

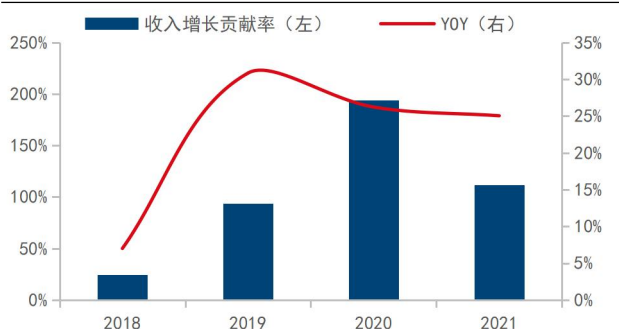
卫生巾：公司卫生巾产品中，核心无感七日系列占比最高，在整体卫生巾收入的30%以上，其次是无感无忧和舒睡系列。报告期内公司对无感七日、舒睡等系列产品进行迭代升级，提升了产品单价。公司近年推出的新品，如安睡裤、有机纯棉等系列产品，收入增速更快、且片单价更高。卫生巾品类作为公司核心品类，推动收入上涨。2021年卫生巾销售收入约11.8亿元，同比+25%，销售占比上升5.3pp至81%。销售贡献112%。

公司卫生巾产品在西南地区地位稳固。自由点品牌卫生巾2021年在重庆的市占率超过30%，排名第一；四川区域市占率20%左右、云贵陕区域市占率均在10%以上，排名都在前二。

纸尿裤：纸尿裤板块包括婴儿纸尿裤和成人失禁用品，就婴儿纸尿裤而言，公司成立了婴裤专门团队，将充分利用现有产能，通过电商渠道做一些差异化和突破，扩大销售规模。成人失禁用品行业规模近年来增速快、未来市场空间较大，公司今年成立了团队来开拓业务，短期可能不会对公司有特别大的业绩贡献，但未来可期。

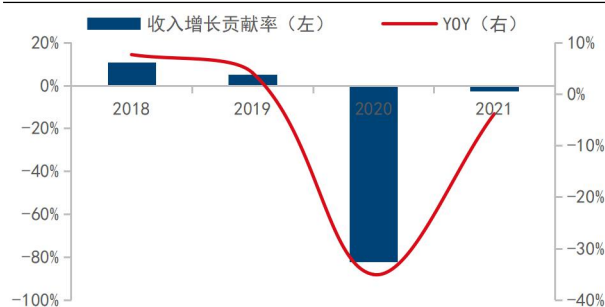
ODM：ODM是公司主营业务的补充，公司为客户代工生产中高端产品，目前合作客户比较稳定，ODM客户业绩变化会直接影响公司订单变化，公司也在接洽一些相对稳定的新客户来扩大销售规模。

图42: 公司自由点卫生巾 2018~2021 增速及营收贡献占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 公司好之纸尿裤 2018~2021 增速及营收贡献占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

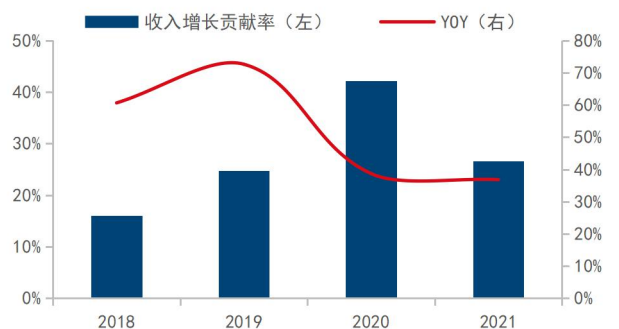
重点发力电商渠道，开拓核心区域外省份

电商渠道: 公司为实现公司线上业务的快速发展, 1) 公司品牌投入由线下传统品牌投入, 转向集中资源加大线上渠道的品牌投入, 尤其在抖音等平台投放力度增加; 2) 公司在原来电商业务团队基础上, 引进了具有丰富经验的电商运营人才; 3) 从当前线上渠道用户分布来看, 大多数用户在西南核心区域以外省份, 公司针对外围省份业务构建了线上分销体系来进行区域拓展, 2021 年实现了良好成长, 预期后续也将会有较快发展。作为在重庆起家的区域性品牌, 公司将会集中资源加大在线上平台的品牌投放力度, 增加在外围省份市场曝光度, 逐步提升消费者对自由点品牌的认知。2021 年电商销售收入约 2.1 亿元, 同比+37%, 销售占比上升约 2pp 至 14.3%, 销售贡献 27%。

