

**评级：买入（维持）**

市场价格：21.37元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,612	2,144	3,113	4,007	5,019
增长率 yoy%	10.2%	33.0%	45.2%	28.7%	25.3%
净利润（百万元）	187	238	325	428	551
增长率 yoy%	-17.8%	27.2%	36.2%	31.8%	28.8%
每股收益（元）	0.44	0.55	0.76	1.00	1.28
每股现金流量	0.54	0.77	0.68	0.97	1.22
净资产收益率	14.6%	17.2%	20.5%	23.3%	25.5%
P/E	49.0	38.5	28.3	21.5	16.7
P/B	7.2	6.6	5.8	5.0	4.3

备注：股价取自 2024 年 8 月 27 日收盘价

**报告摘要**

■ 本文主要围绕百亚股份市场所最关注的三个问题，探讨我们如何认知百亚超预期的原因，及后续的空间。

■ **一、在当前消费环境下，我们为什么认为卫生巾品类能继续消费升级？**

- 从品类和需求视角出发，用户具有较强的付费能力及付费意愿。
- **①付费能力：**卫生巾为女性的低值、中等频次、刚需消费。每月消费金额为 **20-40** 元，相当于一杯奶茶的价格，而体验周期为一周左右。属于投入小、效果长的悦己消费。
- **②付费意愿：**用户对卫生巾产品的痛点多、产品差异敏感度高（轻薄透气、瞬吸、材料联想、包装隐私等等），有较多的产品升级维度可挖掘。从卖方视角出发，头部玩家展现出持续的产品升级供给能力：如液体卫生巾（提升瞬吸率、材料联想）、益生菌卫生巾（提升健康保养、轻薄透气）等。推动行业单价不断提升，行业端出厂均价 CAGR 为 3.76%，行业增长主要由提价驱动。

■ **二、如何看待抖音流量崛起对卫生巾行业格局的影响？过去十年中最好的品牌逆袭机遇。**

- 在传统渠道时代，卫生巾是典型的易守难攻赛道。卫生巾产品之间体验差异大，因此产品复购率高，成熟头部品牌一旦进入线下渠道稳定动销+渠道分利的正向循环，可形成品牌认知、用户沉淀、线下渠道的三重壁垒。进入货架电商时代，消费者依然会主动搜索品牌。第二梯队品牌想逆袭，最难的是获取用户的第一次试用。2014-2020 年，行业 CR10/CR5 分别从 36.4%/30.8%提升至 41.4%/35.1%，第一梯队品牌份额稳步提升。
- **内容电商的机遇：**当内容电商的“冲动消费”，遇上卫生巾中的“强粘性”。2021 年后，卫生巾行业迎来新一轮渠道流量分配的机遇：从货架电商到内容电商。对大部分消费品而言，抖音平台高费比、高退货。但对卫生巾，却是撬动用户初次体验的绝佳机会。百亚抓住战略机遇，自由点品牌在内容电商的投流，不仅获得一次性销售，获得消费者心智，而且开始进入货架电商及线下渠道的复购循环。内容平台的传播成为线下渠道动销抓手之一，是卫生巾品牌从线上到线下滚雪球的一环。内容电商带来的品牌破局机会，使得 2021 年起，市场份额从集中走向离散，2023 年 CR10/CR5 为 37.2%/30.4%，较 2020 年下降 4.2%/4.7%。

■ **三、如何看待自由点成长空间？**

- **①份额角度看营收空间。**在市场份额上，国内卫生巾市场格局重塑中，自由点单品市占率不到 3%，对比国内龙头市占率具备翻倍以上空间；对比海外成熟市场，潜在天花板更高。
- **②产业链利润分配及费用投入角度看盈利中枢提升空间。**自由点处于从区域向全国拓展的投入成长期，对比龙头，表现为偏低的毛利水平、更高的销售&广告费用投入、和更优的下游渠道利润分配。产品中高端化已顺利打开毛利空间，生命周期上，从成长到成熟，对比龙头，经营利润率具备 10%以上提升空间。

**基本状况**

总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	429
市价(元)	21.37
市值(百万元)	9,175
流通市值(百万元)	9,160

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- **投资建议：**内容电商崛起下，卫生巾行业国货品牌迎来弯道超车机遇。百亚产品力、品牌力与销售能力的向上共振，长期看，公司战略清晰、线上到线下的商业模式闭环逐步形成。看好公司从区域走向全国、兑现高速增长，继续重点推荐。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 31.1、40.1、50.2 亿元，同增 45.2%、28.7%、25.3%，归母净利润 3.25、4.28、5.51 亿元，同增 36.2%、31.7%、28.8%，EPS 为 0.76、1.00、1.28 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险、规模效应不及预期风险、第三方数据失真及数据更新不及时风险、渠道调研样本偏差风险。

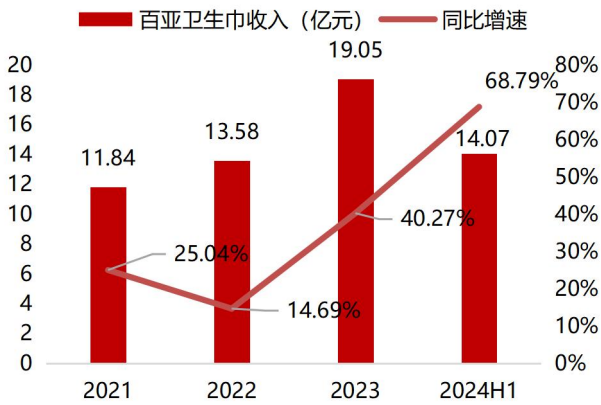
## 内容目录

一、为什么卫生巾品类能消费升级？ .....	- 4 -
付费能力：低单值、中频、刚需，投入小、效果长的悦己消费 .....	- 4 -
付费意愿：差异化需求+产品创新，带来消费者体验优化和品牌粘性 .....	- 5 -
二、如何看待抖音流量崛起对卫生巾行业格局的影响？过去十年最好的品牌逆袭机遇 .....	- 6 -
在产品属性上，卫生巾是强复购品类 .....	- 7 -
行业层面，国内卫生巾是成熟的存量市场，易守难攻 .....	- 7 -
电商流量再分配中的破局点：内容平台“品销一体”，辐射线上平台+赋能线下动销 .....	- 9 -
三、如何看待自由点成长空间？ .....	- 14 -
市场空间：市占率不到 3%，对标龙头仍有翻倍以上空间 .....	- 14 -
盈利能力：成长期高投入+渠道让利，成熟期盈利中枢抬升可期 .....	- 17 -
四、盈利预测与投资建议 .....	- 19 -
核心假设与盈利预测 .....	- 19 -
风险提示 .....	- 22 -



