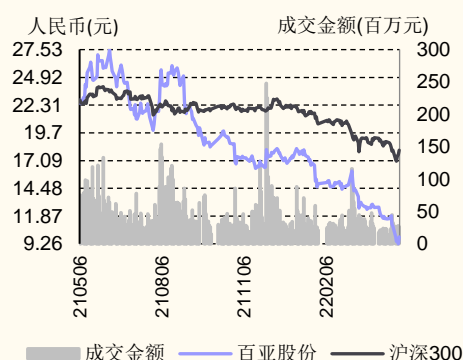


市场价格(人民币): 9.91元

目标价格(人民币): 12.50元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.30
已上市流通A股(亿股)	2.15
总市值(亿元)	42.65
年内股价最高最低(元)	27.54/9.26
沪深300指数	4016
深证成指	11021



公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,838	2,236	2,725
营业收入增长率	8.82%	16.97%	25.60%	21.70%	21.85%
归母净利润(百万元)	183	228	268	323	390
归母净利润增长率	42.41%	24.89%	17.62%	20.52%	20.78%
摊薄每股收益(元)	0.427	0.533	0.623	0.751	0.907
每股经营性现金流净额	0.59	0.46	0.72	0.84	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.23%	18.79%	19.81%	20.87%	21.56%
P/E	58.95	33.65	19.52	16.20	13.41
P/B	9.57	6.32	3.87	3.38	2.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国产卫生巾优势品牌, 立足川渝向全国迈进。**公司作为川渝优秀卫生巾品牌, 从事卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等卫生用品的研发、生产和销售, 旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等多个品牌。
- **渠道扩张亮点: 电商提速强发力, 线下以点带面向外省破局。**区域品牌迈向全国最重要的在于有限资源约束下高效的渠道战略选择。1) 线上:引入专业化运作团队, 淘系为基础, 积极投入抖音、社区团购等新渠道, 借力线上突破地域界限, 21年线上营收2.1亿元, 同比+36.8%, 1Q22线上增速超过70%。2) 线下:公司凭借在川渝打下扎实的渠道壁垒深厚, 21年在重庆市占率第一, 四川省占率第二(约20%), 云贵陕市占率第二(10%+), 线下精细化运营力效果较优利润率稳步提升, 21年KA/经销渠道毛利率分别为44.7%/50.6%, 同比+2.6/+0.2pct, 未来在原有优势区域加密的同时, 积极发力云贵陕等周边重点区域的外延突破。
- **产品升级: “轻薄”差异化定位, 产品持续高端化升级, 品类开拓打开成长空间。**自由点品牌以“轻薄”为主打差异点支撑中高端品牌定位, 通过隐形、有机纯棉等产品创新优化升级, 提升整体价格带。基于公司敏锐的品类布局眼光, 积极推进新品类差异化战略, 推动经期裤、婴儿学步裤等中高端新品类的迭代升级, 结构性的抬升价格中枢以及利润弹性。

投资建议与估值

- 我们预计22-24年公司归母净利润分别为2.68、3.23和3.9亿元, 当前股价对应PE分别为16X、13X和11X, 考虑公司作为兼具品牌力、产品力的区域卫生巾品牌龙头, 产品结构不断优化升级, 川渝地区优势壁垒凸显, 后续发力云贵, 并且以电商为切入点加速推进全国化突围, 我们看好公司中长期市场份额的提升。我们采用市盈率相对估值法, 给予公司2022年20X估值, 对应目标价12.5元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险; 跨区域扩张不及预期的风险; 市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险; 股东减持风险

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人
yinxyue@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

分品类角度:

1、卫生巾: 自由点品牌作为公司重点发展的中高端品牌,随着公司中高端产品结构迭代升级,以及女性经期裤等升级品类占比的提升,我们预计 2022-2024 年公司卫生巾收入同比+31%/25%/24%。毛利率方面,自由点过去的毛利率中枢在 50%-55%,考虑到未来线上重点发力,低价格带产品占比提升,我们预测 2022-2024 年公司毛利率为 49.1%/49.2%/49.1%。

2、纸尿裤: 考虑到当前纸尿裤行业增速 9%左右,公司逐步提升对婴儿纸尿裤、成人尿裤的重视程度,未来两年学步裤占比的提升,成立专门团队进行渠道铺设,我们预计 2022-2024 年公司纸尿裤营收同比+5%/7%/10%,毛利率为 16.5%/15%/15%。

3、ODM 业务: ODM 业务过去是自主产能的补充,2020 年以来随着公司自有品牌快速发展,ODM 业务增速放缓,我们预计 2022-2024 年 ODM 业务营收同比+0%/0%/5%,毛利率为 22%/21%/20%。

分渠道角度:

公司销售渠道分为线下渠道、电商渠道和 ODM 销售渠道,其中线下渠道包括经销商渠道和 KA 渠道。

1、经销商&KA 渠道: 公司线下渠道开拓有序推进,经销商和 KA 渠道毛利率提升。我们预计 2022-2024 年公司经销商渠道收入同比+24%/20%/20%,毛利率为 50.6%/50.9%/50.9%; KA 渠道收入同比+15.4%/+10.1%/+7.4%,毛利率为 44.8%/44.9%/45.6%。

2、电商渠道: 公司借力电商渠道突破区域界限,取得显著成效,后续电商强化发力,我们预计 2022-2024 年营收同比+61%/+46%/+41%,毛利率为 33%/36%/38%。

综合来看,我们预计 2022-2024 年公司总体营收同+25.6%/+21.7%/+21.9%,毛利率为 44.4%/45.0%/45.3%。

费用预测: 我们判断,公司将加速线上的推广与线下区域的开拓,我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 19.4%/19.6%/19.6%。预计管理费用率为 5.2%/5.3%/5.4%。预计研发费用为 0.64/0.78/0.98 亿元,研发费用率为 3.5%/3.5%/3.6%。

综上,我们预计公司 2022-2024 年营收增速分别为+25.6%/21.7%/21.9%,归母净利润增速分别为+17.6%/20.5%/20.8%。

内容目录

投资要件	2
1 国产卫生巾优势品牌，立足川渝向全国迈进	5
1.1 卫生巾业务为主要驱动力，三大板块协同发展	5
1.2 经销商和 KA 为主要销售渠道，电商和 ODM 渠道快速发展	6
2 行业：品类升级带动“价”增为主要驱动，格局稳中有变	8
2.1 产品升级趋势：围绕场景细分化、体验提升，改善型创新	8
2.2 如何看待品牌格局集中化趋势？	9
3 渠道端：线上电商辐射全国，线下借力 KA+经销多区域开拓	10
3.1 线下：川渝竞争优势能否向全国复制？	10
3.2 线上：顺应变革趋势积极发力，股权激励彰显发展决心	14
4 产品&品牌：加速产品迭代与中高端创新升级	16
4.1 中高端品牌定位+产品迭代升级，有机纯棉产品线渐入佳境	16
4.2 新品类：安睡裤+学步裤自建产能，把握细分赛道高成长红利	18
盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	20
盈利预测	20
投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：公司旗下品牌矩阵介绍	5
图表 2：2013-2021 公司营收及增速	5
图表 3：2013-2021 公司净利润及增速	5
图表 4：2018-2021 公司分品类营收占比	6
图表 5：2018-2021 公司卫生巾业务营收及增速	6
图表 6：2018-2021 纸尿裤营收及增速	6
图表 7：2018-2021 ODM 营收及增速	6
图表 8：2018-2021 公司分渠道营收占比	7
图表 9：2018-2021 公司分渠道营收	7
图表 10：2018-2021 公司分渠道营收增速（%）	7
图表 11：公司非线上业务人员的股权激励业绩设定目标	8
图表 12：中国女性卫生用品市场规模及增速	8
图表 13：B 线上平台经期裤占比持续提升	8
图表 14：苏菲产品细分化格局	9
图表 15：护舒宝推出液体卫生巾系列	9
图表 16：卫生巾各渠道变迁	10
图表 17：卫生巾各主要渠道增速	10
图表 18：国内卫生巾品牌 CR10 稳步提升	10

图表 19: 公司线下渠道分为七大事业部	11
图表 20: 川渝、云贵陕地区占比平稳, 电商强势增长	11
图表 21: 电商、川渝和云贵陕地区增速为主要驱动力	11
图表 22: 前五大客户以 KA 为主	12
图表 32: 家清个护公司毛利率比较	12
图表 33: 公司的应收账款周转天数较同类公司表现更好	12
图表 23: 公司对线下渠道精细化运营管理	13
图表 24: 与同行竞争者相比, 公司销售费用率相对较高	13
图表 25: 公司职工薪酬费用、广宣费率较洁柔高	13
图表 26: 公司下游经销商数量(个)变化	14
图表 27: 公司各渠道毛销差	14
图表 30: 2021 年电商渠道营收同比+36.8%	14
图表 31: 自由点在 A 线上平台市场份额在 2%-3%	14
图表 32: 线上渠道分布更为分散, 亦更有利于品牌的全国化推广	15
图表 33: 公司在抖音渠道的投入较为突出	15
图表 34: 与维达国际相比, 公司电商渠道营收占比规模尚小	16
图表 35: 公司线上业务人员的股权激励业绩设定目标	16
图表 36: 中高端定位的自由点营收体量超过妮爽	17
图表 37: 各品牌系列卫生巾平均销售单价对比	17
图表 38: 公司卫生巾产品主要核心技术	17
图表 39: 自由点产品系列迭代路径	18
图表 40: 公司产品毛销差呈提升趋势	18
图表 41: “好之”纸尿裤的产品迭代路径	18
图表 42: 经期裤在 B 电商平台保持快速成长	19
图表 43: 经期裤价格与普通卫生巾单价对比	19
图表 44: A 电商平台拉拉裤销售额保持高速增长	20
图表 45: 公司主要业务营收及毛利预测	21
图表 46: 可比公司估值	22