经销渠道: 公司经销渠道会持续保持快速增长, 公司在经销商渠道深耕多年, 具有一定的资源和管理优势, 随着公司区域市场的逐步拓展, 公司也将会在经销商渠道重点发力。2021 年经销渠道收入约 8.6 亿元, 同比+22%, 销售占比上升约 2pp 至 58.5%, 销售贡献 72%。

KA 渠道: 当前公司 KA 渠道主要聚焦在西区核心五省, 已开始覆盖河北、河南、安徽、广东、两湖等区域。近年来线下大卖场存在客流问题, 但 KA 系统自身 O2O 业务占比提升较快, 公司会积极关注和拥抱 O2O 新兴渠道; 同时, 公司逐步去拓展新零售系统作为我们合作伙伴。当前, 公司正有序有步骤地拓展全国市场, 有机会去开拓更多空白市场, 外围省份 KA 渠道有较大市场空间。

图44: 2018~2021 公司电商渠道增速及营收贡献占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 2018~2021 公司经销渠道增速及营收贡献占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测假设分拆：未来 3 年保持稳健增长

结合公司的指引与我们的判断，我们预计未来 3 年，公司业务增长与盈利水平变化如下：

收入：

产量上，我们对公司各品类产能和产能利用率的预测如下：

- **卫生巾：**产能方面，我们预计未来随着公司的市场开拓，其销售规模在中期维度会持续扩张，因此假设未来每年卫生巾产线将增加 2~4 条。根据过去数据计算，每条产线大约对应 1~1.5 亿片产能，对应产能扩张 2~6 亿片。产能利用率方面，公司历年来都保持着稳定和较高的产能利用率。因此若公司市场拓展符合我们预期，假设其产能利用率维持在历史平均水平，自主品牌卫生巾大约在 70.0%~80.0% 左右；其余产能还将分配部分给 OEM。
- **婴儿纸尿裤：**近年来由于供给端产能过剩、行业竞争压力大，以及新冠疫情影响，产能利用率 2021 年已经降到 50.0% 以下。因此我们预计短期内该品类以提升产能利用率为主，故假设不进行产能扩张。
- **成人失禁用品：**目前整个行业市场规模较小，销量低；处于市场开拓期，定价较低，利润率较低；而同时设备和生产所需的投入成本又较高。因此我们预计短期内该品类都将以 ODM 模式开展。

价格上，我们对公司的预测如下：

短期内公司处于市场开拓阶段，进入新区域时可能需要通过降价促销来抢占市场；同时成熟地区价格可能有小幅增长。由于前期开拓区域占比有限，因此假设整体单价有小幅增长；之后随新区域占比提高的同时次新区域逐步转为成熟区域，涨价可以与更新区域的降价相抵消。中长期伴随消费升级的趋势，以及公司品牌知名度不断提升所带来的品牌溢价的增长，我们预计单价增速逐渐提升。

我们上述关于收入的结论是：产量，尤其是卫生巾品类产量会有一定幅度的增长，单价提升呈现先平缓后加速的趋势。但同时由于市场开拓阶段渠道费用、促销费用较高，部分费用会冲减收入，所以短期内收入处于稳定增长态势。

毛利率：

成本主要包括原材料成本、人工成本和制造费用，其中原材料成本占总成本的近 80.0%。原材料成本一方面受到产业链上游原材料价格的影响；另一方面受产品迭代升级影响，产品升级所使用原材料的质量和用量都会提高，进而平均成本上升。人工成本和制造费用相对稳定，随产量规模的增加和运营效率的提升，这部分平均成本有望优化。

