

# 百亚股份 (003006.SZ)

## 品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期

买入

### 核心观点

**公司概况：川渝个护龙头，稳步向全国扩张。**公司是川渝地区个人护理卫生用品的龙头企业，目前公司在重庆、四川份额位列第一、云贵陕位列第二。公司以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道，产品包括卫生巾（品牌：自由点、妮爽）、纸尿裤（好之婴裤、丹宁成裤）以及ODM业务，2022年卫生巾收入占比约84%，纸尿裤和ODM业务约分别占8%/8%。财务方面，公司业绩增长稳健，自由点中高端占比提升持续推动盈利优化。

**行业分析：存量市场中仍存在结构性机遇。**个人卫生护理用品具备消费刚性特点，1) 行业规模超1700亿元空间广阔，卫生巾存量市场中早期本土品牌弱势、中期外资本土化不佳导致竞争格局稳中有变。本土品牌有望凭借创新性差异化产品定位、区域性及下沉市场覆盖、新兴销售与营销通路捕捉推进本土份额提升。2) 卫生巾中仍存结构性机遇：产品中裤型、薄型、天然有机等细分产品实现超额增速，新兴渠道包括直播、O2O等释放增长红利。

**竞争力与成长性分析：自由点品牌持续升级，全国扩张成长性充足。**1) 竞争力：产品端，公司基础线持续优化芯体功能，推出高端线安睡裤与大健康产品，高研发投入驱动产品上新；营销端，定位青春自由年轻客群，粉丝效应与女性价值营销理念打造差异化品牌形象；渠道端，2021年电商战略调整、布局多元平台，经销渠道运营经验丰富、全国性KA客户网点合作为全国市场拓张奠定基础。2) 成长性：产品端，高毛利产品牵引、产能扩张配合销售拓展——大健康产品毛利率高于自由点品牌整体10%-20%，安睡裤持平自由点大盘，以线上数据为例两系列产品占比近3年由10%提升至23%，预期引领品牌增长；营销端，品宣投入近3年由6%提升至11%、高于可比公司平均水平，未来持续加强品牌建设；渠道端，电商开启第二阶段品宣运营战略，线上收入占比对比头部可比企业仍有1倍提升空间、线上份额对比自身全国份额排名有1-3名提升空间，线下市场经测算预计3-5年内有40%成长空间。

**风险提示：激烈竞争，疫情反复，品牌建设与市场推广不及预期，成本上涨**  
**投资建议：看好自由点中高端升级与全国市场拓展的成长性，维持“买入”评级。**未来消费复苏主线下，电商有望保持引领增长，外围区域扩张稳步推进。长期我们看好公司在市场各类结构性机遇下提升品牌影响力、提升市场份额的逻辑。维持公司合理估值为21.6-23.0元，对应2024年30~32xPE，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.1%	24.6%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
EBIT Margin	16.2%	13.3%	13.4%	13.9%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	18.8%	14.6%	17.2%	20.9%	23.7%
市盈率 (PE)	35.8	43.8	34.9	26.4	21.2
EV/EBITDA	30.4	32.8	27.0	21.7	18.1
市净率 (PB)	6.72	6.41	5.99	5.52	5.03

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·深度报告

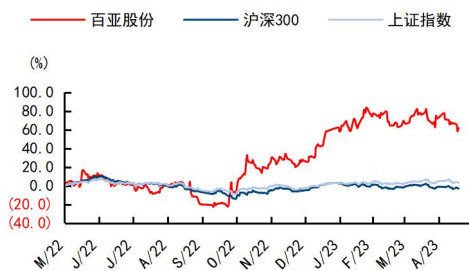
#### 轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘璨  
0755-81981391 0755-81982887  
dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn  
S0980520040004  
联系人：刘佳琪  
010-88005446  
liujiaqi@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	21.60 - 23.00元
收盘价	17.33元
总市值/流通市值	7458/3737百万元
52周最高价/最低价	21.12/8.35元
近3个月日均成交额	57.01百万元

#### 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

- 《百亚股份 (003006.SZ) —— 一季度净利润增长45%，产品升级推动毛利率提升》——2023-04-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) —— 全年利润下滑17%，核心品牌和电商增长亮眼》——2023-03-26
- 《百亚股份 (003006.SZ) —— 全年业绩预计下滑17%，四季度延续景气增长》——2023-01-19
- 《百亚股份 (003006.SZ) —— 三季度电商引领收入增长，毛利率回升》——2022-10-26
- 《百亚股份 (003006.SZ) —— 业绩短期承压，电商渠道引领增长》——2022-08-16

## 内容目录

<b>公司概况：川渝个护龙头，稳步向全国扩张</b> .....	<b>7</b>
公司经营概况 .....	7
财务分析：业绩增长稳健，自由点品牌推动盈利优化 .....	9
<b>行业分析：存量市场中本土份额提升机遇仍存</b> .....	<b>17</b>
综述：广阔存量市场，玩家差异化竞争提升市场份额 .....	17
产业链：上游受石油及木浆价格影响，中游产品创新推动份额提升，下游渠道多元化发展 .....	17
行业规模与竞争格局：存量市场下前十集中度稳步提升，细分客群与分散化通路带来格局重塑机遇	24
卫生巾市场发展趋势：产品中高端升级，新兴渠道快速崛起 .....	32
<b>公司竞争力与成长性分析：自由点品牌中高端升级，全国市场拓张成长性充足</b> .....	<b>36</b>
产品：品质价格具备竞争力，高毛利产品放量与产能扩张驱动增长 .....	36
品牌：聚焦年轻青春受众，品宣投入加大把握份额提升机遇 .....	41
渠道：线上多平台布局叠加线下跨区域扩张，构建增长驱动力 .....	43
<b>盈利预测</b> .....	<b>48</b>
假设前提 .....	48
未来3年业绩预测 .....	49
盈利预测情景分析 .....	49
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>50</b>
投资建议：看好自由点中高端升级与全国市场拓展的成长性，维持“买入”评级 .....	55
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>58</b>

## 图表目录

图 1: 公司主要产品以及收入结构 .....	7
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日) .....	8
图 3: 线上业务激励目标 .....	9
图 4: 非线上业务激励目标 (调整后) .....	9
图 5: 公司收入 (百万) 及同比增速 .....	9
图 6: 公司归母净利润 (百万) 及同比增速 .....	9
图 7: 公司品类收入占比 .....	10
图 8: 公司品牌收入占比 .....	10
图 9: 公司品类收入增速 .....	10
图 10: 公司品牌收入增速 .....	10
图 11: 公司渠道收入占比 .....	11
图 12: 公司渠道收入增速 .....	11
图 13: 公司分区域收入占比 .....	11
图 14: 公司分区域收入增速 .....	11
图 15: 公司毛利率 .....	12
图 16: 公司分品类毛利率 .....	12
图 17: 公司分品牌毛利率 .....	12
图 18: 公司分渠道毛利率 .....	12
图 19: 公司分市场区域毛利率 .....	13
图 20: 公司期间费用率 .....	14
图 21: 公司营业利润率与净利率 .....	14
图 22: 公司营运周转天数 .....	16
图 23: 公司 ROE .....	16
图 24: 吸收性卫生产品行业分析框架 .....	17
图 25: 卫生巾结构示意图和组成材料 .....	18
图 26: 纸尿裤结构示意图 .....	18
图 27: 卫生巾产品的创新迭代 .....	19
图 28: 面层与吸收芯体的迭代升级 .....	20
图 29: 尤妮佳九州智能工厂自动化率 (对比既有工厂) .....	22
图 30: 龙头企业研发费用率 .....	22
图 31: 吸收性卫生用品产业链示意图 .....	22
图 32: 百亚股份 2016 年原材料成本结构 (以卫生巾为主) .....	23
图 33: 豪悦护理 2019 年原材料采购结构 (以纸尿裤为主) .....	23
图 34: 2012 年至今石油现货价平均价格指数 .....	23
图 35: 2012 年至今纸浆价格指数 .....	23
图 36: 卫生巾市场渠道结构 .....	24
图 37: 婴儿纸尿裤市场渠道结构 .....	24

图 38: 中国个人卫生护理用品市场规模及增速 .....	24
图 39: 2021 年中国个人卫生护理用品细分市场结构 .....	24
图 40: 中国卫生巾市场规模及同比增速 .....	25
图 41: 中国婴儿纸尿裤市场规模及同比增速 .....	25
图 42: 中国成人纸尿裤市场规模及同比增速 .....	25
图 43: 2021 年我国卫生巾市场竞争格局 (公司份额) .....	26
图 44: 2021 年我国婴儿纸尿裤市场竞争格局 (公司份额) .....	26
图 45: 2012~2021 年卫生巾前十家企业中外资份额变化 .....	26
图 46: 2012~2021 年婴儿纸尿裤前十家企业中外资份额变化 .....	26
图 47: 中美日 CR5 对比 .....	27
图 48: 2021 年美国卫生巾市场份额前五位 .....	27
图 49: 2021 年日本卫生巾市场份额前五位 .....	27
图 50: 2021 年美国女性护理市场结构 .....	28
图 51: 2012~2021 年日本女性护理市场宝洁份额 .....	28
图 52: 美国女性护理市场渠道结构 .....	29
图 53: 日本女性护理市场渠道结构 .....	29
图 54: 中国女性护理市场发展阶段 .....	30
图 55: 2021 年中美日女性人口对比 (单位: 亿) .....	30
图 56: 中小本土品牌企业份额变化 .....	30
图 57: 2021 年各电商平台市场份额 .....	31
图 58: 2016~2020 年不同网络广告形势市场份额占比 .....	31
图 59: 2017~2022 年天猫平台裤型卫生巾销售规模及增速 .....	33
图 60: 2020~2022 年京东平台裤型卫生巾销售规模及增速 .....	33
图 61: 全国商超渠道极薄型卫生巾销售额占比及同比增速 .....	33
图 62: 薄型与标准卫生巾销售额及增速 .....	33
图 63: 2022 年 1~7 月天猫淘宝卫生巾材质参数销售额占比 .....	34
图 64: 全棉时代奈丝公主市占率 .....	34
图 65: 部分医护级卫生巾天猫平台市占率 .....	35
图 66: 部分医护级卫生巾京东平台市占率 .....	35
图 67: 直播电商市场规模及同比增速 .....	35
图 68: 2021 年抖音快手直播带货一二梯队类目销量占比 .....	35
图 69: 到店与到家市场规模 (亿元) .....	36
图 70: 2020 年中国社区团购消费者购买品类调查 .....	36
图 71: 自由点主要产品矩阵演变 .....	36
图 72: 无感无忧 YY 芯体设计 .....	37
图 73: 羽翼轻轻与空气系列产品卖点 .....	37
图 74: 安睡裤产品主打卖点 .....	37
图 75: 大健康系列产品主打卖点 .....	37
图 76: 公司研发费用和研发费用率 .....	39
图 77: 公司与可比公司研发费用率对比 .....	39
图 78: 公司卫生品自产与外协占比 .....	40

图 79: 公司卫生巾与纸尿裤产能 .....	40
图 80: 2012~2022 年公司在建工程和资本开支及增速 .....	40
图 81: 公司产能利用率和产销率 .....	40
图 82: 自由点品牌代言人 .....	41
图 83: 自由点品牌女性价值传递 .....	41
图 84: 自由点大健康营销 .....	41
图 85: 自由点与竞品品牌定位对比 (以天猫平台数据为例) .....	42
图 86: 公司营销类费用率 .....	42
图 87: 公司与可比公司营销类费用投入对比 .....	42
图 88: 公司电商渠道结构 .....	43
图 89: 公司与可比公司电商渠道占比 .....	43
图 90: 公司与可比公司电商渠道增速 .....	43
图 91: 公司经销商数量与平均经销商收入 .....	45
图 92: 公司与可比公司经销渠道占比对比 .....	45
图 93: 公司 KA 客户数量 .....	45
图 94: 公司与可比公司 KA 渠道占比对比 .....	45
图 95: 全国市场拓展路径 .....	46
图 96: 分区域线下市场份额 .....	46
图 97: 中顺洁柔收入/归母净利润增速及历史 PE 值 .....	53
图 98: 公司上市至今预测 PE 值 .....	54
表 1: 管理层信息 .....	8
表 2: 公司与可比公司毛利率对比 .....	13
表 3: 公司与可比公司期间费用率对比 .....	15
表 4: 公司与可比公司周转天数 .....	16
表 5: 公司与可比公司 ROE 对比 .....	16
表 6: 吸收性卫生用品材料、功能、特性 .....	18
表 7: 三种吸收芯体及特点 .....	20
表 8: 龙头公司研发和供应链布局 .....	21
表 9: 部分龙头企业品类概况 .....	28
表 10: 部分本土品牌细分定位 .....	30
表 11: 代表性品牌产品系列矩阵 .....	32
表 12: 普通级与医护级卫生巾标准对比 .....	34
表 13: 自由点与市场可比产品系列价格对比 .....	38
表 14: 2022 公司在研项目 .....	38
表 15: 自由点旗舰店分产品系列规模、增速以及占比 .....	39
表 16: 全国份额与线上份额品牌前 10 排名对比 .....	44
表 17: 前五大 KA 客户收入 (万元) 及占比 .....	45
表 18: 公司线下市场份额及规模测算 .....	47
表 19: 百亚股份收入拆分 .....	48

表 20: 百亚股份毛利率拆分 .....	48
表 21: 百亚股份期间费用率拆分 .....	49
表 22: 盈利预测与市场重要数据 .....	49
表 23: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	50
表 24: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	50
表 25: 资本成本假设 .....	51
表 26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	51
表 27: 2021 年公司与可比公司业务结构 .....	52
表 28: 可比公司财务数据比较 .....	53
表 29: 可比公司估值 .....	53



## 公司概况：川渝个护龙头，稳步向全国扩张

### 公司经营概况

百亚股份是川渝地区个人护理卫生用品的龙头企业。公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，依托自有品牌，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。产品主要涵盖卫生巾（自由点、妮爽品牌）、婴儿纸尿裤（好之品牌）、成人失禁用品（丹宁品牌）等领域，其中卫生巾为公司重点发展的领域。2022 年卫生巾收入占比约 84%，纸尿裤合计占 8%（主要为婴儿纸尿裤），另外公司经营代工业务占比 8%，主要以提升产能利用率为目的。

市场区域方面，公司形成了川渝-云贵陕-两湖-其他区域的市场梯队，具备了实施泛全国化市场拓展的基础制成。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。

图1：公司主要产品以及收入结构

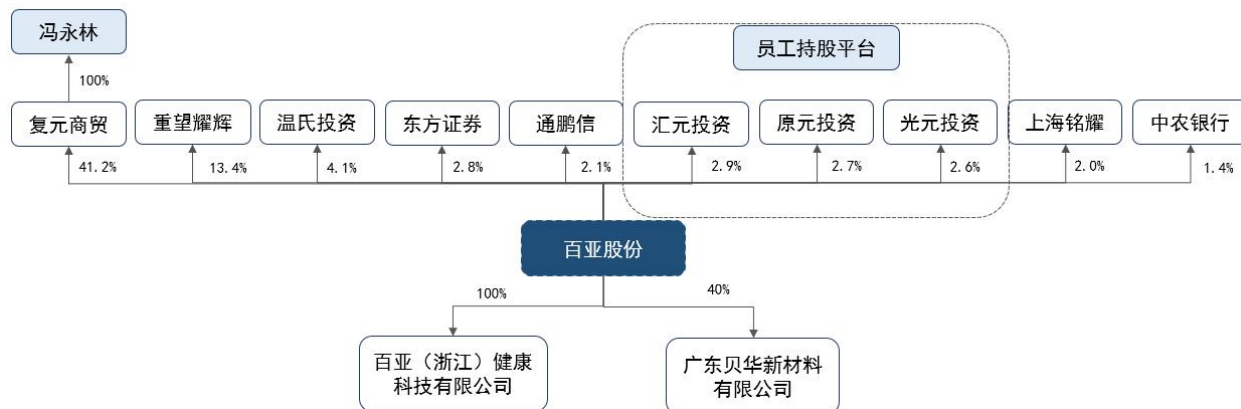


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（\*比例计算基于 2022 年收入数据）

**公司创始人为实控人，股权集中。**截止 2022 年报，创始人冯永林先生通过复元商贸间接持有公司 41.2% 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起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 49.3%。公司股权集中，复元商贸、重望耀辉两大股东持股比例合计 54.6%。

持股 5% 以上的股东自限售流通股解禁后因自身资金需求发布两次减持计划，对公司股价和基本面不构成重大影响。2022 年 4 月第二批减持计划披露，并于 2022 年 11 月公告减持实施完成。截至 2022 年报，重望耀晖、温氏投资、铭耀资产、通鹏信持股比例分别累计减少 9.4%、2.1%、3.6%、2%。

图2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司管理层稳定、经验丰富。董事会成员中，冯永林、张黎、鹏海麟、曹业林分别任公司总经理、财务总监及董事会秘书、生产总监、营销总监，具有多年的行业经验和公司管理经验。

表1：管理层信息

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
冯永林	董事长、董事、总经理	2018/8/1	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。
张黎	董事，财务总监，董事会秘书	2018/8/1	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。
彭海麟	董事	2018/8/1	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。
曹业林	董事	2018/8/1	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。
谢秋林	董事	2018/8/1	1959	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，重望耀晖投资有限公司董事，重庆百亚卫生用品股份有限公司董事。
金铭	董事	2021/8/18	1971	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，上海眷饕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。2021年8月起至今任重庆百亚卫生用品股份有限公司董事。

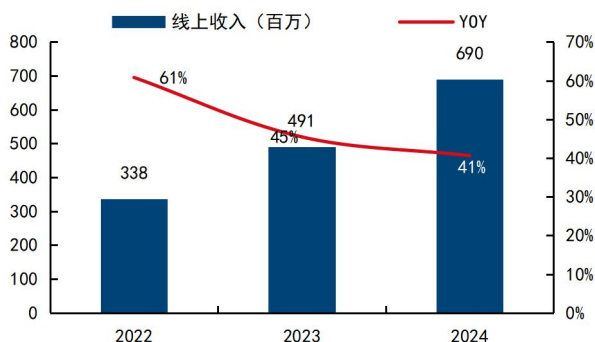
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**股权激励绑定核心员工利益，目标设置展现经营信心。**2022年初公司发布股权激励计划，确定本次激励计划的首次授权日为2022年1月14日，以17.08元/份的行权价格向符合条件的454名激励对象授予129.32万份股票期权，以8.39元/股的价格向符合条件的83名激励对象授予255.25万限制性股票。对于线上业务员工，考核目标为2022~2024年线上收入规模为3.4/4.9/6.9亿元，同比增速61%/45%/41%；对于非线上业务员工，收入目标为18/22/27亿元，同比增速24%/21%/23%，净利润目标为2.5/3.0/3.6亿元，净利润同比增速12%/18%/18%。

2023年2月公司调整业绩目标强化激励性：将2023/2024年非线上业务股权激励目标分别调整为2023年/2024年收入目标为19/23亿元，以2022年实际值为基数同比增速分别为20.3%/19.4%，净利润目标为2.2/2.5亿元，同比增速分别为15.0%/14.4%。

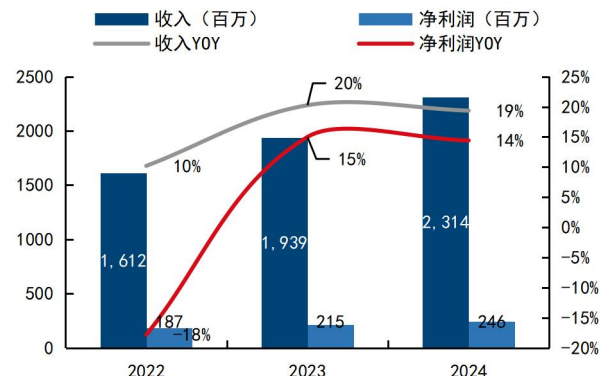


图3: 线上业务激励目标



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 非线上业务激励目标 (调整后)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 财务分析: 业绩增长稳健, 自由点品牌推动盈利优化

业绩增长稳健, 2018年起受益于自由点品牌发展与渠道拓张增速上行。2012~2022年公司收入规模由6.2亿增长至16.1亿元, 年复合增速约10%; 2018年起, 品类方面受益于自由点业务持续放量、ODM业务加入, 渠道方面线下拓展与电商增长同步推进, 增速上行, 2018~2022年收入年复合增速约14%。2012~2022年公司归母净利润规模由0.67亿增长至1.9亿元, 年复合增速约11%, 2018年起年复合增速约20%。2014、2016/2017年主要因产品结构调整、低端产品优化导致增速相对放缓, 2020年增速则受到疫情以及促销费用抵减收入会计准则变更的影响, 2022年净利润同比下降, 主要因疫情反复、促销投入不及预期, 同时成本费用端原材料价格上涨、加大营销投入等因素影响。

图5: 公司收入 (百万) 及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司归母净利润 (百万) 及同比增速

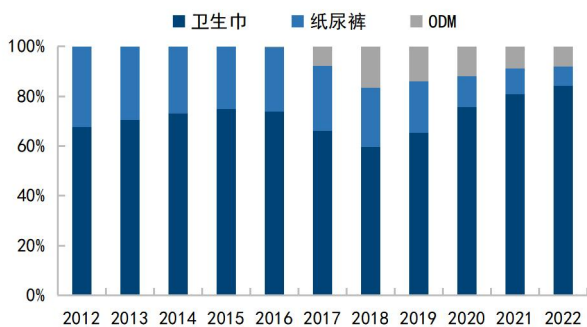


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

品类拆分: 定位中高端的自由点品牌收入快速发展。公司拥有卫生巾自主品牌、纸尿裤自主品牌、ODM 三块业务, 其中公司卫生巾业务、尤其是自由点品牌是核心增长驱动力。1) 业务结构: 2012~2022年卫生巾收入占比由68%提升16个百分点至84%, 达到13.6亿元, 自由点品牌占比由38%提升至83%达13.39亿元, 妮爽卫生巾品牌与好之婴儿纸尿裤品牌业务收缩。2) 业务增速: 2012年~2022年公司卫生巾收入及其自由点品牌收入年复合增速分别为12%、19%, 对标公司整体增速分别高约2、9个百分点。妮爽品牌定位低端, 对其研发、销售投入相对较少, 好

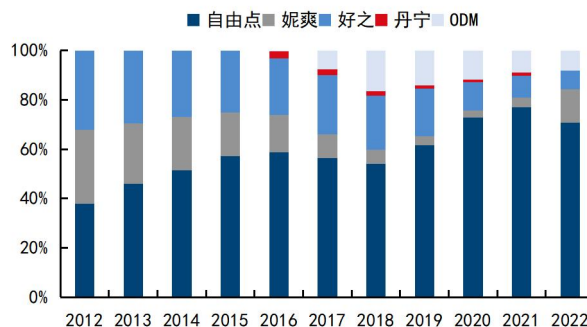
之品牌因国内生育率下降、市场竞争激烈，公司战略性放缓投入。ODM 业务于 2016~2019 年发展迅速，公司将其定位为自主品牌业务的有益补充，投放资源优先度靠后，近几年小幅下滑后维持稳定规模。