1 国产卫生巾优势品牌，立足川渝向全国迈进

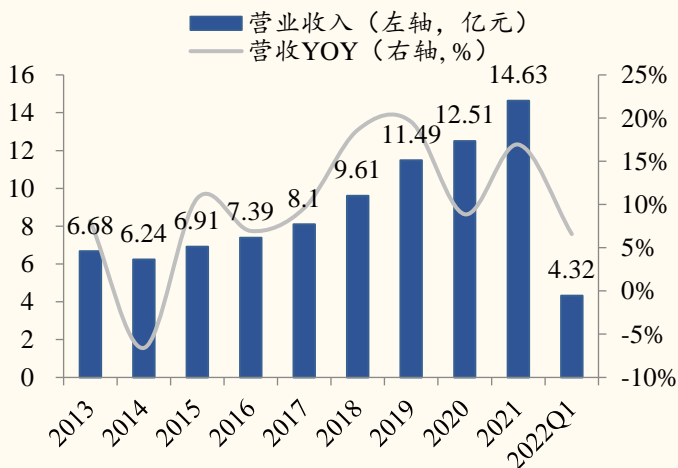
公司成立于 2010 年，主要从事卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等卫生用品的研发、生产和销售，旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等多个品牌，以经销商、KA 和电商平台为主要销售渠道，业务从川渝地区出发，向全国重点地区有序开拓。根据 2015-2018 年全国商超渠道销售额排名，公司卫生巾产品市场份额在本地厂商中连续四年位居第四，婴儿纸尿裤产品市场份额在本地厂商中连续四年位居前三。2021 年公司实现营收 14.6 亿元，过去 3 年 CAGR 为 15%，归母净利润 2.28 亿元，过去 3 年 CAGR 为 36.7%。

图表 1：公司旗下品牌矩阵介绍

产品类别	主要功能	品牌	品牌理念	主要产品系列
卫生巾	主要用于女性月经来潮时吸收经血，使经期女性健康、舒适		自由、青春	隐形系列、无感无忧系列、无感 7 日系列、掌控君系列、安睡裤系列、由我清爽系列等
			清新、健康	云呼吸系列、闪吸系列、清清爽爽系列、清凉瞬吸系列等
婴儿纸尿裤	主要用于婴幼儿排尿时吸收尿液、防漏，使婴幼儿干爽、舒适		舒适、快乐	超薄全能系列、特薄棉柔系列、薄爽透气系列、纯净系列、学步裤系列等
成人失禁用品	主要为不同失禁程度以及术后、产后或行动不便的人士提供防漏保护，减轻其失禁、排便困扰		安全、健康	成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列、成人护理垫系列等

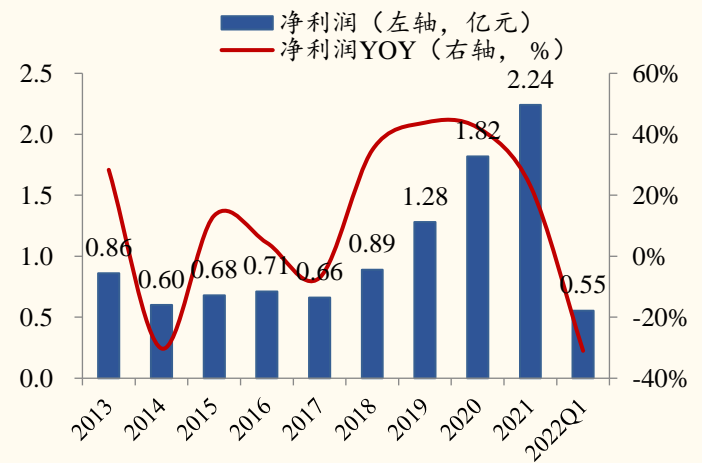
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 2：2013-2021 公司营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2013-2021 公司净利润及增速



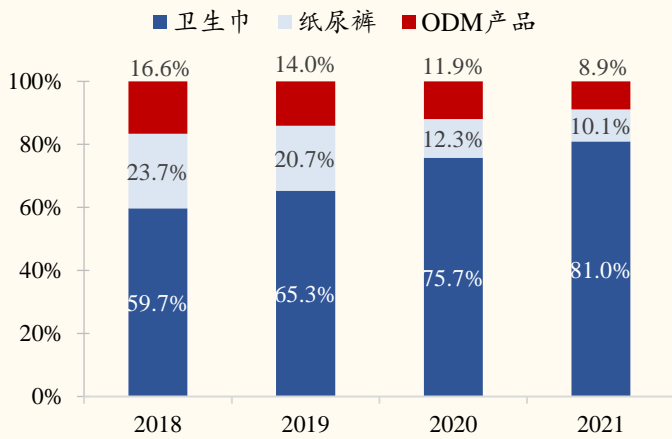
来源：公司公告，国金证券研究所

1.1 卫生巾业务为主要驱动力，三大板块协同发展

2021 年，公司卫生巾/纸尿裤/ODM 产品的营收为 11.84/1.48/1.3 亿元，营收占比 81%/10.1%/8.9%，以卫生巾为主要驱动的自主品牌运营是公司业务成长的基石。

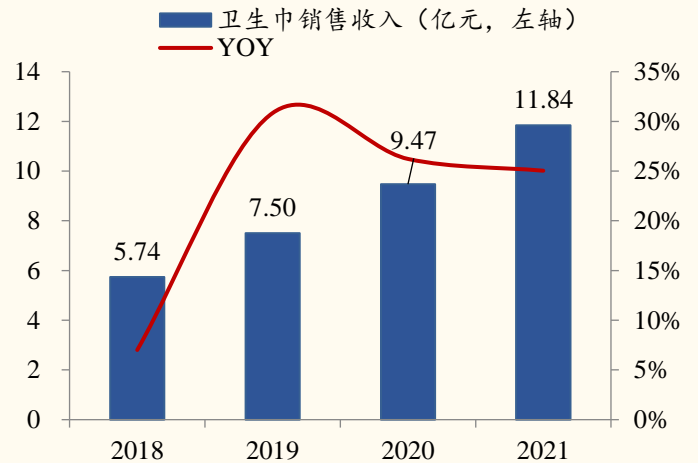
- **卫生巾：“自由点”为基本盘，成为业务成长主线。**2018-2021年，卫生巾业务营收由5.74亿元增长至11.84亿元，复合增速为19.9%，营收占比由59.7%提升至81.0%。受益于卫生巾产品结构优化，定位于中高端的卫生巾品牌“自由点”营业收入持续增长。
- **纸尿裤市场竞争激烈，营收略下滑。**纸尿裤营收由2018年的2.28亿元下降至2021年的1.48亿元，其中2018-2019年有稳定增长，纸尿裤市场竞争激烈，基于公司战略，21年收入略有收缩。
- **ODM 平稳发展，处于新客户探寻期。**ODM 营收由2018年的1.59亿元快速增长至2019年的1.61亿元，受老客户业绩波动影响，2021年营收1.3亿元，同比-12.7%。

图表 4：2018-2021 公司分品类营收占比



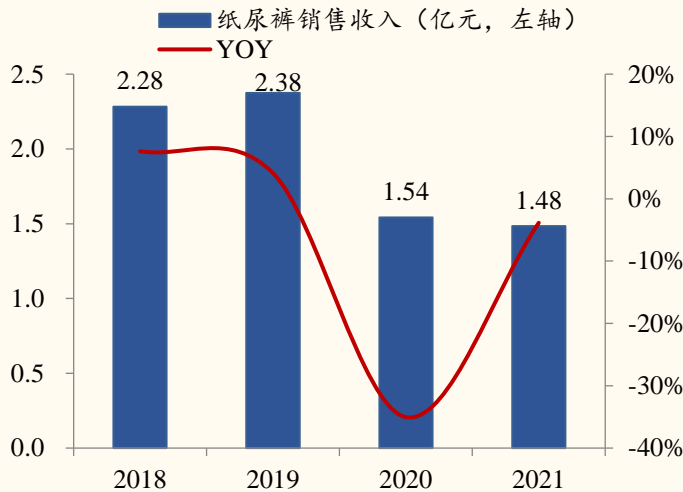
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2018-2021 公司卫生巾业务营收及增速



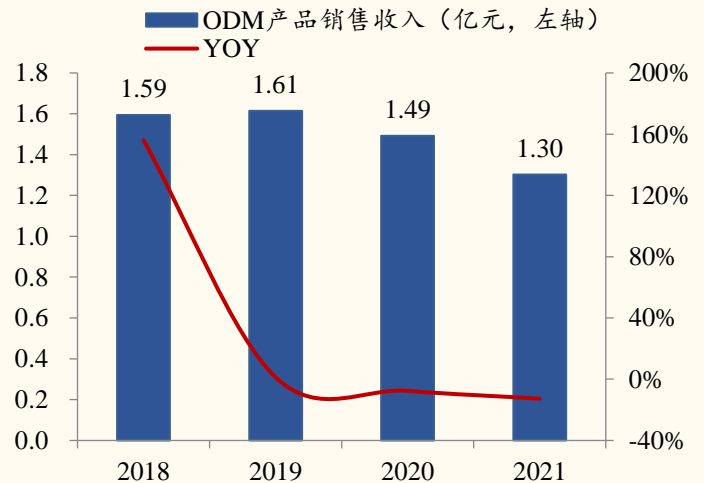
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2018-2021 纸尿裤营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2018-2021 ODM 营收及增速

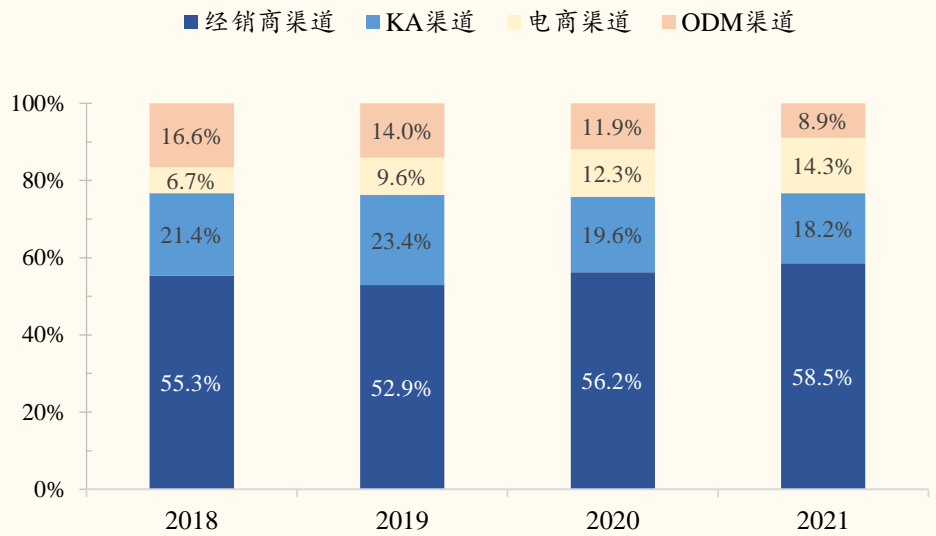


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 经销商和 KA 为主要销售渠道，电商和 ODM 渠道快速发展