短期内公司仍主要以卫生巾业务为主，我们需要考虑到两方面的因素：一是新区域市场的开拓以及毛利率较低的新兴电商渠道的拓展，定价和毛利率都难以提高；二是高端化品类占比的提升有助于毛利率的提升。综上，我们假设短期内毛利率基本稳定不变。

中长期来看，一方面卫生巾品类随规模效益、协同效益、品牌溢价的逐步体现，毛利率呈逐渐上升的趋势；另一方面由于其他品类，例如成人失禁用品和生活用纸品类毛利率低，随其他品类的产量、收入占比逐渐增加，公司整体毛利率可能呈现上升亦或下降的趋势。考虑到中期维度，其他品类占比还较小，故假设毛利率将上涨；长期我们预计毛利率将趋于稳定。

销售费用率：考虑到吸收性卫生用品市场竞争较为激烈，且公司计划在扩大产品线的同时加大营销力度，我们假设 2022-2024 年销售费用率较 2020 年有所提升；之后随品牌知名度的提升以及在新区域、新渠道市场介入开始成熟，预计销售费用率有望下降。

管理费用率：考虑到上市费用已在 2017 年一次性扣除，以及公司通过优化管理效率对费用的节约，我们假设 2022-2024 年管理费用率维持在稳定的水平。

财务费用率：公司目前无有息负债，未来亦无增大有息负债计划，故我们假设利息支出均为 0。由于公司现金流充足，有部分利息收入。因此财务费用率为负数。

表9：公司盈利预测关键假设

分类	项目	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	合计	961.16	1,149.41	1,250.75	1,463.06	1,836.35	2,232.62	2,695.21
分产品	卫生巾	573.57	750.45	947.27	1,184.47	1,516.12	1,879.98	2,312.38
	纸尿裤	228.14	237.54	154.30	148.35	185.44	213.26	238.85
	ODM	159.45	161.42	149.18	130.24	134.80	139.38	143.98
分渠道	经销	531.80	607.88	703.40	856.52	1,001.60	1,240.06	1,523.95
	KA	205.85	269.50	244.76	266.42	228.07	271.18	316.51
	电商	64.07	110.62	153.42	209.89	281.80	364.94	467.50
	ODM	159.45	161.42	149.18	130.24	134.80	139.38	143.98
分区域	川渝	402.04	491.20	530.91	614.44	752.85	915.31	1,104.95
	云贵陕	242.20	288.27	268.70	335.63	439.63	556.82	699.14
	其他地区	93.41	97.90	148.55	172.86	227.28	256.17	279.63
	电商	64.07	110.62	153.42	209.89	281.80	364.94	467.50
	ODM	159.45	161.42	149.18	130.24	134.80	139.38	143.98
营收占比	合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
分产品	卫生巾	59.67%	65.29%	75.74%	80.96%	82.56%	84.21%	85.80%
	纸尿裤	23.74%	20.67%	12.34%	10.14%	10.10%	9.55%	8.86%
	ODM	16.59%	14.04%	11.93%	8.90%	7.34%	6.24%	5.34%
分渠道	经销	55.33%	52.89%	56.24%	58.54%	54.54%	55.54%	56.54%
	KA	21.42%	23.45%	19.57%	18.21%	22.77%	21.87%	20.77%
	电商	6.67%	9.62%	12.27%	14.35%	15.35%	16.35%	17.35%
	ODM	16.59%	14.04%	11.93%	8.90%	7.34%	6.24%	5.34%
分区域	川渝	41.83%	42.73%	42.45%	42.00%	41.00%	41.00%	41.00%
	云贵陕	25.20%	25.08%	21.48%	22.94%	23.94%	24.94%	25.94%
	其他地区	9.72%	8.52%	11.88%	11.82%	12.38%	11.47%	10.37%
	电商	6.67%	9.62%	12.27%	14.35%	15.35%	16.35%	17.35%
	ODM	16.59%	14.04%	11.93%	8.90%	7.34%	6.24%	5.34%
营收增速	合计	18.63%	19.59%	8.82%	16.97%	25.51%	21.58%	20.72%
分产品	卫生巾	7.01%	30.84%	26.23%	25.04%	28.00%	24.00%	23.00%
	纸尿裤	7.64%	4.12%	-35.04%	-3.85%	25.00%	15.00%	12.00%
	ODM	156.09%	1.23%	-7.58%	-12.70%	3.50%	3.40%	3.30%
分渠道	经销	-1.63%	14.31%	15.71%	21.77%	16.94%	23.81%	22.89%
	KA	22.92%	30.92%	-9.18%	8.85%	-14.39%	18.90%	16.72%
	电商	60.67%	72.66%	38.69%	36.81%	34.26%	29.50%	28.10%
	ODM	156.09%	1.23%	-7.58%	-12.69%	3.50%	3.40%	3.30%
分区域	川渝	2.18%	22.18%	8.08%	15.73%	22.53%	21.58%	20.72%
	云贵陕	3.02%	19.02%	-6.79%	24.91%	30.99%	26.66%	25.56%
	其他地区	17.48%	4.80%	51.74%	16.37%	31.48%	12.71%	9.16%
	电商	60.67%	72.66%	38.69%	36.81%	34.26%	29.50%	28.10%
	ODM	156.09%	1.23%	-7.58%	-12.70%	3.50%	3.40%	3.30%
毛利率	合计	42.13%	45.91%	42.66%	44.71%	45.72%	46.08%	46.02%
分产品	卫生巾	53.75%	55.30%	50.52%	50.65%	51.15%	51.15%	50.65%
	纸尿裤	26.29%	28.71%	14.55%	16.78%	16.78%	15.78%	14.78%
	ODM	23.01%	27.57%	21.86%	22.47%	24.47%	23.97%	23.47%
销售费用率	合计	25.57%	26.89%	17.74%	19.06%	19.45%	19.83%	20.23%
管理费用率	合计	3.48%	3.68%	4.79%	5.11%	5.11%	5.11%	5.11%
研发费用率	占比	1.28%	1.57%	2.39%	3.48%	3.45%	3.45%	3.45%
财务费用率	合计	-0.22%	-0.12%	-0.25%	-0.19%	-0.18%	-0.21%	-0.37%
经营利润率	合计	37.19%	43.25%	43.21%	20.14%	19.13%	18.93%	18.36%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

