

► **全国化扩张的区域个护龙头，电商、外围省份快速成长。**百亚股份成立于2010年，主要从事个人卫生用品的研发、生产和销售，产品主要涵盖卫生巾（2024年收入占比为93.6%）、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等，旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等多个知名品牌，2024年营收/净利润分别为32.5/2.9亿元，同增51.8%/20.7%。公司自川渝地区起家，传统经销、KA渠道稳健，抖音电商、外围省份扩张迅速，市占率与品牌知名度稳步提升。

► **“悦己消费”引领女性卫生用品行业高端化，国产新兴品牌弯道超车。**2024年中国女性卫生用品市场规模约1050.5亿元，同比增长2.9%。**回顾卫生巾行业发展历程，可将其分为两个阶段：1) 量增：**2008-2017年市场规模CAGR约9.5%，主要受益于卫生巾渗透率不断提升推动量增；**2) 价升：**2018-2024年市场规模CAGR约3.2%，增长主要靠价升驱动，在女性受教育水平提高、经济实力持续增强背景下，女性消费者消费观念转变，对品牌、质量的要求持续提升，2019-2024年女性经期护理产品平均售价CAGR为4.5%。**我们判断未来增长的主要驱动因素仍将为高端新品推出带来的单价提升，行业主线为：1) 高端化：**女性消费水平提升，产品技术、成分升级+产品形态扩充；**2) 线上化：**线上销售占比持续提升，引流效果较优；**3) 规范化：**新国标实施在即，或将加速行业洗牌；**4) 国产替代：**头部品牌市占率下滑，国产新兴品牌有望弯道超车。

► **自由点何以破局：敏感洞察行业趋势，拥抱变革，乘势而起。**

□ **产品端：**公司学习化妆品打法，针对消费者痛点快速推新，研发投入增长，持续进行新产品储备。传统产品定位中端，同时顺应行业高端化趋势推出FREEMORE大健康系列，占比持续提升，带动公司片单价及毛利率上行。

□ **渠道与营销：1) 线上：**2024年抖音交易规模约35000亿元，涨势迅猛。公司顺应行业线上化趋势，积极布局抖音平台，发力内容营销，打造热门视频，抖音视频种草曝光量远超同行。2016-2024年公司电商营收CAGR约60.7%，目前营销策略从单一抖音投放转向品牌的全域投放，未来天猫、拼多多、京东等平台有望持续增长，带动电商渠道营收与盈利能力持续提升。**2) 线下：**公司采取多种营销手段，根据不同节日特征，结合消费者需求进行促销，打法丰富。此外，公司终端销售人员工作积极性较高。公司核心五省稳健增长，外围市场加速拓展，全国化初见成效，未来盈利能力有望提升。

► **投资建议：**公司系个护区域龙头企业，持续发力全国化拓展成效显著，同时线上快速扩张，大健康新品引领行业，带动毛利率提升，看好公司规模扩张的同时盈利能力逐渐改善。我们预计2025-2027年归母净利润分别为3.6/4.8/6.1亿元，对应PE为31X/23X/18X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期；原材料价格提升；行业竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,254	3,926	4,967	6,179
增长率 (%)	51.8	20.6	26.5	24.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	288	358	476	614
增长率 (%)	20.7	24.5	32.8	29.2
每股收益 (元)	0.67	0.83	1.11	1.43
PE	38	31	23	18
PB	7.6	7.0	6.3	5.6

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年9月29日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

25.73元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@glms.com.cn

分析师 李陌凡

执业证书：S0100525060002

邮箱：limofan@glms.com.cn

目录

1 全国化扩张的区域个护龙头，电商、外围省份快速成长	3
1.1 历史沿革：川渝起家的区域个护龙头	3
1.2 产品结构：产品矩阵丰富，品牌定位清晰	3
1.3 股权结构及管理层情况：股权结构集中，管理层从业经验丰富	4
1.4 业绩情况：营收高增，费用前置投放致使利润增速慢于收入	5
2 “悦己消费”引领女性卫生用品行业高端化，国产新兴品牌弯道超车	10
2.1 发展历程：行业整合发展，消费需求升级	10
2.2 行业规模：女性受教育水平与工资水平提升推动行业稳健增长	10
2.3 行业主线：高端化、线上化、规范化、国产替代	12
3 自由点何以破局：拥抱变革，乘势而起	17
3.1 产品：快速推新，高端产品占比持续提升	17
3.2 渠道与营销：营销助力线上高增，线下全国化如期推进	21
4 盈利预测与投资建议	30
4.1 盈利预测假设与业务拆分	30
4.2 估值分析	31
4.3 投资建议	32
5 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 全国化扩张的区域个护龙头，电商、外围省份快速成长

1.1 历史沿革：川渝起家的区域个护龙头

国内个人护理卫生用品区域龙头企业。公司成立于 2010 年，主要从事个人卫生用品的研发、生产和销售，产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等。公司自川渝地区起家，经销、KA 渠道稳健，电商等新兴渠道扩张迅速，市占率与品牌知名度稳步提升。**根据尼尔森的统计数据，在 2024 年年度全国销售额份额排名中，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，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。**

图1：百亚股份历史沿革



资料来源：百亚股份官网，百亚股份招股说明书，民生证券研究院

1.2 产品结构：产品矩阵丰富，品牌定位清晰

公司旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等多个知名品牌。“自由点/FREEMORE”品牌主打“自由、青春”，定位为中高端品牌的卫生巾产品，产品系列涵盖传统的无感系列、舒睡系列，与大健康品类的益生菌、有机纯棉、敏感肌系列等；“好之”品牌主打“舒适、快乐”，定位为中高端品牌的婴儿纸尿裤产品；“丹宁”品牌以“安全、健康”为理念，定位为中高端品牌的成人失禁用品产品。

图2：百亚股份主营产品

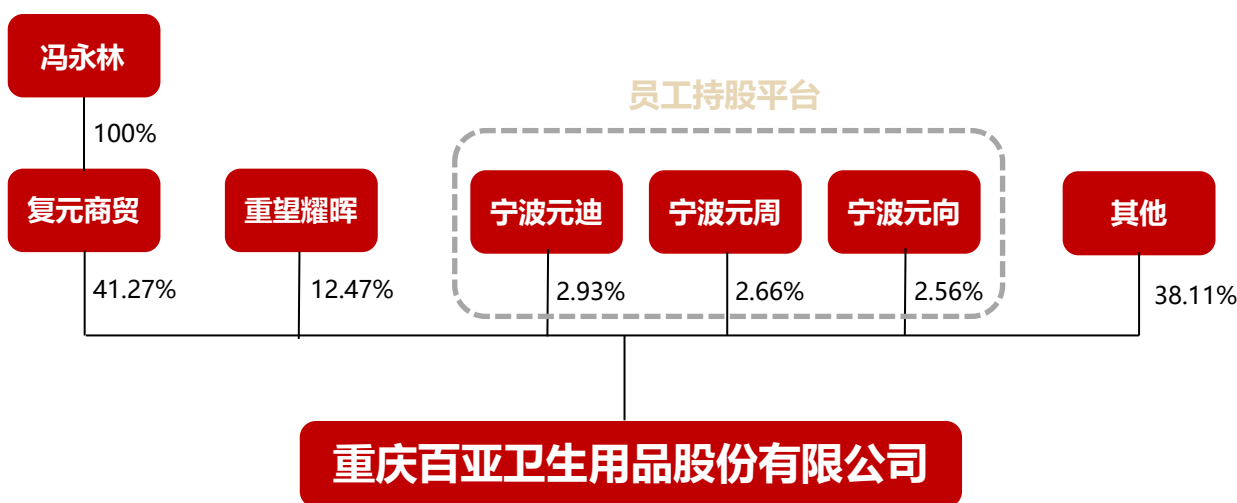


资料来源：百亚股份官网，百亚股份 2024 年年报，民生证券研究院

1.3 股权结构及管理层情况：股权结构集中，管理层从业经验丰富

公司股权结构集中，实际控制人为董事长、总经理冯永林。截至 2025 年 3 月 31 日，冯永林通过复元商贸间接持有公司 41.3% 的股份。宁波元迪、宁波元周、宁波元向为公司员工持股平台，分别持股 2.9%/2.7%/2.6%，员工充分共享公司发展成果。同时，三家员工持股平台不可撤销地将其表决权委托给复元商贸，实控人与三家员工持股平台为一致行动人。

图3：百亚股份股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司管理层稳定，从业经验丰富。公司董事长兼总经理冯永林先生，拥有多年管理经验，早年任重庆火柴厂企管办主任、副厂长，后选择当时的“朝阳行业”卫

生巾行业创业，打造自由点品牌，严抓品质并亲力亲为跑基层指导销售、营销。营销总监曹业林在重庆丝爽期间即担任主管，相关工作经历丰富。电商团队方面，公司 2019 年通过增资获取杭州百亚 60% 股权，后经陆续增资，目前电商子公司杭州百亚为公司全资子公司。2024 年杭州百亚共有员工 239 人，专业电商团队赋能公司电商业务发展。

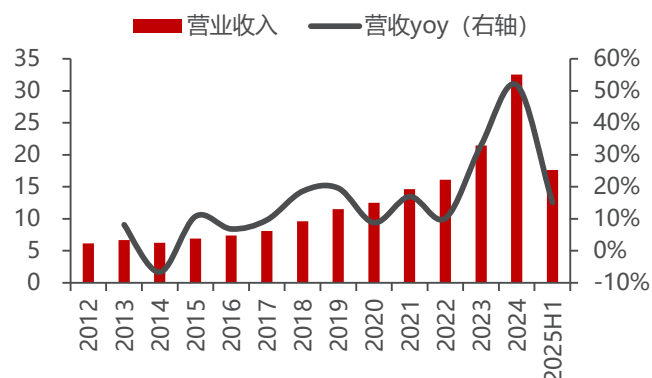
表1：百亚股份高级管理人员

序号	姓名	职务	履历
1	冯永林	董事长、总经理	曾任重庆火柴厂企管办主任、副厂长，重庆綦江顺昌有限公司董事长、总经理，重庆华盛卫生纸业制品有限公司总经理、董事，重庆丝爽卫生用品有限公司总经理，重庆康妮消毒服务有限公司董事，重庆百亚卫生用品有限公司董事长、总经理，杭州百亚董事长；现任复元商贸执行董事，重庆綦江顺昌有限公司董事，吉尔商贸董事长，重庆普兆恒益投资有限公司执行董事，杭州百亚董事，百亚股份董事长、总经理。
2	曹业林	董事、营销总监	曾任重庆丝爽卫生用品有限公司主管，重庆百亚卫生用品有限公司销售总监、杭州百亚监事、总经理；现任百亚股份董事、营销总监，杭州百亚董事长，元周创投执行事务合伙人。
3	张黎	董事、财务总监、董事会秘书	曾任普华永道中天会计师事务所审计部经理，乡村基快餐连锁有限公司财务总监、代理首席财务官，重庆百亚卫生用品有限公司财务总监；现任杭州百亚董事，元迪创投执行事务合伙人，百亚股份董事、财务总监、董事会秘书。
4	梅莹鹏	董事、供应链总监	曾任华为技术有限公司高级工程师、采购经理、变革项目供应链专家，阿里巴巴集团有限公司供应链运营专家，百亚股份供应链总监；现任百亚股份董事、工厂副厂长。
5	陈治芳	监事会主席、经营管理部部长	曾任重庆全心食品厂出纳，重庆丝爽卫生用品有限公司内勤主管、经理、销售管理部副部长，重庆百亚卫生用品有限公司销售管理部副部长、部长及重庆区域销售经理；现任百亚股份监事会主席、经营管理部部长。

