

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 买入（首次）

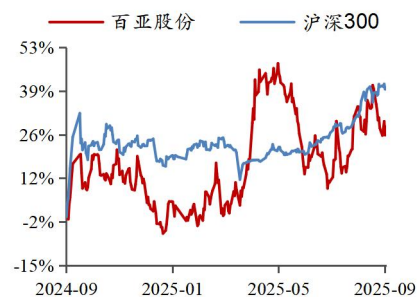
当前价格： 25.73元

市场数据

总股本(百万股)	429.65
A 股股本(百万股)	429.65
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	34.99/21.40
第一大股东	重庆复元商贸有限公司
第一大股东持股比例(%)	41.27
上证综指/沪深 300	3862.53/4620.05

数据来源：聚源 注：2025 年 9 月 29 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-7.26	-5.98	-12.11
绝对收益	-2.27	11.06	28.53

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

百亚股份 003006.SZ

美容护理行业

益生菌系列龙头品牌，非核心市场拓展正当时

投资要点：

- ◆公司自由点品牌以益生菌系列为代表的大健康系列产品近年实现较高增速，卫生巾产品结构持续优化，中高端系列产品收入占比持续增加，带动公司卫生巾毛利率提升。2023/1H2024 以有机纯棉、敏感肌、益生菌系列为代表的大健康系列产品占卫生巾收入比例分别为 26.2%/42.3%。
- ◆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。线下方面公司将继续深耕川渝云贵陕核心市场，同时加快其他地区省份的市场扩展，重点锁定广东、湖南、湖北、河北和江苏等省份。2024 年和 2025 年上半年其他地区收入增速分别为 82.09%和 124.15%，增速处于上升通道，公司预计下半年非核心省份的扩张速度将快于公司年度计划。线上方面，2025 年 8 月自由点在抖音平台渠道月度销售额排名榜单中斩获第一。未来公司仍将继续通过线上平台引领整体收入增长，但未来的经营策略会兼顾盈利和增长。
- ◆近年来，公司对产品结构进行优化调整，新品持续围绕大健康赛道进行研发，加大对中高端产品的研发和营销扩展，聚焦消费者的需求痛点。2024 年公司新增各类专利 15 项，推出了益生菌 PRO 系列和益生菌系列日安裤。公司未来将持续加大产品研发创新力度，加快产品推新和升级迭代的节奏。
- ◆根据中国造纸协会生活用纸专业委员会数据，2024 年我国吸收性卫生用品市场规模为 1321.3 亿元，同比增长 13.8%。其中，女性卫生用品市场规模 867.1 亿元，同比增长 23.3%；婴儿卫生用品市场规模 317.1 亿元，同比下降 1.7%；成人失禁用品市场规模 137.1 亿元，同比增长 2.0%。全国女性卫生用品市场呈现出明显的消费升级态势，有力地推动了中高端产品的市场拓展，促使产业规模持续扩大、呈稳步上升趋势。
- ◆估值和投资建议：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 39.54/50.06/64.55 亿元，同比增长 21.50%/26.61%/28.96%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.57/4.81/6.62 亿元，同比增长 24.15%/34.74%/37.62%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 31.0/23.0/16.7 倍。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 44.97 倍。百亚股份在益生菌卫生巾行业属于领军者，持续拓展川渝云贵陕以外的非核心区域，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险提示：市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，市场拓展风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,144.15	3,254.24	3,953.82	5,005.77	6,455.28
增长率（%）	33.00%	51.77%	21.50%	26.61%	28.96%
归母净利润（百万元）	238.25	287.67	357.13	481.21	662.25
增长率（%）	27.21%	20.74%	24.15%	34.74%	37.62%
ROE（%）	17.20%	19.84%	22.66%	25.74%	28.36%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.55	0.67	0.83	1.12	1.54
P/E（倍）	46.40	38.43	30.95	22.97	16.69
P/B（倍）	7.97	7.63	7.04	5.91	4.73

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况	1
1.1 大健康产品系列高增，产品结构持续优化	1
1.2 精耕川渝市场，有序拓展其他省份，电商引领收入增长	3
1.3 公司股权结构稳定，管理层经验丰富	6
1.4 围绕大健康赛道开发新品，聚焦消费者需求痛点	7
1.5 电商上半年处于调整阶段，预计四季度将恢复至正常增速	8
2 行业概况	10
2.1 女性卫生用品市场消费升级持续，市场规模持续增长	10
2.2 女性一次性卫生用品行业集中度显著提升	12
2.3 面层、吸收芯体、底层和包膜层为女性一次性卫生用品的核心构造	13
3 盈利预测及估值	14
3.1 盈利预测	14
3.2 估值及建议	15
4 风险提示	16

图表目录

图 1、公司营业收入结构	1
图 2、公司分产品线增长情况	1
图 3、自由点品牌占公司卫生巾总收入比例	2
图 4、公司产品毛利率情况	2
图 5、公司为全国益生菌卫生巾第一品牌	3
图 6、公司收入地区结构	4
图 7、公司收入地区增长率	4
图 8、2018-2024 年中国女性卫生用品线上线下渠道占比变化	5
图 9、公司分地区毛利率情况	5
图 10、抖音 2025 年 8 月月度排名榜单	5
图 11、公司不同销售模式占比	6
图 12、公司股权结构图	6
图 13、公司营业收入及增长情况	8
图 14、公司归母净利润及增长情况	8
图 15、公司毛利率及净利率变化	9
图 16、公司费用率变化	9
图 17、恒安国际和百亚卫生巾业务毛利率对比	9
图 18、恒安国际销售费用率	9
图 19、中国吸收性卫生用品行业细分产品市占率情况	10
图 20、中国吸收性卫生用品市场规模及增速	11
图 21、中国女性卫生用品市场规模及增速	11
图 22、中国女性人口增长率	11
图 23、2016-2022 年中国卫生巾零售单价走势	11
图 24、女性一次性卫生用品消费者画像	12
图 25、原材料与安全性是消费者最关注的因素	12

图 26 、 2022 年中国卫生巾企业竞争格局	12
图 27 、 中国一次性卫生用品产业链结构	13
图 28 、 女性一次性卫生用品产品结构	14
表 1 、 公司主要产品系列及特点	2
表 2 、 百亚卫生巾与头部核心品牌卫生巾的产品单价对比	3
表 3 、 公司董事及高管履历	7
表 4 、 2024 年公司主要研发项目及进展	8
表 5 、 销售收入结构预测	15
表 6 、 可比公司估值	15