图7: 公司品类收入占比



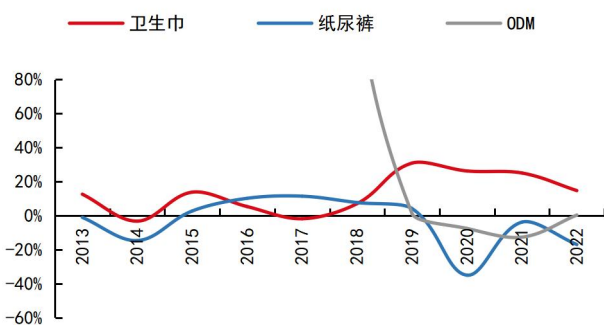
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司品牌收入占比



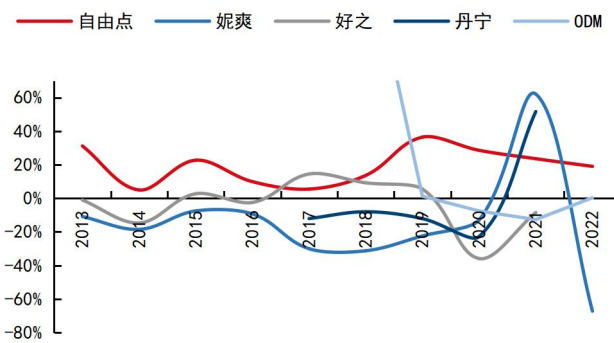
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (\*2012~2015 年未披露成裤和婴裤数据, 2021 年自由点占比超 95%推算; 2022 年未单独披露好之/丹宁数据, 暂将纸尿裤品类记作好之品牌)

图9: 公司品类收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (2017/2018 年 ODM 业务增速分别为 2463%、156%)

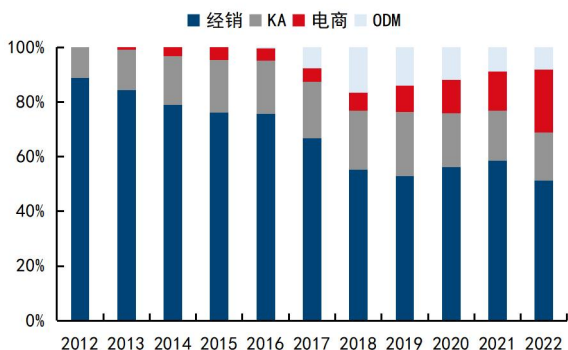
图10: 公司品牌收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (\*2022 年未单独披露好之/丹宁数据)

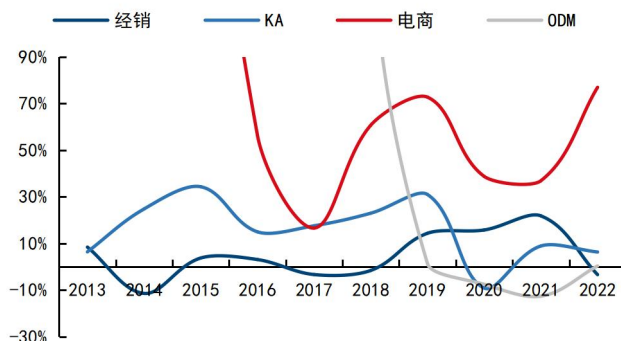
**渠道拆分: 渠道多元化发展, 经销商为传统优势渠道, 电商发力增长。**公司传统优势渠道为经销商, 顺应 KA 客户门店拓展、加强全国性连锁 KA 客户的合作, 并抓取电商红利建立全渠道体系。1) 渠道结构: 2012~2022 年经销商渠道收入占比由 9 成下降至 5 成, 同期 KA 渠道由 1 成提升至 2 成, 电商从 2013 年开始试水到 2022 年占比约 23%。2) 渠道增速: 2012~2022 年 KA 渠道年复合增速 15%, 2014~2022 年电商渠道年复合增速 69%, 经销渠道增速稳健, 年复合增速为 4%。

图11: 公司渠道收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

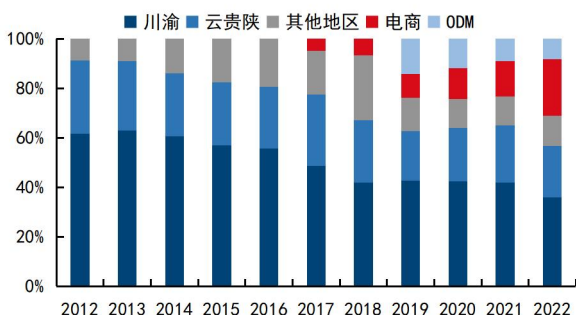
图12: 公司渠道收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

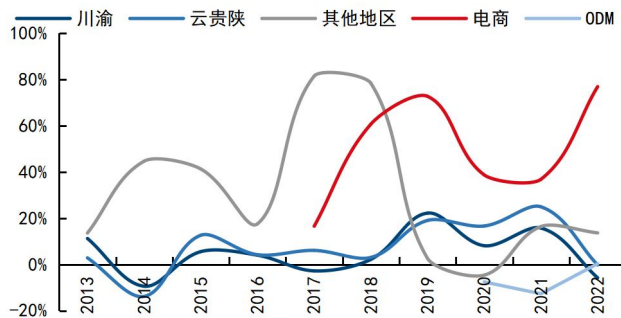
**市场区域拆分: 川渝稳健发展, 向云贵陕、其他区域稳步扩张。**公司起家于川渝地区并深耕多年, 由此向周围省份辐射拓张, 云贵陕其次, 外围市场逐步拓张, 释放较好成长性。1) 区域占比: 2012~2022 年川渝地区收入占比由 6 成降至 4 成, 云贵陕地区由 28%降至 21%, 其他区域市场由 8%提升至 12%。2) 区域增速: 2012~2022 年川渝、云贵陕、其他地区的年复合增速分别为 5%、7%、14%。2014、2017 年产品结构优化调整、出清旧品对川渝等成熟市场影响较大, 2020 年其他地区因上半年疫情影响华中地区物流及促销活动受限同比下滑, 同时新拓市场促销力度偏大, 促销费用抵减收入会计准则变更影响较大。

图13: 公司分区域收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (\*2012~2015 年未单独拆分电商; 2016~2018 年云贵陕数据含两湖地区且未单独拆分 ODM 业务, 其他地区表现占比偏低)

图14: 公司分区域收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (\*2012~2015 年未单独拆分电商; 2016~2018 年云贵陕数据含两湖地区且未单独拆分 ODM 业务, 其他地区表现增速偏高)

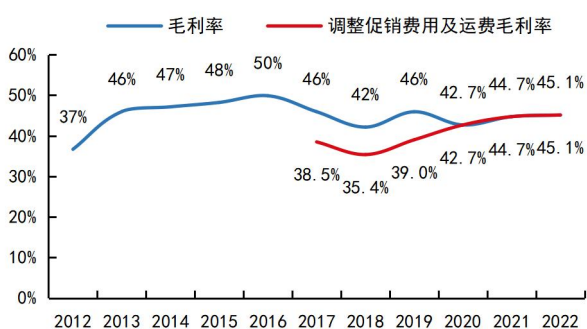
**毛利率主要受业务结构、原材料成本影响。**1) 原材料影响: 个护产品有 5 大核心材料, 约占原材料成本的 60%, 其中浆板 (占比 7%~8%) 受上游木浆波动影响, 其余主要受石油价格波动影响。2017~2018 年石油与木浆价格上升, 2019 年下半年起下行, 再次自 2021 年下半年攀升。2) 业务结构方面, 毛利率偏高的自由点品牌业务占比持续提升, 推动毛利率持续优化, ODM 业务于 2017 年起放量, 因仅承担代工环节毛利率约为 15%~20%, 对公司整体毛利率有一定稀释作用。

**时间纵向看:** 1) 公司各品牌在 2013 年均推出新品, 毛利率显著提升 9 个百分点至 46%。2) 2013~2016 年, 受益于自由点占比提升、自动化设备引入降低单位人工成本、2016 年原材料价格下行等多重因素, 毛利率稳步提升。3) 2017~2018

年，在成本端原材料价格上涨、高端产品单位材料耗用提升、制造费用因百亚国际产业园及其配套项目的推进短期提升，销售端 ODM 与新开拓市场毛利率偏低，毛利率下行约 8 个百分点。4) 自 2019 年起，成本端原材料上行增速放缓，销售端产品结构优化继续及高毛利 KA 渠道占比提升，带动毛利率企稳回升，2020 年因会计准则变更影响表现观毛利率下行，如剔除此影响毛利率呈现稳步上升趋势。

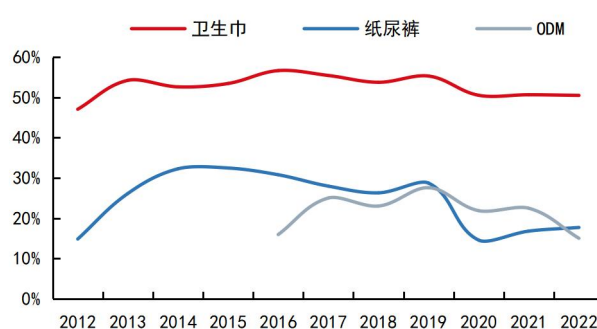
**分品类看，卫生巾品类及其自由点品牌推动毛利率持续优化。**卫生巾毛利率稳定约为 50%，其中自由点约 50%+，妮爽毛利率较低约 10%；2017~2018 年原材料上行，自由盈利稳定，定位中低端的妮爽承压明显、下行 19 个百分点。纸尿裤毛利率接近 20%，主要为好之婴裤品牌贡献（17%~18%），丹宁因为外协产品毛利率偏低约为 15%。

图15: 公司毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

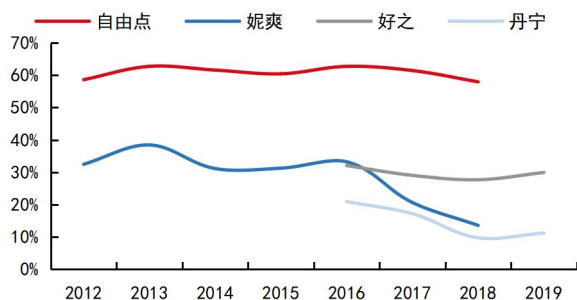
图16: 公司分品类毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

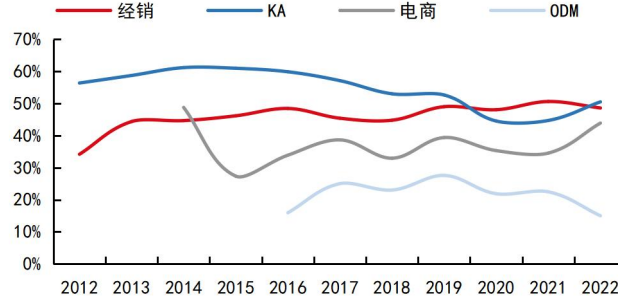
**分渠道看，渠道毛利率受定价模式影响。**公司与 KA 客户采取“委托代销”方式合作，结算价约为终端零售指导价的 8~8.5 折，经销商渠道需保证经销商利润空间，结算价约为终端零售指导价的 6.4~7.2 折，电商渠道因引流等多种原因线上终端售价会给予一定折扣。因此，KA 毛利率约 55%~60%，经销毛利率约 45%~50%，电商约 35%~40%。纵向来看，公司传统优势渠道经销商随产品结构升级毛利率稳步提升，KA 渠道于 2020~2021 年因促销费用投入大、会计准则变更致毛利率下滑相对明显，2022 年 KA 渠道受益于产品结构优化毛利率恢复至 50%。电商近几年加大平台结构调整、收缩大力度折扣、降低低毛利率的专供品业务占比、优化品类结构，2022 年毛利率约 44%，同比提升 9 个百分点。

图17: 公司分品牌毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 公司分渠道毛利率

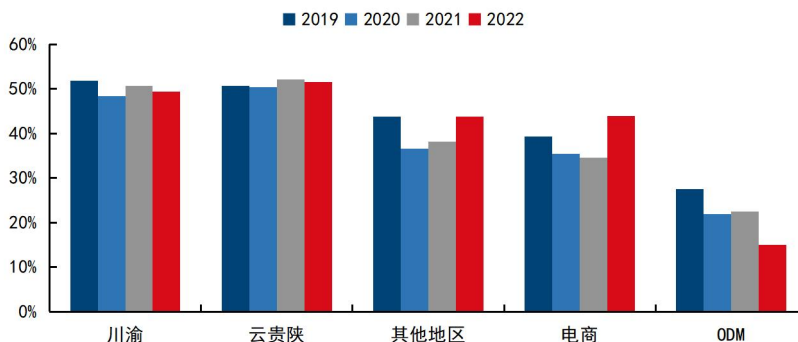


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



川渝云贵陕成熟市场毛利率较高，新拓市场因品牌投入与促销力度大毛利率偏低。市场深耕多年的川渝、云贵陕地区毛利率高约 50%，表观毛利率稳定，推测剔除会计准则影响毛利率受益于中高端定位的自由点品牌推动呈现上升趋势。新拓展的外围市场通常品牌投入与促销力度大，电商渠道因引流等因素影响执行较大力度的折扣销售，自 2020 年起促销费用抵减收入，2019-2021 年表观毛利率呈现下降趋势，其中其他地区由 44%下降至 38%、电商由 39%下降至 35%。2022 年受益于产品结构优化，其他地区/电商毛利率分别提升 6、9 个百分点至 44%/44%。

图19: 公司分市场区域毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与可比公司相比，毛利率处于较高水平，仍有增长空间。公司毛利率高的主要原因系：一方面，公司以卫生巾业务为主营业务，营收占比约 84%。卫生巾品类的毛利率相较其他吸收性卫生用品、生活用纸来说毛利率空间较高。另一方面，公司“自由点”品牌尤其在其区域市场具有较好的品牌声量，享有一定品牌溢价。恒安国际是一次性卫生用品龙头企业。其个护产品毛利率较高，在品牌影响力、销售渠道建设等具备溢价和规模优势；成本端因原材料规模化采购、议价能力较强，有利于其降低材料成本。对比恒安国际，我们认为公司未来随规模和品类扩张逐渐推进，结合品类结构升级，毛利率具备提升空间。

表2: 公司与可比公司毛利率对比

		2017	2018	2019	2020	2021	2022
百亚股份	综合	45.9%	42.1%	45.9%	42.7%	44.7%	45.1%
	卫生巾	55.4%	53.7%	55.3%	50.5%	50.7%	50.5%
	纸尿裤	28.0%	26.3%	28.7%	14.5%	16.8%	17.6%
	ODM	25.0%	23.0%	27.6%	21.9%	22.5%	15.0%
恒安国际	综合	46.9%	38.2%	38.6%	42.3%	37.4%	34.0%
	卫生巾	68.8%	69.4%	70.3%	71.4%	70.5%	66.8%
	纸尿裤	40.8%	39.2%	40.5%	39.6%	37.7%	36.9%
豪悦护理	综合	26.9%	26.6%	30.4%	36.9%	26.3%	22.5%
	婴儿卫生用品	25.2%	26.1%	29.6%	33.1%	25.7%	21.3%
	成人卫生用品	30.7%	28.7%	33.5%	36.2%	25.3%	25.1%
可靠股份	综合	28.6%	25.5%	27.0%	27.8%	18.6%	--
	婴儿护理用品	28.6%	22.1%	22.2%	20.6%	17.3%	--
	成人失禁用品	33.3%	34.1%	36.0%	26.5%	19.8%	--
中顺洁柔	综合	34.9%	34.1%	39.6%	41.3%	35.9%	--
	个人护理用品			60.9%	63.3%	40.7%	--
维达国际	综合	29.7%	28.1%	31.0%	37.7%	35.3%	28.2%
	个人护理用品	29.9%	30.4%	29.1%	34.7%	35.1%	31.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



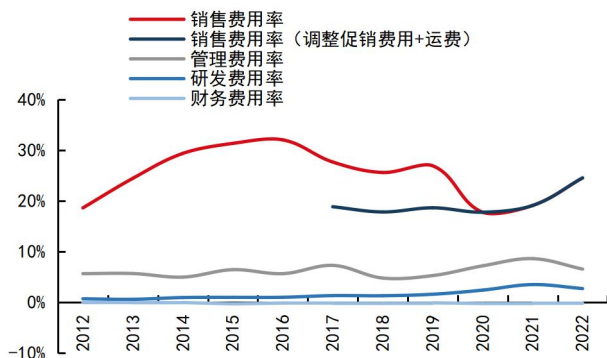
期间费用率总体稳定，营业利润率与净利率受毛利率推动影响呈现上升趋势。

销售费用前期因新品推广、电商与外围市场拓展销售投入显著增加，2017-2021年费率基本稳定，2022年销售投入再次显著提升。2012年~2016年销售费用率由18.6%提升至32%，2017~2019年因销售投入较少的ODM业务增加回落至27%左右；如剔除促销费用与运费调整影响2017-2021年公司保持稳定的销售费用率投入，2022年营销费用投入加大、提升5个百分点至24.5%。

管理费用率与财务费用率稳定。其中管理费用率约在5%~6%区间，2015年因员工持股平台增资入股，当年确认1015万元股份支付费用致管理费用率约6.4%，2017年因确认1005.81万元上市中介机构服务费用管理费用率约7.3%，2020~2021年管理费用率因研发费用、管理人员薪酬增加小幅提升，2022年降至6.5%。财务费用率因较强的回款能力与充足的现金流为负数，基本位于-0.1%~-0.2%区间。

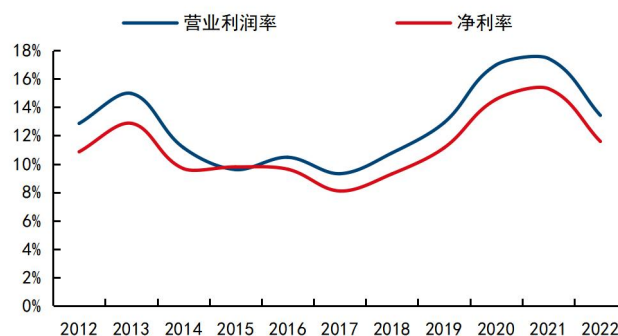
营业利润率与净利率2017-2021年在期间费用保持稳定的情况下受益于业务结构优化、毛利率提升呈现上升趋势，2022年因疫情扰动费用在上半年投入产出比有所下滑、同时加大销售费用投入有所回落。前期随着品牌营销投入增加费用率提升导致销售净利率低于2012~2013年水平，2017~2021年费用率维稳、高毛利品类与渠道占比提升，净利率显著增加约7个百分点至15.3%，2022年因销售费用率大幅提升，净利率滑落至11.6%。

图20: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司营业利润率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与可比公司相比，公司销售费用率较高，反映公司处于品类发展与渠道扩张阶段、对营销推广与品牌打造上比较重视。公司以自主品牌为经营核心，销售费用率与同样发展个护与生活用纸品牌的恒安国际、中顺洁柔、维达国际具备一定可比性，公司因处于全国市场拓展阶段，同时提升自由点品牌影响力，销售费用率处于可比公司偏高水平。豪悦护理与可靠股份 ODM 业务占据主要比例，销售投入偏低。

管理费用率处于平均水平。剔除上市费用等一次性相应，2017~2019年公司管理费用率处于可比上市公司平均水平，后续公司不断研发新品推出上市、同时一定程度增加管理人员薪酬，管理费用率于2020-2021年高于可比公司，2022年有所回落。

财务费用率为负。公司因较好的回款能力、现金流充足，财务收入抵消财务费用。可比公司除恒安国际、维达国际财务费用率为正外，均为财务净收入。

我们认为，目前公司处于产品与品牌建设、渠道与市场拓张的阶段，未来中短期预计保持较高费用投入，长期品牌成熟、全国市场拓张基本成形，规模效应释放

推动费用率下行。

表3: 公司与可比公司期间费用率对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>销售费用率</b>						
百亚股份	27.6%	25.6%	26.9%	17.7%	19.1%	24.5%
恒安国际	19.6%	11.1%	14.2%	15.5%	15.2%	14.9%
豪悦护理	7.8%	5.1%	5.2%	4.9%	3.7%	3.5%
可靠股份	13.2%	10.7%	10.1%	4.0%	7.6%	8.0%
中顺洁柔	19.1%	17.8%	20.6%	19.7%	21.7%	20.4%
维达国际	17.4%	16.0%	16.0%	17.9%	19.7%	19.8%
平均值	17.5%	14.4%	15.5%	13.3%	14.5%	15.2%
<b>管理费用率（含研发费用率）</b>						
百亚股份	7.3%	4.8%	5.3%	7.2%	8.6%	6.5%
恒安国际	6.5%	5.8%	5.7%	6.1%	6.6%	6.7%
豪悦护理	7.3%	5.1%	5.3%	5.3%	5.7%	5.7%
可靠股份	7.4%	6.7%	7.3%	5.1%	7.3%	6.9%
中顺洁柔	5.4%	5.5%	7.1%	7.1%	6.0%	6.7%
维达国际	5.4%	5.1%	5.3%	5.8%	5.1%	4.7%
平均值	6.5%	5.5%	6.0%	6.1%	6.6%	6.2%
<b>财务费用率</b>						
百亚股份	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
恒安国际	1.8%	3.0%	3.3%	3.1%	2.2%	2.0%
豪悦护理	2.1%	1.1%	0.6%	0.0%	-1.0%	-1.5%
可靠股份	1.4%	-0.4%	-0.3%	1.4%	-0.5%	-3.3%
中顺洁柔	1.0%	1.0%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.4%
维达国际	1.5%	1.5%	1.3%	0.9%	0.6%	0.5%
平均值	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.2%	-0.5%

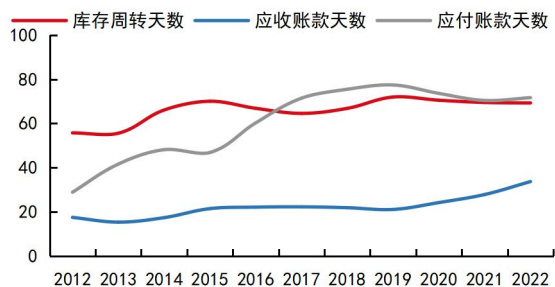
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**公司营运周转天数基本稳定；对标可比公司，公司因账期政策不同应收账款周转率高于行业平均，库存与应付账款周转率处于行业平均水平。**

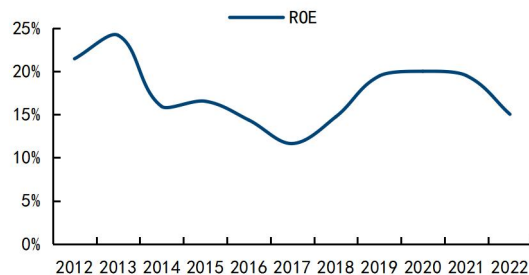
应收账款周转天数基本稳定，呈现小幅上升趋势，好于可比公司平均水平。公司对经销商、ODM 业务的客户采取“先款后货”结算方式，在电商开设直营店铺销售至终端消费者，对 KA 客户采取“委托代销”方式授予一定信用期（通常 30~90 天），随着 KA 渠道规模提升应收账款天数小幅增加。可比公司中，豪悦护理以代工业务为主，除部分长期合作客户一般要求预付部分或全部货款，因此周转天数好于公司，其余公司因直营占比结构或信用政策不同应收账款周转天数高于公司。

近 5 年公司库存周转天数维稳约为 70 天，应付账款天数维持 70 天以上，两指标位列可比公司平均水平。公司库存周转率低于豪悦护理、可靠股份，两者代工业务占据重要比例，根据客户订单组织生产效率较高；公司优于恒安国际等全国性个护品牌企业，后者销售范围广库存余额和原材料储备较多，周转率偏低。