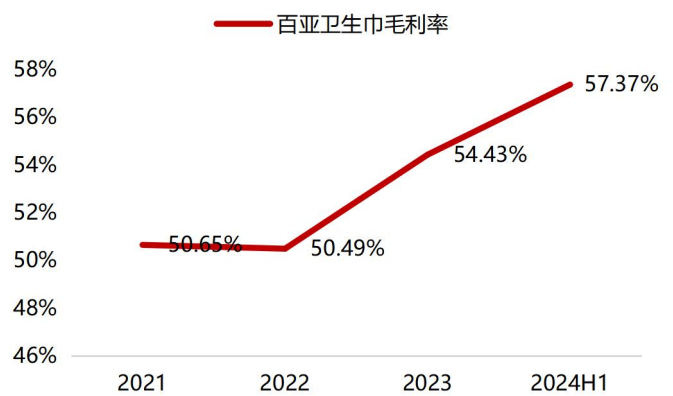


图表 4：2021-2024H1 百亚股份卫生巾收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

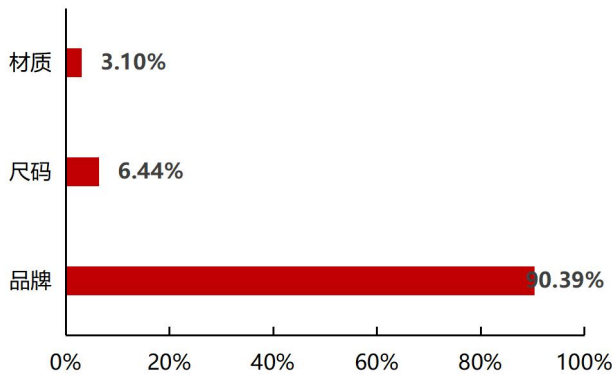
图表 5：2021-2024H1 百亚股份卫生巾毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 健康意识下，品牌化消费为主流，不同品牌具备客户粘性。基于卫生巾对女性卫生健康的影响，消费者在选择时往往更看重品牌背书&使用体验而非单纯的价格因素，因此，品牌心智是行业壁垒之一。以裤型卫生巾为例，根据《京东 2024 生活用纸行业消费趋势报告》，超过 90%的消费者在购买决策时会更关注品牌，在购买裤型卫生巾时的搜索热词(包含关联词)中知名品牌搜索频次占多，消费者较少购买白牌产品。

图表 6：京东裤型卫生巾消费者购买决策因素



来源：《京东 2024 生活用纸行业消费趋势报告》、中泰证券研究所

图表 7：京东裤型卫生巾搜索热词



来源《京东 2024 生活用纸行业消费趋势报告》、中泰证券研究所

## 二、如何看待抖音流量崛起对卫生巾行业格局的影响？过去 10 年中最好的品牌逆袭机遇

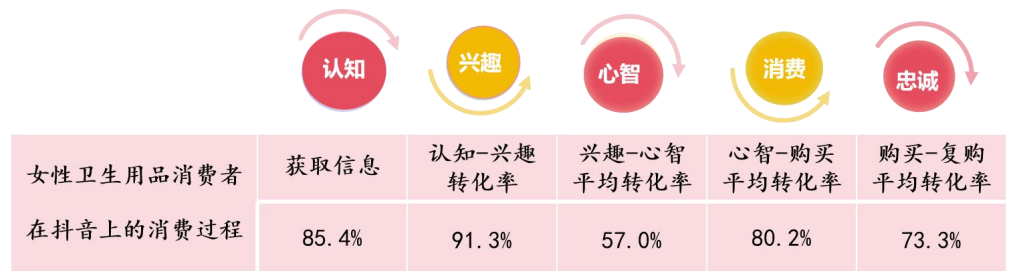
- 2021 年前，国内卫生巾行业相对稳定的品牌格局来自于：存量市场、品牌心智、产品创新、及线下渠道壁垒。2021 年后，卫生巾行业迎来新一轮渠道流量分配的风口。在过往稳固的行业格局下，腰部品牌对于优质内容电商流量的抢占，不仅仅利好当期、单一平台的一次性销售，还具备建立品牌心智的长尾效应。对于特定区域精准人群的品牌辐射，使得

消费者在线下“第一次拿取”的概率大幅提升，内容平台的传播成为线下渠道动销抓手之一，是卫生巾品牌从线上到线下滚雪球的一环。百亚以内容电商为支点，撬动了货架电商及线下渠道的复购循环。

**在产品属性上，卫生巾是强复购品类**

- 卫生巾作为固定周期使用的快速消耗品，具有较稳定的需求和可预测性；同时，由于品牌粘性强、产品特性满足消费者需求以及购买便利性等因素的综合作用，使得卫生巾成为强复购产品。巨量算数&算数电商研究院日化消费者调研显示，女性卫生用品在抖音上的购买-复购平均转化率达到了73.3%。

**图表 8：女性卫生用品消费者在抖音上的消费过程**



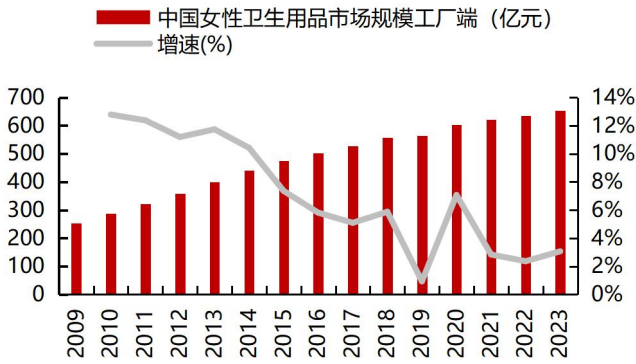
来源：日化行业白皮书、中泰证券研究所

**行业层面，国内卫生巾是成熟的存量市场，易守难攻**

- **复盘国内市场：从成长性看，中国的卫生巾市场是成熟存量市场，“价增”是2017年以来行业规模增长的核心驱动力。**分两个阶段看，
- **1) 2009-2016年**，中国女性卫生用品市场规模零售规模/出厂规模分别由396/254亿元增至783/502亿元，CAGR为10.2%；
- **2) 2017-2023年**，中国女性卫生用品市场规模零售规模/出厂规模分别由823/528亿元增至1021/655亿元，CAGR为3.7%；2017年之后市场规模增速减缓，消费市场量稳价增。2016-2022年中国女性卫生用品消费量从1186亿片增至1203亿片，出厂单价从0.42元/片增至0.53元/片，CAGR为3.8%。价格驱动行业扩容，反映行业消费升级趋势和中高端产品市场结构性增长。

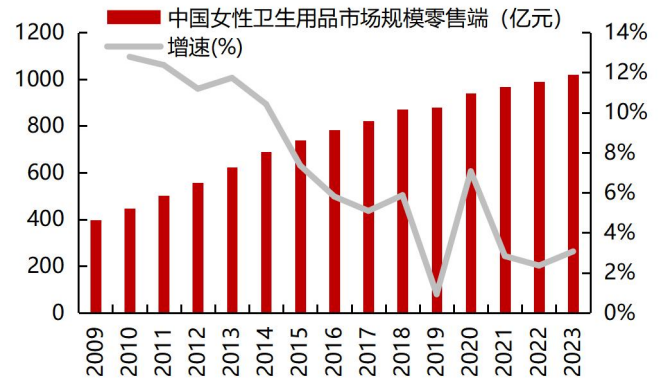


图表 9：中国女性卫生用品出厂端市场规模



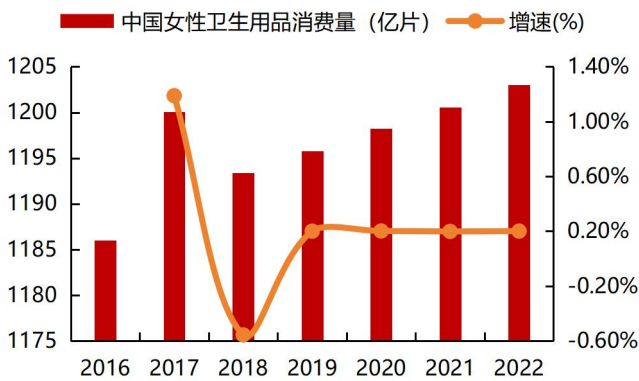
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 10：中国女性卫生用品零售端市场规模