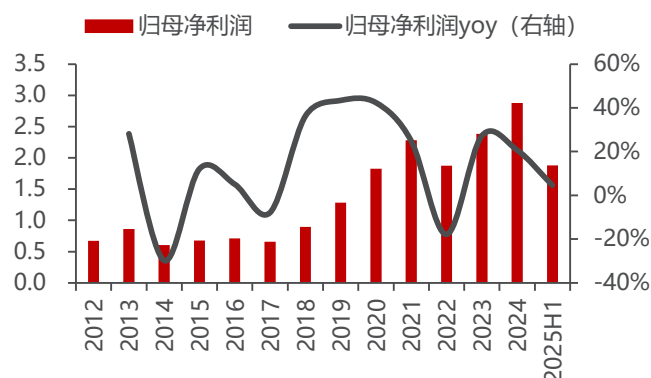
资料来源：百亚股份 2024 年年报，民生证券研究院

1.4 业绩情况：营收高增，费用前置投放致使利润增速慢于收入

公司营收、净利润长期实现较快增长。2024 年公司营业收入 32.5 亿元，同比增长 51.8% 主要来自外围省份及电商高增，2012-2024 年营业收入 CAGR 为 14.8%；归母净利润 2.9 亿元，同增 20.7%，利润增长慢于收入主要系电商投入较大所致，2012-2024 年归母净利润 CAGR 为 12.9%。2014、2016、2017 年由于发展战略指导下的产品结构调整，归母净利润增速相对放缓，2022 年受公共卫生事件影响、原材料价格上涨等因素影响，造成归母净利润波动。2025H1 公司营业收入 17.6 亿元，同比增长 15.1%，归母净利润 1.9 亿元，同比增长 4.6%。

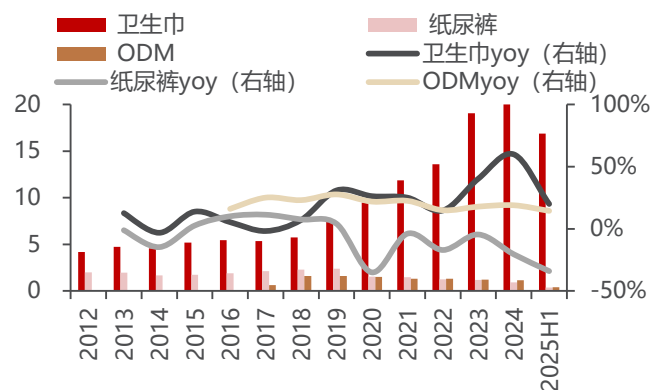
图4：百亚股份营业收入（亿元）及同比增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

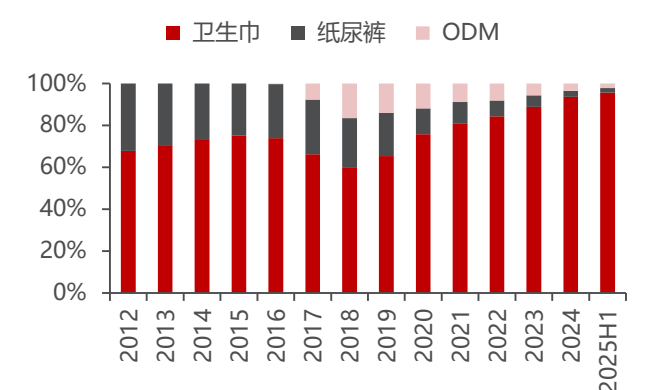
图5：百亚股份归母净利润（亿元）及同比增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

分产品看，公司收入主要来自卫生巾业务。2024年卫生巾收入达30.5亿元，占比自2012年的67.8%提升至2024年的93.6%，系公司主要发力方向。纸尿裤收入占比自2012年32.3%下降至2024年的2.9%，主要系婴儿纸尿裤市场收缩且成人失禁业务尚处于布局阶段。此外，ODM业务作为利用空闲产能的补充业务，近年来收入稳健，占比持续下降。2025H1公司卫生巾收入16.9亿元，占比进一步提升至95.7%，纸尿裤收入占比降至2.1%，ODM业务占比为2.2%，卫生巾业务主导地位更加突出，以益生菌、有机纯棉为代表的大健康系列快速增长。

图6：百亚股份分品类收入（亿元）及同比增速


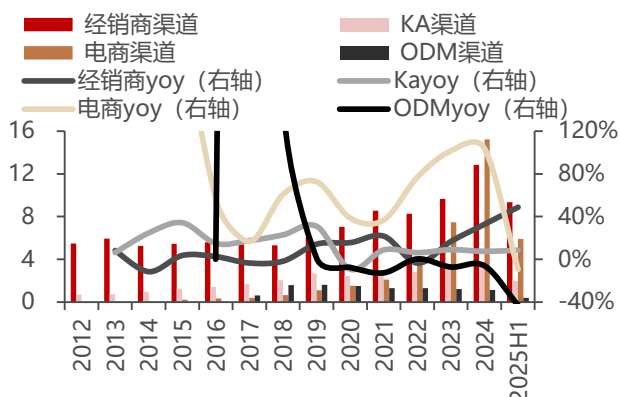
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：百亚股份分品类收入占比


资料来源：ifind，民生证券研究院

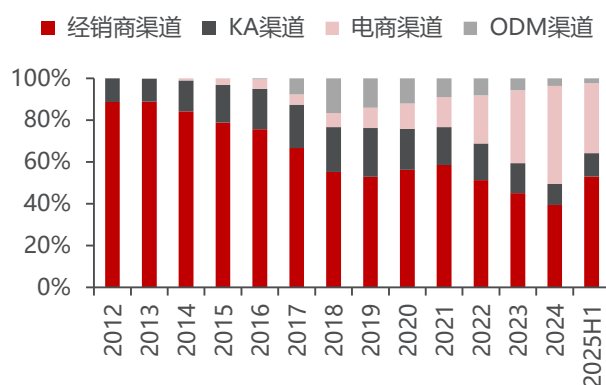
分渠道看，传统线下渠道稳健成长，电商渠道高速发展。2024年公司经销/KA/电商/ODM渠道收入占比分别为39.5%/10.2%/46.9%/3.5%，其中传统经销、KA渠道收入占比持续下滑，电商渠道收入占比快速增长。2016-2024年，经销/KA/电商渠道收入CAGR分别为10.9%/11.1%/60.7%。公司顺应卫生巾行业渠道变革趋势，加大对新兴零售渠道的投入，大力发展抖音渠道，并在天猫、京东等主流电商平台开设旗舰店，电商持续高增。2025H1公司经销/KA/电商/ODM渠道收入占比分别为53.1%/11.2%/33.6%/2.2%，电商渠道营业收入5.92亿元较上年同期有所下降，主要受短期舆情影响，经公司调整业务已逐渐恢复常态。

图8: 百亚股份分渠道收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: 百亚公告, 民生证券研究院

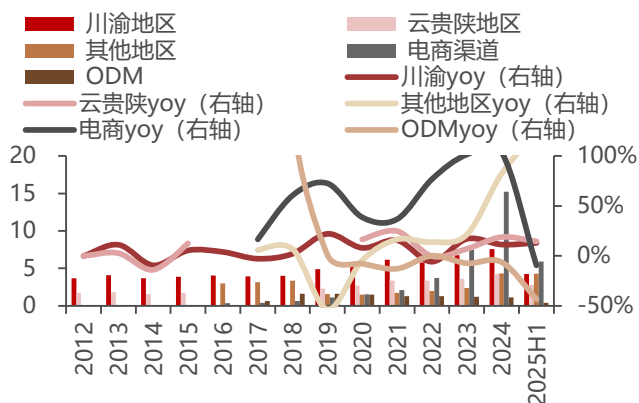
图9: 百亚股份分渠道收入占比



资料来源: 百亚公告, 民生证券研究院

分区域看, 川渝云贵陕稳健, 其他地区与电商平台收入占比提升。2024 年公司川渝 / 云贵陕 / 其他地区 / 电商 / ODM 占比分别为 23.2%/13.1%/13.3%/46.9%/3.5%, 2019-2024 年公司川渝/云贵陕/其他地区/电商收入 CAGR 分别为 9.0%/13.1%/22.7%/69.0%, 核心五省川渝云贵陕收入稳健增长, 电商加速增长, 外围地区近年来持续发力增长。2025H1 公司川渝/云贵陕/其他地区/电商/ODM 占比分别为 24.1%/15.8%/24.4%/33.6%/2.2%, 其他地区收入占比大幅提升, 外围市场实现高增, 营业收入同比增长 124.2%。

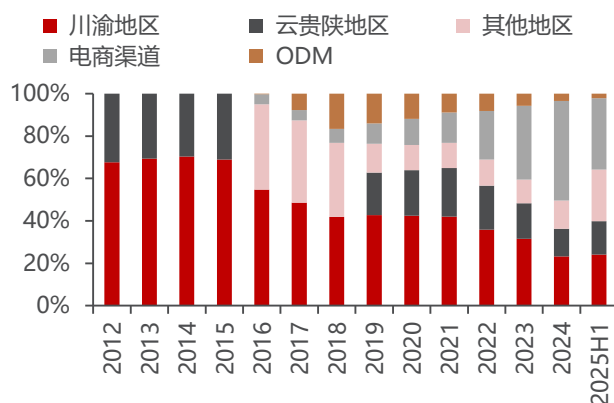
图10: 百亚股份分地区收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 百亚公告, 民生证券研究院

注: 由于披露口径问题, 2016-2018 年其他地区收入为总收入-川渝-电商-ODM 收入

图11: 百亚股份分地区收入占比



资料来源: 百亚公告, 民生证券研究院

新品带动毛利率持续提升, 扩张期高投入致净利率短期承压。2024 年公司毛利率 53.2%, 同增 2.9pcts; 净利率 8.8%, 同比下降 2.3pcts。2020-2024 年公司毛利率从 42.7%提升至 53.2%主要系持续推出大健康新品, 如有机纯棉、敏感肌、益生菌产品, 中高端系列产品收入占比快速增加, 带动了公司毛利率水平持续提升。2021-2024 年公司净利率承压主要系处于电商及外围省份快速扩张阶段, 销售费用投放增加所致。2025H1 公司毛利率 53.2%, 同比下降 1.2pcts; 净利率

10.7%，同比下降 1.0pcts，主要受成本与费用投放影响。

图12：百亚股份毛利率变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：百亚股份净利率变化情况

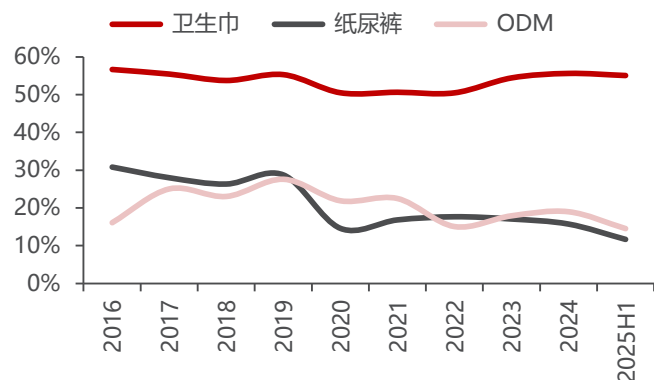


资料来源：ifind，民生证券研究院

分产品看,2024年/2025H1公司卫生巾品类毛利率分别为55.6%/55.1%，显著高于纸尿裤与 ODM 业务毛利率。公司旗下“自由点”卫生巾品牌，作为公司自主研发的中高端品牌之一，引领高毛利率。纸尿裤品类尚处于投入阶段，且市场竞争较为激烈，毛利率相对较低。

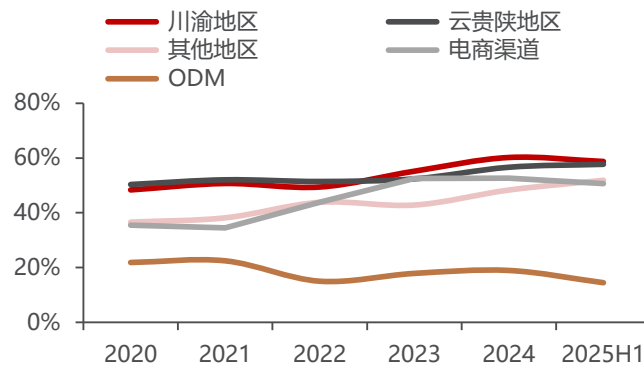
分地区看，其他地区毛利率显著提升，由2020年的36.6%提升至2024年的48.3%，2025H1进一步提升至51.9%。