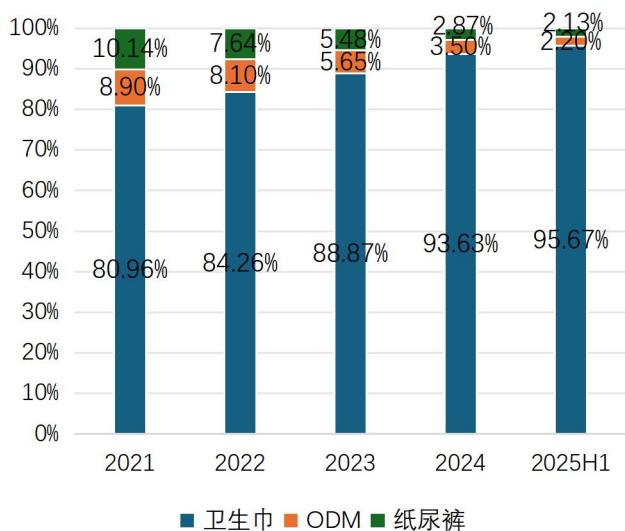
1 公司概况

1.1 大健康产品系列高增，产品结构持续优化

重庆百亚卫生用品股份有限公司成立于 2010 年 11 月,2020 年 9 月成功登陆深圳主板。公司主营一次性个人卫生用品,产品涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域,其中卫生巾品牌为“自由点”,婴儿纸尿裤品牌为“好之”,成人失禁用品品牌为“丹宁”,产品均定位中高端。“自由点”品牌荣获“中国驰名商标”,并荣获中国造纸学会“2025 年度中国卫生用品行业匠心产品”、“天猫金妆奖 2024 年度中国品牌奖”、“天猫 2025 年度超级洞察力新品奖”以及抖音巨量引擎“2025 年度行业标杆奖”等荣誉。

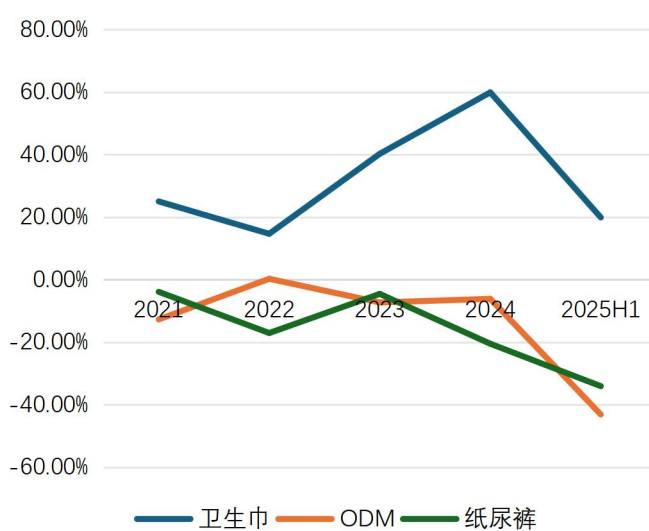
公司卫生巾收入占据公司营业收入比例 90%以上,是公司最重要的业务收入来源。除了公司自营品牌外,公司还采取 ODM 的合作模式,为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品。卫生巾业务近年呈现不同程度的增长,而 ODM 和纸尿裤业务处于下降通道。

图 1、公司营业收入结构



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 2、公司分产品线增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司卫生巾品类中“自由点 FREEMORE”品牌涵盖了平衡私处微生态的益生菌系列（2023 年推出）、益生菌 PRO 系列（2024 年推出）、天然健康的有机纯棉系列和天然蚕丝敏感肌系列，“自由点”品牌涵盖了无感 7 日系列、无感无忧系列、舒睡系列。婴儿纸尿裤“好之”品牌涵盖了乳木果系列、超薄全能系列和不要紧系列，成人失禁用品涵盖了“丹宁”品牌的健康系列和“好来康”品牌的医用护理垫系列。

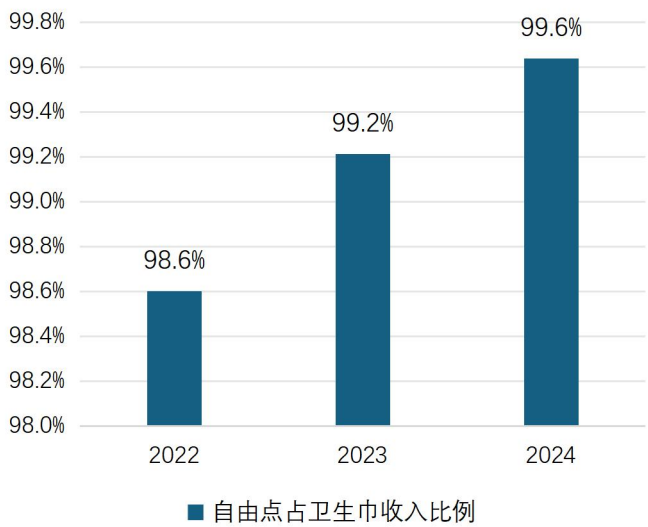
表 1、公司主要产品系列及特点

品类	品牌	系列名称	主要特点
卫生巾	FREEMORE	益生菌系列	添加了可改善女性私处环境的专利益生菌 LA88。
		益生菌 PRO 系列	表层添加了天然蚕丝，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。
		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。
		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。
婴儿纸尿裤	自由点	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，更加贴合。
		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巾身设计。
		乳木果系列	采用珍贵乳木果油添加面层，天然植物萃取，温和滋润。
		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。
		不要紧系列	采用超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围。
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：公司年报，江海证券研究发展部

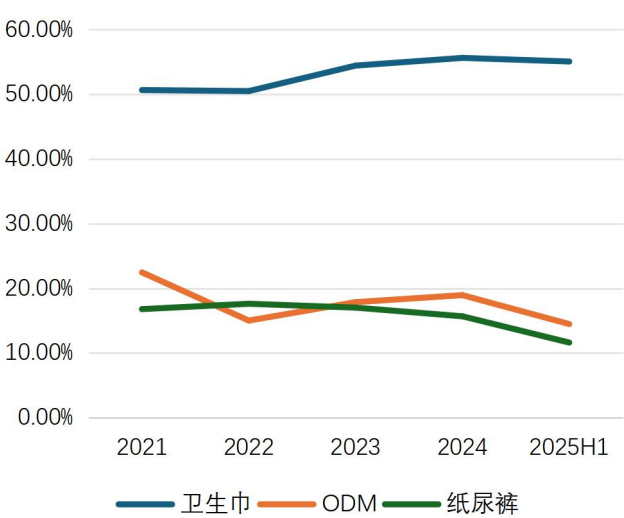
公司自由点品牌以益生菌系列为代表的大健康系列产品近年实现较高增速，卫生巾产品结构持续优化，中高端系列产品收入占比持续增加，带动公司卫生巾毛利率提升。2024 年“自由点”品牌占公司卫生巾总收入比例为 99.6%，2023/1H2024 以有机纯棉、敏感肌、益生菌系列为代表的大健康系列产品占卫生巾收入比例分别为 26.2%/42.3%。

图 3、自由点品牌占公司卫生巾总收入比例



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 4、公司产品毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

