

百亚股份 (003006)

证券研究报告
2020年09月24日

川渝地区一次性卫生用品龙头，品牌全国化&产品迭代丰富化加速提阶

国内知名一次性卫生用品龙头，自有品牌市场份额靠前。公司以自有品牌为依托，ODM 模式为辅助，为消费者提供包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等个人健康护理产品。旗下有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等品牌。市场份额排名靠前，15-18 年全国商超渠道销售额份额排名中，卫生巾产品在本地厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤产品在本地厂商中连续四年排名前三。上市助力下，拟新增年产 8000 万片安睡裤和 1 亿片学步裤产能，加速营销网络建设和产品研发投入下，业务有望加速拓展。

吸收性卫生用品为刚需消费品，必选消费逻辑下本土品牌&新兴渠道崛起打开市场空间。吸收性卫生用品市场预计 2020 年市场规模 1304 亿，卫生巾和婴儿纸尿裤各占半壁江山，单价提升为驱动整体行业规模增长的主要因素。分品类看，我国拥有全球最大的女性吸收性卫生用品消费群体，日系美系本土品牌三足鼎立，近年来七度空间、苏菲等品牌扩张较快，护舒宝有所下滑，行业整体集中度稳步提升，但与发达国家相比仍有较大差距。婴儿纸尿裤市场基数庞大，人口出生率下行趋势下，产品升级创新拉动中高端纸尿裤市场扩容，消费者越来越倾向购买拉拉裤等高品质方便产品，本土品牌崛起趋势明显。成人失禁用品受益于人口老龄化趋势，市场导入初期本土品牌占优，以价格竞争为导向，安尔康、可靠、干芝雅等品牌份额靠前。另外，近年来线上电商渠道增速较快，渠道变革加速行业洗牌。

自有品牌&自主生产为基础，川渝精耕&国内拓展&电商并举，全渠道布局打开收入新增量。公司 19 年营收 11.49 亿，同比增长 20%，其中卫生巾和婴儿纸尿裤的收入占比分别为 75%和 24%，中高端卫生巾品牌“自由点”的品类不断丰富有效拉动收入持续增长。分生产模式看，公司以自主生产为主，OEM 外协生产为辅。19 年自主生产和 ODM 模式收入占比分别为 86%和 14%，产销两旺下近年来 ODM 模式占比有所提升。主要销售渠道是经销商销售和 KA 销售，19 年二者合计销售收入占总收入 75%以上。同时电商模式发展较快，分渠道销售占比从 17 年的 5%提升到 19 年的 10%。

投资建议：公司为川渝地区一次性卫生用品领导品牌，旗下“自由点”&“妮爽”卫生巾有效错位搭配，婴儿纸尿裤&成人失禁用品稳步发展。上市助力下，拟新增年产 8000 万片安睡裤和 1 亿片学步裤产能，川渝精耕&国内拓展&电商并举战略下，业务有望加速拓展。预计 20 年净利润 1.84 亿；参考可比公司估值，考虑到卫生巾自主品牌川渝地区的领导地位，以及上市后渠道端的加速布局和婴儿纸尿裤收入提速带动，给予 20 年 30 倍 PE，目标市值 55 亿，对应目标价为 12.86 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：区域拓展风险，销售渠道管控风险，行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	961.16	1,149.41	1,298.84	1,636.54	2,045.67
增长率(%)	18.63	19.59	13.00	26.00	25.00
EBITDA(百万元)	137.10	198.43	230.93	298.20	376.89
净利润(百万元)	89.35	128.15	183.88	241.19	308.77
增长率(%)	36.25	43.43	43.49	31.16	28.02
EPS(元/股)	0.21	0.30	0.43	0.56	0.72
市盈率(P/E)	55.15	38.45	26.80	20.43	15.96
市净率(P/B)	7.99	7.03	5.31	4.22	3.34
市销率(P/S)	5.13	4.29	3.79	3.01	2.41
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.19	14.15	10.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.52 元
目标价格	12.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	427.78
流通 A 股股本(百万股)	42.78
A 股总市值(百万元)	4,928.00
流通 A 股市值(百万元)	492.80
每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	27.78
一年内最高/最低(元)	11.52/7.93

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 重庆个人健康护理用品知名制造商，拥有多个自有品牌.....	5
1.1. 深耕一次性卫生用品领域，川渝地区卫生巾领导品牌	5
1.2. 实控人持股比例较集中，管理层行业经验丰富	5
2. 必选消费逻辑下，本土品牌&新兴渠道崛起打开市场空间.....	7
2.1. 吸收性卫生用品为刚需消费品，市场走单价提升逻辑	7
2.2. 卫生巾：头部品牌集中度小幅提升，竞争格局日渐优化.....	8
2.3. 婴儿纸尿裤：本土品牌崛起，中高端市场扩容	11
2.4. 成人失禁用品：本土品牌占优，市场以价格竞争为导向.....	14
2.5. 新零售业态兴起，电商/微商变革销售渠道	15
3. 以自主品牌为基础，产品结构优化提升营收质量.....	17
3.1. 自主品牌为基础，卫生巾&婴儿纸尿裤为主力产品	17
3.1.1. 卫生巾为收入主要来源，中高端产品拉动自主品牌卫生巾收入增长.....	18
3.1.2. 纸尿裤自主品牌收入提高，产品革新拉动毛利改善	19
3.1.3. 市场偏好不匹配，成人失禁用品收入毛利率均有所下滑	20
3.2. 自营经销和 KA 销售为主，ODM 模式、电商渠道加速发展	21
3.3. 盈利水平优质，19 年净利率 11%，ROE15.5%	24
4. 盈利预测.....	26
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：发展历程	5
图 2：自有品牌	5
图 3：股权结构图.....	6
图 4：募集资金用途	6
图 5：2015-2019 年中国吸收性卫生用品市场规模及增速	7
图 6：2018 年吸收性卫生用品各类产品占比	7
图 7：2012-2018 年中国卫生巾的消费量及其增速	7
图 8：2012-2018 年中国卫生巾的市场规模及其增速	7
图 9：2012-2018 年中国婴儿纸尿裤的消费量及其增速	8
图 10：2012-2018 年中国婴儿纸尿裤的市场规模及其增速	8
图 11：2012-2018 年中国成人失禁用品消费量及其增速	8
图 12：2012-2018 年中国成人失禁用品市场规模及其增速	8
图 13：2012-2019 年中国女性总人口与卫生巾渗透率.....	9
图 14：2010-2017 年中国女性初潮平均年龄及同比增减变动（岁）	9
图 15：2014-2019 年卫生巾行业集中度.....	11

图 16: 2018 年中外卫生巾市场 CR4 对比.....	11
图 17: 2012-2019 年中国新生儿人口及其增长率.....	11
图 18: 2010-2019 年中国出生率及纸尿裤市场渗透率.....	11
图 19: 2017-2019 年中国婴儿纸尿裤分产品占比.....	12
图 20: 2017-2019 年日本婴儿纸尿裤分产品占比.....	12
图 21: 纸尿裤分公司市占率.....	13
图 22: 2012-2019 年我国 65 岁以上人口及其占比	14
图 23: 2020-2050 年中国 60 岁以上老龄人口数量预测	14
图 24: 成人失禁用品分公司市占率.....	15
图 25: 实物商品网上零售额及其同比增速	16
图 26: 实物商品网上零售额占比	16
图 27: 20 年 5 月母婴快消品细分渠道销售占比.....	16
图 28: 14-19 年女性卫生巾细分渠道销售占比.....	16
图 29: 14-19 年婴儿纸尿裤细分渠道渠道销售占比.....	16
图 30: 14-19 年成人失禁用品细分渠道销售占比.....	16
图 31: 营收变化.....	17
图 32: 分产品收入占比.....	18
图 33: 分销售模式收入占比.....	18
图 34: 卫生巾代表产品.....	18
图 35: 卫生巾产品整体营收（亿元）及增速.....	18
图 36: 分销售模式卫生巾毛利率.....	18
图 37: 分品牌卫生巾营收（亿元）及增长率.....	19
图 38: 分品牌卫生巾销量（亿片）及增长率.....	19
图 39: “好之”品牌纸尿裤代表产品.....	19
图 40: 分销售模式纸尿裤营收变化（亿元）.....	20
图 41: 分销售模式纸尿裤毛利率.....	20
图 42: 分品类婴儿纸尿裤销量（亿片）.....	20
图 43: 分品类婴儿纸尿裤营收（亿元）.....	20
图 44: 成人失禁用品代表产品.....	20
图 45: 成人失禁用品营收及其增速（单位：万元）.....	21
图 46: 成人失禁用品毛利率.....	21
图 47: 成人失禁用品销量及收入.....	21
图 48: 分渠道收入变化情况（单位：亿元）.....	22
图 49: 分渠道收入占比.....	22
图 50: 主要网上销售平台收入情况（万元）.....	22
图 51: 不同 ODM 产品品类收入比较（万元）.....	22
图 52: 分渠道毛利率.....	23
图 53: 分地区收入变化（亿元）.....	23
图 54: 国内外营收占比.....	23
图 55: 毛利率变化趋势.....	24
图 56: 费用率变化趋势.....	24

图 57: 净利润和净利率变化 (单位: 亿元)	24
图 58: 加权平均净资产收益率变化	24
图 59: 经营性净现金流/净利润	25
图 60: 存货周转率和应收账款周转率 (单位: 次)	25
表 1: 管理层背景	6
表 2: 卫生巾发展历程	9
表 3: 卫生巾分品牌价格	10
表 4: 头部卫生巾品牌市场份额	11
表 5: 纸尿裤&拉拉裤价格分类	12
表 6: 纸尿裤分品牌市占率	13
表 7: 成人失禁用品价格分类	14
表 8: 成人失禁用品分品牌市占率	15
表 9: 产品基本情况	17
表 10: 主要客户及维护方式	21
表 11: 盈利预测	26
表 12: 可比公司估值	26

1. 重庆个人健康护理用品知名制造商，拥有多个自有品牌

1.1. 深耕一次性卫生用品领域，川渝地区卫生巾领导品牌

国内知名的一次性卫生用品生产企业，依靠自主研发生产的自有品牌为各年龄段消费人群提供个人健康护理产品。公司以自有品牌为依托，主要采取自主研发和生产的模式，为消费者提供包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等个人健康护理产品，同时采取 ODM 模式为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品。旗下有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等品牌，其中，“自由点”品牌商标荣获“中国驰名商标”；“妮爽”、“好之”品牌商标荣获“重庆市著名商标”。根据尼尔森的统计数据，2015-2018 年全国商超渠道销售额份额排名中，公司卫生巾产品的市场份额在本地厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤产品的市场份额在本地厂商中连续四年排名前三。

图 1：发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，重庆日报，新浪财经，101 商机网，天风证券研究所

重点打造中高端自有品牌，拳头产品贡献超高毛利。公司旗下拥有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等风格独特、个性鲜明的品牌，“自由点”、“妮爽”为卫生巾品牌，分别定位于中高端产品和大众产品；“好之”为婴儿纸尿裤品牌，定位于中高端产品；“丹宁”为成人失禁用品品牌，定位于中高端产品，均具有较高的品牌知名度和市场美誉度。