图14：百亚股份分品类毛利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：百亚股份分渠道毛利率

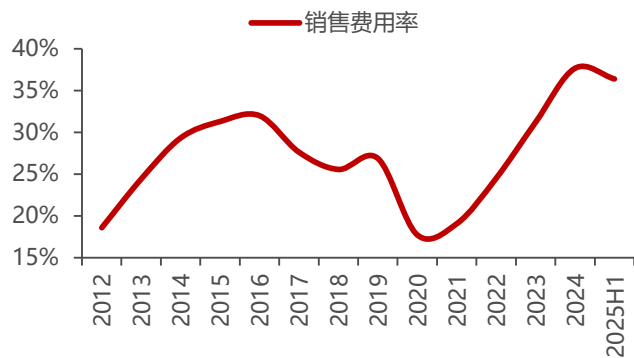


资料来源：ifind，民生证券研究院

公司处于全国拓张阶段，销售费用率持续提升。公司2024年销售/管理/研发/财务费用率分别为37.7%/3.6%/2.2%/-0.1%，同比变动+6.5/+0.2/-0.3/+0.2pcts。其中，销售费用率自2020年的17.7%提升至2024年的37.7%，主要系新品推广、新销售渠道拓展导致营销费用增加，短期对公司盈利能力产生扰动，不过符合公司长期发展战略。研发费用率自2016年1.0%提升至2024年2.2%，主要系公司不断加大研发投入，通过自主研发等方式积累了多项核心技术，并已成功应用于产品生产，如大单品益生菌系列产品添加对经期有益的专利益生菌 LA88 成分、益生菌 PRO 系列添加专利女性益生菌 LA88+N13+益生元，线上

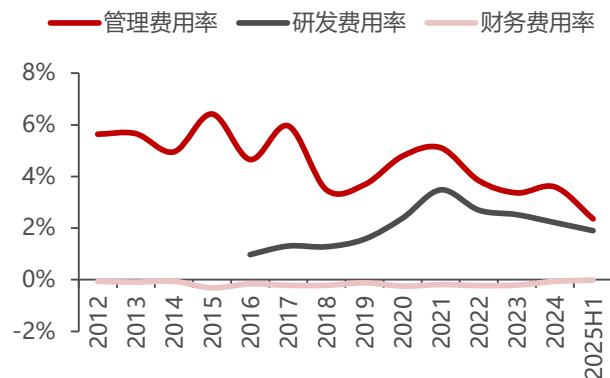
销售火爆。2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.4%/2.4%/1.9%/-0.01%，同比变动+1.1/-0.6%/-0.2%/+0.1pcts。

图16：百亚股份销售费用率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：百亚股份管理、研发、财务费用率



资料来源：ifind，民生证券研究院

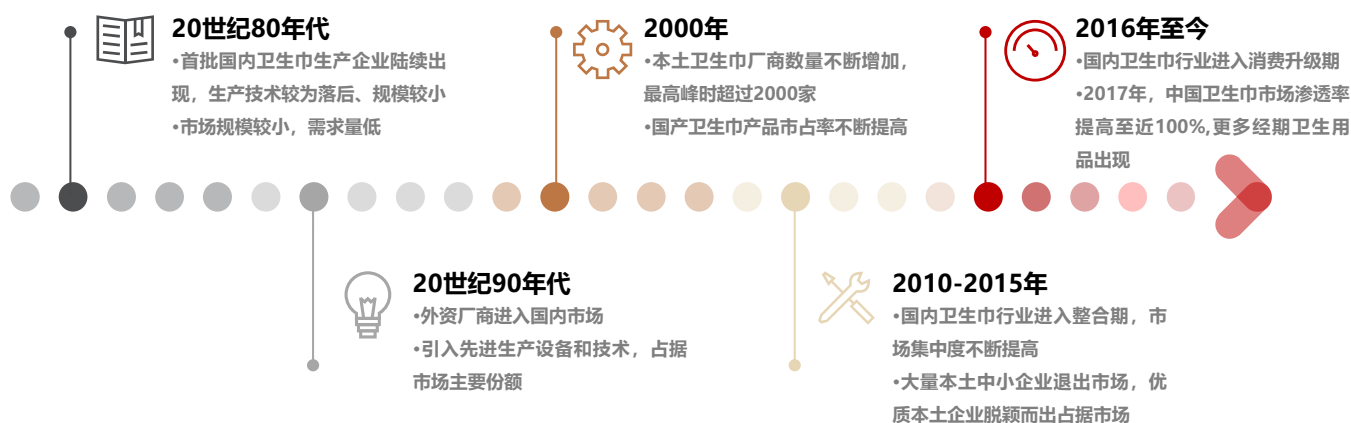
2 “悦己消费”引领女性卫生用品行业高端化, 国产新兴品牌弯道超车

2.1 发展历程: 行业整合发展, 消费需求升级

卫生巾市场自成立以来蓬勃兴起, 消费需求不断演变:

- **初创:** 20 世纪 80 年代, 以恒安国际为代表的首批国产卫生巾生产企业陆续出现, 但生产设备、技术较为落后, 产品较为单一, 生产规模较小, 渗透率低。
- **外资引入:** 20 世纪 90 年代, 以宝洁、尤妮佳为代表的外资厂商开始进入国内市场, 行业发展进程加速, 外资企业因产品质量、技术和品牌等优势, 占据了我国卫生巾市场的主要市场份额。
- **蓬勃发展:** 2000 年后, 我国本土卫生巾生产厂商数量不断增加, 国产卫生巾产品的市场占有率不断提升。
- **整合期:** 2010 年行业进入整合期, 市场集中度不断提高, 大量本土中小企业退出市场, 优质本土企业脱颖而出, 占据区域市场。
- **消费升级期:** 2016 以来, 女性消费者对产品品牌、质量要求不断提升, 卫生巾行业进入消费升级期。

图18: 卫生巾行业发展历程

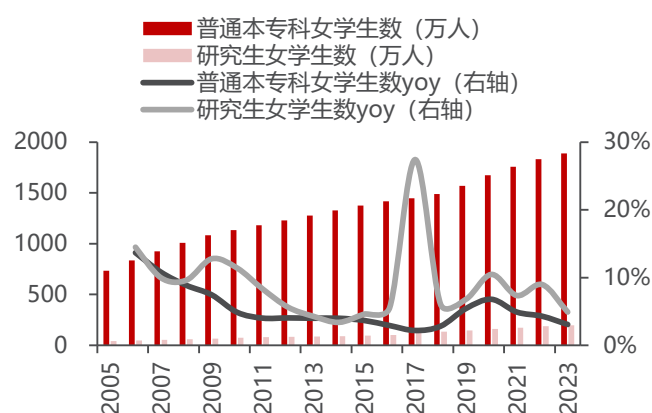


资料来源: 百亚招股说明书, 观研报告网, 民生证券研究院

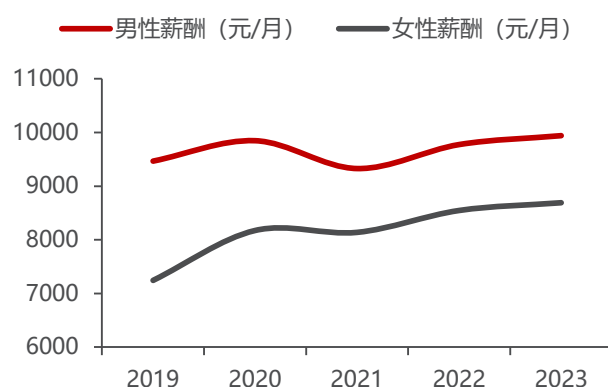
2.2 行业规模: 女性受教育水平与工资水平提升推动行业稳健增长

从“别人送花”到“为自己买花”, 女性在“花经济”中的角色转变是“她经济”蓬勃发展的缩影。近年来, 女性受教育水平、工资水平不断提升, 根据教育部、

国家统计局数据，2005-2023 年，我国普通本专科/研究生女学生数从 735/42 万人增长至 1887/196 万人，CAGR 为 5.4%/8.9%，2023 年普通本专科/研究生女学生占比分别为 50.0%/50.6%，均已过半；据智联招聘数据，2019-2023 年女性职场人平均薪酬从 7245 元/月提升至 8689 元/月，CAGR 为 4.6%，高于同期男性职场人薪酬 CAGR (1.2%)。在女性受教育水平普遍提高、女性经济独立性与经济实力持续增强、社会生活方式多元化等因素影响下，“她经济”为“悦己消费”注入活力，女性消费者消费观念转变，对品牌、质量的要求持续提升，更愿为自己“慷慨解囊”。

图19：女性受教育水平


资料来源：ifind，国家统计局，民生证券研究院

图20：职场分性别薪酬


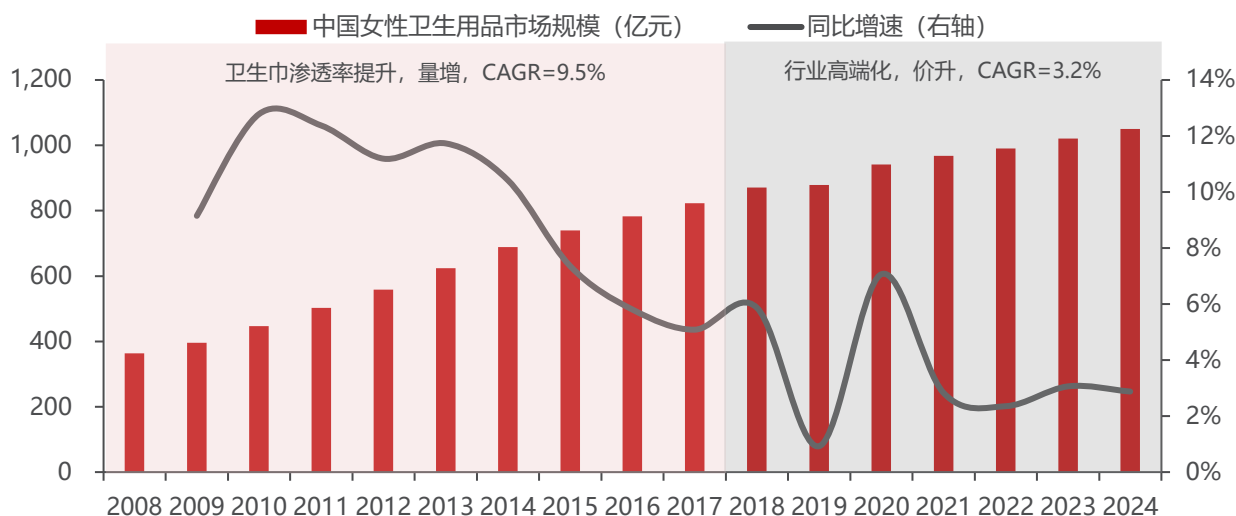
资料来源：智联招聘，民生证券研究院

作为“她经济”中的一环，女性卫生用品市场规模稳健增长，驱动力由从早期“量增”转向“价增”，步入消费升级阶段。根据欧睿数据，2024 年中国女性卫生用品市场规模约 1050.5 亿元，同比增长 2.9%。回顾行业多年发展，可将其分为两大阶段：

- 1) 量增：**2008-2017 年行业快速增长，市场规模 CAGR 约 9.5%，主要受益于卫生巾渗透率不断提升推动量增，卫生巾渗透率由 2010 年的 82.3% 提升至 2017 年的 100%；
- 2) 价升：**2018-2024 年市场规模 CAGR 约 3.2%，2017 年后卫生巾渗透率已饱和，行业增速逐步放缓，增长主要靠价升驱动，2019-2024 年女性经期护理产品平均售价 CAGR 为 4.5%。

我们判断未来行业规模增长的主要驱动因素仍将为高端新品持续推出带来的单价提升。

图21：中国女性卫生用品市场规模及同比增速



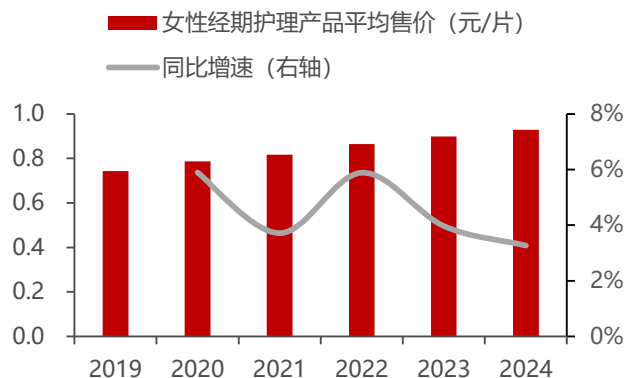
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图22：中国卫生巾市场渗透率



