



百亚股份 (003006.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

高 ROE 解析系列：大单品创新为翼，外围开拓释放新空间

投资逻辑

解析前期公司高 ROE：毛销差走阔+周转效率优化，构建 ROE 改善来源。公司 ROE (23 年 17.9%) 较可比公司具备优势，且我们判断，伴随后续产品结构持续优化&品牌粘性增强带动复购率提升、前置渠道费用规模化摊销费率降低、高分红的保持等。从中期角度来看，ROE 可预期具备向上改善的趋势。

产品力：益生菌从爆品有望走向长效大单品，需消费者洞察驱动下的产品持续微创新迭代。旗下“益生菌”系列成为爆品的产品力要素：领先的差异化成分添加抓住消费者潜在痛点需求+包材焕新升级树立年轻&轻奢品牌形象，支撑单价加速成长，毛利率积极提升。后续细分系列产品若能实现有序迭代形成消费者粘性&高复购，后续营销效率有望提升，推动毛销差的走阔。

渠道：如何看线上/线下发展空间？1) 电商：以抖音为支点进行外溢，优质运营力是关键。23/24Q1 电商收入+102%/+151%，自 23Q3 起一直在抖音平台排名首位，天猫平台排名稳步提升。2) 线下开拓：以点带面，延续高增。23Q4/24Q1 外围省份收入同比+61%/+52%，23H1/H2 外围收入线下占比 17.6%/19.8%。24 年公司重点发力广东、湖南、湖北、江苏四省，力求突破性发展。

从中期角度，后续盈利空间如何？

1) 横向比较：百亚毛利率水平较恒安(卫生巾业务)低 12-13pct，费用率比恒安高 5-11pct，我们测算恒安 22/23 年卫生巾板块净利率 36%/28%，较百亚高 16-25pct，考虑到恒安生活纸渠道协同费用分摊影响，但百亚后续利润率提振空间仍可观。

2) 线下&广宣类费用：前期受线下在空白网点区域扩张渠道补贴等刚性费用支出影响，外围毛利率是后续跟踪指标；线下模式跑通，广宣、人员等刚性费用在规模效应下分摊降低。参考东鹏/山西汾酒线下全国化进程，伴随省外占比超过 50%，销售费率从高点 32% 下降至 23 年的 17.4%，汾酒销售费率从高点 21.7% 下降至 23 年的 10.1%，带动净利率向上提振。

3) 线上费用投放空间：中短期线上新兴内容平台抖音、小红书是流量拉新/深化品牌建设重要平台，费用率仍会保持，后续复购率、销售量级抬升，以及盈利能力相对较好的天猫&京东平台销额占比的提升，费用投放效率具备提升空间。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 3.2、4.2、5.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 29、22、17X，高 ROE 支撑且具备改善空间的预期下，当前估值具备合理性和持续性，维持“买入”评级。

风险提示

公司渠道开拓不及预期；产品同质化等导致行业竞争加剧；原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.90 元

相关报告：

- 《百亚股份公司点评：1Q 业绩表现靓丽，自由点加快升级、电商加速...》，2024.4.20
- 《百亚股份公司点评：4Q 收入表现靓丽，线上+外围成长动能充足》，2024.1.20
- 《百亚股份公司点评：3Q 收入超预期，线上+外围加速扩张，成长动...》，2023.10.22



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,612 | 2,144 | 2,854 | 3,657 | 4,563 |
| 营业收入增长率 | 10.19% | 33.00% | 33.12% | 28.13% | 24.77% |
| 归母净利润(百万元) | 187 | 238 | 318 | 423 | 550 |
| 归母净利润增长率 | -17.83% | 27.21% | 33.30% | 33.22% | 30.05% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.435 | 0.555 | 0.740 | 0.985 | 1.281 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.54 | 0.77 | 0.97 | 1.20 | 1.50 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 14.63% | 17.18% | 20.98% | 24.52% | 27.50% |
| P/E | 31.73 | 27.32 | 29.61 | 22.23 | 17.09 |
| P/B | 4.64 | 4.69 | 6.21 | 5.45 | 4.70 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|--|----|
| 1 ROE 视角：毛销差走阔+周转效率优化，构建 ROE 改善来源..... | 4 |
| 2 产品力：打造差异化大单品，“大健康”系列为支点带动量利齐升..... | 5 |
| 2.1 卫生巾行业：产品力升级点 VS 头部品牌的产品策略？..... | 5 |
| 2.2 百亚旗下“益生菌”系列成为爆品的产品力要素？..... | 6 |
| 2.3 从产品角度如何分析后续成长空间？..... | 8 |
| 3 渠道：如何看线上/线下发展空间？..... | 10 |
| 3.1 电商：把握渠道创新机遇，以抖音为支点进行外溢，优质运营力是关键..... | 10 |
| 3.2 线下开拓：以点带面，延续高增..... | 14 |
| 4 从中期角度来看，后续盈利空间如何？..... | 15 |
| 4.1 外围地区毛利率变化趋势是短期较好的观察变量..... | 16 |
| 4.2 后续线下费用空间怎么看？..... | 16 |
| 4.3 线上费用投放空间：短期保持，更关注效率提升..... | 18 |
| 5 盈利预测和估值..... | 19 |
| 6 风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 2023 年可比公司杜邦分析..... | 4 |
| 图表 2： 2021~2023 可比公司股利支付率..... | 5 |
| 图表 3： 头部卫生巾品牌主打单品系列对比总结..... | 5 |
| 图表 4： 液体卫生巾 GMV 占比护舒宝品牌稳定在 50%~60%之间..... | 6 |
| 图表 5： 自由点在主流线上平台（猫+东+抖）产品力逐步实现升级..... | 7 |
| 图表 6： 金佰利旗下高洁丝凭借海岛棉、夜安裤实现价格带升级..... | 7 |
| 图表 7： 公司自由点品牌产品结构升级推动整体均价（元/片）..... | 8 |
| 图表 8： 产品升级&电商直营占比提升助力自由点毛利率稳步提升..... | 8 |
| 图表 9： 大健康“益生菌”研发及学术论证体系..... | 8 |
| 图表 10： 公司毛销差变动..... | 8 |
| 图表 11： 海外头部卫生巾品牌产品力创新方向..... | 9 |
| 图表 12： 24 年 1-5 月抖音电商裤型卫生巾行业 TOP15 产品分析..... | 9 |
| 图表 13： 15-19 年粉 Face、非卷纸占比提升带动毛销差走阔..... | 10 |
| 图表 14： 洁柔卷纸和非卷纸占比变化..... | 10 |
| 图表 15： 电商渠道收入进入加速+线上大盘增速放缓..... | 10 |
| 图表 16： 抖音占比快速提升..... | 10 |



| | | |
|--------|--|----|
| 图表 17: | 自由点抖音平台热门视频内容合作类型多样..... | 11 |
| 图表 18: | 抖音卫生巾大盘呈现分散化趋势..... | 11 |
| 图表 19: | 24 年 1-5 月抖音电商卫生巾行业 TOP 品牌 TOP 日夜组合产品..... | 12 |
| 图表 20: | 自由点在抖音平台搜索指数保持领先..... | 12 |
| 图表 21: | 自由点直播/视频地域分布..... | 13 |
| 图表 22: | 自由点抖音城市层级分析..... | 13 |
| 图表 23: | 2018-2021 年天猫平台卫生巾品牌排名..... | 13 |
| 图表 24: | 22Q1 起自由点在天猫平台排名稳步提升..... | 13 |
| 图表 25: | 15-20 年间, 抓住 KA 扩张、电商发展机遇助力中顺洁柔快速成长..... | 14 |
| 图表 26: | 15-20 年洁柔 ROE 处于提升趋势..... | 14 |
| 图表 27: | 15-20 年洁柔资产周转率处于提升趋势..... | 14 |
| 图表 28: | 线下川渝地区占比稳步下行, 其他地区占比提升..... | 15 |
| 图表 29: | 公司继续深耕外围优势地区&加速扩展市场, 外围地区保持强力增速..... | 15 |
| 图表 30: | 女性卫生巾品牌格局变化..... | 15 |
| 图表 31: | 促销费率三大细分项目拆分..... | 16 |
| 图表 32: | 外围省份的毛利率变化趋势是关键..... | 16 |
| 图表 33: | 品牌扩张期, 营销费用 (广宣费为主) 和薪酬是费用的主要增加来源..... | 17 |
| 图表 34: | 恒安卫生巾 (分部) 费用率较百亚低 5-10pct..... | 17 |
| 图表 35: | 东鹏饮料分区域销售占比..... | 18 |
| 图表 36: | 2019 年以来, 销售费用率、广宣费用率投放缓和..... | 18 |
| 图表 37: | 2019 年起, 山西汾酒省外收入占比超过 50%..... | 18 |
| 图表 38: | 伴随省外收入占比超 50%, 20 年起汾酒销售费用率/广宣费用率现拐点..... | 18 |
| 图表 39: | 可比公司估值 (PE-TTM) 对比..... | 19 |



1 ROE 视角：毛销差走阔+周转效率优化，构建 ROE 改善来源

尽管个护行业竞争激烈，近年来以百亚为代表的具备成长性、产品具备优质质价比的品牌型公司，ROE 受益于净利率的提升，亦来自于高运营效率带动的高周转率。百亚股份近年来受电商业务快速扩张影响 ROE (23 年 17.9%) 环比有所回落，但仍高于登康 (14.5%)、润本 (17.1%)、恒安国际 (14%) 等可比公司，且我们判断，伴随后续产品结构持续优化 & 品牌粘性增强带动复购率提升、前置渠道费用规模化摊销费率降低，从中期角度来看，ROE 可预期具备向上改善的趋势。由杜邦分析拆分来看，

1) 毛销差仍有扩大空间：女性卫生用品是具备品牌粘性的大众消费品类，且在材质、成分方面具备持续改善升级空间，公司逐步具备爆品到大单品系列的构建形成、以及后期产品矩阵的形成，产品结构升级、升级类中高端产品占比提升有望带动盈利能力提升。

2) 中期来看，营销效率改善和固定前置费用率摊销将带来盈利空间改善：我们观察到，相较于一般网红卫生巾品牌，公司线下 KA、经销商等的渠道开拓和渠道管理经验更为充足，相较于传统依赖线下渠道的卫生巾品牌，公司的线上拉新、应变迭代速度更快、投入也更为坚决。对于的判断费用率，线上抓住内容电商为代表的高效率渠道进行高效应对，短期线上广宣费用以及投流费用、线下外围区域开拓前置费用增多，中期角度，对于广宣等品牌建设投入和线下投入费用，前期受线下在空白网点区域扩张刚性费用支出影响，费用比例较高，部分促销和进场费用受会计准则调整影响，冲减了收入，导致外围毛利率阶段性偏低，后期伴随线下模式跑通，广宣、人员等刚性费用在规模效应下分摊降低，固定费用增速会逐步弱于收入增速，相关固定费用率有望进入收缩通道。

3) 资产周转率：从应收账款周转率来看，公司对经销商渠道和 ODM 渠道客户主要采取“先款后货”的结算方式，对 KA 渠道客户授予一定信用期，而电商渠道则主要采用在电商平台开设直营店铺销售产品的方式，公司期末应收账款余额占各期营业收入的比例较小，因此，公司应收账款周转率整体较高。