图 2：自有品牌

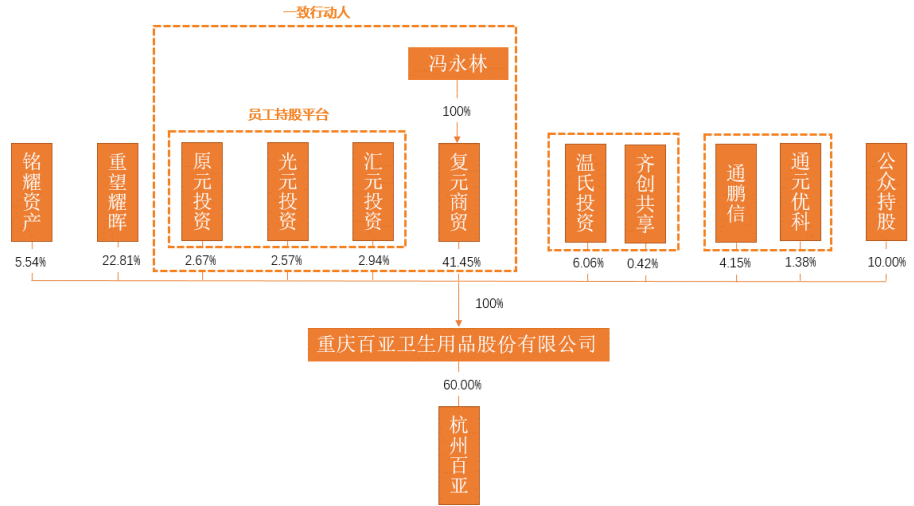


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 实控人持股比例较集中，管理层行业经验丰富

实控人为冯永林，通过其全资持有的公司复元商贸间接持有公司的股份比例为 41.45%。员工持股平台汇元投资、原元投资、光元投资将表决权委托给复元商贸，因此冯永林控制的公司股东大会表决权比例达到 49.63%，为公司实际控制人。截止 19 年底，公司在册员工 1957 人，其中 60.30%为销售人员，31.17%为研发生产人员。

图 3: 股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

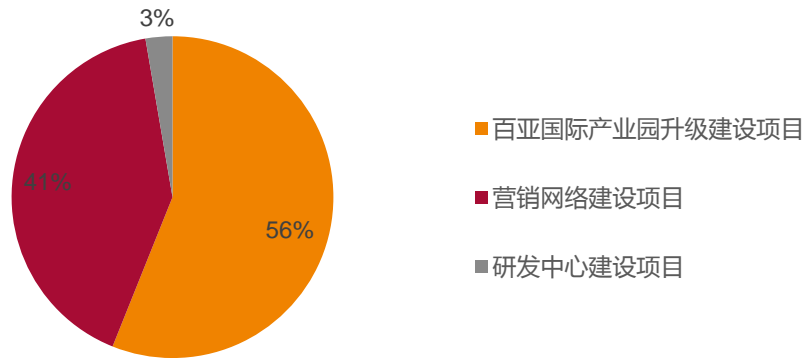
表 1: 管理层背景

姓名	职务	简介
冯永林	董事长兼总经理	曾任重庆华盛卫生纸业制品有限公司总经理、董事，重庆丝爽总经理
谢秋林	董事	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
张翼	董事	硕士研究生学历，曾任职于毕马威华振会计师事务所、西门子（中国）有限公司、美国克瑞集团
张黎	董事兼财务总监 董事会秘书	硕士研究生学历，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
曹亚林	董事兼营销总监	本科学历，曾任重庆丝爽主管
彭海麟	董事兼生产总监	曾任职于尤妮佳生活用品（中国）有限公司，历任生产技术员、技术课长、工厂厂长

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

本次公开发行 4277.78 万股，占发行后总股本的 10%，募资总额约 2.83 亿。募投项目拟用资金中，56%拟用于升级建设百亚国际产业园项目（建设期 2 年，年产 8000 万片安睡裤和 1 亿片学步裤）、41%建设营销网络项目、3%用于研发中心建设项目。

图 4: 募集资金用途



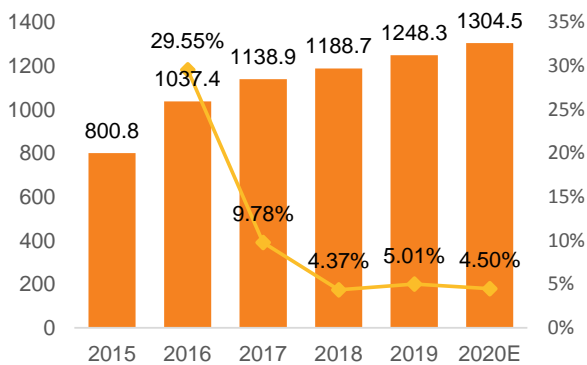
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 必选消费逻辑下，本土品牌&新兴渠道崛起打开市场空间

2.1. 吸收性卫生用品为刚需消费品，市场走单价提升逻辑

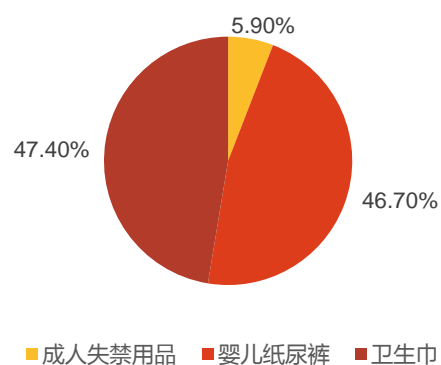
吸收性卫生用品市场预计 2020 年市场规模 1305 亿，卫生巾和婴儿纸尿裤各占半壁江山。我国吸收性卫生用品市场逐年扩张，2017-2019 年规模分别为 1138.9 亿元、1188.7 亿元、1248.3 亿元，同比增速依次为 9.78%、4.37%、5.01%，增速因行业逐渐成熟而呈下降趋势，预计 2020 年市场规模将突破 1300 亿。从吸收性卫生用品的市场结构看，女性及婴儿卫生用品占比高，18 年比重分别为 46.7%、47.4%；成人失禁用品占比最低为 5.90%，但增长潜力较大。

图 5：2015-2019 年中国吸收性卫生用品市场规模及增速



资料来源：中国造纸协会，天风证券研究所

图 6：2018 年吸收性卫生用品各类产品占比

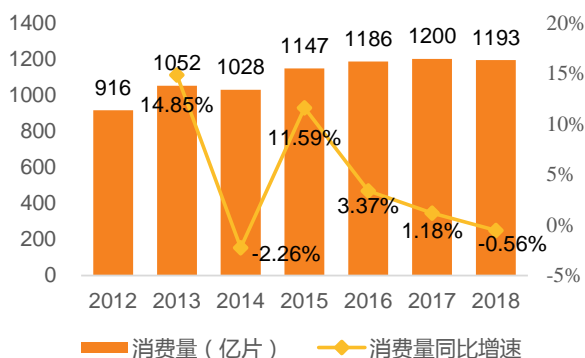


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

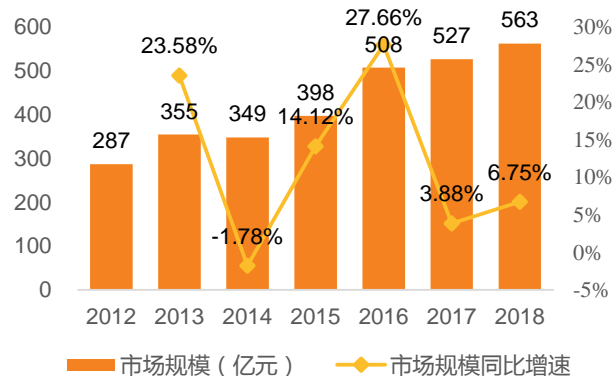
单价提升为驱动整体行业规模增长的主要因素，卫生巾、纸尿裤和成人失禁用品均呈现良好发展态势。根据生活用纸专业委员会统计，12 至 18 年我国卫生巾消费量的年复合增长率为 2.6%，市场规模的年复合增长率为 11.9%；婴儿纸尿裤消费量的复合增长率为 10.7%，市场规模的年复合增长率为 16.4%；成人失禁用品消费量的年复合增长率为 22.6%，市场规模的年复合增长率为 19.8%。

图 7：2012-2018 年中国卫生巾的消费量及其增速

图 8：2012-2018 年中国卫生巾的市场规模及其增速



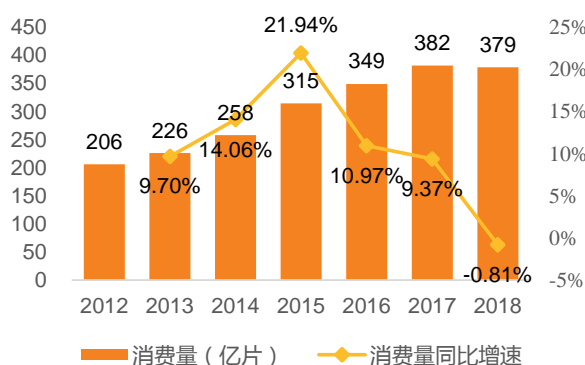
资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所



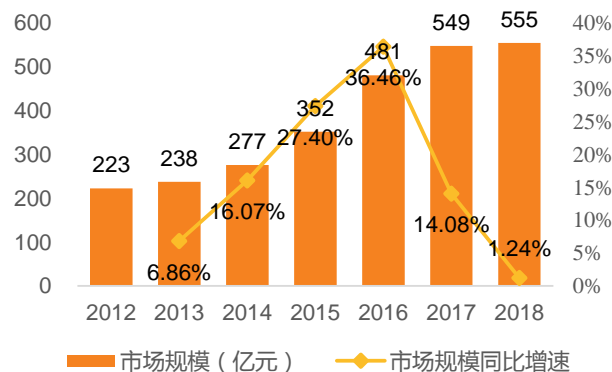
资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 9：2012-2018 年中国婴儿纸尿裤的消费量及其增速

图 10：2012-2018 年中国婴儿纸尿裤的市场规模及其增速



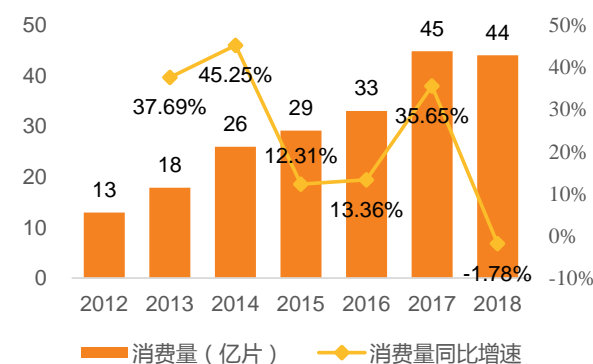
资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所



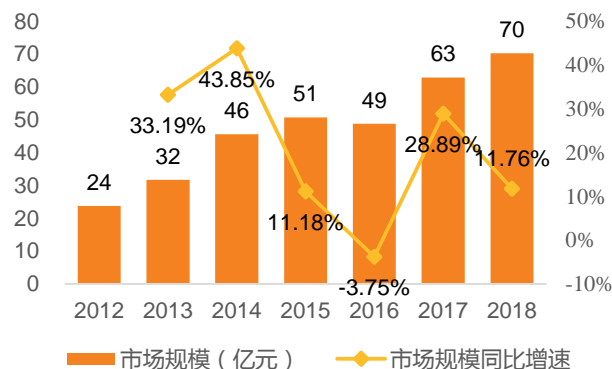
资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 11：2012-2018 年中国成人失禁用品消费量及其增速

图 12：2012-2018 年中国成人失禁用品市场规模及其增速



资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所



资料来源：生活用纸专业委员会，天风证券研究所

2.2. 卫生巾：头部品牌集中度小幅提升，竞争格局日渐优化

卫生巾行业起源于 1888 年，Southal I's Towels 一次性月经护垫的出现，将经期卫生用品推进了抛弃式的现代化阶段。20 世纪 80 年代，以恒安国际为代表的首批国产卫生巾企业陆续出现。2000 年后，我国本土卫生巾市场厂商数目不断增加，最高峰时超过 2000 家。2008 年，护舒宝首款液体材料卫生巾诞生，打破了卫生巾几十年来的棉绒纤维材质；随后，智能月经杯、智能棉条、智能月经内裤、血液阻隔器等一系列智能卫生用品陆续出现，女