资料来源：中国包装网，中国产业用纺织品行业协会，观研报告网，中国造纸协会生活用纸专业委员会，民生证券研究院

图23：中国女性经期护理产品平均售价



资料来源：欧睿，民生证券研究院

2.3 行业主线：高端化、线上化、规范化、国产替代

2.3.1 高端化：女性消费水平提升，产品技术、成分升级+产品形态扩充

在女性受教育水平与工资水平逐步提升的背景下，近年来女性经期护理产品平均售价持续提升，产品技术、成分升级与产品形态扩充助力行业步入高端化阶段。

- **产品技术、成分升级：**顺应消费者需求变化，卫生巾产品技术及成分不断升级。从技术上来看，逐步攻克防漏、轻薄、透气、干爽等痛点；从成分上来看，引入益生菌、维生素、茶多酚等成分。技术的更新与成分的补充助力卫生巾单价提升。

表2：卫生巾产品技术及成分持续升级

产品技术	液体卫生巾	益生菌 PRO	B5 卫生巾	透气双 U Pro 医护级卫生巾
技术要点	采用 FlexFoam™ 革新材料，在海量吸收后依然能持久保持轻薄、贴合。	采用微胶囊包裹技术，将灭活益生菌（嗜酸乳杆菌 LA88、植物乳杆菌 N13）及益生元植入面层，提升经期自护力，调节微生态平衡。	采用天然透气材料，产品面层纤维添加 D-泛醇即维生素原 B5，呵护敏感肌肤，有效缓解发痒泛红。	采用医护级标准生产环节，30 万级无尘净化车间，全流程保障 0 真菌。
示意图				
价格 (元/片)	1.8	1.5	0.7	0.6

资料来源：京东，Marketing，新浪新闻，民生证券研究院

- **产品形态扩充：**除卫生巾外，近年来女性经期用品产品形态持续扩充，主要针对不同应用场景，包括夜间使用的安睡裤、在运动场景下可使用的棉条以及可长时间佩戴的月经杯等。

表3：卫生巾产品形态持续扩充

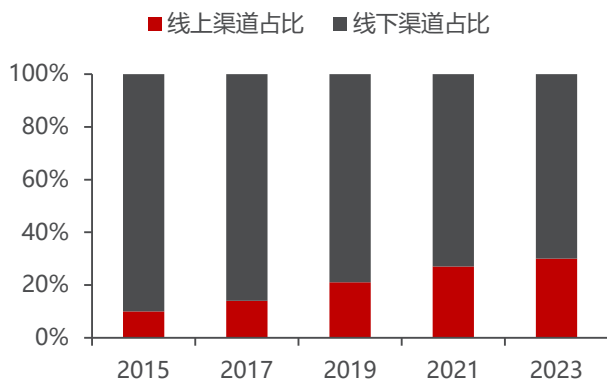
产品技术	卫生巾	安睡裤	卫生棉条	月经杯
技术要点	主要由面层、导流层、吸收层和防渗底层组成，面层需柔软舒适、透气性好；导流层能够避免液体集中吸收，提升导渗效率；吸收层采用绒毛浆、高分子吸水树脂等材料，具备快速吸收、防回渗特性；底层则要耐水、透气、防漏。	裤型卫生巾，采用柔软透气材质，贴合肌肤；360°立体护围设计，配合瞬吸锁水芯体，杜绝侧漏、后漏；透气表层快速驱散湿气，保持干爽，提供安心睡眠体验。	采用柔软、高吸水性的棉或人造丝材料制成，吸收力强，防止渗漏、保持体外清洁干爽。	采用医用硅胶或橡胶等柔性材料制成，钟形设计，可重复使用，可佩戴时间长且舒适隐蔽。
示意图				
价格 (元/片)	0.9	2.4	2.6	136.0

资料来源：纺织导报官方微信公众号，消费者报道官方微信公众号，京东，澎湃新闻，民生证券研究院

2.3.2 线上化：线上销售占比持续提升，引流效果较优

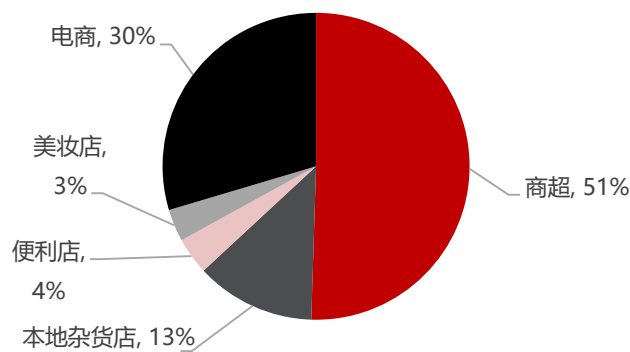
随着电子商务的推动和社交媒体的普及，线上渠道已成为卫生巾销售及引流的主要渠道之一。对消费者而言，线上销售具有便捷性、隐私保护等优势，吸引了越来越多消费者，女性护理卫生用品线上渠道占比由 2015 年的 10% 提升至 2023 年的 30%。此外，线下渠道主要以商超为主，占比约 51%；本地杂货店占比 13%；便利店占比 4%；美妆店占比 3%。

图24：女性护理卫生用品线下渠道占比变化



资料来源：艺恩数据研究所，民生证券研究院

图25：2023年卫生巾渠道结构



资料来源：观研报告网，民生证券研究院

对品牌方而言，线上渠道为优质引流渠道。2024年卫生巾、裤型卫生巾/安睡裤、护垫、卫生棉条社交媒体作品量分别同比增长103%、78%、176%、108%；2024年1-9月卫生巾相关作品量达100万+，相关互动量达4.5亿+。

图26：女性卫生用品各品类社媒声量同比增速



资料来源：艺恩数据研究所，民生证券研究院

注：数据统计周期为2023年1月-2024年9月；监控平台为抖音、小红书

2.3.3 规范化：新国标实施在即，或将加速行业洗牌

为规范行业发展，守护消费者健康，市场监管总局（国家标准委）于2024年6月25日发布了《一次性使用卫生用品卫生要求》（GB 15979—2024）强制性国家标准，其中女性经期卫生用品包含在其中。新国标于2025年7月1日正式实施，主要针对以下五方面进行调整：

- 1) 适用范围：**调整了“一次性使用卫生用品”定义，增加了“卫生湿巾”“抗菌剂”“抑菌剂”等类别的术语和定义；
- 2) 原材料卫生要求：**增加了原材料禁用物质和生产用水要求；
- 3) 生产过程卫生要求：**将生产环境卫生指标、消毒效果生物监测评价与产品卫生

指标中“初始污染菌”合并调整为生产过程卫生要求；

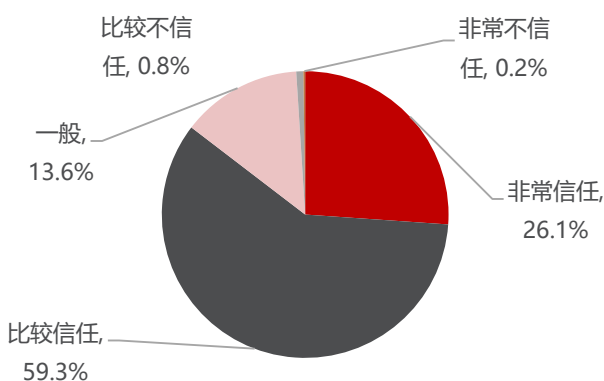
- 4) **产品卫生要求：**根据一次性使用卫生用品不同产品的健康风险，按风险等级增加了 pH 值、可迁移性荧光增白剂残留量理化指标，同时调整了微生物污染指标和毒理学安全性要求；
- 5) **更新补充检测方法：**调整了真菌检测方法，优化了环氧乙烷残留量检测方法，增加了新理化指标检测方法、部分抗（抑）菌试验方法等。

整体来看，一次性使用卫生用品新国标对于产品原材料、生产过程、以及产品卫生提出了更高标准，同时补充了检测流程。**我们认为在行业规范化的背景下，用料与生产不达标的中小企业生产成本或将大幅提升，从而挤压利润空间，或存在出清可能性，而对产品质量和生产环节把控严格的国内外头部企业市占率有望加速提升。**

2.3.4 国产替代：头部品牌市占率下滑，国产新兴品牌有望弯道超车

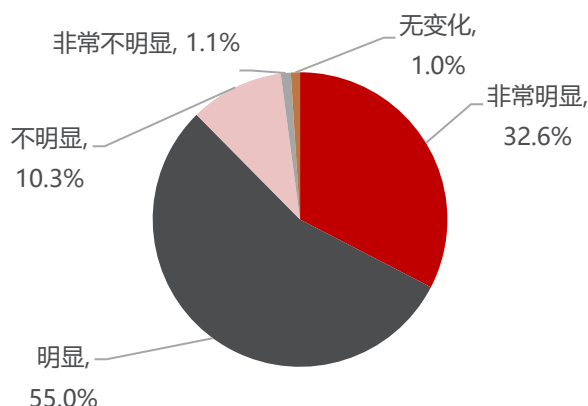
近年来，国货日渐进入人们的视野，国货替代成为大势所趋。以 90 后和 00 后为代表的年轻人对国家和民族形成强烈认同，文化自信助力国潮全面盛行。**数据显示，2024 年超过八成的消费者对国货持正向态度。**85.4%的消费者信任国货质量，87.6%的消费者认可质量提升。《2022 抖音电商国货发展年度报告》中同样有所体现，国货品牌销量同比增长 110%，国货商品搜索量提升 165%，其中个护家清品类国货销量同比增长 141%。抖音作为定位年轻化、引领潮流的平台，极大程度上体现了新一代消费者的消费倾向。

图27：2024 年中国消费者对国产品牌的质量信任程度



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图28：2024 年中国消费者对国产品牌的质量提升认知



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

我们选取三大外资品牌与三大国产品牌观察近五年来市占率变化情况，整体头部卫生巾品牌市占率大多有所下滑，自由点市占率持续提升。2024 年行业市占率前六分别为苏菲、七度空间、护舒宝、高洁丝、自由点、ABC，市占率分别为 8.9%/8.3%/4.2%/4.0%/2.8%/2.6%。2020 年以来，前三名苏菲、七度空间及护舒宝由于经营策略、产品策略、渠道管控等多方面问题，市占率均有所下滑，其中

苏菲市占率从 12.4%下滑至 8.9%；七度空间从 10.2%下滑至 8.3%；护舒宝市占率由 5.7%下滑至 4.2%。头部品牌中，高洁丝及自由点市占率持续提升。值得关注的是自由点市占率提升显著，由 2020 年的 1.3%提升至 2024 年的 2.8%，于 2024 年超越 ABC 成为市占率排名第二的国产品牌。

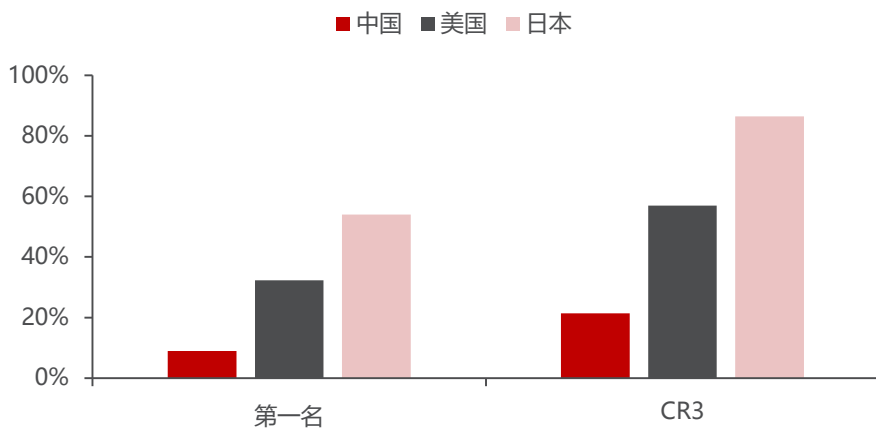
表4：主要卫生巾品牌市占率变化情况

品牌名	公司名	国家	2020	2021	2022	2023	2024
苏菲	尤妮佳	日本	12.4%	12.0%	10.5%	9.7%	8.9%
七度空间	恒安集团	中国	10.2%	9.1%	9.0%	8.8%	8.3%
护舒宝	宝洁	美国	5.7%	5.6%	5.2%	4.7%	4.2%
高洁丝	金佰利	美国	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
自由点	百亚股份	中国	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%	2.8%
ABC	广东景兴	中国	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%