图表1：2023 年可比公司杜邦分析

| | ROE | = | 销售净利率 | × | 总资产周转率 | × | 权益乘数 |
|------|-------|---|-------|---|--------|---|------|
| 百亚股份 | 17.9% | | 11.1% | | 1.19 | | 1.36 |
| 润本股份 | 17.1% | | 21.9% | | 0.73 | | 1.08 |
| 登康口腔 | 14.5% | | 10.3% | | 0.95 | | 1.48 |
| 豪悦护理 | 14.1% | | 15.9% | | 0.63 | | 1.41 |
| 恒安国际 | 14.0% | | 11.8% | | 0.58 | | 2.07 |
| 中顺洁柔 | 6.2% | | 3.4% | | 1.10 | | 1.68 |
| 维达国际 | 2.2% | | 1.3% | | 0.86 | | 1.97 |

| | 毛利率 | 研发费用率 | 管理费用率 | 销售费用率 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 百亚股份 | 50.3% | 2.5% | 3.4% | 31.2% |
| 润本股份 | 56.3% | 2.5% | 3.2% | 26.0% |
| 登康口腔 | 44.1% | 3.1% | 4.9% | 28.1% |
| 豪悦护理 | 26.9% | 3.8% | 2.4% | 5.0% |
| 恒安国际 | 33.7% | - | 6.4% | 14.9% |
| 中顺洁柔 | 33.2% | 2.7% | 4.4% | 22.5% |
| 维达国际 | 26.3% | - | 5.2% | 19.4% |

| | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 应付账款周转率 |
|------|---------|-------|---------|
| 百亚股份 | 12.8 | 6.1 | 5.1 |
| 润本股份 | 343.6 | 4.6 | 9.0 |
| 登康口腔 | 37.2 | 4.0 | 4.6 |
| 豪悦护理 | 17.8 | 6.9 | 5.2 |
| 恒安国际 | 8.7 | 3.5 | 5.56 |
| 中顺洁柔 | 7.7 | 4.0 | 7.1 |
| 维达国际 | 9.3 | 3.0 | 3.78 |

来源：公司公告，国金证券研究所

4) 分红：公司自上市以来一直保持较高的分红率。21/22/23 年公司分红率 73.8%/68.9%/99.1%，分红率的提升亦对近年其权益乘数的提升有所贡献。



图表2：2021~2023 可比公司股利支付率

| 简称 | 股利支付率 | | |
|------|-------|-------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 |
| 百亚股份 | 56.6% | 68.9% | 99.1% |
| 润本股份 | - | - | 30.4% |
| 登康口腔 | - | - | 79.2% |
| 豪悦护理 | 42.9% | 45.7% | 60.0% |
| 恒安国际 | 59.3% | 82.7% | 57.0% |
| 中顺洁柔 | 22.1% | 23.2% | 23.6% |
| 维达国际 | 36.7% | 68.2% | 47.5% |

来源：公司公告，国金证券研究所

2 产品力：打造差异化大单品，“大健康”系列为支点带动量利齐升

2.1 卫生巾行业：产品力升级点 VS 头部品牌的产品策略？

复盘卫生用品的产品力演绎规律，女性卫生用品的产品力一方面围绕多场景进行产品外观形态迭代升级，例如近年来推出的苏菲经期裤、早安裤等产品；另一方面则围绕舒适度/健康功效进行面料材质及表面处理的改善型创新升级，近年来头部卫生巾品牌多以此为支点进行差异化大单品系列的推出，以提升片单价，例如护舒宝的液体卫生巾采用 FlexFoam 材质，片单价在 1.5 元+，仍位居畅销型片型卫生巾单价最高位保持产品领先地位。金佰利旗下高洁丝围绕“进口棉”布局高端奢宠海岛棉（高端，单片价格约为 1.5 元）、奢爽进口棉系列（中高端，单片价格为 1-1.2 元），百亚股份旗下自由点近年来围绕大健康系列，相继推出敏感肌、益生菌系列。

图表3：头部卫生巾品牌主打单品系列对比总结

| 品牌名称 | 护舒宝 | 苏菲 | 高洁丝 | 自由点 | ABC | 七度空间 | 乐而雅 |
|-------------------------|--------------------------------|----------------|---------------|-------------------------|-----------------|----------|-------|
| 主打卖点 | 液体卫生巾 反锁海量&极薄 | 原棉材质 分离无感设计 | 进口海岛棉 乳霜因子 | 益生菌 LA88-女性友好专 利菌 | KMS健康配方 清凉舒爽 | 纯棉、干爽、透气 | 轻薄、瞬吸 |
| 系列名称 | 液体卫生巾： 经典款、敏感肌款、净味款 、纯棉款 | 裸感S贵族棉 | 奢宠（海岛棉） | 益生菌系列 | KMS系列 | 少女系列 | 零触感 |
| 产品图片 | | | | | | | |
| 单片定价区间 (日用, 元/ 片) | 1.6 | 1.5~1.6 | 1.5 | 1.2~1.4 | 0.75 | 0.75 | 1~1.1 |

来源：天猫，国金证券研究所；注：各系列售价统计时间节点为 2024 年 7 月

大单品系列支撑卫生巾品牌升级和贡献核心利润，护舒宝旗下液体卫生巾系列是典型标杆。我们认为大单品战略是在产品同质化竞争和流量红利处于下行周期背景下，助力品牌穿越周期的有力策略。大单品一方面可以帮助公司在研发/营销资源投入方面更聚焦，另外一方面也在帮助建立或维护品牌势能，提升消费者粘性，延伸产品生命周期，带动高复购，持续贡献收入和利润。

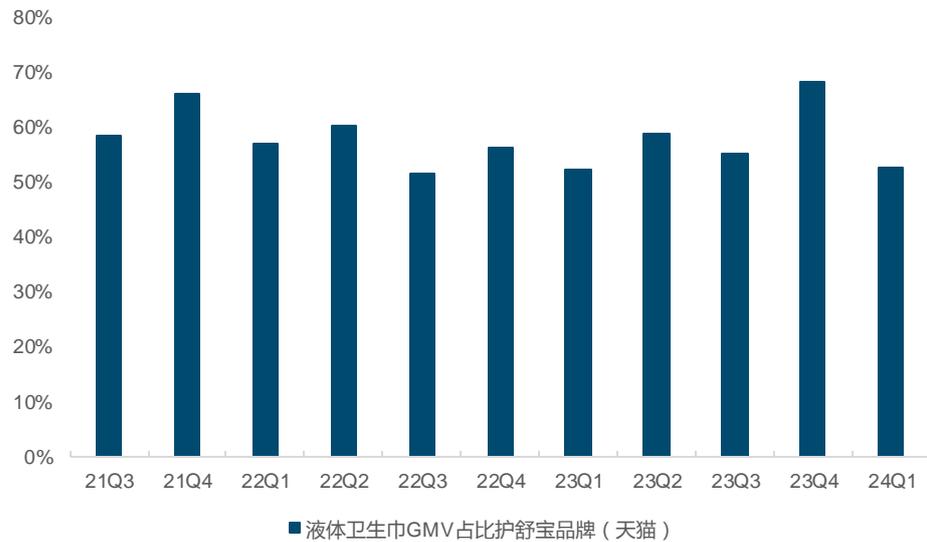
1) 护舒宝的液体卫生巾是大单品策略的成功案例，液体卫生巾自 2016 年推出以来，借助电商化趋势集中资源投放推广、基于材料创新化 (Flex Foam) 带来的产品力领先，贡献护舒宝近年来的主要收入来源。根据久谦数据，21 年以来液体系列在主流电商平台占护舒宝品牌 GMV 比例在 50%~60%之间，日用款片单价在 1.6 元+，凭借强产品力长期以来一直领先行业。

2) 除护舒宝以外，金佰利旗下高洁丝和百亚旗下自由点近年来通过不断推出新系列的形



式，将产品进行改善型创新，以推爆品的形式，带动阶段性的高增长放量，亦带动片单价的持续提升。

图表4：液体卫生巾 GMV 占比护舒宝品牌稳定在 50%~60%之间



来源：久谦，国金证券研究所整理

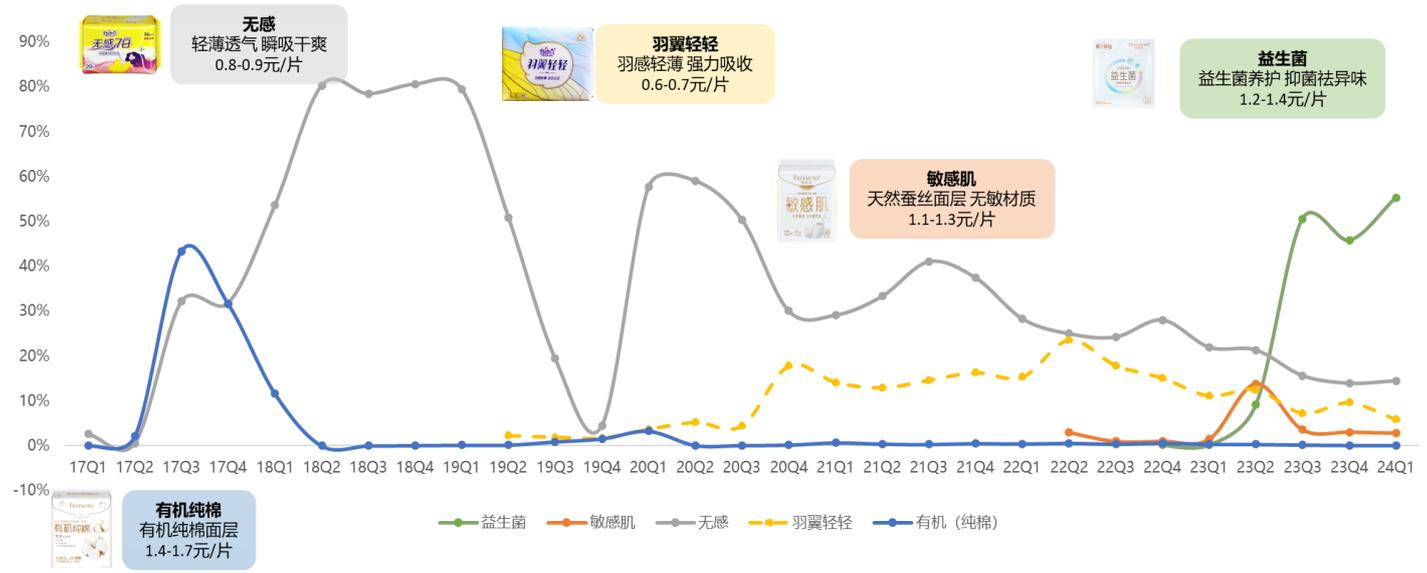
2.2 百亚旗下“益生菌”系列成为爆品的产品力要素？

差异化成分添加，为产品创新提供突破口。我们复盘近年来公司的主流产品线推出历程：一开始是传统主销系列，包括无感七日和羽翼轻轻，无感七日系列日用单片价格在 0.8-0.9 元，羽翼轻轻系列日用单片价格在 0.6-0.7 元/片，目标人群是学生和三线及以下女生群体，产品定位更偏高性价比。2022Q2-Q3 起基于市场消费者需求洞察，重点推出敏感肌系列，包材形象进行升级焕新（白色为基底+黄色线条，更为大气）确立年轻又不失轻奢感的品牌形象，价格带在 1.1-1.3 元/片，同期聘请虞书欣作为品牌代言人，配合线上抖音开始进行投放。23 年推出益生菌系列，价格在 1.2-1.4 元/片，该系列产品份额呈现快速增长趋势。

24 年 5 月公司新推出益生菌升级 Pro 系列，通过添加专利女性益生菌 LA88+N13+益生元成分，能够有效提升益生菌群的丰富度（平均提升 55%）和健康度（平均提升 82%），表层添加天然蚕丝提升亲肤度，我们认为这背后抓住了消费者针对私密健康更高要求的潜在痛点需求。从定价来看，根据抖音官方自由点旗舰店，第一代益生菌系列定价在 1.2 元/片左右，整体仍在性价比价格带区间；新推出益生菌 PRO+ 日用单片 1.3~1.5 元，较之前益生菌系列单位价格涨幅在双位数。