我们选取了不同公司的高端产品系列进行产品单价对比，产品分为日用和夜用两种产品，对比下来发现自由点产品价格处于头部核心梯队中的中游

水平，护舒宝的液体卫生巾产品系列价格为行业最高，七度空间的少女系列价格较低。

表 2、百亚卫生巾与头部核心品牌卫生巾的产品单价对比

品牌	自由点				护舒宝		苏菲		高洁丝		七度空间	
产品系列	益生菌基础款		益生菌 PRO		液体卫生巾		裸感 S 贵族棉		海岛奢宠纯棉		少女系列	
	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用	日用	夜用
尺寸 (mm)	240	280	250	290	240	340	250	290	240	280	245	275
总价 (元)	28	27.3	27.5	27.3	18.06	33.22	43.5	41.5	27.84	27.84	29.6	29.48
片数 (片)	20	20	15	15	10	10	50	30	27	21	45	40
单价 (元/片)	1.40	1.37	1.83	1.82	1.81	3.32	0.87	1.38	1.03	1.33	0.66	0.74

数据来源：各品牌淘宝旗舰店，江海证券研究发展部

1.2 精耕川渝市场，有序拓展其他省份，电商引领收入增长

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。根据尼尔森数据，在 2024 年全国年度销售额份额排名情况中，公司旗下的自由点品牌卫生巾产品表现出色：在本土卫生巾品牌中，其市场份额位居第二；在重庆、四川以及云南这三个地区的市场销售份额排名第一；在贵州和陕西两地，市场份额则排名第二。根据欧睿数据，按 2024 年零售额计，公司为全国益生菌卫生巾第一品牌。

图 5、公司为全国益生菌卫生巾第一品牌



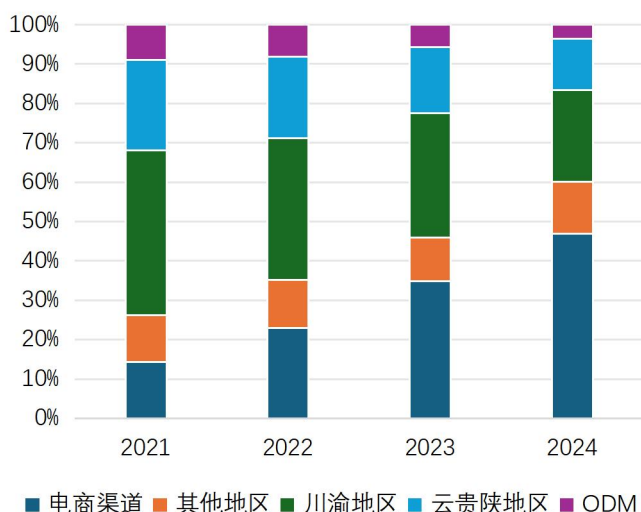
数据来源：公司微信公众号，江海证券研究发展部

线下方面公司将继续深耕川渝云贵陕核心市场，同时加快其他地区省份的市场扩展，重点锁定广东、湖南、湖北、河北和江苏等省份。2024 年和 2025 年上半年其他地区收入增速分别为 82.09%和 124.15%，增速处于上升通道，

公司预计下半年非核心省份的扩张速度将快于公司年度计划。2024 年其他地区收入占比提升至 13.32%，预计未来该占比将持续提升。

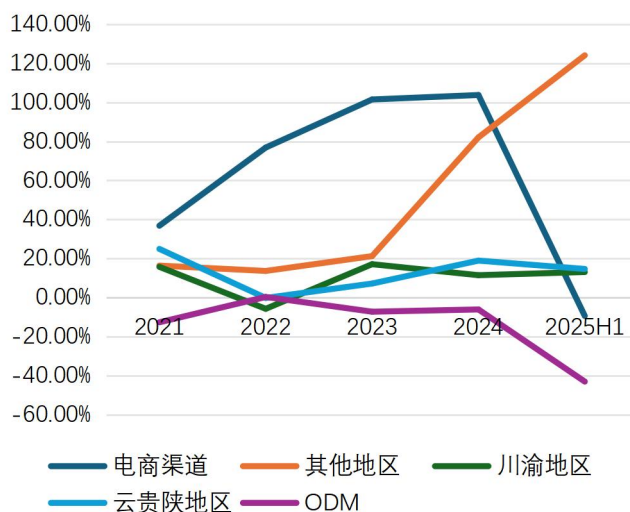
线上方面公司将加大对主要电商平台的营销和品牌投入，2024 年公司电商渠道实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 103.8%。电商渠道收入占比近年快速提升，目前已成为公司最重要的销售渠道，2024 年公司电商渠道收入占比达 46.85%。公司从抖音平台驱动转化为抖音平台、天猫平台和拼多多平台三驾马车齐驱，其中抖音平台约占线上营业收入一半比重，天猫平台收入占比略有下降，拼多多平台收入占比有所提升。2025 年 8 月，自由点在抖音平台渠道月度销售额排名榜单中斩获第一。未来公司仍将继续通过线上平台引领整体收入增长，但未来的经营策略会兼顾盈利和增长。

图 6、公司收入地区结构



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

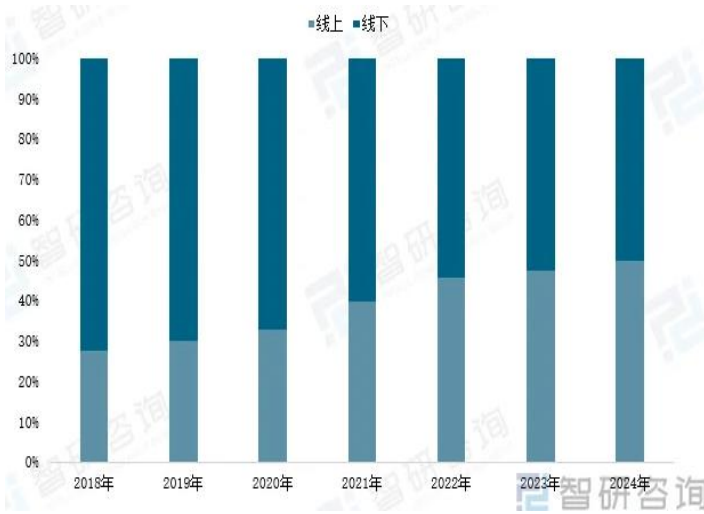
图 7、公司收入地区增长率



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

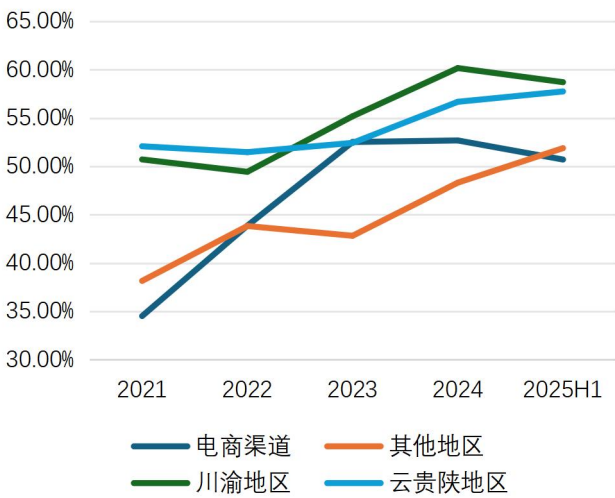
从消费渠道分析，近年来我国女性卫生用品在线上渠道的销售规模呈现稳健增长态势。2024 年，线上渠道销售规模占全国女性卫生用品销售额的比例已显著跃升，从 2018 年的 27.48% 大幅增长至 49.86%。这一增长态势主要得益于两方面因素：一方面，女性消费者网购行为日益频繁，网购习惯愈发根深蒂固；另一方面，线上网购平台及“双十一”等购物节期间推出的大批量囤货优惠活动，吸引了大量消费者选择在线上购买。

