

擎大单品旗帜，电商与外围拓展携手启成长新程

——百亚股份(003006)公司深度报告

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025年06月20日

轻工制造

投资要点:

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

022-23839135

评级:

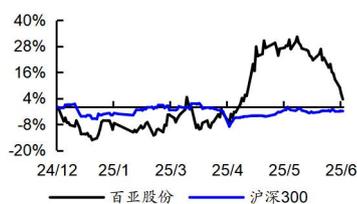
增持

上次评级:

最新收盘价:

25.49

最近半年股价相对走势



相关研究报告

● 卫生中国牌头部企业，川渝为基拓向全国

百亚股份产品涵盖卫生巾、纸尿裤等，拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等品牌。公司实施精耕川渝、拓展国内、电商并举的营销策略，2020-2024年，营收CAGR为27.00%，归母净利润CAGR为12.00%。受益公司卫生巾产品结构优化，中高端产品占比提升，公司2024年毛利率和ROE分别为53.19%和19.84%，同比分别提升2.87和2.66个百分点。

● 电商+大单品策略助非头部品牌，破局女性卫生用品市场

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会数据，2024年，女性卫生用品市场规模为867.10亿元（卫生巾占比超过90%）。2023年国内卫生巾CR10为37.10%，市场份额较分散，为非头部、新兴品牌创造成长空间。综合尼尔森与弗若斯特沙利文数据来看，电商已成为女性卫生用品重要销售渠道之一。大单品策略能够助力卫生巾品牌逐步形成产品差异化壁垒，另一方面，借鉴化妆品以及头部卫生巾品牌经验，大单品支撑品牌市场地位，夯实收入基本盘，并能够带来结构性增长与盈利能力提升。

● 百亚股份：益生菌大单品驱动成长，盈利能力持续增强可期

2023年，公司推出益生菌系列大单品，推动大健康系列产品实现收入4.99亿元，2024年收入同比增长超过180%。消费者健康护理需求提升，公司增强益生菌系列医护级产品属性，迭代升级巩固差异化产品力优势。2024年公司推出益生菌Pro系列产品，较基础款价格提升30%左右，助力盈利能力提升，扩大产品受众，夯实大单品发展基础。借势抖音发展红利，自由点平台地位稳固，品牌影响力外溢，对天猫、京东等传统电商平台形成反哺。2024年，自由点在天猫与京东市场份额同比分别提升3.39和3.54个百分点。公司核心五省市场平稳发展，2020-2024年收入CAGR为10.27%。外围省份重点突破，2024年收入超过4亿元，同比增长82.09%。中长期看，外围市场拓展、规模效应溢出带动费用率水平下降等因素，都将推升公司盈利能力。

● 盈利预测与评级

益生菌系列推动公司收入增长与盈利能力提升，品牌势能外溢，传统电商平台市场份额提升，外围市场重点突破，线上线下协同提振增长，中长期盈利能力提升可期。中性情景下，预计2025-2027年公司EPS为0.88/1.13/1.45元，2025年PE为28.90倍，低于可比公司均值，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争日益加剧的风险、原材料价格波动的风险、营销网络拓展的风险。

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,144	3,254	4,316	5,434	6,716
(+/-)%	33.0%	51.8%	32.6%	25.9%	23.6%
息税前利润 (EBIT)	269	312	442	569	730
(+/-)%	26.1%	16.1%	41.6%	28.9%	28.3%
归母净利润	238	288	379	487	622
(+/-)%	27.2%	20.7%	31.7%	28.5%	27.7%
每股收益 (元)	0.56	0.67	0.88	1.13	1.45

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	356	395	456	585	723	营业收入	2,144	3,254	4,316	5,434	6,716
应收票据及应收账款	188	219	308	369	435	营业成本	1,065	1,523	1,950	2,397	2,918
预付账款	28	30	39	47	55	营业税金及附加	19	26	35	45	56
其他应收款	13	16	20	26	33	销售费用	669	1,226	1,681	2,160	2,681
存货	173	283	320	375	434	管理费用	72	117	155	196	247
其他流动资产	5	23	23	23	23	研发费用	54	72	93	115	138
流动资产合计	1,214	1,328	1,547	1,823	2,118	财务费用	-4	-2	-4	-5	-6
长期股权投资	19	21	21	21	21	资产减值损失	-10	-3	-5	-6	-7
固定资产合计	491	626	654	683	755	信用减值损失	-14	-3	-4	-4	-5
无形资产	65	63	63	63	63	其他收益	22	27	35	41	47
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	9	5	5	7	9
长期待摊费用	0	2	2	2	2	公允价值变动收益	5	11	9	8	8
其他非流动资产	46	17	56	56	56	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1,884	2,151	2,439	2,745	3,115	营业利润	281	329	444	572	735
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	-1	10	2	2	2
应付票据及应付账款	231	309	401	494	601	利润总额	280	339	446	574	736
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	41	51	67	87	114
应付职工薪酬	42	55	70	86	105	净利润	239	288	379	487	622
应交税费	10	2	2	3	3	归属于母公司所有者的净利润	238	288	379	487	622
其他流动负债	5	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.56	0.67	0.88	1.13	1.45
预计负债	0	4	4	4	4						
负债合计	498	701	926	1,145	1,404	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	1,387	1,450	1,513	1,600	1,712	营收增长率	33.0%	51.8%	32.6%	25.9%	23.6%
						EBIT 增长率	26.1%	16.1%	41.6%	28.9%	28.3%
						净利润增长率	27.2%	20.7%	31.7%	28.5%	27.7%
						销售毛利率	50.3%	53.2%	54.8%	55.9%	56.6%
						销售净利率	11.1%	8.8%	8.8%	9.0%	9.3%
						ROE	17.2%	19.8%	25.1%	30.4%	36.4%
						ROIC	16.5%	17.9%	24.2%	29.5%	35.3%
						资产负债率	26.4%	32.6%	38.0%	41.7%	45.1%
						PE	27.07	35.81	28.90	22.49	17.60
						PB	4.69	7.10	7.24	6.84	6.40
						EV/EBITDA	18.95	26.26	19.30	15.14	11.83
现金流量表 (百万元)											
净利润	239	288	379	487	622						
折旧与摊销	56	66	104	118	138						
经营活动现金流净额	331	325	532	668	850						
投资活动现金流净额	-136	-45	-163	-139	-202						
筹资活动现金流净额	-145	-237	-303	-400	-511						
现金净变动	50	42	67	129	138						
期初现金余额	297	347	390	456	585						
期末现金余额	347	390	456	585	723						

目录

1. 卫生中国牌头部企业，川渝为基拓向全国	6
1.1 一次性个人卫生用品代表性企业，已完成员工持股平台建设	6
1.2 卫生巾产品收入占比提升，推动公司营收增长强化盈利质量	7
2. 电商+大单品策略助非头部品牌，破局女性卫生用品市场	9
2.1 近年国内吸收性卫生用品保持千亿规模，女性卫生用品为占比最高品类	9
2.2 女性卫生用品规模超 850 亿元，卫生巾行业较分散的格局为非头部品牌创造发展空间	11
2.3 电商渠道为基石，大单品为抓手，助力卫生巾品牌抢占市场	13
2.3.1 已有其他非传统头部品牌借助电商渠道实现市场突破	13
2.3.2 大单品策略适用于卫生巾的产品属性与行业竞争环境	14
2.3.3 卫生巾大单品已有差异化，逐步形成产品力壁垒	15
2.3.4 借鉴化妆品经验，大单品支撑市场地位、收入规模与盈利能力	17
2.3.5 头部品牌经验看，大单品可稳住收入基本盘，亦可贡献结构性增长	19
3. 百亚股份：益生菌大单品驱动成长，盈利能力持续增强可期	20
3.1 大单品益生菌系列产品推出打开公司成长空间	20
3.1.1 益生菌系列推出，对公司收入、盈利能力与品牌均起到积极助推作用	20
3.1.2 增强益生菌系列医护级产品属性，迭代升级巩固差异化产品力优势	22
3.1.3 益生菌系列产品迭代升级，将推动产品单价与公司盈利能力提升	25
3.2 品牌势能外溢，公司在传统电商平台市场份额稳步提升	26
3.3 核心五省稳健发展，重点突破外围省份市场	29
3.4 中长期看，公司盈利能力提升仍有空间	30
4. 盈利预测与评级	32
4.1 情景分析：中性情景下的主营拆分	32
4.2 可比公司估值	33
4.3 评级	34
5. 风险提示	34

图目录

图 1:	百亚股份发展历程	6
图 2:	百亚股份股权结构	7
图 3:	百亚股份营收情况	8
图 4:	百亚股份归母净利润情况	8
图 5:	2024 年百亚股份分产品收入占比情况	8
图 6:	2024 年百亚股份分地区收入占比情况	8
图 7:	百亚股份毛利率情况 (%)	9
图 8:	百亚股份净利率情况 (%)	9
图 9:	百亚股份期间费用率&各分项费用率情况 (%)	9
图 10:	百亚股份 ROE 情况 (%)	9
图 11:	一次性卫生用品的分类情况	10
图 12:	一次性卫生用品的产业链情况	10
图 13:	国内吸收性卫生用品市场规模情况	11
图 14:	吸收性卫生用品细分品类占比结构情况	11
图 15:	国内女性卫生用品市场规模情况	11
图 16:	吸收性卫生用品细分品类增长情况	11
图 17:	中国卫生巾行业 CR10 情况	12
图 18:	2023 年中、美、日卫生巾 CR4 情况	12
图 19:	百亚股份及核心品牌自由点市场份额测算情况	12
图 20:	尼尔森卫生巾线上销售占比情况	13
图 21:	国内婴童及女性护理一次性使用卫生用品线上销售占比情况	13
图 22:	卫生巾品类复购率情况	15
图 23:	品牌增长蓝图	15
图 24:	2024 年卫生巾产品购买因素重要度情况	16
图 25:	2024 年卫生巾性能特性重要度情况	16
图 26:	卫生巾行业近年部分负面舆情梳理	17
图 27:	2023 年化妆品行业竞争格局情况	17
图 28:	2024 年双十一珀莱雅成交金额排名情况	18
图 29:	珀莱雅护肤品业务收入情况	19
图 30:	珀莱雅护肤品业务毛利率情况	19
图 31:	液体卫生巾在护舒宝卫生巾线上销售额占比情况	19
图 32:	苏菲裸感 S 系列产品线上销售额情况	19
图 33:	百亚股份卫生巾在营收占比&自由点在卫生巾收入占比情况	20
图 34:	百亚股份大健康产品收入在卫生巾业务占比情况	21
图 35:	百亚股份大健康产品收入情况	21
图 36:	百亚股份营收&卫生巾收入&自由点收入增长情况 (%)	21
图 37:	百亚股份毛利率&卫生巾业务毛利率&自由点毛利率情况	21
图 38:	卫生巾市场从 1.0 阶段向 2.0 阶段升级的情况	22
图 39:	2024 年 1-10 月线上主流电商平台卫生巾市场高增长概念销售情况	23
图 40:	百亚股份强化益生菌系列产品功能性、科学性营销	23
图 41:	百亚股份组织开展消费者探厂活动	23
图 42:	上海市计生所医院“含灭活益生菌的卫生巾对阴道菌群的调节作用”实验结论报告	24
图 43:	15-39 岁区间内中国女性分年龄段人口数量 (万人)	25
图 44:	百亚股份卫生用品销售单价情况	25
图 45:	百亚股份电商渠道收入情况	27
图 46:	百亚股份电商渠道收入占营收比重的情况	27
图 47:	2024.02-2025.03 自由点在抖音月度销售额 (万元)	27
图 48:	自由点在抖音平台市场份额情况	27

图 49:	自由点 2024 年 618 期间部分电商平台销售表现.....	28
图 50:	自由点 2024 年双十一期间部分电商平台销售表现.....	28
图 51:	自由点在天猫平台市场份额情况.....	29
图 52:	自由点在京东平台市场份额情况.....	29
图 53:	百亚股份线下渠道收入情况.....	29
图 54:	百亚股份经销与 KA 渠道在线下收入占比情况.....	29
图 55:	百亚股份区域市场收入在线下收入占比情况.....	30
图 56:	百亚股份其他地区收入情况.....	30
图 57:	百亚股份核心五省收入情况.....	30
图 58:	百亚股份分区域毛利率情况.....	31
图 59:	恒安与百亚卫生巾业务毛利率情况.....	31
图 60:	恒安与百亚公司整体期间费用率情况.....	31
图 61:	东鹏饮料分区域收入占比情况.....	32
图 62:	东鹏饮料广东区域收入占比&销售费用率情况.....	32

表目录

表 1:	百亚股份主要品牌&产品系列的情况.....	6
表 2:	抖音平台 2024 年 2 月至 2025 年 3 月卫生巾销售额前十名情况 (万元)	14
表 3:	部分卫生巾品牌大单品核心卖点情况.....	16
表 4:	自由点品牌市场份额排名情况.....	22
表 5:	自由点益生菌基础第二代与 Pro 产品对比情况.....	24
表 6:	百亚股份益生菌基础款与 Pro 款产品价格情况.....	26
表 7:	百亚股份益生菌系列产品与头部品牌核心系列产品单价对比.....	26
表 8:	百亚股份主营拆分情况 (百万元)	33
表 9:	可比公司估值情况.....	34