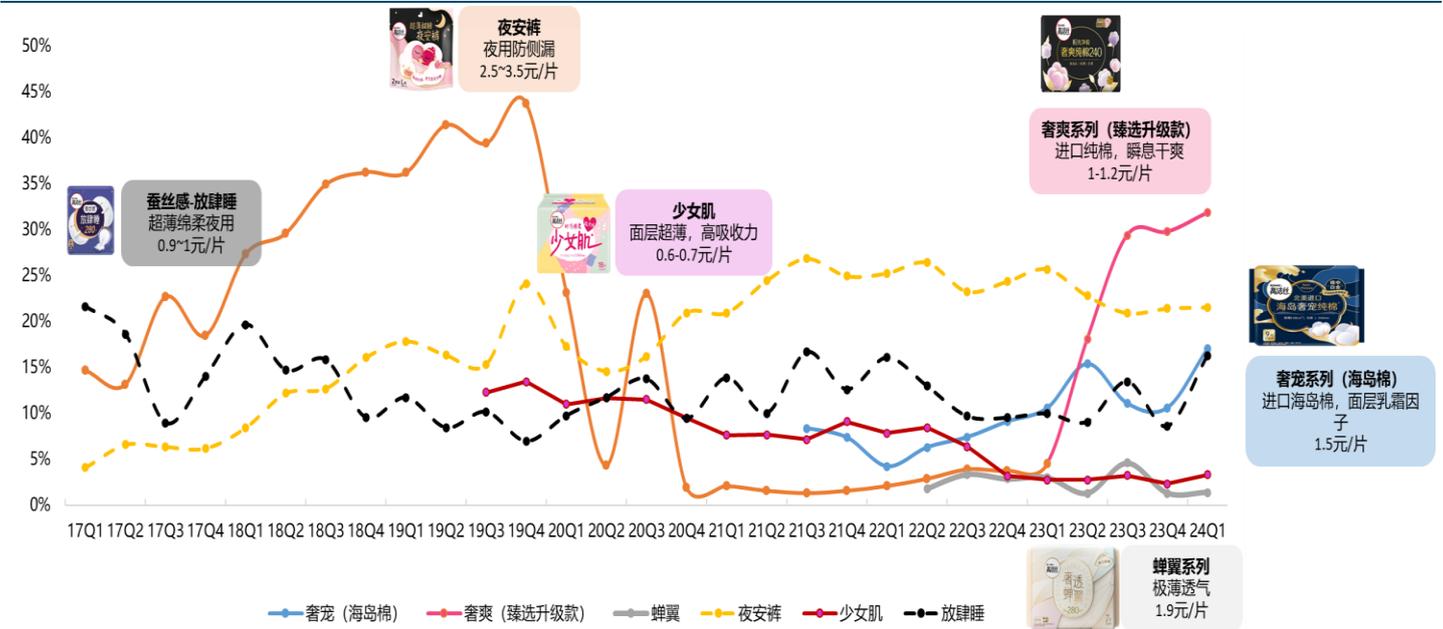
图表5: 自由点在主线上平台(猫+东+抖)产品力逐步实现升级



来源: 久谦, 国金证券研究所

高洁丝大单品战略复盘: 积极抓住品类升级趋势推出夜安裤、近年来立足面层升级, 推出宠奢进口海岛棉。公司早期的片型大单品系列性价款为主, 主要为放肆睡系列和臻选(奢爽升级前身), 放肆睡售价 0.9-1 元/片; 伴随裤型卫生巾的崛起, 公司积极打出细分系列“夜安裤”, 售价 2.5-3.5 元/片, 有力抢占细分品类成长红利; 臻选自 2020 年后初现老化迹象, 2023 年公司对其进行升级, 推出奢爽系列售价 1-1.2 元/片, 升级后该系列结合宠奢系列以组合装的形式进行售卖份额快速提升。在高端布局方面, 2021 年高洁丝推出的宠奢海岛棉系列售价 1.5 元/片, 2022 年推出蝉翼系列售价 1.9 元/片。

图表6: 金佰利旗下高洁丝凭借海岛棉、夜安裤实现价格带升级



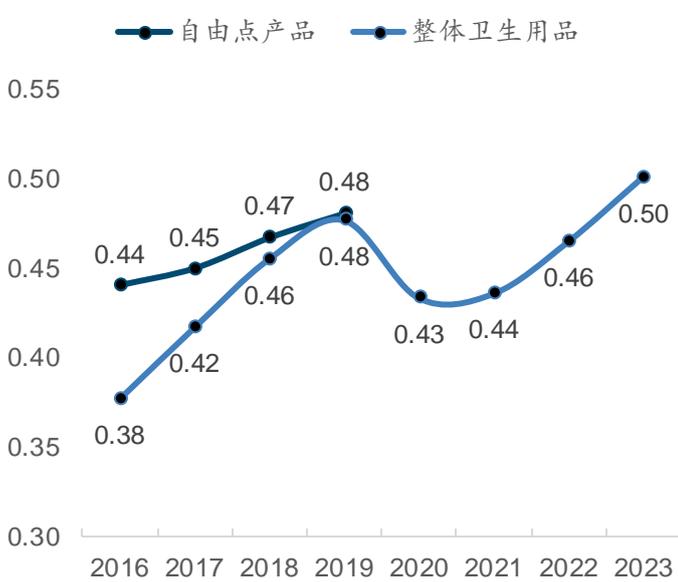
来源: 久谦, 天猫, 国金证券研究所

益生菌系列为基础持续升级, 支撑片单价加速成长、毛利率积极向上提振。公司卫生用品出厂片单价从 20 年的 0.43 元增长至 2023 年的 0.50 元, CAGR 达到 4.9%, 且受益于大健康系列爆发&直营电商占比提升, 22/23 年片单价增速+6.6%/+7.8%, 呈加快趋势。2023 年自由点收入 18.9 亿元, 大健康中高端系列收入增速更快, 2023 年全年占卫生巾比重为 26.2%, 单 4Q 占比达到 30%。盈利表现较优的大健康等中高端系列的推广对于整体毛利率亦有助推作用, 公司以整体毛利率从 22 年的 45.1%提升至 24Q1 的 54.4%。23/24Q1 自由



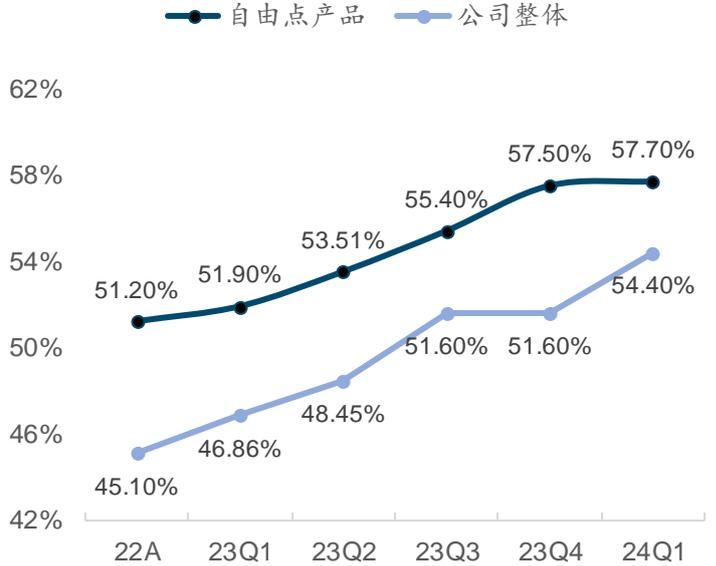
点产品毛利率为 54.8%/57.7%，同比+3.6/+5.8pct。益生菌大单品策略在大促期间具备放大效应，量价齐升效应更加显著。

图表7：公司自由点品牌产品结构升级推动整体均价（元/片）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：产品升级&电商直营占比提升助力自由点毛利率稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 从产品角度如何分析后续成长空间？

1) 产品视角：从爆品走向大单品需要产品力的持续迭代。

从单品形成机制或路径来看，企业若持续推出具备强消费者洞察能力的产品系列，需要高效的组织沟通和决策机制，从终端营销/市场端到产品和研发端。我们认为公司当前大健康系列具备成为中长期成为大单品系列的潜力，旗下“益生菌系列”当前已成功打造为流量“爆品”，后续细分系列产品若能实现有序迭代（例如益生菌 PRO 系列实现较好的产品放量延续），逐步形成消费者粘性和较高复购，后续营销效率有望提升，推动毛销差的走阔。

图表9：大健康“益生菌”研发及学术论证体系

10大 三甲医院、妇科专家团、皮肤科专家团

联合倡议 平衡私处微生态

自由点益生菌卫生巾产品本身而言其天生质感与对大健康的追求也塑造了其独一无二的闪光点

特别添加女性友好专利菌 LA88 平衡私处微生态

这是自由点联合益生菌头部团队Weclac 数名专家教授亲研的LA88专利益生菌 能有效改善阴道环境

自由点女性私处微生态 联合研究中心真人实测

3个月真人实测 使用后对照试验

私处有益菌丰度 平均提升55%

私处菌群健康度 平均提升82%

来源：自由点公众号，小红书，国金证券研究所

图表10：公司毛销差变动



来源：公司公告，国金证券研究所

参考海外产品升级思路，1) 技术创新作为品牌卖点：如 CareFree 是美国唯一一家使用



VEOCEL 干燥纤维技术的卫生巾品牌；2) 针对多元化客户需求进行产品升级：如 Poise 的防漏尿设计主要针对产后漏尿和过度肥胖漏尿的受众，Organyc 主要针对追求生活品质、热心环保的高知人群。

图表11: 海外头部卫生巾品牌产品力创新方向

| 品牌名称 | CareFree | Poise | Whisper | Always |
|------------|-----------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 主打卖点 | 舒适透气，超柔软表面 | 经期防漏尿，干爽、舒适、去异味三合一 | 超长卫生巾，比普通卫生巾加长40%左右 | 超轻超薄，大吸力，零触感，贴合身体曲线 |
| 创新点 | 材料：VEOCEL™ 干燥纤维 | 设计：防漏尿设计 | 设计：加长设计 | 技术：首创液体卫生巾技术 |
| 产品图片 | | | | |
| 单片定价区间(美元) | 0.3 | 0.4-0.6 | 0.4 | 0.2-0.3 |
| 品牌名称 | Sofy | Natracare | Rael | Organyc |
| 卖点 | 抑菌祛异味，夜用防侧漏 | 无塑料添加，有机棉材质，柔软舒适 | 有机棉表层，舒适防侧漏，包装设计感 | 认证有机纯棉，环保材料，低过敏性 |
| 创新点 | 设计：抑菌工艺，防侧漏设计 | 材料：防漏层用植物淀粉代替PE塑料膜 | 设计：加宽设计，防侧漏边缘 | 材料：生物降解材料 |
| 产品图片 | | | | |
| 单片定价区间(美元) | 0.2-0.3 | 0.5 | 0.6-0.8 | 0.5 |

来源：各公司官网，国金证券研究所

2) 品类开拓角度：裤型卫生巾的开拓，向穿脱更易方向发展。根据蝉妈妈分析，目前裤型卫生巾的发展呈现三种趋势：1) 极致性价比。产品规格提升，单条价格不断压低。2) 宣传点转变。360°防侧漏不再是安心裤的主要宣传点，材质和设计成为品牌方更愿意宣的方面。3) 夜用转向日用。苏菲的新品【早安裤】创新设计，瞄准白天消费者外出时间长且安心裤穿脱不易的痛点，将传统设计改为魔术贴设计，更方便隔着衣物进行穿脱。虽然单条价格较高，但市场反响良好。

图表12: 24年1-5月抖音电商裤型卫生巾行业TOP15产品分析

| 排名 | 品牌名称 | 规格 | 单条价格 | 主要宣传点 |
|----|-----------|-----------|------|-----------------|
| 1 | 臻爱朵朵 | ¥19.9/30条 | ¥0.7 | 敏感肌适用 |
| 2 | 五月私语 | ¥9.9/10条 | ¥1.0 | 医护级认证 |
| 3 | babysheep | ¥9.9/6条 | ¥1.7 | 进口SAPSD芯体、真蚕丝面层 |
| 4 | 子初 | ¥9.9/6条 | ¥1.7 | 蚕丝材质 |
| 5 | 朵唯 | ¥19.9/34条 | ¥0.6 | 蚕丝触感 |
| 6 | 苏菲 | ¥61.6/22条 | ¥2.8 | 裤身0皮筋 |
| 7 | MEMEIE | ¥19.9/30条 | ¥0.7 | 夏季超薄清凉 |
| 8 | 棉小宛 | ¥9.9/15条 | ¥0.7 | 超薄棉柔 |
| 9 | 爱酷熊 | ¥29.9/30条 | ¥1.0 | 双重防侧漏 |
| 10 | 五月私语 | ¥63.9/60条 | ¥1.1 | 医护级认证 |
| 11 | 薇月 | ¥9.9/10条 | ¥1.0 | 360°贴身防漏 |
| 12 | 苏菲(早安裤) | ¥89.9/22条 | ¥4.1 | 白天穿的魔术贴设计 |
| 13 | 漫心棉棉 | ¥12.9/20条 | ¥0.6 | 蚕丝材质 |
| 14 | 苏菲 | ¥99.9/40条 | ¥2.5 | 裤身0皮筋 |
| 15 | 七度空间 | ¥38.9/15条 | ¥2.6 | 超薄 |