性卫生用品走向智能化之路。与此同时，2010 年以来，我国卫生巾行业进入整合期，大量本土中心企业退出市场，部分优质本土企业占据区域市场后加快全国扩张步伐。

表 2：卫生巾发展历程

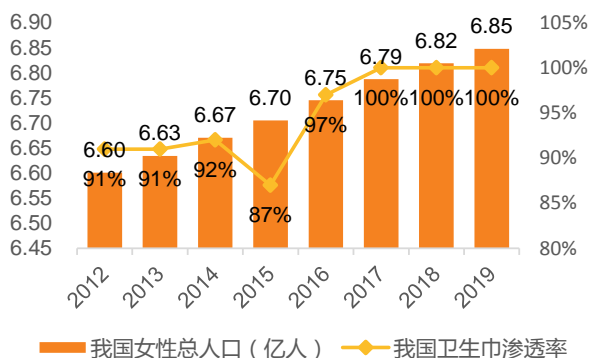
发展阶段	阶段特点	关键时 间点	产品情况
抛弃式阶段 (1888-1974)	1.卫生巾变成一次性工业品	1888 年	欧美上市 Southal l's Towels，一次性卫生棉诞生
	2.纤维棉使卫生巾更薄更吸水	1921 年	美国“高洁丝”推出第一片卫生棉，卫生棉进入量产时代
	3.自粘式背胶卫生巾诞生， 月经带被淘汰	1936 年	TAMPAX9（丹碧丝）卫生棉条在美国上市第一个内用卫生棉条品牌诞生
	4.棉条、月经杯也相继进入 现代形态	1950 年	0b 推出市场，棉条形成有尿管两种基本形态
		1969 年	自粘式背胶卫生棉诞生
		1975 年	高丝洁创造出护垫
		1978 年	日本“乐而雅”上市，率先采用高吸水纸材料，卫生巾更薄更吸水
完善定型阶段 (1975-2007)		1983 年	美国“保洁”推出“Always”，首创干爽网面卫生巾
	1.卫生巾变成一次性工业品	1984 年	宝洁首创护翼卫生巾
	2.纤维棉使卫生巾更薄更吸水	1991 年	护舒宝进入中国
	3.自粘式背胶卫生巾诞生， 月经带被淘汰	1993 年	乐而雅进入中国，恒安国际推出安尔乐品牌，洁伶、百亚成立并推出卫生巾产品
	4.棉条、月经杯也相继进入 现代形态	1994 年	高丝洁进入中国，倍舒特成立并推出卫生巾产品
		1995 年	苏菲进入中国
		1997 年	丝宝成立并推出卫生巾产品
		1998 年	景兴成立并推出 ABC 品牌
		1999 年	凹槽、导流、吸水芯等技术相继突破，现代卫生巾基本定型
		2001 年	恒安国际推出气度空间品牌，开拓中高端市场
智能应用阶段 (2008 至今)		2003 年	ABC 独创中央速渗导漏芯体技术和夜漏防处理
	1.卫生巾打破棉绒纤维材 质，进阶到液体材料	2008 年	护舒宝液体卫生巾诞生
		2013 年	苏菲推出裤型卫生巾
	2.智能化棉条、月经杯出现	2015 年	Loon cup 智能月经杯出现
		2016 年	My.Flow 智能棉条、“Flex”血液阻隔器出现

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

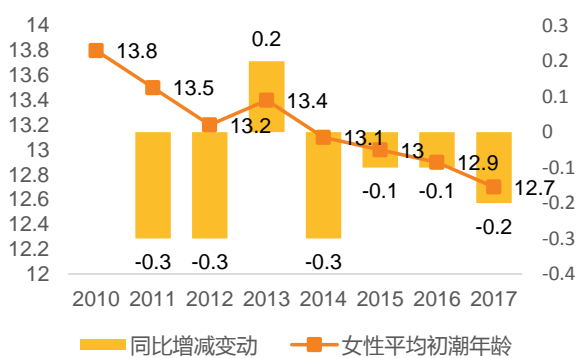
我国拥有全球最大的女性吸收性卫生用品消费群体，适龄女性年龄段向两端延伸扩容卫生巾市场。近三年我国女性人口分别为 6.79 亿人、6.82 亿人、6.85 亿人，同比增速依次为 0.62%、0.47%、0.43%，女性人口规模缓步扩张，其中每年约 4.5 亿适龄女性处于生理期。同时，10 至 17 年女性初潮年龄平均提前 1 岁，部分妇女更年期延长至 50 岁以上。叠加女性护理意识增强，卫生巾使用频率提升、更换次数增加，我国卫生巾渗透率自 2017 年起达到 100%，行业发展前景可期。

图 13：2012-2019 年中国女性总人口与卫生巾渗透率

图 14：2010-2017 年中国女性初潮平均年龄及同比增减变动（岁）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

日系美系本土品牌三足鼎立, 产品分级明显。根据生活用纸专业委员会的资料显示, 2018年生活用纸委员会统计在册的卫生巾/卫生护垫生产企业约 650 家, 其中领先的企业包括恒安国际、百亚股份、景兴健护、桂林洁伶、佛山啟盛、香港丝宝、中山佳健等本土厂商, 以及宝洁、尤妮佳、金佰利、花王等外资厂商。本土企业全国性品牌有七度空间、ABC、安尔乐等; 区域性品牌有洁婷、U适、小妮、自由点、佳期、倍舒特、美洁、洁伶、日子、护理佳、舒莱、好舒爽、小护士等; 国际性品牌主要有苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅等。不同品牌价格分级明显, 以恒安国际为例, 旗下 Space 7 定位高端市场, 日用产品均价为 1.65 元/片; 七度空间定位中高端市场, 日用产品均价为 0.88 元/片; 安尔乐定位低端市场, 日用产品均价为 0.50 元/片。

表 3: 卫生巾分品牌价格

地区	公司	品牌	日用 180cm-245m 淘宝价格 (片/元)
中国	恒安	七度空间	0.88
		Space 7	1.65
		安尔乐	0.55
		安尔	0.50
		新呼吸	1.25
中日合资	尤妮佳	苏菲	1.05
中国	重庆百亚	自由点	0.82
		妮爽	0.65
中国	广东景兴	ABC	0.94
中国	丝宝集团	Free·飞	0.91
中国	丝宝集团	洁婷	0.71
美国	宝洁	护舒宝标准版	0.84
		护舒宝液体卫生巾	2.50
美国	金佰利	高洁丝	0.91
日本	花王	乐而雅	1.13
中日合作	大王、金光集团	怡丽	0.75
中国	湖北丝宝	洁婷	0.44
中国	佛山啟盛	U适	1.45
中国	佛山啟盛	小妮	0.44
中国	中山佳健	佳期	0.50
中国	北京倍舒特	倍舒特	0.62
中国	桂林洁伶	洁伶	0.39
中国	云南白药	日子	0.53
中国	上海护理佳	护理佳	0.82

中国

恒利

好舒爽

0.25

资料来源：淘宝，天风证券研究所

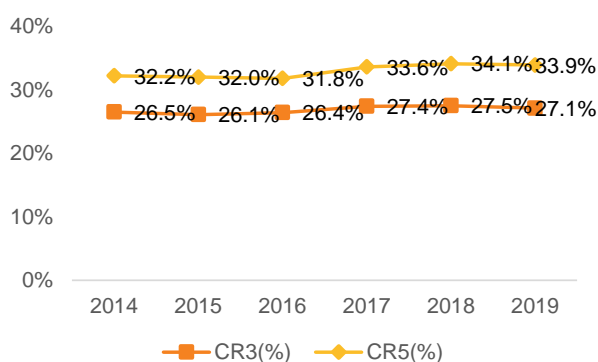
行业集中度稳步提升，与发达国家相比仍有较大差距，中高端产品将成驱动市场扩张的重要动力。从品牌市场份额来看，近年来七度空间、苏菲等品牌拓张较快，护舒宝有所下滑。从公司市场份额来看，14至19年CR5（尤妮佳、恒安、宝洁、景兴健护、金佰利）的行业集中度从32.2%小幅提升至33.9%，但和美日市场的集中度仍有很大差距。同时随着消费者对产品体验要求越来越高，功能差异化、个性化的优质产品需求增加明显。根据尼尔森数据，18年极薄卫生巾的全国商超渠道销售额占总销售额的比例由16.3%上升至18.9%，销售额同比增长24.8%；15至18年间，安睡裤的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别为78%和75%。

表 4：头部卫生巾品牌市场份额

品牌	公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
七度空间	恒安国际	6.3%	7.5%	8.1%	9.0%	10.4%	10.4%	10.7%	11.5%	11.4%
苏菲	尤妮佳	4.2%	4.8%	5.7%	6.4%	7.6%	8.6%	9.5%	10.1%	10.6%
护舒宝	宝洁	7.3%	7.3%	7.5%	7.4%	7.1%	6.0%	5.3%	5.0%	5.0%
ABC	广东景兴	2.7%	2.8%	2.9%	3.2%	3.1%	3.0%	2.4%	3.0%	3.1%
高洁丝	金佰利	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
乐而雅	花王	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%
洁婷	丝宝	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
其他		75.8%	73.6%	71.5%	69.3%	66.9%	66.7%	66.4%	64.3%	63.7%

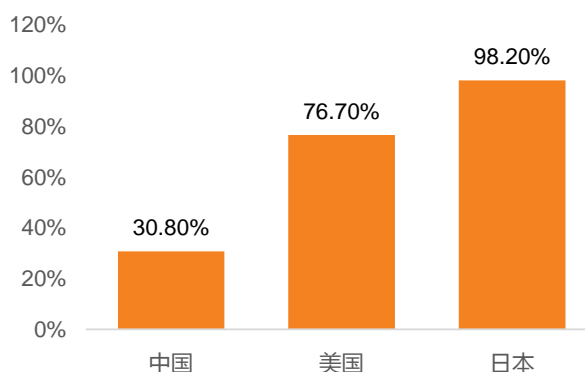
资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 15：2014-2019 年卫生巾行业集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 16：2018 年中外卫生巾市场 CR4 对比



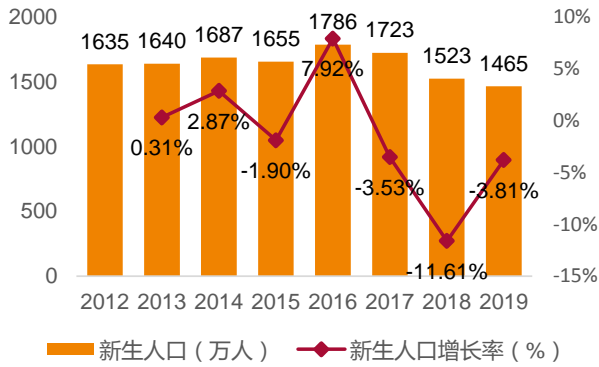
资料来源：华经情报网，天风证券研究所

2.3. 婴儿纸尿裤：本土品牌崛起，中高端市场扩容

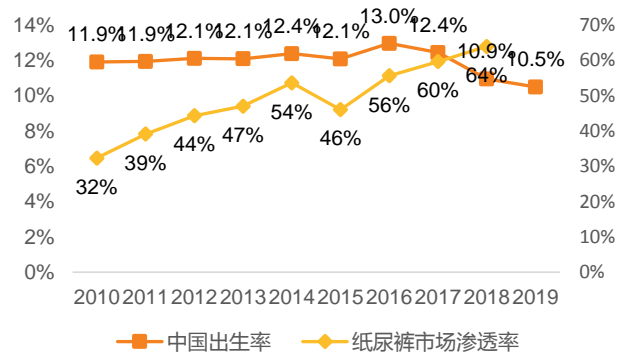
市场基数庞大，人口出生率下行趋势明显。中国政府于 2016 年初全面放开“二胎”政策，16 年出生率为历史小高峰达 13%，出生人口为 1786 万人。18 年我国 0-2 岁婴儿人数约 3,246 万人，庞大的婴儿基数为可观的市场容量创造了必要条件。另一方面，随着科学育婴理念普及、健康意识不断提升，00 至 18 年婴儿纸尿裤市场渗透率已从 2.1% 提升至 63.9%，但与欧美、日本等发达国家 90% 以上的市场渗透率相比仍存在较大差距。

图 17：2012-2019 年中国新生儿人口及其增长率

图 18：2010-2019 年中国出生率及纸尿裤市场渗透率



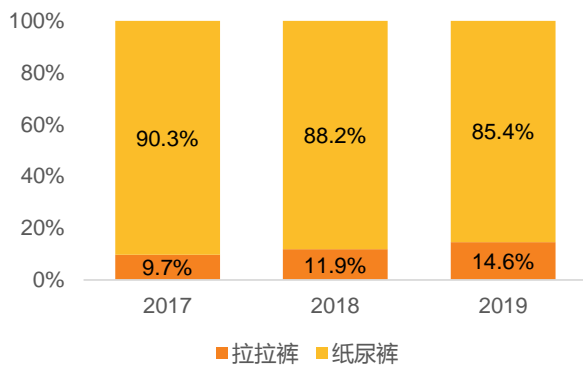
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