2021 年公司经销商/KA/电商/ODM 渠道营收为 8.57/2.66/2.10/1.30 亿元，营收占比 58.5%/18.2%/14.4%/8.9%，近年来经销商渠道占比有所下滑，KA 渠道受疫情影响规模略收缩，电商渠道迅速崛起。

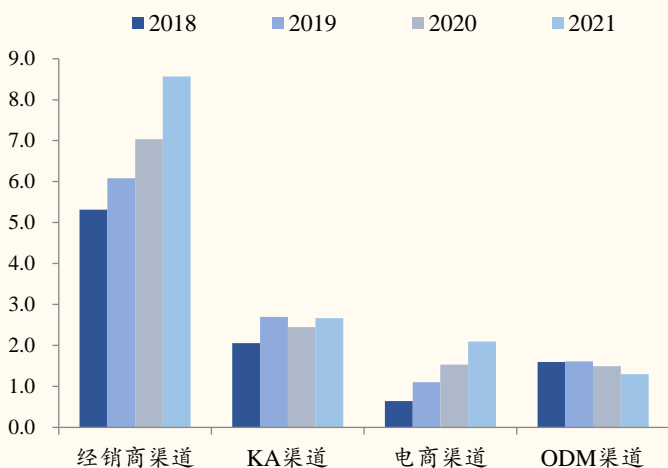
图表 8: 2018-2021 公司分渠道营收占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

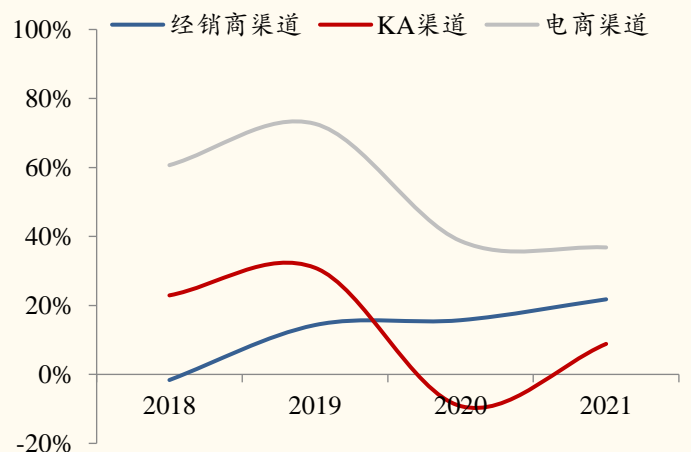
- 经销商渠道营收维稳。公司在经销商渠道具备坚实基础, 经销商渠道营收由 2018 年的 5.3 亿元增长至 2021 年的 8.6 亿元, 复合增速为 12.4%, 销售收入保持稳定。
- KA 渠道前期快速增长, 近期随行业环境变化有所收缩。受益于下游 KA 客户的持续开拓, KA 渠道营收由 2018 年的 2.06 亿元提升至 2021 年的 2.66 亿元, 复合增速为 6.7%。
- 电商渠道增速靓丽。公司 2017 年以来加大了网络等新媒体的推广投入, 积极参与“618”、“双 11”等大型电商促销活动, 带动电商渠道销售收入快速增长, 电商营收占比由 2018 年的 6.7% 提升至 2021 年的 14.3%。
- ODM 销售业务快速发展。公司积极为下游新兴渠道消费品牌开展代工, 该部分营收由 2018 年的 1.59 亿元增长至 2021 年的 1.3 亿元。

图表 9: 2018-2021 公司分渠道营收



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 2018-2021 公司分渠道营收增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

发布股权激励, 彰显中期发展信心。公司发布 2021 年股票期权与限制性股票激励计划草案, 拟向 568 名员工授予权益不超过 495.54 万份。对于负责线下业务的激励对象: 业绩考核以 2020 年公司营业收入与净利润为基数, 22-24 年

公司收入增长率分别不低于 45%/75%/115%，公司净利润增长率分别不低于 40%/65%/95%。

图表 11: 公司非线上业务人员的股权激励业绩设定目标

行权安排	业绩考核目标	目标营收 (亿元)	YOY	目标净利润 (亿元)	YOY
2022	2022年, 以2020年公司营业收入和净利润为基数, 营业收入增长率不低于45%, 并且净利润增长率不低于40%	18.14	24.0%	2.56	12.1%
2023	2023年, 以2020年公司营业收入和净利润为基数, 营业收入增长率不低于75%, 并且净利润增长率不低于65%	21.89	20.7%	3.01	17.9%
2024	2024年, 以2020年公司营业收入和净利润为基数, 营业收入增长率不低于115%, 并且净利润增长率不低于95%	26.89	22.9%	3.56	18.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 行业: 品类升级带动“价”增为主要驱动, 格局稳中有变

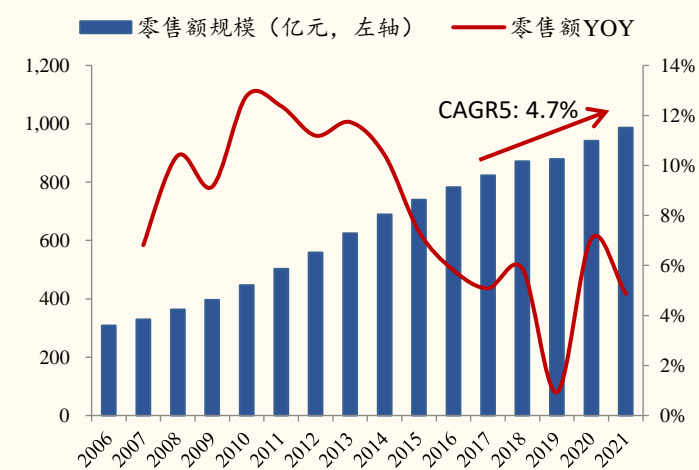
2.1 产品升级趋势: 围绕场景细分化、体验提升, 改善型创新

行业稳健成长, 产品呈现细分化、功能化升级趋势。根据欧睿数据, 2016-2021 年市场规模达由 782.9 亿元增长至 987.1 亿元, 过去 5 年复合增速 4.7%。过去 3-5 年行业规模扩容主要以价格提升驱动为主, 具体体现为两个方面:

1) 基于场景的细分化升级。依据日间、夜间、出行等不同使用场景, 卫生巾产品逐步向细分化方向发展。例如, 苏菲率先推出适用于夜间场景的经期裤产品, 其他卫生巾品牌陆续跟进, 自 2020 年以来经期裤销售额不断提升, 1Q20-1Q22 经期裤在 B 电商平台销售占比由 13.4% 提升至 26.5%。

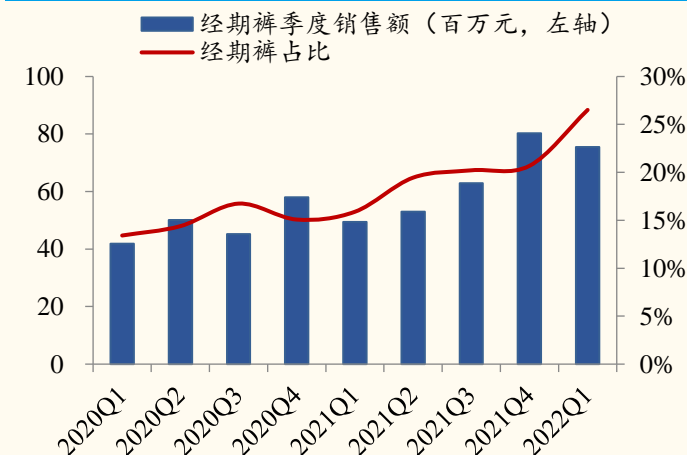
2) 基于体验优化的改善创新。为进一步提高产品的舒适性, 强化用户体验, 卫生巾品牌在产品/材质层面不断进行“改善型创新”。例如, 护舒宝推出液体卫生巾系列, 采用新技术从液体中提取吸收材料, 主打强吸收、零触感、抑菌性, 产品功能性不断升级。

图表 12: 中国女性卫生用品市场规模及增速



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 13: B 线上平台经期裤占比持续提升



来源: 魔镜, 国金证券研究所整理

图表 14: 苏菲产品细分化格局



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 15: 护舒宝推出液体卫生巾系列



来源: 天猫, 国金证券研究所

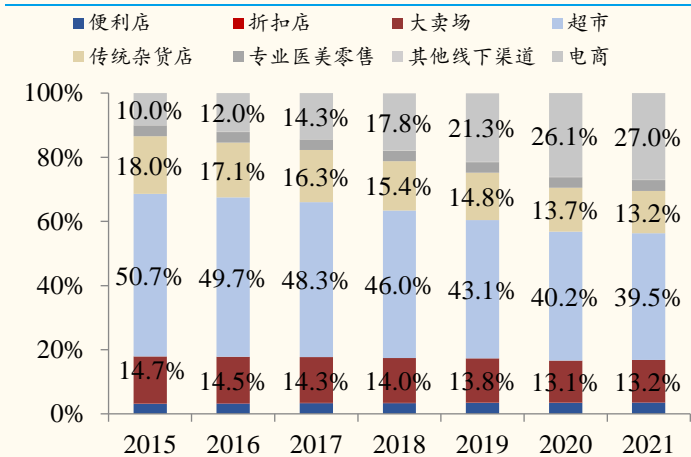
2.2 如何看待品牌格局集中化趋势?