趋势1: 极致的性价比

- 产品以大规格为主，10条体验装，30条囤货装最受欢迎
- 单条价格向1元以下卷，持续压低

趋势2: 宣传点转变

- 防漏不再是主要宣传点，材质、设计(超薄、0皮筋)等成为宣传重点
- 无纺布转向敏感肌适用的材质，如蚕丝

趋势3: 夜用 → 日用

- 由夜晚穿转向白天穿
- 白天穿的需求点: 时间较长，方便隔着衣服穿脱(苏菲魔术贴设计)

来源：蝉妈妈，国金证券研究所

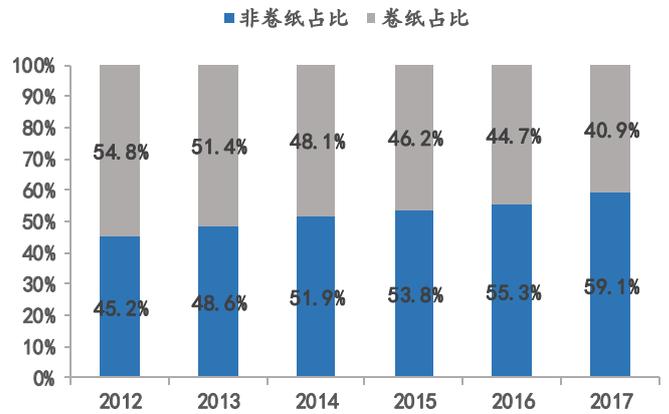
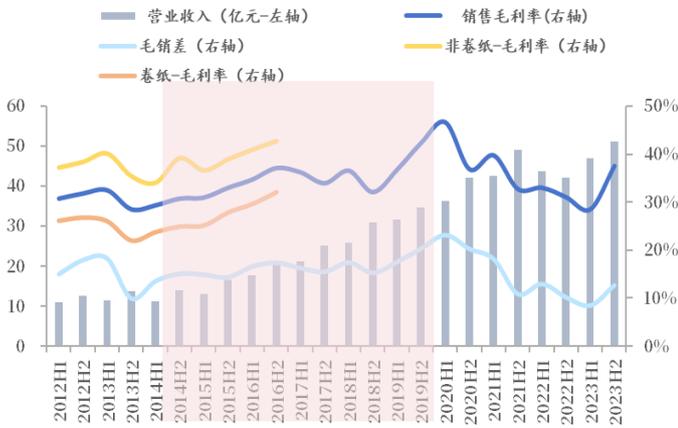
参考中顺洁柔全国化扩张进程，产品结构决定毛销差中枢，成本决定中期毛利率趋势。15-20年期间，中顺洁柔持续优化产品结构，提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比，加大了Face、Lotion和自然木等重点品的销售力度并制定出各大渠道的分销标准，提高各渠道的占有率，不断提升产品盈利水平。从消费属性角度，生活用纸产品同质性相对较高，且属于高频低价消费，一般浆价下行前期毛销差走阔，但21年以后，受扩产周期影响，纸浆下行后期竞争激烈毛销差收窄，卫生巾和其相比品牌粘性更强，且盈利中枢更高(参



考百亚、恒安、景兴健护公司卫生巾业务)。

图表13: 15-19年粉Face、非卷纸占比提升带动毛销差走阔

图表14: 洁柔卷纸和非卷纸占比变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3 渠道: 如何看线上/线下发展空间?

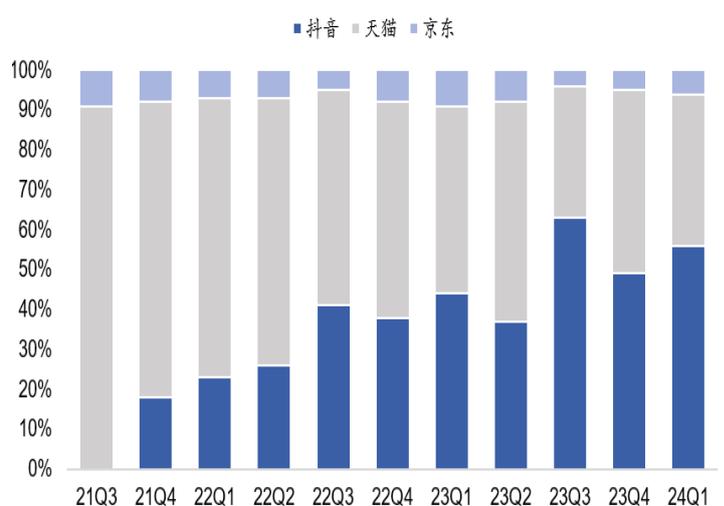
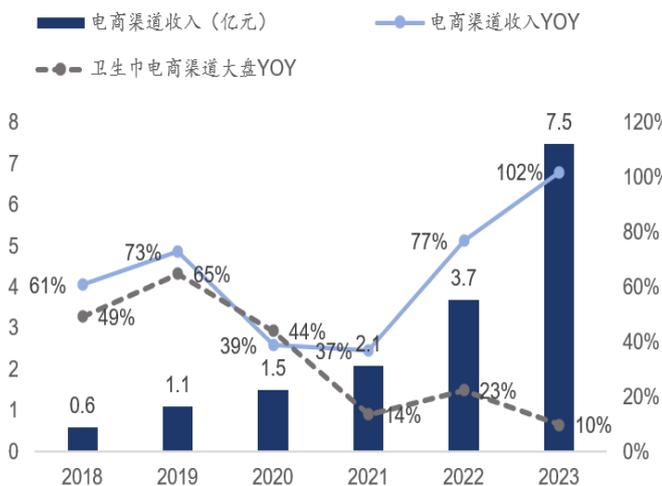
我们观察到,相较于一般网红卫生巾品牌,公司线下KA、经销商等的渠道开拓和渠道管理经验更为充足,相较于传统依赖线下渠道的卫生巾品牌,公司的线上拉新、组织应变迭代速度更快、投入也更为坚决,我们看好中期公司线上、线下的开拓成长。

3.1 电商: 把握渠道创新机遇,以抖音为支点进行外溢,优质运营力是关键

公司顺应渠道变迁趋势,抓住抖音红利,22年起在抖音加速发力,根据久谦,即使2023年电商大盘增速放缓至10%,公司2023年电商收入仍达到7.5亿元,同比+102%,这一趋势在2024Q1得以延续,电商渠道收入达到2.96亿元,同比+151%。根据24年618战报,自由点凭借益生菌大单品份额持续提升,618天猫/京东/抖音销额同比+120%/+290%/+230%,根据久谦,自由点自23Q3起一直在抖音平台排名首位,GMV占平台份额从21Q4的4%提升到24Q1的23%。抖音延续靓丽成长,传统猫东平台亦呈现快速增长趋势。

图表15: 电商渠道收入进入加速+线上大盘增速放缓

图表16: 抖音占比快速提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所

自由点在线上平台起势复盘: 渠道运营出色,趋势洞察敏锐,高举高打品牌势能提升

1. 抖音平台率先崛起,充分利用流量红利、依托兴趣电商机制捕捉潜在目标客户。抖音具有种草+销售双重属性,当前仍处于快速成长期,较天猫传统电商平台相比白牌占比高,



排名格局仍在动态变化中。

- 1) 主推品全面转型：从无感七日等性价比套组定位全面转型至中高端大健康系列，且以高客单的套装组合形式进行售卖。
- 2) 营销内容精准投放、投入持续度领先：合作短剧创作和多类型达人，实现品牌人群破圈渗透，例如3月前瞻性布局抖音达人短剧引流，营销高效触及潜在目标客户客群，叠加领先的自播矩阵，承接对应客群，形成转化的闭环。

图表17：自由点抖音平台热门视频内容合作类型多样



来源：抖音，国金证券研究所

- 3) 自播&精细化运营：借助品牌矩阵号自播进行闭环转化，整体费用投放可控，搭配具备感染力的卖场主播，以及各类创新、差异化买赠活动，在品牌从地方向全国的推广中，我们认为这种不断迭代的吸引新客方式较为高效和灵活，且能够保证投放效率。

图表18：抖音卫生巾大盘呈现分散化趋势

| | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |
|------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 1 | 苏菲 Sofy 22% | 七度空间 Spa7ce 21% | 七度空间 Spa7ce 15% | 七度空间 Spa7ce 17% | 七度空间 Spa7ce 16% | 七度空间 Spa7ce 18% | 七度空间 Spa7ce 11% | 自由点 Freemore 15% | 自由点 Freemore 15% | 自由点 Freemore 23% |
| 2 | 七度空间 Spa7ce 21% | 苏菲 Sofy 12% | 苏菲 Sofy 13% | 苏菲 Sofy 10% | 苏菲 Sofy 13% | 苏菲 Sofy 11% | 苏菲 Sofy 9% | 七度空间 Spa7ce 10% | 七度空间 Spa7ce 11% | 七度空间 Spa7ce 14% |
| 3 | 薇尔 Libresse 13% | 竹音有语 10% | 薇尔 Libresse 9% | 康佰利 Kangburley 8% | 自由点 Freemore 7% | 康佰利 Kangburley 7% | 白森林 White Forest 9% | 苏菲 Sofy 8% | 苏菲 Sofy 9% | 苏菲 Sofy 7% |
| 4 | 高洁丝 Kotex 6% | 护舒宝 Whisper 10% | 软风研究社 8% | 软风研究社 7% | 康佰利 Kangburley 7% | 自由点 Freemore 6% | 自由点 Freemore 7% | 薇尔 Libresse 6% | 白森林 White Forest 7% | 棉妮佳 6% |
| 5 | 竹音有语 5% | 薇尔 Libresse 6% | 自由点 Freemore 6% | 自由点 Freemore 7% | 护舒宝 Whisper 6% | 薇尔 Libresse 6% | 护舒宝 Whisper 6% | 白森林 White Forest 5% | 护舒宝 Whisper 5% | 护舒宝 Whisper 5% |
| 6 | ABC 5% | 自由点 Freemore 5% | 护舒宝 Whisper 6% | 护舒宝 Whisper 7% | 薇尔 Libresse 6% | 护舒宝 Whisper 6% | 康佰利 Kangburley 5% | 护舒宝 Whisper 5% | 护舒宝 Whisper 5% | 高洁丝 Kotex 5% |
| 7 | 自由点 Freemore 4% | 星佰茜 Sinmaxx 4% | 白森林 White Forest 5% | 薇尔 Libresse 5% | 高洁丝 Kotex 5% | 高洁丝 Kotex 4% | 高洁丝 Kotex 5% | 棉妮佳 5% | 植护 4% | 海海帆棉 4% |
| 8 | 软风研究社 3% | 白森林 White Forest 3% | 康佰利 Kangburley 4% | 高洁丝 Kotex 4% | 软风研究社 3% | 白森林 White Forest 3% | 软风研究社 5% | 植护 4% | 高洁丝 Kotex 4% | 白森林 White Forest 4% |
| 9 | 洁婷 Ladycare 3% | 软风研究社 3% | 洁婷 Ladycare 3% | 乐而雅 Laurier 3% | 洁婷 Ladycare 3% | 海海帆棉 3% | 高洁丝 Kotex 4% | 舒莱 4% | 海海帆棉 4% | 植护 3% |
| 10 | 白森林 White Fore 2% | ABC 2% | 竹音有语 3% | 白森林 White Forest 3% | 海海帆棉 3% | 贵妃爱 3% | 棉妮佳 3% | 软风研究社 4% | 薇尔 Libresse 3% | 薇尔 Libresse 3% |
| CR5 | 67% | 59% | 51% | 50% | 49% | 48% | 43% | 43% | 47% | 56% |
| CR10 | 84% | 76% | 71% | 71% | 69% | 66% | 66% | 64% | 67% | 75% |