1.卫生中国牌头部企业，川渝为基拓向全国

1.1一次性个人卫生用品代表性企业，已完成员工持股平台建设

立足川渝，迈向全国的一次性个人卫生用品企业。重庆百亚卫生用品股份有限公司成立于2010年，2020年在深交所A股成功上市。公司主要从事一次性个人卫生用品的研发、生产和销售，产品涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，公司旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等具有较高品牌知名度和市场美誉度的品牌。公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，致力为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品。2024年，根据尼尔森的统计数据，公司自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第二。

图 1：百亚股份发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，渤海证券研究所

公司旗下品牌均定位中高端。公司旗下品牌中自由点为卫生巾品牌，好之为婴儿纸尿裤品牌，丹宁为成人失禁用品品牌，均定位于中高端产品。2023年，公司推出益生菌系列产品，带动近两年卫生巾收入保持快速增长。同时，公司紧抓抖音直播平台的发展红利，加大品牌资源投放和宣传。

表 1：百亚股份主要品牌&产品系列的情况

品类	品牌	系列名称	主要特点
卫生巾	FREEMORE	益生菌系列	添加可改善女性私处环境的专利益生菌 LA88
		益生菌 PRO 系列	表层添加天然蚕丝，3D 超导亲肤，添加专利女性益生菌 LA88+N13+益生元
		有机纯棉系列	采用有机纯棉表层，天然健康，极薄柔软，亲肤透气

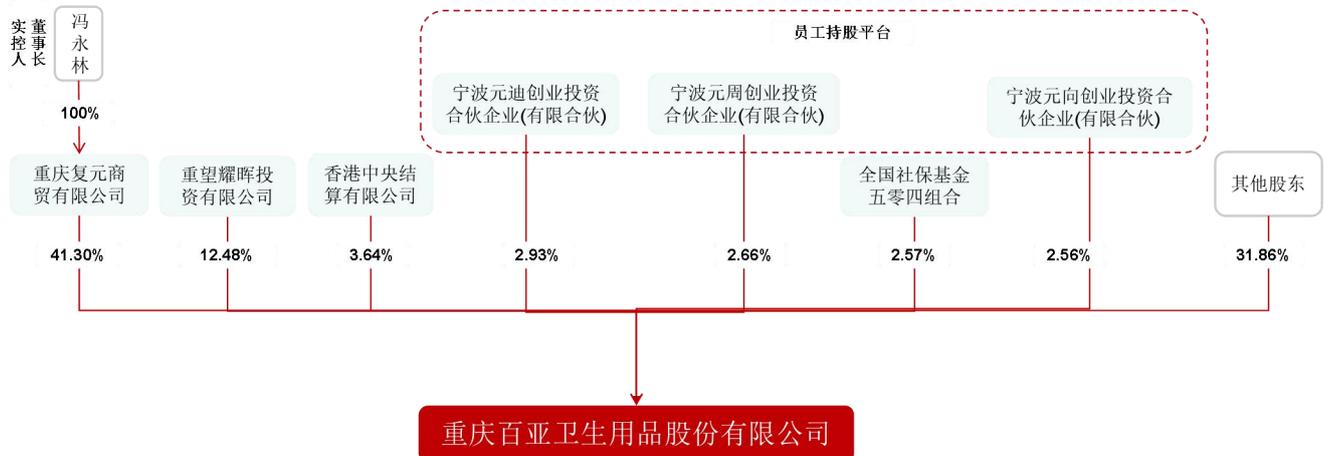
请务必阅读正文之后的声明

	敏感肌系列	采用天然蚕丝添加表层，含雪绒花精华，天然健康，为0敏而生
自由点	无感7日系列	具有薄、柔、吸的特性，采用超薄复合芯体结构，产品轻薄，蓬松柔软，超强吸收
	无感无忧系列	采用独创的Y型芯体结构，结合立体悬浮设计，产品更加贴合人体股沟，减少摩擦感
	舒睡系列	具有超长超吸收的特性，舒睡430长度保持着行业内最长的中身设计
婴儿纸尿裤	乳木果系列	采用珍贵乳木果油添加面层，天然植物萃取减少皮肤刺激，温和滋润呵护宝宝肌肤
	超薄全能系列	采用双层超薄柔软面层和轻薄柔韧的复合芯体结构具有超薄、透气、柔软的特性
	不要紧系列	采用超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围，让婴幼儿穿着更舒适
成人失禁用品	丹宁健康系列	具有抑制异味、吸收性好、超强防漏的特性
	好来康医用护理垫系列	尿裤型结构，多重防漏，瞬吸锁水，添加抑菌SAP，抑味防臭

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司股权集中，并已搭建员工持股平台。截至今年一季报，公司实际控制人为董事长冯永林，其通过重庆复元商贸控制公司41.30%的股权，股权结构稳定集中。另一方面，公司建立了宁波元迪、宁波元周、宁波元向三大员工持股平台，合计持有公司8.15%的股权，深度绑定员工利益，激发员工自驱力，为公司长效发展提供良好支持。

图 2：百亚股份股权结构



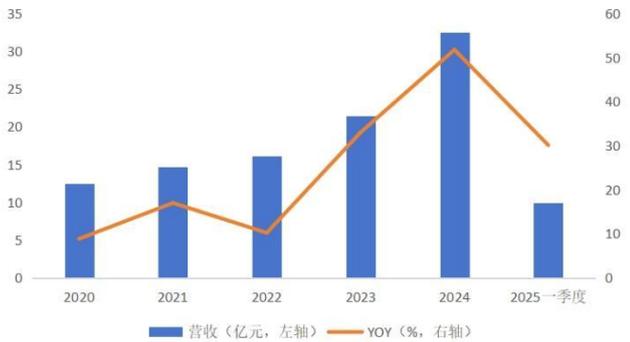
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

1.2 卫生巾产品收入占比提升，推动公司营收增长强化盈利质量

今年一季度公司收入增长略快于利润增长。公司上市以来，营收持续增长，2024年规模为32.54亿元，2020-2024年营收CAGR为27.00%。公司持续聚焦卫生巾业务，益生菌系列产品推出后进一步增强业务增长驱动，进而带动整体收入在近两年实现高增长。今年一季度，公司营收延续增长态势，同比增长为30.10%，规模为9.95亿元。2020-2024年，公司归母净利润规模有所波动，期间CAGR为

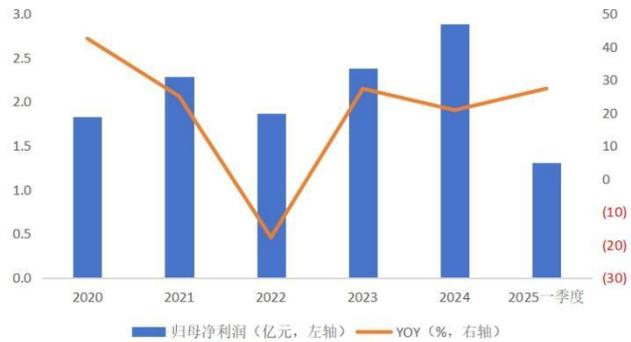
12.00%，今年一季度利润规模为 1.31 亿元，同比增长 27.27%。

图 3：百亚股份营收情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

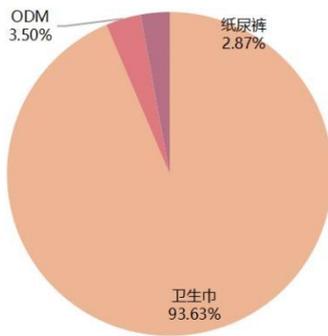
图 4：百亚股份归母净利润情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

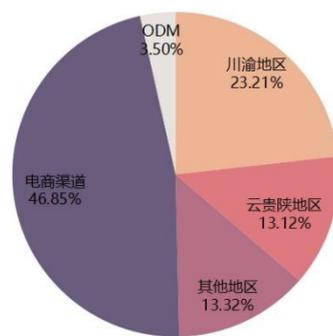
卫生巾收入占比提升明显，发力外围省份市场成果显现。分产品看，2024 年，卫生巾为公司核心产品，收入占比为 93.63%。在聚焦策略、新品推出以及产品迭代的推动下，公司产品结构不断优化，卫生巾收入占比持续提升，2024 年同比提升 4.76 个百分点。公司立足川渝，通过线上、线下协同发展，加快推进外围省份市场发展策略成果显现。根据公司收入拆分口径，2024 年，电商渠道收入为 15.25 亿元，同比大幅增长 103.80%，川渝、云贵陕、其他地区收入同比分别增长 11.45%、18.92% 和 82.09%。收入占比方面，2024 年，电商渠道为 46.85%（同比+11.96 个百分点），川渝地区占比 23.21%（同比-8.40 个百分点），云贵陕占比 13.12%（同比-3.62 个百分点），其他地区占比 13.32%（同比+2.22 个百分点）。

图 5：2024 年百亚股份分产品收入占比情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

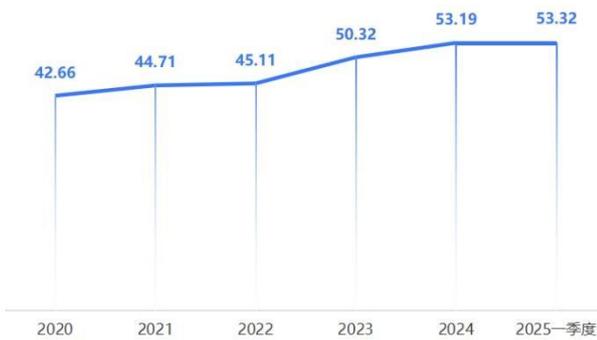
图 6：2024 年百亚股份分地区收入占比情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

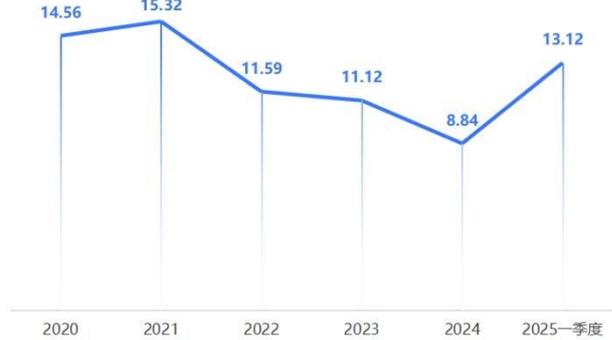
公司盈利能力较强，盈利质量较好。公司卫生巾产品结构优化，中高端产品收入占比提升带动毛利率增长。2024 年公司毛利率为 53.19%（同比+2.87 个百分点），其中，自由点品牌毛利率为 55.80%（同比+0.90 个百分点）。近年公司加强电商渠道建设及全国市场拓展，销售费用显著增长（2023、2024 年同比+69.36%、+83.24%），推动期间费用率攀升压制净利率。今年一季度公司期间费用率同比下降 1.04 个百分点但仍处高位，叠加毛利率下降 1.04pct，净利率同比微降 0.29pct。2022-2024 年 ROE 显著提升，2024 年为 19.84%（同比+2.66 个百分点），今年一季度达 8.26%（同比+1.37 个百分点），整体盈利质量较好。

图 7: 百亚股份毛利率情况 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 8: 百亚股份净利率情况 (%)



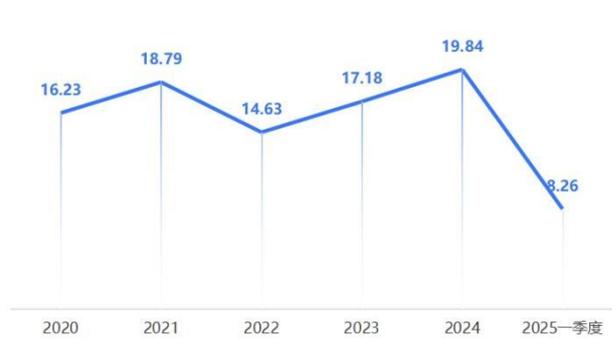
资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 9: 百亚股份期间费用率&各分项费用率情况 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 10: 百亚股份 ROE 情况 (%)



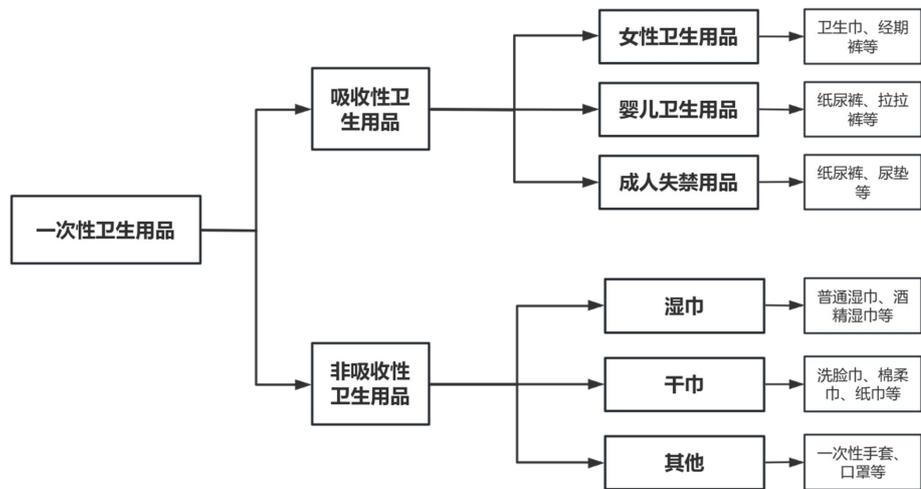
资料来源: ifind, 渤海证券研究所

2. 电商+大单品策略助非头部品牌，破局女性卫生用品市场

2.1 近年国内吸收性卫生用品保持千亿规模，女性卫生用品为占比最高品类

一次性卫生用品涉及种类众多，与日常生活高度相关。根据国家《一次性使用卫生用品卫生要求》的定义，一次性使用卫生用品是指使用一次后即丢弃的、与人体直接或间接接触的、并为达到人体生理卫生或卫生保健（抗菌或抑菌）目的而使用的各种日常生活用品，产品性状可以是固体也可以是液体。一次性使用卫生用品可包括一次性使用手套或指套（不包括医用手套或指套）、纸巾、湿巾、卫生湿巾、妇女经期卫生用品（包括卫生护垫）等。一次性卫生用品主要分为吸收性卫生用品及非吸收性卫生用品。吸收性卫生用品一般按产品类别及消费者之年龄组别分类，包括婴儿纸尿裤、女性卫生用品及成人失禁用品。