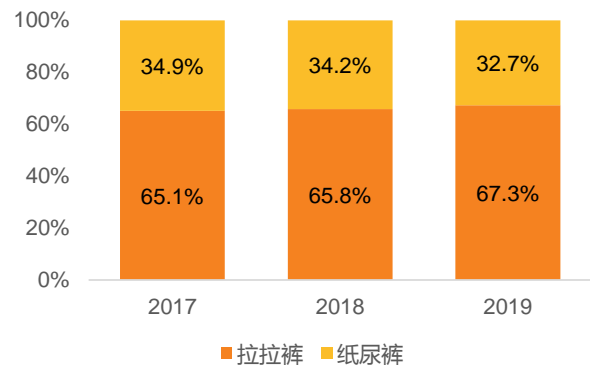
产品升级创新下, 中高端纸尿裤市场扩容。 婴儿卫生用品主要分三类, 包括纸尿裤、纸尿裤和拉拉裤。其中, 纸尿裤和拉拉裤占据主要地位。纸尿裤价格较低, 可满足基本需求, 但使用复杂; 纸尿裤价格中等, 固定性好, 裤体底部设有立体防漏边缘; 拉拉裤价格较高, 贴身舒适, 方便穿脱。婴儿卫生用品逐渐升级, 消费者越来越倾向购买高品质产品。2017年到2019年, 中国婴儿纸尿裤产品占比从90.3%下降到85.4%, 拉拉裤从9.7%上升到14.6%, 但与日本2019年拉拉裤67.3%的占比仍有较大差距。

图 19: 2017-2019 年中国婴儿纸尿裤分产品占比



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 20: 2017-2019 年日本婴儿纸尿裤分产品占比



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

表 5: 纸尿裤&拉拉裤价格分类

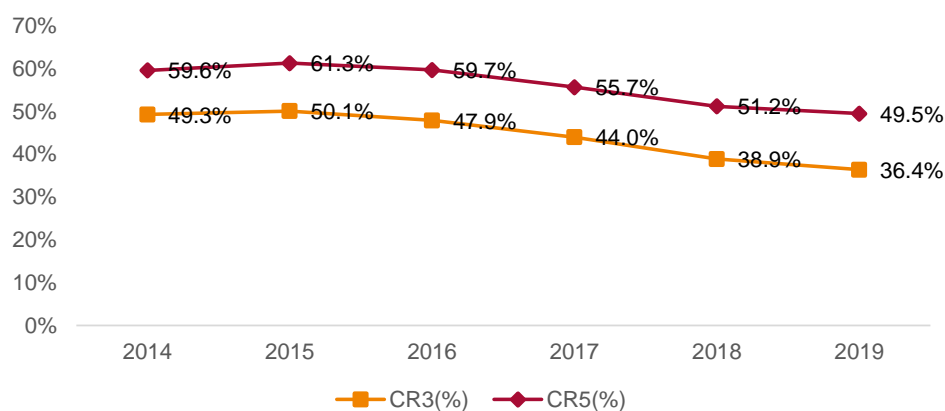
公司	品牌	纸尿裤	S 码, 元/片	拉拉裤	S 码, 元/片
美国金佰利	好奇	心钻版	2.68	心钻版	4.15
		铂金版	1.09	铂金版	1.65
		金装版	0.91	金装版	1.65
		皇家	1.93	皇家	3.06
		一级帮	1.83	一级帮	3.14
美国宝洁	帮宝适	清新帮	1.39	清新帮	2.48
		干爽绿帮	0.95	干爽绿帮	1.27
		尤妮佳	妈咪宝贝	0.75	
日本花王	花王	妙而舒	1.09	妙而舒	2.34
恒安	安儿乐	小轻芯	1.19	小轻芯	1.97
日本大王	大王	天使	2.69	天使	5.53
		光羽	4.07	光羽	8.14

		臻金	5.14	维 E	2.04
		花信风	1.89	花信风	2.48
		薄 C	1.11		
		金丝柔滑	1.33	酷动	1.71
爹地宝贝	爹地宝贝	温暖宝宝	0.92	君子	3.52
				千金	3.31
凯儿得乐	凯儿得乐	care daily	2.30	care daily	4.94
		薄 C	1.08	薄 C	2.21
雀氏日用品	雀氏	薄快	1.41	薄快	1.65
		出口铂金装	1.90	出口铂金装	2.95
		白金韧薄	1.31	白金韧薄	1.84
	希望宝宝	超薄超吸	1.36	铂金韧柔	2.48
杭州豪悦		白金丝滑	1.10		
	天生明星	甄柔	2.02	甄柔	2.75
	妈妈咪呀	天使	1.15	天使	3.00
	nanakia	超薄超吸	1.58		
重庆百亚	好之	超薄透气	1.21		
欣康乐	阳光宝宝	轻薄干爽	2.56		

资料来源：京东，天风证券研究所

行业集中度下行，本土品牌崛起较快。根据生活用纸专业委员会的资料显示，2018 年生活用纸委员会统计在册的婴儿纸尿裤/片生产企业 701 家，其中本土生产商主要有恒安国际、广东昱升、杭州干芝雅、爹地宝贝、豪悦护理、广东茵茵、湖南康程、可靠护理、婴舒宝、福建利澳纸业、湖南舒比奇、东莞常兴纸业、雀氏福建实业、贵州卡布国际等，国际生产商有宝洁、尤妮佳、金佰利、花王、大王等。国际品牌有帮宝适、妈咪宝贝、Moony、好奇、妙而舒、GOO.N 等，本土品牌有安儿乐、吉氏、名人宝宝、爹地宝贝、希望宝宝、茵茵、凯儿得乐、倍康、酷特适、婴舒宝、乐贝、舒比奇、一片爽、雀氏、卡比布等。从公司和品牌市占率来看，部分外资下滑明显，帮宝适从 14 年的 32% 下滑至 19 年的 20%，尤妮佳从 14 年的 8% 下滑至 19 年的 4%。行业集中度 CR5 从 14 年的 60% 下滑至 19 年的 50%，中天集团（可爱宝贝）、广东昱升（吉氏）等市场份额上升较快。

图 21：纸尿裤分公司市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 6：纸尿裤分品牌市占率

单位：%	2014	2015	2016	2017	2018	2019
------	------	------	------	------	------	------

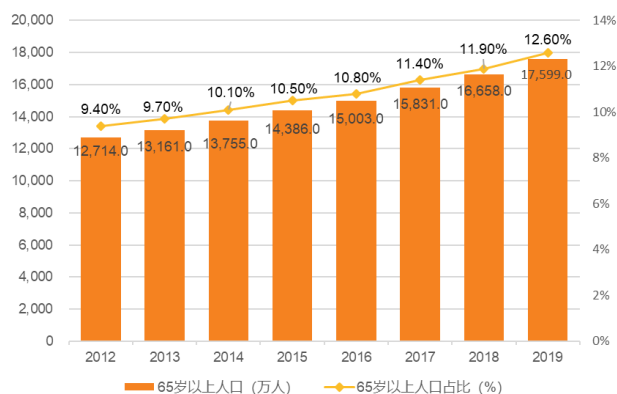
帮宝适 (宝洁)	32.0	28.6	25.1	21.9	20.5	19.9
妙而舒 (花王)	6.3	9.0	10.6	11.0	9.6	8.8
好奇 (金佰利)	11.0	12.5	12.2	11.1	8.8	7.7
大王	1.0	1.8	2.8	3.9	5.1	6.3
妈咪宝贝 (尤妮佳)	8.4	7.8	6.9	5.4	4.5	3.8
CR5	58.7	59.7	57.6	53.3	48.5	46.5
安儿乐 (恒安国际)	8.0	7.3	5.9	5.5	4.0	3.3
Moony (尤妮佳)	0.9	1.6	2.1	2.4	2.7	3.0
可爱宝贝 (中天集团)	1.8	2.5	2.5	2.8	2.7	2.5
吉氏 (广东昱升)	1.6	1.7	2.1	2.2	2.3	2.4
茵茵 (广东茵茵)	2.4	1.8	1.8	2.5	2.4	2.2
CR10	73.4	74.6	72.0	68.7	62.6	59.9

资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

2.4. 成人失禁用品: 本土品牌占优, 市场以价格竞争为导向

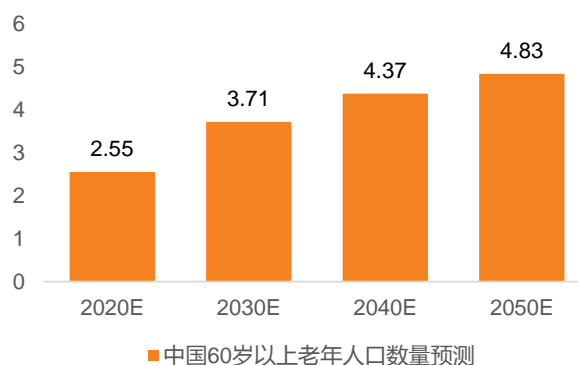
人口老龄化趋势下, 养老护理需求增加。2019年, 我国60周岁及以上人口为2.54亿人, 占总人口的比重18.1%; 65周岁及以上人口数量为1.76亿人, 占总人口的比重12.6%。数量庞大且正在快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了大量潜在消费群体。同时, 我国居民预期寿命不断提高, 因手术等原因对成人失禁用品产生的需求不断增加, 进一步推动需求侧扩容。

图 22: 2012-2019 年我国 65 岁以上人口及其占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 2020-2050 年中国 60 岁以上老龄人口数量预测



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

本土品牌占优, 市场以价格竞争为导向。成人失禁用品主要包括成人纸尿裤、纸尿片和护理垫, 目前主要消费群体为老龄人口中的失禁患者。根据生活用纸专业委员会的资料显示, 2018 年生活用纸委员会统计在册的成人失禁用品生产商 448 家, 其中本土生产商主要有杭州可靠、杭州干芝雅、杭州珍琦、恒安国际、豪悦护理、杭州淑洁、苏宁控股、上海亿维、北京倍舒特、天津小护士、江苏永福康、宁波金洁、芜湖悠派、上海唯尔福、广东昱升, 国际生产商主要有 Essity、金佰利、尤妮佳。国际品牌有得伴、添宁、乐互宜等, 本土品牌有安而康、可靠、干芝雅、自由生活、汇泉、益年康、安帕、宝莱、倍舒特、小护士、永福康、一把手、悠派、唯尔福、肯得康等。从品牌市占率来看, 排名前五的企业中 4 家为本土生产商, 主要集中在满足基本功能、具有较高性价比的中低端纸尿裤产品。

表 7: 成人失禁用品价格分类

单位: 元/片 (L-XL)	品牌	纸尿裤	拉拉裤	护理垫	纸尿片
恒安	安而康	3.46	4.25	3.06	1.98
可靠护理	可靠	2.35	2.03	1.50	2.05
杭州舒泰	干芝雅	2.45	2.49	1.47	

杭州珍琦	珍琦	2.56	1.78	1.64	2.39
Essity AB	包大人	2.48	3.45	1.66	2.41
金佰利	得伴	4.26	2.87	3.41	2.75
上海唯尔福	唯尔福	3.99			
重庆百亚	丹宁	2.92		2.33	2.48
爱生雅	添宁	4.18	4.57	2.44	3.37
	白十字	2.89	3.13	1.97	1.60
豪悦	康福瑞	2.33	3.25	1.38	1.14
	汇泉	2.58		2.03	1.95
天津杏林白十字	洒露把	4.99		3.59	1.22