图 8、2018-2024 年中国女性卫生用品线上线下渠道占比变化



数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部

图 9、公司分地区毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 10、抖音 2025 年 8 月月度排名榜单

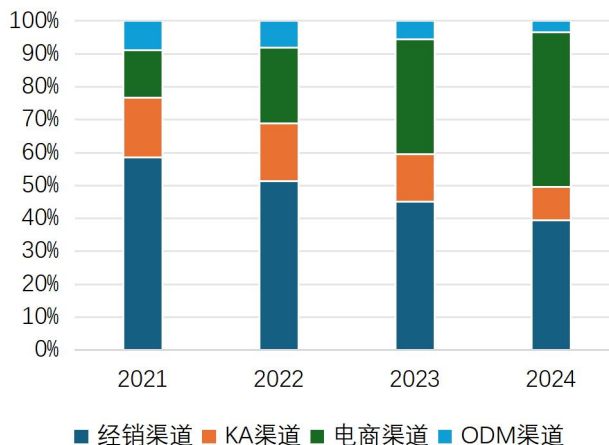


数据来源：百亚股份微信公众号，江海证券研究发展部

公司主要通过经销、KA 和电商渠道进行产品销售。经销模式下，公司与客户签订经销合同，以卖断方式向经销商销售产品；KA 模式下，公司与 KA

客户签订年度合同，采用委托代销的合作方式，目前 KA 客户主要包括永辉超市、沃尔玛、重庆百货、华润万家等大型连锁超市和大卖场；电商模式下，目前公司覆盖抖音、天猫、拼多多和京东等平台，亦与美团、饿了么等平台有合作。

图 11、公司不同销售模式占比

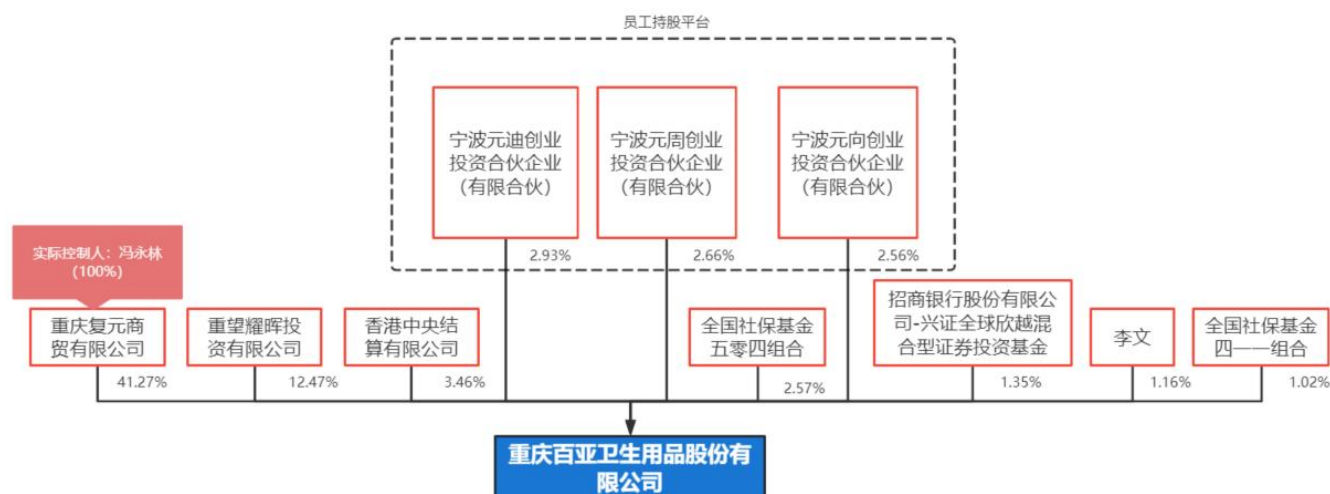


数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.3 公司股权结构稳定，管理层经验丰富

公司控股股东为重庆复元商贸有限公司，公司董事长冯永林为重庆复元商贸有限公司实际控制人，持股比例 100%，公司股权结构较为稳定。公司员工持股平台为宁波元迪/元周/元向创业投资合伙企业（有限合伙），分别持有公司股份比例为 2.93%/2.66%/2.56%。

图 12、公司股权结构图



数据来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部，数据截至 2025 年上半年

董事长冯永林先生曾担任重庆华盛卫生纸业制品有限公司总经理、董事，曾担任重庆丝爽卫生用品有限公司总经理，行业管理经验丰富。此外，公司董事、财务总监兼董事会秘书张黎先生财务管理经验丰富，公司董事兼营销总监曹业林先生曾担任重庆丝爽卫生用品有限公司主管，营销经验丰富。

表 3、公司董事及高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
冯永林	董事长/总经理	1963 年	大专	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。
张黎	董事/财务总监 /董事会秘书	1978 年	硕士	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。
曹业林	董事/营销总监	1981 年	本科	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。
谢秋林	董事	1959 年	高中	曾任吉尔商贸董事长，福建培新机械制造有限公司执行董事，重庆百亚卫生用品有限公司董事，深圳市国卫康宁科技有限公司董事；现主要任职包括泉州培新机械制造有限公司执行董事，重望耀晖董事，吉尔商贸董事，锐进有限公司董事，兆富贸易有限公司董事，百亚股份董事。
金铭	董事	1971 年	本科	曾任海通证券（现名为国泰海通证券股份有限公司）投资银行部副总经理，高盛高华证券（现名为高盛（中国）证券有限责任公司）投资银行部董事总经理，摩根士丹利华鑫证券（现名为摩根士丹利证券（中国）有限公司）投资银行部董事总经理。现任上海铭耀股权投资管理有限公司合伙人、春秋航空股份有限公司独立董事，目前还兼任上海徐家汇商城股份有限公司独立董事、重庆百亚卫生用品股份有限公司董事。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 围绕大健康赛道开发新品，聚焦消费者需求痛点

近年来，公司对产品结构进行优化调整，新品持续围绕大健康赛道进行研发，加大对中高端产品的研发和营销扩展，聚焦消费者的需求痛点。2024 年公司新增各类专利 15 项，推出了益生菌 PRO 系列和益生菌系列日安裤。公司未来将持续加大产品研发创新力度，加快产品推新和升级迭代的节奏。

表 4、2024 年公司主要研发项目及进展

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
益生菌升级产品研究	对益生菌系列产品进行升级，提升益生菌功效，为女性带来更科学专业的经期护理体验	完结	调解菌群微生态平衡，改善女性私处菌群状况
穿脱便捷安睡裤研究	减轻安睡裤腰部、腿部压力负担，升级穿脱体验	完结	采用特殊工艺设计，实现穿戴稳定性的同时，显著提升整体穿着体验
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	开发应用于高端卫生巾产品的新型吸收芯体
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：公司年报，江海证券研究发展部