渠道仍以超市为主, 电商销售占比快速提升。卫生巾市场销售渠道分为以超市、大卖场、传统杂货店为主的线下渠道, 以及线上电商渠道。2021 年超市/大卖场/传统杂货店/电商销售占比分别为 39.5%/13.2%/13.2%/27%, 由于卫生巾具有及时性和标准化双重属性, 销售渠道仍以线下超市为主, 同时电商渠道增长迅速, 已成为行业第二大销售渠道。从增速来看, 2019-2021 年电商渠道增速

分别为 20.8%/31.2%/8.5%，增长速度远超线下渠道。超市/大卖场/传统杂货店作为主要的线下渠道，2021 年增速分别为 3%/5.7%/1%，较 2019-2020 年增速有所恢复。由于头部外资品牌对电商运作的日益重视，整体由线上渠道变迁对品牌格局的改变并不大。

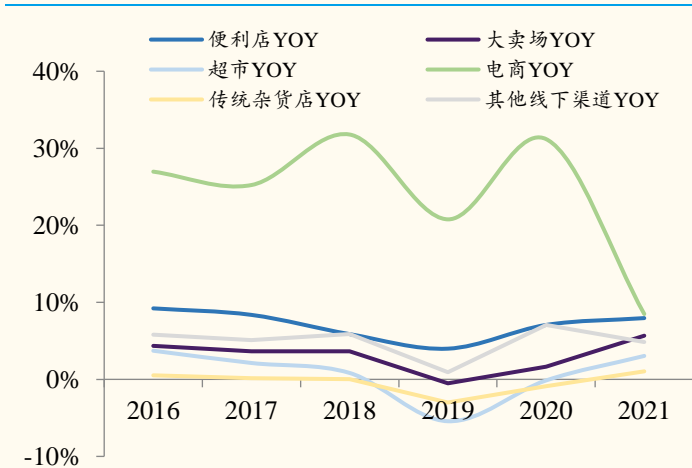
品牌格局稳中有变，集中度稳步提升。卫生巾行业各大品牌商市占率及排名基本稳定，苏菲、七度空间、护舒宝稳居品牌前三，其中苏菲自 2019 年以来市占率不断提升，已超过七度空间成为卫生巾第一大品牌。以自由点为代表的区域品牌凭借区域市场精耕和发力线上向全国化突围，市场份额稳步提升。从品牌格局变化来看，行业集中度稳步提升，2015-2021 年 CR5 由 30.6%提升至 34.8%，CR10 由 33.2%提升至 42.0%。

图表 16: 卫生巾各渠道变迁



来源：欧睿，国金证券研究所

图表 17: 卫生巾各主要渠道增速



来源：欧睿，国金证券研究所

图表 18: 国内卫生巾品牌 CR10 稳步提升

品牌名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
苏菲	8.6%	9.5%	10.1%	10.5%	11.6%	12.4%	12.2%
七度空间	10.4%	10.7%	11.5%	11.1%	10.7%	10.2%	9.9%
护舒宝	6.0%	5.3%	5.0%	5.2%	5.7%	5.7%	5.7%
高洁丝	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	3.4%	3.6%	3.8%
ABC	3.0%	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%
洁婷	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
自由点	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%
洁伶	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
好舒爽	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
CR5	30.6%	30.6%	32.4%	32.9%	34.7%	35.1%	34.8%
CR10	33.2%	34.3%	35.3%	38.8%	41.0%	41.4%	42.0%

来源：欧睿，国金证券研究所

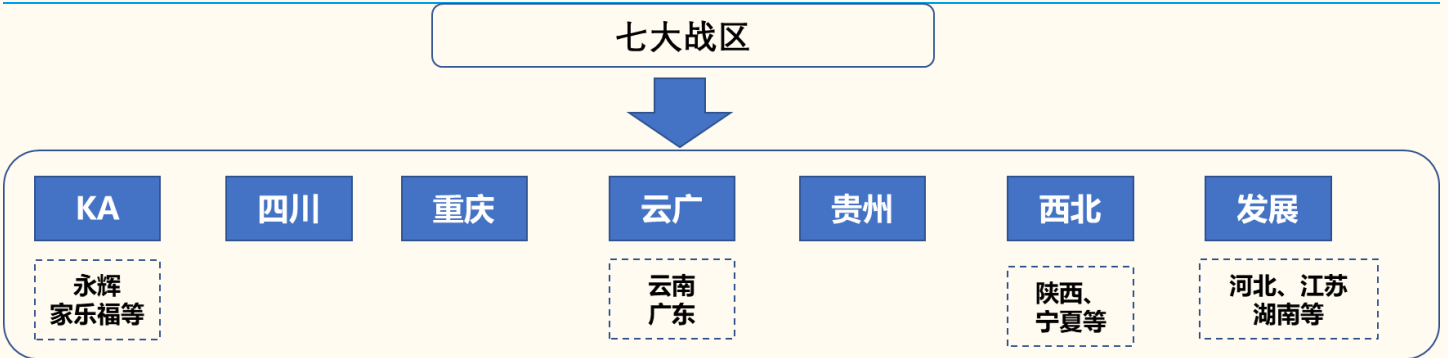
3 渠道端：线上电商辐射全国，线下借力 KA+经销多区域开拓

我们认为，区域品牌迈向全国的最重要驱动在于有限资源约束下的高效渠道战略选择。公司当前处于渠道开拓的关键时期，其线上、线下渠道扩张策略有序进行。对线上，公司借力电商突破地域界限，凭借优秀的产品力和差异化营销策略进行破局。对线下，面对激烈的竞争环境，公司过往在区域 KA 中的精细化盈利模型已得到成功验证，未来有望以全国连锁 KA 为抓手从川渝向外针对性拓展。公司的线下经销渠道开拓有序推进，在原有优势区域加密的同时，积极发力云贵陕、两湖等周边重点区域的外延突破。

3.1 线下：川渝竞争优势能否向全国复制？

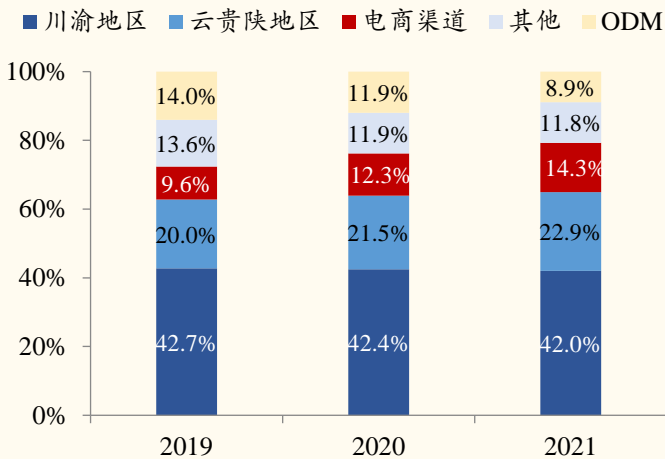
成立七个事业部，深耕川渝，有序向全国扩容。公司将线下渠道分为七个事业部，其中四川、重庆为先发强势区域，公司在该战区聚焦渠道下沉策略；KA 作为精耕和全国化推广的依托点，公司在重点商超精细化运营；云广、贵州、西北战区则是公司下一步重点线下推广的发力点。公司正逐步完成外围区域试点省打造和全国拓展模式推广，目前产品已经进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场。根据尼尔森数据，21 年公司在重庆/四川/云贵陕市场份额分别为 30%/20%/10%+。2019-2021 年公司来自川渝、云贵陕地区的销售收入占营业收入的比重分别为 62.78%/63.93%/64.94%。

图表 19: 公司线下渠道分为七大事业部



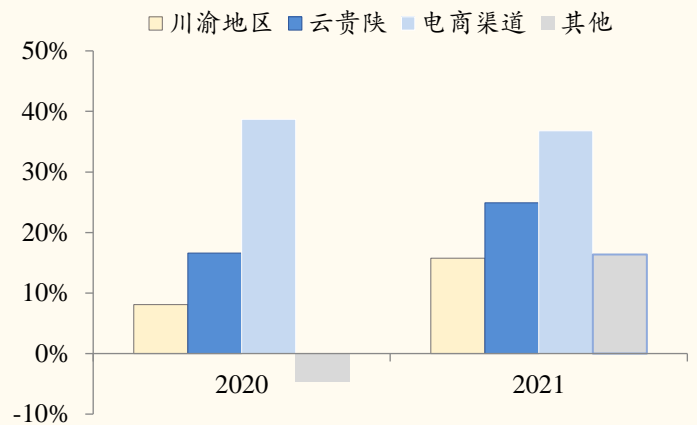
来源: 百亚品牌说公众号, 国金证券研究所

图表 20: 川渝、云贵陕地区占比平稳, 电商强势增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 电商、川渝和云贵陕地区增速为主要驱动力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

区域 KA 发展模型成功验证, 未来以 KA 为抓手从川渝走向全国

与下游 KA 渠道客户合作关系稳定。2021 年 KA 渠道营收 2.66 亿元, 营收占比 18.2%。公司强化与信誉较好、规模较大的 KA 客户的合作, 目前已与沃尔玛、大润发、永辉超市等知名 KA 卖场建立了长期稳定的合作关系, 充分借力渠道杠杆。公司前五大客户主要为 KA 客户, 2020/2021 年前五大客户营收分别为 2.89/3.08 亿元, 收入占比 23%/21%。

图表 22: 前五大客户以 KA 为主

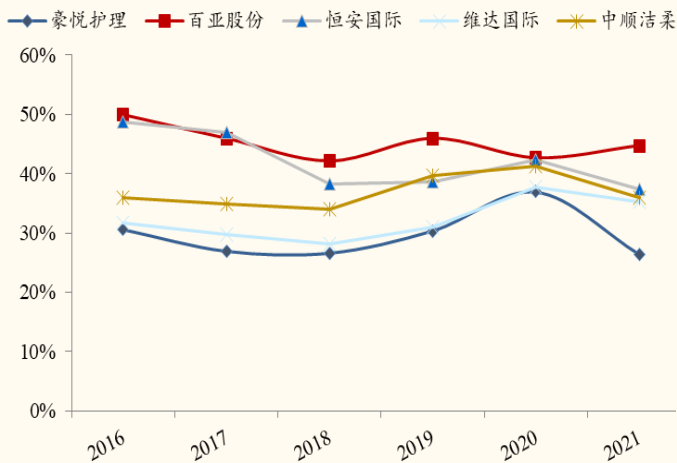
排名	2018		2019		2020		2021	
	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)
1	苏州绿叶	11385	永辉超市	10955	第一名	13146	第一名	15745
2	永辉超市	7363	苏州绿叶	10704	第二名	6164	第二名	4449
3	重庆新世纪百货	2623	沃尔玛	3379	第三名	4195	第三名	4330
4	成都佳兴化妆品	1932	重庆新世纪百货	2904	第四名	2963	第四名	3245
5	陕西百惠商贸	1829	陕西百惠商贸	2406	第五名	2481	第五名	3031
销售额合计 (亿元)		2.51	3.03		2.89		3.08	
销售额占比 合计		26.15%	26.40%		23.14%		21.05%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