**公司 ROE 受益于销售净利率提升呈上升趋势，优于可比公司平均水平。**公司 ROE 变动趋势与销售净利率趋同，总资产周转率、权益乘数分别因公司规模扩大、股权融资增加呈现小幅下降趋势。与可比公司相比，公司凭借优于平均的净利率和总资产周转率具备较好的 ROE 水平。

**图22: 公司营运周转天数**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图23: 公司 ROE**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表4: 公司与可比公司周转天数**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>应收账款周转天数</b>						
百亚股份	22	22	21	24	28	34
恒安国际	46	45	52	57	55	47
豪悦护理	16	14	15	10	21	30
可靠股份	82	73	58	46	61	-
中顺洁柔	44	42	42	43	44	-
维达国际	47	45	43	47	46	44
平均值	43	40	39	38	42	39
<b>存货周转天数</b>						
百亚股份	65	67	72	70	69	69
恒安国际	113	110	105	113	117	105
豪悦护理	78	56	51	47	51	49
可靠股份	68	64	52	40	53	-
中顺洁柔	58	68	83	104	96	-
维达国际	92	98	97	140	137	135
平均值	79	77	77	86	87	90
<b>应付账款周转天数</b>						
百亚股份	71	75	77	74	70	72
恒安国际	72	71	67	62	67	66
豪悦护理	74	57	54	49	60	66
可靠股份	126	104	93	77	101	-
中顺洁柔	53	53	49	53	49	-
维达国际	83	85	81	98	84	97
平均值	80	74	70	69	72	78

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表5: 公司与可比公司 ROE 对比**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
百亚股份	12%	15%	19%	20%	19%	15%
恒安国际	25%	23%	23%	25%	17%	10%
豪悦护理	51%	67%	64%	35%	13%	14%
可靠股份	10%	13%	20%	42%	4%	--
中顺洁柔	12%	13%	16%	20%	12%	--
维达国际	8%	7%	13%	18%	13%	6%
平均值	20%	23%	26%	27%	13%	11%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业分析：存量市场中本土份额提升机遇仍存

### 综述：广阔存量市场，玩家差异化竞争提升市场份额

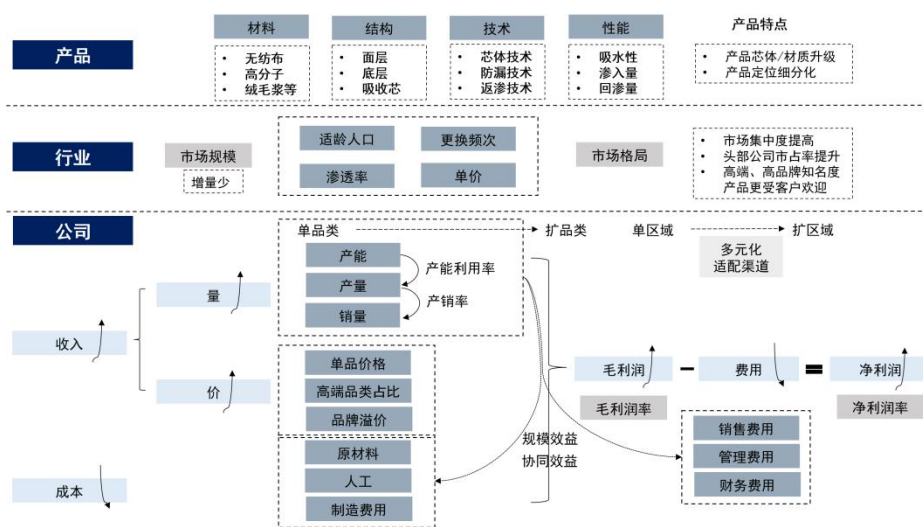
吸收性卫生产品因功能为满足日常卫生护理需求，终端消费呈现需求稳健、使用周期短、消费频率高的特点，具备消费刚性。

1) 产品层面：针对市场需求，持续产品创新助力市场份额扩张。

2) 行业层面：规模方面，行业空间广阔，2021 年达 1860 亿，在人口基数稳定、渗透率达到高位的背景下增速稳健，其中成人失禁用品未来随老龄化趋势、使用心智提升有望释放增长红利。竞争方面，中外资玩家众多、竞争充分，外部因素中女性消费群体细分化、销售营销渠道多元化、国潮热，内部因素中本土品牌品质提升、差异化产品定位、把握下沉市场覆盖和新兴渠道红利，有望迎来份额提升机遇。

3) 公司层面：公司销售端一方面加强品类品牌建设、把握细分产品红利，另一方面布局多元化适配渠道扩大市场覆盖，量价齐升推动收入增长；成本端释放规模效益、费用精细化运营提升利润率，最终实现份额提升。

图24：吸收性卫生产品行业分析框架



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 产业链：上游受石油及木浆价格影响，中游产品创新推动份额提升，下游渠道多元化发展

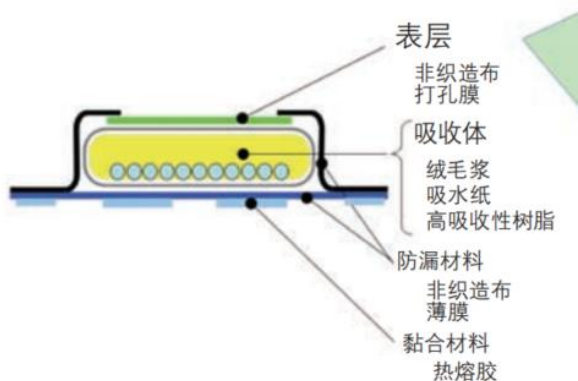
卫生巾与纸尿裤产品结构主要功能分为防渗漏、舒适性和使用简易三个方面，包括面层、底层、吸收层、导流层四个部分。1) 面层需要实现液体渗漏功能，同时由于和使用者肌肤直接接触，需要考虑柔软性和舒适度。2) 底层主要起到防漏作用，要有良好的耐水、防漏性，同时兼顾透气性；3) 吸收层是实现核心功能，用来吸收、扩散、储存液体的部分，需要具备快速吸收、防漏、防回渗的特性；导流层位于面层和吸收层之间，功能是将渗入液体快速吸收且均匀地扩散至吸收层，要有良好的吸收性和渗透性。4) 除以上结构功能外，在使用设计上需具备使用（使用、携带、丢弃等场景）的简易性。

表6: 吸收性卫生用品材料、功能、特性

结构	材料	功能	特性
面层	PE膜/PP无纺布/纯棉	液体渗漏, 接触肌肤	渗透性、柔软性、舒适度
底层	PE膜	包被、防渗漏	耐水性、防漏性、透气性
吸收层	高分子树脂、无纺布 无尘纸、绒毛浆	吸收、扩散、储存液体	吸收性、防漏性、防回渗
导流层	无纺布	快速吸收、均匀扩散至吸收层	吸收性、渗透性

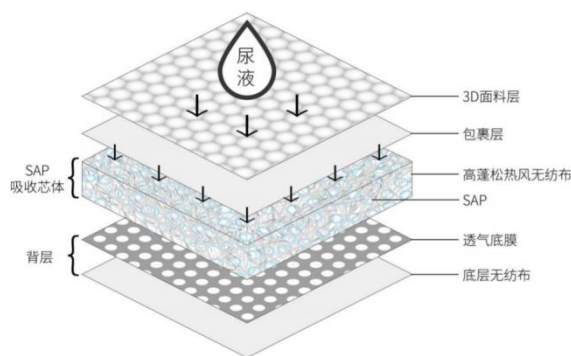
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图25: 卫生巾结构示意图和组成材料



资料来源: 《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》<sup>1</sup>, 日本花王株式会社, 国信证券经济研究所整理

图26: 纸尿裤结构示意图



资料来源: 豪悦护理招股书, 国信证券经济研究所整理

回顾卫生巾发展史，龙头品牌通过突破性产品创新扩张市场份额，持续基于产品形态、面层材质、吸收芯体进行升级。卫生巾发展历史大致分为三个阶段：

1) 1888年以前可洗式月经带：布条、卫生纸等用于吸收经血，缺点是不卫生、反复清洗；

2) 1888年~1936年可抛式（早期竞争者为美国公司强生和金佰利）：1888年首个可抛式卫生巾 Southall's Towel 出现（由纱布和棉花制成）；1897年强生开发出第一款量产卫生巾品牌 Lister's Towel（棉絮+吸水衬垫+固定绳带），替代传统的家庭自制品，因社会观念保守退出市场。1921年金佰利受红十字护士使用启发，基于其纤维棉专利技术推出“高洁丝”品牌（纤维棉和纱布制成的长方形卫生巾），通过市场教育和创新性营销获得市场成功。随即强生公司于1927年推出卫生巾品牌“摩登丝”进入市场竞争。

1931年美国医生发明导管式卫生棉条，1936年“丹碧丝”创始人收购该专利并推向市场，二战期间因棉条较卫生巾使用感更自由，同时受益女性上岗潮，产品普及率大幅提升。1950年德国医生发明“O.B.”指入式棉条。

3) 1970年至今持续围绕卫生巾产品设计、面层材质、芯体功能升级（新加入竞争者为美国公司宝洁、日本公司花王/尤妮佳）：

第一，产品设计围绕便捷/防侧漏，1971年强生创新背粘式卫生巾品牌 Stayfree，替代以往使用生理带等方式固定产品，使得经期行动更加便捷、自由、无感，市

<sup>1</sup> 河崎宏典, 《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》, 生活用纸, 2012(2):26-28.

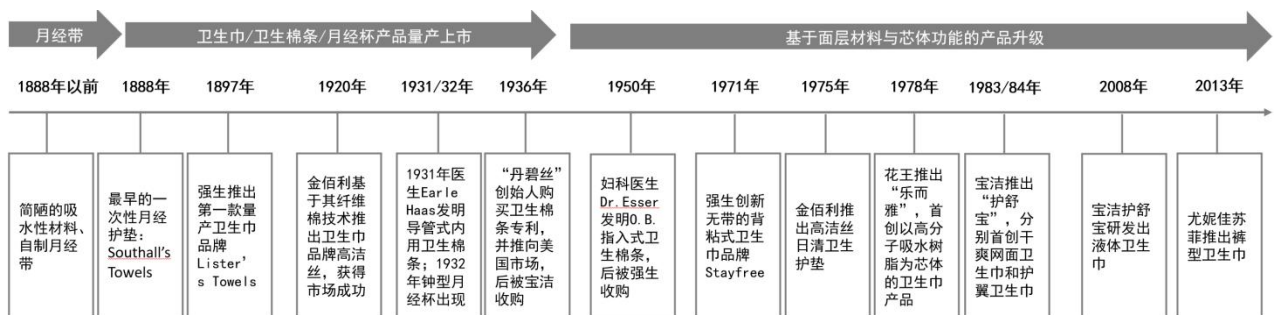


场份额迅速提升。随即 1975 年金佰利推出背粘式护垫,进行细分市场的争夺。1984 年宝洁“护舒宝”品牌首创护翼卫生巾,加强防侧漏、产品固定的功效。后续市面产品在护翼方面又升级立体护围式设计(利用立体橡胶、无纺布等形成有收缩、具备一定包围高度的立体弹力隔边)。1960s 以女性护理用品起家的尤妮佳品牌“苏菲”于 2013 创新推出裤型卫生巾,包裹式设计极大地解决了侧漏问题。

**第二, 面层材质围绕瞬吸/舒适/透气**, 面层最初为棉柔表层(无纺布), 结构为平坦膜结构, 优点是舒适, 缺点是导流慢、不透气。1983 年宝洁创建“护舒宝”品牌创新推出网面表层(开孔式薄膜), 加强透气性和导流功能, 通过网面和护翼两大创新护舒宝发展为匹敌强生和金佰利的卫生巾品牌。同时受网面结构启发, 市面产品在棉柔表层基础上, 先后升级开孔结构(瞬间吸收经血)、立体形状化结构(减少与肌肤解除面积), 优化棉柔表层导流与透气度。近年随着消费者对天然性、舒适性面层需求提升, 纯棉表层卫生巾进一步推出。

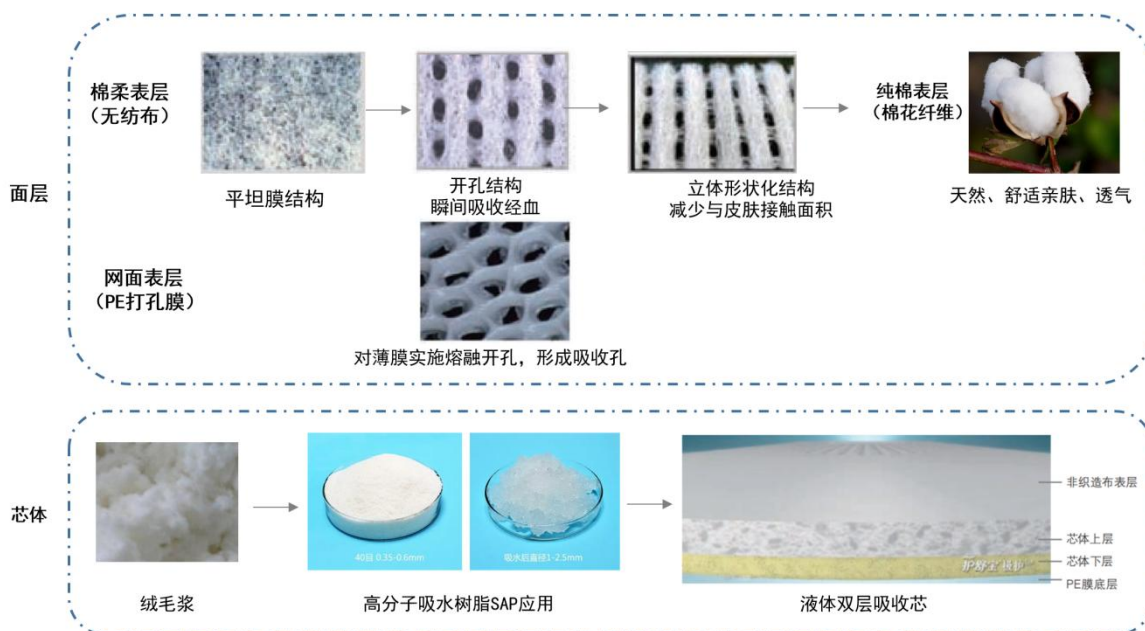
**第三, 芯体功能围绕吸收性/轻薄度**, 芯体最初以绒毛浆为主, 绒毛浆因结构松散具备吸水性强、液体可快速扩散等优点, 但吸水后容易起坨、厚重, 引起行动和体感不适。1979 年花王集团推出“乐而雅”品牌, 首次采用高分子吸水树脂为主要材料的芯体, 可吸收比自重高数百倍的液体、具备保水能力, 开创超薄卫生巾类型。2008 年宝洁推出液体卫生巾, 吸收芯体用纯净水和纳米分子级聚合物通过乳化技术液化形成, 芯体分为两层, 上层密度大使得经血迅速下渗, 下层密度小使得吸收经血后迅速扩散, 并牢牢锁在下层芯体, 干爽、避免反渗, 吸后亦能保持极薄厚度。

图27: 卫生巾产品的创新迭代



资料来源: 青竹新消费, 强生/金佰利/宝洁/花王官网, 国信证券经济研究所整理

图28: 面层与吸收芯体的迭代升级



资料来源：《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》<sup>2</sup>，《生活用纸：解密新款护舒宝极护液体材料卫生巾》<sup>3</sup>，国信证券经济研究所整理

表7: 三种吸收芯体及特点

芯体种类	材质	特点
木浆芯体	木浆（绒毛浆）+高分子吸水树脂	吸收效果好，结构松散，木浆吸水快速膨胀
复合芯体	无纺布、无尘纸+高分子吸水树脂	蓬松无纺布代替浆板，降低产品（尤其是吸水后）厚度，轻薄同时保持较好吸收性能
液体吸收芯体	FlexFoam 高分子液体材料，用纯净水和纳米分子级聚合物通过乳化技术液化形成	吸后极薄，受到挤压后反渗少保持表面干爽

资料来源：百亚股份、豪悦护理公告，天猫旗舰店，《消费者报道》，国信证券经济研究所整理

基于上述卫生巾发展史，在产品端头部企业有以下 3 点共性：

1. **头部企业以自研为主、收购为辅形成突破式创新，改善产品使用。**美系公司中，金佰利、强生率先推出市场化的卫生巾产品，替代反复洗用的月经带。强生研发背粘式卫生巾，替代别针或生理带，使得产品更贴合、便捷。宝洁研发网面、护翼卫生巾，产品更干爽透气、防侧漏效果更佳。日系公司中，花王利用化学材料优化芯体性能，尤妮佳开创裤型卫生巾解决防侧漏问题。此外，强生、宝洁分别于 1974 年、1997 年收购丹碧丝、O. B. 棉条，加速卫生棉条市场布局。

2. **头部企业拥有深厚的技术积累，具备医疗、造纸、化工等研发基础。**1) 强生具备深厚的医疗背景。强生是世界上第一批能生产无菌缝线的企业，一战期间大量生产棉线、纱布、绷带，其将产科医生定制的分娩用工具包中运用至卫生巾产品。2) 金佰利、宝洁具备造纸生产基础，业务延伸至吸收性卫生用品。金佰利 1872 年起家于造纸，曾发明卷筒卫生纸、纸手巾等产品，并研发出纤维棉材料。在一战中该材料替代棉花用于伤口处理，公司受到一战女性医护人员的使用启发，经过两年研制创新将纤维棉应用于卫生巾产品。宝洁于 1957 年收购从事纸巾及卫

<sup>2</sup> 河崎宏典，《日本卫生巾结构和材料的改进及产品细分》，生活用纸，2012(2):26-28。

<sup>3</sup> 张华彬，《解密新款护舒宝极护液体材料卫生巾》，生活用纸，2015, 15(1):22-23。

生巾制造的 Charmin Paper Milk 公司，进入纸品生意、并于 1969 年创新造纸方式使得卫生纸兼具柔韧两种性质，1961 年宝洁研究人员首创一次性婴儿纸尿裤，为后来的护舒宝品牌打造技术及生产基础。3) 尤妮佳创立于 1961 年，自 1963 年起开始制造和销售卫生巾产品，积累了无纺布及吸收性材料加工技术及经验使得其从上游把控品质，于 1982 年正式推出苏菲品牌，该品牌因优质的产品品质以及适合亚洲消费者使用习惯而获得市场成功。4) 花王卫生巾产品研发基于其化学背景，花王前身创立于 1887 年以生产高品质日本产香皂起家，在 1970s 花王专注于包括头发、皮肤在内的与人有关的基础研究，通过新获得的生物化学、纸张和分子技术与原有技术融合创新吸收芯体，推出乐而雅卫生巾。

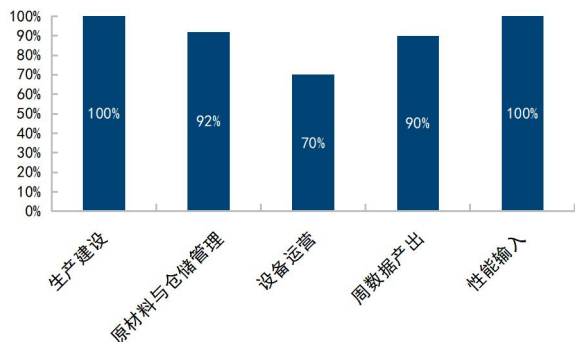
**3. 头部企业重视研发与供应链，注重当地市场消费者调研，致力于推出改善消费者生活的产品。**龙头企业设立研发中心或实验室，部分在中国市场设立研发中心，调研当地消费者使用习惯及偏好，从研发费用率来看，除强生（因具备医疗研发需求费用率约 15%）外，金佰利/宝洁/尤妮佳/花王的研发费用率约在 1%~4% 之间，保持稳定的研发投入。在供应链方面，头部企业在中国布局生产基地，形成向“一体化”和“智能化”的供应链，优化生产成本的同时，提升供应灵活度及市场反应度。以宝洁为例，根据市场调查机构 Gartner 全球供应链排名，宝洁与亚马逊、苹果、麦当劳、联合利华被评委全球供应链大师级称号。

表8：龙头公司研发和供应链布局

公司	研发机构	供应链管理
金佰利	2007 年美国设立全新的研发实验室，各市场设有研发部门	在中国北京、南京、天津等地拥有 4 家生产机构 中国 8 家工厂，接近 40 家合作制造商
宝洁	1890 年开放首个研发实验室；1924 年开展首次消费者调查；设立护舒宝北京研发中心，是宝洁全球六大研发中心之一。大中华区 3D 原则：根据中国消费者的实际需求来开发产品，基于中国市场的实际需求做决策，打造适合中国环境的供应链体系	1) 供应链网络由一级分销中心升级为双层级动态网络架构，前置仓优化供应灵活性； 2) 全链路数字化和智能化：2017 年在广州成立中国数字创新中心，自动化替代人力，最优决策实现精益管理。 3) 千场千链：2B 端打通上下游信息流，解决库存积压问题，2C 端开创工厂直发模式，提升电商订单处理效率
强生	强生是首家在中国成功实现“端到端”研发模式的跨国企业；并通过实现从早期研发到临床应用，致力于加速中国创新产品的研发，促进中国创新型经济的发展。强生的三大业务领域在中国均设有研发机构，并在上海建立了强生亚太创新中心。 日本设立技术研发中心，在海外设立研发办公室。	9 大供应链基地，分布于北京、上海、广州、苏州、西安等城市。 供应链策略：布局在华端到端供应链系统，提升本土高端智能制造能力，加速升级一体化全球供应链
尤妮佳	根据 2021-2023 中期管理计划，在成熟市场实施 DX 战略（营销 R&D-数字智能化），其中研发强调数据科学和智慧实验室的应用，数字智能化强调智慧工厂开发和供应链的数字化	中国分公司在上海、江苏、天津建立工厂。 供应链战略：1) 由原先的市场本地化供应链发展至以公司全局优化为目标的供应链系统；2) 加快智能工厂建设，目前建成日本九州智能工厂
花王	以“创造优质产品”为研发理念，在中国设立花王（中国）研究开发一体化供应链；1973 年形成线上供货系统，根据每日销售及库存信息自中心（KCRC），主要职责包括消费者调研，并在新材料探索和核心动向向销售公司配货；1985 年物流系统延伸至下游销售和上游原材料形成一体化流程，通过商品组合运输解决空载问题。2001 年建立 CPM 系统，到 2002 年减少 40% 的库存和 60% 的缺货问题。	中国设有上海闵行及金山区、福建合肥工厂

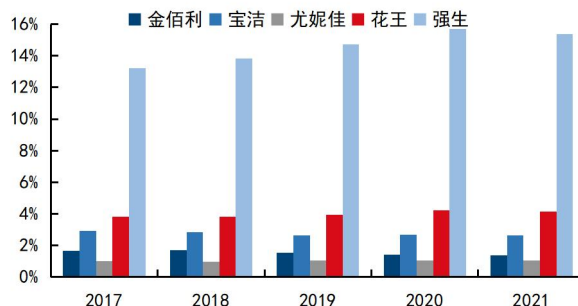
资料来源：各公司官网，媒介杂志，国信证券经济研究所整理

图29: 尤妮佳九州智能工厂自动化率（对比既有工厂）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

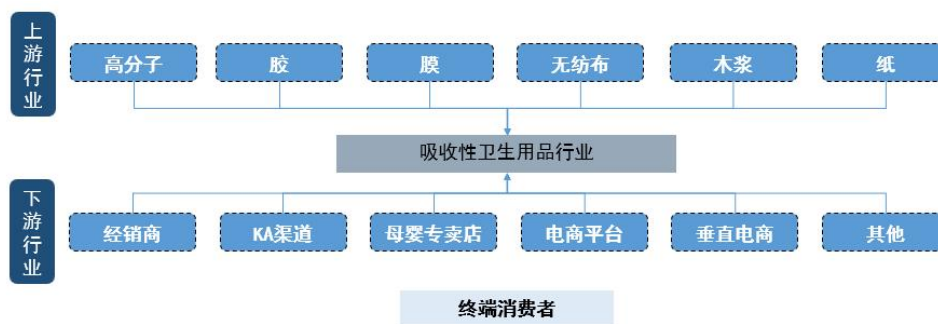
图30: 龙头企业研发费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**产业链结构: 上游行业是原材料供货商, 产业链下游渠道多元化发展触达终端消费者。**