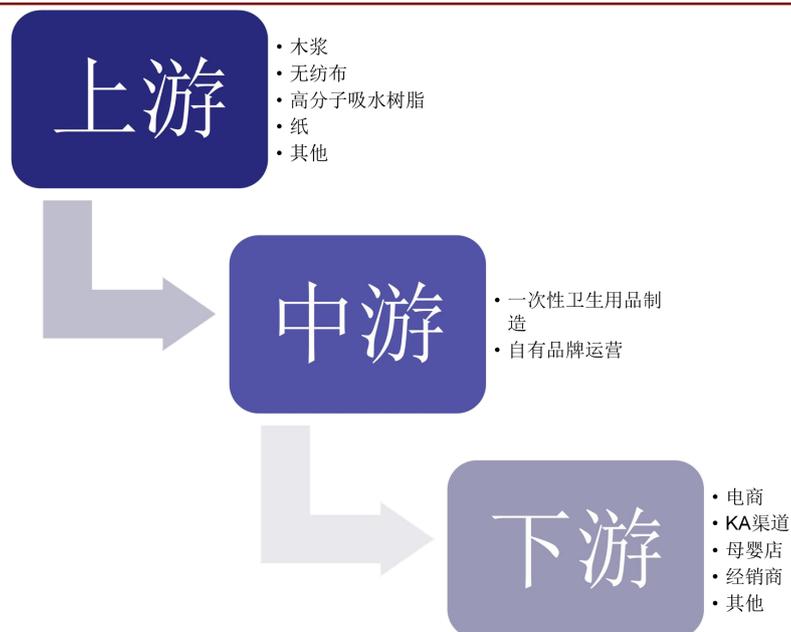
图 11: 一次性卫生用品的分类情况



资料来源: 智研咨询, 渤海证券研究所

一次性卫生用品销售渠道呈现多元化。从产业链结构分析, 一次性卫生用品产业上游主要由基础原材料构成, 包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂 (SAP)、纸等关键材料; 中游制造环节呈现充分竞争格局, 生产企业普遍采用代工、自主品牌、代工+自主品牌等运营模式, 核心生产设备主要依赖日本进口的高速自动化生产线。头部制造企业通常具备覆盖国内外中高端品牌代工与持续推进自主品牌建设的双轨运营能力; 下游主要流通渠道涵盖经销商网络、大型连锁商超 (KA 渠道)、母婴专卖店以及电商平台与垂直电商等多元化终端。

图 12: 一次性卫生用品的产业链情况

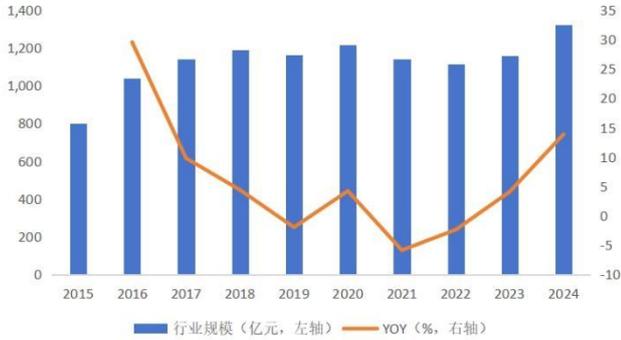


资料来源: 智研咨询, 渤海证券研究所

近两年国内吸收性卫生用品行业恢复增长, 女性卫生用品为占比最高品类。吸收性卫生用品作为一次性卫生用品的重要细分领域, 根据中国造纸协会生活用纸专业

委员会数据，2024 年，国内吸收性卫生用品市场规模 1,321.30 亿元，同比增长 13.87%，2015-2024 年 CAGR 为 5.72%。女性卫生用品为吸收性卫生用品中占比最高的品类，2024 年占比为 65.62%。近几年，成人失禁用品与女性卫生用品占比均有提升，2015-2024 年，期间内占比提升幅度分别为 4.04 和 15.96 个百分点。

图 13: 国内吸收性卫生用品市场规模情况



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 渤海证券研究所

图 14: 吸收性卫生用品细分品类占比结构情况

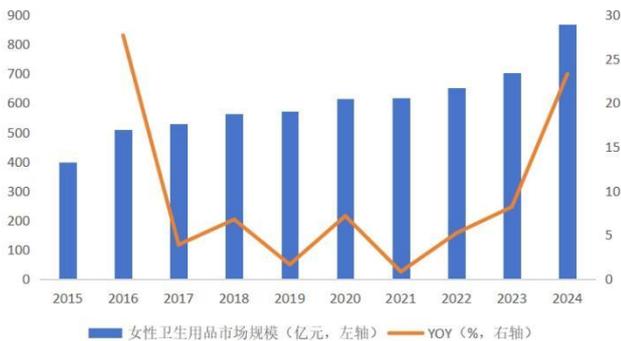


资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 渤海证券研究所

2.2 女性卫生用品规模超 850 亿元，卫生巾行业较分散的格局为非头部品牌创造发展空间

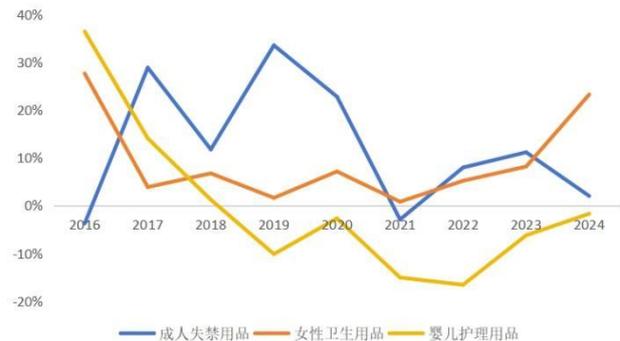
国内女性卫生用品市场规模超过 850 亿元。中国造纸协会生活用纸专业委员会数据显示，2024 年，国内女性卫生用品（卫生巾是主流产品占比超过 90%）市场规模为 867.10 亿元，同比增长 23.27%。女性卫生用品作为吸收性卫生用品中占比最高的品类，2015-2024 年 CAGR 为 9.05%，略低于成人失禁用品，但显著高于婴儿护理用品的增长。

图 15: 国内女性卫生用品市场规模情况



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 渤海证券研究所

图 16: 吸收性卫生用品细分品类增长情况



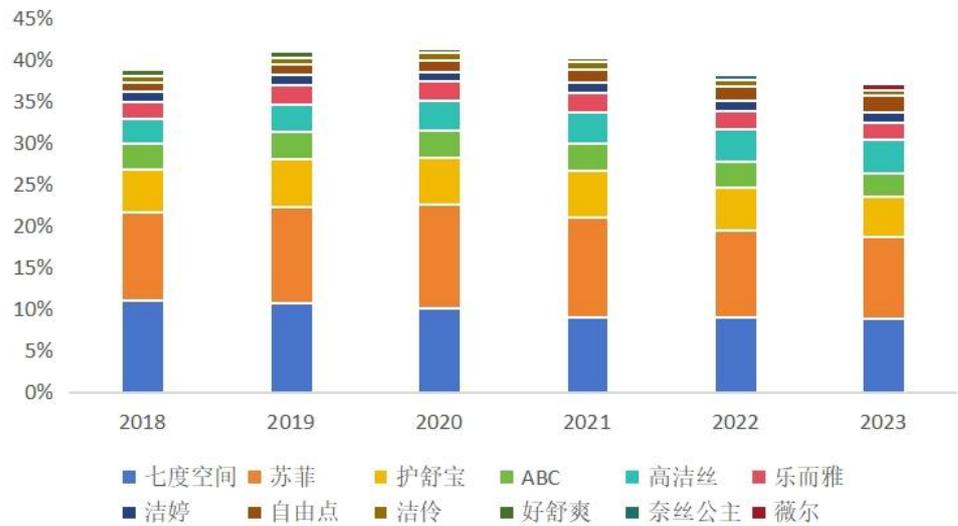
资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 渤海证券研究所

国内卫生巾市场份额较分散，为非头部、新兴品牌创造成长空间。从市场份额看，Euromonitor 数据显示，2018-2023 年，国内卫生巾 CR10 占比有所下降，2023 年为 37.10%，较 2018 年下降 1.70 个百分点，整体行业格局较为分散。与美国和日本相比，2023 年，美国与日本卫生巾 CR4 占比分别为 87.20% 和 98.30%，中国不足 30%。此外，美国与日本本土企业宝洁与尤妮佳在本国市场份额占比均超

过 50%，占据市场主导地位。而国产品牌市占率最高的七度空间，2023 年其占有率不足 10%。

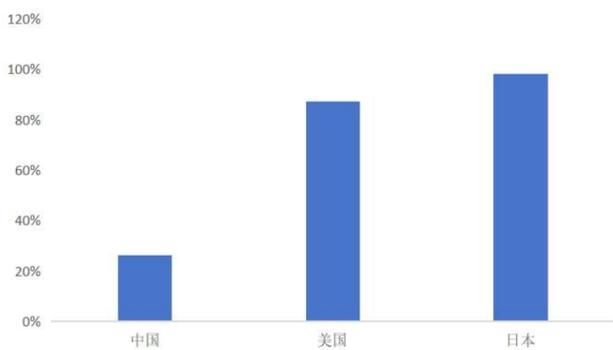
整体上看，国内卫生巾行业市场格局较为分散，缺少占据市场主导地位的企业与品牌，但也为非头部品牌、新兴品牌创造了发展空间。百亚股份及其下属品牌自由点，作为立足川渝逐步迈向全国的企业与品牌，近年实现了在国内女性卫生用品市场份额的稳步提升。结合中国造纸协会生活用纸专业委员会与百亚股份披露数据测算，2020-2024 年，百亚股份市场份额从 1.54% 提升到 3.51%，核心品牌自由点份额从 1.49% 提升到 3.50%。

图 17：中国卫生巾行业 CR10 情况



资料来源：Euromonitor，渤海证券研究所

图 18：2023 年中、美、日卫生巾 CR4 情况



资料来源：Euromonitor，渤海证券研究所

图 19：百亚股份及核心品牌自由点市场份额测算情况



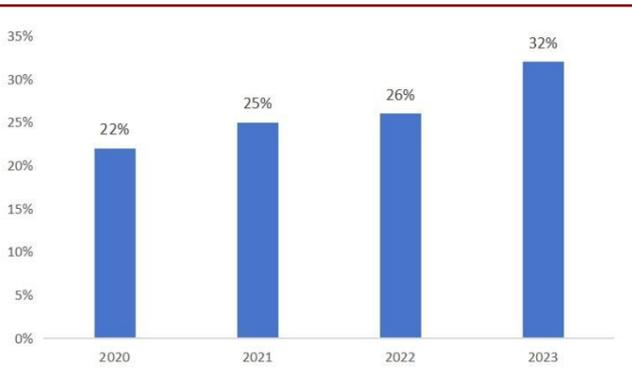
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会、公司公告，渤海证券研究所

2.3 电商渠道为基石，大单品为抓手，助力卫生巾品牌抢占市场

2.3.1 已有其他非传统头部品牌借助电商渠道实现市场突破

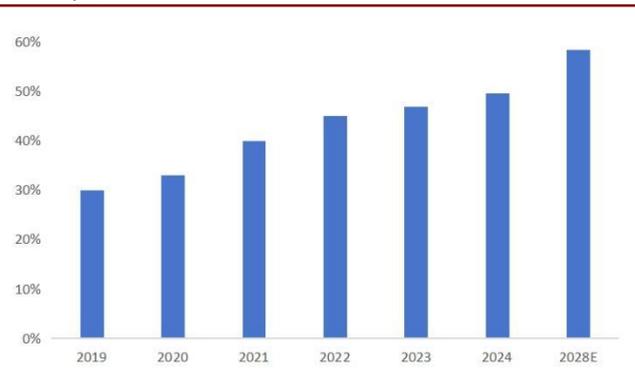
电商成为女性卫生用品的重要销售渠道之一。女性卫生用品销售渠道覆盖大卖场、大型连锁商超、中小型超市、母婴专营店、食杂店等线下渠道，平台电商、垂直电商、直播电商等线上渠道。消费者网购越来越频繁以及线上网购平台和双十一等购物节的大批量囤货的让利优惠，推动消费者对线上渠道购买女性卫生用品的黏性持续增强。尼尔森数据显示，2023年，卫生巾线上购买占比为32%，同比提升6个百分点。另一方面，根据弗若斯特沙利文数据，2024年国内婴童及女性护理一次性使用卫生用品线上销售占比为49.58%，同比提升2.62个百分点，预计到2028年占比将提升为58.41%。综合两项数据来看，线上渠道占比提升较为明显，已经成为消费者购买女性卫生用品的重要渠道之一。