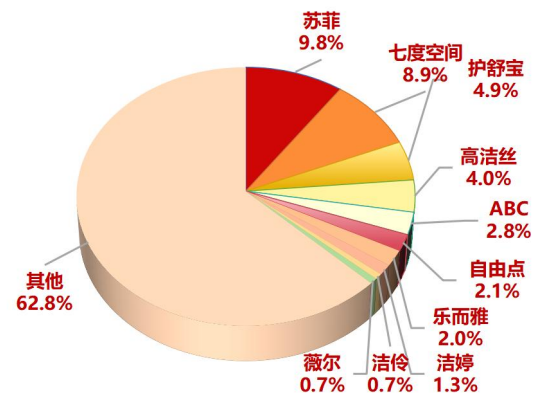
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 11：中国女性卫生用品消费量



来源：观研天下、中泰证券研究所

图表 12：2023 年中国卫生巾品牌市占率



来源：欧睿、中泰证券研究所

- 从行业格局看，2021年前是行业马太效应凸显、市场格局走向集中的阶段：2014-2020年CR10/CR5分别从36.4%/30.8%提升至41.4%/35.1%。2021年起，市场份额从集中走向离散，2023年CR10/CR5为37.2%/30.4%，较2020年下降4.2%/4.7%。
- 在离散过程中，基于消费渠道特点（线下为主）、品牌心智和客户粘性，存量市场下TOP3品牌份额下降斜率并不高。苏菲、护舒宝、七度空间等TOP3品牌份额均有所下滑，七度空间2019年起份额下降；苏菲在2019年超过七度空间后2021年起份额下滑；护舒宝份额近年波动较小。而腰部品牌如自由点、高洁丝等，通过产品升级、线上突围把握年轻消费人群，市场份额稳健增长。我们认为行业端的核心变化是：内容电商崛起对卫生巾消费流量和品牌心智建立路径的改变。



图表 13：国内前十卫生巾品牌 2014~2023 年零售市场占有率

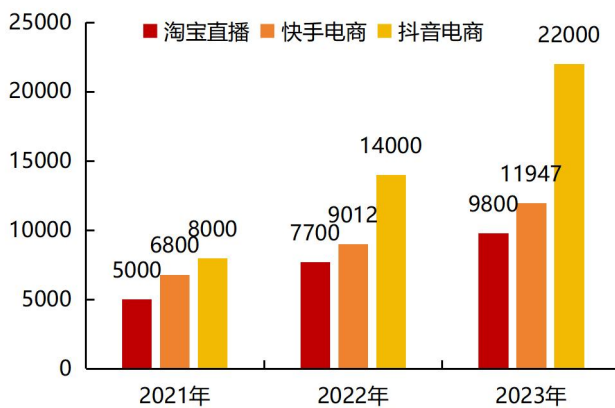
排名	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	苏菲	7.6%	8.6%	9.5%	10.1%	10.5%	11.6%	12.4%	12.0%	10.5%	9.8%
2	七度空间	10.4%	10.4%	10.7%	11.5%	11.1%	10.7%	10.2%	9.1%	9.0%	8.9%
3	护舒宝	7.1%	6.0%	5.3%	5.0%	5.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.2%	4.9%
4	高洁丝	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%
5	ABC	3.1%	3.0%	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%
6	自由点	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%
7	乐而雅	1.5%	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.0%
8	洁婷	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
9	洁伶	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
10	薇尔	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
	CR5	30.8%	30.6%	30.6%	32.4%	32.9%	34.7%	35.1%	33.7%	31.7%	30.4%
	CR10	36.4%	36.3%	36.4%	38.3%	38.8%	41.0%	41.4%	40.3%	38.2%	37.2%

来源：欧睿、中泰证券研究所

电商流量再分配过程中的破局点：内容平台“品销一体”，辐射线上平台+赋能线下动销

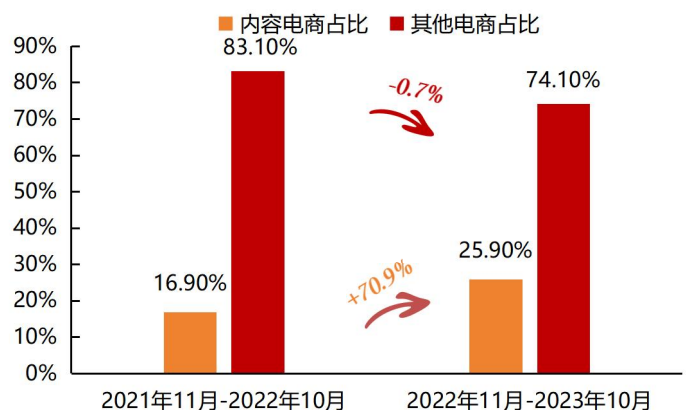
- 1) 线上流量再分配，内容电商处于成长红利期，抖音电商 GMV 位列第一。根据艾瑞咨询，2023 年我国直播电商规模达到 4.9 万亿元，同比增长 40%。头部公司中，抖音、快手与淘宝直播（后更名为点淘）占据前三，其中抖音电商 2023 年 GMV 达到 2.2 万亿元，同比增长 57%，在内容电商市场份额占比 44.7%，为行业第一。
- 日化品类中，内容电商流量也具备显著的超额增长。尼尔森 IQ 零售数据显示，2022 年 11 月-2023 年 10 月，日化品类销售额在以抖音为代表的 content 电商同比增长 70.9%，占日化品类线上消费比例 25.9%，带动日化行业线上市场整体增长 11.3%。

图表 14：头部内容电商 GMV (亿元)



来源：中国内容电商行业蓝皮书、电数宝、新芽榜、中泰证券研究所

图表 15：日化品线上销售额平台占比及增速



来源：日化行业白皮书、中泰证券研究所

- 横向对比其他内容平台，抖音定位兴趣电商，精准算法和优质内容为核心驱动，更利于构建品牌心智。根据蓝皮书，相较于点淘和快手，抖音定位兴趣电商，女性用户占比较大，且以腰部主播为主。平台以内容为核心，利用大数据和算法进行精准推送，引导消费。此类用户特征、流

量分发及KOL属性下，抖音更关注消费者需求、同时决策链路短、平台主动性强，更利于构建品牌心智。

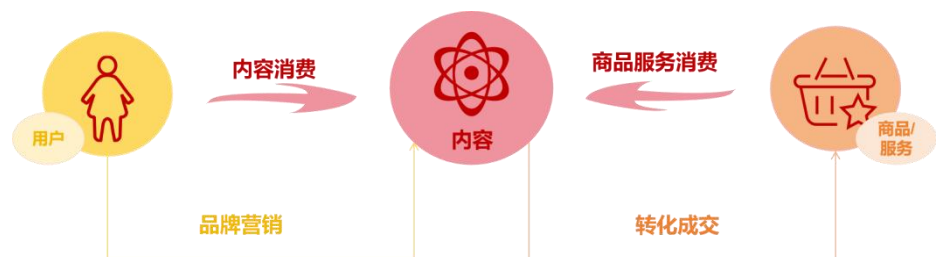
**图表 16：抖音电商对比其他内容电商**

平台			
	淘宝直播	抖音电商	快手电商
定位	发现式电商	兴趣电商	信任电商
用户特征	80、90后为主，女性50.22%，男性49.78%	新一线与低线城市增速最快，女性52.62%，男性47.38%	低线城市为主，女性42.09%，男性57.91%
KOL属性	头部机构相对集中	头部分散，腰部主播占销售额70%	头部主播相对集中
GMV驱动	主要由超头部主播驱动	算法精确匹配用户兴趣，高效率转化流量变现价值	强调信任，紧抓下沉市场流量，转化率与变现价值高
流量分发逻辑	主播的“经验+专业”分级运营，核心是算法和内容质量，用户主基于用户社交关注和兴趣来调控推出“主播成长”体系，按规则要通过优质内容连接，易于制造流量分发，不易制造爆款，但有利于进行流量分配		
		爆款和获取粉丝	有利于加深粉丝粘性