图31: 吸收性卫生用品产业链示意图



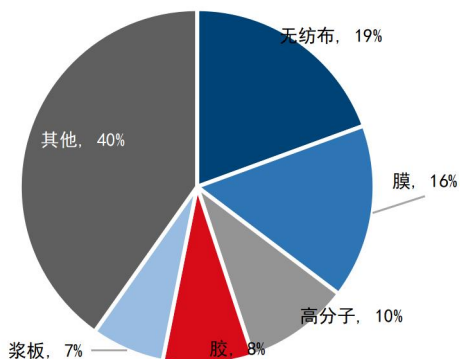
资料来源: 豪悦护理招股书, 国信证券经济研究所整理

**吸收性卫生用品核心材料受石油与木浆价格波动影响。**以公司和豪悦护理为例, 二者业务分别以卫生巾和纸尿裤为主, 其核心材料主要为无纺布、高分子、膜、胶、木浆/浆板, 其中前四类核心材料跟随石油价格波动, 木浆/浆板占比 5%~7% 受上游浆价影响。根据 IMF 编制的石油现货价平均价格指数, 2012 年至 2014 年三季度、2021 年四季度起石油价格处于高位, 2017 年底至 2019 年上半年亦为小高位; 根据中国造纸协会编制的纸浆价格指数, 2017~2018 年以及 2021 年起浆价高位。因此, 目前石油价格、纸浆价格均较高, 对吸收性用品生产商成本端造成一定压力, 2022 年四季度石油价格出现回落趋势, 2023 年一季度木浆产能释放预计亦减轻浆价压力, 我们认为今年预期或出现成本下行带来的盈利修复拐点。

除原材料自身价格变动外, 公司自身产业链的完整性、规模大小、上游运输路径距离远近所导致的原材料损耗, 对产品生产成本亦有影响。

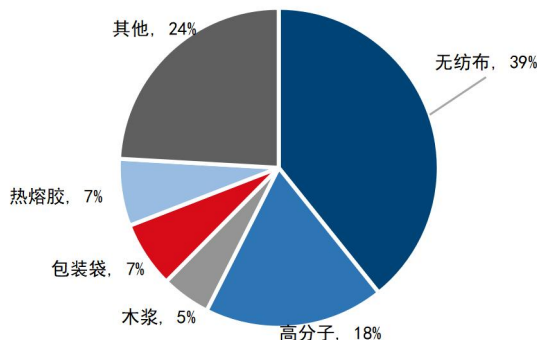


图32: 百亚股份 2016 年原材料成本结构 (以卫生巾为主)



资料来源: 百亚股份招股书, 国信证券经济研究所整理

图33: 豪悦护理 2019 年原材料采购结构 (以纸尿裤为主)



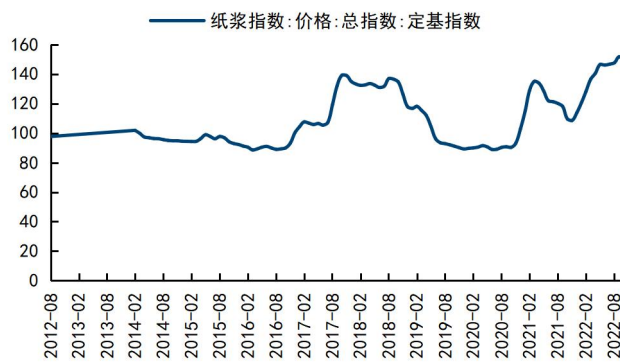
资料来源: 豪悦护理招股书, 国信证券经济研究所整理

图34: 2012 年至今石油现货价平均价格指数



资料来源: IMF, iFind, 国信证券经济研究所整理

图35: 2012 年至今纸浆价格指数

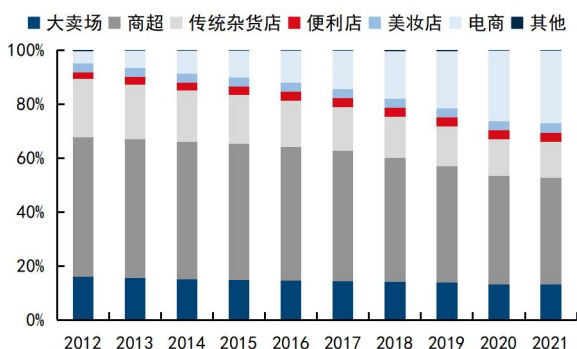


资料来源: 中国造纸协会, iFind, 国信证券经济研究所整理

下游销售渠道呈现线下业态多元化、线上电商占比提升的趋势。其中卫生巾市场大卖场、商超、杂货店依旧为核心渠道, 2012~2021 年三者合计占比由 89%下降至 66%, 线下便利店、美妆店成为重要的客流入口之一, 2021 年分别约 3.5%; 线上电商比例由 4%提升至 27%。婴儿纸尿裤市场中, 电商与母婴专卖店因较强的囤货心智、更高的母婴群体粘性发展为核心渠道, 2012~2021 年电商占比由 6%提升至 50%, 母婴店比例由接近 2 成提升至 3 成; 传统的大卖场与商超已不再是重要渠道, 2021 年仅占 22%。目前吸收性卫生用品生产商销售模式仍以经销为主, 并逐渐通过与大型零售客户建立稳定长期的关系而提升 KA 渠道销量; 同时顺应线上发展趋势, 不断拓宽、覆盖多元化业态并创新适配产品、采取适配营销模式, 快速提升新渠道销量。

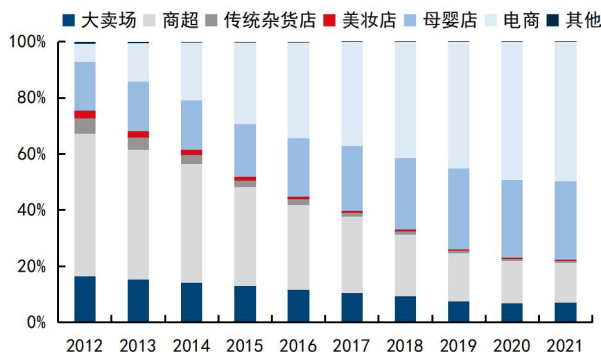


图36: 卫生巾市场渠道结构



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图37: 婴儿纸尿裤市场渠道结构



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

## 行业规模与竞争格局: 存量市场下前十集中度稳步提升, 细分客群与分散化通路带来格局重塑机遇

### 1. 卫生巾与婴儿纸尿裤市场成熟, 成人纸尿裤处于市场导入阶段

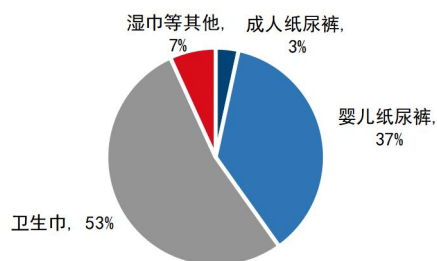
个人卫生护理用品行业空间广阔, 保持稳健增速。2021 年中国个人卫生护理用品市场规模约 1861 亿元, 2012~2021 年年复合增速约 8.2%。1) 卫生巾和婴儿纸尿裤是最主要的两大细分市场, 行业成熟、增速稳健。2021 年占比分别为 53%、37%, 市场规模分别达 987、684 亿元, 2012~2021 年年复合增速分别约 6.5%、9.2%; 婴儿纸尿裤市场近几年因人口出生率下降增速放缓至 1%。2) 成人纸尿裤市场处于导入阶段, 随老龄化趋势及产品渗透率提升, 市场发展迅速。2012~2021 年市场规模由 8.4 亿增至 63.1 亿, 年复合增速为 25.1%。根据可靠股份招股书披露, 2020 年我国成人失禁用品渗透率大约为 3%, 日本、北美和西欧渗透率分别约 80%、60% 和 58%, 产品渗透和消费者教育处于初期, 市场具备较大成长空间。

图38: 中国个人卫生护理用品市场规模及增速



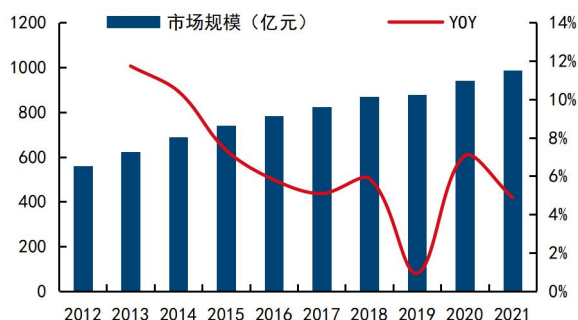
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图39: 2021 年中国个人卫生护理用品细分市场结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图40: 中国卫生巾市场规模及同比增速



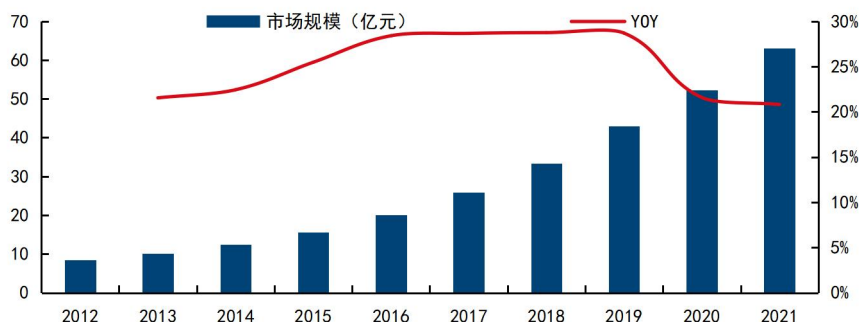
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图41: 中国婴儿纸尿裤市场规模及同比增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图42: 中国成人纸尿裤市场规模及同比增速

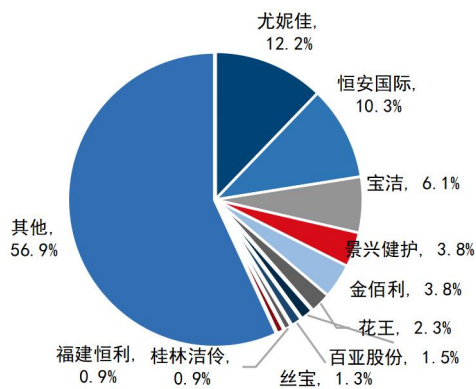


资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

## 2. 美日资品牌占据领先市场份额，本土品牌份额提升机遇仍存

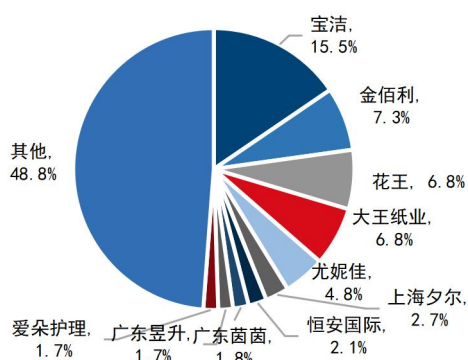
**市场竞争格局特点 1: 外资品牌占据领先份额。**2021年卫生巾、婴儿纸尿裤市场CR10分别约43%、51%。卫生巾市场中，外资品牌份额合计约24.9%，尤妮佳、宝洁、金佰利、花王、大王分别位列第一、第三、第五、第六、第十位；婴儿纸尿裤市场中，外资品牌份额合计约41.2%，宝洁、金百列、花王、大王、尤妮佳垄断前五位，婴裤因外资先发优势、严格的品控、中国家庭对婴儿养育的重视等原因相对青睐外资品牌。

图43: 2021年我国卫生巾市场竞争格局(公司份额)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图44: 2021年我国婴儿纸尿裤市场竞争格局(公司份额)



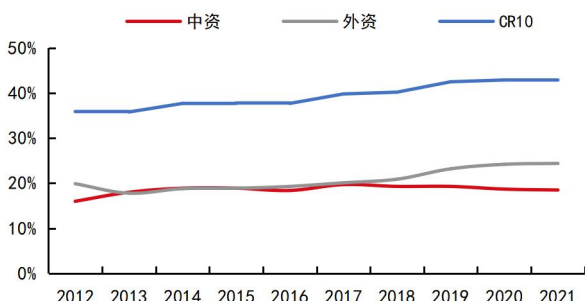
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

**市场竞争格局特点 2: 2012~2021 年卫生巾集中度上升, 外资和国产品牌份额均有上升, 婴儿纸尿裤集中度下降, 腰尾部国产品牌分散头部份额。**

(1) 在卫生巾市场中, 2012 年外资份额提升约 4.5 个百分点, 其中日系企业尤妮佳、花王、大王卫生巾份额提升显著, 总计由 7.5% 提升至 15.0%, 美系企业因宝洁、强生的份额下降合计份额由 12.9% 下降至 10.0%; 中资份额提升约 2.5 个百分点。

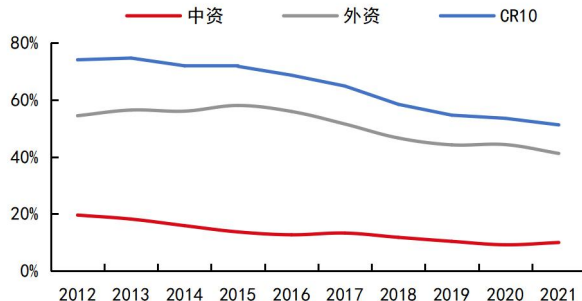
(2) 在婴儿纸尿裤市场中, 中外资头部企业均有份额下滑, 腰尾部国产品牌加剧市场竞争。其中外资品牌同样是美资品牌遭遇严重的份额下滑(宝洁/金佰利下滑 15.5/1.8 个百分点), 日系公司花王/大王/尤妮佳合计提升 14.7 个百分点。中资份额的下滑主要因恒安集团纸尿裤竞争力下降导致, 但兴起了诸多国产品牌包括 Babycare、碧芭、巴布豆、露安适等。竞争集中度下滑的原因主要包括: 1) 美系品牌的产品对比日系、国产品牌对亚洲宝宝的适合度较低, 降低竞争力; 2) 中国国产品牌尤其是通过复合芯体的发明与应用提高产品效能与品质, 同时部分公司借助既有婴童爆品(如 Babycare 的婴儿背带) 横向拓宽品类至纸尿裤, 形成协同效应; 3) 下游渠道的分散化, 尤其是电商平台和母婴专卖店的发展, 结合互联网营销, 为争夺年轻化母婴消费群体提供了契机。

图45: 2012~2021 年卫生巾前十家中外资份额变化



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图46: 2012~2021 年婴儿纸尿裤前十家中外资份额变化

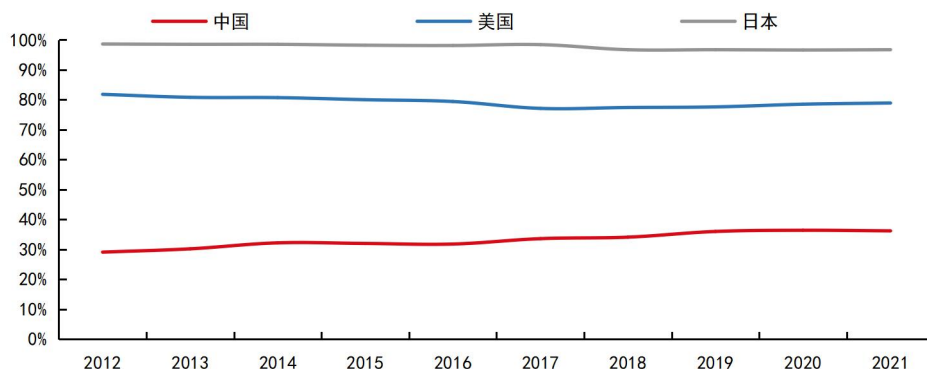


资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

**市场竞争格局特点 3: 中国卫生巾市场集中度对比美日仍较低, 品牌仍存在份额提升机遇。因公司主营卫生巾产品, 我们重点关注卫生巾市场的竞争趋势。**

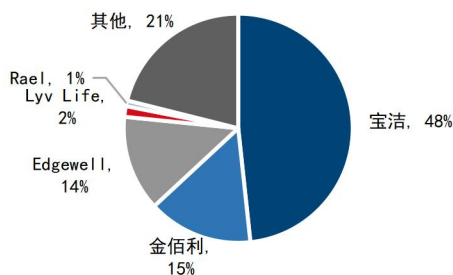
(1) 目前中国卫生巾竞争集中度低于美国、日本，竞争集中度存在提升空间。2021 年中国卫生巾市场 CR5 约 36%，美国、日本 CR5 分别约 79%、97%，头部公司维持稳定份额。

图47: 中美日 CR5 对比



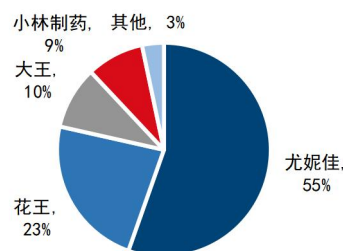
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图48: 2021 年美国卫生巾市场份额前五位



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图49: 2021 年日本卫生巾市场份额前五位



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

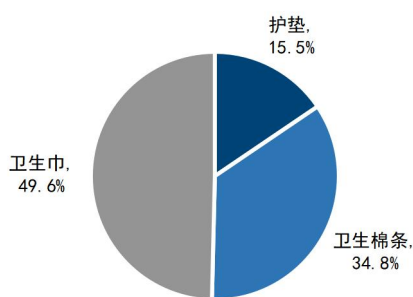
(2) 美日市场中龙头因产品先发地位与研发壁垒、规模效应、下游渠道战略绑定优势占据较大市场份额，竞争格局稳定。中国市场竞争激烈，多重因素为本土品牌份额提升提供机遇。

我们认为美日市场竞争集中度高的主要原因如下：

第一，市场起步早，龙头公司大多具备产品先发优势，通过兼并收购形成多品牌矩阵，打造竞争壁垒。对于美国市场，如前文所述，美国龙头品牌是女性卫生护理产品的发明者和创新重要推动者。此外，美国女性护理市场中卫生棉条销售占比达 35%，因此“卫生巾+棉条”多品牌矩阵是龙头的重要壁垒之一。例如宝洁旗下包括护舒宝卫生巾（份额：33.4%）、丹碧丝棉条（份额：10.7%），并通过并购 This is L 主打天然品质的卫生巾进一步提升份额，其中丹碧丝是世界第一个卫生棉条品牌，持续引领棉条产品优化；金佰利旗下包括 U by Kotex 棉条（份额：14.8%）；Edgewell 旗下并入原强生多个卫生巾品牌，目前拥有 Stayfree（份额：3.2%）/Carefree（份额：4.1%）卫生巾品牌以及 Playtex（份额：5.3%）/O.B.（份额：1.0%）棉条品牌。

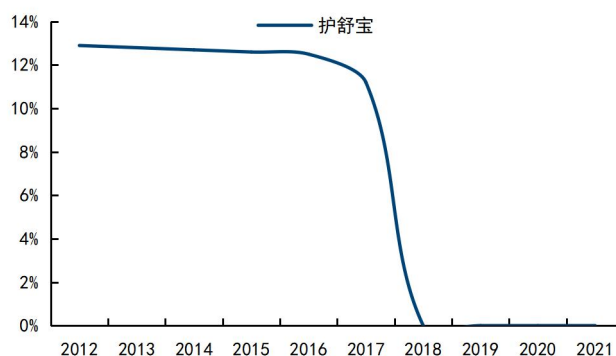
对于日本市场，日本本土企业发展早于美资品牌进入本土市场，技术成熟、占据先发位置，并且美资产品因本土化不理想导致市场份额萎缩，最终退出竞争。尤妮佳卫生巾业务始于1963年，1968年上市Charm产品系列，1982年推出苏菲品牌，2002、2006年分别从狮王、资生堂收购Eldy/Center-in品牌，目前形成多品牌矩阵，合计市场份额约55.4%；花王于1979年推出品牌乐而雅；大王由1979/1980年开始生活用纸和纸尿裤业务，在良好的市场基础上于2005年和金光纸业推出Elis卫生巾品牌。而美资品牌一方面进入较晚，宝洁于1986年向日本市场引入护舒宝品牌，此前日本市场已经形成成熟的卫生巾技术和具备影响力的卫生巾品牌；另一方面，本土品牌产品更符合亚洲消费者的需求、具备更贴合亚洲人体的设计，此外日本拥有海量美妆药妆店渠道，美资仅通过低价促销突围难以获得重视高品质的日本消费者，且不符合美妆药妆店的经营策略，最终本土化效果不佳。

图50: 2021年美国女性护理市场结构



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图51: 2012~2021年日本女性护理市场宝洁份额



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**第二，头部公司多为多品类日化巨头或造纸龙头，销售端与营销端释放协同优势，成熟先进的供应链体系以及对上下游的较大议价力利于形成成本优势。**美日头部企业为综合性日化巨头或造纸起家的龙头，在品牌组合营销、渠道渗透等方面具备更强的市场协同优势。此外对于相对成熟、成长性较低的市场，盈利能力和成本优势是企业发展的重要因素，龙头公司通过成熟先进的供应链体系，借助规模优势提升对上下游的议价力，在成本上行、行业出清的节点因具备更高的安全边际、提升市场份额。

表9: 部分龙头企业品类概况

公司	品类
宝洁	洗护发、护肤品、个人清洁、家庭清洁、织物护理、剃须品、口腔护理、生活用纸、女性/婴儿护理
金佰利	婴幼儿护理、女性护理、家庭生活用纸、成人护理、商用消费品
尤妮佳	女性护理、婴儿护理、清洁护理、成人护理、宠物护理
花王	美妆品、护肤品、洗护发品类、美发护发品类、个人卫生护理、织物护理与家庭清洁、化学品
大王	造纸（生活用纸、印刷纸、包装纸等）、婴儿护理、女性护理、成人护理

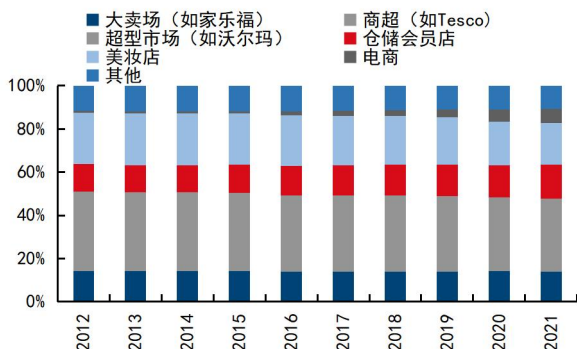
资料来源：品牌官网，国信证券经济研究所整理

**第三，美国、日本下游渠道相对集中，龙头公司与下游龙头零售商形成稳定的战略合作关系，新兴品牌难以获得优质的渠道资源。**美日市场线上渗透率低，电商占比分别约7%、4%，主要依靠线下门店售出。对于美国市场，超市型渠道占据约64%的渠道份额。头部零售商网点实现全国性覆盖，形成稳定的零售市场份额，比如现代零售渠道（大卖场、商超等）中沃尔玛份额达28%，超型市场渠道中Target、沃尔玛份额分别达78%、20%，仓储会员店渠道中Costco、沃尔玛份额分别达61%、33%。对于日本市场，美妆药妆店占据61%的渠道份额，其中永旺、松本清、COSMOS