1.5 电商上半年处于调整阶段，预计四季度将恢复至正常增速

2022-2024 年公司营业收入增速处于上升通道，公司 2025 年上半年营业收入增速较 2024 年下滑主要系上半年电商渠道受卫生巾事件舆情影响较大，公司电商收入占比高，而线下区域收入增长整体符合预期。线上方面目前处于调整阶段，公司预计四季度将恢复至正常增速。

图 13、公司营业收入及增长情况

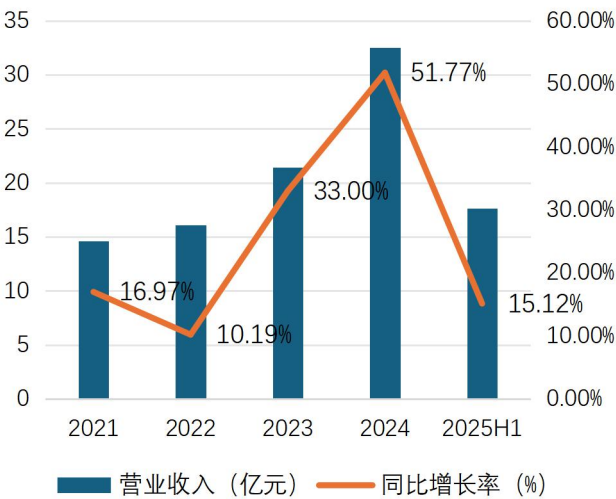
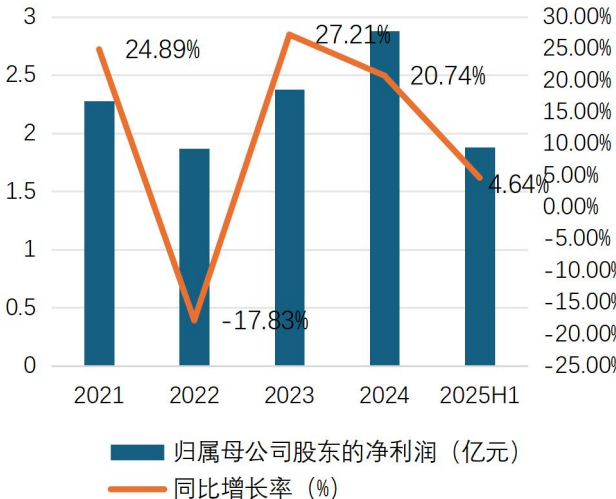


图 14、公司归母净利润及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司销售费用率自 2021 年以来提升明显，2024 年公司销售费用增长 83.2%。2025 年上半年公司仍维持较高销售费用率主要因受舆情影响，公司加大了线上平台的品牌投入。未来公司仍将保持一定力度的品牌资源投入，进一步增强产品的知名度和美誉度，推动公司经营规模持续拓展，促使公司产品在市场中占据更大份额，全方位提升公司的市场竞争力。

图 15、公司毛利率及净利率变化

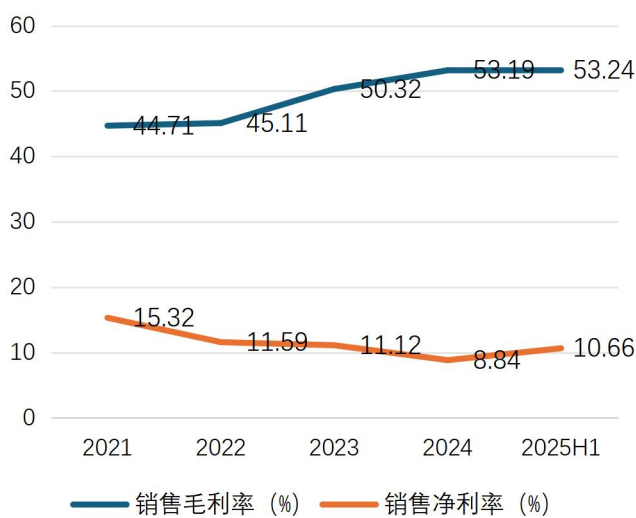
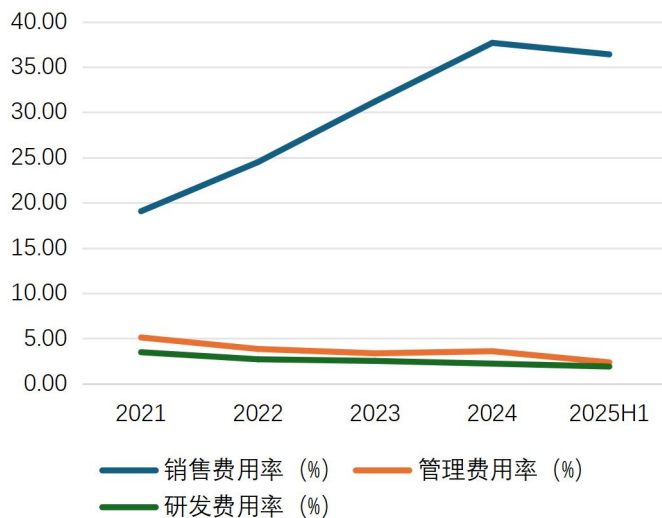


图 16、公司费用率变化



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

恒安国际为港股上市卫生用品公司，七度空间为旗下卫生巾品牌。2021-2024 年恒安国际卫生巾业务毛利率超过 60%，2024 年恒安卫生巾业务毛利率较百亚高 8.08pct。恒安卫生巾业务已处于成熟期，而百亚卫生巾仍处于品牌扩张阶段，预计随着百亚市场份额的增长，规模效应将带来公司盈利能力的提升。

图 17、恒安国际和百亚卫生巾业务毛利率对比

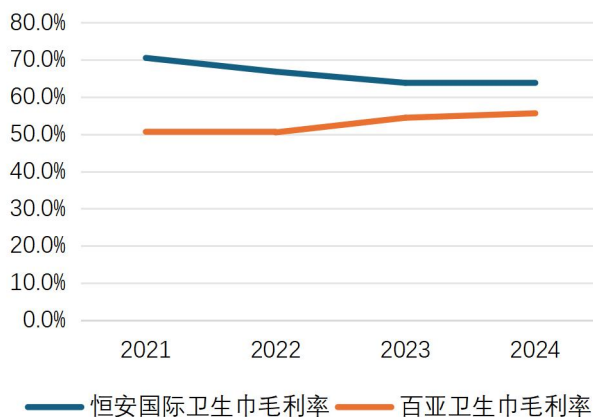
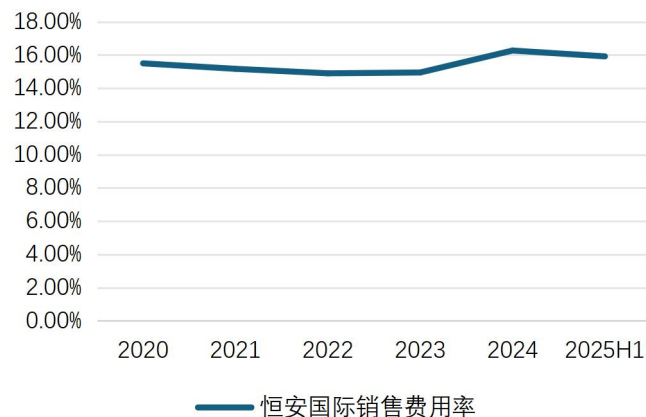