资料来源：欧睿，民生证券研究院

行业集中度有望提升，国产新兴品牌弯道超车机会显著。2024 年日本、美国女性经期护理用品行业 CR3 分别为 86.4%/57.0%，而中国 CR3 仅为 21.4%、CR10 仅为 35.2%，显著低于海外水平。发达国家行业集中度较高主要系龙头企业在早期进行产品创新抢占市场，如高洁丝是全球首个对大众进行经期知识教育的卫生巾品牌，使一次性经期护理用品被广泛接纳，如护舒宝首推创新产品液体卫生巾，经过多年的品牌宣传及消费者教育，龙头企业品牌形象深入人心，先发优势明显，后续逐步扩展品类、进行国际扩张提升规模。而中国个护企业发展较晚，早期由外资品牌占据市场，近年来国产品牌兴起，但竞争格局依然较为分散，尚未形成由某几家龙头企业作为主导的固定发展格局。**展望未来，近年来国内头部企业苏菲、七度空间、护舒宝由于产品更新速度较慢、渠道管理老化等原因市占率下滑，国产新兴二线品牌凭借创新产品及抖音等新渠道获得弯道超车机会。**

图29：2024 年中国/美国/日本女性经期护理用品行业头部企业市占率情况



资料来源：欧睿，民生证券研究院

3 自由点何以破局：拥抱变革，乘势而起

作为国产新兴品牌的代表，自由点何以在快速破局？回顾公司多年来发展，我们发现公司敏感洞察行业趋势，积极拥抱行业高端化与线上化变革，乘势而起。

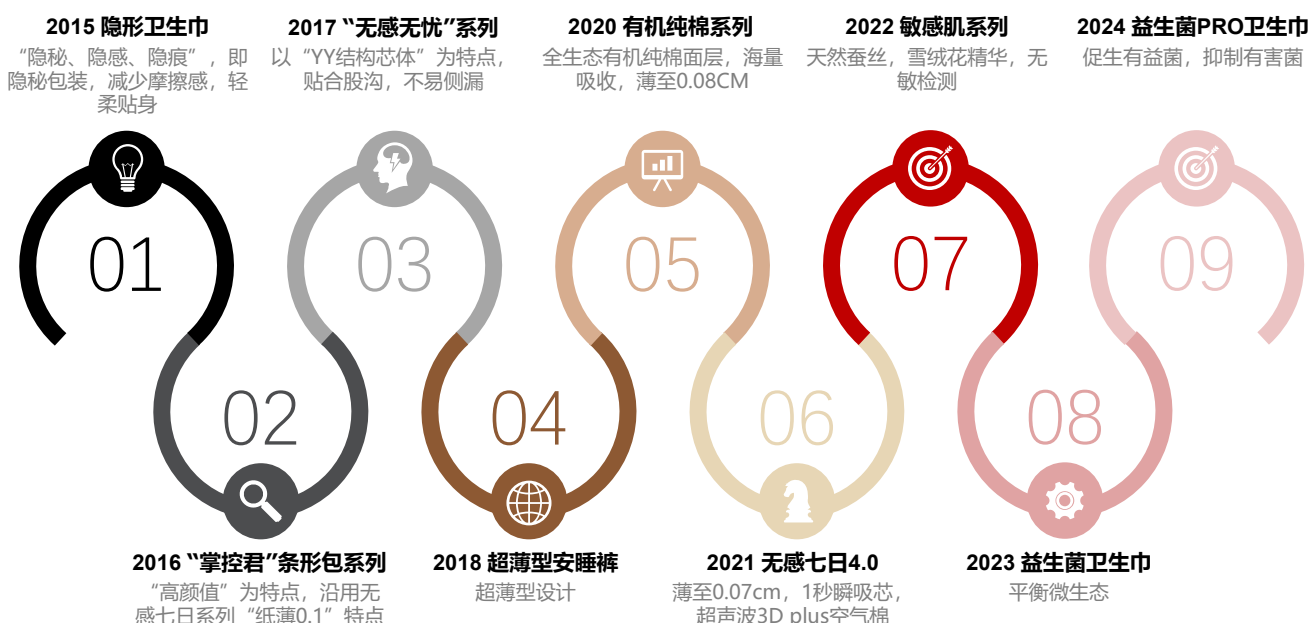
3.1 产品：快速推新，高端产品占比持续提升

3.1.1 学习化妆品打法，针对消费者痛点快速推新

学习化妆品打法，不断开拓新的产品系列。

- 化妆品企业针对干皮、油皮、敏感肌等不同肤质细分人群推出针对性产品，**公司学习化妆品打法，针对敏感肌推出敏感肌产品，瞄准敏感肌细分人群；**
- 化妆品企业擅长推出添加特定成分，实现对应效果的产品，如添加烟酰胺达到美白效果、添加水杨酸达到祛痘效果、添加玻尿酸达到保湿效果等，**公司学习相关打法，在卫生巾中创新添加益生菌主打平衡菌群；**
- 化妆品行业产品迭代速度较快，自由点学习化妆品行业，以无感七日和无感无忧系列为基础，不断自我更新，如无感七日已迭代至 3.0 版，同时调整产品结构，推出新的大健康系列、舒睡系列等，跟进市场需求变化。2015-2023 年期间，公司不断进行新产品研发，平均每年新增一个产品系列，加速产品迭代，以满足市场需求。与之相比，七度空间、苏菲等头部品牌推新速度稍显逊色，仍以经典款式为主。**与竞品相比，自由点推新速度遥遥领先。**

图30：自由点品牌产品系列



资料来源：百亚招股说明书，百亚公告，百亚品牌说、百亚微平台、自由点 freemore 官方微信公众号，民生证券研究院

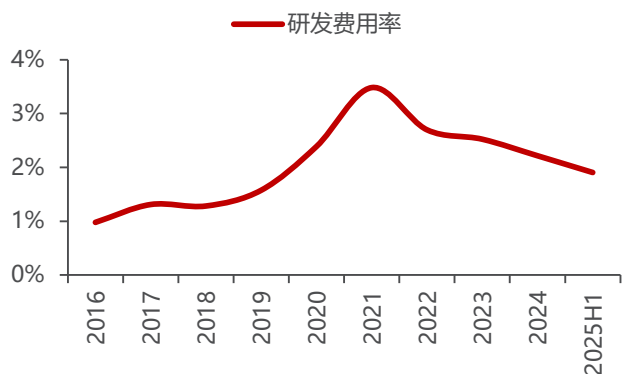
表5：苏菲、七度空间、自由点历年新品

品牌	新品	时间	品牌	新品	时间	品牌	新品	时间
苏菲	蜜光仙纸薄裸感系列	2024	七度空间	萌动裤、蔓越莓 A+有机纯棉	2024	自由点	益生菌 PRO 系列	2024
	MFIT 运动感卫生巾	2023		极薄透气云氧棉	2021		益生菌产品	2023
	裸感 S 海藻精粹系列	2021		萌睡裤	2019		敏感肌产品	2022
	魔法口袋 S 产品	2017		miss 透气	2017		无感七日 4.0	2021
	裸感 S、超熟睡 Air、小翅膀	2015		公主系列	2011		有机纯棉新系列	2020
	迷你卫生巾, 安心裤, 口袋魔法护垫	2013		优雅系列	2006		超薄型安睡裤	2018
	极薄 0.1, 口袋魔法, 超值超薄推出	2012					“无感无忧”系列	2017
	零敏肌护垫系列	2011					“掌控君”条形包装	2016
	超熟睡超薄系列	2010					隐形卫生巾	2015
	超熟睡 410 产品推出、超值安心系列	2009						
	氧气特薄系列	2008						
	立体护围干爽 405 产品	2007						
	柔棉感系列	2006						
动感丝薄 350 卫生巾	2005							

资料来源：尤妮佳官网，什么值得买，七度空间 Space7、百亚品牌说、自由点 freemore 官方微信公众号，民生证券研究院

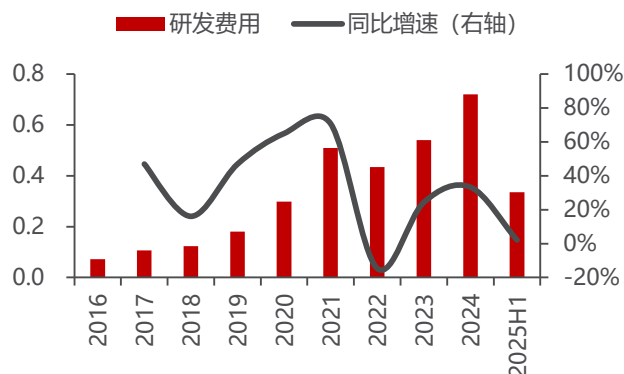
研发投入增长，助力研发项目进展。公司研发费用自 2016 年的 0.1 亿元增加至 2024 年 0.7 亿元，2016-2021 年研发费用率从 1.0%持续上升至 3.5%，2022 年因公共卫生事件影响投入减少，而后研发费用持续投入，营收增长带来规模效应，研发费用率下降。

图31：百亚股份研发费用率



资料来源：ifind，民生证券研究院

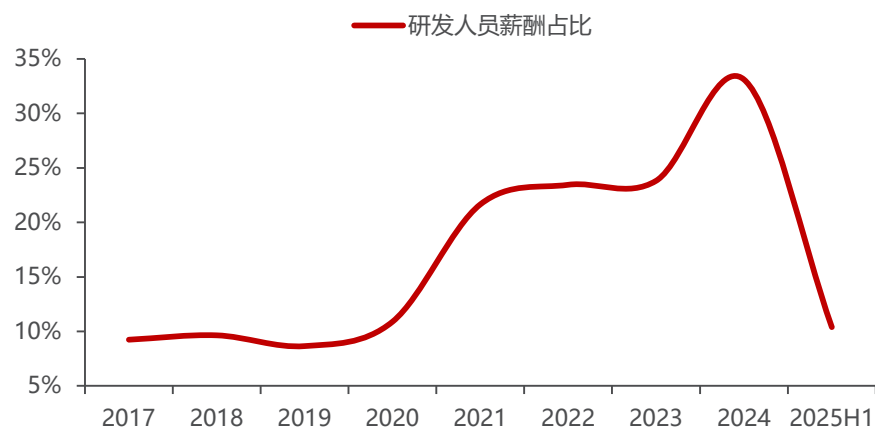
图32：百亚股份研发费用（亿元）及同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

研发人员薪酬水平占总研发费用比重显著提升，自 2017 年占比 9.2%，提升至 2024 年 33.1%，公司重视研发人员培养和技术人才的挖掘，培养出一支专业技术团队，助力公司科研水平进一步提升，产业不断升级。

图33：百亚股份研发人员薪酬占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司构建了一套单独的研发网络，不断加强对产品的研发力度，通过研发成果陆续推出敏感肌、益生菌等热门产品，公司目前在研项目主要针对芯体、高性能材料、裤型、功能性（如缓解经期疼痛等）以及智能化等，持续储备新产品。

表6：2024年公司主要在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
新型芯体探索研究	开展防变形发泡芯体研究，提升产品使用体验	在研	提高核心系列产品专业化技术竞争力
舒适度裤型产品研究	对现有裤型产品进行产品结构升级研究	在研	开发不同场景下的卫生护理用品，提高产品舒适度
高性能材料应用研究	对高倍透气防水材料、高吸收性无纺布材料等在新产品中的应用研究	在研	新材料应用，以提高产品透气性、提高吸收速度
功能性卫生用品开发研究	开发可缓解女性经期疼痛、调理经期生状态的功能性卫生巾产品	在研	开发功能性卫生巾系列产品，丰富公司产品线
智能化产品探索研究	智能监控健康型卫生巾探索研究	在研	利用当前的智能化技术，探索新应用领域

资料来源：百亚 2024 年报，民生证券研究院

3.1.2 传统产品定位中端，高端大健康产品占比持续提升

自由点定位为中高端品牌。根据电商平台数据，与同行业其他女性卫生用品品牌对比，自由点传统无感系列产品价格处于中游水平。**在行业章节我们曾提到高端化为行业主线之一，公司顺应行业高端化趋势推出 FREEMORE 大健康系列，**主要定位天然健康，针对高端市场需求，价格高于无感系列，包括有机纯棉系列、敏感肌系列、益生菌、益生菌 PRO 系列，分别以有机纯棉表层、天然蚕丝表层、益生菌 LA88 添加、益生菌 LA88+N13+益生元添加为特点，进一步丰富了公司的中高端产品矩阵。