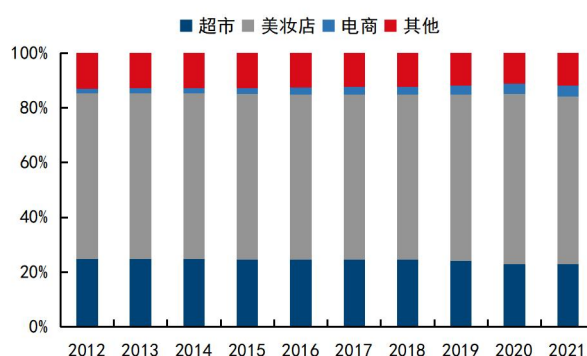
份额达到 24%。头部企业通过和核心零售商形成战略合作伙伴关系，在下游核心业态积累丰富的商业合作和供应链经验，把控下游优质渠道资源。以宝洁为例，宝洁和沃尔玛的合作关系于 1987 年起由单纯的销售-采购关系转向商务协同模式，最初的持续补货系统合作有效提升双方的消费者服务和库存管理能力，再深化至 CPFR 流程（协同计划/预测/补货）实现利润共赢，最终开展全方位合作合作（信息管理-仓储物流-供应链预测-客户管理-人员培训等），以合作伙伴关系创造价值，1989~1990 年宝洁对沃尔玛销售额增长 2.5 亿美元。

图52: 美国女性护理市场渠道结构



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图53: 日本女性护理市场渠道结构



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**中国市场中美日资品牌百花齐放，未形成稳定的竞争格局，本土品牌份额提升迎来机遇。**主要原因如下：

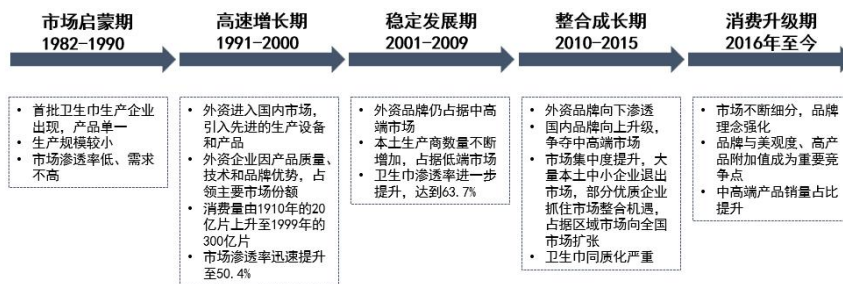
**第一、中国本土品牌早期未形成先发优势，外资品牌进入后凭借先进的产品技术和经营理念迅速占据领先地位。后续随生产技术成熟大量本土玩家进入市场，同时美资品牌本土化进程遭遇阻碍，为本土品牌份额提升提供契机。**

在市场启蒙阶段，1982 年我国第一台生产设备引进于日本，本土企业基础薄弱。创立于 1985 年的恒安作为中国最早的卫生巾生产企业之一获得先发优势，通过引入生产设备、进行电视广告投放营销，获得较大的市场份额，1991 年据《中国名牌》商品评价中心数据其“安乐”品牌份额达 40.11%。自 1991 年起外资品牌逐步进入中国市场（护舒宝：1991 年；乐而雅：1993 年；金佰利：1994 年；苏菲：1995 年），此时本土品牌尚未建立强大的产-研-销壁垒，外资迅速占据市场领先地位并加强消费者心智培育、推动卫生巾渗透率提升。

女性护理市场规模快速扩张，吸引本土品牌进入，并带动本土品牌的技术提升。2001~2009 年产品进入门槛低，成本控制成为重要壁垒，大量定位中低端的本土厂商进入市场，高端产品因技术缺乏依旧由外资产品把控。2010~2015 年外资品牌高端产品的较好成长性和盈利能力反向刺激本土品牌，本土厂商或通过模仿研发或通过雇佣外资品牌的核心技术人员提升产品工艺，向中高端产品升级。

本土品牌的产品技术成熟、日资品牌的强势冲击、部分美资的本土化不佳，带动竞争格局稳中有变，为国产品牌提供增长契机。以宝洁为例，1999 年护舒宝成为市场销售第一的品牌，2012~2017 年市场份额由 7.5%下降至 5.0%，后续因液体卫生巾的强势表现和丹碧丝再次进入市场，2021 年份额小幅回升至 6.1%，一方面是卫生巾产品中国消费群体更加注重舒适性而非干爽性，届时主打网面技术的护舒宝竞争不利，丹碧丝品牌亦推出遭挫，另一方面品牌以“女人‘月’当‘月’快乐”为宣传、定位大众女性群体遭遇形象老化问题。强生娇爽品牌因收购原由于 2013 年退出中国市场。

图54: 中国女性护理市场发展阶段



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

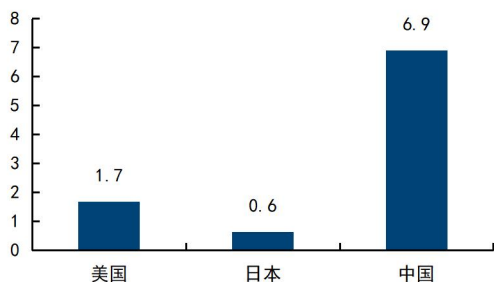
**第二、中国女性消费群体庞大, 需求多样化, 本土品牌通过定位细分赛道, 以差异化产品切入细分市场。**2021年中国女性群体有6.9亿人, 分别约为美国/日本女性人口的4倍、12倍, 此外中国各地地理区域差异、贫富差异、年龄差异带来多样化需求。本土企业多立足区域性市场, 通过产品差异化定位切入细分市场, 2012~2021年ABC、自由点、洁婷等份额稳步提升约0.3~0.7个百分点。1) 早期品牌(洁伶、洁婷、ABC)以满足基本使用需求为主, 定位大众女性, 后续推出子品牌定位细分群体、捕捉年轻女性需求转变。2) 21世纪初品牌出现差异化定位, 七度空间、自由点设立于2002年, 定位少女群体, 主打超薄/特薄卫生巾。3) 进入2010年, 消费升级和天然健康诉求提升, 稳健医疗旗下奈丝公主品牌定位以天然健康为诉求的中高端女性群体, 维达国际整合爱生雅中国业务引入薇尔品牌定位中高端, SecureFit动态贴护专利技术强化贴合舒适体验。

表10: 部分本土品牌细分定位

公司	品牌	品牌成立时间	产品定位
桂林洁伶	洁伶	1993年	定位大众女性, 推出子品牌淘淘氧棉定位纯棉透气产品, V-Girl未可定位个性化女孩, ALL-IN-ONE全程护理定位“一包搞定一星期”的组合产品
丝宝集团	洁婷	1997年	定位大众女性, 并新推出子品牌“1013+”定位10~13岁女生, 主打全面透气型卫生巾
景兴健护	ABC	1998年	定位22-35岁白领女性, 自主研发清凉系列卫生巾, 发明“易拉贴”铝膜包装
恒安国际	七度空间	2002年	定位年轻女性(尤其是少女), 主打超薄/超薄卫生巾, 首创“七层防护, 还能薄至0.1”
百亚股份	自由点	2002年	定位青春活力的年轻女性, 主打超薄/超薄卫生巾, 发明YY芯体(立体巾身结构设计, 贴合身体结构)
稳健医疗	奈丝公主	2010年	定位学生与少女群体, 主打100%天然优质棉, 首创全棉芯体替代木浆芯体
维达国际/爱生雅集团	薇尔	1940s创立; 2014瑞典品牌, 倡导新时代女性精神, 首创SecureFit动态贴护专利技术, V系列主打人体工学专利剪裁(V年进入中国市场 剪裁-圆头小腰倒V尾, V贴合-动态曲线贴合, V触感-蚕丝感面层)	

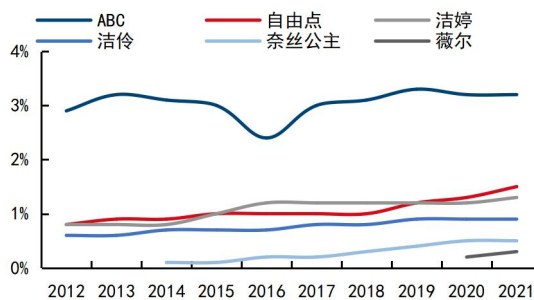
资料来源: 品牌官网, 国信证券经济研究所整理

图55: 2021年中美日女性人口对比(单位: 亿)



资料来源: 国家统计局, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图56: 中小本土品牌企业份额变化



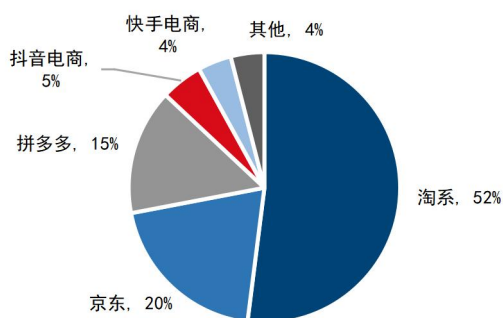
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

**第三、中国销售渠道与营销渠道分散化，难以依靠垄断单一核心渠道占据较大市场份额，本土企业可通过区域性市场及下沉市场覆盖优势、线上多维电商平台等突围市场竞争。**

销售方面，线下外资品牌尤其是美资品牌优势在于大型零售终端、中高端产品定位的一二线城市，本土品牌具备区域性市场及下沉市场覆盖优势；线上多元化平台重塑销售模式。1) 线下：据我国零售发展历史，1993~1999年私营分销商大量涌现，此阶段外资建设自己的分销体系，金佰利通过收购舒而美，依托其营销网络和市场经验进入中国市场。1999-2003年，外资零售企业如沃尔玛、家乐福进入中国市场后迅速发展，本土品牌议价力弱且合作经验较少处于不利地位，外资品牌利用其既有经验迅速提升市场份额，但经销体系及下沉市场处于相对非核心位置。以宝洁为例，其于1999年推出“宝洁2005分销计划”削减小经销商，上半年经销商数量减少40%，极大地影响了分销商积极性。金佰利在收购舒而美后产品端全力推广高端产品，销售端统一营销渠道、统一定价，以一线城市为主要市场，未贴合各细分市场消费情况，而舒尔美定位是中低端消费者，二者协同失败。2003年中国加入WTO后，零售业业态多样性、分散化发展，大型零售终端增速放缓，社区店、便利店、专卖店等增势良好，以分销商体系的覆盖方式日益重要。本土品牌多起家于某区域性市场（七度空间-福建，洁玲-广西，洁婷-湖北，自由点-川渝，ABC-广东等），对当地市场的消费者诉求、定价吸引力更为了解，同时与当地分销商或零售商形成紧密的合作关系，立足区域市场，积累充分的运营经验后，再逐步向全国零售渠道覆盖扩张，以恒安国际为例，目前其已在全国设立40余家分公司以及200多个销售团队，经销商数量约3000余家。2) 线上：我国是电商发展起步早、线上渗透率相对高的市场，美日资品牌无经验性优势，且各类电商平台人群画像和运营模式不同，给予采取差异化定位的品牌多维通路。

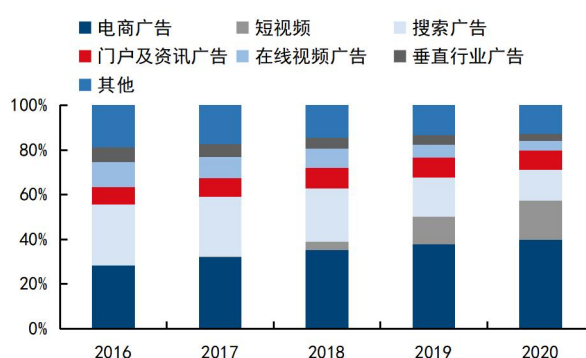
营销方面亦呈现多元化趋势。广告投放由早期电视广告/户外广告向电视-网络-户外发展，其中网络端进一步细分为电商广告、短视频广告等，营销人群细分化、转化通路复杂化，网红种草、社媒传播效应放大，助力区域性品牌全国化推广，并推动互联网基因的新锐品牌涌现。

图57: 2021年各电商平台市场份额



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图58: 2016~2020年不同网络广告形势市场份额占比



资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**第四、经过行业整合，消费群体对国产品质的认可度提升以及国潮兴起，推动对本土品牌的认可。**产品舆论事件推动消费者对产品质量、天然材质的重视。2015年315大会10大卫生巾品牌（护舒宝、苏菲、娇爽、ABC等）荧光增白剂问题，后续多件卫生相关如虫卵等事件曝光，一定程度上改变了消费者对于外资品牌高价高质的理念，同时负面舆论加速行业卫生标准强化、推动出清生产质量低劣的中小厂商，给予国产龙头品牌强化品牌形象的契机。随着国潮热兴起，年轻消费者更



加倾向于选择中国品质，根据《国潮品牌年轻消费洞察报告》，90后、00后贡献了74%的国潮消费，国产品牌有望利用国潮热提升年轻群体份额。

## 卫生巾市场发展趋势：产品中高端升级，新兴渠道快速崛起

### 1. 产品中高端升级，定位防漏、轻薄、舒适的高附加值产品存在结构性机遇

以市占率前四卫生巾品牌主要产品系列为例，总结如下市场产品趋势：

1) **夜用产品**：夜用场景主要需求是量大吸收、睡眠翻滚防漏。片状卫生巾加长加宽扇尾设计，裤型卫生巾芯体吸收性能更强、360度包裹防漏。

2) **日用产品**：首先，基于卫生巾结构衍化：芯体定向轻薄+快速吸收，面层定向舒适细腻纤维加速导流+透气设计。其次，基于人群/场景衍化：针对青春多动的少女群体与日常运动需求高的女性群体，外包装强调时尚感设计与小尺寸私密性，产品强调轻薄贴身、快速吸收；针对肌肤敏感或健康理念高需求的女性群体，定位天然材质+面层精华添加。最后，部分外资品牌设立棉条系列加强市场培育。

表11：代表性品牌产品系列矩阵

品牌	产品特点	类型
<b>苏菲</b>		
超熟睡安心裤	经期裤，轻薄无痕、高贴合度、360度专业防漏	裤型卫生巾
夜用超熟睡系列	巾身柔软升级，“锁芯”技术，290超大超长扇尾设计	夜用超长
裸感S系列	棉柔表层，巾身侧翼分离、减少腿间摩擦、轻薄巾身（0.1cm吸收体）、方便丢弃	轻薄型卫生巾
裸感S贵族棉系列	裸感S高端系列，采用高品质原棉	轻薄型卫生巾+面层升级（纯棉）
裸感S乳木果系列	裸感S高端系列，香氛+乳木果油添加	轻薄型卫生巾+面层升级（精华添加）
弹力贴身	纤巧型卫生巾，经血分散技术（快速吸收粘腻经血、保持清爽），轻运动场景	少女定位
口袋魔法	便携时尚，小尺寸	少女定位（掌心尺寸）
极薄0.1	0.1cm超吸收薄片，经血分散技术（快速吸收粘腻经血、保持清爽），自然贴合	轻薄型卫生巾+运动定位
海外进口系列	纯棉棉条系列	棉条
<b>七度空间</b>		
萌睡裤系列	经期裤，高弹舒适不勒，亲肤舒适面层、面层底膜双透气、360度安全防护	裤型卫生巾
420mm系列	夜用系列，超大加长扇尾大面积吸收层	夜用超长
优雅系列	透气干爽（底膜+面层凹点透气设计），七层锁水零反渗结构，扇尾大面积吸收层	干爽型卫生巾
少女极薄系列	0.08cm极薄吸收芯，微米孔透气设计，云氧棉亲肤	轻薄型卫生巾+少女定位
少女超薄系列	100%纯棉表层，超能吸高分子	轻薄型卫生巾+少女定位
SPACE系列	天然材质：天然松木透气芯，巾身尾部采用挖空设计、形成空气通道	天然材质吸收芯体
果滋润系列	敏感肌优选，添加乳木果牛奶精华	面层升级（敏感肌定位+精华添加）
<b>护舒宝</b>		
考拉安睡裤	经期裤，495mm好能吸、超高封漏边、超弹不勒肚	裤型卫生巾
考拉呼呼	夜用系列	夜用超长
液体卫生巾系列	吸收新采用高分子液体材料，海量吸收、吸后极薄	液体吸收芯体
秒吸云感棉系列	表层快渗干爽、中层导流秒吸收、底层抗反渗	面层升级（快速吸收）
奢柔棉系列	日本极细纤维技术，快速吸收抗粘腻	面层升级（快速吸收）
金奢纯棉系列	隔湿蜂蜡精华（摆脱粘腻），芯体吸后依然薄，进口纯棉面层	面层升级（防反渗+纯棉）
北美纯棉系列	进口纯棉面层，摩擦不易掉絮、透气	面层升级（纯棉）
丹碧丝系列	棉条系列	棉条
<b>高洁丝</b>		
蚕丝裤安心系列	经期裤，0.013mm纤丝、细腻	裤型卫生巾+面层升级（极细纤维）
夜安裤安心系列	经期裤，0.08cm极薄，微孔透气、360度贴合	裤型卫生巾+轻薄型
放肆睡系列	夜用系列，大扇尾，宠肌感，高颜值，锁量芯	夜用超长
少女裤贴体系列	经期裤，少女感设计	裤型卫生巾+少女定位
海岛棉奢宠系列	面层纯棉，添加进口海岛棉以及日本进口乳霜	面层升级（纯棉+乳霜添加）
臻选纯棉系列	面层澳洲进口棉花，0.08cm吸收芯，无添加	轻薄型卫生巾+面层升级（纯棉）
少女肌与小Q包系列	定位少女群体，轻薄透气，高吸收力，其中少女肌面层含有维E精华面层	少女定位
爪心包系列	小尺寸，面层0.07cm轻薄	少女定位（掌心尺寸）
美版棉条系列	棉条系列	棉条

资料来源：品牌天猫官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

上述产品迭代趋势中，卫生巾市场顺应消费升级趋势存在结构性机遇：

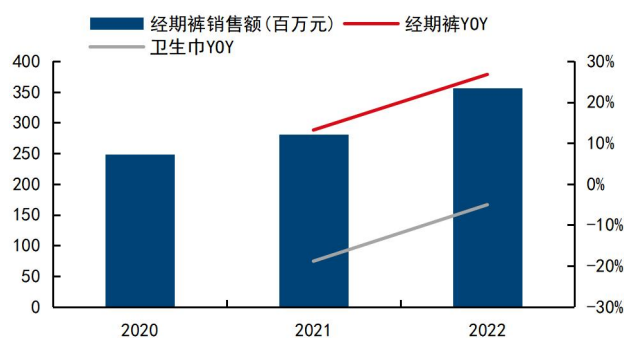
1) **裤型卫生巾产品**。裤型卫生巾升级原有夜用卫生巾防漏功能，增速高于卫生巾行业大盘。根据华经产业研究院数据，2021年裤型卫生巾零售规模约35亿，2016~2021年年复合增速为24.1%。2022年天猫、京东经期裤产品销售额分别达13.1、3.6亿元，近6年天猫销售年复合增速达66.2%，远高于同期卫生巾品类增速（21.4%），近3年京东销售年复合增速19.8%，同期卫生巾品类增速为负。苏菲超熟睡安心裤、七度空间萌睡裤、护舒宝考拉安睡裤、高洁丝夜安裤及蚕丝裤均针对此夜用细分市场。

图59：2017~2022年天猫平台裤型卫生巾销售规模及增速



资料来源：天猫第三方平台，国信证券经济研究所整理

图60：2020~2022年京东平台裤型卫生巾销售规模及增速



资料来源：京东第三方平台，国信证券经济研究所整理

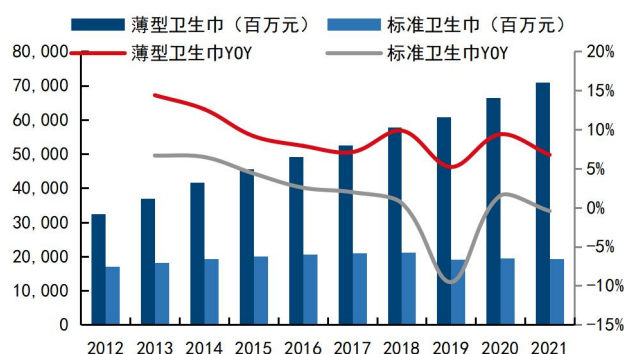
2) **薄型卫生巾**。极薄型卫生巾一般指0.15cm以下的卫生巾，具有轻薄透气、使用无感特点。根据尼尔森数据，极薄型卫生巾在全国商超渠道占比在2014~2018年由9.1%提升至18.9%，每年增速均在20%以上。2021年薄型（纤巧/超薄/极薄）卫生巾占比约79%，近9年年复合增速约9.1%，而标准卫生巾增速仅约1.5%。以上述四类品牌为例，苏菲裸感与极薄0.1系列、七度空间极薄、超薄系列、护舒宝液体卫生巾、高洁丝臻选纯棉与爪心包系列均主打轻薄芯体。

图61：全国商超渠道极薄型卫生巾销售额占比及同比增速



资料来源：尼尔森数据，百亚股份公告，国信证券经济研究所整理（\*2016年同比增速为日用型产品，夜用型同比增速为48%）

图62：薄型与标准卫生巾销售额及增速



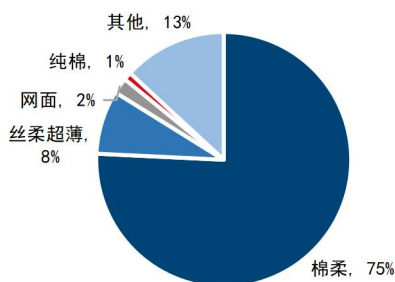
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

3) **主打天然材质的纯棉卫生巾**。随着消费升级，女性群体对细腻肤感的舒适性、天然纤维、高品质的需求升级。棉柔面主要采用无纺布材料，以柔软触感超越网面型卫生巾，成为市场主流；在此基础上品牌进一步升级纯棉面层，添加纯棉纤



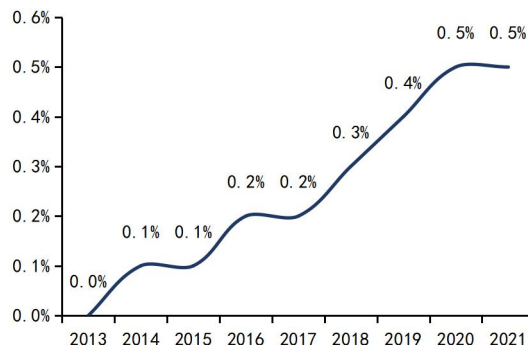
维，如七度空间少女纯棉系列、护舒宝北美纯棉/奢柔棉系列、高洁丝海岛棉系列等。2022年1~7月天猫淘宝卫生巾中棉柔型占比高达75%，纯棉材质占比尚小仅1%，成为新兴细分产品。全棉时代奈丝公主品牌作为近年崛起的本土品牌即主打“100%全棉表层+全棉护翼表层+全棉芯”市场份额迅速提升，2021年品牌排名第13，占据中国卫生巾市场份额0.5%。