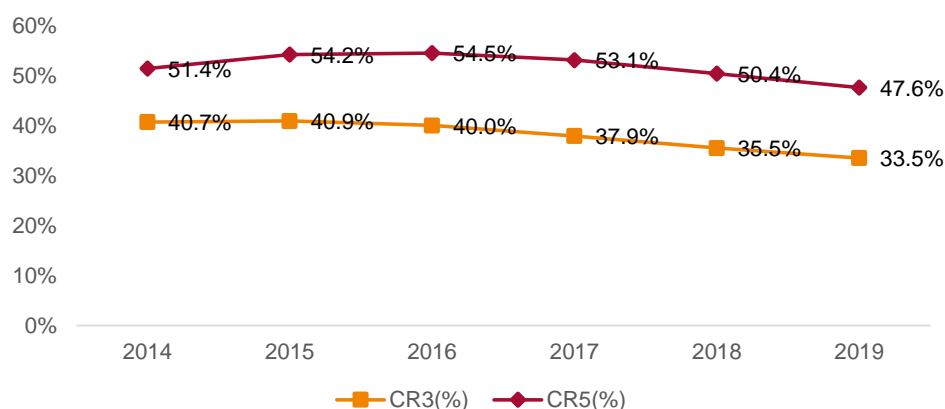
资料来源：京东，天风证券研究所

表 8：成人失禁用品分品牌市占率

单位：%	2014	2015	2016	2017	2018	2019
安而康（恒安）	16.8	16.1	15.7	14.8	13.5	12.5
Coco（可靠护理）	9.7	10.7	11.1	11.3	11.3	11.3
干芝雅（杭州舒泰）	4.6	7.3	8.5	9.1	9.0	8.5
Dr P (Essity)	11.9	11.9	11.1	9.9	9.0	8.2
珍琦（杭州珍琦）	6.1	6.0	6.0	6.1	5.9	5.6
CR5	49.1	52.0	52.4	51.2	48.7	46.1
得伴（金佰利）	6.1	5.5	4.9	4.3	3.8	3.4
唯尔福（上海维尔福）	3.9	3.5	3.3	3.2	3.0	2.7
添宁 (Essity)	2.2	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
白十字（豪悦）	-	-	-	1.4	1.3	1.2
洒露把（天津杏林）	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4	1.1
CR10	63.6	65.3	64.5	63.7	59.9	56.0

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：成人失禁用品分公司市占率



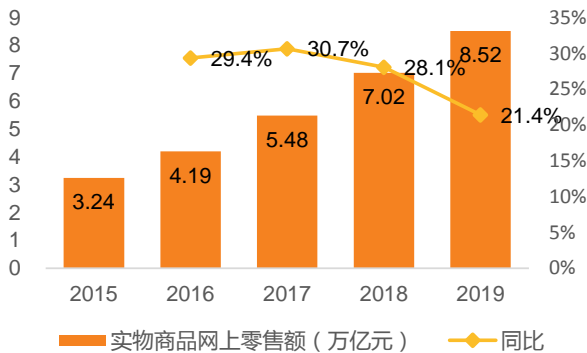
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.5. 新零售业态兴起，电商/微商变革销售渠道

行业下游主要通过经销商、KA 渠道、母婴店、电商平台、垂直电商、微商代理等渠道销

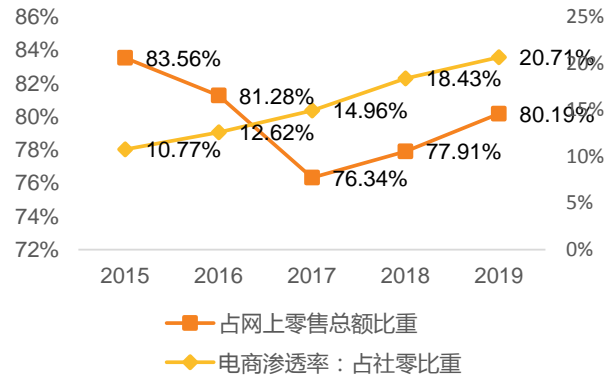
售给终端消费者。在传统渠道发展平稳的同时，新兴渠道正在随着互联网以及网购的流行而快速崛起。2019年，中国网上零售额 10.63 万亿元，同比增长 18.05%，增速明显高于同期社零；其中，实物商品网络零售额 8.52 万亿元，增长 21.4%，占中国网上零售额比重达 80.19%，占社会消费品零售总额的比重达到 20.71%，占比近三年逐步提升。

图 25：实物商品网上零售额及其同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

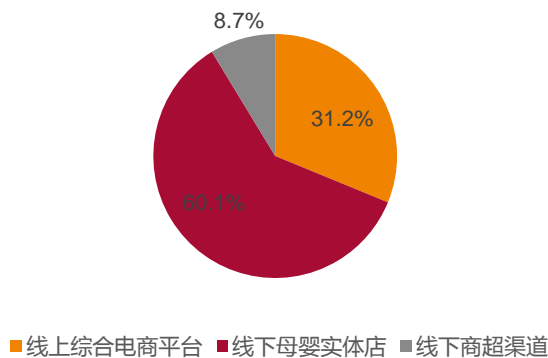
图 26：实物商品网上零售额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

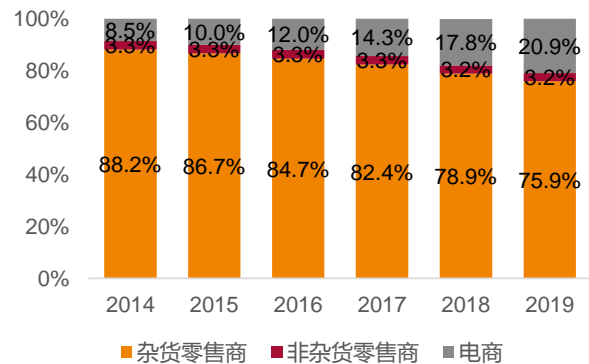
线上电商渠道增速较快，已成婴儿纸尿裤主要销售渠道。整体来看（母婴品类包括婴儿奶粉、食品、尿布、纸巾、奶瓶奶嘴等），线下母婴实体店是母婴品类的主要阵地，20 年 5 月线下母婴实体店、线下商超渠道和线上综合电商平台的渠道份额占比分别为 60.1%、8.7% 和 31.2%；线上电商渠道增速较快，20 年 5 月线下母婴实体店、线下商超渠道和线上综合电商平台的销售额增速分别为 6%、-13% 和 26%。分品类看，婴儿纸尿裤销售渠道变革明显，在商超、连锁卖场等传统渠道基础上，近年母婴专营店、电商平台逐渐成为重要销售渠道。女性卫生巾和成人失禁用品的主要销售渠道仍为传统线下商超渠道，但是近年来电商渠道发展迅速。

图 27：20 年 5 月母婴快消品细分渠道销售占比



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

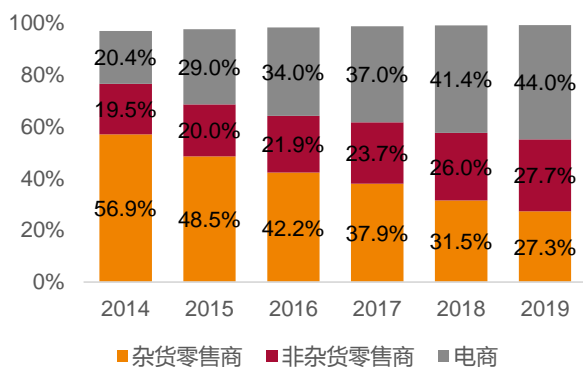
图 28：14-19 年女性卫生巾细分渠道销售占比



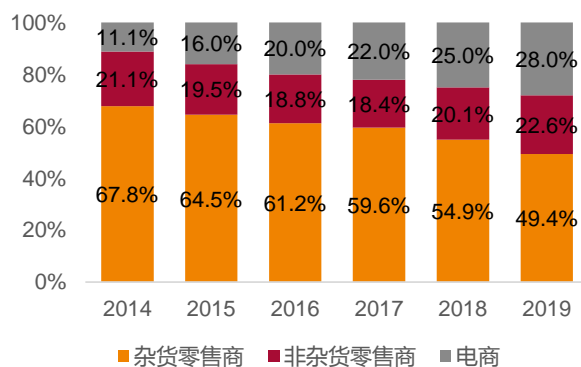
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 29：14-19 年婴儿纸尿裤细分渠道渠道销售占比

图 30：14-19 年成人失禁用品细分渠道销售占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



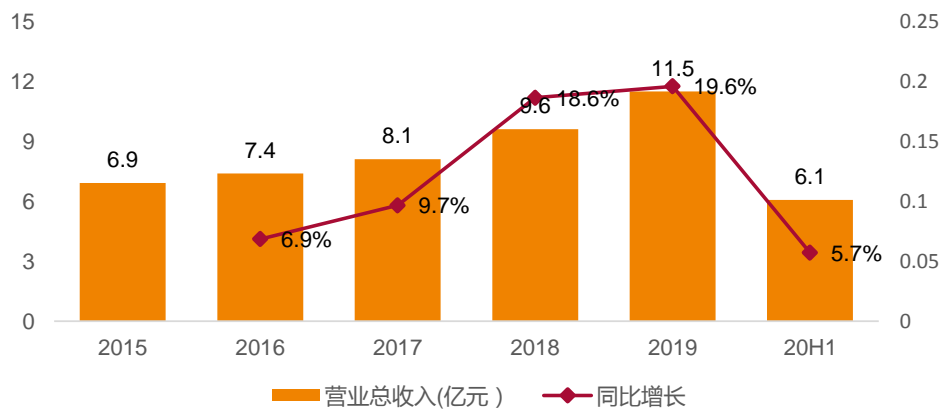
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 以自主品牌为基础，产品结构优化提升营收质量

3.1. 自主品牌为基础，卫生巾&婴儿纸尿裤为主力产品

自有品牌为基础，卫生巾和婴儿纸尿裤贡献绝大部分收入。公司产品矩阵包括卫生巾、婴儿纸尿裤和成人失禁用品，20H1 实现营收 6.07 亿，同比增长 6%；16 至 19 年营收分别为 7.39/8.10/9.61/11.49 亿，同比增长 7%/10%/19%/20%。分产品看，卫生巾和婴儿纸尿裤为主要收入来源，19 年收入占比分别为 75%和 24%。分生产模式看，公司以自主生产为主，OEM 外协生产为辅。分销售模式看，近年来 ODM 占比有所提升，19 年二者收入占比分别为 86%和 14%。

图 31：营收变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

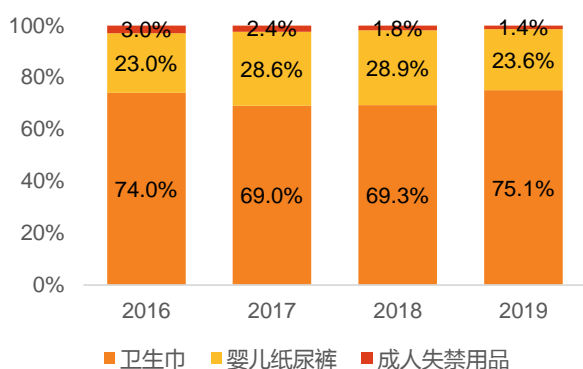
表 9：产品基本情况

产品类别	主要功能	品牌	品牌理念	主要产品系列
卫生巾	主要用于女性月经来潮时吸收经血，使经期女性健康、舒适		自由、青春	隐形系列、无感无忧系列、无感 7 日系列、掌控君系列、安睡裤系列、由我清爽系列等
			清新、健康	云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列等

婴儿纸尿裤	主要用于婴幼儿排尿时吸收尿液、防漏，使婴幼儿干爽、舒适		舒适、快乐	超薄全能系列、特薄棉柔系列、薄爽透气系列、纯净系列、学步裤系列等
成人失禁用品	主要为不同失禁程度以及术后、产后或行动不便的人士提供防漏保护，减轻其失禁、排便困扰		安全、健康	成人纸尿裤系列、成人纸尿裤系列、成人护理垫系列等