图 18、恒安国际销售费用率



数据来源：恒安国际公司年报，江海证券研究发展部

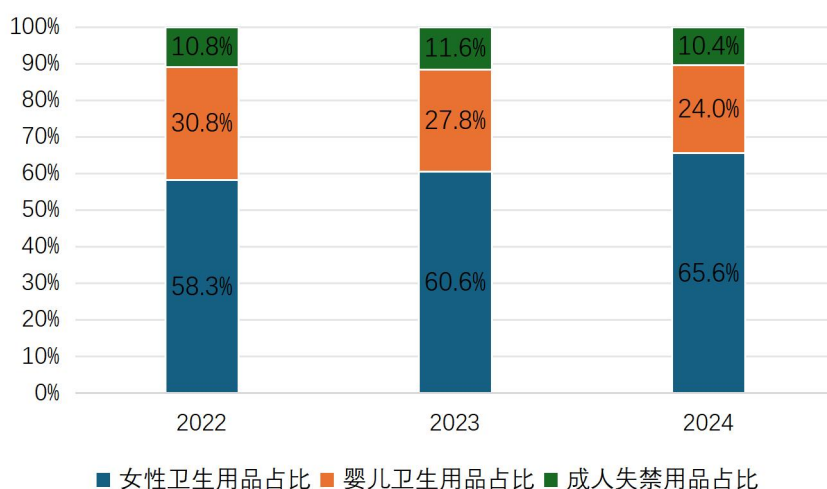
数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 行业概况

2.1 女性卫生用品市场消费升级持续，市场规模持续增长

吸收性卫生用品按产品类别划分可分为婴儿卫生用品、女性卫生用品及成人失禁用品三类，其中女性卫生用品占吸收性卫生用品的比例超过 60%。

图 19、中国吸收性卫生用品行业细分产品市占率情况

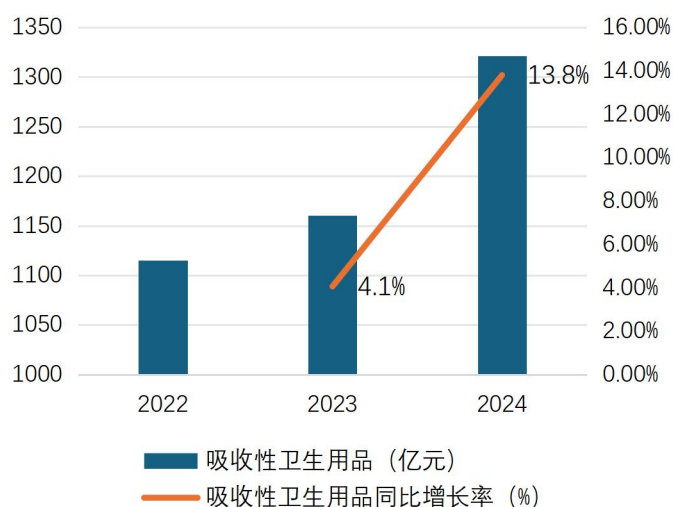


数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会数据，2024 年我国吸收性卫生用品市场规模为 1321.3 亿元，同比增长 13.8%。其中，女性卫生用品市场规模 867.1 亿元，同比增长 23.3%；婴儿卫生用品市场规模 317.1 亿元，同比下降 1.7%；成人失禁用品市场规模 137.1 亿元，同比增长 2.0%。

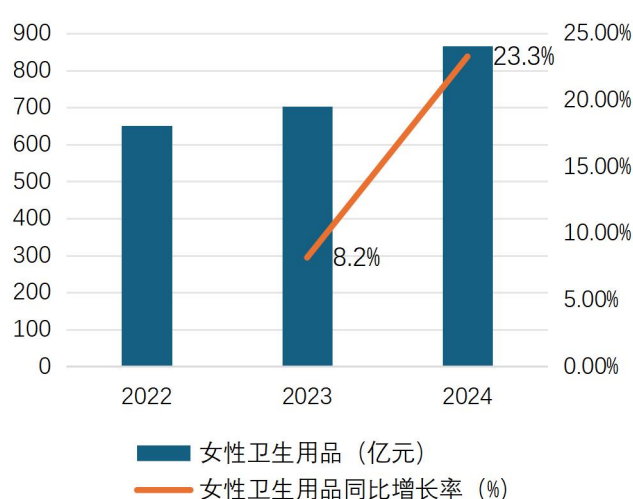
近年来，随着我国社会经济的稳步发展，女性社会地位与经济实力持续攀升。同时，女性群体对自身健康的关注度日益提升。在此背景下，国内女性消费者对于卫生用品等私护产品的需求发生了显著变化，不仅需求量持续增加，对产品品质的要求也愈发严苛。全国女性卫生用品市场由此呈现出明显的消费升级态势，有力地推动了中高端产品的市场拓展，促使产业规模持续扩大、呈稳步上升趋势。

图 20、中国吸收性卫生用品市场规模及增速



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

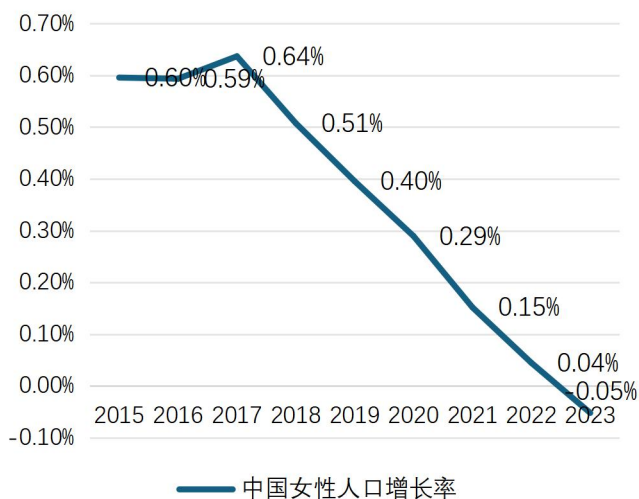
图 21、中国女性卫生用品市场规模及增速



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

从人口角度看，我国女性人口规模已趋于稳定，基本达到增长上限。根据世界银行数据，2022 年我国女性人口总数为 6.92 亿，2023 年中国女性人口总数开始下滑。未来女性卫生用品增长将体现在价增方面，消费升级仍是未来的主旋律。

图 22、中国女性人口增长率



数据来源：世界银行，同花顺 iFind，江海证券研究发展部

图 23、2016-2022 年中国卫生巾零售单价走势



数据来源：华经情报网，江海证券研究发展部

根据艾媒咨询数据，21-35 岁女性是一次性卫生用品的主要消费群体，女性购买一次性卫生用品时最关注的因素为产品原材料和安全性，这将驱动行业内生产企业不断提升技术研发能力以匹配消费者需求。