图63: 2022年1~7月天猫淘宝卫生巾材质参数销售额占比



资料来源: 美云智数, 国信证券经济研究所整理

图64: 全棉时代奈丝公主市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

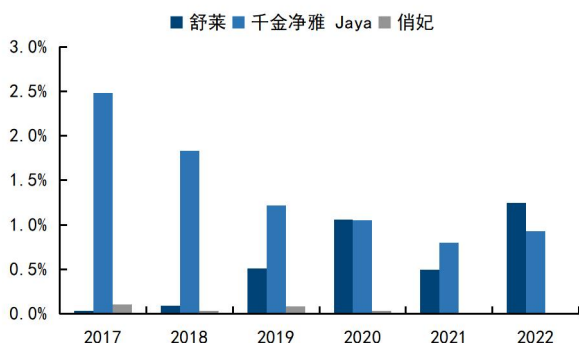
4) 械字号、医护级、消毒级等卫生巾产品在疫情背景下不断涌现。疫情刺激消费者对卫生、健康、抑菌理念的重视, 新兴国产品牌通过械字号、医护级、消毒级等定位推向市场。械字号产品需取得第一类医疗器械备案凭证; 医护级为中国卫生安全科技研讨会和企业联合制定的行业标准, 在卫生标准、安全指标、性能指标、可萃取重金属、增塑剂方面制定高于国家标准下普通卫生巾的指标; 消毒级卫生巾基于国家标准(《一次性使用卫生用品卫生标准》), 在初始污染菌、细菌菌落总数、真菌菌落总数等方面标准更高。代表性品牌包括械字号Cocolady, 医护级千金药业旗下的千金静雅、俏妃, 消毒级舒莱。以千金静雅、俏妃、舒莱为例, 目前线上份额约在0.1%~3%之间, 其中舒莱份额近年持续提升。

表12: 普通级与医护级卫生巾标准对比

标准名称	检测项目	普通级	医护级
卫生标准 (cfu/g)	初始污染菌	未做要求	≤10000
	细菌菌落总数	≤200	≤20
	真菌菌落总数	不得检出	不得检出
	大肠菌群、绿脓杆菌、金黄色葡萄球菌、溶血性链球菌	无定义	不得检出
	沙门氏菌	无定义	不得检出
	白色假丝酵母菌	无定义	不得检出
	耐胆汁酸革兰氏阴性菌	无定义	不得检出
	安全指标 (mg/kg)	荧光剂	未做要求
性能指标	甲醛	未做要求	≤75
	吸水倍率 (倍)	≥7	≥12
	反渗量 (g)	10	3
可萃取重金属 (mg/kg)	侧漏量 (ml)	20	2
	汞	未进行检测	≤1
	铅	未进行检测	≤10
	砷	未进行检测	≤2
增塑剂	镉	未进行检测	≤5
	邻苯二甲酸酯	未做要求	总含量≤0.1%

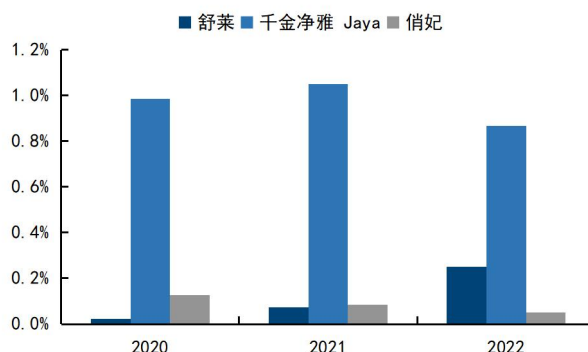
资料来源: 《医护级卫生巾(含卫生护垫)》, 柔丫品牌公众号, 国信证券经济研究所整理

图65: 部分医护级卫生巾天猫平台市占率



资料来源: 天猫第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图66: 部分医护级卫生巾京东平台市占率



资料来源: 京东第三方平台, 国信证券经济研究所整理

## 2. 新兴渠道快速崛起: 销售渠道流量分散化, 细分渠道红利释放

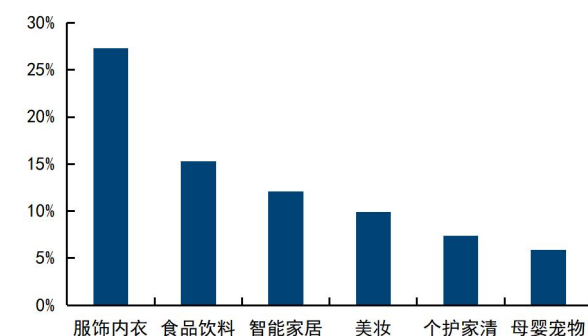
卫生巾市场线上渠道占比持续提升, 其中直播电商、兴趣电商成为传统电商平台的红利渠道。直播电商与兴趣电商通过 KOL 以及短视频内容为消费者直观、生动的购物体验, 种草心智强, 转化率较高, 在疫情催化下迅速发展。根据艾媒数据中心, 2021 年中国直播电商总规模约 12,012 亿元, 同比增速约 25%, 预计到 2025 年规模达 21,373 亿元。根据果集数据, 2021 年抖快平台直播带货类目中, 个护家清类位列第二梯队 (占比 5%~20%), 占比达 7.4%, 具备相对较好的渗透率。

图67: 直播电商市场规模及同比增速



资料来源: 艾媒数据中心, 国信证券经济研究所整理

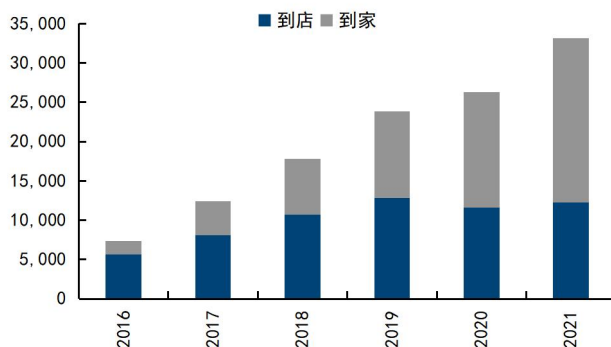
图68: 2021 年抖音快手直播带货一二梯队类目销量占比



资料来源: 果集, 国信证券经济研究所整理

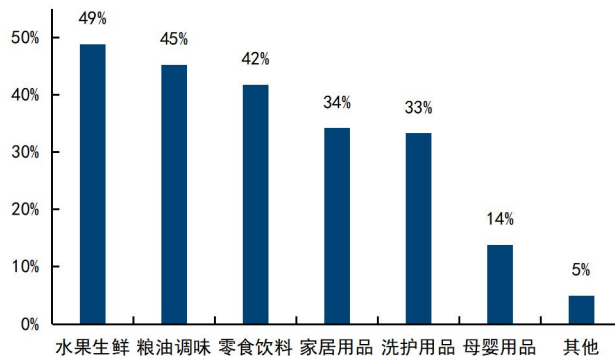
以 O2O 到家和社区团购为代表的线上线下融合型模式也在改变消费者购买行为。凭借先进的模式、高效的平台组织能力, 叠加疫情防控培养了消费者家庭日用物资线上采买的习惯, O2O 到家业务和社区团购在全国各地均得到了较快发展。O2O 到家业务依托第三方平台如京东到家、美团等快速发展, 据中国连锁经营协会数据, 2016~2021 年到店业务年复合增速为 17%, 到家业务年复合增速 64%, 达 12269 亿元, 企业联合线下零售商铺设到家业务作为抢夺线上流量的重要补充。社区团购模式下, 消费者购买日用产品标品的意愿也较高, 对于企业而言一方面整合了零散的小 B, 与其合作将极大提升分销效率。另一方面二三线城市是主打市场, 有利于企业开拓下沉市场。

图69: 到店与到家市场规模 (亿元)



资料来源: 中国连锁协会、国信证券经济研究所整理

图70: 2020年中国社区团购消费者购买品类调查



资料来源: 艾媒数据中心, 国信证券经济研究所整理

## 公司竞争力与成长性分析: 自由点品牌中高端升级, 全国市场拓张成长性充足

**产品: 品质价格具备竞争力, 高毛利产品放量与产能扩张驱动增长**

(一) 产品矩阵: 基础线优化, 细分品类推出大健康系列+安睡裤

**产品结构: 2017年公司重新调整产品结构, 并顺应疫情需求持续推新。公司以极薄芯体为核心, 无感7日和无感无忧为基础主线, 通过轻薄、舒适、高性价比的定位形成差异化竞争力; 此外聚焦大健康系列和安睡裤系列, 捕捉市场细分红利。**

图71: 自由点主要产品矩阵演变



资料来源: 公司公告, 百亚品牌说, 自由点京东自营旗舰店, 国信证券经济研究所整理

(1) **基础线：无感系列主打极薄卫生巾，持续升级芯体薄度。**产品功能方面，公司两大核心系列为无感7日和无感无忧，无感7日系列主推芯体薄度升级，其于2017年、2021年分别推出3.0版（0.1cm芯体）、4.0版（0.07cm芯体）；无感无忧除芯体薄度外主打芯体的贴合度，其于2017年上市，以“YY结构芯体”为特点贴合人体、适合日常活动。此外，公司基于极薄芯体推出实惠款羽翼轻轻为实惠款，0.1cm芯体+双层3D空气棉柔表层；空气系列为透气微孔设计超薄款。在日用款基础上推出夜用“熟睡”系列。因此，公司以极薄芯体为核心技术，以“女生就要自由点”为宣传语，形成无感、轻薄的产品矩阵。

图72：无感无忧 YY 芯体设计



资料来源：自由点京东自营旗舰店，国信证券经济研究所整理

图73：羽翼轻轻与空气系列产品卖点



资料来源：自由点京东自营旗舰店，国信证券经济研究所整理

(2) **大健康系列针对天然健康、高品质诉求：**随着消费者对卫生巾质量、天然健康需求提升，首先在基础产品系列公司推出电商专供款无感C系列，主打弱酸面层，平衡经血酸碱值适合敏感肌；其次，推出有机纯棉和敏感肌系列，前者采用新疆棉棉花纤维，后者采用蚕丝纤维降低致敏率。

(3) **安睡裤产品把握夜用替代趋势：**公司利用既有的极薄芯体技术优势，注重解决裤型卫生巾带来的厚重、不透气的痛点，将海量吸收与防侧漏特点最大化。

图74：安睡裤产品主打卖点



资料来源：自由点京东自营旗舰店，国信证券经济研究所整理

图75：大健康系列产品主打卖点



资料来源：自由点京东自营旗舰店，国信证券经济研究所整理

## (二) 竞品对比：价格具备竞争力，高研发投入加大为新品蓄力

**产品定价方面，基础线具备性价比，高端线与头部品牌接近提升品牌定位：**基础线对标苏菲、恒安国际等薄型卫生巾，高性价比具备竞争力；高毛利产品大健康+安睡裤与头部品牌相似，呼应中高端品牌定位。



表13: 自由点与市场可比产品系列价格对比

日用轻薄卫生巾			面层升级系列		
品牌	产品系列	单片价格	品牌	产品系列	单片价格
自由点	无感7日(240mm/20片)	1.1	自由点	有机纯棉(240mm/15片)	1.5
自由点	无感无忧(240mm/15片)	1.5	自由点	敏感肌(250mm/8片)	1.9
苏菲	弹力贴身(230mm/20片)	0.7	苏菲	裸感S进口贵族棉(250mm/6片)	3.3
苏菲	极薄0.1(250mm/15片)	1.0	七度空间	SPACE系列(245mm/10片)	1.4
苏菲	裸感系列(250mm/13片)	1.2	七度空间	果滋润系列(290mm/8片)	3.2
七度空间	少女极薄系列(180mm/14片*4包)	0.8	护舒宝	奢柔棉系列(240mm/7片)	1.8
七度空间	少女超薄系列(245mm/5片*9包)	1.1	护舒宝	北美纯棉系列(284mm/11片)	2.2
七度空间	优雅系列(245mm/10片*5包)	1.1	护舒宝	金奢纯棉系列(240mm/9片)	2.9
护舒宝	秒吸云感棉系列(284mm/10片)	1.5	高洁丝	臻选纯棉系列(240mm/8片)	1.8
护舒宝	液体卫生巾(270mm/10片)	2.3	高洁丝	海岛棉奢宠系列(240mm/9片)	1.9
高洁丝	亲亲棉(240mm/18片)	1.1			
高洁丝	少女肌系列(240mm/10片)	1.6			
夜用卫生巾			经期裤		
品牌	产品系列	单片价格	品牌	产品系列	单片价格
自由点	舒睡(430mm/4片)	2.5	自由点	安睡裤(超薄棉柔M-L码/2片)	4.5
苏菲	超熟睡(420mm/8片装)	2.0	苏菲	安心裤(0.2cm超薄M码/2片)	4.5
七度空间	420mm系列(420mm/8片)	2.1	七度空间	萌睡裤(动物君M-L码/2片)	5.4
护舒宝	考拉呼呼(420mm/4片)	1.7	护舒宝	考拉安睡裤(M码/2片)	3.5
高洁丝	放肆睡系列(420mm/4片)	3.2	高洁丝	夜安裤(M码/2片)	7.3

资料来源: 京东自营旗舰店, 天猫官方旗舰店, 国信证券经济研究所整理 (\*注: 单片价格可能因规格大小和取数时间存在差异性)

**研发投入快速上升, 接近可比公司平均水平。**从研发方向来看, 公司针对市场消费者需求演变, 重点在复合芯体升级、环境友好与天然健康材料、产品贴身设计和功能性材料与产品等方面。从研发投入看, 公司研发费用率自2012~2021年由0.7%提升至3.5%, 费用年复合增速约32%, 2022年小幅滑落至2.7%; 与可比公司相比, 公司与豪悦护理、可靠股份费率水平接近, 高于平均水平。后者以ODM销售模式为主(可靠股份自主品牌与ODM双轮驱动), 该模式属于定制化业务模式, 研发投入相对较高约在3.5%~4%区间; 恒安国际、中顺洁柔因品牌发展成熟、收入规模较大, 研发费用率约2%。目前公司处于向全国市场拓展阶段, 须配合优秀的产品力与产品迭代提升市场覆盖能力。

表14: 2022公司在研项目

研发项目	目的	拟达到目标
新型芯体原料的应用研究	对无感核心系列产品薄度进行升级	提升吸收芯体薄度, 增加护翼面积使产品更稳定贴合
植物基材料应用技术研究	开发应用环境友好型可降解卫生用品材料	开发应用可降解材料卫生用品, 适应低碳环保的产业发展趋势
高性能材料应用研究	对高倍透气防水材料、高吸收性无纺布材料等高性能材料的应用研究	开发更舒适、更贴身的产品, 提升产品透气性、提高吸收速度及降低反渗量。
复合芯体液体超速下渗及扩散技术研究	提高复合芯体各项性能	提升纸尿裤液体下渗速度和扩散长度
裤型产品腰围舒适贴身性研究	对现有裤型产品进行产品结构升级研究	开发出不同场景下的卫生护理产品
功能性卫生用品开发研究	开发可缓解经期疼痛、调理V区生态等功能的卫生巾	开发功能性卫生巾系列产品, 调节微生态平衡, 丰富公司产品线。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

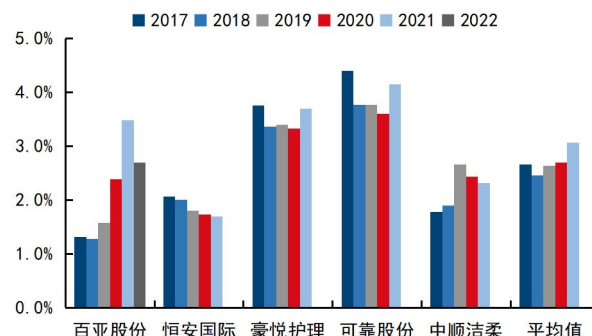


图76: 公司研发费用和研发费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图77: 公司与可比公司研发费用率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### (三) 增长动力: 高毛利产品牵引, 产能扩张配合终端增长

**终端销售: 大健康系列新品和安睡裤等高毛利产品快速放量, 推动量价齐升。**1) 以天猫自由点旗舰店为例, 安睡裤销售额自 2017-2023Q1 销售额占比由 15.4% 提升至 18.1%, 截至 2022 年复合增速约 46%, 大健康相关产品于 2020 年推出, 截至 2023 年一季度占比已达 8.7%, 复合增速约 884%。线上线下合计来看, 2023 年一季度, 安睡裤占比超 16% (2020 年占比 15%), 有机棉及敏感肌合计占比超 16%-17% (去年占比约 10%——敏感肌于 2020 年 7 月推出); 2) 大健康、安睡裤产品毛利率高: 有机纯棉、敏感肌产品毛利率分别约 60%、70%, 高于自由点品牌整体 50% 毛利率, 安睡裤毛利率 50%, 持平品牌大盘水平。

表15: 自由点旗舰店分产品系列规模、增速以及占比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
<b>销售额 (百万)</b>	<b>26.28</b>	<b>72.56</b>	<b>136.75</b>	<b>153.10</b>	<b>118.04</b>	<b>174.89</b>	<b>36.56</b>
基础	22.23	68.17	132.27	137.74	104.08	133.77	26.62
大健康	-	-	-	0.15	0.52	14.22	3.22
安睡裤	4.05	4.39	4.48	15.20	13.45	26.89	6.72
<b>销售额 YOY</b>		<b>176.1%</b>	<b>88.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>48.2%</b>	<b>21.2%</b>
基础		206.7%	94.0%	4.1%	-24.4%	28.5%	1.4%
大健康					251.1%	2659.1%	75.4%
安睡裤		8.4%	2.0%	239.3%	-11.6%	100.0%	173.6%
<b>销售额 (占比)</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
基础	84.6%	93.9%	96.7%	89.8%	88.0%	75.7%	71.7%
大健康	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	8.0%	8.7%
安睡裤	15.4%	6.1%	3.3%	9.9%	11.4%	15.2%	18.1%

资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

### 生产端: 产能扩张配合渠道拓展。

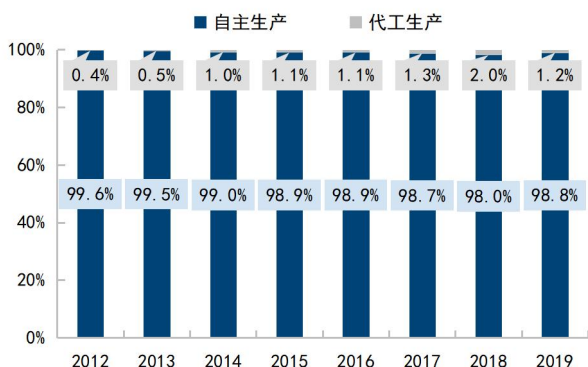
(1) 公司生产模式以自产为主、外协为辅。公司 2012~2019 年吸收性卫生用品自产占比基本在 98%~99% 区间, 卫生巾、婴儿纸尿裤产品自主生产, 对销量相对较小的成人纸尿裤、婴儿学步裤、安睡裤采取外协生产。

(2) 公司应对市场景气需求保持卫生巾、尤其是安睡裤产品产能的持续扩张。截至上市时公司拥有 20 余条生产线, 2019 年卫生巾、纸尿裤产能分别约 26.2 亿、5.4 亿片, 2020-2022 年共计引入 6 条卫生巾生产线 (其中包括 1 条安睡裤), 预期未来保持卫生巾、尤其是安睡裤产品产能的持续扩张。从在建工程和资本开支数据来看, 公司在 2014 年起加大麻柳区百亚生产项目的建设投资, 在建工程、资

本开支增幅大幅提升。近3年公司应对销售端需求增加，通过上市融资持续扩产能、增加资本开支，2020/2021年资本开支同比增长289%、25%；2022年在建工程减少，资本开支降至0.28亿元，同比下降76.6%。

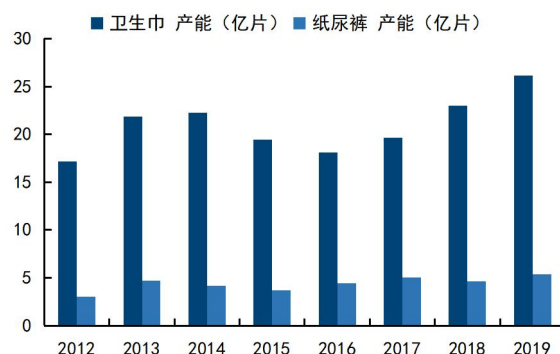
公司生产基地为重庆百亚国际产业园，自动化升级与医护级别认证保持生产质量。公司具备如下生产优势：1) 公司具备丰富的生产管理经验，且创始人持续秉持高质量标准和设计水平。公司前身是成立于1993年的重庆丝爽卫生用品有限公司，是中国最早的女性护理生产商之一。此外，创始人冯永林创业之前曾担任重庆火柴厂质量科长，对于生产操作、质量管控有丰富的经验以及严格的要求，也正因此公司在外资品牌加剧竞争的阶段仍兼顾产品质优价廉，逐步成长为区域性有影响力的卫生用品生产商。2) 生产人才加入，赋能公司生产。2016年，尤妮佳前厂长彭海麟受创始人邀请加入公司，其曾在尤妮佳工作15年，管理两个工厂，拥有丰富的生产管理经验。3) 持续打造医护级标准、提升自动化程度。目前公司处于产能扩建阶段，打造医护级认证工厂、提升自动化程度，单位成本或有波动，后续有望随着自动化持续完善、规模效益释放，降低人工投入、减少单位制造费用，提升盈利安全边际。

图78: 公司卫生品自产与外协占比



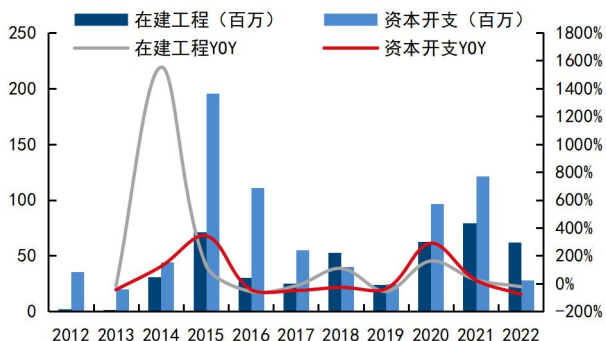
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图79: 公司卫生巾与纸尿裤产能



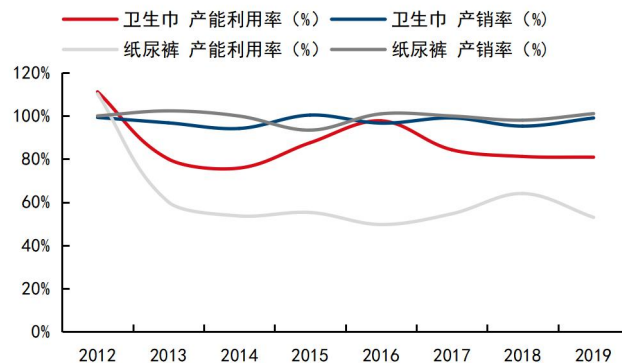
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图80: 2012~2022年公司在建工程和资本开支及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图81: 公司产能利用率和产销率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 品牌：聚焦年轻青春受众，品宣投入加大把握份额提升机遇