以连锁 KA 为抓手, 进行重点外围城市的渠道突围。对于区域性品牌来说, 从区域走向全国难度往往较大, 此时需要借助知名全国性连锁 KA 卖场的渠道杠杆优势和品牌背书提升品牌影响力, 帮助公司进行当地经销渠道的开拓。

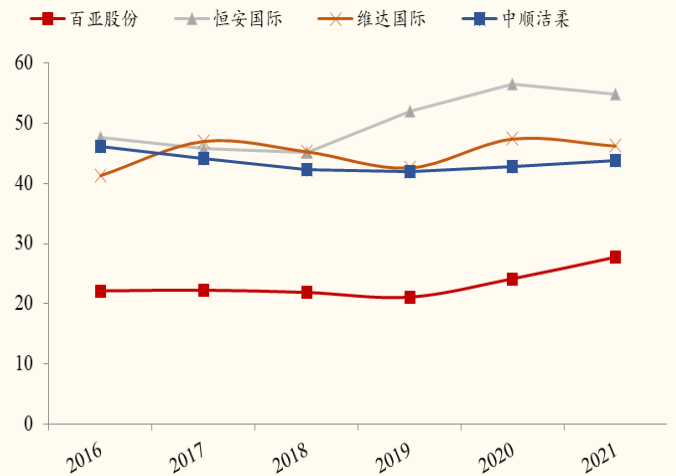
优化经销渠道效率, 深度分销显功底。2021 年公司经销渠道规模 8.57 亿元, 通过不断优化经销商结构, 每年进行合理的淘汰更换, 以保持川渝、云贵陕及两湖地区的竞争力。同时, 基于深度分销模式, 经销商下沉至区县一级, 销售层级更为扁平化, 给予经销商的盈利也更具竞争力。

图表 23: 家清个护公司毛利率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 公司的应收账款周转天数较同类公司表现更好



来源: Wind, 国金证券研究所

强化渠道赋能, 精细化运营。除了给予经销商足够的盈利空间以外, 公司还针对性的给予渠道营销折扣、业绩达标折扣、地推预算补贴等。例如, 针对中高端品牌系列 FREEMORE (有机&隐形), 公司基于提升系列货架占比的目标, 细分为区域任务-市场任务-人员指标, 提供门店陈列标准方案、额外市场陈列费用支持等, 并确立弹性奖罚机制, 充分调动销售人员、经销商及终端临促人员的推广积极性。

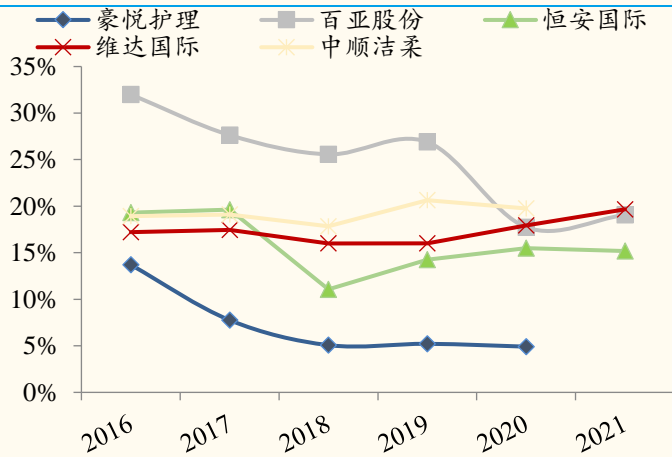
图表 25: 公司对线下渠道精细化运营管理



来源: 百亚品牌说公众号, 国金证券研究所

营销驱动下, 区域渠道精细化运营能力强。从费用投入方面, 对比公司与洁柔的销售费用率可以发现, 公司在销售人员薪酬费用率、广告宣传费用率方面与洁柔差距明显。我们认为一方面基于产品属性, 卫生巾产品的营销驱动属性较强生活用纸更强, 导致公司在广告宣传费用方面的投入更多, 另一方面公司渠道分销模式相较一般经销模式更为扁平化, 对终端的营销人员投入更多, 进而有利于对渠道的精细化运营。

图表 26: 与同行竞争者相比, 公司销售费用率相对较高



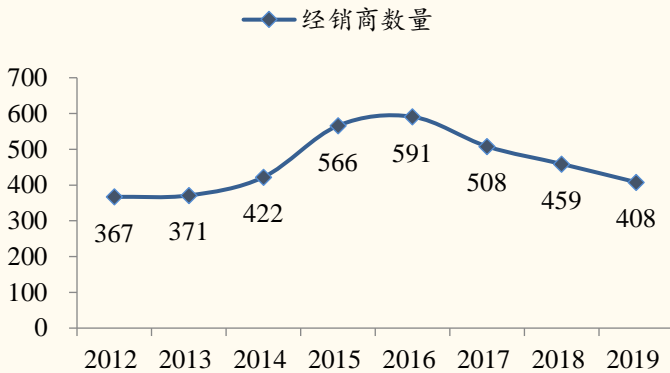
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 公司职工薪酬费用、广宣费率较洁柔高

单位: 亿元	2020	2021
营收体量	78.24	91.50
销售费用	15.45	19.87
占营收比	19.7%	21.7%
职工薪酬	2.90	3.92
占营收比	3.7%	4.3%
产品促销费	8.92	11.79
占营收比	11.4%	12.9%
广告宣传费	1.18	1.65
占营收比	1.5%	1.8%
营收体量	12.51	14.63
销售费用	2.22	2.79
占营收比	17.7%	19.1%
职工薪酬	1.10	1.27
占营收比	8.8%	8.7%
产品促销费	0.15	0.14
占营收比	1.2%	1.0%
广告宣传费	0.61	0.91
占营收比	4.9%	6.3%

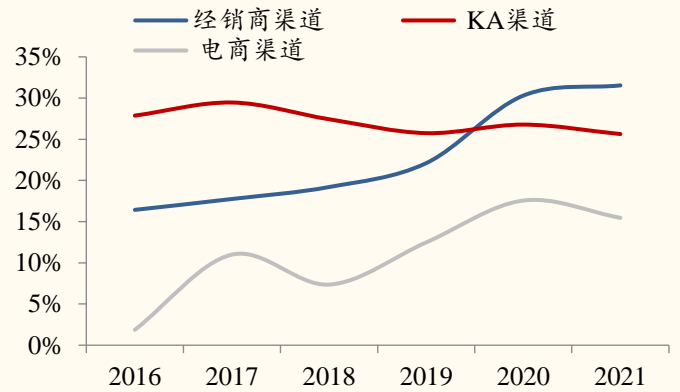
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 公司下游经销商数量(个)变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 公司各渠道毛销差



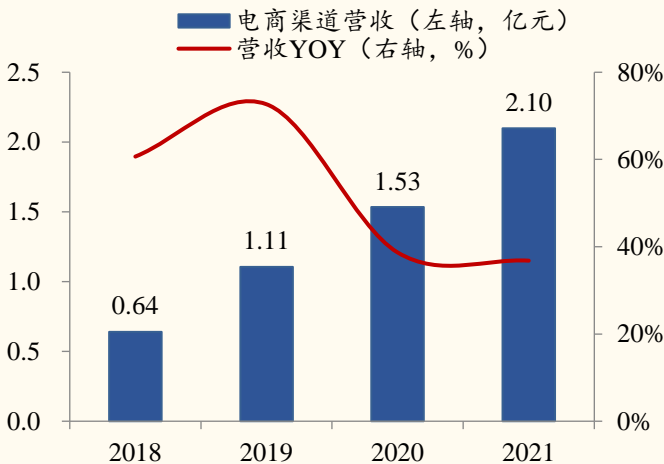
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 由于公司未披露分渠道销售费用率, 此处销售费用率采用公司统一指标

未来扩张路径: 优势区域加密下沉, 重点区域外延突破。当前公司在川渝地区仍有下沉空间, 距离第一名仍有差距, 在云贵陕亦有较强的发展空间。不同于盲目的向外延展, 公司未来一方面会进一步开展重点区域的加密, 另一方面将按照地理路线, 采取逐步向两湖、河南、山西、河北, 包括两广延展的扩张策略, 采用重点市场突围的形式进行布点。

3.2 线上: 顺应变革趋势积极发力, 股权激励彰显发展决心

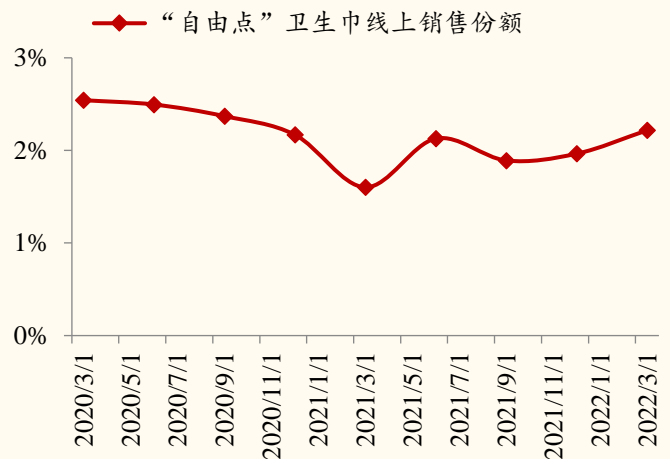
电商渠道处高速成长期, 积极开拓多平台。为保持电商团队的专业性与活力, 公司在杭州设立专门的电商运营公司, 并于 21 年聘请专业电商运营团队, 全年电商渠道营收同比增长 36.81%。公司在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁易购等大型电商平台上均开设自营店, 一方面积极参与电商平台组织的“618”、“双 11”和“双 12”等大型电商促销活动, 另一方面借助电商宣传进行品牌的宣传推广。根据魔镜平台数据, 自由点在 A 线上平台卫生巾市场份额保持在 2%~3%之间。