来源：中国内容电商行业蓝皮书、中泰证券研究所

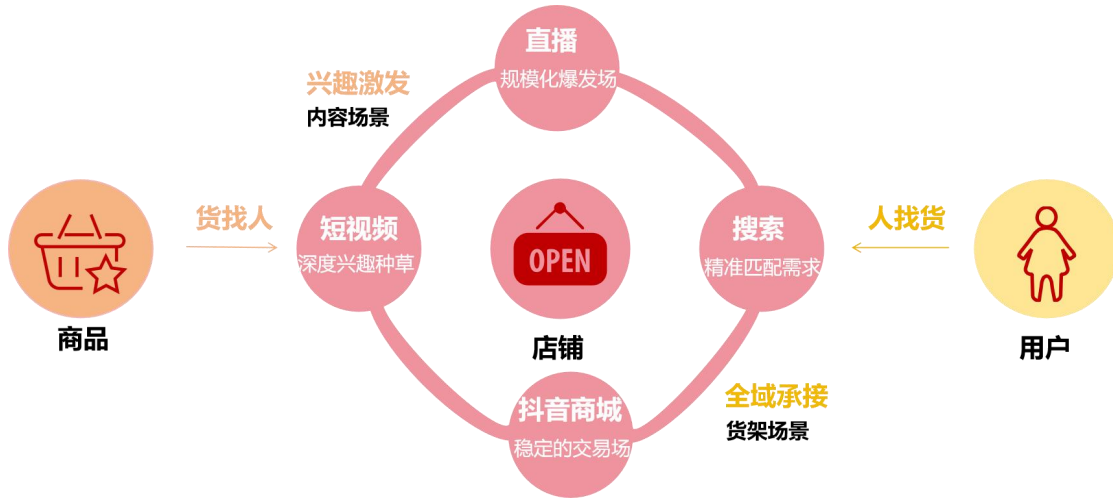
- 2) 区别于传统电商平台，抖音电商具备品销一体属性，种草过程中对其他渠道形成辐射。传统电商平台如天猫/京东是销售属性主导的货架式销售平台，消费者意图明确，处在用户购买决策链下游。抖音是典型的内容消费平台，内容激发消费，通过内容驱动生意增长，处在用户购买决策链的上游。这类模式下，商户借由内容传播实现“品销一体”：消费者在种草/被触达过程中积累产品心智，并形成外溢，辐射全域多渠道/多平台增长。

**图表 17：抖音电商以内容驱动下与用户商品的关系链路**



来源：中国内容电商行业蓝皮书、中泰证券研究所

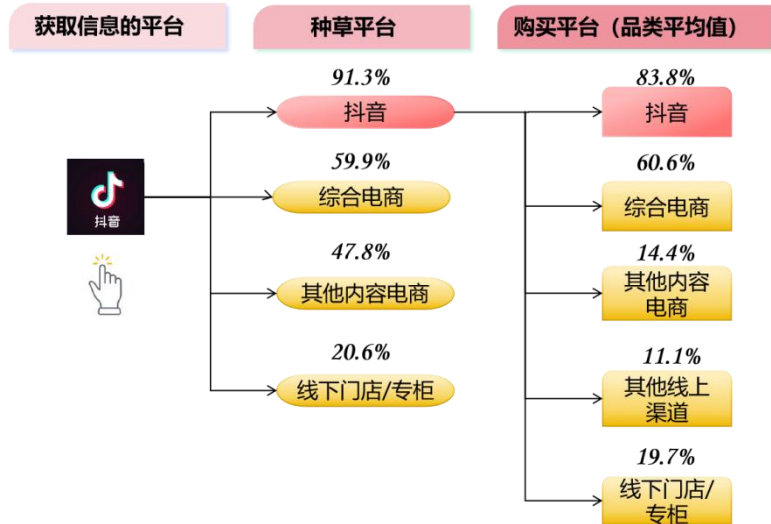
图表 18：抖音电商消费路径



来源：抖音电商白皮书、中泰证券研究所

- 聚焦日化产品来看，根据白皮书数据，抖音在日化各品类上都存在“流量外溢”。在抖音触达日化产品信息的用户中，进一步通过抖音搜索/综合电商外溢/其他内容平台/线下询问的方式种草的消费者分别占比 91.3%/59.9%/47.8%/20.6%。而从抖音种草的消费者中，83.8%直接在抖音购买、完成转化。

图表 19：抖音日化消费者旅程



来源：日化行业白皮书、中泰证券研究所

- 上新突围，适配大单品策略。内容电商平台具备扁平化触达和传播特点，天然适配新品宣发营销，同时抖音从流量曝光到费用投入、销售转化链路清晰，因而上新效果较好。根据巨量云图，抖音日化行业新品销售占比平均达 10.3%（统计区间：2022 年 12 月-2023 年 11 月）。以自由点为例，新品益生菌系列快速出圈，在抖音上市 3 个月时间贡献品牌 60% 生意增量。

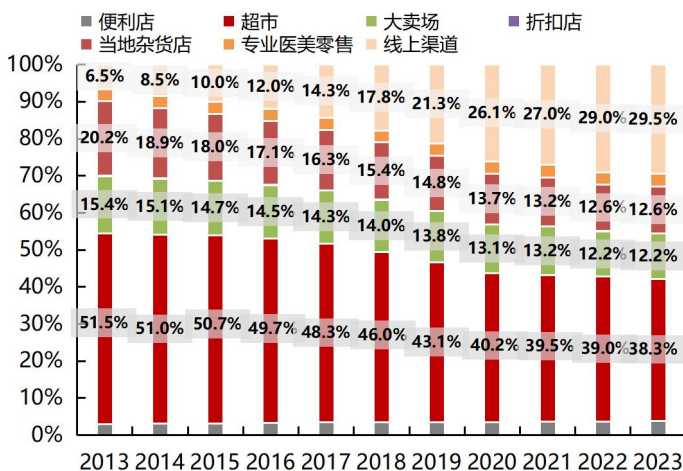
图表 20：自由点新品益生菌卫生巾迅速放量



来源：日化行业白皮书、中泰证券研究所

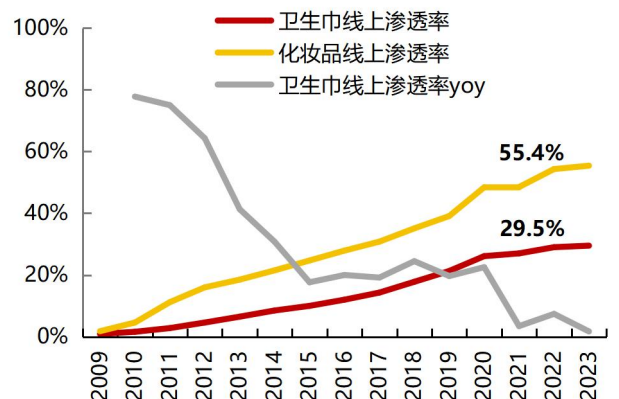
- 3) 赋能线下动销，成为卫生巾品牌滚雪球的重要一环。2013-2023年卫生巾销售线下渠道占比从93.5%下降为70.5%。具体来看，超市、当地杂货店、大卖场为线下主要渠道，占比分别从51.5%、20.2%、15.4%下降为38.3%、12.6%、12.2%；线上渠道占比从6.5%提升至29.5%。
- 区别于化妆品消费，卫生巾由于单值低、就近购买、应急时效等需求，电商渗透率仅29.5%（对比化妆品线上渗透率55.4%），当前仍有近70%消费来自线下，卫生巾品牌线下市场布局依然是品牌份额上台阶的关键。而在成长性趋弱的成熟存量市场，基于头部企业品牌心智及线下渠道壁垒，新品牌通常难以解决线下动销难题、顺利进行全国扩张。