### （一）品牌定位：年轻青春受众，主打自由个性品牌理念

公司旗下品牌多层次定位。“自由点”目标客群为追求自由个性的青春女孩，追求极致的无感体验、打破束缚；“FREEMORE”定位天然大健康品牌；“妮爽”目标客群是追求清新健康的大众女性；尤娜丝定位专业女性个人护理品牌。纸尿裤品类中，“好之”品牌理念“舒适、快乐”，“丹宁”以“安全、健康”为理念。

自由点切入年轻细分群体，聚焦娱乐化、个性化消费需求，打造差异化品牌定位。

1) 坚持短期粉丝效应释放+长期品牌理念传播。品牌自创立以来，以“我就要自由点”为口号，选择当红青春代言人，传递青春、自由、个性定位。

图82：自由点品牌代言人



资料来源：品牌之家，爱图网，品牌营销报官微，天府快讯，国信证券经济研究所整理

2) 结合当下热点、传递女性价值，与主张个性自我的年轻群体形成共鸣。例如，品牌曾于2019年联合PAPI酱发布“标准女生守则”反讽视频，2021年携手女排奥运冠军丁霞传达拒绝女性羞耻、输出月经自由的品牌理念和调性。此外，年轻消费者对国货的认同、尝新态度更强，“自由点×国风”营销借汉服、国风主题在开学季档期线上线下双链路营销，实现品牌高曝光。

3) 率先提出“经期大健康”理念回归产品种草，助力中高端产品线销售转化。

图83：自由点品牌女性价值传递



资料来源：数英，国信证券经济研究所整理

图84：自由点大健康营销

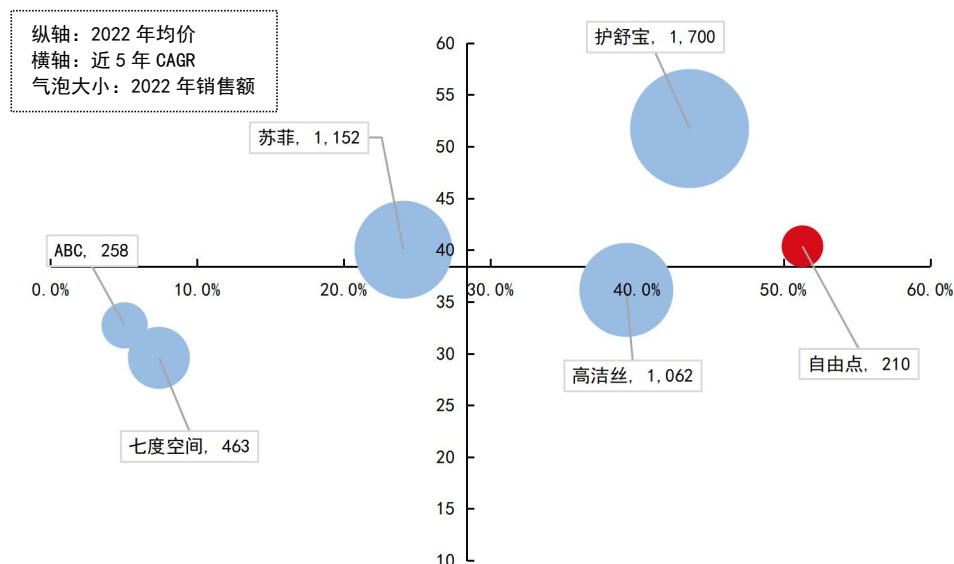


资料来源：公关界的007，国信证券经济研究所整理

以天猫平台数据为例对标竞品，公司品宣力度持续加强、近年重点推广中高端品，自由点品牌增速高、均价高于竞品平均水平。选择头部品牌苏菲、护舒宝、高洁丝、七度空间、自由点品牌的天猫线上数据，自由点销售规模较小，随品牌力提

升近 5 年年复合增速达 51.3%，高出竞品平均水平约 23 个百分点，随中高端产品推广力度加大，自由点品牌自 2021 年至 2023 年一季度均价由 38.8 元/件提升至 40.7 元/件，2022 年销售均价位于竞品平均水平之上，仅次于护舒宝。

图85: 自由点与竞品品牌定位对比（以天猫平台数据为例）



资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

## （二）增长动力：营销投入加大，加强品牌建设

**公司营销费率高于平均水平，加快品牌建设步伐。**2012~2022 年公司营销类投入由 3921 万元增加至 17701 万元，年复合增速约 16%，2012 年~2014 年因签约范冰冰/汪东城等明星代言、同时加强新品上市费率由 6.3%提升至 10.7%，近 5 年随品牌扩张提速费率增至 11%。与可比公司相比，公司广宣费用率高于平均水平，低于中顺洁柔，高于 ODM 业务为主的豪悦护理和规模化效益较高的维达国际。公司加快提升品牌营销力，助力全国性市场扩张。

图86: 公司营销类费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图87: 公司与可比公司营销类费用投入对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（\*恒安国际披露为市场及推广成本，豪悦护理披露为网店推广费、广告宣传费和代销服务费，可靠股份披露为市场推广费，维达国际披露为推广费用及广告成本。）

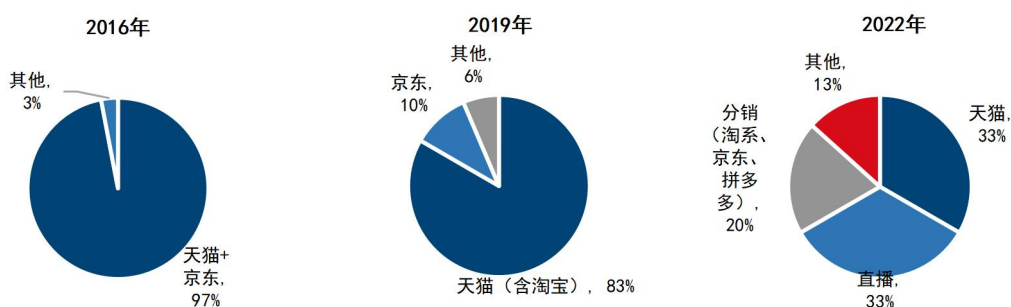


## 渠道：线上多平台布局叠加线下跨区域扩张，构建增长驱动力

### （一）线上：电商收入占比对标头部企业仍有 1 倍提升空间，抖音加强品宣和达人合作预期持续引领增长

**增长看点一：电商战略第二阶段开启品牌化运营、预期保持高速增长，线上业务占比对标维达国际有 1 倍提升空间，对标公司全国份额排名天猫、京东仍有 1-3 名提升空间。**2014~2022 年电商渠道年复合增速 69%，（1）专业团队与部门赋能电商运营。公司 2019 年引入专业团队、整合原电商团队成立杭州百亚，2020 年新零售营销部门成立，负责电商平台运营与线上营销。（2）**电商战略重塑，由早期的天猫京东第三方平台直营模式发展为传统电商/直播电商/线上分销多维模式。**公司 2013 年起开拓电商渠道，前期集中在天猫、京东开设官方旗舰店，2016 年合计占比 97%，2019 年合计占比 93%。2021 年公司重新整合电商战略，划分三类平台，第一类是 2C 业务，天猫、京东等开设官方旗舰店，第二类是 2B 业务，包括天猫超市、京东自营、拼多多等线上分销模式，第三类是以抖音为代表的直播电商。（3）**电商品牌化运营将作为战略第二阶段启动，如对标可比公司电商业务占比，公司距电商业务发展成熟的维达国际仍有一倍提升空间；**目前全国份额排名中公司位列第 7，线下天猫、京东、抖音份额分别位列第 7 名、10 名、5 名，如对标公司自身全国份额排名，天猫、京东排名仍有提升 1-3 名空间。

图88：公司电商渠道结构



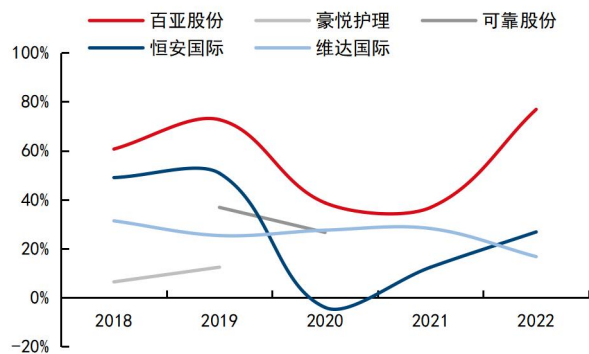
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图89：公司与可比公司电商渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图90：公司与可比公司电商渠道增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



表16: 全国份额与线上份额品牌前 10 排名对比

排名	全国份额前 10	天猫份额前 10	京东份额前 10	抖音份额前 10
1	苏菲	护舒宝	护舒宝	七度空间
2	七度空间	苏菲	苏菲	苏菲
3	护舒宝	高洁丝	高洁丝	护舒宝
4	ABC	乐而雅	乐而雅	软风研究社
5	高洁丝	七度空间	七度空间	自由点
6	乐而雅	洁婷	全棉时代	薇尔
7	自由点	ABC	ABC	康佰利
8	洁婷	自由点	洁婷	白い森林
9	洁伶	薇尔	薇尔	高洁丝
10	飞	飞	自由点	竹音有语

资料来源: 前瞻产业研究院, 线上第三方平台, 国信证券经济研究所整理

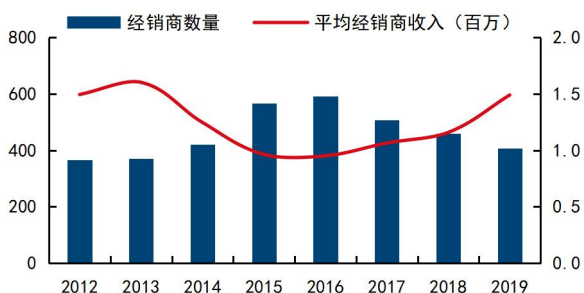
**增长看点二: 细分领域中, 直播电商依靠品宣投入和达播加速放量, 未来预期持续引领各平台增长。**2021 年公司直播电商通过加大品宣投入、和头部主播紧密合作实现高速增长, 当前达播占 6 成, 以 2022 年双十一数据为例, 期间公司实现收入同比增长 70%+, 抖音实现 4 倍的增长, 2022 年全年抖音收入约 1 亿, 增速约为 2-3 倍, 2023 年一季度延续高速增长趋势, 增速 1.8 倍。未来中短期内公司预期保持抖音较大投入力度, 一方面平台内实现品牌宣传+销量转化, 另一方面品宣拉新为天猫、京东等其他核心平台反哺流量, 带动电商整体发展。

## (二) 线下: 经销商渠道经验丰富, KA 渠道大客户合作, 全国市场拓展成长空间广阔

1) 公司具有丰富的渠道运营和经销商管理经验, 助于加大覆盖、深耕下沉市场。**第一, 渠道扁平化管理:** 公司经销商渠道通常下沉到区县一级, 销售层级更为扁平化, 有利于提高自身毛利空间, 加强对终端覆盖的把控力同时减少窜货和价格扰乱等问题, 公司为经销商客户确定的出厂价格一般为 KA 客户结算价格的 8 折到 8.5 折, 即终端零售指导价的 6.4 折 (8 折×8 折) 到 7.2 折 (8.5 折×8.5 折), 通过前述定价机制预留给经销商的毛利率水平约为 10%到 25%左右。2) 经销商支持: 通过业绩达标折扣、营销支持折扣、营销费用分担机制等经销商折扣政策促进产品销售。**第二, 优化经销商结构:** 2012~2016 年随着经销商渠道扩张, 经销商数量由 367 家上升至 591 家, 平均经销商收入下降了 36%至 95 万/家。自 2017 至 2019 年公司主动开启渠道调整升级, 各期经销商数量呈现下降趋势, 平均经销商收入到 2019 年提升至 149 万/家。截至 2022 年三季度, 公司约有经销商 600 多家, 外围市场拓展推进新增约 100 家经销商。

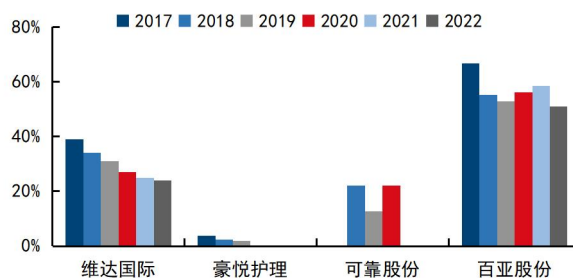
**2022 年公司经销渠道占比约 51%, 高于可比公司平均水平。**维达国际随着电商业务扩张经销渠道占比呈现下降趋势, 2022 年占比为 24%, 豪悦护理以代工业务为主、经销渠道个位数比例, 可靠股份因成人纸尿裤由线上切入市场线下渠道处于逐步拓展阶段, 2020 年约为 22%。目前公司继续深耕核心五省, 同时通过经销、KA 同步扩展外围市场区域, 预计经销渠道仍保持较快速度发展, 长期看线下渠道占比因电商红利释放预计呈下降趋势。

图91: 公司经销商数量与平均经销商收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图92: 公司与可比公司经销渠道占比对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (\*豪悦护理披露为线下渠道, 主要为经销商)

2) KA 核心客户收入贡献由区域性零售商向区域+全国性零售商转变, 随客户门店拓展全国。公司的 KA 客户主要包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、步步高、大润发等国内外知名的大型连锁超市和大卖场。2019 年, 公司停止了与部分规模较小、总体销售情况不佳的 KA 客户合作, 导致 KA 客户数量有所下降, 从 2014 年 42 个降到 28 个。公司以委托代销的方式和 KA 客户合作, 同时借助客户的网点拓展实现渠道快速扩张与覆盖, 尤其是全国性零售客户永辉、沃尔玛、大润发、家乐福收入贡献提升显著。与可比公司相比, 公司与维达国际 KA 渠道占比相似, 均为 20%左右, 可靠股份因 KA 卖场费用高、进入门槛相对严苛未优先选择 KA 渠道。

表17: 前五大 KA 客户收入 (万元) 及占比

	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
永辉	1,359	20%	1,805	24%	2,153	23%	3,030	24%	3,358	24%	5,240	31%	7,363	36%	10,955	41%
重庆新世纪百货	2,109	30%	1,830	25%	2,098	23%	2,174	18%	2,240	16%	2,451	15%	2,623	13%	2,904	11%
沃尔玛	1,046	15%	949	13%	1,081	12%	1,010	8%	1,406	10%	1,520	9%	1,815	9%	3,379	13%
步步高	492	7%	663	9%	802	9%	1,157	9%	1,004	7%	1,212	7%	1,513	7%	1,973	7%
大润发													989	5%	1,800	7%
家乐福							939	8%	1,018	7%	1,193	7%				
重庆重客隆	456	7%	525	7%	453	5%										
总计	5,463	78%	5,772	78%	6,587	71%	8,310	67%	9,026	63%	11,617	69%	14,303	69%	21,010	78%

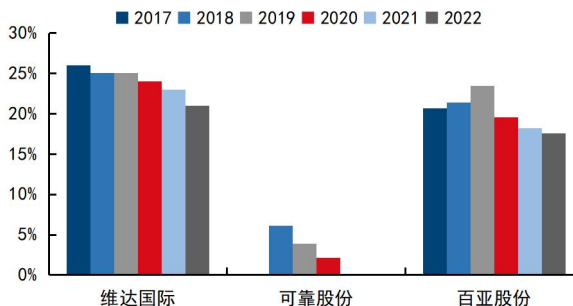
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图93: 公司 KA 客户数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图94: 公司与可比公司 KA 渠道占比对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 3) 区域布局：川渝市场龙头，未来 3-5 年全国线下市场具备 40%成长空间

**当前份额与排名：**公司全国市场（线上+线下）份额居于前十，国产品牌仅次于七度空间、ABC 位居第三；2022 年全国线下市场份额达 4.5%。全国市场来看，2021 年自由点品牌在卫生巾市场份额约 1.5%，位列第 7，距离头部的苏菲（份额 12%）、七度空间（份额 9.9%）具备较大成长空间，向第二梯队的品牌高洁丝、ABC、乐而雅（份额 2%~4%）发展；百亚股份在卫生用品市场份额 2021 年约 0.8%，位列第 8 名。根据尼尔森数据，2022 年公司全国线下份额约 4.5%。

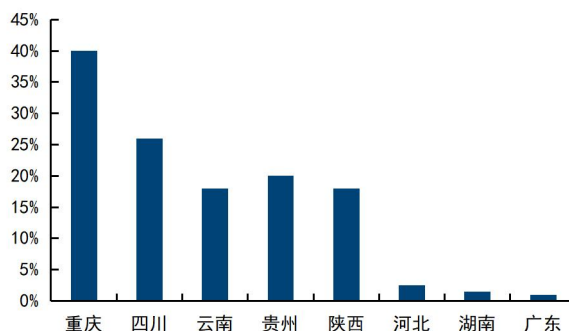
**未来成长性测算：**川渝份额稳居第一；云贵陕目标份额第一，对标四川份额仍有约 5%~7%的提升空间；外围市场区域首批重点拓展省份放量在即。（1）川渝：份额第一，根据尼尔森数据，2022 年四季度公司重庆份额位居第一（约 40%），四川份额超越七度空间达到第一（约 26%）；（2）云贵陕：仅次于七度空间份额位列第二（云南 18%/贵州 20%/陕西 17%~18%），公司将借助经销商渠道优势深耕核心省份，加大下沉市场覆盖，如对标四川省份第一份额预计仍有 5%~7%的提升空间。（3）外围省市：公司现阶段将河北（份额 2%~3%）、湖南（1%~3%）、广东（1%+）以及江浙部分区域作为重点区域，根据公司市场开拓经验，突破 3000~5000 万收入线，经销、KA 渠道各占一半，可实现盈亏平衡，突破盈亏平衡线后收入增长提速、盈利端转好，预计 2023 年重点省市可实现快速放量；山东、山西、河南、安徽和江西为公司下一阶段重点拓展区域。

图95：全国市场拓展路径



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图96：分区域线下市场份额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**我们预计未来 3-5 年内，公司线下收入具备 40%增长空间，市占率提升 1.7 个百分点至 6.2%。**

**测算假设：**1. 目标客群：各省 15~49 岁女性人口为经期女性；2. 卫生巾市场规模与市场消费量参照生活用纸委员会数据，且未来市场规模保持稳定；3. 根据市场数据与公司公告，市场平均成交价约 0.69 元/片，公司出厂价约 0.42 元/片；4. 卫生巾渗透率 100%，经期每月 7 天，每天每人约使用 3.2 片卫生巾（早中晚夜里各一片），且使用习惯各省份相同；5. 线下渠道份额约 73%，且各省份线上渗透率相同。

**现状：**如以目前核心五省、外围市场中的河北、湖南、广东市占率计算，且外围市场有覆盖但暂且假设为 0%，推算得公司出厂口径收入约 12 亿，线下渠道市占率约 4.4%。由此，可基本验证假设具备一定合理性。

**空间测算：**我们假设份额与规模提升目标包括 1) 川渝维持当前份额；2) 云贵陕

份额基本实现份额第一，对标初步超越七度空间的四川份额 25%，提升 5~7 个百分点；3) 外围市场中重点拓展第一梯队（河北、湖南、广东）工厂端收入初步放量，参照当前云贵陕平均每省体量即实现工厂端收入 1 亿元；4) 外围市场中第二梯队（山东、山西、河南、安徽、江西）达到盈亏平衡线对应的收入门槛 3000 万元。则公司线下工厂端收入（除电商、约 17 亿元，对标现在 12 亿的体量有 40% 的增长空间，对应市场销售额约 28 亿元，线下市占率达到 6.2%。

表18: 公司线下市场份额及规模测算

	核心五省					外围市场								全国	
	重庆	四川	云南	贵州	陕西	河北	湖南	广东	山东	山西	河南	安徽	江西	其他	总计
女性人口数量（百万）	15.9	41.4	22.8	22.8	19.3	36.9	59.1	32.4	50.1	17.1	49.5	29.9	21.9	290.3	709.4
15~49 岁人口占比	45.3%	45.1%	49.5%	49.5%	47.5%	44.3%	54.7%	43.3%	43.2%	48.4%	43.9%	44.8%	46.7%	47.2%	46.9%
15~49 岁人口数量（百万）	7.2	18.7	11.3	11.3	9.2	16.4	32.4	14.1	21.6	8.3	21.7	13.4	10.2	136.9	332.5
卫生巾渗透率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
每天使用量（片）	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
每月人均使用量（片）	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
每年人均使用量/片	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269
单片零售价格（元/片）	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69
<b>市场规模（百万）</b>	<b>1,328</b>	<b>3,453</b>	<b>2,087</b>	<b>2,087</b>	<b>1,697</b>	<b>3,030</b>	<b>5,991</b>	<b>2,603</b>	<b>4,001</b>	<b>1,532</b>	<b>4,021</b>	<b>2,480</b>	<b>1,890</b>	<b>25,343</b>	<b>61,542</b>
线下渠道份额	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
<b>线下渠道规模（百万）</b>	<b>969</b>	<b>2,521</b>	<b>1,523</b>	<b>1,523</b>	<b>1,239</b>	<b>2,212</b>	<b>4,373</b>	<b>1,900</b>	<b>2,921</b>	<b>1,118</b>	<b>2,935</b>	<b>1,811</b>	<b>1,379</b>	<b>18,500</b>	<b>44,926</b>
<b>现状</b>															
线下渠道市占率	40.0%	26.0%	18.0%	20.5%	18.0%	2.5%	1.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%
零售收入（百万）	388	655	274	312	223	55	66	19	-	-	-	-	-	-	1,993
出厂口径收入（百万）	237	400	167	190	136	34	40	12	-	-	-	-	-	-	1,215
<b>空间测算：云贵陕初步实现份额第一（市占率 25%），河北、湖南、广东实现规模化放量（参照云贵陕目前工厂端 1 亿元体量），下阶段重点省市达到盈亏平衡线（工厂端收入 3000 万元）</b>															
<b>线下渠道市占率</b>	<b>40%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>7.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.2%</b>
<b>零售收入（百万）</b>	<b>388</b>	<b>655</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>310</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>-</b>	<b>2,803</b>
<b>出厂口径收入（百万）</b>	<b>237</b>	<b>400</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>189</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>-</b>	<b>1,710</b>

资料来源：各省第七次人口普查统计公报，红黑人口库，国信证券经济研究所整理与估算

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**收入：预计 2023~2025 年分别为 20.3/25.1/31.1 亿元，同比 25.8%/24.0%/23.6%。**  
 拆分地区：1. 川渝和云贵陕：2023 年因低基数影响预期增速加快，其中云贵陕仍处于份额提升期，预计两市场同比提升 15%、20%，2024-2025 年正常基数水平下预计川渝市场增速分别约 8%/7%，云贵陕仍具备份额提升空间、假设增速分别约 17%/16%。2. 其他地区：2023 年一季度其他地区受部分 KA 客户调整影响同比增速下滑，预计该影响部分抵消公司加强经销招商、KA 卖进带来的市场增量拓展，预计同比增长 13%，2024-2025 年随着市场拓展稳步进行、河北/湖南/广东/江苏放量，预计保持较快增速，同比增长 28%/25%。3. 电商：预期 2023-2025 年亦处于高速增长期，分别同增 64%/50%/44%。4. ODM 业务预期 2023-2025 年因生产资源集中在自有业务增长、以提升产能利用率为目的基本稳定，假设持平。