来源：久谦，国金证券研究所



图表19: 24年1-5月抖音电商卫生巾行业TOP品牌TOP日夜组合产品

| | | | |
|---|--|---|--|
| 自由点 19包125片 日用50片 + 夜用25片 + 超长夜用8片 + 护垫40片 + 安睡裤2条 赠品: 行李箱/健身包/双肩包/收纳箱/帆布包 | | 淘淘氧棉 18包144片 日用90片 + 夜用22片 + 超长夜用12片 + 护垫20片 赠品: 露营箱/行李箱/小熊箱 | |
| 七度空间 14包112片 日用40片 + 夜用30片 + 超长夜用24片 + 护垫18片 赠品: 无 | | 棉妮佳 10包68片 日用40片 + 夜用18片 + 超长夜用10片 赠品: 无 | |
| 苏菲 9包120片 日用40片 + 夜用22片 + 超长夜用10片 + 护垫48片 赠品: 帆布包 | | 白森林 12包106片 日用48片 + 夜用18片 + 超长夜用10片 + 护垫30片 赠品: 76片卫生湿巾 | |
| 高洁丝 30包234片 日用64片 + 夜用56片 + 超长夜用24片 + 护垫40片 + 安睡裤6条 赠品: 行李箱 | | 植护 10包98片 日用40片 + 夜用28片 + 护垫30片 赠品: 无 | |

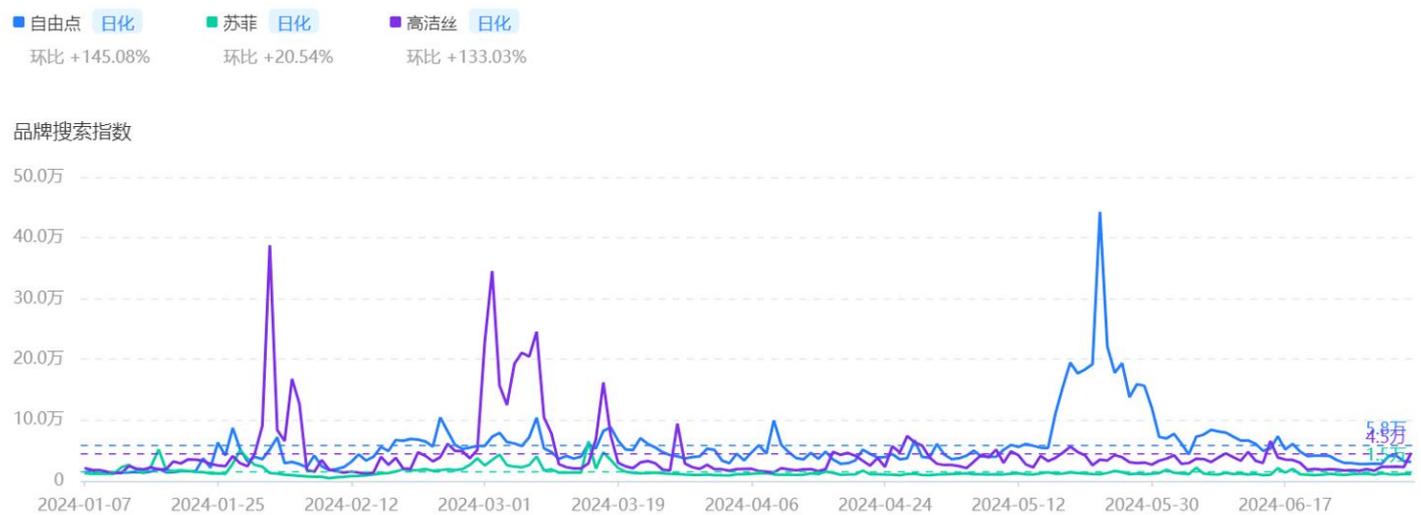
来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

2. 天猫平台流量外溢: 与近年来其他借助抖音崛起的新兴消费品不同, 我们认为公司不仅在线上抖音平台进行承接闭环, 更将品牌势能外溢到天猫/京东平台, 以及线下多区域辐射进行充分破圈。这种格局也支持公司在线上的品牌投入更加坚定和具备持续性。

从抖音和天猫品牌重合度来看, 2024Q1 卫生巾品牌前十名中, 两个平台重合的品牌有 6 个: 自由点、护舒宝、苏菲、高洁丝、七度空间、淘淘氧棉。除自由点和淘淘氧棉外, 其他品牌均已实现全国化布局。

在天猫平台上, 公司品牌所占份额逐季上升。从 23Q3 的 5.7% 到 23Q4 的 6.4%, 再到 24Q1 的 10.2%, 排名也从第 6 跃至第 3。公司在天猫平台上主要通过旗舰店、自营店和品牌专营店进行销售, 通过定期参与天猫的大型促销活动如双 11、618 等, 以折扣、满减和赠品等形式吸引消费者, 同时提供多种规格和类型的产品组合, 满足不同消费者的需求。公司还注重用户评价, 通过良好的售后服务提升用户体验和满意度。在天猫平台上, 公司面临的主要竞争对手有护舒宝、高洁丝、苏菲、乐而雅和七度空间等。这些品牌通过强大的品牌影响力、大规模促销和广告投放占据了较大的市场份额。

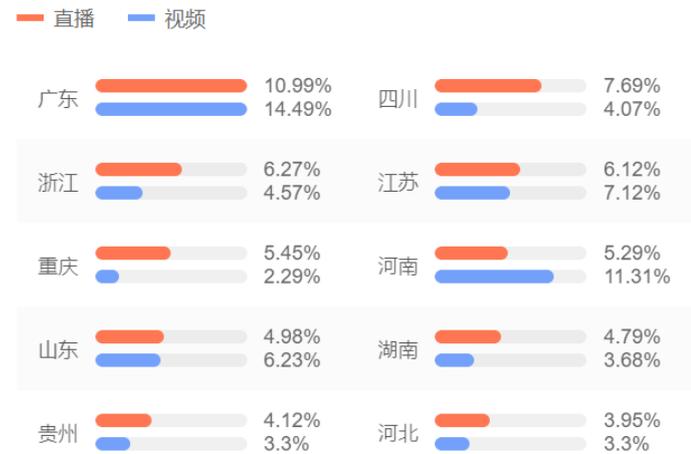
图表20: 自由点在抖音平台搜索指数保持领先



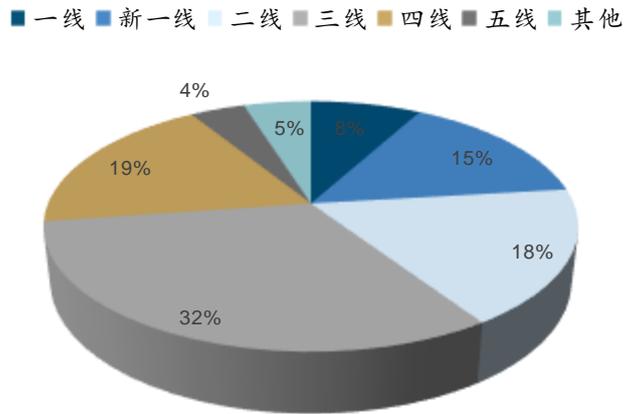
来源: 巨量算数, 国金证券研究所



图表21: 自由点直播/视频地域分布



图表22: 自由点抖音城市层级分析



来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所; 时间区间: 2024/6/8-2024/7/8

来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所; 时间区间: 2024/6/8-2024/7/8

图表23: 2018-2021年天猫平台卫生巾品牌排名

| | 2018H2 | 2019H1 | 2019H2 | 2020H1 | 2020H2 | 2021H1 | 2021H2 |
|------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 护舒宝 Whisper 21% | 护舒宝 Whisper 21% | 护舒宝 Whisper 24% | 护舒宝 Whisper 21% | 护舒宝 Whisper 24% | 护舒宝 Whisper 24% | 护舒宝 Whisper 27% |
| 2 | 苏菲 Sofy 17% | 苏菲 Sofy 16% | 苏菲 Sofy 16% | 苏菲 Sofy 17% | 苏菲 Sofy 17% | 苏菲 Sofy 18% | 苏菲 Sofy 15% |
| 3 | 七度空间 Spa7ce 13% | 七度空间 Spa7ce 13% | 七度空间 Spa7ce 12% | 七度空间 Spa7ce 9% | 高洁丝 Kotex 10% | 高洁丝 Kotex 11% | 高洁丝 Kotex 14% |
| 4 | 高洁丝 Kotex 9% | 高洁丝 Kotex 7% | 高洁丝 Kotex 8% | 高洁丝 Kotex 9% | 乐而雅 Laurier 8% | 乐而雅 Laurier 10% | 乐而雅 Laurier 9% |
| 5 | ABC 6% | 洁婷 Ladycare 6% | 乐而雅 Laurier 7% | 乐而雅 Laurier 8% | 七度空间 Spa7ce 8% | 七度空间 Spa7ce 8% | 七度空间 Spa7ce 7% |
| 6 | 乐而雅 Laurier 5% | 乐而雅 Laurier 6% | ABC 5% | 自由点 Freemore 5% | ABC 5% | 全棉时代 Purcotton 4% | 洁婷 Ladycare 4% |
| 7 | 洁婷 Ladycare 5% | ABC 5% | 自由点 Freemore 4% | ABC 4% | 全棉时代 Purcotton 4% | ABC 4% | 全棉时代 Purcotton 4% |
| 8 | 自由点 Freemore 3% | 自由点 Freemore 4% | 洁婷 Ladycare 3% | 洁婷 Ladycare 4% | 洁婷 Ladycare 3% | 洁婷 Ladycare 4% | ABC 4% |
| 9 | 飞 Free 2% | 怡丽 Elis 3% | 怡丽 Elis 2% | 薇尔 Libresse 3% | 自由点 Freemore 3% | 自由点 Freemore 2% | 自由点 Freemore 2% |
| 10 | 怡丽 Elis 2% | 棉密码 M.password 3% | 飞 Free 2% | 全棉时代 Purcotton 2% | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 2% |
| CR5 | 66% | 63% | 67% | 64% | 67% | 71% | 73% |
| CR10 | 84% | 83% | 84% | 82% | 84% | 86% | 88% |

来源: 久谦, 国金证券研究所

图表24: 22Q1起自由点在天猫平台排名稳步提升

| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |
|------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 护舒宝 Whisper 24% | 护舒宝 Whisper 25% | 护舒宝 Whisper 19% | 护舒宝 Whisper 27% | 护舒宝 Whisper 19% | 护舒宝 Whisper 24% | 护舒宝 Whisper 17% | 护舒宝 Whisper 26% | 护舒宝 Whisper 15% |
| 2 | 苏菲 Sofy 15% | 苏菲 Sofy 15% | 高洁丝 Kotex 16% | 苏菲 Sofy 16% | 高洁丝 Kotex 16% | 高洁丝 Kotex 14% | 高洁丝 Kotex 13% | 苏菲 Sofy 12% | 高洁丝 Kotex 11% |
| 3 | 高洁丝 Kotex 13% | 高洁丝 Kotex 13% | 苏菲 Sofy 14% | 高洁丝 Kotex 13% | 苏菲 Sofy 13% | 苏菲 Sofy 13% | 苏菲 Sofy 13% | 高洁丝 Kotex 10% | 自由点 Freemore 10% |
| 4 | 乐而雅 Laurier 10% | 乐而雅 Laurier 8% | 乐而雅 Laurier 8% | 乐而雅 Laurier 9% | 乐而雅 Laurier 9% | 乐而雅 Laurier 8% | 七度空间 Spa7ce 7% | 自由点 Freemore 6% | 苏菲 Sofy 9% |
| 5 | 七度空间 Spa7ce 8% | 七度空间 Spa7ce 7% | 七度空间 Spa7ce 7% | 七度空间 Spa7ce 7% | 七度空间 Spa7ce 8% | 七度空间 Spa7ce 6% | 乐而雅 Laurier 7% | 七度空间 Spa7ce 6% | 七度空间 Spa7ce 9% |
| 6 | 洁婷 Ladycare 5% | 洁婷 Ladycare 5% | 全棉时代 Purcotton 5% | 全棉时代 Purcotton 4% | 全棉时代 Purcotton 5% | 洁婷 Ladycare 6% | 自由点 Freemore 6% | 乐而雅 Laurier 6% | 乐而雅 Laurier 7% |
| 7 | 全棉时代 Purcotton 4% | 全棉时代 Purcotton 5% | 洁婷 Ladycare 4% | 洁婷 Ladycare 3% | 自由点 Freemore 4% | 自由点 Freemore 4% | 薇尔 Libresse 5% | 薇尔 Libresse 5% | 海藻真棉 4% |
| 8 | ABC 3% | 自由点 Freemore 3% | 自由点 Freemore 4% | 自由点 Freemore 3% | 洁婷 Ladycare 3% | 全棉时代 Purcotton 4% | 全棉时代 Purcotton 4% | 她研社 Herlab 4% | 她研社 Herlab 4% |
| 9 | 自由点 Freemore 3% | ABC 3% | ABC 3% | ABC 2% | ABC 3% | 薇尔 Libresse 3% | 洁婷 Ladycare 3% | 洁婷 Ladycare 4% | 全棉时代 Purcotton 4% |
| 10 | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 2% | 薇尔 Libresse 3% | ABC 2% | 舒莱 3% | 全棉时代 Purcotton 3% | 洁婷 Ladycare 3% |
| CR5 | 70% | 69% | 64% | 72% | 66% | 65% | 57% | 60% | 54% |
| CR10 | 86% | 86% | 83% | 86% | 83% | 85% | 78% | 81% | 77% |