图表 30: 2021 年电商渠道营收同比+36.8%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

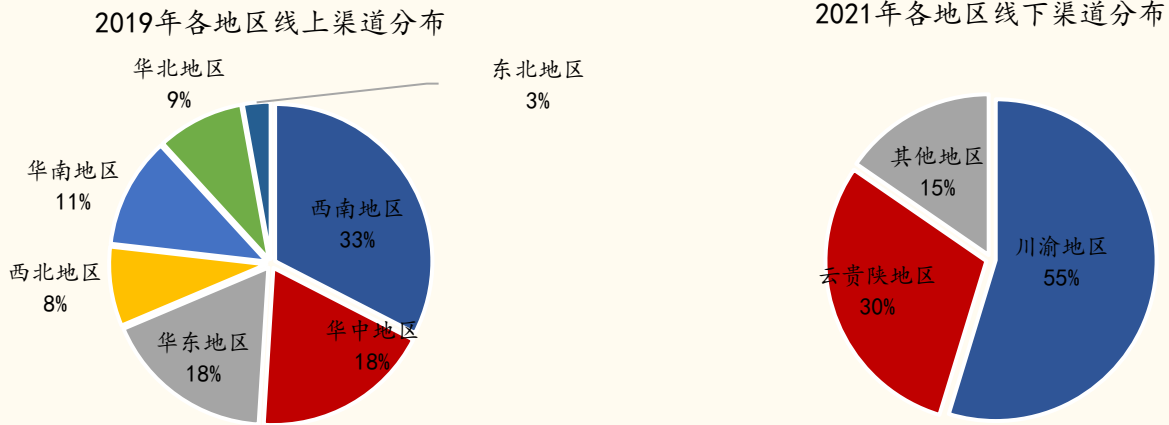
图表 31: 自由点在 A 线上平台市场份额在 2%-3%



来源: 魔镜, 国金证券研究所

电商是公司从区域辐射全国的“出圈”通道, 区域分布较线下更趋多元化。从 2019 年公司在电商渠道销售的分布区域看, 相较于线下聚焦川渝地区 (占比超过 50%), 线上购买的地区分布更加多元化。线上平台也是公司进行品牌营销宣传的阵地, 一方面借助天猫平台进行中高端新品推广、品牌宣传等, 另一方面通过抖音等兴趣电商直播渠道扩大品牌声量、进行增量流量引入。

图表 32: 线上渠道分布更为分散, 亦更有利于品牌的全国化推广



来源: 公司公告, 国金证券研究所

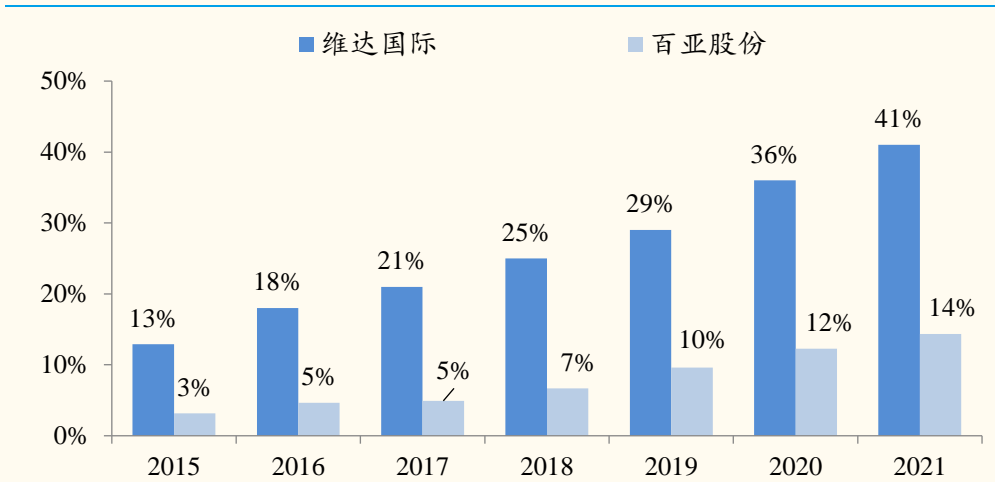
图表 33: 公司在抖音渠道的投入较为突出

公司名称	品牌	维达国际 Libresse薇尔	百亚股份 自由点	尤妮佳 苏菲	宝洁 护舒宝	稳健医疗 奈丝公主	金佰利 高洁丝
抖音	主账号粉丝数	23万+	41万+	57万+	14万+	14万+	15万+
	获赞	72万+	62万+	14万+	114万+	14万+	1万+
	作品	95	217	198		141	16
	直播数 (2022.1.1-2022.4.23)	271	423	163	119	283	123
其他矩阵账号	Libresse薇尔旗舰店、薇尔旗舰店等5个账号	自由点Freemore、自由点旗舰店等5个账号	苏菲SOFY旗舰店、苏菲SOFY等3个账号	护舒宝官方值选、护舒宝考拉安睡裤	全棉时代奈丝公主官方旗舰店	高洁丝、高洁丝个护旗舰店等5个账号	
微博	主账号粉丝数	51万+	28万+	53万+	56万+	5541	416万+
	转评赞	59万+	129万+	1140万+	1666万+	5.9万	517万+
	微博数量	1581	8349	3980	7493	1308	2751
	话题讨论数	49万+	4.5万	246万+	308万+	4.9万	259万+
小红书	主账号粉丝数	480	5663	1877	19.2万	230	1.2万
	获赞与收藏	843	2.6万	8234	4252	45	4.6万
	笔记	20	72	13	23	10	169
	其他矩阵账号	-	自由点Freemore	-	-	-	-
天猫	旗舰店粉丝数	160万+	106万+	447万+	1421万+	58万+	507万+
	其他店铺矩阵	-	-	苏菲海外旗舰店	宝洁海外旗舰店	稳健旗舰店	-
京东	主账号关注数	620万+	12万+	510万+	4458万+	839万+	681万+
	其他店铺矩阵	维达国际官方旗舰店、Libresse薇尔	自由点旗舰店	-	-	全棉时代个护自营旗舰店、全棉时代个护旗舰店等4家	-

来源: 抖音, 小红书, 京东, 天猫, 国金证券研究所

各类电商平台仍有发展空间, 积极参与直播、团购、O2O 等新兴渠道。公司当前的电商渠道仍集中在淘系天猫平台, 2019 年淘系平台占比 83.3%, 其他平台销售收入占比较小, 未来仍有较大的发展空间。公司亦积极布局直播等渠道, 直播 ROI 处于提升通道, 当前已逐步进入收获期。横向比较来看, 公司当前电商渠道营收占比仅 14%, 与维达等头部卫生用品快消公司 41% 的线上营收份额相比仍有较大差距, 未来随着公司加强线上多平台的投入, 并配合爆款产品的打造与多样营销手段的创新, 线上空间发展潜力较大。

图表 34: 与维达国际相比, 公司电商渠道营收占比规模尚小



来源: 公司公告, 国金证券研究所

针对线上制定股权激励计划。公司重点发力的线上渠道, 针对线上业务提出较为激进的收入成长目标, 业绩考核目标以 2020 年线上业务营业收入为基数, 22-24 年线上业务营业收入增长率分别不低于 120%/220%/350%, 依据 21 年线上收入计算增速, 预计 22-24 年营收同比增速不低于 60.8%/45.5%/40.6%, 对利润不作考核。

图表 35: 公司线上业务人员的股权激励业绩设定目标

行权安排	业绩考核目标	目标营收 (亿元)	YOY
2022	2022年, 以2020年线上业务营业收入为基数, 线上业务营业收入增长率不低于120%	3.37	60.8%
2023	2023年, 以2020年线上业务营业收入为基数, 线上业务营业收入增长率不低于220%	4.91	45.5%
2024	2024年, 以2020年线上业务营业收入为基数, 线上业务营业收入增长率不低于350%	6.90	40.6%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4 产品&品牌: 加速产品迭代与中高端创新升级

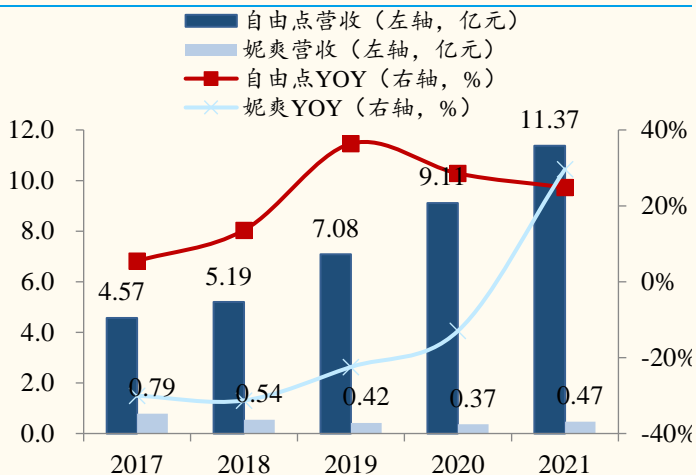
公司过往品牌成功的关键是, 以“轻薄”为主打的差异点支撑中高端品牌定位, 通过产品系列的加速迭代升级提升客户粘性、吸引新的消费者。我们认为, 基于公司敏锐的新品类布局眼光, 未来将通过积极开拓卫生巾系列中的经期裤系列, 利用新材料升级进行新产品系列创新迭代, 并针对婴儿纸尿裤中的学步裤新品类进行产品升级, 结构性地抬升价格中枢和利润弹性。

4.1 中高端品牌定位+产品迭代升级, 有机纯棉产品线渐入佳境

我们认为, 无论是女性卫生巾还是纸尿裤等个护快速消费品, 在清晰的产品与品牌定位下, 配合产品的快速迭代升级, 是品牌进行下游消费者精准定位和心智夺取的必要条件。自由点作为区域性品牌, 过去能够取得优秀成绩的原因之一在于: 以“轻薄”为产品主打差异点来支撑中高端品牌定位, 以及产品系列的加速迭代升级。这背后体现了公司在快消品领域“know-how”能力的积累。

公司的“拳头”品牌自由点是当前营收的重要驱动力, 2017-2021 年, “自由点”品牌营收由 4.6 亿元提升至超过 11 亿元, 复合增速超 21%, 在公司卫生巾业务中的比重由 85%提升至超过 95%。