图 20：尼尔森卫生巾线上销售占比情况



资料来源：尼尔森，渤海证券研究所

图 21：国内婴童及女性护理一次性使用卫生用品线上销售占比情况



资料来源：弗若斯特沙利文，渤海证券研究所

电商渠道兴起，为非头部品牌创造弯道超车可能性。电商渠道的崛起，打破线下地域的局限，为非头部、区域性、新兴卫生巾品牌进入全国乃至全球市场，提供了更多消费者触达可能以及更广阔的市场空间。同时，电商渠道也降低了线下传统渠道运营成本，增强了非头部、区域性、新兴等品牌的知名度和产品创新力，为此类品牌提供了弯道超车的基础。特别是抖音、快手、小红书等短视频、直播、社交类电商平台的兴起，为女性卫生用品品牌提供了更为精准的品牌营销手段和渠道。

以抖音平台为例，2024年2月-2025年3月，月度销售额前十名卫生巾品牌的数据。从具备连续月度数据品牌的累计销售额看，高洁丝、七度空间、苏菲等头部品牌依旧拥有较为稳固的市场地位，销售额基本较为靠前。但自由点、淘淘氧棉等带有区域属性的非传统头部品牌，已在抖音平台取得良好销售成绩。数据显示，期间内自由点与淘淘氧棉累计销售额分别为10.01亿元和5.61亿元，位列行业前两位。此外，绵绵的羊、奈丝公主、草本伊、她研社等新兴品牌，也开始崭露头角，在期间内多次进入销售额前十名。期间内已有数据显示，绵绵的羊、棉妮佳、她研社等

新兴品牌累计销售额均已破亿。

表 2: 抖音平台 2024 年 2 月至 2025 年 3 月卫生巾销售额前十名情况 (万元)

	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2025.01	2025.02	2025.03	合计 (亿元)
自由点	6,159	7,561	5,416	7,495	6,806	6,555	8,065	10,334	10,254	7,662	4,438	4,812	7,143	7,446	10.01
淘淘氧棉	1,205	3,114	1,920	3,270	3,362	5,991	2,724	3,010	4,468	5,278	3,050	3,353	4,766	10,557	5.61
高洁丝	924	3,738	1,534	2,866	2,393	1,350	2,199	3,892	7,187	2,203	4,363	3,032	5,883	6,568	4.81
七度空间	2,798	5,429	1,703	2,888	3,687	2,887	3,119	2,975	3,336	4,418	1,764	1,588	3,686	6,430	4.67
苏菲	2,132	4,332	1,735	2,758	3,574	2,087	2,687	2,594	3,547	2,945	1,361	1,002	1,989	1,889	3.46
护舒宝	1,777	2,545	1,065	1,824	2,571	1,357	2,160	2,154	4,152	3,109		1,398	1,954	3,231	2.93
绵绵的羊											3,194	3,648	2,828	5,466	1.51
薇尔		1,407	994		2,864	1,509	1,742	1,200	2,168	1,479			1,650		1.50
棉妮佳	1,483	1,541	1,007	1,363	1,298	1,145	1,242	1,150	1,135	1,522					1.29
她研社		1,390	995	1,203			1,367	1,531	2,212					1,690	1.04
奈丝公主										1,693	2,111	1,104	2,510	1,697	0.91
草本伊											1,470	1,090	1,855	1,744	0.62
由趣										1,991	1,994				0.40
白森林	1,329			1,097		1,137									0.36
植护	1,291		918					940							0.31
洁婷					1,073		1,807								0.29
未可		1,503							1,085						0.26
蓝棉花										1,589					0.16
微月						1,233									0.12
臻爱朵朵	1,216														0.12
棉享				1,086											0.11
奢好					1,060										0.11
花朵												1,301			0.13

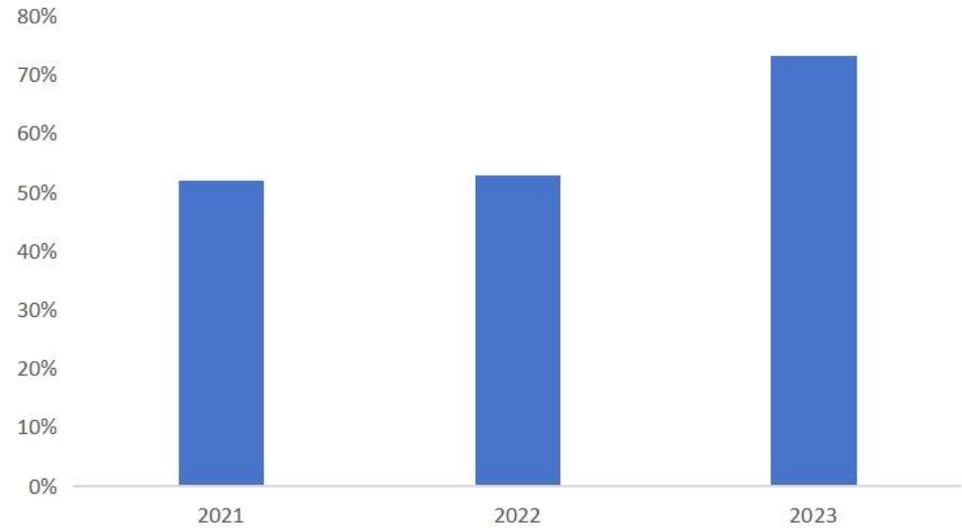
资料来源: 飞瓜, 渤海证券研究所

2.3.2 大单品策略适用于卫生巾的产品属性与行业竞争环境

卫生巾的产品属性, 为品牌方打造大单品提供支持。中国造纸协会生活用纸专业委员会统计, 我国卫生巾渗透率在 2017 年已接近 100%。卫生巾作为生理周期性必需品, 具备刚性需求和高复购率的属性 (根据巨量引擎数据, 2023 年抖音平台卫生巾复购率为 73.3%)。高频消费将强化消费者对于特定产品的功能认知与信任感, 为品牌方打造大单品提供了较强的需求支撑。另一方面, 根据凯度《品牌增长蓝图》, 在品牌 0-1 阶段, 大单品突破有助于抢占消费者心智, 从而迅速占领市

场。对于非头部、区域性和新兴品牌而言，持续提升产品力，寻求大单品突破，将成为在卫生巾这一偏存量竞争行业中抢占份额的重要抓手。

图 22: 卫生巾品类复购率情况



资料来源: 巨量引擎, 渤海证券研究所

图 23: 品牌增长蓝图

	0-1 阶段 大单品突破	1-10 阶段 拓展产品矩阵	10-100 阶段 加强和优化品牌建设
加速器 	占领更多消费者心智。 品牌通过提供创新独特的产品，在消费者心中建立强大的品牌心智，从而迅速占领市场。	强化品牌存在感。 从打造爆品到拓展产品矩阵，并逐渐形成品牌认知；进而强化品牌存在感，赢得消费者忠诚，把握市场机会。	找到增长新空间。 找到新人群机会、新需求机会、新产品机会，从而找到品牌新的增长空间。
机会与动作 	处于等量增长且询问品牌总认知小于30%。品牌在探索全新市场的过程中，需要广泛触达潜在消费者。	处于指数增长且询问品牌总认知在30%-50%。亟需快速形成品牌认知，布局多种媒介组合，为品牌打好形象认知基础。	处于品牌拉力且询问品牌总认知在50%-70%甚至更高。打造品牌鲜明形象，通过优质内容传播与目标受众有效沟通，以品牌强心智和强存在感寻找增长新空间。
预期效果 	心智更强的品牌相较于弱品牌心智的品牌能够实现： 9X 市场份额 2X 溢价空间 4X 业务增长可能性	7X 购买人群：与仅出现在一半购买场景的品牌相比，出现在所有购买场景的品牌能吸引到的购买者人数高7倍，在终端具有强可见度。 2.5X 购买转化：在品牌资产都很强的情况下，转化力很强的品牌比转化力不足的品牌增长速度2.5倍。	2X 增长机会：能够找到新用途或新消费场景的品牌，对比减少应用场景的品牌，其增长机会将翻倍。

资料来源: 凯度, 渤海证券研究所

2.3.3 卫生巾大单品已有差异化，逐步形成产品力壁垒

消费者购买卫生巾更为关注其功能特性。根据《2025 女性卫生用品市场洞察报告》调研数据显示，消费者在选择卫生巾产品时，首要关注维度为功能特性，其次为材质；关注度最低的因素为是否添加香味，其次未被重视的指标为价格因素。该消费

特征表明，女性消费者在个人预算阈值范围内，更倾向于优先选购品质优异且具有品牌保障的产品。在卫生巾核心功能特性的评估体系中，防漏性位居首要考量维度，吸收性则位列次席。

图 24：2024 年卫生巾产品购买因素重要度情况

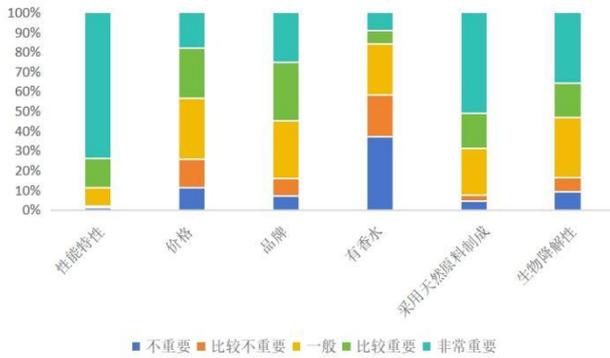
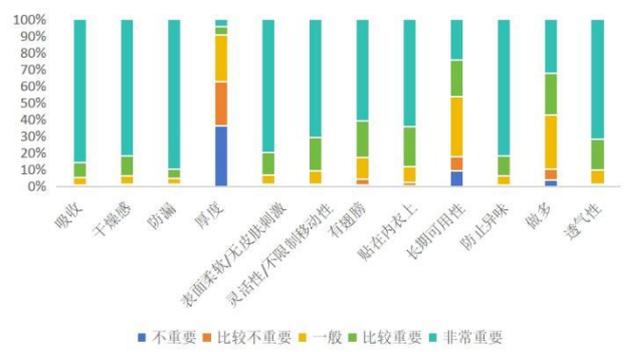


图 25：2024 年卫生巾性能特性重要度情况



资料来源：《2025 女性卫生用品市场洞察报告》，渤海证券研究所

资料来源：《2025 女性卫生用品市场洞察报告》，渤海证券研究所

大单品满足基础功能，并逐步形成产品力壁垒。根据前文抖音平台卫生巾销售情况，我们整理了销售排名较为靠前品牌的核心单品情况。综合来看，各品牌注重吸收性、干燥度、舒适性等基本功能。但同时，各品牌大单品也在材料、微生态、缓解不适等方面形成差异化，其中不乏采用部分首创技术，带动大单品在产品端逐步形成壁垒。

表 3：部分卫生巾品牌大单品核心卖点情况

品牌	大单品系列	核心卖点
护舒宝	液体卫生巾	FlexFoam 革新液体材料，吸收快、锁水强，保持干爽舒适，预防侧漏
苏菲	裸感 S 系列	“无感”体验为核心，1mm 超薄设计，兼顾高吸收力、透气性，减少闷热感和皮肤刺激
高洁丝	奢宠(海岛棉)	采用进口海岛棉，具有超强吸收力和透气性，独特材质和设计提供柔软、舒适的使用体验，同时具备一定的抗菌性能
自由点	益生菌系列	首个将益生菌应用于卫生巾中的系列，核心原料 LA88 专利益生菌平衡私处微生态
ABC	KMS 系列	采用 KMS 健康配方，主打清凉舒爽的使用感受，具有一定的缓解经期不适的作用，具备良好的透气性和吸收性能
七度空间	少女系列	采用 0.08cm 极薄芯体，轻盈柔软无负担，100%天然纯棉，加倍柔软更低敏，16 倍吸力干爽透气
奈丝公主	超净吸收系列	医护级卫生巾，高标准，呵护敏感肌，第六代全棉干爽科技，干爽不怕黏腻，首创超净吸全棉面层
淘淘氧棉	天山白系列	臻选优质长纤维天然氧棉，轻盈纯净，柔软舒适，超细旦无边悬浮棉芯设计，减少摩擦，更无感。国标消毒级，高标准，放心用

资料来源：淘宝各品牌旗舰店，渤海证券研究所

负面舆情推动消费者更为关注品质，将倒逼全行业质量升级。近年来，卫生巾行业负面舆情多有发生，涉及品牌中不乏苏菲、护舒宝、高洁丝等头部品牌，对消费者品牌信任度造成冲击，将促使消费者加强对于卫生巾产品性能、材质、安全性等品质属性的关注度。另一方面看，负面舆情也将倒逼品牌企业强化产品质量控制，提升大单品市场竞争力，乃至推动全行业产品质量提升。