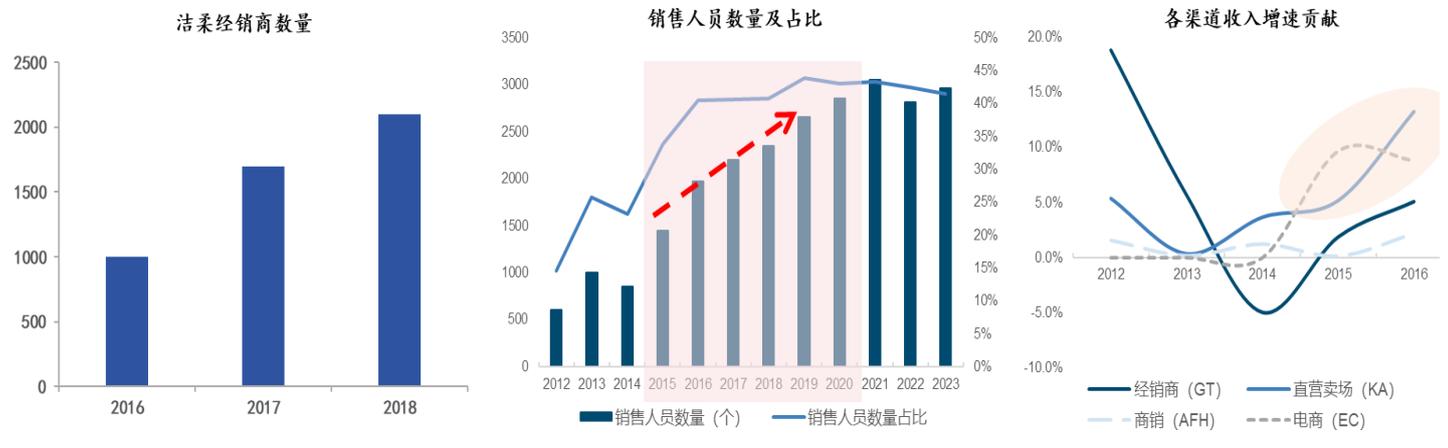
来源: 久谦, 国金证券研究所

电商渠道的投入不仅仅意味着只是费用的投入倾斜, 还需要决策效率的提升, 背后需要高效的组织架构, 公司电商组织更加扁平化, 每个平台有专门渠道负责人, 有助于电商决策提效和提速, 品牌内容部门和渠道端融合度在加强, 组织和团队能力匹配、策略不断迭代



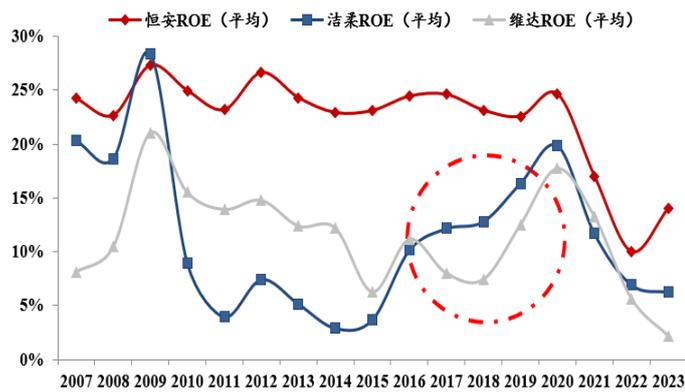
升级。

图表25: 15-20 年间, 抓住 KA 扩张、电商发展机遇助力中顺洁柔快速成长



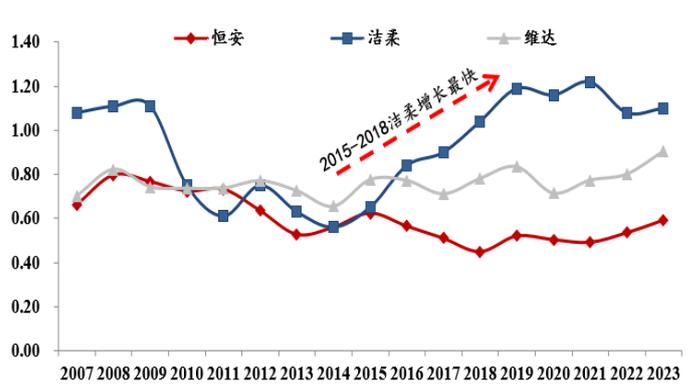
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 15-20 年洁柔 ROE 处于提升趋势



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表27: 15-20 年洁柔资产周转率处于提升趋势



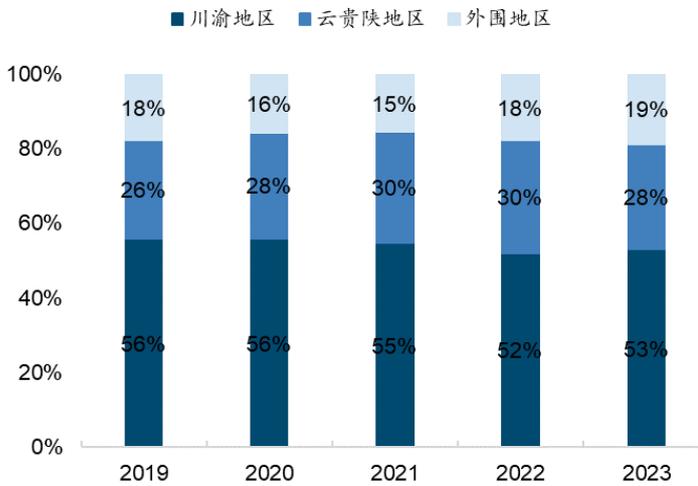
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3.2 线下开拓: 以点带面, 延续高增

外围开拓重点突击: 24 年公司重点发力广东、湖南、湖北、江苏四省, 力求突破性的发展。益生菌系列作为核心产品。在外围省份, 大健康系列产品的占比高于整体, 有望在线下有效承接线上品牌宣传带来的流量转化、形成有效动销; 在华东和华南等渠道结构较多多元化的区域中, 深化即时零售渠道、便利店系统等具备增长红利的新渠道, 绑定优质经销商利益提升铺货意愿, 强化终端精细化扶持提升终端转化。从扩张结果来看, 23Q4/24Q1 外围省份收入同比+61%/+52%, 23 外围省份收入占线下收入比例 19%。我们认为, 凭借灵活的管理机制、加大资源倾斜下, 外省未来 2-3 年有望延续快速成长。

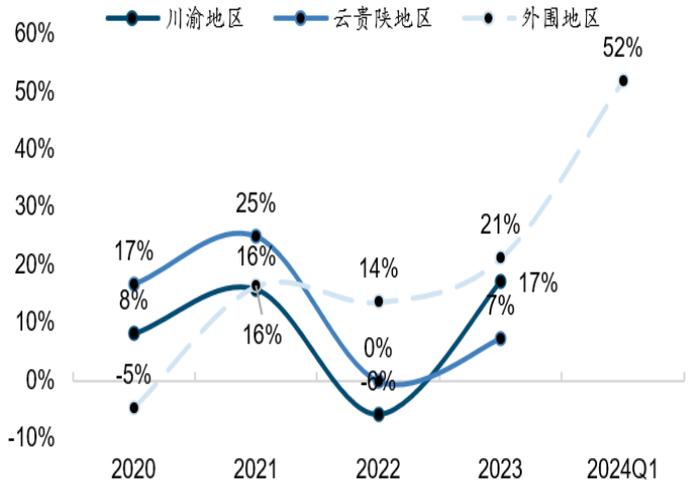


图表28: 线下川渝地区占比稳步下行, 其他地区占比提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表29: 公司继续深耕外围优势地区&加速扩展市场, 外围地区保持强力增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

成长空间: 行业份额仍有提升空间。根据欧睿, 23 年终端零售规模 1021 亿元, 同比增长 3.06%, 18-23 年复合增速 2.68%。品牌格局角度: 以自由点(百亚)为代表的区域国产/线上品牌(洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉)产品力与外资品牌缩小差距, 渠道层借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力。根据欧睿, 百亚股份旗下自由点市场份额从 2018 年 1.0% 提升至 2023 年 2.1%。

图表30: 女性卫生巾品牌格局变化

| 排名 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|------------------|
| 1 | 七度空间(恒安) 11.1% | 苏菲(尤妮佳) 11.6% | 苏菲(尤妮佳) 12.4% | 苏菲(尤妮佳) 12.0% | 苏菲(尤妮佳) 10.5% | 苏菲(尤妮佳) 9.8% |
| 2 | 苏菲(尤妮佳) 10.5% | 七度空间(恒安) 10.7% | 七度空间(恒安) 10.2% | 七度空间(恒安) 9.1% | 七度空间(恒安) 9.0% | 七度空间(恒安) 8.9% |
| 3 | 护舒宝(宝洁) 5.2% | 护舒宝(宝洁) 5.7% | 护舒宝(宝洁) 5.7% | 护舒宝(宝洁) 5.6% | 护舒宝(宝洁) 5.2% | 护舒宝(宝洁) 4.9% |
| 4 | ABC(景兴) 3.1% | 高洁丝(金伯利) 3.4% | 高洁丝(金伯利) 3.6% | 高洁丝(金伯利) 3.7% | 高洁丝(金伯利) 3.9% | 高洁丝(金伯利) 4.0% |
| 5 | 高洁丝(金伯利) 3.0% | ABC(景兴) 3.3% | ABC(景兴) 3.2% | ABC(景兴) 3.3% | ABC(景兴) 3.1% | ABC(景兴) 2.8% |
| 6 | 乐而雅(花王) 2.1% | 乐而雅(花王) 2.3% | 乐而雅(花王) 2.3% | 乐而雅(花王) 2.3% | 乐而雅(花王) 2.1% | 自由点(百亚) 2.1% |
| 7 | 洁婷(丝宝) 1.2% | 自由点(百亚) 1.2% | 自由点(百亚) 1.3% | 自由点(百亚) 1.5% | 自由点(百亚) 1.7% | 乐而雅(花王) 2.0% |
| 8 | 自由点(百亚) 1.0% | 洁婷(丝宝) 1.2% | 洁婷(丝宝) 1.2% | 洁婷(丝宝) 1.3% | 洁婷(丝宝) 1.3% | 洁婷(丝宝) 1.3% |
| 9 | 洁伶(桂林洁伶) 0.8% | 洁伶(桂林洁伶) 0.9% | 洁伶(桂林洁伶) 0.9% | 洁伶(桂林洁伶) 0.9% | 洁伶(桂林洁伶) 0.8% | 洁伶(桂林洁伶) 0.7% |
| 10 | 好舒爽(恒利) 0.8% | 好舒爽(恒利) 0.7% | 好舒爽(恒利) 0.6% | 好舒爽(恒利) 0.6% | 奈丝公主(稳健医疗) 0.6% | 薇尔(爱生雅) 0.7% |

来源: 欧睿, 国金证券研究所

4 从中期角度来看, 后续盈利空间如何?