图表 36: 中高端定位的自由点营收体量超过妮爽



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 21 年自由点、妮爽营收为预测值

图表 37: 各品牌系列卫生巾平均销售单价对比

企业	品牌	单价 (元/片)
国产	百亚股份	自由点-薄款空气 0.9
	恒安国际	自由点-无感7日 1
		七度空间-干爽透气 1.1
		七度空间-优雅抑味 1
	景兴健护	ABC-轻透薄 1.6
	ABC-KMS系列 1.9	
外资	宝洁	护舒宝-液体卫生巾 2.7
		护舒宝-云感棉 1.1
	尤妮佳	苏菲-弹力贴身 1
		苏菲-口袋魔法 1.4
	花王	乐而雅-零触感 1.7
		乐而雅-超瞬吸 2
	金佰利	高洁丝-纯棉超薄 1.4
		纯棉盲盒 1.1

来源: 天猫, 国金证券研究所

4.1.1、立足“轻薄+舒适”差异化定位，主打爆款单品

从产品属性角度，女性卫生产品的首要属性为功能性（吸收能力），其次为贴身与舒适性、抑菌性等。自由点品牌起初的产品定位差异点在于“轻薄+舒适”，采用“无感无忧”、“羽翼轻轻”等突出产品特性的名字准确突出轻薄的定位，准确捕捉下游消费者，助力其中高端品牌突围。

公司 2019-2021 研发费用率分别为 1.57%/2.39%/3.48%，在芯体及设计方面积累了较强的竞争实力。例如，YY 芯体技术立足“贴身性”的剪裁设计，超薄复合芯体技术体现超薄属性。专利保护方面，公司共拥有 191 项专利，其中发明专利 7 项，实用新型专利 140 项，外观设计专利 44 项，研发能力较突出。

图表 38: 公司卫生巾产品主要核心技术

产品类别	技术核心	技术名称	简要描述
卫生巾	舒适度	YY 结构芯体技术	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
		超薄复合芯体加工技术	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、增强产品吸水性能
	功能性	中凸芯体技术	在传统浆板芯体中凸结构上增加复合芯体折叠形成中凸结构，有效结合传统浆板芯体的快速吸收能力与复合芯体的超强吸收能力，增强产品贴身性和吸收性
		降低返渗技术	利用正交分析等方法，通过面层、导流层、芯体等材料的重点把控，有效控制材料的吸液率、持液率，利用各类材料的有机结合，有效降低液体反渗进表层
		立体护围防漏技术	在传统平面结构上优化立体护围结构，使产品两侧在使用时以一定角度侧立在中体上，有效解决产品在使用过程中因吸收速度影响造成侧漏问题
	设计感	专业单片四边封定位包装技术	优化改进包装工艺，形成独立的单片包装，二次独立小包包，杜绝二次污染
		多彩包膜定位切技术	通过色标传感器进行定位，实现包膜精准定位切断，可实现一包产品里面有不同颜色包膜的产品，五彩斑斓，异彩纷呈

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.1.2、“隐形、有机”创新概念推出，加速产品迭代升级

在清晰的产品定位的基础上，公司通过产品形式的创新进行不断迭代，当前已研发设计并向市场投放累计超过 200 种产品，重点开发出旗下“隐形卫生巾”、

“有机纯棉”系列，多款创新产品获得市场的认可。创新产品有效提升产品价格带，例如公司自由点主流价格带系列在 0.8-1.1 元/片，而新推出的有机纯棉系列价格带在 1.3~1.4 元/片，中高端隐形系列价格带在 2.2~3.7 元/片。公司卫生巾业务毛销差不断提升，从 18 年的 16.6% 提升至 21 年的 25.7%。

图表 39：自由点产品系列迭代路径



来源：天猫，国金证券研究所整理

图表 40：公司产品毛销差呈提升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：“好之”纸尿裤的产品迭代路径



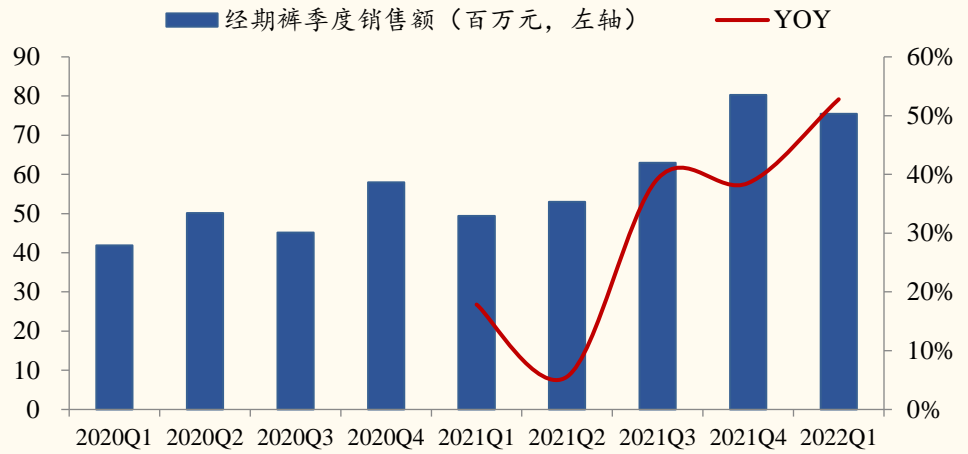
来源：天猫，国金证券研究所

4.2 新品类：安睡裤+学步裤自建产能，把握细分赛道高成长红利

安睡裤（经期裤）：积极发力女性经期裤细分领域，完善品类布局。经期裤作为卫生巾的“消费升级类”产品，其终端价是普通卫生巾终端价的 2-3 倍，是头部品牌进行产品升级和改善盈利结构的重点推进战略之一，近年来凭借舒适与强功效的优势迅速崛起。经期裤品类在 B 电商平台的女性卫生巾总销额占比从 1Q20 的 13.4% 提升至 1Q22 的 26.5%，且保持中高速增长和渗透趋势。上

市后，公司安睡裤的自主产能投放并重点发力，预计将在未来 3 年持续享受细分赛道成长红利。

图表 42: 经期裤在 B 电商平台保持快速增长



来源: 魔镜, 国金证券研究所

图表 43: 经期裤价格与普通卫生巾单价对比

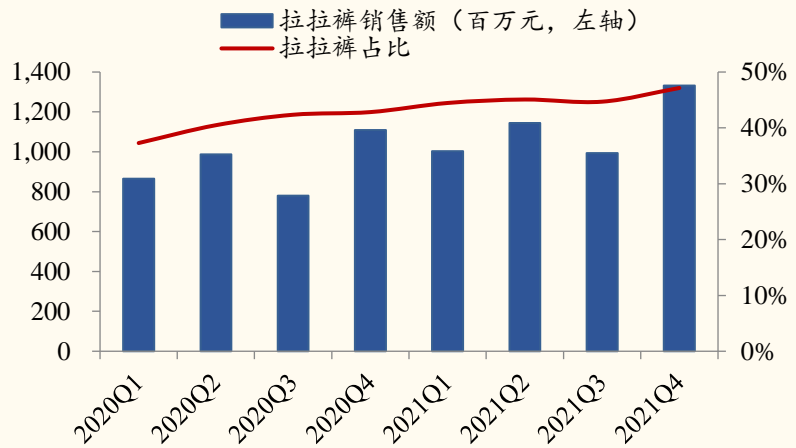
品牌	产品系列	单价 (元/片)
护舒宝	400mm夜用甜睡 (普通卫生巾)	1.75
	考拉安睡裤 (经期裤)	3.89
苏菲	420超熟睡 (普通卫生巾)	1.09
	超熟睡安心裤L (经期裤)	3.09
高洁丝	纯棉420夜用 (普通卫生巾)	1.84
	夜安裤 (经期裤)	3.32
七度空间	少女系列420甜睡 (普通卫生巾)	1.96
	甜睡裤 (经期裤)	3.25
自由点	自由点430舒睡 (普通卫生巾)	1.32
	安睡裤 (经期裤)	2.97

来源: 天猫, 国金证券研究所

婴儿学步裤 (拉拉裤): 纸尿裤的消费升级产品。相比基础纸尿裤, 公司开发出更舒适、吸收能力更强的高端系列“GHC 纯净”、“GN”等系列婴儿纸尿裤产品, 推出采用超声波工艺设计的好之“不要紧”学步裤。公司于 2018 年底购进了一条学步裤生产线, 并于 2019 年上半年开始自主生产学步裤产品, 因此 2019 年公司学步裤的外协采购金额及占比有所减少。当前公司已成立专门的婴童裤营销团队, 有望未来稳步推广。

成人纸尿裤方面, 公司此前未专门布局产能和渠道团队, 2022 年成立专门的成人纸尿裤团队, 进行医院、养老院等特渠的发力。

图表 44: A 电商平台拉拉裤销售额保持高速增长



来源: 魔镜, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

盈利预测

■ 核心假设

分品类角度:

1) 卫生巾: 自由点品牌作为公司重点发展的中高端品牌, 随着公司中高端产品结构的迭代升级, 以及女性经期裤等升级品类占比的提升, 我们预计 2022-2024 年公司卫生巾收入同比+31%/25%/24%。毛利率方面, 自由点过去的毛利率中枢在 50-55%, 考虑到未来线上重点发力, 低价格带产品占比提升, 我们预测 2022-2024 年公司毛利率为 49.1%/49.2%/49.1%。

2) 纸尿裤: 考虑到当前纸尿裤行业增速 9%左右, 公司逐步提升对婴儿纸尿裤、成人尿裤的重视程度, 未来两年学步裤占比的提升, 成立专门团队进行渠道铺设, 我们预计 2022-2024 年公司纸尿裤营收同比+5%/7%/10%, 毛利率为 16.5%/15%/15%。

3) ODM 业务: ODM 业务过去是自主产能的补充, 2020 年以来随着公司自有品牌快速发展, ODM 业务增速放缓, 我们预计 2022-2024 年 ODM 业务营收同比+0%/0%/5%, 毛利率为 22%/21%/20%。

分渠道角度:

公司销售渠道分为线下渠道、电商渠道和 ODM 销售渠道, 其中线下渠道包括经销商渠道和 KA 渠道。

1) 经销商&KA 渠道: 公司线下渠道开拓有序推进, 经销商和 KA 渠道毛利率提升。我们预计 2022-2024 年公司经销商渠道收入同比+24%/20%/20%, 毛利率为 50.6%/50.9%/50.9%; KA 渠道收入同比+15.4%/+10.1%/+7.4%, 毛利率为 44.8%/44.9%/45.6%。

2) 电商渠道: 公司借力电商渠道突破区域界限, 取得显著成效, 后续电商强化发力, 我们预计 2022-2024 年营收同比+61%/46%/41%, 毛利率为 33%/36%/38%。