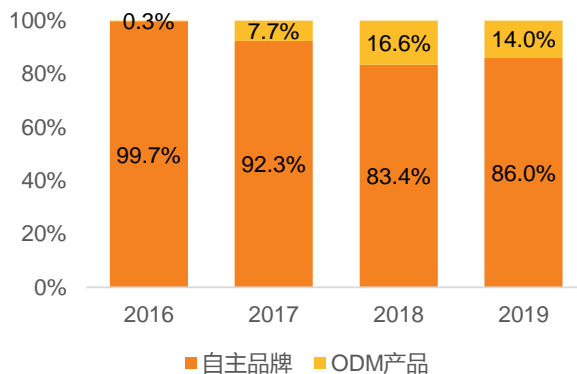
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 32：分产品收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：分销售模式收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.1. 卫生巾为收入主要来源，中高端产品拉动自主品牌卫生巾收入增长

卫生巾是主要收入来源，自有品牌“自由点”和“妮爽”，分别定位为中高端产品和大众产品。16-19 年，卫生巾产品分别实现营收 5.46/5.36/5.74/7.50 亿，同比增长 5.29%/-1.85%/7.01%/30.84%。毛利率方面，自主品牌毛利率显著高于 ODM 产品毛利率，16-19 年自主品牌与 ODM 品牌毛利率分别为 55.65%/55.44%/53.75%/55.30% 和 25.35%/24.70%/21.32%/27.39%。

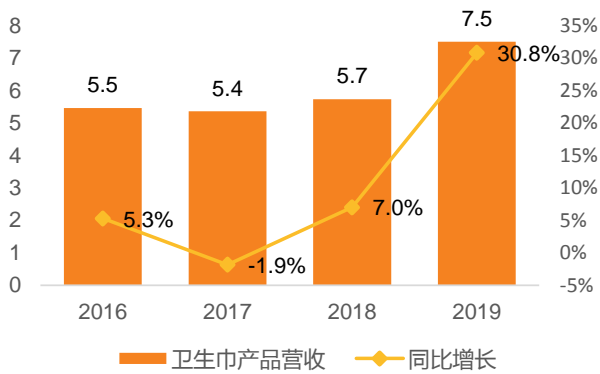
图 34：卫生巾代表产品



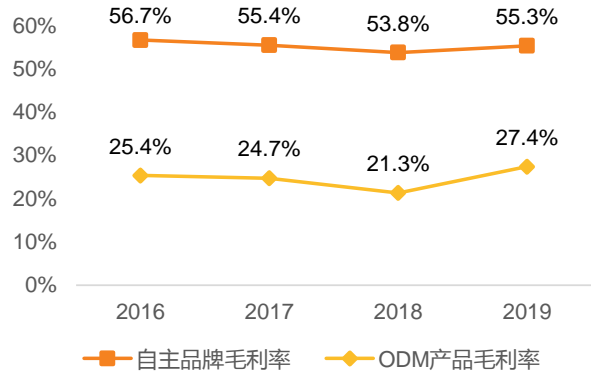
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：卫生巾产品整体营收（亿元）及增速

图 36：分销售模式卫生巾毛利率



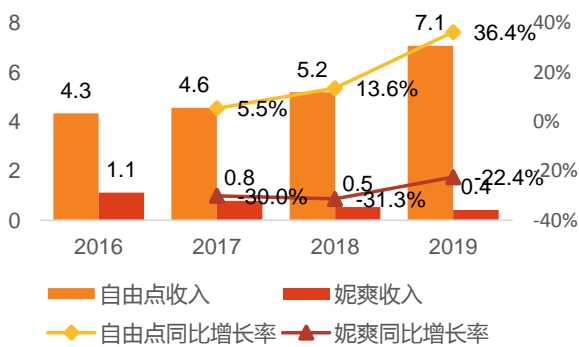
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

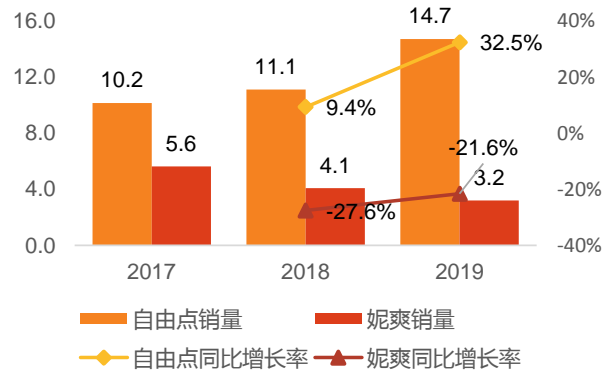
卫生巾产品结构不断优化，“自由点”品类不断丰富拉动卫生巾收入持续增长。针对“自由点”品牌，公司重点开发和推广了“隐形卫生巾”、“无感无忧”、“无感七日”等。17-19年，“自由点”卫生巾平均销售单价分别为0.45元/片、0.47元/片和0.48元/片，而“妮爽”卫生巾平均销售单价为0.14元/片左右。卫生巾品类的销售占比中，“自由点”亦从17年的85.31%提升至19年的94.41%，抵消了“妮爽”卫生巾销量下滑的不利影响。

图 37: 分品牌卫生巾营收 (亿元) 及增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38: 分品牌卫生巾销量 (亿片) 及增长率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 纸尿裤自主品牌收入提高，产品革新拉动毛利改善

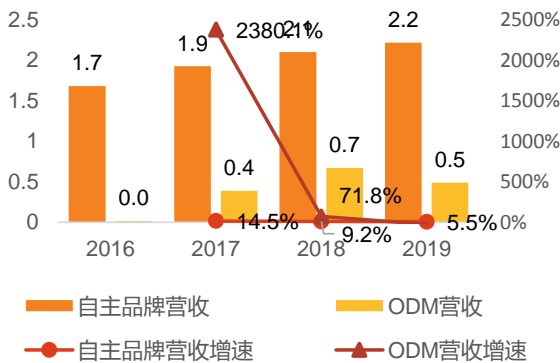
“好之”品牌包括“超薄全能”系列、“纯净”系列以及“不要紧”学步裤产品。从营收方面来看，16年以来，纸尿裤 ODM 产品由于前期销售基数小，波动较大，16-19 年营收分别为 0.02/0.39/0.67/0.49 亿元。自主品牌受到“好之”中高端产品销售不断扩大的影响，营收稳步增长，16-19 年营收分别为 1.68/1.93/2.10/2.22 亿元，同比增长 14.45%/9.20%/-5.48%。毛利率方面，自主品牌相较于 ODM 产品仍然具有一定优势，受销售成本提升影响，自主品牌毛利率略有下滑。

图 39: “好之”品牌纸尿裤代表产品



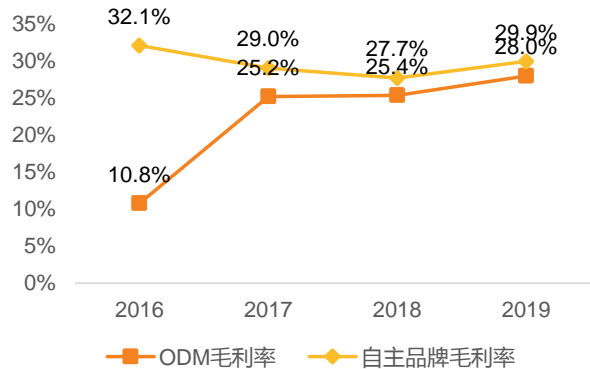
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：分销售模式纸尿裤营收变化（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

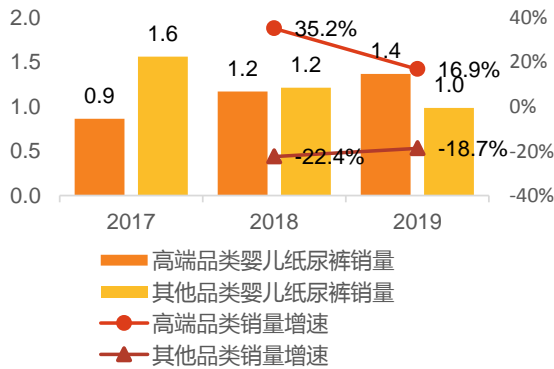
图 41：分销售模式纸尿裤毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

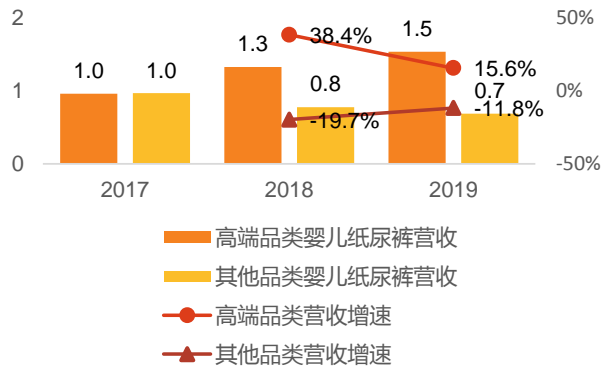
纸尿裤产品结构不断向中高端优化，高端品类纸尿裤销售增长拉动均价和收入提高。为了满足市场消费者需要，公司开发更舒适、吸收能力更强的高端系列“GHC 纯净”、“GN”等系列婴儿纸尿裤产品，并结合婴幼儿成长特点，推出了适合婴幼儿爬行和站立的学步裤产品。18 和 19 年，高端系列产品销量分别同比增长 35.20%、16.87%，而同期其他品类婴儿纸尿裤的销量相对有所下降受此影响，自主品牌婴儿纸尿裤销售均价从 17 年的 0.79 元/片增长至 19 年的 0.94 元/片。

图 42：分品类婴儿纸尿裤销量（亿片）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：分品类婴儿纸尿裤营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.3. 市场偏好不匹配，成人失禁用品收入毛利率均有所下滑

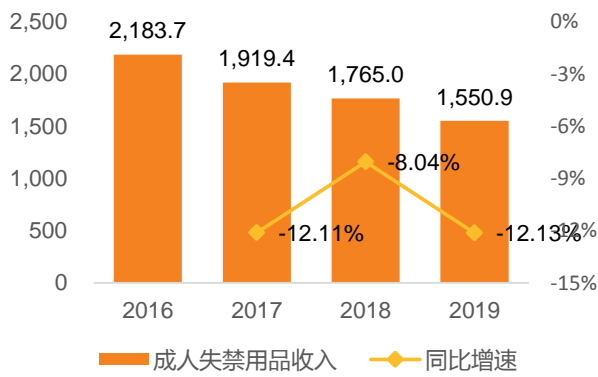
成人失禁用品成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列、成人护理垫系列等，2019 年营收占比 1.35%，均为自有品牌产品。公司成人失禁用品主要品牌为“丹宁”系列，生产产品均为自主品牌产品。16-19 年，成人失禁用品分别实现营收 0.22/0.19/0.18/0.16 亿，同比增长 -12.11%/-8.04%/-12.13%，占当期营收贡献占比分别为 2.96%/2.37%/1.84%/1.35%，营收占比逐渐变小。受直接采购成本提高的影响，毛利率持续下降，16-19 年毛利率分别为 20.92%/17.19%/9.73%/11.21%。主要是受公司产品定位中高端市场，与市场追求性价比的中低端需求不匹配。

图 44：成人失禁用品代表产品



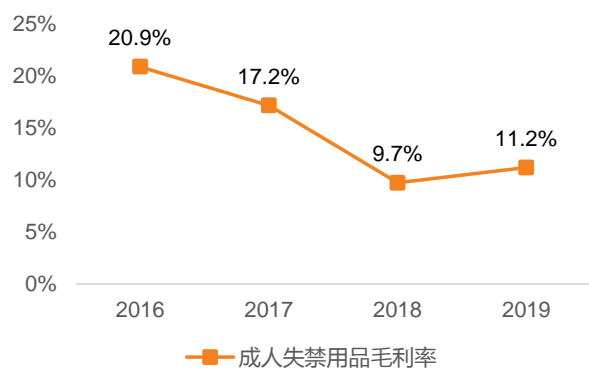
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 45：成人失禁用品营收及其增速（单位：万元）