针对近年来受线上广宣费用和投流费用, 以及线下外围区域开拓前置费用增多的影响, 公司费用率有所提升, 盈利能力有所回落。我们认为, 对于广宣等品牌建设投入、线下投入费用, 前期受线下在空白网点区域扩张渠道补贴、一次性入场费等刚性费用支出的影响, 导致费用比例较高, 部分促销和进场费受会计准则调整冲减收入影响, 毛利率阶段性偏低, 后期伴随线下模式跑通, 广宣、人员等刚性费用在规模效应下分摊降低, 固定费用增速会逐步弱于收入增速, 相关固定费用率有望进入收缩通道, 线下毛利率亦有望提升, 盈利能



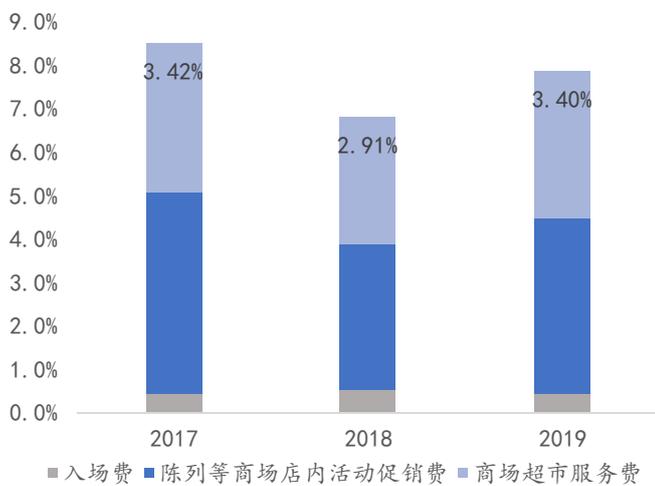
力有望带来非线性增长。

2) 对于线上费用投放空间来讲,我们认为中短期线上新兴内容平台抖音、小红书等仍具备流量红利,也是流量拉新/深化品牌建设/产品推新的重要平台,费用率仍会保持,伴随后续复购率、销售量级的进一步抬升,以及盈利能力相对较好的天猫&京东平台销额占比的提升,费用投放效率也有提升空间。结合公司对抖音货品进行结构调整,多样化套组+高毛主推品系列利润空间丰厚,在强运营体系支撑下,预计后续毛销差具备走阔的空间。

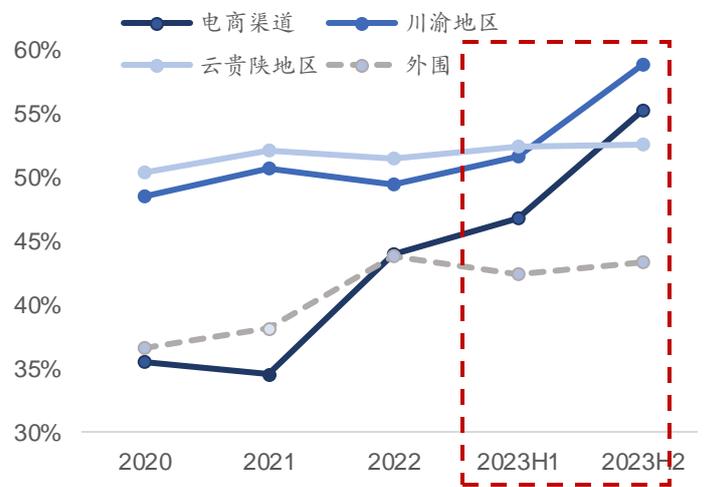
4.1 外围地区毛利率变化趋势是短期较好的观察变量

受线上流量外溢以及公司发展策略的影响,23年起公司在外围省份开拓的主打产品以高毛利的大健康系列为主,利润空间更加丰厚,前期入场费、陈列以及超市服务费等受会计准则计入影响,20年起一次性渠道费用和促销费从计入销售费用转为冲减营业收入科目,对毛利率产生影响更显著。我们认为后续伴随外围市场成功跑通后,伴随规模扩大,线下促销、进场费用等摊薄带来的外围毛利率的提升。

图表31: 促销费率三大细分项目拆分



图表32: 外围省份的毛利率变化趋势是关键



来源: 公司公告, 国金证券研究所

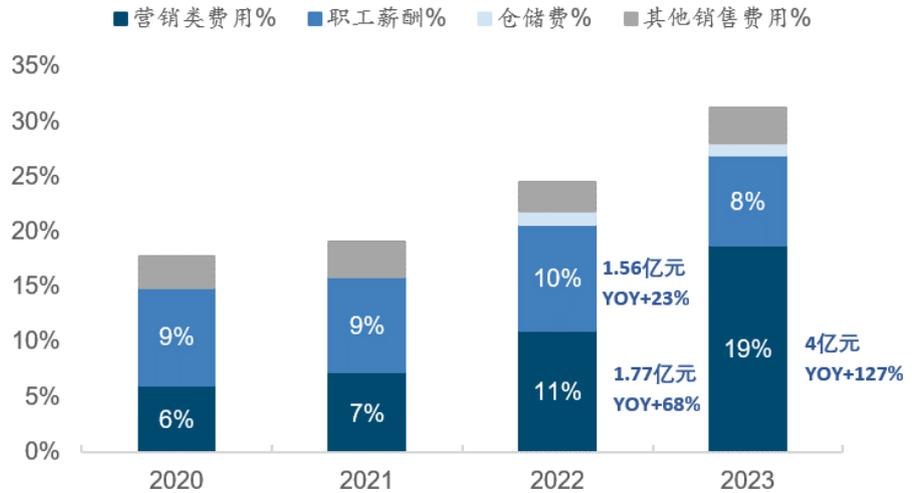
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 后续线下费用空间怎么看?

拆解公司销售费用结构来看,从2022年将产品促销费和广告宣传费合并为营销类费用公布,从2013-2023年销售费用占总收入百分比中,营销类费用在2020-2021年下降后于2022年以后上升明显,其他费用占比变化不大。在2013-2021年中,百亚的营销类费用中产品促销费占总收入比例远远大于广告宣传费。2021年开始公司加大对营销方面的投入,2023年营销类费用同比增长127%。



图表33: 品牌扩张期, 营销费用(广宣费为主)和薪酬是费用的主要增加来源



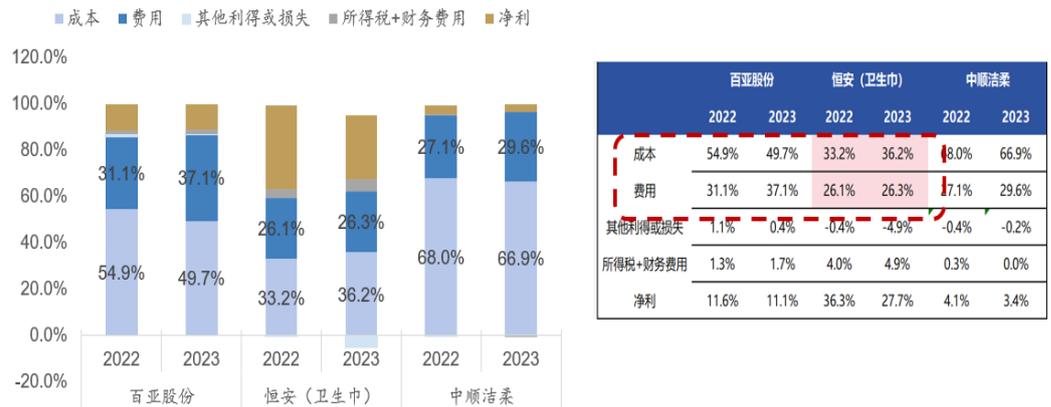
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1) 角度一: 参考对比其他国内个护卫品龙头发展历程

我们横向对比恒安国际(卫生巾分部业务)、中顺洁柔成本费用拆解, 其中百亚和恒安国际卫生巾板块所属行业更为相似, 洁柔以生活纸业务为主, 刚需消费属性更显著、毛利率水平较卫生巾品类更低, 数据参考较为有限。

从2022-2023成本、费用表现来看, 我们认为百亚在毛利率(产品结构、规模扩大带来的固定成本摊销)、费用率表现方面均具备提升空间, 综合来看, 百亚毛利率水平较恒安(卫生巾业务)低12-13pct, 费用率比恒安高5-11pct, 受体量规模进入成熟稳定期影响, 恒安整体费用水平较为稳定, 百亚22年以来处于渠道开拓、品牌升级关键时期费用相对偏高。因此, 从利润率结果角度, 我们测算恒安22/23年卫生巾板块净利率36%/28%, 较百亚高16-25pct。

图表34: 恒安卫生巾(分部)费用率较百亚低5-10pct



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 角度二: 参考其他板块快消品企业从区域走向全国化成功案例背后的费用投放周期

这里我们以食品饮料板块东鹏饮料、区域白酒山西汾酒的全国化进程作为案例进行参考分析。

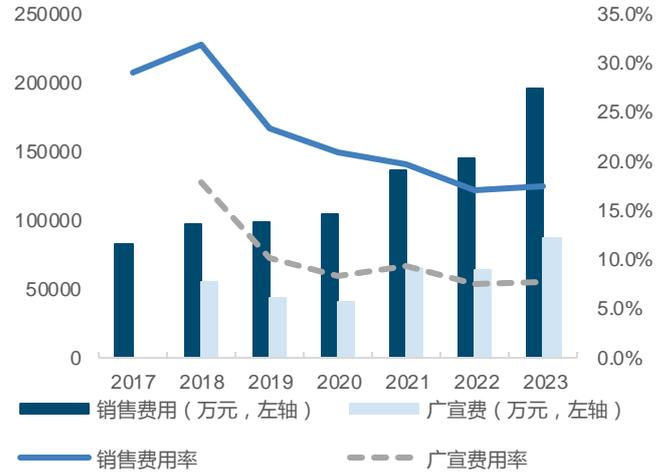
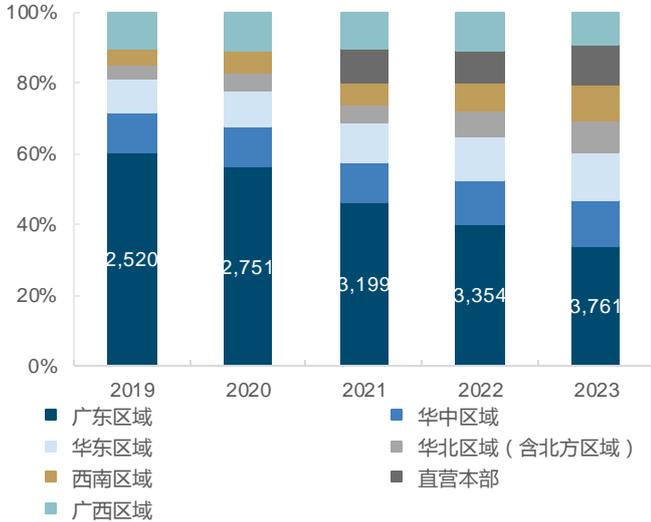
参考东鹏饮料全国化扩张进程, 2019-2023年期间, 广东区域收入占比由60%左右下降至34%, 且自2021年起非广东区域(含直营)营业收入占比超过广东省, 区域营收结构持续优化, 全国化进程显著加快。2017-2018年期间, 公司通过多元化营销方式拓展消费群体, 包括地面广告、冰柜投放、世界杯赛事植入等方式, 2018年销售费用率达到了31.9%, 其



中宣传推广费用率提升至 18%。2019 年后，公司的全国化战略已建立起较高的品牌辨识度，费用投放逐渐趋于缓和，费用增速慢于收入增速，费用率继续降低，公司销售费用率从 2019 年的 23.4% 下降至 2023 年的 17.4%，其中，广宣费率整体显著减少（从 2019 年的 10.2% 降低到 2023 年的 7.7%）。