图表 21：中国市场卫生巾各渠道变迁



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 22：卫生巾线上渗透率明显低于化妆品



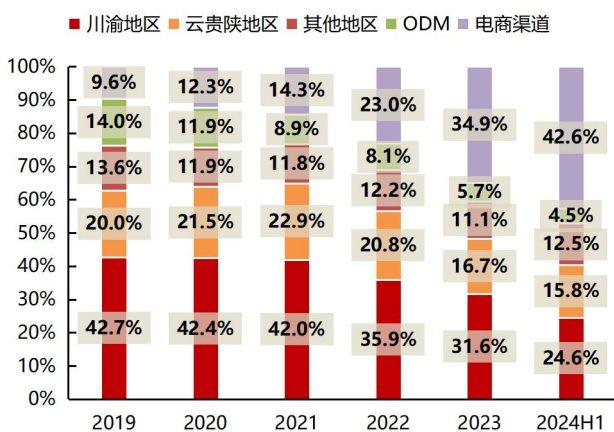
来源：欧睿、中泰证券研究所

- 伴随内容电商崛起，在线上流量再分配过程中，腰部品牌对于优质内容

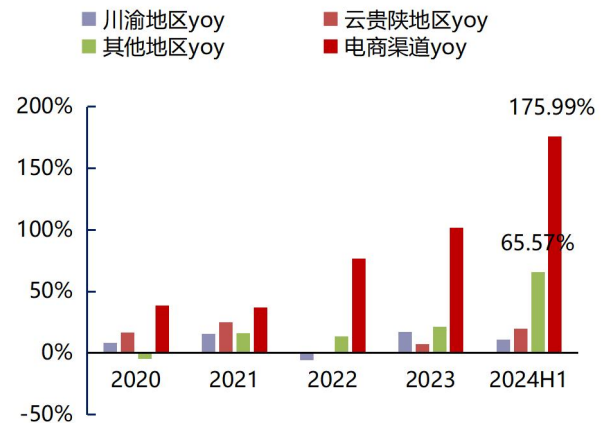




- 百亚股份：以内容电商撬动货架电商和线下复购，从川渝云贵陕走向全国。**在渠道结构上，2024H1 百亚川渝/云贵陕/其他地区/电商/ODM 占比分别为 24.6%/15.8%/12.5%/42.6%/4.5%。2020 年后，电商+外围市场扩张，公司从深耕川渝云贵陕走向全国：1) 2019-2024H1 年川渝和云贵陕地区营业收入占公司总营业收入从 62.7%降至 40.4%，电商渠道营收占比从 9.6%提升至 42.6%，并逐步从“抖音驱动”转向“抖音+天猫双轮驱动”，从内容电商辐射传统电商。2) 2021-2023 年，线下渠道其他地区收入分别增长 16%、14%、21%，伴随外围市场拓展范围及投入增加，有望进一步提速。

**图表 25：百亚股份各渠道收入占比**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 26：百亚股份线上及线下分区域增长情况**


来源：公司公告、中泰证券研究所

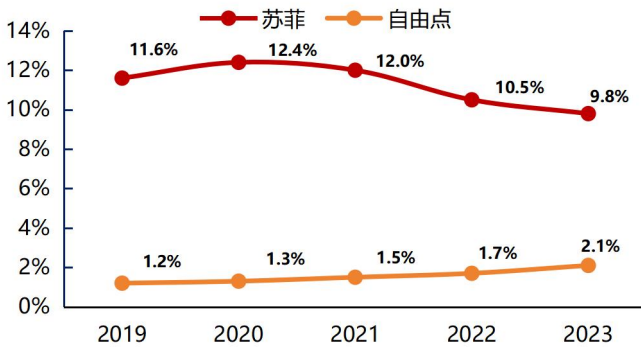
### 三、如何看待自由点成长空间？

- 在市场份额上，国内卫生巾市场格局重塑中，自由点单品牌市占率不到 3%，对比当前国内龙头，市占率具备翻倍以上空间；而对比海外成熟市场，龙头份额更优。**在盈利水平上，顺利实现产品中高端化打开空间，同时自由点处于线上+线下全国扩张的投入期，成长期高费用投入+渠道让利，成熟期盈利中枢抬升可期。

**市场空间上：市占率不到 3%，对标龙头仍有翻倍以上空间**

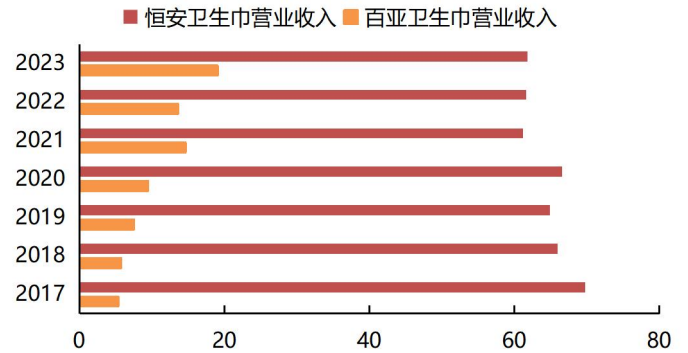
- 对比国内龙头，公司市场份额和收入体量潜在天花板较高。**2019 年起，苏菲超过七度空间成为行业市占率第一品牌，2023 年仍占据 9.8% 的市场份额，对比自由点同口径下市占率仅 2.1%。根据欧睿数据，以国内市场出厂规模（2023 年）\*国内（苏菲）/美国（护舒宝）龙头市场份额计算，TOP1 单品牌营收体量分别为 64/202 亿元，对比百亚卫生巾业务体量成长空间广阔。

图表 27：与国内龙头市场份额对比



来源：欧睿、中泰证券研究所

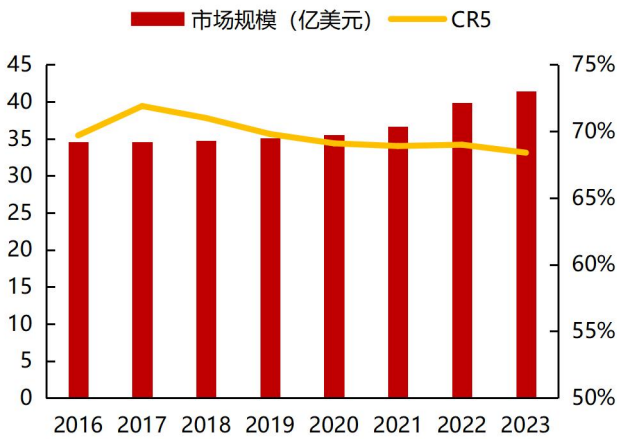
图表 28：与国内龙头收入体量对比 (亿元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