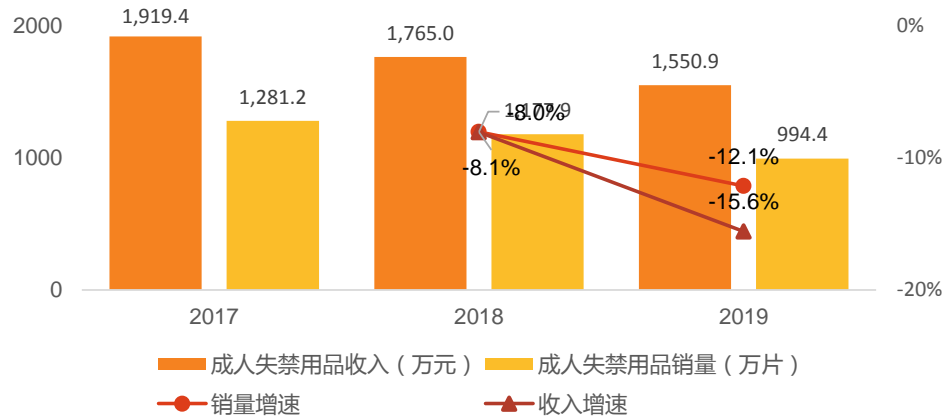
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46：成人失禁用品毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 47：成人失禁用品销量及收入



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.2. 自营经销和 KA 销售为主，ODM 模式、电商渠道加速发展

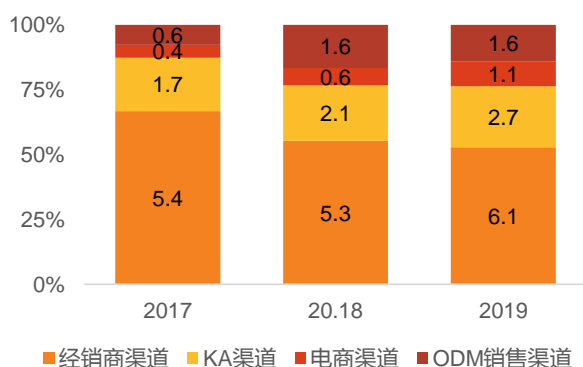
经销商销售和 KA 销售是公司的两大主要销售方式，二者合计销售收入占总收入 75%以上。经过多年发展，公司已经积累了一批合作稳定、服务意识较高且市场拓展能力较强的经销商客户，2017-2019 年，公司经销商渠道收入占总收入的 66.72%/55.33%/52.89%。同时公司也与一批品牌影响力较大且实力雄厚的 KA 客户建立了稳定的合作关系，KA 渠道销售水平不断提高，17-19 年占总营收 20.67%/21.42%/23.45%。

表 10：主要客户及维护方式

客户类型	客户名称	获取方式	交易背景	维护方式
KA 客户	沃尔玛（中国）投资有限公司	公司主动接洽	前述客户均为国内外知名的商业连锁超市，公司通过主动拓展与之开展合作，双方已经建立了长期稳定的合作关系。	公司严格履行双方签订的购销合同，公司销售部门负责各项业务的对接与管理，并及时响应客户需求。
	永辉超市股份有限公司			
经销商	重庆商社新世纪百货连锁经营有限公司	公司公开招商	前述客户均为具有一定经营实力的地区经销商，公司通过公开招商与之开展合作，双方已经建立了长期稳定的合作关系。	公司严格履行双方签订的购销合同，公司销售部门负责各项业务的对接与管理，并及时响应客户需求。
	成都佳兴化妆品有限公司			
ODM 客户	陕西百惠商贸有限公司	客户主动接洽	苏州绿叶为国内知名的消费品企业，公司通过 ODM 代工的方式与之开展合作，双方的合作关系稳定。	公司严格履行双方签订的购销合同，公司 ODM 事业部负责各项业务的对接与管理，并及时响应客户需求。

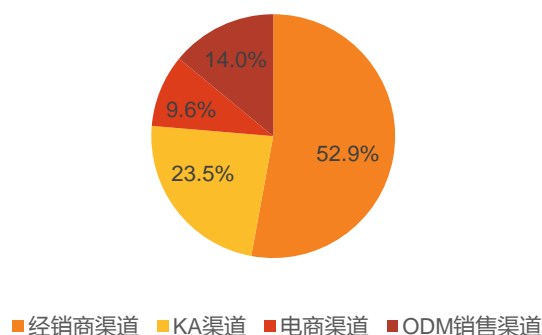
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：分渠道收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 49：分渠道收入占比

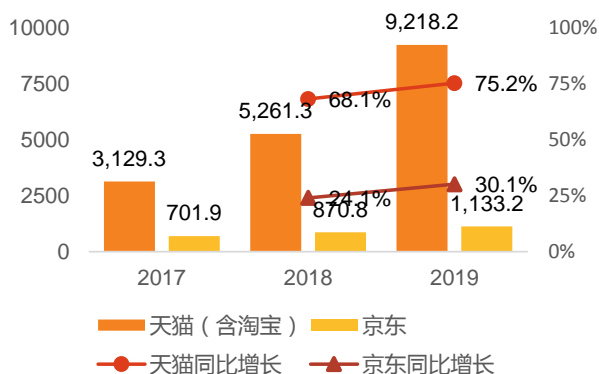


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

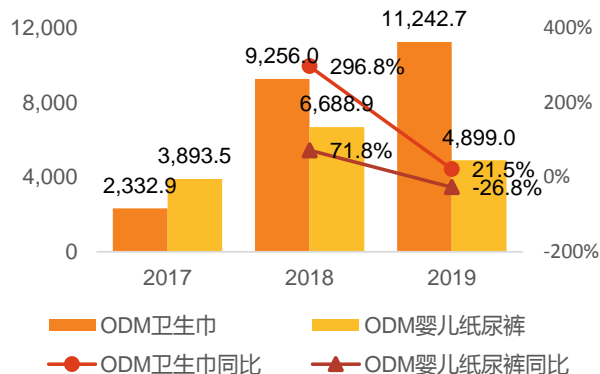
ODM 和电商为公司两大快速发展的销售模式，占营收比例不断提升。17-19 年，公司电商渠道营收占比 4.92%/6.67%/9.62%，主要是因为公司在天猫、京东两大核心平台的销量持续增长。同时公司依靠自身良好品牌口碑，和通过 ODM 模式和外部客户签订卖断订单的方式进行生产。17-19 年，公司 ODM 销售方式收入占比 7.68%/16.59%/14.04%，收入增加的主要原因是 ODM 卫生巾销量的快速增加

图 50：主要网上销售平台收入情况（万元）

图 51：不同 ODM 产品品类收入比较（万元）



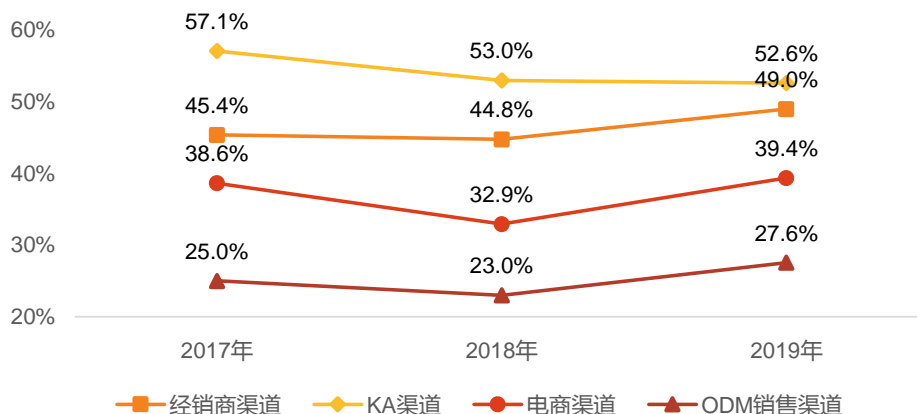
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分渠道毛利率方面，经销商销售模式和 KA 销售模式具有优势。17-19 年，KA 渠道毛利率最高，分别为 57.1%/53.00%/52.63%，优于经销商渠道，主要是系经销商销售模式和 KA 渠道销售模式区别，需要更低出厂价格所致。电商渠道毛利率较低，主要是系扩大网上市场，频繁提供打折促销活动所致。ODM 销售渠道的产品毛利率较低，主要系 ODM 销售业务公司无需承担产品后续营销推广费用等，定价相对偏低。

图 52：分渠道毛利率

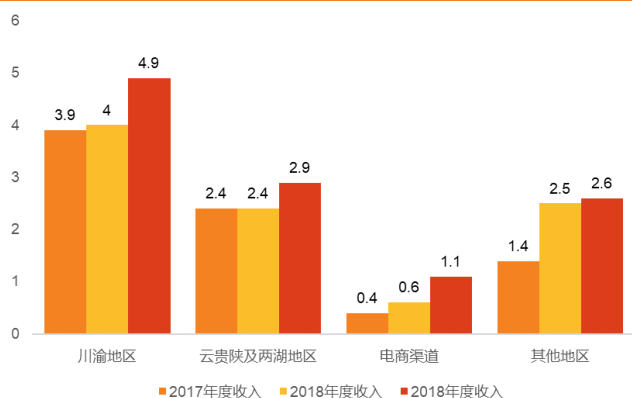


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

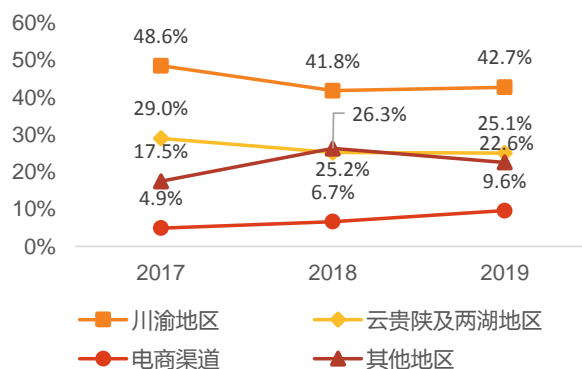
分地区来看，川渝地区、云贵陕及两湖地区是销售的重点区域。按区域划分，川渝地区和云贵陕及两湖地区营收增长迅速，17 至 19 年营收分别为 3.93/4.02/4.91 亿和 2.35/2.42/2.88 亿。其他地区业务波动较大，电商渠道业务有所扩张，由 17 年的 0.40 亿扩张至 19 年的 1.11 亿。

图 53：分地区收入变化（亿元）

图 54：国内外营收占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

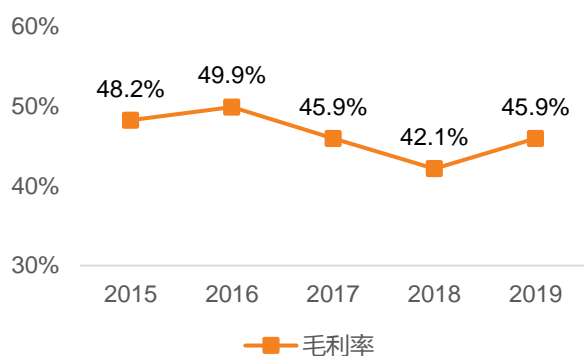


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.3. 盈利水平优质, 19年净利率 11%, ROE15.5%

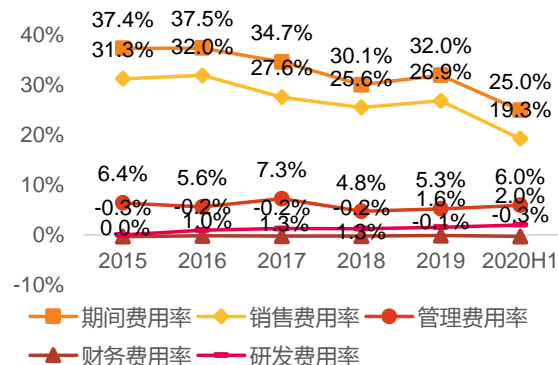
毛利率始终保持高位, 费用率管控良好。15至19年毛利率分别为48.2%/49.9%/45.9%/42.1%/45.9%, 19年毛利率提升主要受益于高毛利的自主品牌产品收入占比提升, 同时低毛利的ODM产品收入降低导致。随着收入体量的增大和业务的拓展, 公司规模效应明显, 期间费用率呈现下降趋势, 17至19年期间费用率分别为30.11%/32.02%/24.98%。