图 26: 卫生巾行业近年部分负面舆情梳理



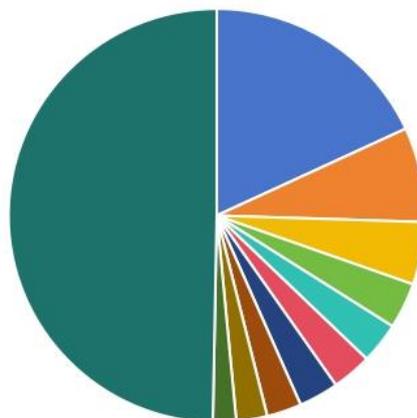
资料来源: 图数室, 渤海证券研究所

2.3.4 借鉴化妆品经验, 大单品支撑市场地位、收入规模与盈利能力

充分竞争背景下, 化妆品大单品策略对卫生巾行业具备借鉴意义。根据 Euromonitor 数据, 2023 年国内卫生巾行业 CR5 为 30.4%, 同期化妆品行业 CR5 为 37.2%, 两大行业整体均呈现较为离散的格局。化妆品行业的大单品策略是有效资源配置范式, 能优化整合产品结构。该策略集中资源打造有市场竞争力的核心单品, 把研发创新、生产管理及市场营销等关键资源聚焦于前景好的重点产品, 提升全链条运营效率。在充分竞争的行业背景下, 聚焦式资源投入模式能快速抢占消费者心智, 产品力持续迭代塑造差异化品牌印记。化妆品企业的大单品策略对品牌、营收与盈利的推动作用, 对卫生巾行业有借鉴意义。

图 27: 2023 年化妆品行业竞争格局情况

■ 欧莱雅 ■ 雅诗兰黛 ■ 宝洁 ■ 资生堂 ■ 珀莱雅 ■ 百雀羚
■ 自然堂 ■ LVMH集团 ■ 贝泰妮 ■ 上海上美 ■ 其他



资料来源: Euromonitor, 渤海证券研究所

大单品策略对品牌影响力提升有积极作用。以近年持续夯实大单品策略的化妆品企业珀莱雅为例, 2020 年, 珀莱雅开始推行大单品策略, 打造具备品牌心智、代

代表性的明星单品，推出红宝石精华、双抗精华、双抗小夜灯眼霜等大单品。

2020-2024 年，珀莱雅持续全方位升级核心大单品，并在 2024 年推出两个全新产品线，持续搭建独家成分壁垒，优化提升产品功效和使用体验，加强可持续属性。在大单品策略的加持下，珀莱雅品牌市场地位得以持续提升，2022-2023 年，在天猫平台精华品类连续排名第 1，面膜（第 4 到第 2）和面霜（第 9 到第 1）品类排名也稳步提升。2024 年，珀莱雅天猫旗舰店成交金额首次跃居天猫美妆第 1，2024 年 618 活动、双十一活动期间，珀莱雅天猫旗舰店成交金额均获天猫美妆排名第 1。

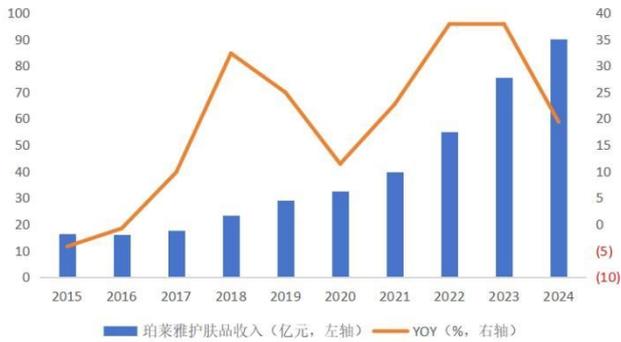
图 28：2024 年双十一珀莱雅成交金额排名情况



资料来源：珀莱雅公司官网，渤海证券研究所

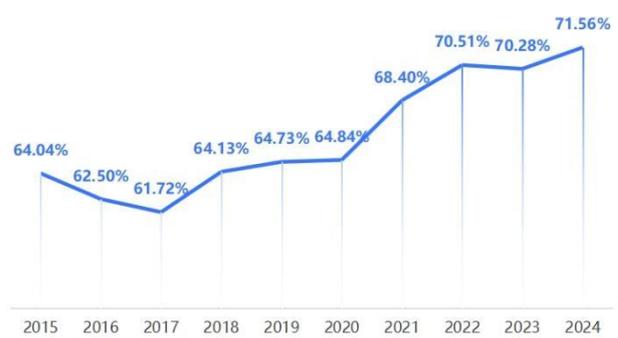
大单品策略对收入与盈利能力形成较强支撑。大单品策略下，珀莱雅护肤品业务收入与盈利能力提升明显。2015-2019 年，珀莱雅护肤品收入 CAGR 为 15.82%，2020-2024 年 CAGR 提升为 29.15%，2024 年护肤品收入达到 90.19 亿元，同比增长 19.31%，公司整体营收为 107.78 亿元，成为首个破百亿的国货美妆上市企业。2015-2019 年，珀莱雅护肤品平均毛利率为 63.42%；实施大单品策略后，2020-2024 年毛利率均值为 69.12%，2024 年为 71.56%，同比提升 1.28 个百分点。

图 29: 珀莱雅护肤品业务收入情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 30: 珀莱雅护肤品业务毛利率情况



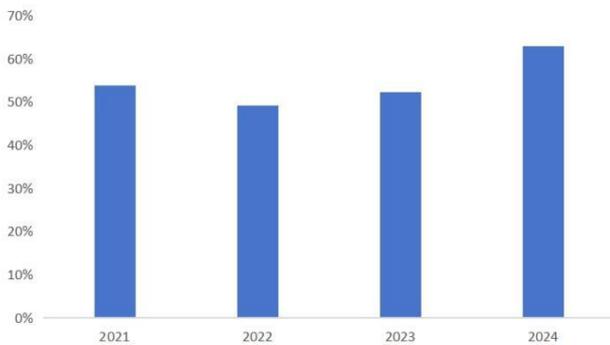
资料来源: ifind, 渤海证券研究所

2.3.5 头部品牌经验看，大单品可稳住收入基本盘，亦可贡献结构性增长

液体卫生巾为护舒宝品牌的重要基石。护舒宝液体卫生巾系列产品，于 2016 年进入中国市场，历经 10 年发展，该系列已经成为护舒宝旗下最为重要的大单品。根据久谦数据，2020-2024 年，液体卫生巾系列占护舒宝卫生巾产品线上（主要为天猫、京东与抖音平台，下同）销售额比重基本维持在 50%-60% 之间。2024 年，护舒宝卫生巾线上销售额同比下降 15.18%，而液体卫生巾系列销售额同比小幅增长 1.83%，成为稳定护舒宝品牌整体线上销售规模的重要基石。

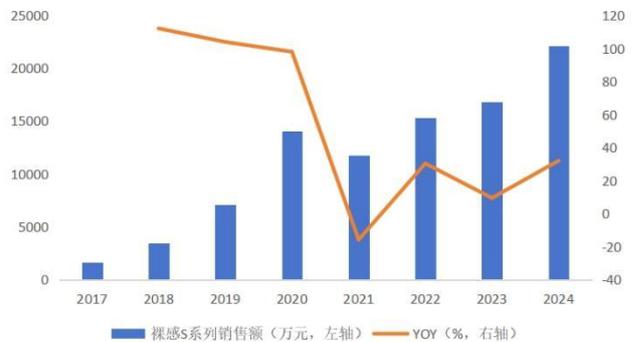
裸感 S 系列为苏菲品牌带来结构性增长。根据久谦统计数据，苏菲品牌旗下裸感 S 系列产品在 2017 年实现线上销售，2019 年推出升级产品裸感 S 贵族棉，进一步强化产品力。2017-2024 年，苏菲裸感 S 系列线上销售额 CAGR 超过 40%，2024 年在苏菲卫生巾整体线上销售额占比超过 20%，已成为品牌线上销售的重要产品系列之一。另一方面，2021-2024 年，苏菲线上卫生巾销售额基本无增长，期间内 CAGR 为 -6.61%，同期裸感 S 系列销售额 CAGR 超过 20%，推动苏菲品牌实现结构性增长。

图 31: 液体卫生巾在护舒宝卫生巾线上销售额占比情况



资料来源: 久谦, 渤海证券研究所

图 32: 苏菲裸感 S 系列产品线上销售额情况



资料来源: 久谦, 渤海证券研究所

3. 百亚股份：益生菌大单品驱动成长，盈利能力持续增强可期

3.1 大单品益生菌系列产品推出打开公司成长空间

3.1.1 益生菌系列推出，对公司收入、盈利能力与品牌均起到积极助推作用

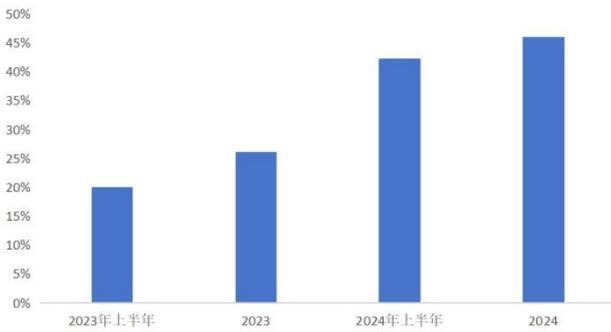
自由点品牌收入占比超九成，益生菌系列产品已成大单品。卫生巾为公司核心产品，2017-2024年，其营收占比持续提升，2024年为93.63%。公司卫生巾核心品牌自由点，2024年在卫生巾收入占比为99.64%。2023年，公司推出益生菌系列中高端产品（目前可分为基础款和Pro款），该系列产品添加专利益生菌LA88，该益生菌可平衡私处微生态。2023年，公司以益生菌系列产品为主（其他非益生菌系列产品占比较小）的大健康产品实现收入4.99亿元，在卫生巾业务收入占比为26.17%；2024年大健康占比提升为46%，收入规模超过14亿元，同比增长超过180%。

图 33：百亚股份卫生巾在营收占比&自由点在卫生巾收入占比情况



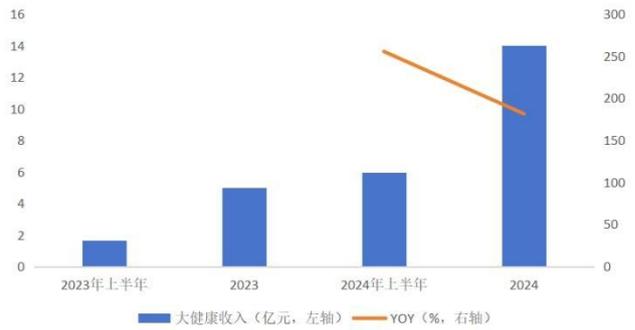
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 34: 百亚股份大健康产品收入在卫生巾业务占比情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 35: 百亚股份大健康产品收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

益生菌系列产品助力公司盈利能力提升与收入增长边际提升。受益于益生菌系列产品推出,公司卫生巾收入在2023和2024年实现高速增长,同比分别增长40.27%和59.91%,近两年收入增速水平较2017-2022年大幅提升。从盈利能力维度看,2017-2019年,公司卫生巾业务平均毛利率为54.83%,2020-2022年受疫情、原材料价格波动等因素影响,毛利率均值下降至50.55%。2023年,益生菌系列产品推出,2024年升级推出益生菌Pro系列产品,依托于中高端定位,自由点品牌毛利率在2023年和2024年分别为54.84%和55.80%,公司卫生巾业务毛利率近两年均值为55.03%。综合来看,益生菌系列产品的推出显著提升了相关业务的增长与盈利能力边际。

图 36: 百亚股份营收&卫生巾收入&自由点收入增长情况 (%)



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 37: 百亚股份毛利率&卫生巾业务毛利率&自由点毛利率情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

益生菌系列推出, 巩固自由点品牌市场地位提升。前文已测算近年自由点品牌市场份额持续提升,2024年为3.50%,同比提升0.81个百分点。根据尼尔森全国销售额份额排名数据,2020-2024年,自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名持续提升,2024年位列全国第二,在重庆、四川和云南市场销售份额排名第一,在贵州和陕西市场份额排名第二。自由点品牌在全国已具备较好的市场影响力,尤其是在益生菌系列推出后,自由点市场排名进一步提升,并在部分区域市场占据较为稳固的领先地位。

表 4: 自由点品牌市场份额排名情况

	2020	2021	2022	2023	2024
全国	4	3	3	2	2
重庆	2	1	1	1	1
四川	2	2	1	1	1
云南		2	2	2	1
贵州		2	2	2	2
陕西		2	2	2	2