投资建议：看好区域个护龙头的渠道拓展、区域扩张空间

2021 公司坚持既定的发展战略，凭借专业化生产制造、供应链管理和自主研发等方面的优势，通过持续优化产品结构，深化优势区域渠道拓展，加快电商和新零售渠道建设，加大营销推广等有力措施，推动了公司业绩和利润持续提升。与同业其他公司相比，百亚核心业务是自有品牌卫生巾，该赛道具有规模大、毛利率高的特性，目前在消费升级和渠道变革的趋势下，仍有结构变化的机遇；同时公司作为区域知名龙头，在向全国扩张的过程中具备高成长性。

盈利预测方面，我们看好公司的生产研发、迭代创新能力；以及通过渠道拓展进一步向全国更多区域扩张的能力。预计公司 2022~2024 年净利润为 2.7/3.3/3.9 亿元，同比增长 17.7%/21.8%/18.5%。

估值方面，公司可比同行 2022 年平均 PE 在 14.7x，公司过去 3 年平均估值约为 32.6x。考虑到短期疫情影响的不确定性，以及赛道长期前景、公司自身竞争力、成长性优势等角度：从产品端来看，百亚的卫生巾自主品牌“自由点”具有一定的品牌影响力，市占率较高；具备较强的研发和生产能力，卫生巾品类产能和产能利用率高；公司营销能力突出，管理层对于营销端重视，人力和财力投入较大。从财务端来看，百亚盈利能力较强，毛利率较高，净利率处于中等偏上水平，逐年提升。我们给予公司相比同行一定的估值溢价，合理估值对应 2022 年 26.5-29.0x PE，合理估值区间为 16.4-18.0 元，相比前收盘价有 25.6%~37.8%的涨幅，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,836	2,233	2,695
(+/-%)	8.8%	17.0%	25.5%	21.6%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	268	327	387
(+/-%)	42.4%	24.9%	17.7%	21.8%	18.5%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.62	0.76	0.90
经营利润率	16.8%	16.1%	16.7%	16.7%	16.2%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	20.3%	22.5%	24.1%
市盈率(PE)	30.6	24.5	20.9	17.2	14.5
EV/EBITDA	24.2	21.3	17.1	13.8	11.7
市净率(PB)	4.96	4.60	4.25	3.87	3.50