图 24、女性一次性卫生用品消费者画像



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

图 25、原材料与安全性是消费者最关注的因素

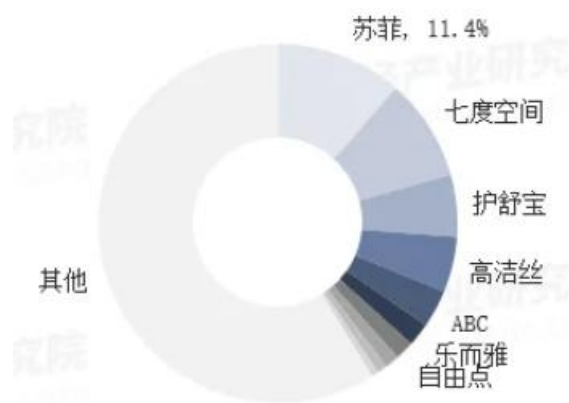


数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

2.2 女性一次性卫生用品行业集中度显著提升

长期以来，我国卫生巾市场格局一直以外资品牌占据主导优势。不过，自 2010 年起国内卫生巾行业步入整合调整阶段，市场资源加速向头部企业集中，行业集中度显著提升。在此过程中，众多本土中小型企业因竞争压力逐步退出市场。至 2022 年，行业前五品牌（CR5）市场占有率已达 34.6%，相较 2013 年提升了 6.1pct。

图 26、2022 年中国卫生巾企业竞争格局

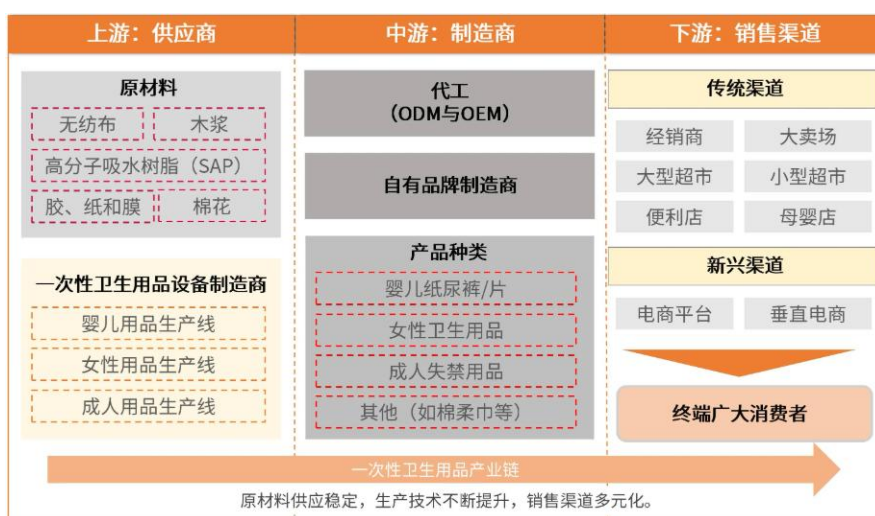


数据来源：华经情报网，江海证券研究发展部

2.3 面层、吸收芯体、底层和包膜层为女性一次性卫生用品的核心构造

生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子吸水树脂、浆板、膜、胶、无尘纸等，其中无纺布作为卫生巾产品的关键原材料，凭借其独特的功能结构以及高效的生产工艺，具备较高的性价比，市场需求广泛。高分子吸水树脂具备卓越的吸水与保水性能，同时展现出安全无毒、耐腐蚀性佳以及弹性优良等特性，因而被广泛应用于卫生用品等诸多领域。

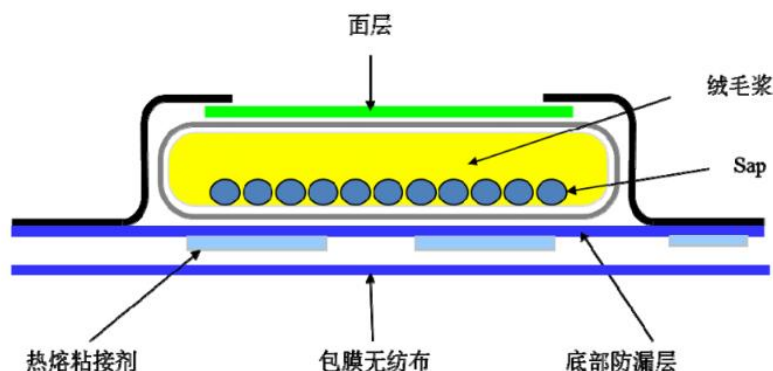
图 27、中国一次性卫生用品产业链结构



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

女性卫生用品在构造上可分为面层、吸收芯体、底层和包膜层，其中面层作为与使用者肌肤直接接触的部分，其核心作用在于确保液体能够迅速渗透，同时高效阻隔液体回渗现象，从而维持一次性卫生用品表层的持久干爽与舒适。吸收芯体用来吸收并存储液体，其核心材料包含高分子吸水树脂（SAP）、绒毛浆、吸水纸以及木浆等成分。底层用来防止液体渗漏，主要是以特殊聚乙烯（PE）塑料薄膜为基材加工而成，能防水透气。

图 28、女性一次性卫生用品产品结构



数据来源：延江股份招股说明书，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

我们对公司分产品类别进行盈利预测：

卫生巾：2022-2024 年公司营业收入增速处于上升通道，公司 2025 年上半年营业收入增速较 2024 年下滑主要系上半年电商渠道受卫生巾事件舆情影响较大。线上方面目前处于调整阶段，公司预计四季度将恢复至正常增速。我们预计 2025-2027 年卫生巾营业收入增长率分别为 25.00%/28.00%/30.00%，预计 2025-2027 年卫生巾毛利率分别为 55.00%/56.00%/57.00%。

纸尿裤：近年纸尿裤的收入持续下降，且收入占比持续下降，2025 年上半年降低至 2.13%。我们预计 2025-2027 年纸尿裤营业收入增长率分别为 -30.00%/-10.00%/-10.00%，预计 2025-2027 年纸尿裤毛利率分别为 12.00%/12.00%/12.00%。

ODM：近年 ODM 业务收入除了 2022 年小幅上涨以外均处于下降趋势，且收入占比持续下降，2025 年上半年降低至 2.20%。我们预计 2025-2027 年 ODM 业务营业收入增长率分别为 -30.00%/-10.00%/-10.00%，预计 2025-2027 年 ODM 业务毛利率分别为 15.00%/15.00%/15.00%。

综合毛利率：预计公司毛利率水平将稳步提升，预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 53.48%/54.90%/56.21%。

期间费用率：我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 38.00%/38.50%/39.00%；预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 2.00%/1.90%/1.80%；预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为

3.00%/3.00%/3.00%。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 39.54/50.06/64.55 亿元，同比增长 21.50%/26.61%/28.96%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.57/4.81/6.62 亿元，同比增长 24.15%/34.74%/37.62%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 31.0/23.0/16.7 倍。