资料来源: 尼尔森, 渤海证券研究所

3.1.2 增强益生菌系列医护级产品属性, 迭代升级巩固差异化产品力优势

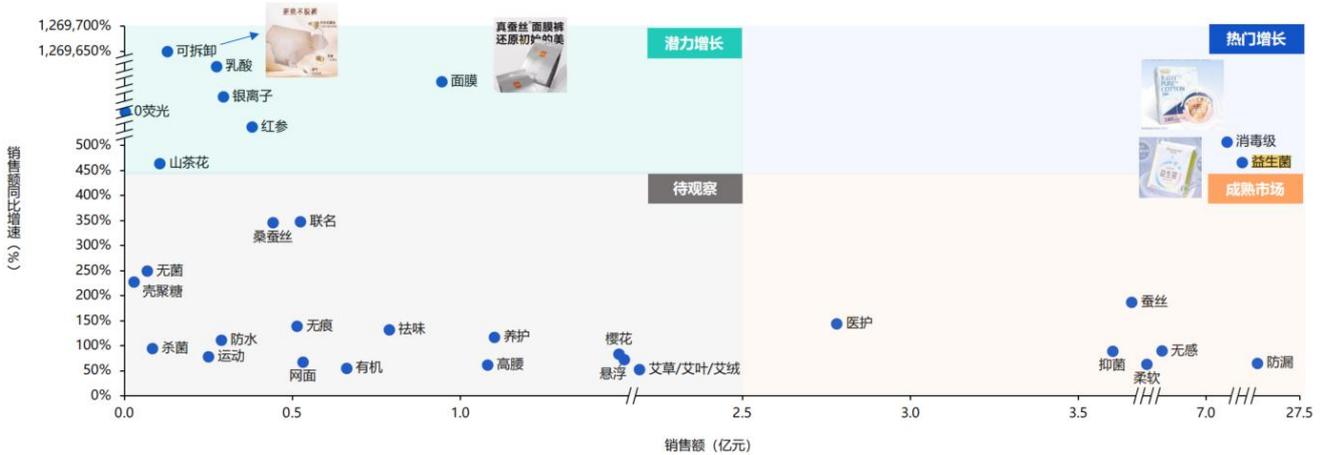
消费者健康护理需求提升, 益生菌卫生巾成电商热门增长产品。根据《女性卫生巾需求发展趋势与经期健康白皮书》, 近年有 50.9% 的中国女性增加了私处护理产品的购买频率, 52.2% 增加了消费金额, 在私护健康领域的意识和投入不断上升。在此趋势下, 女性消费者对于卫生巾的需求也逐步从满足基础功能向功能多元、健康护理等需求转变。根据魔镜数据, 2024 年 1-10 月, 带有益生菌、消毒级等概念的卫生巾产品, 成为线上主流电商平台的热门增长产品。

图 38: 卫生巾市场从 1.0 阶段向 2.0 阶段升级的情况



资料来源: 《女性卫生巾需求发展趋势与经期健康白皮书》, 渤海证券研究所

图 39: 2024 年 1-10 月线上主流电商平台卫生巾市场高增长概念销售情况



资料来源: 魔镜数据, 渤海证券研究所

夯实益生菌产品差异化产品力, 助力增强消费者黏性。益生菌系列产品推出后, 公司持续增强产品功能性、科学性、医护级产品属性营销推广。2025 年 3 月, 公司携手新华网、上海市计生所医院联合开展的“含灭活益生菌的卫生巾对阴道菌群的调节作用”临床试验, 进一步强化益生菌产品的医护级产品属性。另一方面, 公司还通过组织消费者代表走进自由点工厂等活动, 提升品牌信任度, 强化消费心智影响。我们认为, 公司通过强化益生菌系列产品的医护级产品属性, 进一步夯实产品差异化竞争基础, 有助于提升品牌信赖度与产品消费黏性。

图 40: 百亚股份强化益生菌系列产品功能性、科学性营销



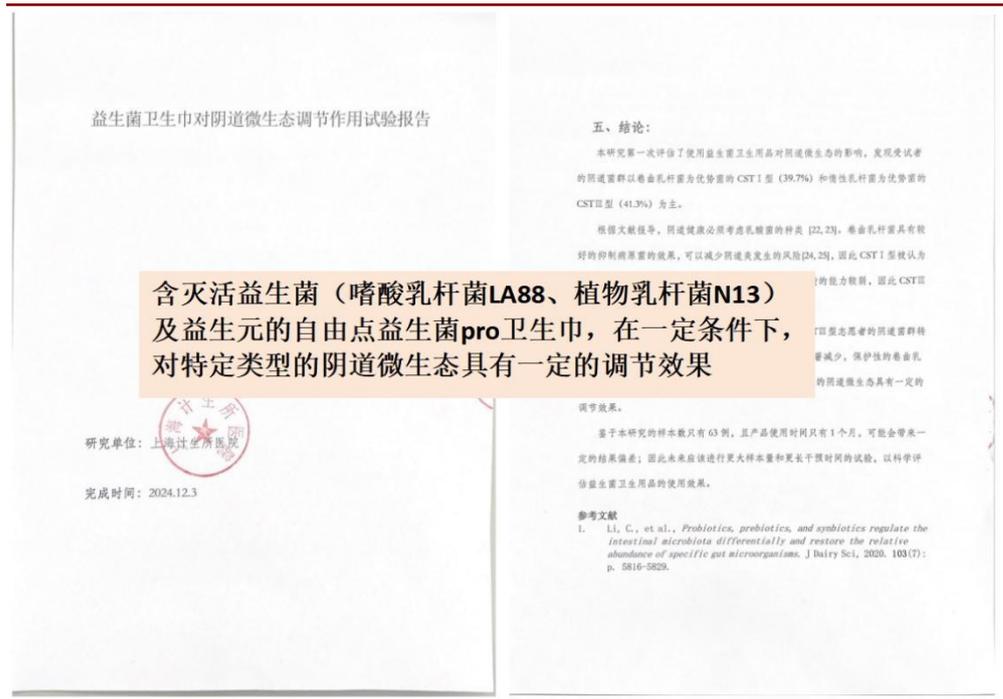
资料来源: 自由点微信公众号, 渤海证券研究所

图 41: 百亚股份组织开展消费者探厂活动



资料来源: 自由点微信公众号, 渤海证券研究所

图 42: 上海市计生所医院“含灭活益生菌的卫生巾对阴道菌群的调节作用”实验结论报告



资料来源: 百亚品牌说微信公众号, 渤海证券研究所

升级推出益生菌 Pro 系列, 夯实大单品发展基础。2024 年 5 月, 公司在益生菌基础款产品之上, 升级推出益生菌 Pro 款产品, 新产品在益生菌类型、菌群数量、益生元、面层材料等方面做出升级。根据公司公告, 2024 年第四季度益生菌 Pro 款产品收入在卫生巾业务占比已超过 10%, 实现收入约 8,000-9,000 万元。今年一季度, Pro 产品保持快速增长态势, 在卫生巾收入占比为 17%, 实现收入规模超过 1 亿元。我们认为, Pro 款产品的推出, 一方面实现对于益生菌产品系列的功能升级, 另一方面也有助于延长系列产品的生命周期, 夯实大单品发展基础。

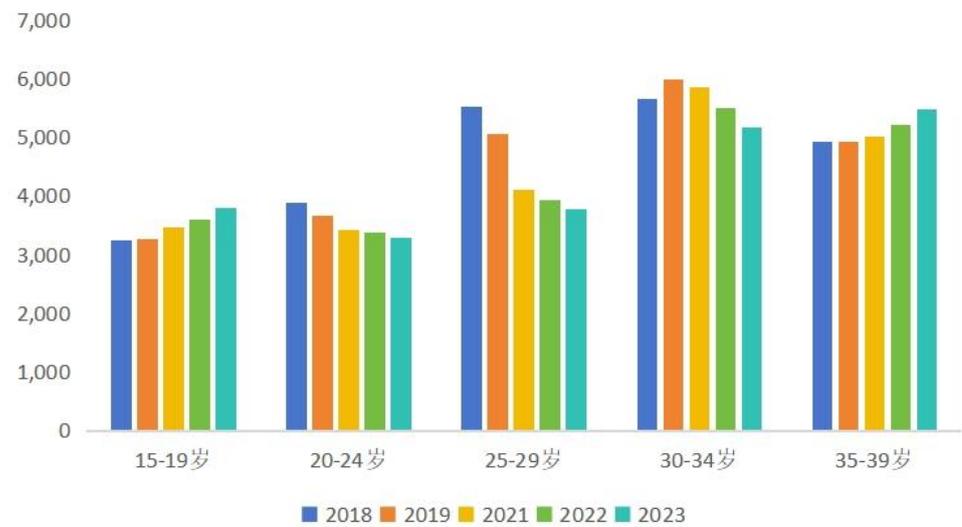
表 5: 自由点益生菌基础第二代与 Pro 产品对比情况

	益生菌基础款第二代	益生菌 Pro
益生菌类型	LA88	LA88+N13
益生菌含量	3 倍升级	5 倍升级
是否增加益生元	否	是
面层	3Dplus 绒感打孔面层	3Dplus 绒感打孔面层, 添加天然蚕丝
芯体厚度	0.07cm	0.07cm
促生有益菌率	146.2%	153.3%
抑制有害菌率	99%	99%

资料来源: 抖音自由点旗舰店, 渤海证券研究所

益生菌产品升级后, 公司产品受众规模扩大。根据公司公告, 益生菌系列产品中基础款受众以 Z 世代、小镇青年等年轻化人群为主, 年龄圈层主要集中于 15-25 周岁, 而 Pro 款更聚焦于新锐白领和资深中产等目标消费者人群, 年龄圈层将逐步拓展到 35 周岁以上。根据人口抽样调查与抽样比计算, 2023 年, 全国 15-24 岁女性数量为 7,073.36 万人, 25-39 岁女性数量为 1.44 亿人。益生菌 Pro 款与基础款的差异化客群定位, 为公司产品销售拓展了更大的潜在消费群体基数。

图 43: 15-39 岁区间内中国女性分年龄段人口数量 (万人)

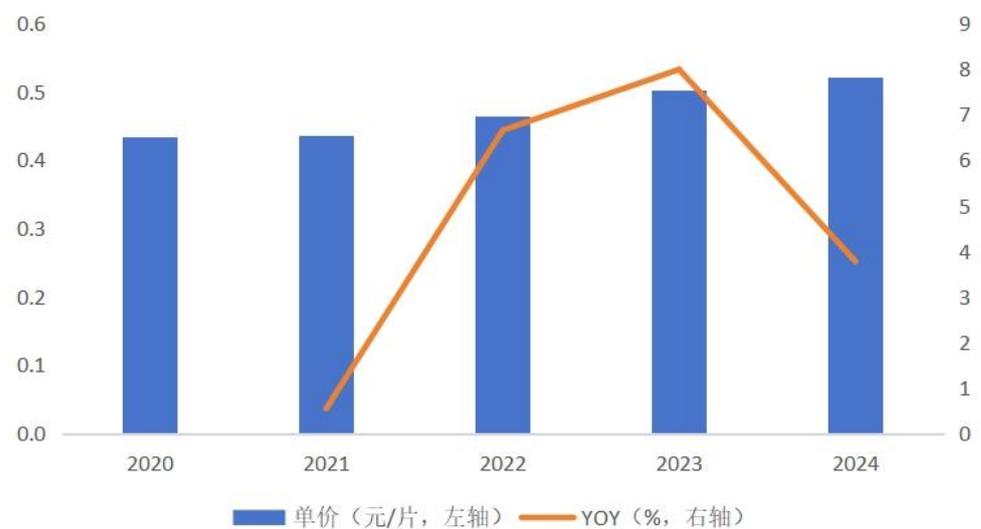


资料来源: ifind, 渤海证券

3.1.3 益生菌系列产品迭代升级, 将推动产品单价与公司盈利能力提升

近年公司卫生用品售价保持提升。从产品价格上看, 根据公司统计口径, 2020-2024 年, 卫生用品售价呈现上升趋势, 期间内 CAGR 为 4.70%。受益以益生菌系列为代表的大健康产品收入占比提升, 2023 年公司卫生用品销售单价提升到 0.50 元/片以上, 2024 年单价为 0.52 元/片, 同比提升 3.77%。

图 44: 百亚股份卫生用品销售单价情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

Pro 款产品上市将推动公司盈利能力提升。我们统计公司淘宝平台自由点旗舰店在售商品情况, 根据益生菌基础款与 Pro 款在售商品价格与数量计算产品单价, 整体上看, Pro 款单价普遍高于基础款。根据可比产品类型单价来看, Pro 款价格较

基础款价格基本高出 30% 以上。益生菌 Pro 款产品的推出，在进一步提升公司收入增长的同时，也将推动产品盈利能力的提升。

表 6: 百亚股份益生菌基础款与 Pro 款产品价格情况

类型	益生菌基础款						益生菌 Pro 款			
	护垫	迷你巾	日用	夜用	日光裤	安睡裤	日用	夜用	夜用加长	安睡裤
规格 (mm)	155	190	240	280	均码	均码	250	290	430	均码
商品总价 (元)	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9
产品总数 (片)	100	30	20	20	8	8	15	15	8	6
单片售价 (元/片)	0.30	1.00	1.50	1.50	3.74	3.74	1.99	1.99	3.74	4.98

资料来源: 淘宝自由点旗舰店, 渤海证券研究所

对比头部品牌, 公司益生菌系列产品单价仍有提升空间。对比头部品牌核心产品系列单价, 公司益生菌基础款产品单价相对偏低, Pro 款产品单价虽处于可比品牌相对较高的水平, 但在夜用型产品单价方面, 基础款与 Pro 款基本低于可比品牌水平, 仅高于七度空间少女系列单价。综合来看, 考虑到女性消费者对私处健康关注度的持续提升, 公司益生菌系列产品具备较明显的产品差异性, 以及产品端将进一步迭代升级, 未来益生菌系列产品单价仍具备提升的空间。