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

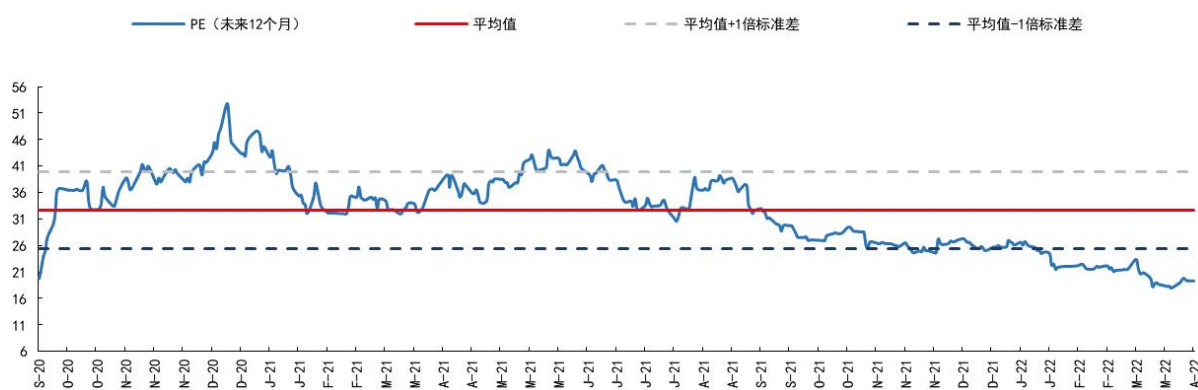
表11: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
1044	百亚股份	买入	13.06	0.46	0.53	0.62	0.76	28.39	24.64	21.06	17.18
同类公司											
6993	蓝月亮集团	买入	4.70	0.22	0.21	0.24	0.28	21.47	21.98	19.24	16.68
002511	恒安国际	无评级	30.53	3.86	2.82	3.01	3.24	7.90	10.84	10.15	9.42
3331	维达国际	无评级	15.16	1.32	1.18	1.32	1.55	11.51	12.85	11.49	9.78
605009	中顺洁柔	买入	12.01	0.70	0.68	0.93	1.02	17.16	17.75	12.95	11.83
003006	豪悦护理	无评级	42.36	6.95	2.33	3.29	4.07	6.09	18.14	12.87	10.41
301009	可靠股份	无评级	14.89	1.05	0.30	0.64	0.88	14.18	49.85	23.33	16.88
001206	依依股份	无评级	35.53	2.75	1.50	1.98	2.49	12.92	23.69	17.91	14.25
6601	朝云集团	无评级	2.04	0.22	0.16	0.22	0.27	9.05	12.72	9.25	7.68
平均值								12.54	20.98	14.65	12.11

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期。

图46: 公司上市以来 PE (未来 12 个月) 中枢区间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值区间为 16.4-18.0 元。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对市场拓展、产能扩张、单价和财务比率的假设。其中涉及的公司市场拓展进度、产能扩张速度、产能利用率、销量与售价等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司在市场拓展过程中，面临运输或建厂成本增加，价格竞争力和产品竞争力不足的问题，可能无法如我们预期顺利实现。

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战，导致扩张受阻，无法支撑量价成长。

产品出现品质控制问题，从而损害公司在业界的声誉，影响后续业务进展。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求，导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料，其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大，销售端无法有效对冲，则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率，优化各类成本与费用，导致费用率高于我们预期，从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