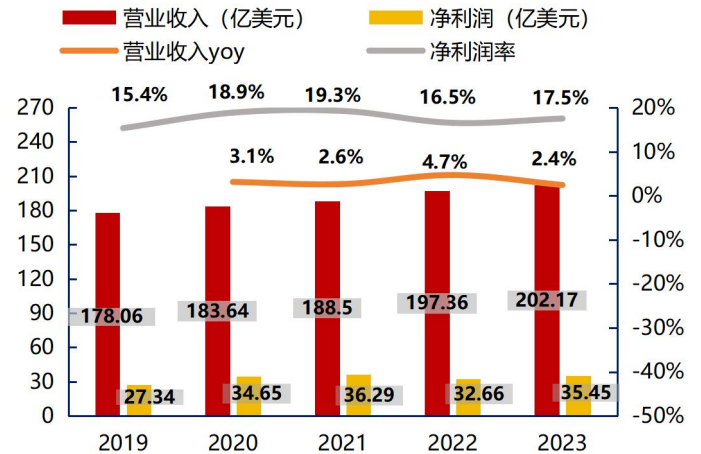
- 对比海外成熟市场，国内卫生巾行业格局重塑中，聚焦海外成熟市场来看，国内市场 CR5 和单一龙头份额均有提升空间。
- 美国：2016 年-2023 年美国卫生巾市场规模（零售市场）从 34.56 亿美元提升到 41.46 亿美元，2021 年-2023 年 CAGR 为 6.33%。品牌格局上，CR5 持续高于 68%。其中，宝洁的 Always 和 Tampax 品牌占据行业前二，Always 品牌 2020 起市场份额超过 30%，2023 年行业前三品牌 Always/Tampax/U by Kotex 的市占率分别达到了 30.9%/13.3%/12.7%。品牌盈利上，Always 所属的宝洁公司其全球婴儿、女性及家庭护理业务 2023 年收入体量达到 202.17 亿美元，净利润率达到 17.5%。

图表 29：美国卫生巾零售市场规模及 CR5



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 30：宝洁全球母婴&家庭护理收入及净利润



来源：宝洁年度财报、中泰证券研究所

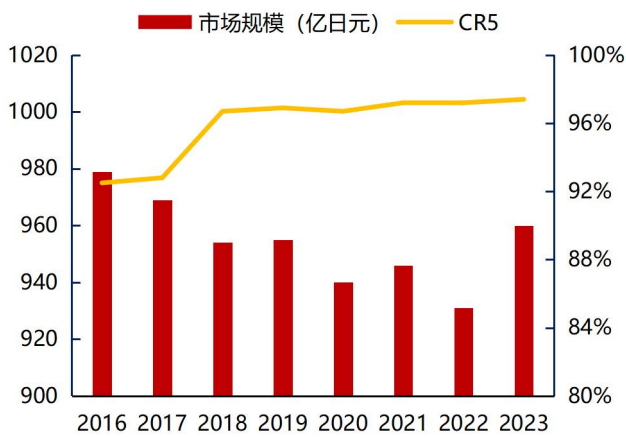


**图表 31：美国前十卫生巾品牌零售市场市占率**

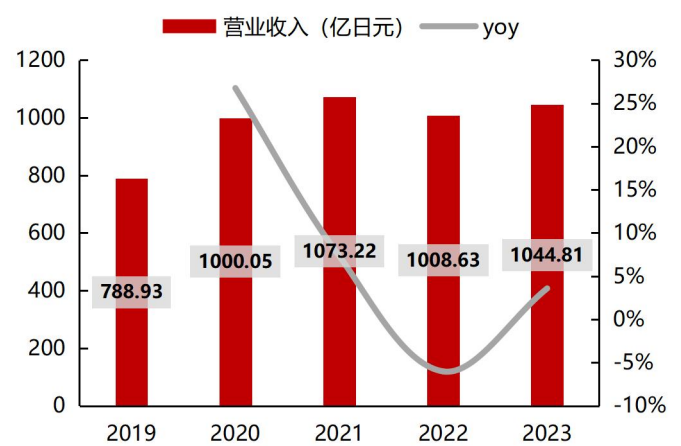
排名	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Always (宝洁公司)	27.3%	27.4%	27.9%	28.6%	29.0%	29.2%	30.2%	30.1%	30.7%	30.9%
2	Tampax (宝洁公司)	18.3%	17.4%	16.1%	15.4%	14.9%	14.5%	14.2%	13.9%	13.5%	13.3%
3	Uby Kotex (金佰利公司)	4.9%	10.6%	13.6%	14.4%	14.5%	14.3%	14.0%	13.4%	13.0%	12.7%
4	Radiant (宝洁公司)	3.8%	4.4%	4.7%	5.1%	5.4%	5.5%	5.7%	5.8%	6.2%	6.4%
5	Playtex (艾吉威尔公司)	-	6.6%	6.2%	5.9%	5.6%	5.2%	4.9%	4.8%	5.2%	4.7%
6	Carefree (艾吉威尔公司)	-	4.1%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.7%	3.6%	3.6%
7	Equate (沃尔玛自有品牌)	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.7%	3.3%	3.2%
8	Stayfree (艾吉威尔公司)	-	3.9%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%
9	The Honey Pot (蜜罐公司)	-	-	-	-	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.7%	2.4%
10	Cora (莱夫生活公司)	-	-	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%	2.4%

来源：欧睿、中泰证券研究所

- 日本：2016年-2023年日本卫生巾市场规模（零售市场）在930~980亿日元，2021年-2023年CAGR为0.74%。品牌格局上，CR5持续高于90%，2023年高达97.4%。苏菲（尤妮佳）市场份额显著领先同行，2021年起市占率超过一半，2023年达到了52.8%。花王（花王公司）位列行业第二，2023年占据日本市场份额24.7%。聚焦苏菲来看，尤妮佳全球个人护理收入2020年-2023年稳定在1000亿日元左右。2021年个人护理产品收入占整体收入86%，包括了婴儿护理产品、女性护理产品及健康护理产品，其中婴儿/女性/健康护理产品收入占比分别为38%、23.2%、24.6%。**

**图表 32：日本卫生巾零售市场规模及 CR5**


来源：欧睿、中泰证券研究所

**图表 33：尤妮佳全球个人护理收入体量及增速**


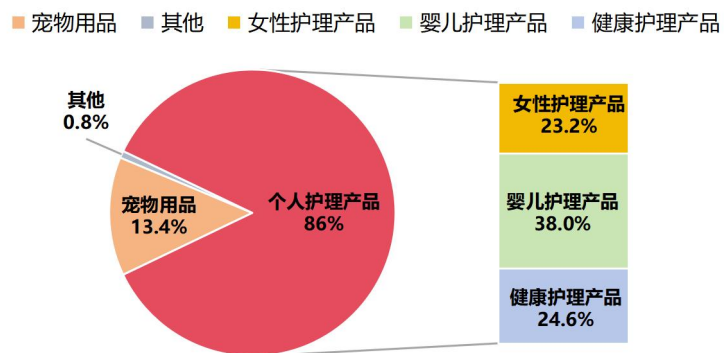
来源：尤妮佳年度财报、中泰证券研究所

图表 34：日本前七卫生巾品牌零售市场市占率

排名	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Sofy (尤妮佳公司)	44.6%	44.3%	44.2%	44.2%	49.1%	49.6%	49.8%	50.3%	51.0%	52.8%
2	Laurier (花王公司)	19.2%	19.3%	19.4%	19.7%	23.1%	23.1%	23.4%	23.9%	24.6%	24.7%
3	Elis (大王纸业公司)	8.0%	8.0%	7.9%	8.1%	10.5%	10.2%	10.0%	10.1%	8.9%	8.1%
4	Sarasaty (小林制药公司)	8.4%	8.4%	8.5%	8.9%	9.1%	8.8%	8.7%	8.3%	8.2%	7.7%
5	Center-In (尤妮佳公司)	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%	4.9%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%	4.1%
6	Eldy (尤妮佳公司)	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%
7	Whisper (宝洁公司)	12.7%	12.6%	12.5%	11.9%	-	-	-	-	-	-