图表35：东鹏饮料分区域销售占比

图表36：2019 年以来，销售费用率、广宣费用率投放缓和



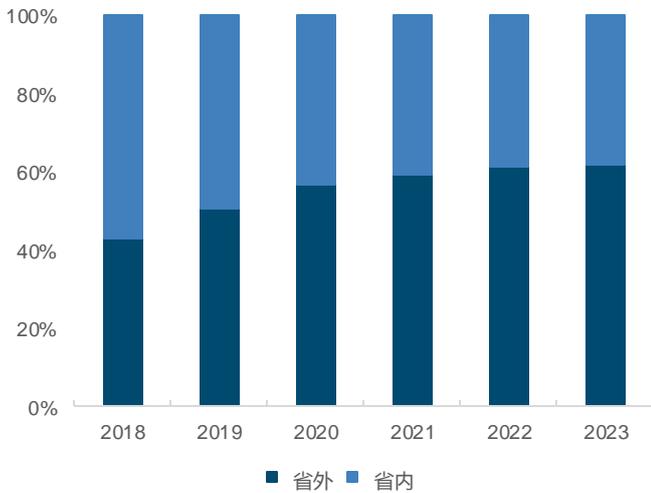
来源：公司公告，国金证券研究所；注：柱形图中数字为东鹏广东区域销售收入，单位为百万元。

来源：公司公告，国金证券研究所

以汾酒全国化期间的费用率变化为例，2016-2019 年，汾酒在开启全国化进程后，销售费用显著增加（从 2016 年的 17.6% 上升至 2019 年的 21.7%），其中，广宣费率也呈显著增加的趋势，特别是 2019 年广告宣传费用同比 2018 年增长 119%。2019 年以后，随着省外市场在公司营收中的占比超过 50%，品牌规模效应显现，销售费用率呈回落趋势（从 2019 年的 21.7% 降至 2023 年的 10.1%），其中，广宣费率也从 2019 年的 13.5% 降至 2023 年的 6.2%。

图表37：2019 年起，山西汾酒省外收入占比超过 50%

图表38：伴随省外收入占比超 50%，20 年起汾酒销售费用率/广宣费用率现拐点



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 线上费用投放空间：短期保持，更关注效率提升

我们认为，中短期线上新兴内容平台抖音、小红书等仍具备流量红利，也是流量拉新/深



化品牌建设/产品推新的重要平台，费用率仍会保持，跟踪和讨论重点应更聚焦线上投放效率的提升。伴随后续复购率、销售量级的进一步抬升，以及盈利能力相对较好的天猫&京东平台销额占比的提升，费用投放效率也有提升空间。

整体来看电商渠道盈利低于线下经销渠道。根据公司公开交流记录，2023 年公司电商渠道盈亏平衡，预计 24 年将实现个位数盈利。

5 盈利预测和估值

我们参考洁柔、山西汾酒、东鹏饮料全国化扩张期的业绩表现和 PE (TTM) 对应关系。洁柔在全国化扩张前期，16-18 年收入 CAGR 为 22.1%，归母净利润 CAGR 达到 25%，PE-TTM 中枢在 35x，18-20 年净利 CAGR49%，明显快于扩张前期，伴随业绩预期不断上调逐渐消化前期估值，利润加速一方面来自产品结构优化&更高效率的电商占比提升带动毛销差改善，另一方面来自纸浆成本压力下降。

参考山西汾酒，16-19 年扩张前期收入 CAGR 为 39%，归母净利润 CAGR 达到 47%，PE-TTM 中枢在 38x 左右，19-21 年净利 CAGR66%，利润呈现非线性加速增长。东鹏饮料受数据可得性、费用投放更前置的影响，从 17-19 年省外快速扩张中期利润已呈现跟随性扩张，19-23 年期间，利润增速呈现出快于收入增速，PETTM 中枢在 45X 左右。

我们认为，结合当前消费环境以及公司渠道扩张的思路（前期借助电商、并逐步开拓线下外围市场），后续费用端的演绎到盈利能力的兑现节奏或与前述参考公司案例有所出入，但整体从收入成长到盈利释放的演绎路径方向仍可期待。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.2、4.2、5.5 亿元，同比+33%/+33%/+30%，当前股价对应 PE 分别为 29、22、17X，高 ROE 支撑且具备改善空间的预期下，当前估值具备合理性和持续性，维持“买入”评级。

图表39：可比公司估值 (PE-TTM) 对比



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所

6 风险提示

公司渠道开拓不及预期：若公司外围省份在 KA 渠道开拓、招商等方面进度缓慢或在线上平台的建设效果不及预期，将影响公司后续收入增长动力，公司收入增速有望低于市场预



期。

行业竞争加剧:卫生巾行业是较为成熟的存量市场,若后续其他竞争对手加大在线上渠道,或影响公司全国扩张进度以及后续盈利能力的改善。

原材料价格波动风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 1,463 | 1,612 | 2,144 | 2,854 | 3,657 | 4,563 |
| 增长率 | 10.2% | 33.0% | 33.1% | 28.1% | 24.8% | |
| 主营业务成本 | -809 | -885 | -1,065 | -1,387 | -1,755 | -2,149 |
| %销售收入 | 55.3% | 54.9% | 49.7% | 48.6% | 48.0% | 47.1% |
| 毛利 | 654 | 727 | 1,079 | 1,467 | 1,902 | 2,414 |
| %销售收入 | 44.7% | 45.1% | 50.3% | 51.4% | 52.0% | 52.9% |
| 营业税金及附加 | -14 | -15 | -19 | -28 | -35 | -43 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -279 | -395 | -669 | -908 | -1,167 | -1,465 |
| %销售收入 | 19.1% | 24.5% | 31.2% | 31.8% | 31.9% | 32.1% |
| 管理费用 | -75 | -62 | -72 | -100 | -128 | -160 |
| %销售收入 | 5.1% | 3.8% | 3.4% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 研发费用 | -51 | -44 | -54 | -71 | -91 | -114 |
| %销售收入 | 3.5% | 2.7% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 236 | 212 | 265 | 360 | 482 | 632 |
| %销售收入 | 16.1% | 13.1% | 12.4% | 12.6% | 13.2% | 13.9% |
| 财务费用 | 3 | 4 | 4 | 9 | 12 | 18 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.4% |
| 资产减值损失 | -4 | -13 | -24 | -3 | -4 | -3 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -2 | 5 | -2 | -1 | -1 |
| 投资收益 | 13 | 7 | 9 | 5 | 7 | 5 |
| %税前利润 | 5.0% | 3.5% | 3.1% | 1.3% | 1.4% | 0.8% |
| 营业利润 | 255 | 217 | 281 | 372 | 502 | 653 |
| 营业利润率 | 17.4% | 13.4% | 13.1% | 13.0% | 13.7% | 14.3% |
| 营业外收支 | 0 | -4 | -1 | 1 | 2 | 2 |
| 税前利润 | 255 | 212 | 280 | 373 | 504 | 655 |
| 利润率 | 17.4% | 13.2% | 13.0% | 13.1% | 13.8% | 14.4% |
| 所得税 | -31 | -25 | -41 | -55 | -81 | -105 |
| 所得税率 | 12.2% | 12.0% | 14.7% | 14.8% | 16.0% | 16.0% |
| 净利润 | 224 | 187 | 239 | 318 | 423 | 550 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 228 | 187 | 238 | 318 | 423 | 550 |
| 净利率 | 15.6% | 11.6% | 11.1% | 11.1% | 11.6% | 12.1% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 224 | 187 | 239 | 318 | 423 | 550 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 48 | 64 | 80 | 66 | 75 | 77 |
| 非经营收益 | -9 | -17 | -2 | -5 | -9 | -7 |
| 营运资金变动 | -65 | -1 | 15 | 36 | 24 | 24 |
| 经营活动现金净流 | 197 | 234 | 331 | 414 | 514 | 644 |
| 资本开支 | -121 | -28 | -84 | -80 | -93 | -75 |
| 投资 | 63 | -45 | -52 | -2 | -1 | -1 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 5 | 7 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -58 | -74 | -136 | -77 | -87 | -71 |
| 股权募资 | 0 | 22 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -6 | -13 | 0 |
| 其他 | -129 | -139 | -145 | -191 | -212 | -275 |
| 筹资活动现金净流 | -129 | -116 | -145 | -197 | -225 | -275 |
| 现金净流量 | 10 | 44 | 50 | 141 | 202 | 298 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 259 | 302 | 356 | 497 | 699 | 997 |
| 应收款项 | 154 | 225 | 228 | 304 | 387 | 481 |
| 存货 | 162 | 178 | 173 | 278 | 352 | 431 |
| 其他流动资产 | 342 | 385 | 456 | 435 | 440 | 443 |
| 流动资产 | 917 | 1,090 | 1,214 | 1,515 | 1,878 | 2,352 |
| %总资产 | 59.0% | 62.9% | 64.4% | 68.7% | 72.4% | 76.6% |
| 长期投资 | 20 | 39 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 固定资产 | 531 | 509 | 513 | 530 | 550 | 547 |
| %总资产 | 34.2% | 29.4% | 27.2% | 24.0% | 21.2% | 17.8% |
| 无形资产 | 66 | 67 | 65 | 67 | 72 | 79 |
| 非流动资产 | 636 | 642 | 671 | 690 | 714 | 718 |
| %总资产 | 41.0% | 37.1% | 35.6% | 31.3% | 27.6% | 23.4% |
| 资产总计 | 1,553 | 1,732 | 1,884 | 2,205 | 2,592 | 3,070 |
| 短期借款 | 1 | 1 | 4 | 16 | 3 | 3 |
| 应付款项 | 229 | 311 | 364 | 478 | 602 | 741 |
| 其他流动负债 | 100 | 131 | 111 | 195 | 261 | 325 |
| 流动负债 | 330 | 442 | 479 | 690 | 866 | 1,069 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 8 | 9 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 339 | 451 | 498 | 691 | 866 | 1,069 |
| 普通股股东权益 | 1,213 | 1,280 | 1,387 | 1,514 | 1,726 | 2,001 |
| 其中：股本 | 428 | 430 | 429 | 429 | 429 | 429 |
| 未分配利润 | 456 | 495 | 583 | 710 | 921 | 1,196 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 1,553 | 1,732 | 1,884 | 2,205 | 2,592 | 3,070 |

比率分析

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.533 | 0.435 | 0.555 | 0.740 | 0.985 | 1.281 |
| 每股净资产 | 2.836 | 2.974 | 3.230 | 3.526 | 4.018 | 4.659 |
| 每股经营现金净流 | 0.461 | 0.543 | 0.772 | 0.965 | 1.197 | 1.500 |
| 每股股利 | 0.300 | 0.300 | 0.300 | 0.444 | 0.493 | 0.641 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 18.79% | 14.63% | 17.18% | 20.98% | 24.52% | 27.50% |
| 总资产收益率 | 14.67% | 10.82% | 12.64% | 14.41% | 16.32% | 17.92% |
| 投入资本收益率 | 17.04% | 14.56% | 16.26% | 20.04% | 23.40% | 26.51% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 16.97% | 10.19% | 33.00% | 33.12% | 28.13% | 24.77% |
| EBIT 增长率 | 12.54% | -10.15% | 25.03% | 35.86% | 33.75% | 31.31% |
| 净利润增长率 | 24.89% | -17.83% | 27.21% | 33.30% | 33.22% | 30.05% |
| 总资产增长率 | 6.02% | 11.49% | 8.83% | 16.99% | 17.56% | 18.46% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 28.2 | 34.1 | 28.4 | 32.0 | 32.0 | 32.0 |
| 存货周转天数 | 70.4 | 70.2 | 60.2 | 74.0 | 74.0 | 74.0 |
| 应付账款周转天数 | 71.4 | 72.6 | 71.7 | 74.0 | 73.0 | 73.0 |
| 固定资产周转天数 | 112.5 | 101.2 | 83.6 | 62.5 | 48.7 | 40.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -48.52% | -51.58% | -55.94% | -59.73% | -64.89% | -70.86% |
| EBIT 利息保障倍数 | -83.0 | -57.7 | -60.2 | -42.1 | -39.8 | -36.0 |
| 资产负债率 | 21.82% | 26.05% | 26.40% | 31.33% | 33.42% | 34.83% |

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 | 3 | 12 | 19 | 29 | 68 |
| 增持 | 0 | 2 | 3 | 3 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.14 | 1.14 | 1.09 | 1.00 |

来源：聚源数据

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究