综合来看, 我们预计 22-24 年公司总体营收同比+25.6%/21.7%/21.9%, 毛利率为 44.4%/45.0%/45.3%。

费用预测: 我们判断, 公司将加速线上的推广与线下区域的开拓, 我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 19.4%/19.6%/19.6%。预计管理费用率

为 5.2%/5.3%/5.4%。研发费用预计为 0.64/0.78/0.98 亿元，研发费用率为 3.5%/3.5%/3.6%。

图表 45：公司主要业务营收及毛利预测

单位:百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1 分产品						
营业收入	1149.4	1250.8	1463.1	1837.7	2236.5	2725.2
1.1 卫生巾	750.5	947.3	1184.5	1551.7	1939.6	2405.1
1.2 纸尿裤	237.5	154.3	148.4	155.8	166.7	183.3
1.3 ODM 产品	161.4	149.2	130.2	130.2	130.2	136.8
同比增速	19.6%	8.8%	17.0%	25.6%	21.7%	21.9%
1.卫生巾	30.8%	26.2%	25.0%	31.0%	25.0%	24.0%
1.2 纸尿裤	4.1%	-35.0%	-3.9%	5.0%	7.0%	10.0%
1.3 ODM 产品	1.2%	-7.6%	-12.7%	0.0%	0.0%	5.0%
毛利率	45.9%	42.7%	44.7%	44.4%	45.0%	45.3%
1.卫生巾	55.3%	50.5%	50.7%	49.1%	49.2%	49.1%
1.2 纸尿裤	28.7%	14.6%	16.8%	16.5%	15.0%	15.0%
1.3 ODM 产品	27.6%	21.9%	22.5%	22.0%	21.0%	20.0%
2 分渠道						
营业收入	1149.4	1250.8	1463.1	1837.7	2236.5	2725.2
2.1 经销商渠道	607.9	703.4	856.5	1062.1	1274.5	1529.4
2.2 KA 渠道	269.5	244.8	266.4	307.4	338.4	363.4
2.3 电商渠道	110.6	153.4	209.9	337.9	493.4	695.6
2.4 ODM 产品	161.4	149.2	130.2	130.2	130.2	136.8
同比增速	19.6%	8.8%	17.0%	25.6%	21.7%	21.9%
2.1 经销商渠道	14.3%	15.7%	21.8%	24.0%	20.0%	20.0%
2.2 KA 渠道	30.9%	-9.2%	8.8%	15.4%	10.1%	7.4%
2.3 电商渠道	72.7%	38.7%	36.8%	61.0%	46.0%	41.0%
2.4 ODM 产品	1.2%	-7.6%	-12.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	45.9%	42.7%	44.7%	44.4%	45.0%	45.3%
2.1 经销商渠道	49.0%	48.0%	50.6%	50.6%	50.9%	50.9%
2.2 KA 渠道	52.6%	44.5%	44.7%	44.8%	44.9%	45.6%
2.3 电商渠道	39.4%	35.3%	34.5%	33.3%	36.2%	38.0%
2.4 ODM 产品	27.6%	21.9%	22.5%	22.0%	21.0%	20.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

综上，我们预计公司 22-24 年营收增速分别为+25.6%/21.7%/21.9%，归母净利润增速分别为+17.6%/20.4%/20.6%。

投资建议

我们预计 22-24 年公司归母净利润分别为 2.68、3.23 和 3.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16X、13X 和 11X，考虑公司作为兼具品牌力、产品力的区域卫生巾品牌龙头，产品结构不断优化升级，川渝地区优势壁垒凸显，后续发力云贵，并且以电商为切入点加速推进全国化突围，我们看好公司中长期市场份额的提升。我们采用市盈率相对估值法，给予公司 2022 年 20X 估值，对应目标价 12.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				P/E				PB
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
003006.SZ	百亚股份	43	228	268	323	389	18.71	15.92	13.22	10.96	3.29
可比公司											
002511.SZ	中顺洁柔	138	581	715	858	928	23.77	19.32	16.10	14.88	2.74
605009.SH	豪悦护理	57	363	383	465	511	15.62	14.78	12.18	11.10	1.92
300888.SZ	稳健医疗	242	1,239	1,440	1,724	1,993	19.53	16.81	14.04	12.15	2.24
中位数							19.53	16.81	14.04	12.15	2.24
平均值							19.64	16.97	14.11	12.71	2.30

来源: WIND, 国金证券研究所

风险提示

- 1、原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险:** 公司主营业务产品直接材料占成本比例超 75%，直接原材料大多为石油衍生物，其中无纺布占原材料成本比例超 24%，若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动，将导致公司的毛利率发生波动。
- 2、市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险:** 个护卫生用品行业技术已进入相对成熟期，若行业新进入者变多、或制造端企业大规模扩产，导致公司议价力降低，公司产品毛利率有下滑风险。
- 3、下游营收区域集中度过高的风险:** 公司 2019 年川渝地区营收占比超过 40%，若未来西南地区消费增长不及预期或竞争加剧，会导致公司营收增长不及预期的风险。
- 4、跨区域扩张不及预期的风险:** 公司作为区域性品牌，未来向多区域进行扩张具有一定的不确定性，可能存在跨区域推广不及预期导致营收增长不及预期的风险。
- 5、第二、三大股东及一致行动人股权减持风险。** 4 月 21 日，公司持股 5%以上股东重塑耀晖计划在 6 个月内通过大宗交易方式合计减持公司股份数量不超过 2538 万股，即不超过公司总股本的 5.90%。公司持股 5%以上股东温氏投资及一致行动人齐创共享计划在 6 个月内通过大宗交易方式合计减持公司股份数量不超过 645 万股，即不超过公司总股本的 1.5%。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	1,149	1,251	1,463	1,838	2,236	2,725	货币资金	227	248	259	366	519	751	
增长率		8.8%	17.0%	25.6%	21.7%	21.9%	应收款项	121	121	154	184	235	293	
主营业务成本	-622	-717	-809	-1,021	-1,230	-1,489	存货	131	150	162	199	243	294	
%销售收入	54.1%	57.3%	55.3%	55.6%	55.0%	54.7%	其他流动资产	13	390	342	350	352	354	
毛利	528	534	654	816	1,007	1,236	流动资产	492	909	917	1,099	1,347	1,692	
%销售收入	45.9%	42.7%	44.7%	44.4%	45.0%	45.3%	%总资产	49.5%	62.0%	59.0%	62.3%	65.9%	70.3%	
营业税金及附加	-12	-12	-14	-17	-21	-25	长期投资	0	0	20	20	20	20	
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	418	454	531	578	611	630	
销售费用	-309	-222	-279	-357	-438	-534	%总资产	42.1%	31.0%	34.2%	32.8%	29.9%	26.2%	
%销售收入	26.9%	17.7%	19.1%	19.4%	19.6%	19.6%	无形资产	71	68	66	66	65	65	
管理费用	-42	-60	-75	-96	-119	-147	非流动资产	502	556	636	665	697	716	
%销售收入	3.7%	4.8%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	%总资产	50.5%	38.0%	41.0%	37.7%	34.1%	29.7%	
研发费用	-18	-30	-51	-64	-78	-98	资产总计	994	1,465	1,553	1,764	2,044	2,408	
%销售收入	1.6%	2.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	短期借款	0	0	1	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	146	210	236	283	351	431	应付款项	199	219	229	276	329	395	
%销售收入	12.7%	16.8%	16.1%	15.4%	15.7%	15.8%	其他流动负债	85	115	100	134	166	202	
财务费用	1	3	3	3	4	6	流动负债	284	334	330	409	495	597	
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	7	8	0	0	0	
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0	负债	290	341	339	410	496	597	
投资收益	0	0	13	16	16	15	普通股股东权益	701	1,125	1,213	1,353	1,548	1,810	
%税前利润	0.0%	0.0%	5.0%	5.3%	4.3%	3.3%	其中：股本	385	428	428	428	428	428	
营业利润	148	212	255	302	371	451	未分配利润	216	380	456	596	790	1,052	
营业利润率	12.9%	17.0%	17.4%	16.4%	16.6%	16.6%	少数股东权益	4	-1	1	1	1	1	
营业外收支	0	0	0	3	1	0	负债股东权益合计	994	1,465	1,553	1,764	2,044	2,408	
税前利润	148	212	255	305	371	451	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	12.9%	17.0%	17.4%	16.6%	16.6%	16.6%	每股指标							
所得税	-20	-30	-31	-37	-48	-61	每股收益	0.333	0.427	0.533	0.623	0.751	0.907	
所得税率	13.8%	14.2%	12.2%	12.0%	13.0%	13.5%	每股净资产	1.820	2.629	2.836	3.144	3.597	4.205	
净利润	128	182	224	268	323	390	每股经营现金净流	0.342	0.586	0.461	0.721	0.835	1.014	
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0	每股股利	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	128	183	228	268	323	390	回报率							
净利率	11.1%	14.6%	15.6%	14.6%	14.4%	14.3%	净资产收益率	18.29%	16.23%	18.79%	19.81%	20.87%	21.56%	
							总资产收益率	12.89%	12.46%	14.67%	15.20%	15.80%	16.21%	
							投入资本收益率	17.91%	16.00%	17.04%	18.37%	19.70%	20.59%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	19.59%	8.82%	16.97%	25.60%	21.70%	21.85%	
							EBIT增长率	40.51%	43.21%	12.54%	19.87%	24.02%	22.91%	
							净利润增长率	43.43%	42.41%	24.89%	17.62%	20.52%	20.78%	
							总资产增长率	14.71%	47.37%	6.02%	13.56%	15.91%	17.77%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	21.3	24.5	28.2	30.0	31.0	32.0	
							存货周转天数	72.9	71.5	70.4	71.0	72.0	72.0	
							应付账款周转天数	78.5	74.6	71.4	71.0	70.0	69.0	
							固定资产周转天数	125.3	114.1	112.5	96.1	84.2	69.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-32.25%	-56.10%	-48.52%	-51.53%	-54.91%	-59.82%	
							EBIT利息保障倍数	-107.2	-67.2	-83.0	-97.8	-83.5	-70.3	
							资产负债率	29.15%	23.28%	21.82%	23.23%	24.24%	24.80%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	10	23	26	38
增持	2	2	7	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.17	1.23	1.21	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402