来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 35：尤妮佳 2021 年分业务营业收入占比

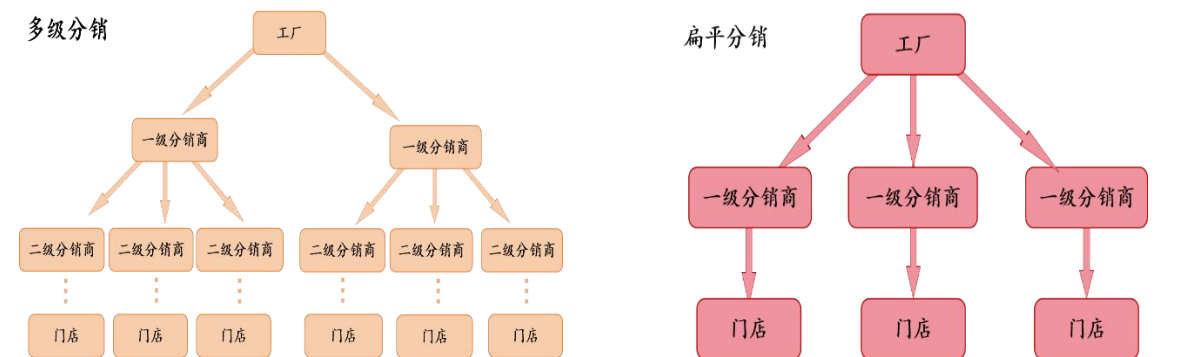


来源：尤妮佳年度财报、中泰证券研究所

盈利能力上：成长期高投入+渠道让利，成熟期盈利中枢抬升可期

- **渠道层级上**，对比宝洁、苏菲等日化龙头，多品类+多层次分销帮助产品迅速实现网点下沉覆盖。百亚股份沿用扁平化分销网络，经销渠道仅设立一级分销，对应单品类代理渠道利润空间更高。

图表 36：多级分销和扁平分销示意图

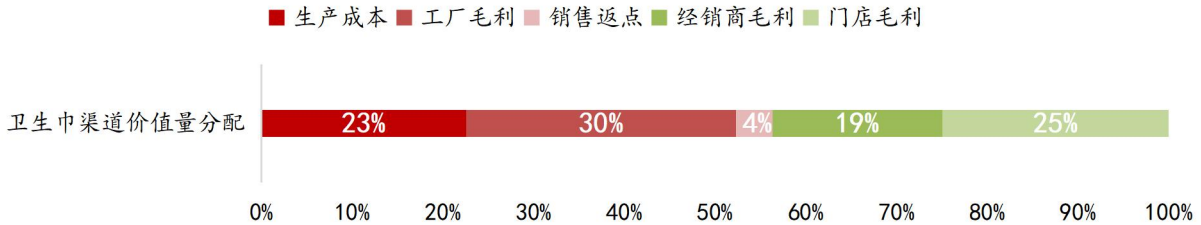


来源：中泰证券研究所

- **在渠道利润分配上**，扁平化+让利终端，自由点下游渠道利润分配更丰厚。根据渠道调研反馈，以百亚股份大健康产品（8片装，终端零售价13.5元）为例，假设工厂毛利率为60%、加价幅度25%，我们测算经

销商及门店分别占据 19%、25% 产业链价值。此外，公司在出厂价基础上额外给予经销商及导购销售返利，进一步提升渠道积极性，助推动销。综合来看，经销商（含返点）和门店环节产业链价值分配均在 20% 以上，利润空间可观。

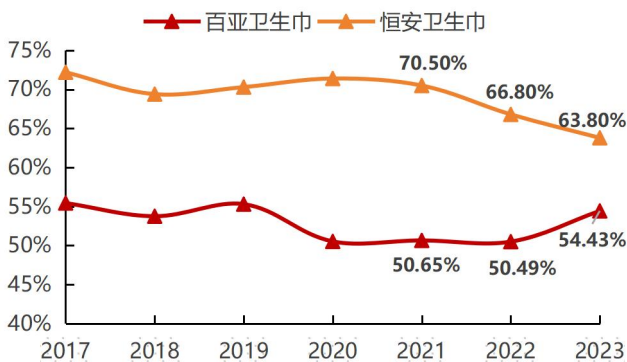
图表 37：自由点大健康系列产品产业链价值分配



来源：渠道调研、中泰证券研究所测算

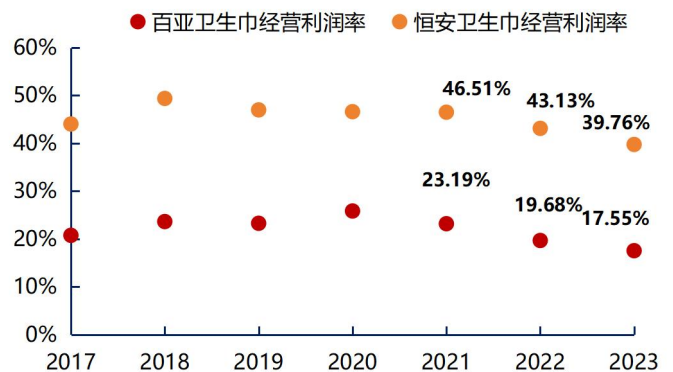
- 在品牌盈利能力上，产品结构升级打开空间、成长期渠道让利+高费用投入，成熟期盈利中枢抬升。1) 毛利率方面，百亚卫生巾低于恒安卫生巾约 10%。2020-2023 年，恒安卫生巾毛利率从 71.4% 下滑至 63.8%，百亚卫生巾毛利率从 50.52% 提升至 54.43%。受益电商占比及中高端大健康产品占比提升，百亚卫生巾毛利率持续上行，但对比龙头仍有提升空间。2) 费用率方面，2020 年后，电商+线下全国扩张策略下，百亚费用率显著高于龙头。2021-2023 年，恒安销售费用率稳定在 15% 左右（含生活用纸业务影响），百亚股份从 19.1% 提升至 31.2%，其中营销费用率从 7.2% 提升至 18.7%（vs 2023 年恒安国际营销费用率为 4.6%）。3) 经营利润率方面，对比龙头有望从成长期 10%+ 提升至成熟期 30%+。假设卫生巾业务的期间费用率等于公司整体期间费用率，估算 2021-2023 年恒安卫生巾经营利润率为 46.51%/43.13%/39.76%，百亚卫生巾经营利润率为 23.19%/19.68%/17.55%。