图 55: 毛利率变化趋势



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 56: 费用率变化趋势



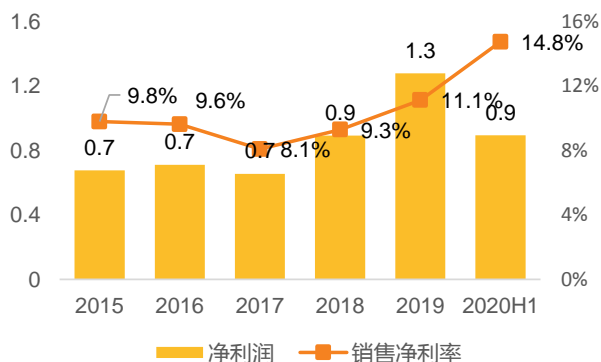
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

净利润和净利率增速持续亮眼, 净资产收益率提高至近 20%。公司 19 年实现净利润 1.28 亿, 同比增长 43.21%; 净利率 11.13%, 同比增长 2.17pct。业绩增速亮眼。20H1 实现净利润 0.89 亿, 净利率 14.75%, 同比增加 3.62pct。15-19 年, 公司加权平均净资产收益率分别为 17.2%/14.36%/11.6%/15.5%/20%; 经营性净现金流与净利润的比值分别为 0.82/1.03/1.47, 现金流状况良好且在不断改善。

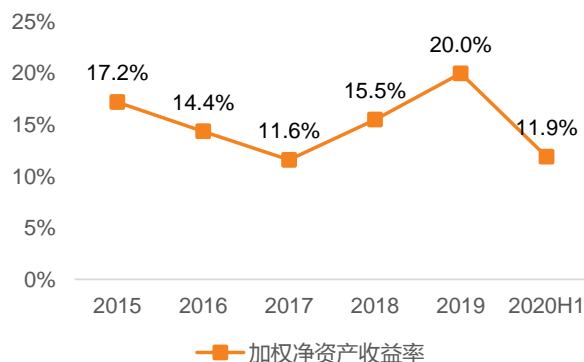
存货周转率&应收账款周转率稳中有升。18 至 20 H1, 公司存货周转率分别为 5.39/5/2.64 次, 符合行业一般水平, 与同业自主品牌收入比例相当的公司存货周转水平持平。应收账款周转率 18-19 年分别为 16.48/17.1 次, 稳中有升, 客户收款力度把控良好。

图 57: 净利润和净利率变化 (单位: 亿元)

图 58: 加权平均净资产收益率变化

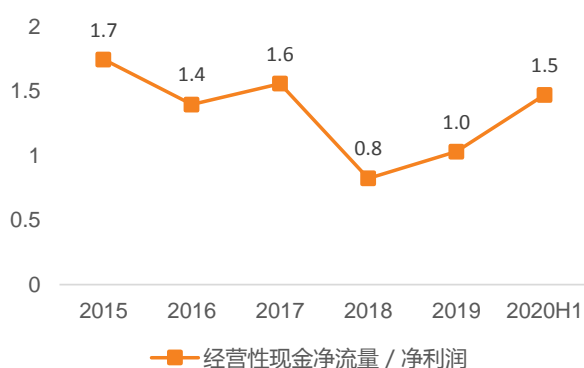


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



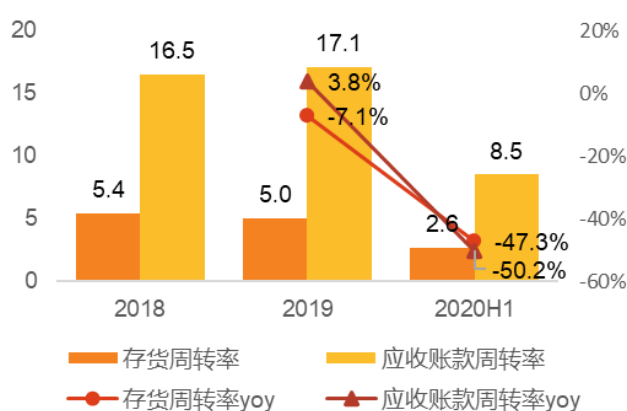
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 59: 经营性净现金流/净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 60: 存货周转率和应收账款周转率 (单位: 次)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测

假设：预计公司“自由点”卫生巾品牌随着全国渠道端的完善以及线上电商的带动，销售增速较快，婴儿纸尿裤上市后加速发力；同时考虑到2020年新收入准则调整的影响，将原收入准则下计入销售费用的促销费用调整冲减当期营业收入，各业务细分增速明细详见表11。

公司为川渝地区一次性卫生用品领导品牌，旗下“自由点”&“妮爽”卫生巾有效错位搭配，婴儿纸尿裤&成人失禁用品稳步发展。上市助力下，拟新增年产8000万片安睡裤和1亿片学步裤产能，川渝精耕&国内拓展&电商并举战略下，业务有望加速拓展。预计20年净利润1.84亿；参考可比公司估值，考虑到卫生巾自主品牌川渝地区的领导地位，以及上市后渠道端的加速布局和婴儿纸尿裤收入提速带动，给予20年30倍PE，目标市值55亿，对应目标价为12.86元，首次覆盖给予买入评级。

表 11：盈利预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8.10	9.61	11.49	12.99	16.37	20.46
yoy		19%	20%	13%	26%	25%
自主品牌						
卫生巾	5.36	5.74	7.50	8.85	11.40	14.73
yoy		7%	31%	18%	29%	29%
% of total		60%	65%	68%	70%	72%
婴儿纸尿裤	1.93	2.10	2.22	2.22	2.66	3.06
yoy		9%	6%	0%	20%	15%
% of total		22%	19%	17%	16%	15%
成人失禁用品	0.19	0.18	0.16	0.15	0.16	0.17
yoy		-5%	-11%	-8%	8%	8%
% of total		2%	2%	1%	1%	1%
ODM 产品						
卫生巾	0.23	0.93	1.12	1.29	1.55	1.78
yoy		304%	20%	15%	20%	15%
% of total		10%	10%	10%	9%	9%
婴儿纸尿裤	0.39	0.67	0.49	0.49	0.56	0.62
yoy		72%	-27%	0%	15%	10%
% of total		7%	4%	4%	3%	3%
归母净利润	0.66	0.89	1.28	1.84	2.41	3.09
yoy		35%	44%	44%	31%	29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE(2020E)
1044.hk	恒安国际	679（港币）	13
3331.hk	维达国际	294（港币）	16
002511.sz	中顺洁柔	261（人民币）	30
605009.sh	豪悦护理	169（人民币）	25
	平均值		21

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

区域拓展风险：公司来自川渝、云贵陕及两湖地区的销售收入占营收比重较高，近三年分别为 78%、67%和 68%，新区域品牌知名度和市场占有率有限。

销售渠道管控风险：经销商销售和 KA 销售是公司的两大主要销售方式，19 年二者合计销售收入占总收入 75%以上，终端销售渠道的管理和开拓对公司业务发展速度具有较大影响。

行业竞争加剧风险：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，价格、渠道、品牌方面日益加剧的竞争趋势可能会对公司业绩带来不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	166.38	227.12	485.75	701.12	1,007.57
应收票据及应收账款	72.92	76.22	133.31	30.23	174.20
预付账款	3.79	5.28	2.89	7.67	6.19
存货	117.72	130.73	152.28	194.90	228.23
其他	7.23	52.60	24.36	30.50	40.90
流动资产合计	368.04	491.95	798.59	964.42	1,457.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	363.57	394.47	408.15	437.81	464.06
在建工程	53.05	23.84	50.31	78.18	76.91
无形资产	69.82	68.77	67.20	65.63	64.06
其他	12.13	15.04	14.81	11.81	12.91
非流动资产合计	498.57	502.12	540.46	593.43	617.93
资产总计	866.61	994.07	1,339.05	1,557.85	2,075.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	126.17	141.14	171.12	211.57	261.60
其他	119.75	142.97	233.38	169.94	328.44
流动负债合计	245.92	284.11	404.50	381.51	590.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.97	5.67	3.69	4.44	4.60
非流动负债合计	3.97	5.67	3.69	4.44	4.60
负债合计	249.89	289.78	408.19	385.96	594.64
少数股东权益	0.00	3.70	3.61	3.45	3.18
股本	385.00	385.00	427.78	427.78	427.78
资本公积	62.45	62.45	62.45	62.45	62.45
留存收益	231.72	315.59	499.48	740.66	1,049.43
其他	(62.45)	(62.45)	(62.45)	(62.45)	(62.45)
股东权益合计	616.72	704.29	930.87	1,171.89	1,480.39
负债和股东权益总计	866.61	994.07	1,339.05	1,557.85	2,075.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	89.35	127.96	183.88	241.19	308.77
折旧摊销	26.61	32.03	21.43	24.03	26.60
财务费用	(0.57)	(0.14)	(2.54)	(4.22)	(6.08)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(32.29)	(69.36)	70.63	30.30	21.36
其它	(9.48)	41.53	(0.09)	(0.16)	(0.28)
经营活动现金流	73.62	132.02	273.31	291.14	350.37
资本支出	70.62	29.43	61.98	79.24	49.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(109.82)	(53.89)	(121.98)	(159.24)	(99.84)
投资活动现金流	(39.20)	(24.46)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.12	1.37	45.32	4.22	6.08
其他	(72.74)	(47.33)	0.00	0.00	0.01
筹资活动现金流	(70.62)	(45.96)	45.32	4.22	6.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(36.20)	61.59	258.63	215.36	306.46

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	961.16	1,149.41	1,298.84	1,636.54	2,045.67
营业成本	556.19	621.72	751.90	907.95	1,120.62
营业税金及附加	9.28	11.90	12.99	16.37	20.46
营业费用	245.75	309.08	254.57	355.13	452.09
管理费用	33.47	42.26	45.46	54.01	67.51
研发费用	12.32	18.10	22.08	27.82	34.78
财务费用	(2.12)	(1.37)	(2.54)	(4.22)	(6.08)
资产减值损失	4.63	(3.66)	2.34	1.10	(0.07)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.90)	3.04	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	103.55	148.34	212.04	278.38	356.37
营业外收入	0.24	0.16	0.46	0.29	0.31
营业外支出	0.01	0.05	0.03	0.03	0.04
利润总额	103.78	148.45	212.47	278.64	356.64
所得税	14.43	20.49	28.68	37.62	48.15
净利润	89.35	127.96	183.79	241.03	308.49
少数股东损益	0.00	(0.19)	(0.09)	(0.16)	(0.28)
归属于母公司净利润	89.35	128.15	183.88	241.19	308.77
每股收益(元)	0.21	0.30	0.43	0.56	0.72

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.63%	19.59%	13.00%	26.00%	25.00%
营业利润	37.19%	43.26%	42.94%	31.29%	28.01%
归属于母公司净利润	36.25%	43.43%	43.49%	31.16%	28.02%
获利能力					
毛利率	42.13%	45.91%	42.11%	44.52%	45.22%
净利率	9.30%	11.15%	14.16%	14.74%	15.09%
ROE	14.49%	18.29%	19.83%	20.64%	20.90%
ROIC	23.18%	28.91%	39.20%	55.09%	65.99%
偿债能力					
资产负债率	28.84%	29.15%	30.48%	24.77%	28.66%
净负债率	-26.98%	-32.25%	-52.18%	-59.83%	-68.06%
流动比率	1.50	1.73	1.97	2.53	2.47
速动比率	1.02	1.27	1.60	2.02	2.08
营运能力					
应收账款周转率	11.40	15.41	12.40	20.01	20.01
存货周转率	9.31	9.25	9.18	9.43	9.67
总资产周转率	1.12	1.24	1.11	1.13	1.13
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.30	0.43	0.56	0.72
每股经营现金流	0.17	0.31	0.64	0.68	0.82
每股净资产	1.44	1.64	2.17	2.73	3.45
估值比率					
市盈率	55.15	38.45	26.80	20.43	15.96
市净率	7.99	7.03	5.31	4.22	3.34
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.19	14.15	10.38
EV/EBIT	0.00	0.00	21.15	15.39	11.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com