表7：各品牌卫生巾产品及价格

品牌	产品系列	无感无忧	无感七日	有机纯棉	益生菌	敏感肌	益生菌pro
自由点 (百亚股份)	示意图						
价格 (元/片)		0.6	0.7	0.9	1.1	1.5	1.5
品牌	产品系列	透气双U	透气棉	樱肌感	1013+系列	吸隐力	
洁婷 (丝宝集团)	示意图						
价格 (元/片)		0.5	0.6	0.8	1.3	1.5	
品牌	产品系列	少女肌	阳光烘烘纯棉	海岛奢宠纯棉	万有引力	B5卫生巾	蔓越莓益生菌
高洁丝 (金佰利)	示意图						
价格 (元/片)		0.5	0.6	0.9	0.9	1.0	1.5
品牌	产品系列	瞬洁云感棉	瞬洁丝薄	香柔棉	液体卫生巾	净肤纯棉	敏感肌液体卫生巾
护舒宝 (宝洁)	示意图						
价格 (元/片)		0.5	0.8	1.1	1.8	1.9	2.4
品牌	产品系列	口袋魔法	弹力贴身	极薄0.1	裸感S鎏光	温柔肌	美金轻柔
苏菲 (尤妮佳)	示意图						
价格 (元/片)		0.4	0.5	0.7	1.2	1.9	2.1
品牌	产品系列	优雅系列	极薄透气	少女超薄100%纯棉	天山绒棉	蔓越莓A+有机纯棉	
七度空间 (恒安集团)	示意图						
价格 (元/片)		0.6	0.6	0.7	1.1	1.3	

资料来源：各品牌京东自营官方旗舰店，民生证券研究院

大健康系列产品功效显著高于普通卫生巾产品。有机纯棉系列，通过全球有机纺织品标准和国内有机产品双重认证，全程有机可溯源，吸收能力与透气性高于市面普通卫生巾产品；敏感肌系列，通过SGS权威检测，对动物皮肤变态反应试验的致敏率为0%，且采用悬浮吸收芯、天然蚕丝和雪绒花精粹，三大设计呵护敏肌；益生菌系列，研究部联合益生菌头部团队Weclac，四大教授领衔亲研LA88专利益生菌，解决女性经期菌群失衡问题；益生菌PRO系列的临床试验报告由新华网首发，并获中国质量网、中国青年网、新京报等50余家主流媒体联合报道，其专业性与公信力得到广泛认可。

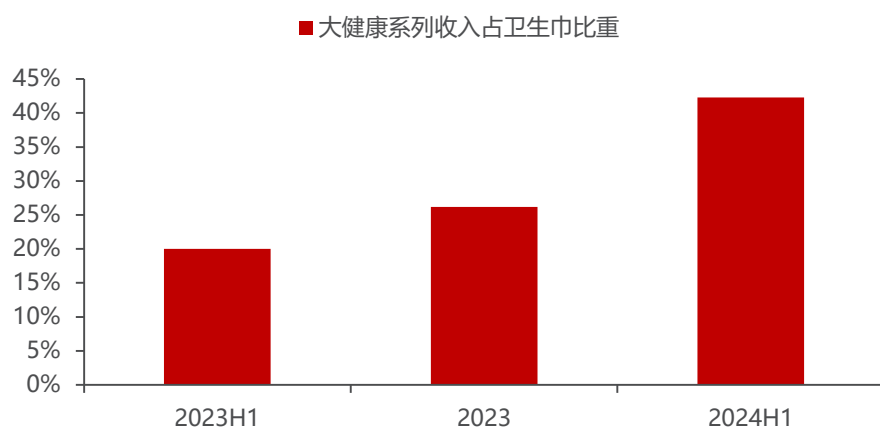
图34：大健康系列专利、认证



资料来源：国家知识产权局，淘宝网，民生证券研究院

大健康占比持续提升，带动片单价及毛利率上行。大健康产品占比从 2023H1 的 20.0%左右提升至 2024H1 的 42.3%，其中外围省份及电商渠道大健康产品占比高于核心五省，伴随外围省份及电商持续高增，我们预计大健康产品占比有望持续提升。相较其他卫生巾产品，大健康产品单价及毛利率较高，有望带动公司片单价持续上行，毛利率持续提升。

图35：大健康系列占比变化



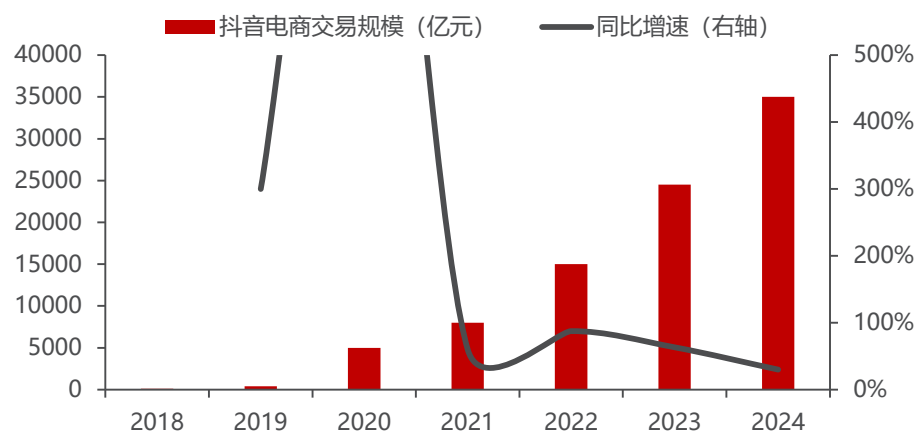
资料来源：百亚公告，民生证券研究院

3.2 渠道与营销：营销助力线上高增，线下全国化如期推进

3.2.1 线上：乘抖音东风，内容营销助力电商高速增长

抖音平台交易规模涨势迅猛。抖音交易规模从 2018 年的 100 亿元增长至 2024 年的 35000 亿元，CAGR 高达 165.5%。

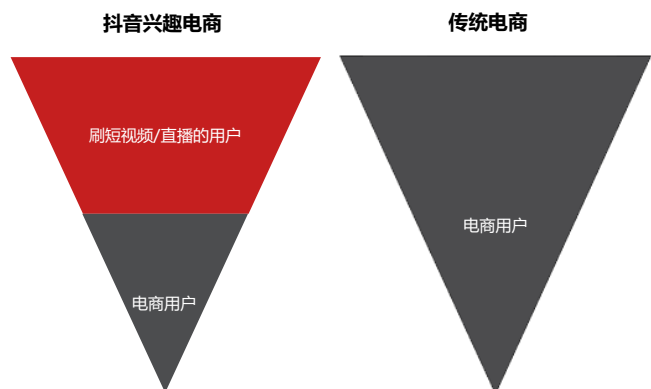
图36: 抖音交易规模及同比增速



资料来源: 电数宝, 36 氪, 民生证券研究院

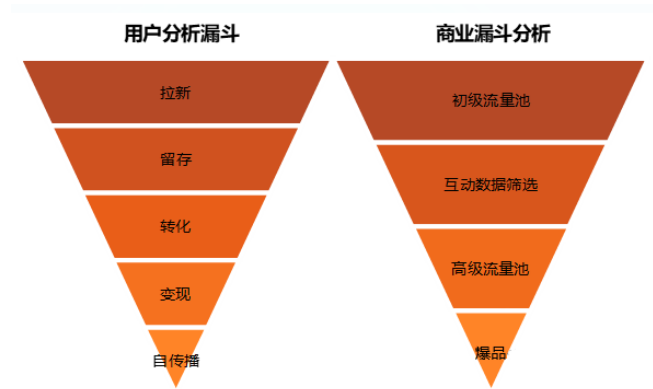
抖音电商特点：“货找人”。传统电商“人找货”：消费者使用传统电商时，通常是有了明确的购买需求后主动搜索、对比并完成购买。**抖音“货找人”：**消费者往往没有明确的购买需求，只是在浏览短视频、直播时看到感兴趣的商品，出于冲动购买。**因此，在抖音上打造单个爆品或打造热门内容尤为重要，且与传统电商玩法不同。**

图37: 抖音电商用户比例相对传统电商较低



资料来源: 腾讯网, 民生证券研究院

图38: 传统电商“人找货”，抖音“货找人”



资料来源: 腾讯网, 民生证券研究院

在行业章节我们曾提到线上化为行业发展趋势，对品牌方而言，线上渠道为优质引流渠道，公司积极布局抖音这一高增平台，发力内容营销，打造热门视频。自由点与抖音各领域 KOL 合作发布种草视频，视频大多结合该 KOL 原有领域内容并融合自由点益生菌卫生巾调节菌群平衡等卖点，打造了多个热门视频，在该 KOL 视频点赞量中亦名列前茅。同时主打内容营销，结合“拒绝月经羞耻”“关注月经贫困问题”“关注女性健康”等热门话题，更能吸引流量、提升关注度和品牌知名度。

表8：部分自由点与抖音 KOL 合作视频

KOL	粉丝量	自由点视频点赞数	视频主题
好物推荐类			
七颗猩猩	1808.4 万	290.7 万	好物推荐；添加益生菌调节菌群平衡、透气易吸收
酒鬼大人	799.0 万	172.4 万	好物推荐；添加益生菌调节菌群平衡、轻薄易吸收
罗休休	1773.3 万	143.4 万	好物推荐；添加益生菌、易吸收
刘大悦 er	992.9 万	127.5 万	好物推荐+拒绝月经羞耻；添加益生菌调节菌群平衡
三金七七	1147.1 万	111.7 万	好物推荐；轻薄干爽防漏、添加益生菌
派小轩	1133.3 万	108.3 万	好物推荐；轻薄易吸收、添加益生菌
锅盖 wer	1418.4 万	99.4 万	好物推荐；轻薄干爽易吸收、添加益生菌
潇潇学姐	1182.5 万	110.2 万	好物推荐；轻薄、添加益生菌
石村小月	1026.6 万	84.4 万	好物推荐；防漏、添加益生菌
丁郑美子	1373.5 万	107 万	好物推荐；轻薄易吸收、调节菌群平衡
内容营销类			
是小鱼耶	486.4 万	58.2 万	女性健康+好物推荐；卫生巾挑选问题及经期健康问题
小羊来了	198.5 万	87.2 万	拒绝月经羞耻、关注月经贫困问题、公益活动+好物推荐
乔七月	1007.2 万	64.2 万	拒绝月经羞耻、推崇女性力量+好物推荐
圻夏夏	208.5 万	53.7 万	拒绝月经羞耻及月经污名化、推崇女性力量
晶晶芭比	114.4 万	43.4 万	拒绝月经羞耻+好物推荐
嘉哥嘉嫂	174.7 万	25.4 万	拒绝月经羞耻+好物推荐
李路飞	448.3 万	14.8 万	撕掉月经标签、正视女性需求、尊重女性
鸭妹妹	262.5 万	31.7 万	女性健康+好物推荐；关注卫生巾过敏问题

资料来源：抖音，民生证券研究院

注：数据为截至 2025 年 8 月 28 日数据

公司打爆策略效果显著，自由点销量成绩斐然。2023年8月自由点持续霸榜抖音，官方旗舰店销量超过2000万，品牌销量排名第一；益生菌新品8月线上GMV突破5000万，上市100天总GMV破8000万。

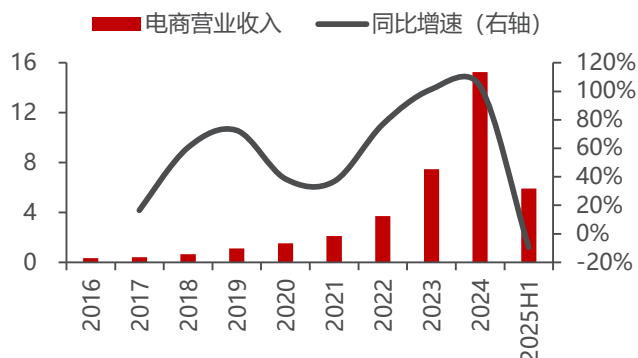
图39：自由点益生菌新品销量



资料来源：百亚品牌说官方微信公众号，民生证券研究院

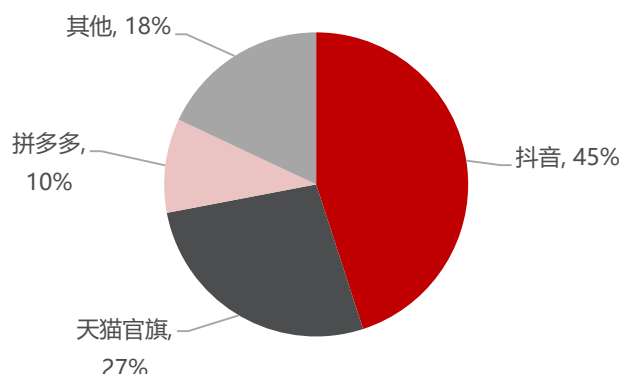
抖音为公司线上增长奠定基础，流量外溢至天猫、拼多多等平台。2016-2024年公司电商营收实现快速增长，CAGR约60.7%。从渠道结构来看，2023年公司电商收入中约45%来自抖音平台，27%来自天猫官旗，10%来自拼多多，其余18%来自京东、天猫超市等。从收入端来看，在抖音平台稳居首位后，公司营销策略从单一抖音投放转向品牌的全域投放，以实现线上多渠道协同共进与高效发展，我们预计未来天猫、拼多多、京东等其他平台的增长有望助力公司电商渠道延续亮眼表现。从利润端来讲，抖音相较其他平台投入更高，引流效果大于盈利效果，随着未来高盈利电商渠道占比逐步提升，公司电商渠道盈利能力有望提振。