图表 38：恒安卫生巾毛利率整体高于百亚卫生巾



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 39：恒安卫生巾经营利润率高于百亚卫生巾



来源：公司公告、中泰证券研究所测算

备注：假设卫生巾经营利润率=卫生巾业务毛利率-公司整体期间费用率

**图表 40：百亚股份期间费用率 vs 恒安国际**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
百亚股份费用率	34.68%	30.11%	32.02%	24.67%	<b>27.46%</b>	<b>30.81%</b>	<b>36.88%</b>
恒安国际费用率	28.16%	20.01%	23.31%	24.78%	23.99%	23.67%	24.04%
百亚股份销售费用率	27.64%	25.57%	26.89%	17.74%	<b>19.06%</b>	<b>24.50%</b>	<b>31.20%</b>
其中：营销费用率	10.81%	9.53%	11.36%	6.09%	7.20%	10.98%	18.72%
恒安国际销售费用率	19.61%	11.05%	14.19%	15.49%	<b>15.16%</b>	<b>14.89%</b>	<b>14.95%</b>
其中：营销费用率	10.16%	2.00%	5.04%	5.88%	4.60%	4.72%	4.63%

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所测算

## 四、盈利预测与投资建议

### 核心假设与盈利预测

- **①营业收入-线上：**受益抖音放量及流量外溢，假设电商渠道 24-26 年同比增长 83%、40%、33%。
- **②营业收入-线下：**全国扩张策略初见成效，假设外围区域 24-26 年同比增长 80%、55%、40%。云贵陕市场市占率从 2、3 名向第一名提升，假设云贵陕区域 24-26 年同比增长 18%、12%、12%。川渝市场伴随产品升级而增长，假设川渝区域 24-26 年同比增长 11%、8%、7%。
- **③盈利能力：**高毛利的大健康产品占比提升，假设 24-26 年毛利率分别为 55%、55.3%、55.7%。

**图表 41：百亚股份业务拆分预测表**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	1463	1612	2144	3113	4007	5019
yoy		10.2%	33.0%	45.2%	28.7%	25.3%
线上渠道收入	210	371	748	1369	1917	2549
yoy		76.9%	101.5%	83%	40%	33%
川渝地区收入	614	579	678	752	813	869
yoy		-5.8%	17.1%	11.0%	8.0%	7.0%
云贵陕地区收入	336	335	359	423	474	531
yoy		-0.2%	7.2%	18.0%	12.0%	12.0%
两湖及国内其他地区收入	173	196	238	429	664	930
yoy		13.6%	21.2%	80.0%	55.0%	40.0%
ODM 产品收入	130	131	121	139	139	139
yoy		0.3%	-7.3%	15.0%	0.0%	0.0%

来源：公司公告、中泰证券研究所测算

- **可比公司估值分析：**我们选取同为个护行业的登康口腔、护肤品国货龙头珀莱雅、家庭个护行业润本股份为可比公司，截至 8 月 27 日，珀莱雅、润本股份、登康口腔 2024PE 分别为 22、22.7、25.7X，四家公司平均 2024PE 为 24.7X。百亚股份短期营收增速高于珀莱雅，与润本及



图表 43：百亚股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	356	567	713	895	营业收入	2,144	3,113	4,007	5,019
应收票据	21	19	30	47	营业成本	1,065	1,402	1,790	2,226
应收账款	167	269	360	448	税金及附加	19	31	40	50
预付账款	28	24	34	48	销售费用	669	1,108	1,419	1,777
存货	173	271	339	415	管理费用	72	127	163	204
合同资产	0	0	0	0	研发费用	54	92	118	146
其他流动资产	469	490	506	533	财务费用	-4	-9	-11	-13
流动资产合计	1,214	1,639	1,982	2,387	信用减值损失	-14	-7	-8	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-7	-8	-8
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	5	1	1	2
固定资产	491	537	549	578	投资收益	9	9	10	10
在建工程	21	28	21	7	其他收益	22	20	16	16
无形资产	65	60	55	51	营业利润	281	377	497	639
其他非流动资产	74	67	71	71	营业外收入	0	1	1	0
非流动资产合计	671	711	716	725	营业外支出	2	2	3	2
资产合计	1,884	2,350	2,698	3,112	利润总额	280	376	495	637
短期借款	0	132	90	33	所得税	41	51	67	86
应付票据	0	0	0	0	净利润	239	325	428	551
应付账款	231	296	377	474	少数股东损益	0	0	1	1
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	238	325	428	551
合同负债	53	113	131	163	NOPLAT	235	318	418	540
其他应付款	133	107	121	120	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.76	1.00	1.28
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	58	96	120	144	主要财务比率				
流动负债合计	479	748	843	937	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	33.0%	45.2%	28.7%	25.3%
其他非流动负债	19	19	19	19	EBIT增长率	31.9%	33.4%	31.8%	29.0%
非流动负债合计	19	19	19	19	归母公司净利润增长率	27.2%	36.2%	31.8%	28.8%
负债合计	498	767	862	956	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,387	1,583	1,835	2,154	毛利率	50.3%	55.0%	55.3%	55.7%
少数股东权益	0	0	1	2	净利率	11.1%	10.4%	10.7%	11.0%
所有者权益合计	1,387	1,583	1,836	2,156	ROE	17.2%	20.5%	23.3%	25.5%
负债和股东权益	1,884	2,350	2,698	3,112	ROIC	31.1%	30.2%	34.0%	37.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	26.4%	32.6%	32.0%	30.7%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	1.6%	9.8%	6.1%	2.6%
经营活动现金流	331	292	415	524	流动比率	2.5	2.2	2.4	2.5
现金收益	290	379	484	606	速动比率	2.2	1.8	1.9	2.1
存货影响	5	-98	-68	-76	营运能力				
经营性应收影响	6	-89	-104	-111	总资产周转率	1.1	1.3	1.5	1.6
经营性应付影响	53	39	96	96	应收账款周转天数	28	25	28	29
其他影响	-23	62	7	10	应付账款周转天数	71	68	68	69
投资活动现金流	-136	-93	-62	-67	存货周转天数	59	57	61	61
资本支出	-58	-109	-67	-78	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.55	0.76	1.00	1.28
其他长期资产变化	-78	16	5	11	每股经营现金流	0.77	0.68	0.97	1.22
融资活动现金流	-145	12	-207	-275	每股净资产	3.23	3.69	4.27	5.02
借款增加	3	132	-42	-57	估值比率				
股利及利息支付	-129	-178	-236	-301	P/E	38.5	28.3	21.5	16.7
股东融资	0	0	0	0	P/B	6.6	5.8	5.0	4.3
其他影响	-19	58	71	83	EV/EBITDA	92.0	70.8	55.2	44.0

来源: Wind、中泰证券研究所



## 风险提示

### 原材料价格大幅波动风险

- 上游无纺布、膜、高分子、胶、无尘纸及浆板等原材料价格大幅上涨将直接抬升产品单位生产成本，影响公司的盈利水平。

### 市场竞争加剧风险

- 一次性卫生用品行业市场竞争激烈，若行业竞争加剧可能对公司盈利带来不利影响。

### 渠道拓展不及预期风险

- 公司作为川渝云贵陕的区域性龙头，通过电商、空白市场 KA、经销渠道拓展等方式进一步扩宽市场范围，渠道拓展不及预期将可能影响公司业绩。

### 规模效应不及预期风险

- 公司处于成长期、费用投入偏高，若后续费用投入规模效应不及预期，可能影响公司盈利水平。

### 渠道调研样本偏差风险

- 渠道调研样本有限，可以与整体情况存在偏差。

### 第三方数据失真及数据更新不及时风险

- 引用的第三方数据存在失真风险，同时部分引用预测数据存在更新不及时的情况，可能与更新后的数据出现偏差。



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。