财务风险

公司可能失去政府补助等非经常性收入，对盈利产生负面影响。

公司的应收账款可能因下游大客户或经销商无法付款而造成损失。

行业风险

卫生巾和婴儿纸尿裤产品市场竞争激烈，且渠道多元化带来的不同价格区间产品竞争进一步交错。低质低价甚至假冒伪劣产品可能通过部分渠道触及消费者，并影响公司市场推广与品牌形象建设。

成人失禁用品市场发展不及预期。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	248	259	583	457	458	营业收入	1251	1463	1836	2233	2695
应收款项	98	143	47	57	69	营业成本	717	809	997	1204	1455
存货净额	150	162	230	279	339	营业税金及附加	12	14	17	20	24
其他流动资产	30	22	11	13	16	销售费用	222	279	357	443	545
流动资产合计	909	917	1202	1137	1213	管理费用	60	75	96	117	140
固定资产	454	531	488	489	485	研发费用	30	51	63	77	93
无形资产及其他	67	66	64	62	61	财务费用	(3)	(3)	(3)	(5)	(10)
投资性房地产	35	21	21	21	21	投资收益	0	13	18	18	13
长期股权投资	0	20	14	9	3	资产减值及公允价值变动	4	2	(6)	(8)	(9)
资产总计	1465	1553	1789	1718	1783	其他收入	(35)	(49)	(36)	(43)	(53)
短期借款及交易性金融负债	0	1	500	300	200	营业利润	212	255	349	420	492
应付款项	152	164	71	86	105	营业外净收支	(0)	(0)	7	12	20
其他流动负债	182	165	170	208	253	利润总额	212	255	355	433	513
流动负债合计	334	330	741	594	558	所得税费用	30	31	92	112	133
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	(0)	(4)	(5)	(7)	(8)
其他长期负债	7	8	(42)	(93)	(144)	归属于母公司净利润	183	228	268	327	387
长期负债合计	7	8	(272)	(323)	(374)	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	341	339	469	271	184	净利润	183	228	268	327	387
少数股东权益	(1)	1	(1)	(4)	(7)	资产减值准备	(0)	1	0	(0)	(0)
股东权益	1125	1213	1321	1451	1606	折旧摊销	35	42	51	55	59
负债和股东权益总计	1465	1553	1789	1718	1783	公允价值变动损失	(4)	(2)	6	8	9
						财务费用	(3)	(3)	(3)	(5)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	17	(36)	(100)	(60)	(61)
每股收益	0.43	0.53	0.62	0.76	0.90	其它	0	(2)	(2)	(3)	(3)
每股红利	0.00	0.30	0.37	0.46	0.54	经营活动现金流	230	230	223	327	391
每股净资产	2.63	2.84	3.07	3.37	3.73	资本开支	0	(120)	(13)	(63)	(63)
ROIC	29%	32%	30%	34%	38%	其它投资现金流	(382)	51	0	0	0
ROE	16%	19%	20%	23%	24%	投资活动现金流	(382)	(89)	(7)	(57)	(57)
毛利率	43%	45%	46%	46%	46%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	17%	17%	16%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%	18%	支付股利、利息	0	(128)	(161)	(196)	(232)
收入增长	9%	17%	26%	22%	21%	其它融资现金流	174	126	499	(200)	(100)
净利润增长率	42%	25%	18%	22%	19%	融资活动现金流	173	(131)	108	(396)	(332)
资产负债率	23%	22%	26%	16%	10%	现金净变动	21	10	324	(126)	2
息率	0.0%	2.3%	2.9%	3.5%	4.2%	货币资金的期初余额	227	248	259	583	457
P/E	30.6	24.5	20.9	17.2	14.5	货币资金的期末余额	248	259	583	457	458
P/B	5.0	4.6	4.3	3.9	3.5	企业自由现金流	0	93	164	208	259
EV/EBITDA	24.2	21.3	17.1	13.8	11.7	权益自由现金流	0	219	436	11	166

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032