图40：百亚股份电商营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

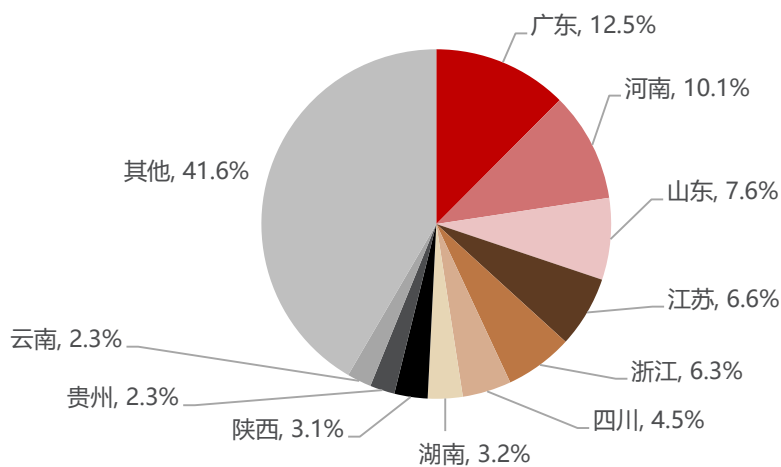
图41：百亚股份 2023 年分渠道电商占比



资料来源：百亚公告，民生证券研究院

值得关注的是，抖音营销亦可赋能线下渠道全国化发展。公司在线上投流时会重点投向外围发展省份，通过线上视频种草提升品牌知名度，带动线下销售，自由点品牌视频受众中，前五名分别为广东、河南、山东、江苏、浙江，合计占比约43.1%，为公司外围市场拓展建立了良好基础。

图42：2024 年自由点视频受众地区占比



资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

3.2.2 线下：核心五省稳健增长，外围市场加速拓展

公司采取多种营销手段，根据不同节日特征，结合消费者需求进行促销，打法丰富。例如“520”公司各省区开展校园推广、社区活动等丰富活动，触达不同消费者群体；开学季大促，在不同地区不同产品系列采取差异化的上货比例，与此同时上新三丽鸥等联名，吸引年轻消费者，收割流量、打爆销量。

图43: 百亚股份“520”活动



资料来源: 百亚品牌说官方微信公众号, 民生证券研究院

公司终端销售人员工作积极性较高。公司在各地区的销售终端拥有多支优秀导购团队, 每逢节假日、大促等活动时工作积极性较高, 对新导购实施一对一帮扶, 具有极强的团队凝聚力。公司定期对一线优秀导购员工实施表彰奖励, 同时销售经理实地走访、走进一线, 为员工树立榜样, 确保销售员积极性, 增强员工幸福感和归属感。

图44：百亚股份销售人员表现

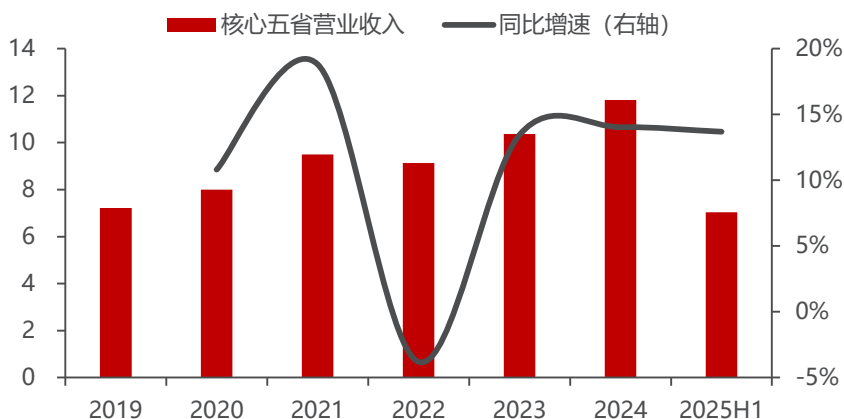


资料来源：百亚品牌说公众号，民生证券研究院

➤ 核心五省：渠道深耕，品牌建设，核心五省优势显著

2024 年公司核心五省营业收入 11.8 亿元，同增 14.0%，占公司总营业收入的 36.33%。公司最早在重庆起家，通过深度合作 KA 卖场进行品牌展示，深度下沉销售渠道实现门店覆盖，聚焦核心区域的品牌投放等方式，在核心五省建立了完善的销售渠道和品牌影响力。在进行全国范围销售网络扩展时，以核心五省作为收入和利润的主要来源，支撑外围地区的发展。2025H1 核心五省营业收入 7.0 亿元，同增 13.7%。

图45：百亚股份核心五省营业收入（亿元）及同比增速



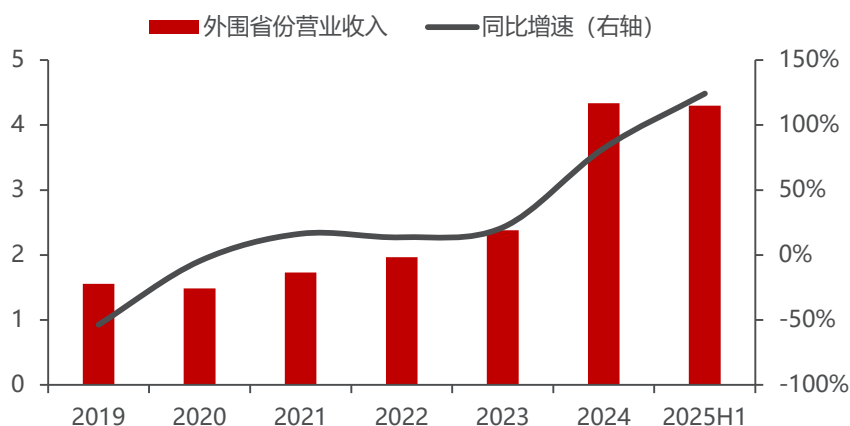
资料来源：ifind，民生证券研究院

➤ 外围省份：全国化初见成效，营收实现高增

2024 年公司外围省份营业收入 4.3 亿元，同增 82.1%，2019-2024 年外围

省份增速 CAGR 为 22.7%，近年来增长环比提速。公司加大外围市场拓展步伐，选取基础较好的广东、湖南、河北三个省份重点发力，根据各省份具体情况重点开发 KA、便利店、经销等渠道，并同步进行品牌宣传，助力终端动销。2025H1 外围省份营业收入 4.3 亿元，同增 124.2%，增幅亮眼。

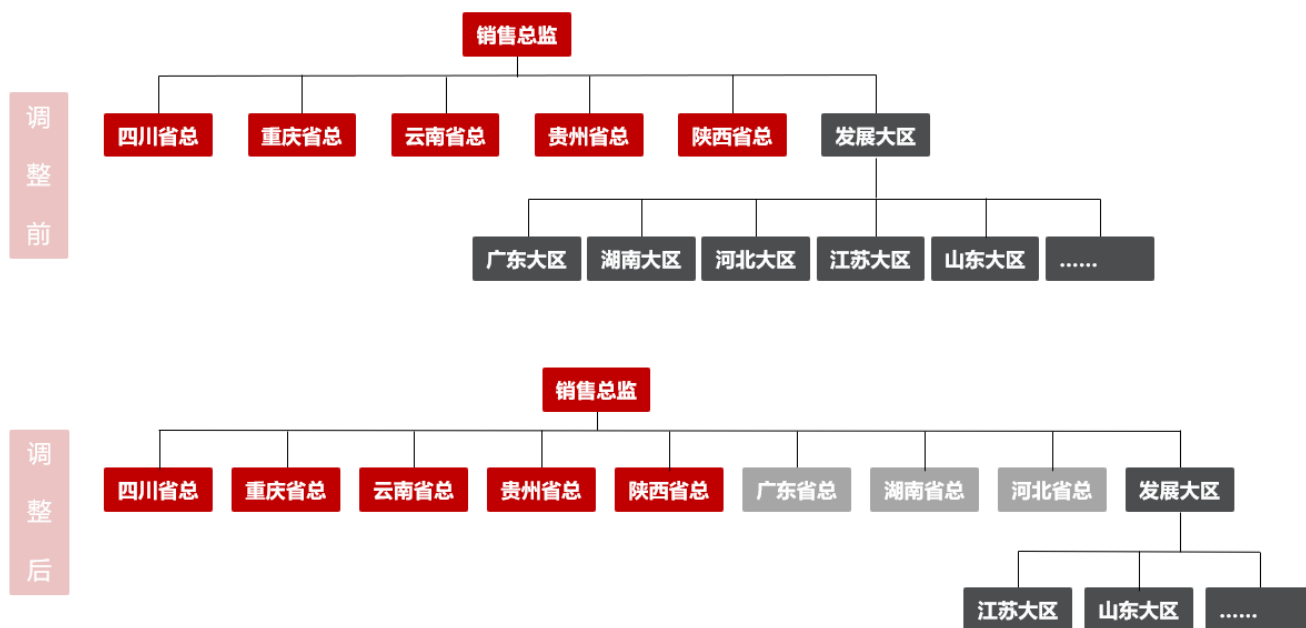
图46：百亚股份外围省份营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司进行外围组织架构调整，在广东、湖南、河北三个省份单独设立省区总监。组织架构调整前，除核心五省外其他省份仅作为发展大区，组织架构调整后，广东、湖南、河北三省独立管理，将省区经理拔高到省区总监，直接向销售总监汇报，并加大资源投放及支持力度。后续根据各省份发展情况，预计新增江苏、湖北两省作为重点外围省份进行发展。

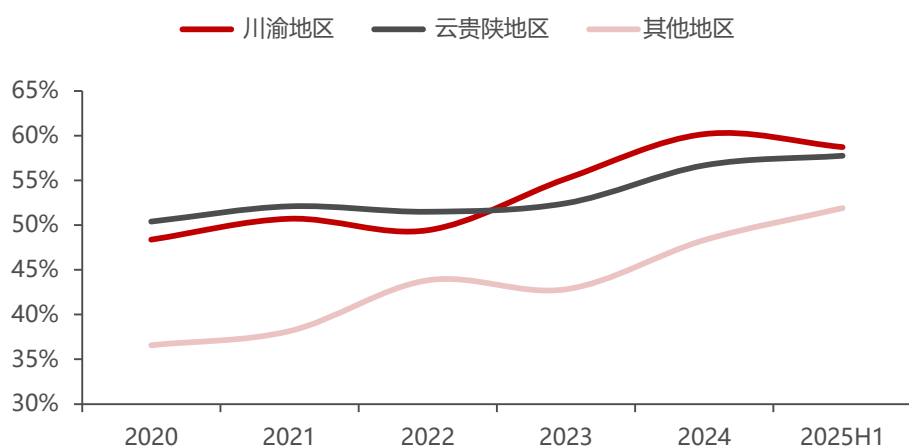
图47：百亚股份组织架构调整前后对比



资料来源：百亚品牌说公众号，民生证券研究院

除收入外，外围省份盈利能力亦有望提升。目前外围省份由于处于拓展初期，品宣、渠道费用投入较大，毛利率相较核心五省显著较低，中长期来看外围省份毛利率有望持续提升，主要系：1) 公司集中资源投入大健康品类拓展，通过大单品吸引新消费者，带动品牌认知提升，因此新客普遍购买大健康新品较多，外围省份大健康占比较高，高毛利大健康产品占比提升有望带动下毛利率持续提升；2) 外围省份当前仍处渠道拓展期，为抢占市场价格折让较多，部分冲减收入，导致毛利率较低，市占率提升到一定规模后有望释放盈利能力。