表19：百亚股份收入拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>收入（百万）</b>	<b>1,463</b>	<b>1,612</b>	<b>2,028</b>	<b>2,514</b>	<b>3,108</b>
川渝	614	579	667	720	770
云贵陕	336	335	401	469	542
其他地区	173	196	222	284	355
电商	210	371	608	911	1,311
ODM	130	131	131	131	131
<b>收入 YOY</b>	<b>17.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>25.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>23.6%</b>
川渝	15.7%	-5.8%	15.2%	7.9%	7.0%
云贵陕	24.9%	-0.2%	19.8%	17.0%	15.5%
其他地区	16.4%	13.6%	12.8%	28.0%	25.0%
电商	36.8%	76.9%	63.7%	49.9%	43.9%
ODM	-12.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

**毛利率：预计 2023-2025 年毛利率分别为 45.7%/46.5%/46.9%。** 拆分地区：1. 川渝和云贵陕假设于 2023 年毛利率同比提升，并于 2024-2025 年预计恢复至 2021 年毛利率水平；2. 其他地区 2023~2025 年预计因市场开拓力度较大毛利率仍处于相对低位，2023 年公司在部分省份加大经销招商和 KA 系统卖进因此预期促销投入力度加大，后续随部分市场放量、产品结构优化有望实现提升。3. 电商随线上加大高毛利产品推广及减少专供品比例预计小幅提升。4. ODM 预期未来三年毛利率预计维持稳定。

表20：百亚股份毛利率拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>毛利率</b>	<b>44.7%</b>	<b>45.1%</b>	<b>45.7%</b>	<b>46.5%</b>	<b>46.9%</b>
川渝	50.7%	49.4%	50.0%	51.0%	51.0%
云贵陕	52.1%	51.5%	51.0%	51.5%	52.0%
其他地区	38.2%	43.8%	40.6%	42.5%	44.0%
电商	34.5%	43.9%	46.0%	46.1%	46.3%
ODM	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：



1) 销售费用率：考虑到公司 2022 年上半年费用投放效果产出因疫情扰动不及预期，并于 2022 年四季度官宣新代言人，2023 年销售费用率预计随投放效率提升同比小幅下滑，2024~2025 年因公司仍处于销售市场拓展阶段，预计销售费用率呈现上升趋势；

2) 管理费用率：根据公司对股权激励测算预计 2023-2024 年成本摊销分别为 7、3 百万，对管理费用率无较大影响，预计 2023~2025 年管理费用率维持 4%。研发费用率：公司重视新品研发上市，预计研发费用率在 2021-2022 年基础上维持稳定。

3) 财务费用率：假设公司保持较稳定的营运资金周转和现金流，预计 2023-2025 年财务费用率稳定在-0.2%。

表21：百亚股份期间费用率拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	19.1%	24.5%	24.3%	24.6%	24.8%
管理费用	5.1%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	3.5%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

我们预计 2023-2025 年收入分别为 20.3/25.1/31.1 亿元，同比 25.8%/24.0%/23.6%；净利润分别为 2.4/3.1/3.9 亿元，同比 25.3%/32.1%/24.6%；EPS 为 0.55/0.72/0.9 元。

表22：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.1%	24.6%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
经营利润率	16.2%	13.3%	13.4%	13.9%	14.0%
净资产收益率(ROE)	18.8%	14.6%	17.2%	20.9%	23.7%
市盈率(PE)	35.8	43.8	34.9	26.4	21.2
EV/EBITDA	30.4	32.8	27.0	21.7	18.1
市净率(PB)	6.72	6.41	5.99	5.52	5.03

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2023-2025 年净利润分别为 2.8/3.8/4.8 亿元；2) 中性假设下，公司 2022~2024 年净利润分别为 2.4/3.1/3.9 亿元；3) 悲观假设下，公司 2022~2024 年净利润分别为 2.3/2.8/3.3 亿元。

表23: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,040	2,611	3,264
(+/-%)	17.0%	10.2%	26.5%	28.0%	25.0%
净利润(百万元)	228	187	284	383	481
(+/-%)	24.9%	-17.8%	51.8%	34.7%	25.7%
摊薄 EPS	0.53	0.44	0.66	0.89	1.12
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.1%	24.6%
摊薄 EPS(元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,015	2,418	2,781
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	228	187	226	279	326
(+/-%)	24.9%	-17.8%	20.5%	23.6%	16.9%
摊薄 EPS	0.53	0.44	0.52	0.65	0.76
总股本(百万股)	428	430	430	430	430

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 20.9-27.3 元

公司在外围市场和电商成长性良好, 同时加大品牌建设和中高端产品升级, 后期随着成人纸尿裤品类红利释放具备长期成长空间, 我们预计公司未来收入和净利润端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表24: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	8.8%	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%	21.1%	17.5%
营业成本/营业收入	57.3%	55.3%	54.9%	54.3%	53.5%	53.1%	53.0%	52.8%
管理费用/营业收入	4.7%	5.0%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用/营业收入	2.4%	3.5%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
销售费用/销售收入	17.7%	19.1%	24.5%	24.3%	24.6%	24.8%	24.7%	24.6%
营业税及附加/营业收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	14.2%	12.2%	12.0%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
股利分配比率	0.0%	56.3%	68.8%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表25: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	13.7%
无风险利率	3.00%	Ka	8.5%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.85
公司股价 (元)	19.83	Ke	8.5%
发行在外股数 (百万)	430	E/(D+E)	99.99%
股票市值 (E, 百万元)	8527	D/(D+E)	0.01%
债务总额 (D, 百万元)	0.5	WACC	8.5%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价格区间为 20.9~27.3 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
永续增长率变化	3.0%	32.6	29.2	26.4	24.0	22.1
	2.5%	30.2	27.3	24.9	22.8	21.1
	<b>2.0%</b>	28.3	25.8	<b>23.6</b>	21.8	20.2
	1.5%	26.7	24.5	22.5	20.9	19.5
	1.0%	25.3	23.3	21.6	20.1	18.8

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 21.6-23.0 元

公司主营业务是吸收性卫生用品, 我们选取可比标的个护用品中业务相关公司, 包括可靠股份、豪悦护理, 生活用纸龙头中顺洁柔、恒安国际、维达国际

- 通过业务对比来看, 以 2021 年经营数据为例, 公司主营自主品牌卫生巾业务, 占比达 81%; 可靠股份以婴儿和成人护理产品为主, 合计占比超 90%, 并以“自主品牌+ODM 双轮驱动”, 其中 ODM 业务占比约 65.67%, 豪悦护理主要产品为婴儿卫生用品 (占比约 71.5%) 且经营模式以 ODM 为主; 恒安国际、中顺洁柔、维达国际均为生活用纸龙头并拓展个人卫生护理用品, 其中恒安国际发展更为成熟, 卫生巾和纸尿裤品类合计占比约 35.3%, 旗下卫生巾品牌七度空间市场份额位列全国第二 (仅次于尤妮佳苏菲)、国产品牌第一。

表27：2021 年公司与可比公司业务结构

百亚股份	卫生巾	81.0%
	纸尿裤	10.1%
	ODM	8.9%
可靠股份	婴儿护理产品	51.6%
	成人护理产品	39.1%
	宠物护理产品	7.4%
	口罩及其他	1.9%
豪悦护理	婴儿卫生用品	71.5%
	成人卫生用品	23.7%
	其他产品	2.4%
	其他业务	2.3%
恒安国际	卫生巾	29.4%
	纸巾	47.3%
	一次性纸尿裤	5.9%
	其他	17.4%
中顺洁柔	生活用纸	94.6%
	个人护理	0.8%
	其他	4.5%
维达国际	纸巾	83%
	个人护理	17%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

● **综合比较各公司财务指标：百亚股份业务规模相对较小，收入及业务增速较快，具备较好的成长空间。**

从收入及利润规模来看，公司与可靠股份、豪悦护理规模接近，对标全国性生活用纸及个护龙头恒安国际、中顺洁柔、维达国际仍有较大差距。2022 年百亚股份、可靠股份、豪悦护理收入在 10~30 亿元区间，中顺洁柔收入接近 100 亿，恒安国际、维达国际约 200 亿元收入规模。

从成长性看，近 2 年可比公司均受到销售端疫情扰动及防疫产品增量下行、成本端纸浆/石油价格上行的压力。2022 年百亚股份、豪悦护理实现双位数增长，展现出较好的成长性，恒安国际、维达国际因规模大实现个位数增长，可靠股份和中顺洁柔负增长。利润增速表现来看，2022 年除豪悦护理外，其余个护企业均为负增长。2) 近 3 年年复合增速比较，公司收入及利润增速亦在可比公司前列，百亚股份收入 CAGR3 约 11.9%，归母净利润 CAGR3 为 13.5%，与豪悦护理接近，其余公司因 2022 年业绩承压复合增速为负。

从净资产收益率来看，2022 年公司 ROE 约 15%处于可比公司前列，主要因公司销售净利率与周转水平表现较优。

目前公司为区域性个护龙头，渠道层面公司逐步开展全国性市场拓张、完善渠道覆盖、稳步释放电商红利，品类层面公司积极发展自主卫生巾品牌“自由点”、后期成人纸尿裤品类有望放量，收入规模拥有较大成长空间。利润增长方面，公司对标豪悦护理、可靠股份自主品牌优势较为明显，对标生活用纸龙头浆价压力相对较小（公司浆板占原材料比重约 7%），自由点较好的品牌溢价以及中高端产品拓展有利于缓解成本压力。公司处于渠道拓展、品牌建设的成长性阶段，因此促销费用、营销费用的有效投放对利润增长相对重要。中短期预计利润增长由收入增长结合较高费用投放驱动，长期随着规模效益释放利润率提升驱动盈利增长。



表28: 可比公司财务数据比较

	2022 收入	YOY	CAGR 3	2022 归母净利润	YOY	CAGR 3	2022 ROE
百亚股份	16.1	10.2%	11.9%	1.9	-18%	13.5%	15.0%
可靠股份	11.9	0.0%	0.4%	-0.4	-209%	-179.0%	-3.1%
豪悦护理	28.0	13.8%	12.8%	4.2	17%	10.3%	14.1%
中顺洁柔	85.7	-6.3%	8.9%	3.5	-40%	-16.6%	6.9%
恒安国际	226.3	8.7%	0.1%	19.3	-41%	-21.0%	10.0%
维达国际	194.2	4.0%	6.5%	7.1	-57%	-14.7%	5.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 估值指标横向、纵向对比:

1) 估值指标横向比较来看, 可比公司 2024 年平均 PE 和 PEG 分别为 17.3 和 0.57, 2022 年 12 月以来疫情优化政策出台、消费复苏在即, 同时成本端浆价下行预期加强, 估值自底部有所回升。根据上述财务指标分析, 百亚股份具备较好的业绩成长性和毛利安全边际, 我们主要选取 A 股上市的个护用品企业可靠股份、中顺洁柔作为参考, 2024 年平均 PE 分别为 24.3 和 19.8, PEG 分别为 0.50/0.39。

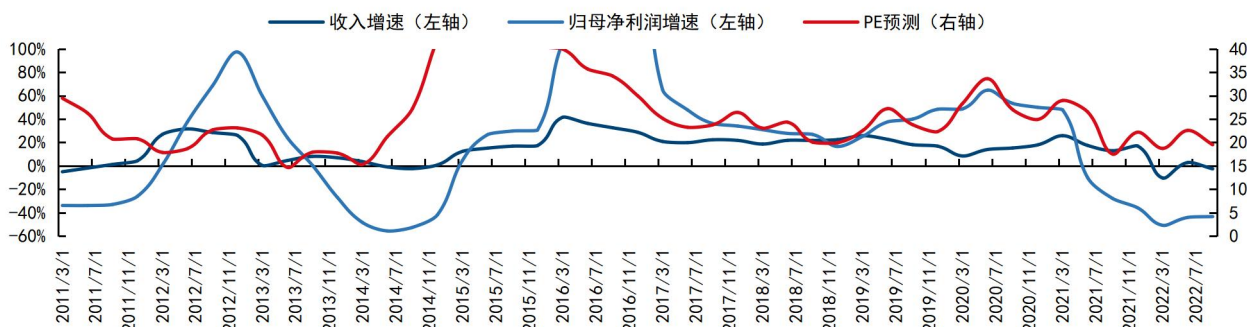
表29: 可比公司估值

公司	公司	昨收盘	EPS				PE				g	PEG	总市值
代码	名称	(元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2024E	2024E	(人民币 亿元)
003006	百亚股份	17.0	0.4	0.6	0.7	0.9	38.6	30.9	23.6	18.9	30.9%	0.76	73
同类公司													
301009	可靠股份*	11.9	-0.2	0.3	0.5	0.6	-76.7	36.0	24.3	20.0	48.1%	0.50	32
605009	豪悦护理*	50.3	2.4	3.4	4.0	4.6	20.7	14.9	12.7	10.9	17.9%	0.71	78
002511	中顺洁柔	12.3	0.3	0.4	0.6	0.7	45.4	29.9	19.8	16.6	51.2%	0.39	164
1044	恒安国际	31.3	1.7	2.8	3.2	3.5	18.9	11.2	9.7	9.0	15.4%	0.63	363
3331	维达国际	18.6	0.6	1.0	1.3	1.5	31.7	18.8	14.1	12.5	33.5%	0.42	223
	平均值						31.0	23.6	17.3	14.7		0.57	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理和预测 (备注: \*盈利预测来自 Wind 一致预期)

其次, 我们以上市时间较长、具备自主品牌的 A 股上市龙头中顺洁柔历史估值进行对比。对标其 2015~2020 年的经营情况与估值水平, 该阶段是公司产品渠道扩张的快速发展阶段, 收入与盈利基本处于 20%以上增速区间, 份额持续提升, 估值中枢约为 34X。

图97: 中顺洁柔收入/归母净利润增速及历史 PE 值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2) 公司估值纵向表现:

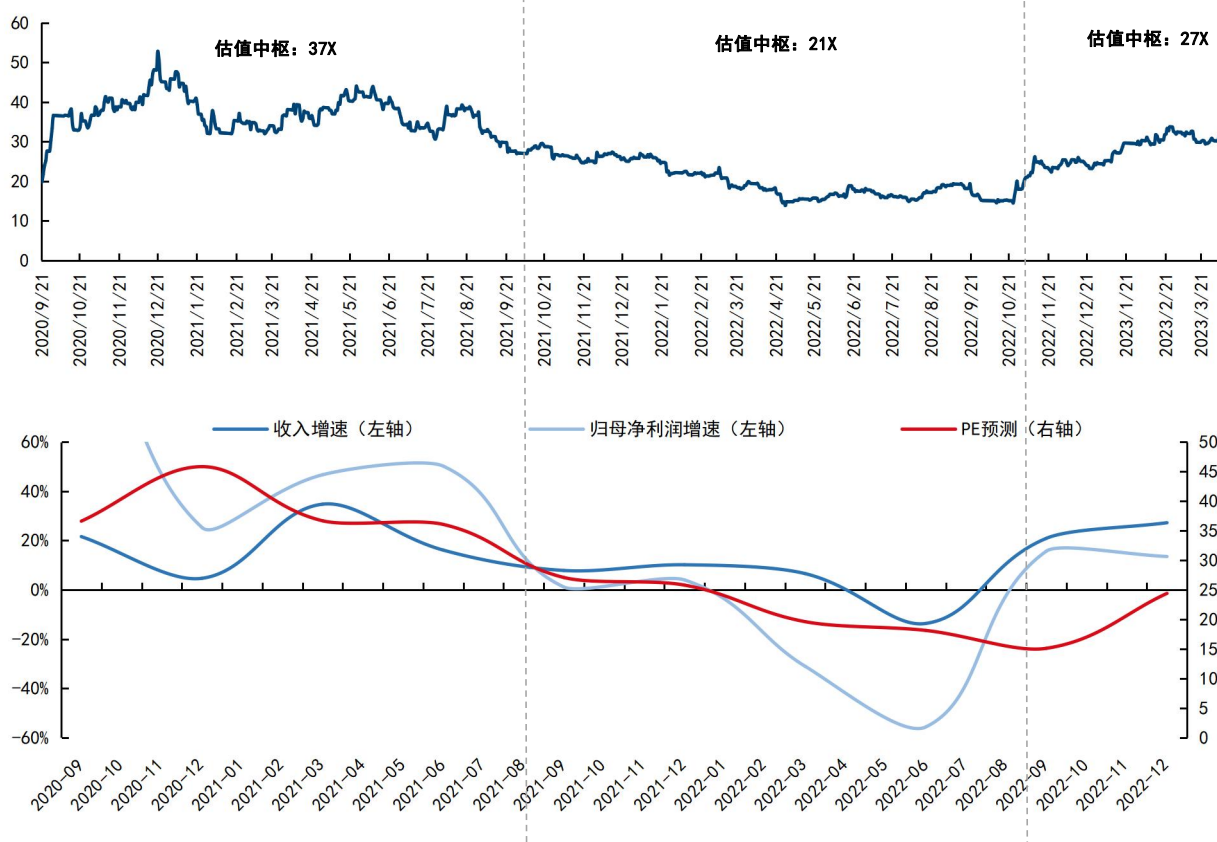
1. 2020年9月公司上市，作为A股卫生巾标的具备一定稀缺性，2020年四季度作为次新股连续涨停，2020年10月和2021年1月底分别发布2020年三季报和年报业绩预告，收入及利润增速均处于双位数高增长区间。2021年1~4月疫情有效控制消费复苏预期加强、造纸板块随低价国浆以及纸价上行景气度提升，6月全面放开三孩政策，公司股价跟涨，2021年4月发布一季度业绩盈利增速延续40%以上高增长。此阶段估值中枢约37X；

2. 2021年9月以来，股票解禁后股东减持，股价下跌，同时疫情反复扰动冲击线下客流与消费，成本端浆价高位，消费板块与造纸板块整体表现疲软，收入及利润增速放缓至个位数区间。2022年上半年，公司受到疫情封控、客流下降等挑战，投放资源的产出不及预期，同时原材料价格仍处高位，收入及净利润同比双位数下降，估值下挫最低至13.8倍。截至2022年9月估值中枢约在21倍。

3. 2022年三、四季度至2023年一季度业绩披露盈利修复明显，维持双位数增长区间，兑现高成长性，叠加12月防疫优化政策调整利好消费复苏、改善确定性增强，截至2023年3月估值中枢回升至27倍。

因消费复苏预期加强，线下客流逐步恢复利好线下尤其是外围市场的拓张，同时电商延续增长势能，成本下行有望释放盈利弹性，公司自身具备良好成长性。选取可比估值倍数方面，公司因较好的增速前景和ROE水平，可对标中顺洁柔高速增长期。维持公司合理估值为21.6-23.0元，对应2024年30~32xPE，维持“买入”评级。

图98: 公司上市至今预测 PE 值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好自由点中高端升级与全国市场拓展的成长性，维持“买入”评级

自去年三季度起，公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率，持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长，呈现逐季环比改善趋势。今年二季度起电商有望保持引领增长，外围区域扩张稳步推进，材料成本压力预期缓解。长期我们看好公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑，产品升级叠加费用投放优化有望推动盈利能力持续提升。维持公司合理估值为 21.6-23.0 元，对应 2024 年 30~32xPE，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。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。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态PE进行修正,最终给予公司25~27倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对品类扩张、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司品类扩张速度、渠道拓展进度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

公司卫生巾产品市场竞争力不足,中高端占比提升不及预期,增长速度不及预期。

公司在外围市场的进入、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。

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。

公司成本主要受石油和木浆价格影响,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。

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。



商誉减值风险：截至 2022 年公司商誉约 16.21 万元，系公司通过增资杭州百亚进而形成非同一控制下的合并产生。若未能完成收购时的业绩承诺，则存在商誉减值风险。

### 行业风险

个人护理产品市场成熟，头部企业渠道份额大、品牌力强，竞争激烈，且渠道流量日益分散，新兴本土品牌持续涌现，带来竞争进一步加剧交错。

在近期全球新冠疫情影响下，行业存在经营环境的不确定性，如果疫情大范围反复将导致企业正常的生产经营收到干扰，消费者的消费行为被抑制，使得公司业绩产生低于预期的风险。

### 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。

股东减持风险

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	259	302	485	597	749	营业收入	1463	1612	2028	2514	3108
应收款项	143	208	206	275	352	营业成本	809	885	1101	1345	1651
存货净额	162	178	225	274	339	营业税金及附加	14	15	19	23	29
其他流动资产	22	43	44	53	72	销售费用	279	395	492	618	771
<b>流动资产合计</b>	<b>917</b>	<b>1090</b>	<b>1281</b>	<b>1521</b>	<b>1834</b>	管理费用	75	62	85	103	128
固定资产	531	509	518	525	523	研发费用	51	44	63	78	96
无形资产及其他	66	66	64	61	58	财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
投资性房地产	21	47	47	47	47	投资收益	13	7	9	11	14
长期股权投资	20	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(19)	(16)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>1553</b>	<b>1732</b>	<b>1930</b>	<b>2173</b>	<b>2482</b>	其他收入	(43)	(45)	(49)	(61)	(77)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	0	0	营业利润	255	217	277	364	453
应付款项	164	188	231	283	352	营业外净收支	(0)	(4)	(5)	(5)	(7)
其他流动负债	165	254	319	394	488	<b>利润总额</b>	<b>255</b>	<b>212</b>	<b>271</b>	<b>358</b>	<b>446</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>330</b>	<b>442</b>	<b>551</b>	<b>677</b>	<b>840</b>	所得税费用	31	25	37	49	61
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(0)	1	1	1
其他长期负债	8	9	10	11	12	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>228</b>	<b>187</b>	<b>235</b>	<b>310</b>	<b>386</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>339</b>	<b>451</b>	<b>561</b>	<b>688</b>	<b>852</b>	净利润	228	187	235	310	386
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	1	9	2	0	(0)
股东权益	1213	1280	1368	1484	1629	折旧摊销	42	50	53	59	65
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1553</b>	<b>1732</b>	<b>1930</b>	<b>2173</b>	<b>2482</b>	公允价值变动损失	4	5	19	16	20
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
每股收益	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90	营运资本变动	(36)	(7)	65	1	3
每股红利	0.30	0.30	0.34	0.45	0.56	其它	(2)	(9)	(1)	0	0
每股净资产	2.84	2.97	3.18	3.45	3.79	<b>经营活动现金流</b>	<b>236</b>	<b>235</b>	<b>372</b>	<b>387</b>	<b>474</b>
ROIC	26%	21%	27%	35%	44%	资本开支	0	(30)	(80)	(80)	(80)
ROE	19%	15%	17%	21%	24%	其它投资现金流	51	(28)	38	0	0
毛利率	45%	45%	46%	46%	47%	<b>投资活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>(57)</b>	<b>(42)</b>	<b>(80)</b>	<b>(80)</b>
EBIT Margin	16%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	(0)	22	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	16%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	17%	10%	26%	24%	24%	支付股利、利息	(128)	(129)	(147)	(194)	(241)
净利润增长率	25%	-18%	25%	32%	25%	其它融资现金流	(0)	101	(0)	(1)	0
资产负债率	22%	26%	29%	32%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(135)</b>	<b>(147)</b>	<b>(194)</b>	<b>(241)</b>
息率	1.6%	1.6%	1.8%	2.4%	2.9%	<b>现金净变动</b>	<b>10</b>	<b>43</b>	<b>183</b>	<b>113</b>	<b>152</b>
P/E	35.8	43.8	34.9	26.4	21.2	货币资金的期初余额	248	259	302	485	597
P/B	6.7	6.4	6.0	5.5	5.0	货币资金的期末余额	259	302	485	597	749
EV/EBITDA	30.4	32.8	27.0	21.7	18.1	企业自由现金流	0	201	272	282	363
						权益自由现金流	0	301	282	296	381

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