表 7: 百亚股份益生菌系列产品与头部品牌核心系列产品单价对比

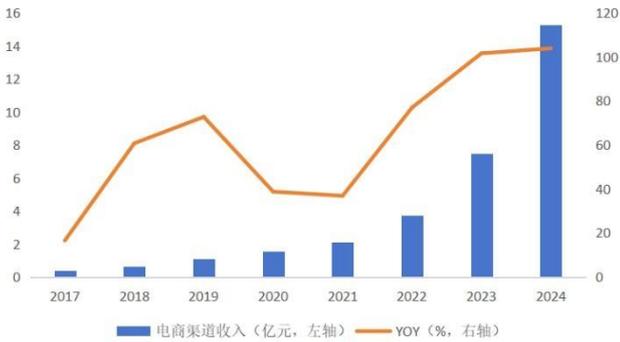
品牌	自由点				护舒宝		苏菲		高洁丝		七度空间	
	益生菌基础款		益生菌 Pro 款		液体卫生巾		裸感 S 贵族		奢宠		少女系列	
产品系列	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用
规格 (mm)	240	280	250	290	240	340	250	290	240	280	245	275
商品总价 (元)	29.9	29.9	29.9	29.9	34.9	40.9	75.9	69.9	45	34	35.7	39.4
产品总数 (片)	20	20	15	15	10	10	65	30	36	15	36	40
单片售价 (元/片)	1.50	1.50	1.99	1.99	3.49	4.09	1.17	2.33	1.25	2.27	0.99	0.99

资料来源: 淘宝各品牌旗舰店, 渤海证券研究所

3.2 品牌势能外溢, 公司在传统电商平台市场份额稳步提升

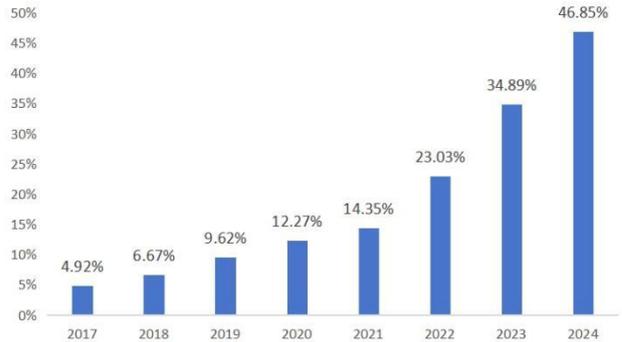
公司电商渠道收入快速增长, 收入占比接近 50%。公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略, 近年加大对电商渠道和新兴渠道的投入, 尤其是聚焦资源加大主要电商平台的营销和品牌投入, 快速提升了公司产品知名度, 扩大了消费者人群, 有力地推动公司线上销售的快速增长。2024 年度, 线上渠道实现营业收入 15.25 亿元, 同比增长 103.80%, 在营业收入占比为 46.85%, 较上年同期提升 11.96 个百分点。

图 45: 百亚股份电商渠道收入情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

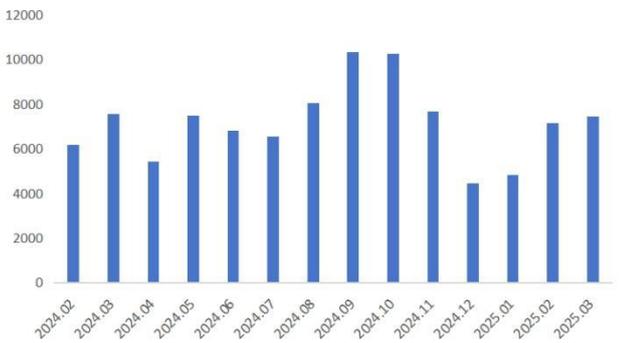
图 46: 百亚股份电商渠道收入占营收比重的情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

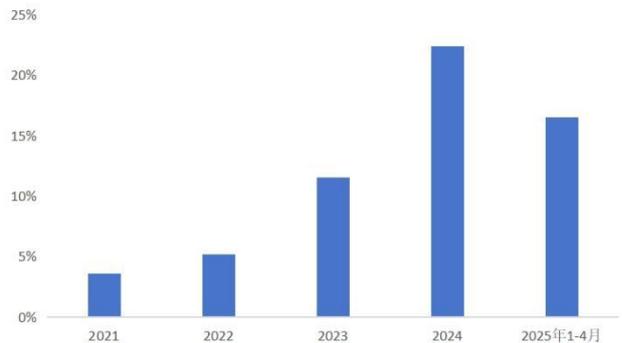
公司自由点品牌在抖音平台占据较为稳固的地位。近年来，公司顺应电商渠道流量变化趋势，紧抓抖音平台成长红利。从前文（表 2）数据来看，2024 年 2 月至 2025 年 3 月，公司自由点品牌在抖音平台月均销售额超过 7,000 万元，销售额排名基本维持平台第一。根据久谦数据，2021-2024 年，自由点在抖音市场份额持续提升，2024 年为 22.43%。今年前 4 个月，自由点在抖音市场份额虽然较 2024 年全年略有下降，但仍位列行业第一。

图 47: 2024.02-2025.03 自由点在抖音月度销售额 (万元)



资料来源: 飞瓜, 渤海证券研究所

图 48: 自由点在抖音平台市场份额情况



资料来源: 久谦, 渤海证券研究所

抖音形成的品牌影响力外溢，电商大促期间公司在传统电商平台实现销售高增长。公司深耕抖音渠道，益生菌系列产品推出后显著提升平台市场份额，稳固市场地位，带动电商收入快速增长并增强品牌影响力。受益于此，公司品牌流量逐步向天猫、京东等传统电商外溢。根据百亚品牌说公众号，2024 年 618 和双十一期间，自由点品牌全域曝光量分别超过 15 亿次和 13 亿次，品牌搜索量同比增长分别超过 330%和 130%。自由点品牌 2024 年 618 期间，天猫/天猫超市/拼多多/京东销售额同比分别增长 120%/270%/380%/230%；双十一期间，天猫/天猫超市/拼多多/京东销售额同比分别增长 90%/110%/100%/90%。

图 49: 自由点 2024 年 618 期间部分电商平台销售表现



资料来源: 百亚品牌说公众号, 渤海证券研究所

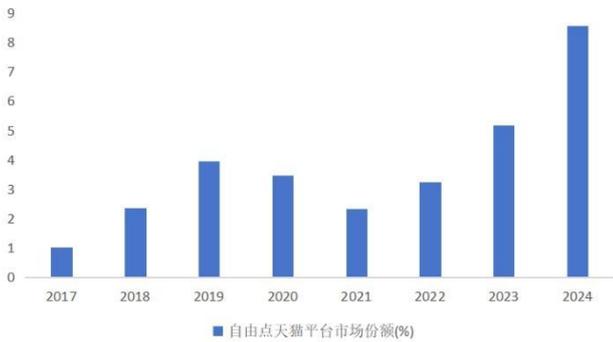
图 50: 自由点 2024 年双十一期间部分电商平台销售表现



资料来源: 百亚品牌说公众号, 渤海证券研究所

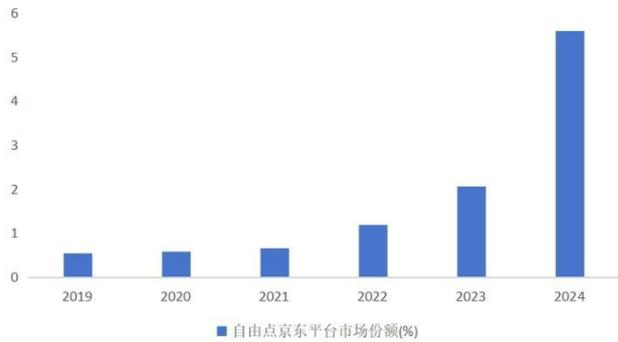
自由点在天猫、京东平台市场份额提升。公司立足抖音平台逐步形成较为强劲的品牌势能, 品牌影响力外溢推动自由点在天猫、京东等传统电商平台的发展。根据久谦数据, 2024 年, 自由点在天猫、京东市场份额分别为 8.55%和 5.60%, 同比提升 3.39 个百分点和 3.54 个百分点。自由点在传统电商平台市场份额的稳步提升, 一方面将增强公司电商渠道增长基础, 另一方面, 线上品牌势能的不断增强, 也将对线下渠道形成反哺, 助力渠道扩张。

图 51: 自由点在天猫平台市场份额情况



资料来源: 久谦, 渤海证券研究所

图 52: 自由点在京东平台市场份额情况

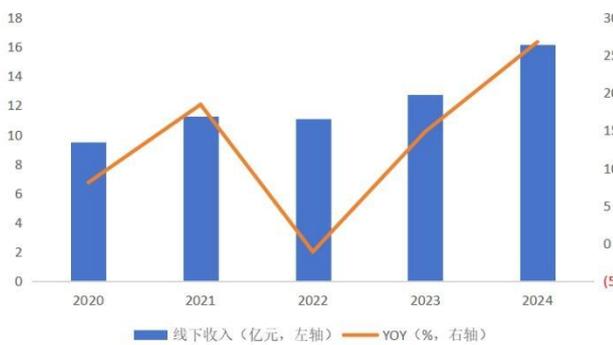


资料来源: 久谦, 渤海证券研究所

3.3 核心五省稳健发展, 重点突破外围省份市场

公司线下渠道收入占比近 50%，经销为核心渠道。2024 年，公司线下渠道收入在营收占比为 49.65%，收入规模 16.16 亿元，同比增长 26.75%。从销售模式上看，经销渠道为公司核心线下销售渠道，2024 年在线下收入占比为 79.47%，同比提升 3.68 个百分点，对应收入 12.84 亿元，同比增长 32.90%。

图 53: 百亚股份线下渠道收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 54: 百亚股份经销与 KA 渠道在线下收入占比情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

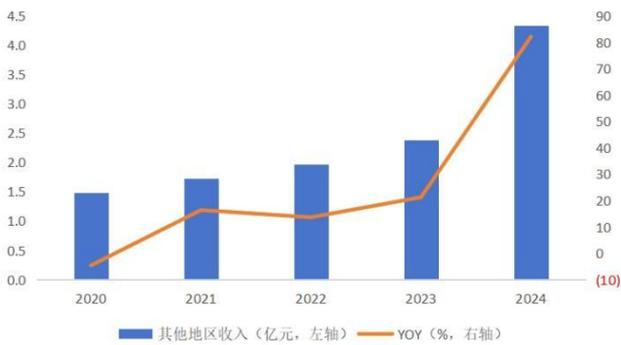
重点突破策略, 显著提振外围省份收入增长。川渝云贵陕为公司核心五省, 2024 年在线下收入占比超过 70%。2020-2022 年, 公司产品已进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等外围省份市场, 但对应期间内收入平均增速仅为 8.45%。2023 年, 公司对外围省份采取重点突破策略, 锁定广东、湖南、河北等省份作为重点区域, 外围省份收入突破 2 亿元。2024 年, 公司进一步重点锁定湖北、江苏等省份作为重点区域, 外围省份收入同比增长 82.09%。公司重点突破策略, 显著提振外围省份收入增长。此外, 2020-2024 年, 公司核心五省业务保持稳健发展, 期间内收入 CAGR 为 10.27%。

图 55: 百亚股份区域市场收入在线下收入占比情况



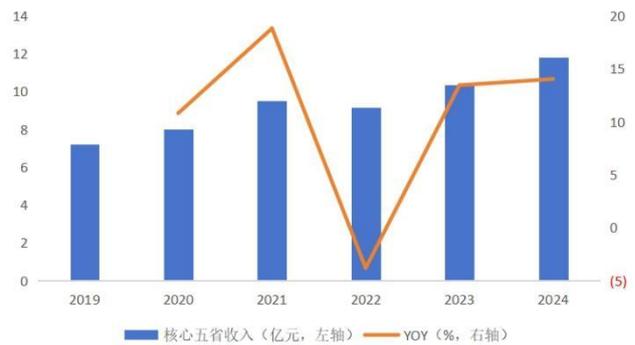
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 56: 百亚股份其他地区收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 57: 百亚股份核心五省收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

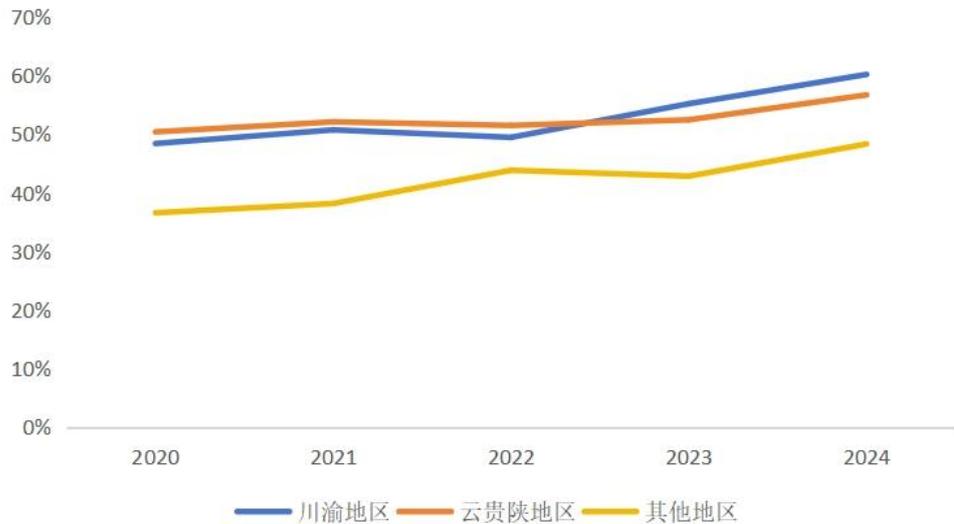
3.4 中长期看, 公司盈利能力提升仍有空间

中长期看,除了受益以益生菌系列为代表的大健康产品占比提升增强盈利能力之外, 外围省份市场的拓展、规模效应溢出带动费用率水平下降等因素, 都将推升公司盈利能力的空间。