图48：百亚股份分地区毛利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

4.1.1 业务拆分及预测

- 1) 川渝地区：**公司核心区域，收入相对稳定，预计未来将逐步提升大健康产品占比，进一步稳固市场地位。预计 2025-2027 年营收同增 13.0%/6.0%/3.0%，由于高毛利率大健康产品占比提升，预计 2025-2027 年毛利率为 60.0%/60.5%/60.8%。
- 2) 云贵陕地区：**公司核心区域，市占率较高但相较川渝地区依然有提升空间，预计在大健康产品及电商渠道带动下，2025-2027 年收入增长 15.0%/10.0%/7.0%，由于高毛利率大健康产品占比提升，预计 2025-2027 年毛利率为 57.0%/57.5%/58.0%。
- 3) 其他地区（外围省份）：**公司重点发力区域，市占率较低，收入增长较快，预计公司未来持续投入费用发力增长，预计 2025-2027 年营收增长 85.0%/65.0%/55.0%，由于高毛利率大健康产品占比提升，预计 2025-2027 年毛利率为 52.0%/52.5%/53.0%。
- 4) 电商：**公司重点发力渠道，在营收快速增长的同时起到品牌宣传作用，预计 2025-2027 年营收增长 10.0%/25.0%/20.0%，2025-2027 年预计实现毛利率 51.5%/52.0%/52.3%。
- 5) ODM：**公司额外产能消耗渠道，预计未来维持稳定，预计 2025-2027 年营收分别下滑 10%/0%/0%，预计 2025-2027 年毛利率为 15.0%/15.0%/15.0%。

4.1.2 主要费用率预测

- 1) 销售费用率：**外围市场与天猫、京东等线上渠道仍处于拓展阶段，销售费用率或将维持较高水平，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 36.8%/36.7%/36.6%。
- 2) 管理费用率：**目前公司线上渠道与主要外围市场相关人员均已配置完善，随着收入规模增加，预计 2025-2027 年管理费用率有望小幅下降至 3.4%/3.3%/3.2%。
- 3) 研发费用率：**公司顺应消费趋势持续推出新品，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 2.3%/2.3%/2.3%。

表9：百亚股份分区域盈利预测及费用率预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
川渝地区	营业收入 (百万)	677.8	755.5	853.7	904.9	932.0
	yoy	17.1%	11.5%	13.0%	6.0%	3.0%
	毛利率	55.2%	60.2%	60.0%	60.5%	60.8%
云贵陕地区	营业收入 (百万)	358.9	426.8	490.9	540.0	577.7
	yoy	7.2%	18.9%	15.0%	10.0%	7.0%
	毛利率	52.4%	56.7%	57.0%	57.5%	58.0%
其他地区	营业收入 (百万)	238.1	433.6	802.1	1323.5	2051.4
	yoy	21.2%	82.1%	85.0%	65.0%	55.0%
	毛利率	42.8%	48.3%	52.0%	52.5%	53.0%
电商	营业收入 (百万)	748.0	1524.6	1677.1	2096.3	2515.6
	yoy	101.6%	103.8%	10.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	52.5%	52.7%	51.5%	52.0%	52.3%
ODM	营业收入 (百万)	121.1	113.7	102.4	102.4	102.4
	yoy	-7.3%	-6.1%	-10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.9%	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	营业收入 (百万)	2144.1	3254.0	3926.1	4967.0	6179.1
	yoy	33.0%	51.8%	20.7%	26.5%	24.4%
	毛利率	50.3%	53.2%	53.2%	53.5%	53.7%
	销售费用率	31.2%	37.7%	36.8%	36.7%	36.6%
	管理费用率	3.4%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%
	研发费用率	2.5%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
	归母净利润 (百万)	238.3	287.7	358.2	475.5	614.2
	yoy	27.2%	20.7%	24.5%	32.8%	29.2%

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

百亚股份为个护领域企业, 主营业务为卫生巾的生产和销售, 我们选取及个护其他领域头部企业豪悦护理、登康口腔、润本股份、若羽臣作为可比公司, 取平均值后可比公司 2025-2027 年 PE 为 39X/30X/24X, 百亚股份当前估值与可比公司均值相比, 具备估值优势。

表10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
605009.SH	豪悦护理	32.4	2.5	2.1	2.4	2.8	13	15	13	12
001328.SZ	登康口腔	38.4	0.9	1.2	1.5	1.8	41	33	26	21
603193.SH	润本股份	28.5	0.7	0.9	1.1	1.3	39	33	27	22
003010.SZ	若羽臣	41.8	0.6	0.6	0.8	1.0	65	74	53	40
	可比公司均值						39	39	30	24
003006.SZ	百亚股份	25.7	0.7	0.8	1.1	1.4	38	31	23	18

资料来源: ifind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 ifind 一致预期, 股价时间为 2025 年 9 月 29 日

4.3 投资建议

百亚股份系个护区域龙头企业,持续发力全国化拓展成效显著,同时线上快速扩张,大健康新品引领行业,带动毛利率提升,看好公司规模扩张的同时盈利能力逐渐改善。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.6/4.8/6.1 亿元,对应 PE 为 31X/23X/18X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **渠道拓展不及预期**: 公司目前为区域龙头企业, 在外围省份市占率较低, 处于拓展阶段, 若公司外围省份拓展不及预期可能带来收入增长减缓、费用投放增加、盈利承压等后果。
- 2) **原材料价格提升**: 公司原材料与石油价格波动相关性较大, 若原材料价格大幅波动公司盈利能力可能承压。
- 3) **行业竞争加剧**: 公司所在卫生巾行业竞争格局较为分散, 若其他品牌加大费用投放力度或促销力度抢占市场或将对公司营收及盈利能力造成负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,254	3,926	4,967	6,179
营业成本	1,523	1,838	2,309	2,859
营业税金及附加	26	32	40	50
销售费用	1,226	1,445	1,823	2,262
管理费用	117	133	164	198
研发费用	72	90	114	142
EBIT	312	418	556	717
财务费用	-2	-3	-4	-6
资产减值损失	-3	-6	-8	-10
投资收益	5	6	8	10
营业利润	329	421	559	723
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	339	421	559	723
所得税	51	63	84	108
净利润	288	358	476	614
归属于母公司净利润	288	358	476	614
EBITDA	378	486	627	792

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	395	474	624	862
应收账款及票据	219	259	314	374
预付款项	30	37	46	57
存货	283	314	407	496
其他流动资产	400	420	432	454
流动资产合计	1,328	1,504	1,824	2,244
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	626	658	692	728
无形资产	63	63	63	63
非流动资产合计	823	931	971	1,011
资产合计	2,151	2,435	2,795	3,255
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	309	373	468	580
其他流动负债	329	427	510	634
流动负债合计	638	799	978	1,214
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	63	64	64	64
非流动负债合计	63	64	64	64
负债合计	701	863	1,042	1,278
股本	429	430	430	430
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,450	1,572	1,753	1,977
负债和股东权益合计	2,151	2,435	2,795	3,255

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	51.77	20.64	26.51	24.40
EBIT 增长率	16.14	34.07	32.85	29.02
净利润增长率	20.74	24.51	32.76	29.16
盈利能力 (%)				
毛利率	53.19	53.19	53.52	53.73
净利润率	8.84	9.12	9.57	9.94
总资产收益率 ROA	13.37	14.71	17.01	18.87
净资产收益率 ROE	19.84	22.79	27.12	31.06
偿债能力				
流动比率	2.08	1.88	1.87	1.85
速动比率	1.51	1.36	1.33	1.32
现金比率	0.62	0.59	0.64	0.71
资产负债率 (%)	32.60	35.44	37.27	39.25
经营效率				
应收账款周转天数	21.34	20.94	19.00	18.26
存货周转天数	53.91	58.48	56.22	56.90
总资产周转率	1.61	1.71	1.90	2.04
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.83	1.11	1.43
每股净资产	3.37	3.66	4.08	4.60
每股经营现金流	0.76	1.14	1.28	1.71
每股股利	0.55	0.68	0.91	1.17
估值分析				
PE	38	31	23	18
PB	7.6	7.0	6.3	5.6
EV/EBITDA	28.42	22.11	17.15	13.58
股息收益率 (%)	2.14	2.66	3.53	4.56

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	288	358	476	614
折旧和摊销	66	68	71	75
营运资金变动	-31	55	-3	41
经营活动现金流	325	488	549	736
资本开支	-151	-124	-107	-111
投资	106	0	0	0
投资活动现金流	-45	-168	-100	-101
股权募资	3	0	0	0
债务募资	0	-1	0	0
筹资活动现金流	-237	-240	-299	-396
现金净流量	42	79	150	239

插图目录

图 1: 百亚股份历史沿革.....	3
图 2: 百亚股份主营产品.....	4
图 3: 百亚股份股权结构图 (截至 2025 年 6 月 30 日)	4
图 4: 百亚股份营业收入 (亿元) 及同比增速.....	6
图 5: 百亚股份归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	6
图 6: 百亚股份分品类收入 (亿元) 及同比增速.....	6
图 7: 百亚股份分品类收入占比.....	6
图 8: 百亚股份分渠道收入 (亿元) 及同比增速.....	7
图 9: 百亚股份分渠道收入占比.....	7
图 10: 百亚股份分地区收入 (百万元) 及同比增速.....	7
图 11: 百亚股份分地区收入占比.....	7
图 12: 百亚股份毛利率变化情况.....	8
图 13: 百亚股份净利率变化情况.....	8
图 14: 百亚股份分品类毛利率.....	8
图 15: 百亚股份分渠道毛利率.....	8
图 16: 百亚股份销售费用率.....	9
图 17: 百亚股份管理、研发、财务费用率.....	9
图 18: 卫生巾行业发展历程.....	10
图 19: 女性受教育水平.....	11
图 20: 职场分性别薪酬.....	11
图 21: 中国女性卫生用品市场规模及同比增速.....	12
图 22: 中国卫生巾市场渗透率.....	12
图 23: 中国女性经期护理产品平均售价.....	12
图 24: 女性护理卫生用品线下渠道占比变化.....	14
图 25: 2023 年卫生巾渠道结构.....	14
图 26: 女性卫生用品各品类社媒声量同比增速.....	14
图 27: 2024 年中国消费者对国产品牌的质量信任程度.....	15
图 28: 2024 年中国消费者对国产品牌的质量提升认知.....	15
图 29: 2024 年中国/美国/日本女性经期护理用品行业头部企业市占率情况.....	16
图 30: 自由点品牌产品系列.....	17
图 31: 百亚股份研发费用率.....	18
图 32: 百亚股份研发费用 (亿元) 及同比增速.....	18
图 33: 百亚股份研发人员薪酬占比.....	19
图 34: 大健康系列专利、认证.....	21
图 35: 大健康系列占比变化.....	21
图 36: 抖音交易规模及同比增速.....	22
图 37: 抖音电商用户比例相对传统电商较低.....	22
图 38: 传统电商“人找货”, 抖音“货找人”.....	22
图 39: 自由点益生菌新品销量.....	24
图 40: 百亚股份电商营业收入 (亿元) 及同比增速.....	25
图 41: 百亚股份 2023 年分渠道电商占比.....	25
图 42: 2024 年自由点视频受众地区占比.....	25
图 43: 百亚股份“520”活动.....	26
图 44: 百亚股份销售人员表现.....	27
图 45: 百亚股份核心五省营业收入 (亿元) 及同比增速.....	27
图 46: 百亚股份外围省份营业收入 (亿元) 及同比增速.....	28
图 47: 百亚股份组织架构调整前后对比.....	28
图 48: 百亚股份分地区毛利率.....	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 百亚股份高级管理人员	5
表 2: 卫生巾产品技术及成分持续升级	13
表 3: 卫生巾产品形态持续扩充	13
表 4: 主要卫生巾品牌市占率变化情况	16
表 5: 苏菲、七度空间、自由点历年新品	18
表 6: 2024 年公司主要在研项目	19
表 7: 各品牌卫生巾产品及价格	20
表 8: 部分自由点与抖音 KOL 合作视频	23
表 9: 百亚股份分区域盈利预测及费用率预测	31
表 10: 可比公司 PE 数据对比	31
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048