表 5、销售收入结构预测

收入(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
合计营收	3254.24	3953.82	5005.77	6455.28
YOY	51.77%	21.50%	26.61%	28.96%
卫生巾营收	3047.01	3808.76	4875.22	6337.78
YOY	59.91%	25.00%	28.00%	30.00%
纸尿裤营收	93.48	65.44	58.89	53.00
YOY	-20.46%	-30.00%	-10.00%	-10.00%
ODM 营收	113.74	79.62	71.66	64.49
YOY	-6.11%	-30.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
整体	53.19%	53.48%	54.90%	56.21%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司的主营业务为一次性卫生用品，其中女性一次性卫生用品为营业收入中占比最高的品类。我们选取可靠股份、稳健医疗和豪悦护理为公司的可比公司，选取依据为：主营业务类似，可靠股份主营成人失禁用品和婴儿护理用品，稳健医疗主营健康生活消费品（棉柔巾和卫生巾等）和医用耗材，豪悦护理主营婴儿卫生用品和成人卫生用品。

参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 44.97 倍。百亚股份在益生菌卫生巾行业属于领军者，持续拓展川渝云贵陕以外的非核心区域，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301009.SZ	可靠股份	0.11	0.14	0.16	0.19	115.21	98.32	81.85	70.06
300888.SZ	稳健医疗	1.19	1.77	2.12	2.51	31.52	21.29	17.75	15.00

605009.SH	豪悦护理	1.80	2.11	2.43	2.80	17.98	15.29	13.27	11.55
算术平均值						54.90	44.97	37.62	32.21
003006.SZ	百亚股份	0.67	0.83	1.12	1.54	38.43	30.95	22.97	16.69

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2025年9月29日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD

一致预期）

4 风险提示

市场竞争加剧风险。一次性卫生用品行业内厂商与品牌数量庞大，呈现出较高的市场化竞争态势。近年来，随着公众健康生活理念的持续提升，一次性卫生用品行业在维持稳健发展步伐的同时，市场竞争也日益白热化。与此同时，移动互联网的迅猛发展以及营销手段的日益多元化，促使各类营销渠道不断涌现，这些新兴渠道进一步加剧了市场竞争的激烈程度。

原材料价格波动风险。公司用于生产一次性卫生用品的核心原材料涵盖无纺布、高分子材料、膜、胶、无尘纸以及浆板等品类。这些原材料的采购成本合计在公司整体采购总额中占比约为 60%。其中，浆板价格主要受到木材产地所处的地理气候条件、当地生产能力以及市场供需关系等多重因素的综合影响；而除浆板之外的其他主要原材料价格，则主要取决于石油价格的波动以及石油化工行业的供需态势。

市场拓展风险。公司在川渝、云贵陕等核心区域的一次性卫生用品市场中，已树立起较高的品牌知名度，并占据了可观的市场份额。伴随品牌影响力的逐步增强以及业务规模的不断拓展，公司借助经销商、KA（重点零售客户）以及新零售等线下渠道，进一步加大市场开拓的力度。与此同时，公司紧跟时代步伐，依托蓬勃发展的电商渠道，将业务触角向全国范围延伸。然而，市场环境复杂多变，存在诸多不确定性。倘若公司未能充分发挥自身品牌优势，无法持续保持在核心地区的成长态势；或者在核心区域以外的其他市场拓展工作中，未能达成预期目标，那么这些情况均有可能对公司的经营业绩产生不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1214	1328	1466	1825	2159
现金	356	395	479	607	783
应收票据及应收账款	188	219	275	351	457
其他应收款	13	16	19	25	31
预付账款	28	30	40	49	66
存货	173	283	267	409	438
其他流动资产	456	385	385	385	385
非流动资产	671	823	965	1179	1456
长期股权投资	19	21	21	21	22
固定资产	491	626	761	962	1224
无形资产	65	63	60	58	55
其他非流动资产	95	113	123	139	154
资产总计	1884	2151	2431	3004	3615
流动负债	479	638	799	1074	1219
短期借款	0	0	102	241	220
应付票据及应付账款	231	309	343	458	545
其他流动负债	248	329	354	376	455
非流动负债	19	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	63	63	63	63
负债合计	498	701	862	1137	1282
少数股东权益	0	0	-2	-2	-3
股本	429	429	429	429	429
资本公积	266	270	270	270	270
留存收益	703	755	838	926	1026
归属母公司股东权益	1387	1450	1571	1869	2336
负债和股东权益	1884	2151	2431	3004	3615

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	331	325	433	453	762
净利润	239	288	356	481	661
折旧摊销	56	63	64	83	111
财务费用	-4	-2	-8	-4	-5
投资损失	-9	-5	-8	-7	-7
营运资金变动	17	-36	23	-108	-12
其他经营现金流	34	19	6	9	14
投资活动现金流	-136	-45	-195	-286	-375
资本支出	84	151	206	297	387
长期投资	-52	106	-0	-0	-1
其他投资现金流	0	0	11	11	13
筹资活动现金流	-145	-237	-256	-178	-191
短期借款	0	0	102	139	-21
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	-11	4	0	0	0
其他筹资现金流	-133	-241	-358	-317	-170
现金净增加额	50	42	-17	-11	197

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2144	3254	3954	5006	6455
营业成本	1065	1523	1839	2258	2827
营业税金及附加	19	26	32	40	52
销售费用	669	1226	1502	1927	2518
管理费用	72	117	119	150	194
研发费用	54	72	79	95	116
财务费用	-4	-2	-8	-4	-5
资产和信用减值损失	-24	-6	-9	-13	-20
其他收益	22	27	17	19	21
公允价值变动收益	5	11	3	4	6
投资净收益	9	5	8	7	7
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	281	329	410	556	769
营业外收入	0	13	4	4	5
营业外支出	2	3	3	3	2
利润总额	280	339	411	558	772
所得税	41	51	55	77	110
净利润	239	288	356	481	661
少数股东损益	0	0	-2	-1	-1
归属母公司净利润	238	288	357	481	662
EBITDA	330	398	466	636	877
EPS (元)	0.55	0.67	0.83	1.12	1.54

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	33.0	51.8	21.5	26.6	29.0
营业利润(%)	29.7	17.2	24.6	35.7	38.2
归属于母公司净利润(%)	27.2	20.7	24.1	34.7	37.6
获利能力					
毛利率(%)	50.3	53.2	53.5	54.9	56.2
净利率(%)	11.1	8.8	9.0	9.6	10.2
ROE(%)	17.2	19.8	22.7	25.7	28.4
ROIC(%)	16.6	19.0	20.5	22.3	25.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.4	32.6	35.5	37.9	35.5
净负债比率(%)	-24.1	-23.5	-22.4	-18.2	-23.0
流动比率	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
速动比率	2.1	1.6	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.6	1.7	1.8	2.0
应收账款周转率	12.8	16.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.6	11.9	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.67	0.83	1.12	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.76	1.01	1.06	1.77
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.37	3.66	4.35	5.44
估值比率					
P/E	46.4	38.4	31.0	23.0	16.7
P/B	8.0	7.6	7.0	5.9	4.7
EV/EBITDA	31.2	26.0	22.2	16.3	11.6

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。