1、外围省份毛利率提升可期

大健康系列产品为公司拓展外围省份市场的主推产品, 根据公司公告, 2024 年上半年, 在外围省份大健康系列产品收入占比已超过 50%, 高于核心五省 (2024 年第三季度占比为 40%)。但从毛利率角度看, 2020-2024 年, 外围省份均值为 41.94%, 显著低于核心五省的毛利率水平。2020 年, 公司实施执行新收入准则, 原计入销售费用的促消费、运输费均进入营业成本, 对于处在扩张期外围省份的毛利率造成一定压制。但中长期看, 伴随外围省份渠道模式发展日益成熟, 销售规模不断扩大, 促消费、运输费等逐步摊薄将推动毛利率水平改善。

图 58: 百亚股份分区域毛利率情况

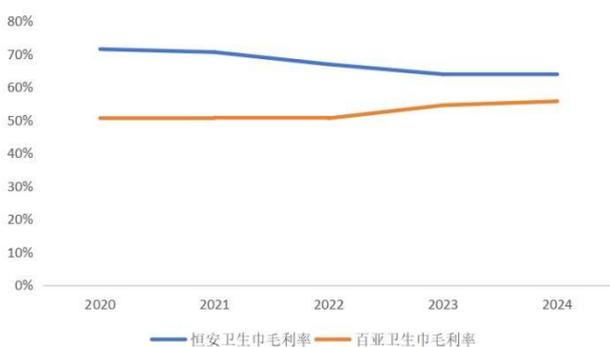


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2、对比恒安国际, 公司盈利能力具备提升空间

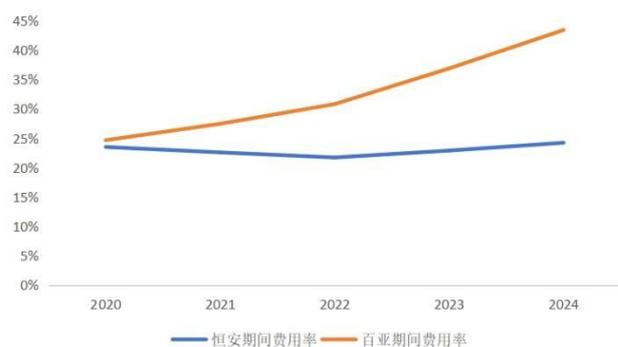
恒安国际旗下七度空间作为国内头部卫生巾品牌, 2020-2024 年, 恒安国际卫生巾业务平均收入超过 60 亿元。对比来看, 2020-2024 年, 恒安卫生巾业务毛利率均值为 67.24%, 较同期百亚高 14.90 个百分点; 恒安公司期间费用率均值为 22.99%, 较同期百亚低 9.66 个百分点。恒安卫生巾业务处于成熟期, 其他业务摊薄费用, 盈利能力较强。百亚卫生巾业务处于扩张阶段, 因品牌营销与渠道建设投入增加推高费用率。随着百亚市场份额增长, 其费用将从扩张期转入平稳期, 预计费用率下降将释放盈利空间。

图 59: 恒安与百亚卫生巾业务毛利率情况



资料来源: ifind、各公司公告, 渤海证券研究所

图 60: 恒安与百亚公司整体期间费用率情况



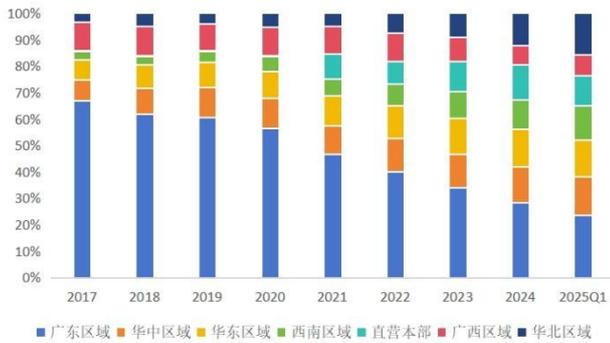
资料来源: ifind、各公司公告, 渤海证券研究所

3、以东鹏饮料为例, 当区域收入占比降至 50%以下, 费用投入将逐步趋于平稳

东鹏饮料作为同属消费品行业且经历区域市场向全国化拓展的企业, 其销售费用投入周期对百亚具备参考价值。自 2017 年起, 东鹏饮料持续实施全国化战略布局, 其广东区域收入占比 (经剔除线上与其他业务收入后的占比) 由 67.05% 显著下降到 28.35%。2017-2020 年期间, 东鹏广东区域收入占比均值仍维持在 50% 以上,

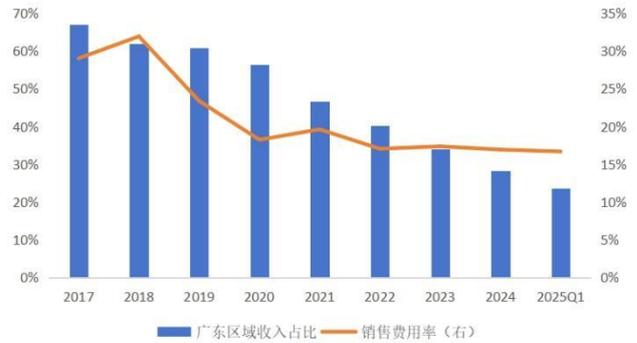
其销售费用率虽有所波动，但均值仍维持在 25% 以上的较高水平。2021 年东鹏广东区域收入占比降到 50% 以下，2021-2024 年其销售费用率持续下行，期间均值降为 17.74%。2025 年第一季度，东鹏饮料广东区域收入占比已降为 23.73%，销售费用率为 16.68%，较去年同期下降 0.43 个百分点。

图 61: 东鹏饮料分区域收入占比情况



资料来源: 东鹏饮料公司公告, 渤海证券研究所

图 62: 东鹏饮料广东区域收入占比&销售费用率情况



资料来源: 东鹏饮料公司公告, 渤海证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1 情景分析: 中性情景下的主营拆分

公司主营业务为一次性个人卫生用品研发、生产、销售，核心产品为卫生巾、纸尿裤、ODM 产品等。我们结合公司披露经营情况、行业发展预期，对公司未来业绩进行悲观、中性、乐观三类情景假设分析，本版盈利预测我们选取中性情景。

关键假设

卫生巾: 公司聚焦策略下，卫生巾业务占比仍将保持提升；渠道方面，线上品牌势能外溢，外围省份重点突破，将协同推动收入实现增长；益生菌系列产品销售占比提升，产品端持续迭代升级，在为线上线下渠道扩张提供支撑的同时，也将推动公司盈利能力增强。在中性情景下，预计 2025-2027 年，公司卫生巾收入为 41.40 亿元、52.83 亿元、65.85 亿元；毛利率分别为 56.42%、57.01%、57.35%。

纸尿裤和 ODM 产品: 在公司聚焦策略下，卫生巾业务占比提升，对应纸尿裤与 ODM 产品占比将延续近年的下降趋势。结合公司近年纸尿裤与 ODM 产品历史数据情况，在中性情景下，预计 2025-2027 年，公司纸尿裤收入为 7,446.55 万元、5,659.25 万元、4,221.00 万元，ODM 产品收入为 1.02 亿元、9,465.02 万元、8,864.84 万元；纸尿裤毛利率分别为 15.38%、15.09%、14.72%，ODM 产品毛利率分别为 18.16%、17.69%、17.38%。

表 8: 百亚股份主营拆分情况 (百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,612.14	2,144.15	3,254.24	4,315.88	5,434.31	6,715.84
YOY	10.19%	33.00%	51.77%	32.62%	25.91%	23.58%
卫生巾	1,358.42	1,905.47	3,047.01	4,139.76	5,283.07	6,584.98
YOY	14.69%	40.27%	59.91%	35.86%	27.62%	24.64%
纸尿裤	123.09	117.53	93.48	74.47	56.59	42.21
YOY	-17.03%	-4.52%	-20.46%	-20.34%	-24.00%	-25.41%
ODM	130.63	121.15	113.74	101.65	94.65	88.65
YOY	0.30%	-7.26%	-6.11%	-10.63%	-6.89%	-6.34%
营业成本	884.90	1,065.28	1,523.37	1,950.49	2,397.39	2,917.58
卫生巾	672.49	868.26	1,352.36	1,804.28	2,271.43	2,808.34
纸尿裤	101.40	97.52	78.82	63.01	48.05	36.00
ODM	111.01	99.50	92.18	83.20	77.91	73.24
毛利	727.24	1,078.87	1,730.87	2,365.40	3,036.92	3,798.26
卫生巾	685.93	1,037.21	1,694.65	2,335.49	3,011.64	3,776.64
纸尿裤	21.69	20.01	14.66	11.45	8.54	6.21
ODM	19.62	21.65	21.56	18.46	16.74	15.41
毛利率	45.11%	50.32%	53.19%	54.81%	55.88%	56.56%
卫生巾	50.49%	54.43%	55.62%	56.42%	57.01%	57.35%
纸尿裤	17.62%	17.02%	15.68%	15.38%	15.09%	14.72%
ODM	15.02%	17.87%	18.95%	18.16%	17.69%	17.38%

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

在中性情景下, 预计 2025-2027 年, 公司营收分别为 43.16 亿元、54.34 亿元、67.16 亿元, 同比分别增长 32.62%、25.91%、23.58%; 归母净利润分别为 3.79 亿元、4.87 亿元、6.22 亿元, 同比分别增长 31.74%、28.53%、27.74%, 对应 EPS 分别 0.88 元、1.13 元、1.45 元。

4.2 可比公司估值

根据公司招股说明书同行业公司具体情况, 以及申万行业划分情况, 我们选取了豪悦护理、稳健医疗、可靠股份 3 家个护用品行业公司, 进行估值对比。2025 年, 可比公司平均 PE 估值为 50.95 倍。根据中性情景下对公司的盈利预测, 2025 年, 公司对应 PE 估值为 28.90 倍, 低于可比公司估值均值水平。

表 9: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值(百万元)	营收(百万元)			归母净利润(百万元)			PE	PE
			2023	2024	2025E	2023	2024	2025E	TTM	2025E
605009.SH	豪悦护理	9,201.40	2,756.91	2,929.29	3,932.70	438.60	387.51	484.50	23.45	18.99
300888.SZ	稳健医疗	24,271.51	8,185.02	8,977.85	11,221.14	580.40	695.38	1,041.41	31.87	23.31
301009.SZ	可靠股份	3,626.61	1,081.48	1,078.54	1,146.55	20.18	31.17	32.81	115.39	110.55
	均值	12,366.51	4,007.80	4,328.56	5,433.46	346.40	371.35	519.57	56.90	50.95
003006.SZ	百亚股份	10,952.69	2,144.15	3,254.24	4,315.88	238.25	287.67	378.98	34.70	28.90

资料来源: ifind, 渤海证券研究所(截至 2025.6.19, 豪悦护理、稳健医疗、可靠股份 2025 年营收与归母净利润数据为 ifind 市场一致预期数据)

4.3 评级

公司为国内一次性个人卫生用品代表性企业, 聚焦策略下卫生巾业务占比持续提升。大单品益生菌系列推动公司收入增长与盈利能力提升, 自由点品牌势能外溢, 在淘宝、京东等传统电商平台市场份额提升, 线下外围省份市场重点突破, 线上线下协同提振增长。中长期看, 伴随外围省份市场的持续拓展, 以及规模效应的逐步溢出, 公司盈利能力提升具备空间。中性情景下, 预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.88 元、1.13 元、1.45 元, 对应 2025 年 PE 为 28.90 倍, 低于可比公司估值均值, 首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

市场竞争日益加剧的风险

一次性卫生用品行业厂商及品牌数目众多, 市场化竞争程度较高。近年来, 伴随健康生活理念的提高, 一次性卫生用品行业在保持平稳发展的同时, 市场竞争亦愈发激烈。如果公司不能适时把握消费需求和营销趋势的变化方向, 并制定行之有效的发展战略提早布局, 可能将对公司经营业绩带来不利影响。

原材料价格波动的风险

公司生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子、膜、胶、无尘纸和浆板等, 合计占公司采购总额的比重在 60% 左右。如果未来浆板和石油价格出现上涨或持续大幅波动, 可能将加大公司的成本压力, 进而对公司经营业绩造成不利影响。

营销网络拓展的风险

公司在川渝及周边地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度和市场占有率, 公司通过经销商、KA 及新零售等线下渠道加大市场的开拓力度, 同时依托快速发展的电商渠道向全国发力。如果公司不能发挥自己的品牌优势持续保持在川渝及云贵陕地区的增长, 或者在该区域以外的其他市场拓展未达到预期, 可能将对公司经营业绩产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhzq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn