

2020年10月19日

证券研究报告·公司研究报告

百亚股份(003006) 轻工制造

持有(首次)

当前价: 16.94元

目标价: 19.25元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

立足西南放眼全国，品牌性加速成长

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司作为“卫生巾第一股”，在川渝等核心销售区域用户基础扎实，积累了丰富的渠道运营经验，近年公司新品推出节奏加快，品牌形象高端化，价格带逐步提升。短期看，我们认为公司在川渝、云贵陕、两湖等核心销售区域的空白渠道仍有渗透空间，电商渠道有效覆盖了短期内难以触达的区域，形成线上线下互补发展；长期来看，我们认为公司在自有产线和设计工艺持续投入，产品品质和制造能力有望再上台阶，优质的产品力将加快渠道迭代，进而扩大销售半径走向全国。
- 营收规模稳步扩张，盈利能力显著提升。** 2012-2019年公司通过精细运营自有品牌，深耕川渝、云贵陕等核心销售区域，收入规模持续扩张，年均复合增速达9.3%。2019年公司收入首次突破十亿级达到11.5亿元，同比增长19.6%。2020H1在疫情影响下公司收入仍保持稳健增长，规模达到6.1亿元(+5.7%)。品类方面，2019年自主品牌收入规模增至9.9亿元(+23.2%)。其中，自主品牌卫生巾为公司最主要收入来源，2019年营收为7.5亿元(+30.8%)，占公司总营收比例为65.3%；销售区域方面，公司销售范围持续扩张，川渝销售区域占比达到42.7%，两湖及云贵陕占比25.1%，其他地区线下收入占比不断提高，2016-2019年占比从10.6%增至22.6%。毛利方面，2019年，随着原材料价格回落以及公司高毛利的卫生巾产品收入占比提升，公司毛利率上升至45.9%。预计随着公司逐渐向高端化产品迁移，高毛利率产品占比持续提升，及制造端规模效应逐步体现，盈利能力还有提升空间。
- 一次性吸收用品规模逾千亿，国产品牌凭借新渠道快速崛起。** 从市场规模来看，一次性吸收用品市场规模广阔，渗透率较高，消费者的产品偏好呈高端化趋势，主流高端产品更新迭代的速度加快。2013-2019年，行业市场规模从624.8亿元增至1248.3亿元，年均复合增速达12.2%。其中，女性及婴儿卫生用品市场占比较大，二者合计占比接近95%。从竞争格局来看，行业集中度依然较低，2019年，国内卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品CR5分别为32.7%、46.5%、46.1%。近年国产品牌制造能力稳步提升，产品本土化设计能力和电商渠道的优势明显，新兴国产品牌快速涌现。2008-2019年，前十大卫生巾品牌中的六家国产品牌，市场占比从9%增至16.9%；2015-2019年，国产婴儿纸尿裤品牌销售占比逐渐跻身前列。整体来看，消费者对国产品牌的接受度逐渐提升，国产品牌有望准确把握本土消费者需求，提高产品迭代能力和新渠道转化能力实现超越。
- 品牌全面向高端化转型，新品迭代加速。** 近年公司品牌定位逐渐清晰，高端产品占比提升，新品快速迭代，揽新能力显著增强，带动产品售价和利润率上行。其中，卫生巾品牌“自由点”作为公司的高端定位的明星品牌，近年收入持续高速增长态势，2017-2019年分别实现营收4.6/5.2/7.1亿元，增速分别达5.5%、13.6%、36.4%，“隐形”、“有机纯棉”等新品推出有效帮助品牌圈粉新用户，创造新的需求点。2017-2019年，公司高端品类婴儿纸尿裤销量及收入逐年增加，带动公司自主品牌婴儿纸尿裤销售均价从0.79元/片增至0.94元/片，盈利空间显著提升。整体来看公司对产品结构的梳理逐渐清晰，对消费者需求和产

西南证券研究发展中心

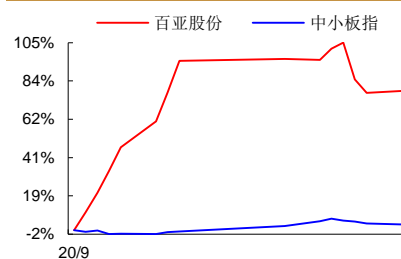
分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	0.43
52周内股价区间(元)	9.52-19.52
总市值(亿元)	72.47
总资产(亿元)	10.99
每股净资产(元)	2.05

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

品变化趋势做到快速反馈，品牌市场竞争力不断提升。

- **KA 渠道运营基础扎实，电商渠道扩展销售区域成效显著。**公司线下渠道运营经验丰富，电商渠道已建立专业团队运营，成功覆盖短期内难以进军的新区域，线上线下协同作用打破地域限制，品牌推广效果较为显著。**KA 渠道方面**，公司熟谙商超营销策略，同时商超覆盖网点广泛、影响力大，推广高端优质的品牌形象效果较好；**经销商渠道方面**，经销商结构优化基本完成，2019 年经销渠道收入达到 6.1 亿元，同比增长 14.3%，预计深耕空白市场后渠道增速有望保持；**电商渠道方面**，公司电商渠道在西北、华南、华北等新区域销售量也不断提升，收入占比从 2017-2019 年提升了 5.1pp，对线下短期难以触达地区形成有效覆盖，线上渠道具备较大增长潜力。预计公司电商渠道通过促销活动等手段引流后，品牌知名度有望进一步提升，形成品牌力与销售增长的合力。
- **盈利预测与估值：**预计 2020-2022 年 EPS 分别达到 0.43 元，0.55 元和 0.68 元。考虑到公司自主品牌增长较快，在价值链中处于优势地位，且随着销售区域不断扩大，电商渠道快速放量，未来成长可期。给予 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 19.25 元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，下游商超客户拓店不及预期的风险，电商渗透率提升不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1149.41	1299.99	1619.12	1974.95
增长率	19.59%	13.10%	24.55%	21.98%
归属母公司净利润（百万元）	128.15	183.39	234.07	289.87
增长率	43.43%	43.10%	27.63%	23.84%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.43	0.55	0.68
净资产收益率 ROE	18.17%	20.41%	21.68%	22.35%
PE	57	40	31	25
PB	10.34	8.10	6.73	5.60

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 公司概况：自主品牌深耕西南地区，盈利能力显著提升	1
1.1 股权结构集中，股权激励充分.....	2
1.2 IPO 项目进一步扩张产线，产品结构持续优化.....	3
1.3 自主品牌稳定增长，盈利能力显著提升.....	4
2 行业分析：产品升级叠加新渠道催化，国产品牌快速崛起	8
2.1 吸收性卫生用品规模逾千亿，集中度仍低.....	8
2.2 新渠道快速扩容，国产品牌曝光率提升.....	14
2.3 结构性变化促卫生产品量价齐升，打开利润空间.....	17
3 公司分析：品牌定位逐渐明晰，渠道实力助力拓展全国市场	18
3.1 自主品牌精细化运营，产品定位逐渐明晰.....	19
3.2 加强 KA 及电商渠道建设，线上线下合力实现销售区域突破.....	23
3.3 扩展 ODM 业务，有益补充自主品牌.....	28
4 盈利预测与估值	29
4.1 盈利预测.....	29
4.2 相对估值.....	30
5 风险提示	30

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (IPO 前)	3
图 3: 2012-2020H1 年公司营收 (百万元) 及增速	4
图 4: 2012-2020H1 年公司归母净利润 (百万元) 及增速	4
图 5: 2016-2019 年公司主要产品营收占比情况 (百万元)	5
图 6: 2019 年公司各品类收入占比.....	5
图 7: 2019 年公司各地区收入占比.....	5
图 8: 公司电商渠道与线下地区销售情况 (百万元) 及增速	5
图 9: 2012-2019 年公司自主品牌产品营收 (百万元) 及增速	5
图 10: 2016-2019 年公司 ODM 产品营收 (百万元) 及增速	5
图 11: 2017-2019 年公司自主品牌产品毛利率情况.....	6
图 12: 2017-2019 年公司 ODM 产品毛利率情况	6
图 13: 2019 年公司各原材料采购金额占比.....	6
图 14: 2017-2019 年公司主要上游原材料价格走势.....	6
图 15: 2012-2020H1 年公司毛利率及归母净利率情况	7
图 16: 2012-2020H1 年公司费用率情况	7
图 17: 2015-2020H1 公司与可比公司资产负债率情况	7
图 18: 2012-2020H1 公司应收应付情况 (百万元)	7
图 19: 2012-2020H1 年公司与可比公司摊薄 ROE 对比.....	8
图 20: 2012-2020H1 年公司 ROE 拆分情况	8
图 21: 中国吸收性卫生用品市场规模 (亿元) 及增速	8
图 22: 中国吸收性卫生用品消耗量 (亿件) 及增速	8
图 23: 2018 年中国吸收性卫生用品中各类产品市场规模及占比	9
图 24: 中国吸收性卫生用品消耗量细分情况 (亿件)	9
图 25: 卫生巾及卫生护垫市场规模 (亿元) 及增速	9
图 26: 国内卫生巾市场 CR5 及 CR10 变化	9
图 27: 2018 年日本卫生巾市场 CR5 份额.....	10
图 28: 2018 年美国卫生巾市场 CR5 份额.....	10
图 29: 卫生巾前十大品牌市占率变化	10
图 30: 中国女性人口情况 (万人)	11
图 31: 中国女性初潮平均年龄	11
图 32: 2019 年中国纸尿裤前十大品牌市场份额	11
图 33: 全国婴儿纸尿裤商超渠道销售额的市场份额情况	11
图 34: 婴儿纸尿裤前十大品牌市占率变化	12
图 35: 国内婴儿纸尿裤市场 CR5 及 CR10 份额变化.....	12
图 36: 2017-2019 年国内拉拉裤产品占比变化.....	12
图 37: 2017-2019 年日本和美国拉拉裤产品占比变化.....	12
图 38: 中国婴儿纸尿裤市场规模 (亿元) 及增速	13
图 39: 婴儿纸尿裤市场渗透率.....	13
图 40: 成人失禁用品产规模 (亿元) 及增速	13

图 41: 成人失禁用品产销量 (亿件) 及增速	13
图 42: 2019 年国内成人失禁用品前十大品牌占比	14
图 43: 国内成人失禁用品市场 CR5 及 CR10 份额变化	14
图 44: 中国老龄人口情况 (万人)	14
图 45: 中国失能/半失能老年人口数量 (万人) 及预测	14
图 46: 2019 年销量前十连锁超市的销售增速和门店增速	15
图 47: 快速消费品城镇零售渠道销售额占比	15
图 48: 2014-2018 年快消品电商渗透率及消费频率	15
图 49: 2014-2018 年快消品电商平均售价及客单量	15
图 50: 2018 年快速消费品各品类电商相对渗透率及增速	16
图 51: 2011-2019 年母婴电商交易规模及增速	16
图 52: 2015-2019 年便利店行业销售额及增速	16
图 53: 不同品类的高端及超高端产品占比	17
图 54: 不同品类/消费渠道和品牌忠诚度的关系	18
图 55: 2016-2019 公司营业收入地区分布情况	19
图 56: 2016-2019 公司各地区营业收入 (百万元) 及增速	19
图 57: 2016-2019 公司自主品牌各产品营收 (百万元) 及增速	19
图 58: 2016-2019 公司 ODM 各产品营收 (百万元) 及增速	19
图 59: 公司自主品牌卫生巾产品营收 (百万元) 及增速	20
图 60: 公司自主品牌卫生巾产品平均销售价格 (元/片)	20
图 61: 公司自主品牌卫生巾产销情况 (亿片) 及增速	20
图 62: 公司自主品牌卫生巾产能情况 (亿片) 及增速	20
图 63: 公司婴儿纸尿裤各品类收入情况 (百万元) 及增速	22
图 64: 公司婴儿纸尿裤各品类销量情况 (百万片) 及增速	22
图 65: 公司自主品牌婴儿纸尿裤产销情况 (亿片) 及增速	23
图 66: 公司自主品牌婴儿纸尿裤产能情况 (亿片) 及增速	23
图 67: 2016-2019 年公司各销售模式收入占比情况	24
图 68: 公司自主品牌产品各销售收入情况 (百万元) 及增速	24
图 69: 2019 年公司前十大 KA 客户收入占 KA 渠道收入的比例	25
图 70: 与公司合作的永辉超市门店数量情况	25
图 71: 2017-2019 公司经销商渠道与 KA 渠道毛利率比较	25
图 72: 2017-2019 公司经销商数量 (家)	25
图 73: 公司与可比公司经销渠道销售比例情况	25
图 74: 公司与可比公司 KA 销售比例情况	25
图 75: 2017-2019 公司各电商平台销售收入 (百万元)	26
图 76: 2017-2019 公司各销售渠道毛利率	26
图 77: 2017-2019 公司电商渠道销售收入地区分布情况	27
图 78: 公司电商渠道销售主要地区收入情况 (百万元) 及增速	27
图 79: 公司婴儿纸尿裤产品在天猫及京东平台的客户消费次数统计情况 (万人)	27
图 80: 公司卫生巾产品在天猫及京东平台的客户消费次数统计情况 (万人)	27
图 81: 2019 年公司 ODM 业务前五大客户占比	28
图 82: 公司 ODM 产品平均销售价格 (元/片) 及增速	28
图 83: 公司 ODM 业务产品销量情况 (百万片) 及增速	28

表 目 录

表 1: 公司业务基本情况	1
表 2: 公司 IPO 前后股本变化情况	2
表 3: 公司 IPO 募投项目情况	3
表 4: 公司“自由点”品牌主要产品系列	20
表 5: 各品牌卫生巾部分产品价格比较	21
表 6: 公司“好之”品牌主要产品系列	22
表 7: 各品牌婴儿纸尿裤部分产品价格比较	23
表 8: 公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道大致相同	24
表 9: 公司品牌推广具体投资明细 (万元)	27
表 10: 分业务收入及毛利率	29
表 11: 可比公司估值情况	30
附表: 财务预测与估值	31

1 公司概况：自主品牌深耕西南地区，盈利能力显著提升

重庆百亚卫生用品股份有限公司是一家研发、生产和销售一次性卫生用品的知名综合性企业。公司设立于 2010 年，前身为成立于 2000 年的重庆丝爽卫生用品有限公司。目前，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。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”。公司在一次性卫生用品领域深耕多年，依靠多品牌、差异化的发展战略，实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的销售渠道策略，专注打造中国一次性卫生用品领域的民族领先品牌，市场开发和品牌营销模式愈发成熟和丰富。

图 1：公司发展历程



数据来源：公开信息，西南证券整理

公司产品线丰富，主要产品覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品三大类。其中，卫生巾包含“自由点”和“妮爽”两个品牌，分别定位于中高端产品和大众产品。“自由点”品牌主打“自由、青春”的理念，包含隐形系列、无感无忧系列、无感 7 日系列、掌控君系列、安睡裤系列等；“妮爽”品牌主打“清新、健康”的理念，包含云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列等。婴儿纸尿裤的“好之”品牌定位于中高端产品，主打“舒适、快乐”的理念，包含超薄全能系列、特薄棉柔系列、薄爽透气系列、纯净系列、学步裤系列等。成人失禁用品的“丹宁”品牌定位于中高端产品，主打“安全、健康”的理念，包含成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列、成人护理垫系列等。此外，凭借较高的市场知名度、良好的产品质量、先进的生产设备和工艺技术，公司还采取 ODM 销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品。

表 1：公司业务基本情况

产品类别	品牌	品牌理念	主要产品系列	产品图示
自主品牌业务	自由点	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	
	妮爽	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	

	产品类别	品牌	品牌理念	主要产品系列	产品图示
	婴儿纸尿裤	好之	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	丹宁	安全、健康	成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列、成人护理垫系列等	
	产品类别	主要客户		主要品牌	
ODM 业务	卫生巾	苏州绿叶、名创优品、深圳市冰冰纸业有限公司、慕婷科技(天津)有限公司、湖南湘雅制药有限公司、新疆盼佳生物科技有限公司、云南白药清逸堂实业有限公司		爱生活、名创优品系列、This is L、慕婷、宠艾、美克力、益小小的日子	
	婴儿纸尿裤	凯儿得乐、杭州贝咖实业有限公司		凯儿得乐、babycare	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

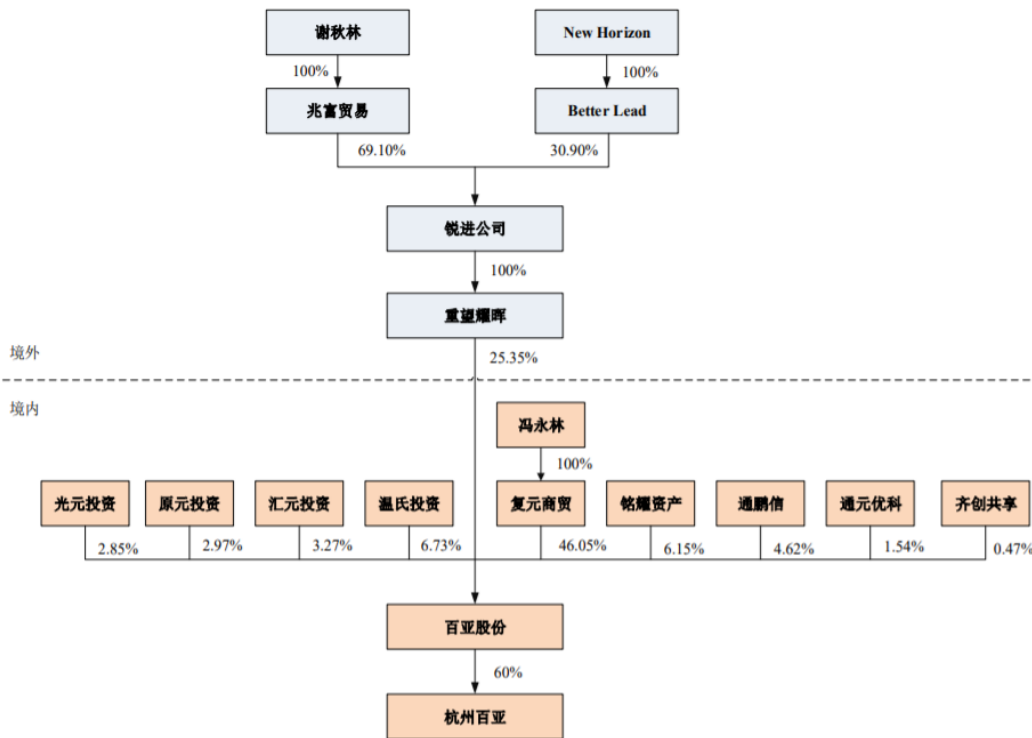
1.1 股权结构集中，股权激励充分

公司股权结构相对集中，股权激励充分。公司控股股东为复元商贸，实际控制人冯永林通过复元商贸间接持有公司 46.1% 的股份。公司员工通过持股平台汇元投资、原元投资和光元投资合计持有公司股份 9.1%，股权激励充分。2017 年 8 月，汇元投资、原元投资和光元投资三家员工持股平台与复元商贸签署《股东表决权委托协议》，不可撤销地将其各自的股东大会表决权委托给复元商贸，使控股股东复元商贸和实际控制人冯永林控制公司股东大会表决权的比例达 55.1%，股权集中。本次 IPO 发行后公司总股本为 4.3 亿股，发行价格为 6.6 元/股，预计募集资金总额为 2.8 亿元。发行完成后公司实际控制人复元商贸持股比例降至 41.5%，公司股权集中度仍然较高。

表 2：公司 IPO 前后股本变化情况

股东名称	发行前		发行后		备注
	持股数(万股)	占比(%)	持股数(万股)	占比(%)	
复元商贸	17731	46.1	17731	41.5	控股股东，实际控制人冯永林持有 100%
重塑耀辉	9758.5	25.4	9758.5	22.8	境外法人股
温氏投资	2591.4	6.7	2591.4	6.1	财务投资者
铭耀资产	2369.3	6.2	2369.3	5.5	财务投资者
通鹏信	1776.9	4.6	1776.9	4.2	创业基金管理机构
汇元投资	1258.8	3.3	1258.8	2.9	员工持股
原元投资	1142.5	3	1142.5	2.7	员工持股
光元投资	1098.7	2.9	1098.7	2.6	员工持股
通元优科	592.3	1.5	592.3	1.4	创业投资企业
齐创共享	180.7	0.5	180.7	0.4	财务投资者
社会公众股	-	-	4277.8	10	-
合计	38500	100	42777.8	100	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：公司股权结构（IPO 前）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 IPO 项目进一步扩张产线，产品结构持续优化

IPO 募投项目新拓产品线，研发与渠道投入进一步增强。公司 IPO 预计募集资金总额为 2.8 亿元，所募资金将用于百亚国际产业园升级建设、营销网络建设、研发中心建设以及信息化系统建设，助力公司扩大产能，增强研发实力及渠道优势。百亚国际产业园升级后，公司的安睡裤和学步裤产能有望增长，有利于优化产品结构，提升盈利能力；营销网络建设项目有利于公司扩大线下渠道铺设，扩大品牌影响力和销售半径。

表 3：公司 IPO 募投项目情况

项目名称	项目投资额 (百万元)	募集资金投资额 (百万元)	建设内容	建设期
百亚国际产业园升级 建设项目	133.3	133.3	拟在百亚国际产业园现有生产厂房内新增一条安睡裤生产线和一条学步裤生产线，并增加必要的自动化辅助设备。	24 个月
营销网络建设项目	98	98	通过增加公司销售终端门店数量，制定品牌推广计划、实施推广活动，实现产品和品牌与消费者更好的交流、互动，提升公司品牌知名度和市场影响力。	36 个月
研发中心建设项目	49	6.4	包括研发中心基础装修及公用工程改造、10 万级别净化实验室建设、研发设备的购置以及项目研发投入等。	36 个月
信息化系统建设项目	24.5	-	包括升级企业资源计划系统 (ERP)、企业信息门户系统 (EIP)，新建供应链管理系统 (SCM)、客户关系管理系统	36 个月

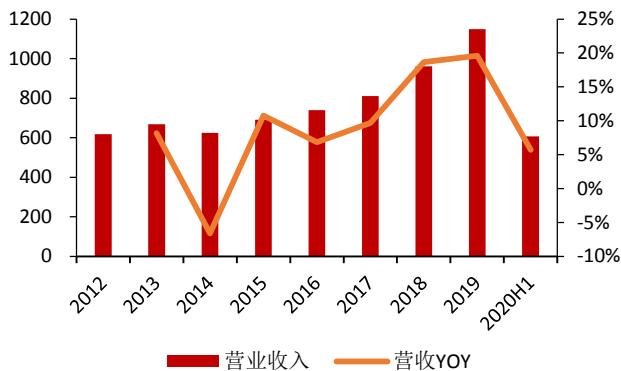
项目名称	项目投资额 (百万元)	募集资金投资额 (百万元)	建设内容	建设期
			(CRM)、PDM/CAPP 系统、商业智能信息系统 (BI), 集成公司各信息系统, 信息系统基础设施建设等	
合计	304.7	237.6		

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

1.3 自主品牌稳定增长, 盈利能力显著提升

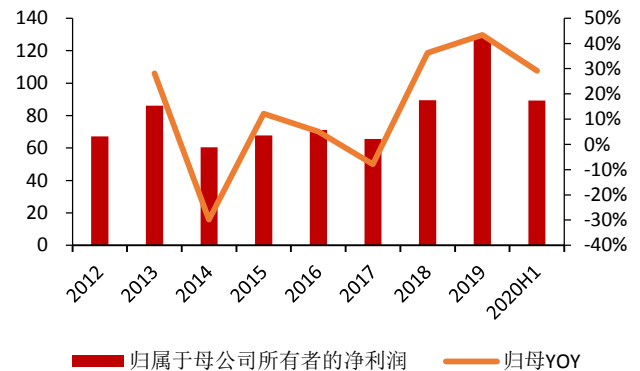
营收规模再上台阶, 盈利水平不断提升。2012-2019 年公司收入规模持续扩张, 年均复合增速达 9.3%。2019 年公司收入首次突破十亿级达到 11.5 亿元, 同比增长 19.6%。2020 年上半年在疫情影响下公司收入仍保持稳定增长, 2020H1 收入规模达到 6.1 亿元, 同比增长 5.7%。2012-2019 年公司归母净利润整体呈上升趋势, 年均复合增速达 9.7%。近两年净利润增长尤其明显, 2019 年公司归母净利润达到 1.3 亿元, 同比增长 43.4%, 盈利能力快速提升。2020H1 公司实现归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 29.2%, 在疫情期间体现出较强的稳定性。

图 3: 2012-2020H1 年公司营收 (百万元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2012-2020H1 年公司归母净利润 (百万元) 及增速

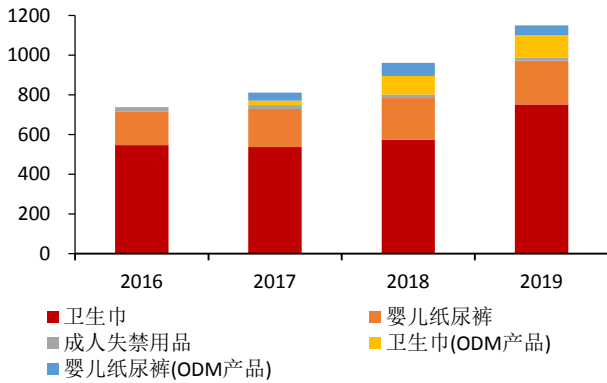


数据来源: Wind, 西南证券整理

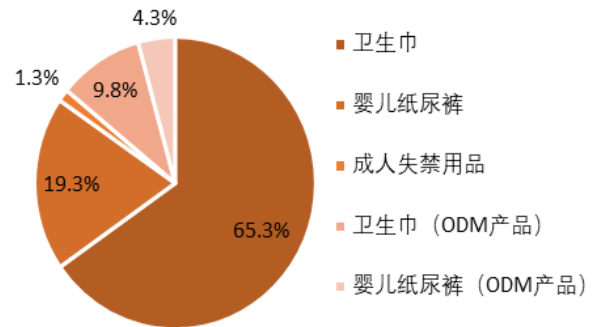
自主品牌多品类扩张, 试水 ODM 效果良好。自主品牌产品收入是公司营业收入的最主要部分, 2012-2019 年 CAGR 达 13%, 2019 年自主品牌收入规模增至 9.9 亿元。其中, 自主品牌的卫生巾产品为公司最主要收入来源, 2019 年营收为 7.5 亿元 (+30.8%), 占公司自主品牌产品营收比例为 76%, 占公司总营收比例为 65.3%。其次为婴儿纸尿裤自主品牌产品, 2019 年营收为 2.2 亿元 (+5.5%), 占公司自主品牌产品营收比例为 22.5%, 占公司总营收比例为 19.3%。成人失禁用品占公司总营收的比重较小, 5% 以下。2016 年公司扩展 ODM 业务后, 公司 ODM 收入快速扩张并贡献重要增量, 2016-2019 年公司 ODM 年均复合增速达 305%, 2019 年 ODM 产品营收达到 1.6 亿元。其中, 卫生巾 ODM 产品营收为 1.1 亿元, 同比增长 21.5%; 婴儿纸尿裤 ODM 产品营收为 0.5 亿元, 同比下降 26.8%。

扎根川渝着眼全国, 销售范围逐步扩张。公司在川渝、云贵陕及两湖地区等区域销售基础扎实, 营收占比合计超 65%。2019 年, 公司在川渝地区实现营收 4.9 亿元 (+22.2%), 占比 42.7%; 在云贵陕及两湖地区实现营收 2.9 亿元 (+19%), 占比 25.1%。随着公司深耕渠道建设, 销售范围逐步扩张。线下方面, 公司除川渝、云贵陕及两湖等主要销售地以外的

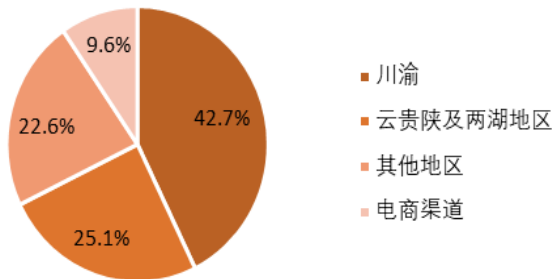
其他地区收入占比不断提高, 2016-2019 年占比从 10.6% 增至 22.6%; 线上方面, 公司通过电商渠道实现营收持续增长, 2016-2019 年, 年均复合增速达 47.9%, 是公司重要的渠道拓展方向, 2019 年占比达到 9.6%。

图 5: 2016-2019 年公司主要产品营收占比情况 (百万元)


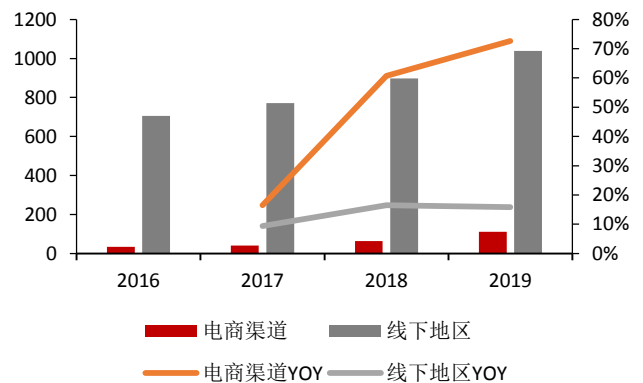
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2019 年公司各品类收入占比


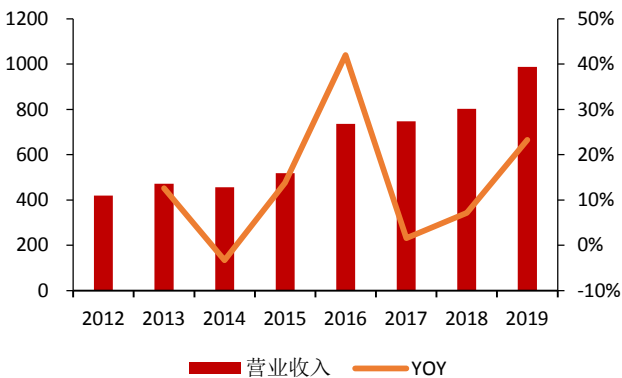
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2019 年公司各地区收入占比


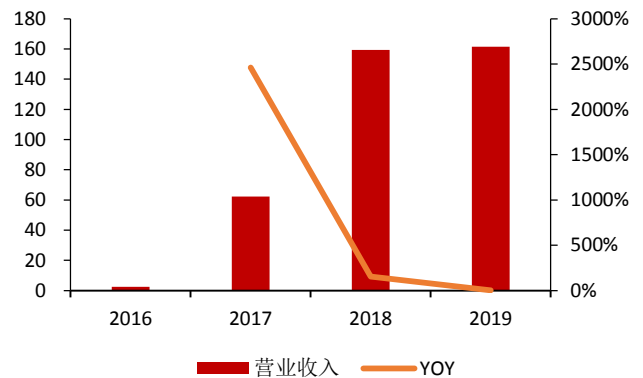
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司电商渠道与线下地区销售情况 (百万元) 及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2012-2019 年公司自主品牌产品营收 (百万元) 及增速


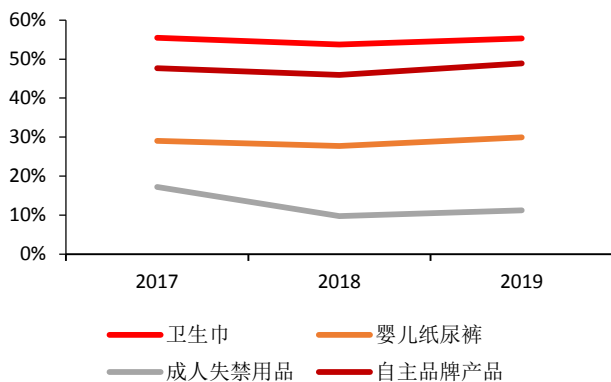
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 2016-2019 年公司 ODM 产品营收 (百万元) 及增速


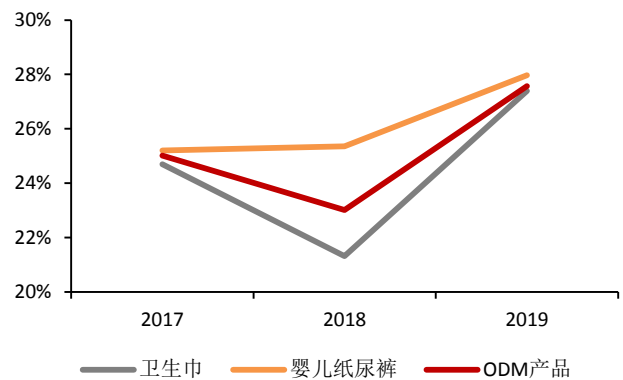
数据来源: Wind, 西南证券整理

毛利率稳定上行。近年公司主营业务毛利率整体维持在 45% 左右。2016-2018 年，公司毛利率略有下滑，主要由于原材料成本上涨及新拓 ODM 业务毛利率较低，整体毛利率有所摊薄。2019 年，随着原材料价格回落以及公司高毛利的卫生巾产品收入占比提升，公司毛利率回升至 45.9%。具体分产品来看，2019 年自主品牌毛利率为 48.9% (+3pp)，整体较为稳定；2019 年 ODM 毛利率为 27.6% (+4.6pp)，伴随 ODM 销售规模扩大，规模效应逐渐显现，ODM 毛利率有上升趋势。从细分品类来看，公司自主品牌卫生巾产品毛利率最高，维持在 55% 左右；其次为自主品牌婴儿纸尿裤产品，毛利率维持在 30% 左右；ODM 卫生巾产品及婴儿纸尿裤产品毛利率有明显提升达到 27.6%；成人失禁用品毛利率相对较低，维持在 10%-17%。

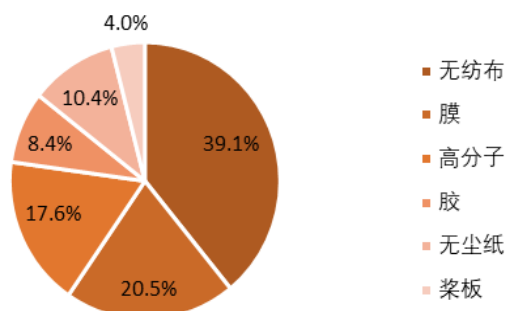
原材料价格低位，采购成本回落。公司采购的主要原材料为无纺布、高分子、膜、无尘纸、胶和浆板等，主要原材料为上游的石油和木浆等大宗商品。2017-2019 年石油、木浆等大宗商品市场价格呈现先上涨后下降趋势，目前价格均处于历史较低位置。由于公司采购的原材料价格在产业链传导中有一定的滞后性，预计原材料成本短期内仍将保持较低水平。

图 11：2017-2019 年公司自主品牌产品毛利率情况


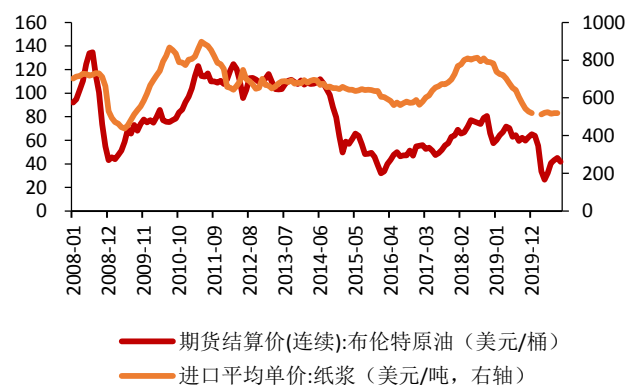
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2017-2019 年公司 ODM 产品毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

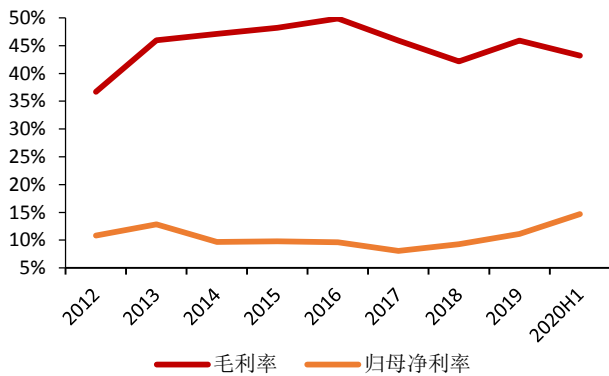
图 13：2019 年公司各原材料采购金额占比


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

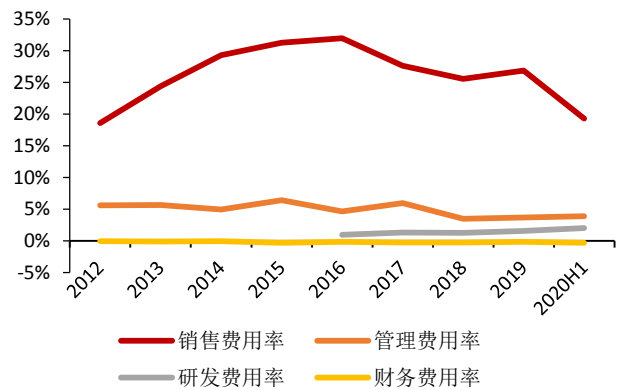
图 14：2017-2019 年公司主要上游原材料价格走势


数据来源：Wind，西南证券整理

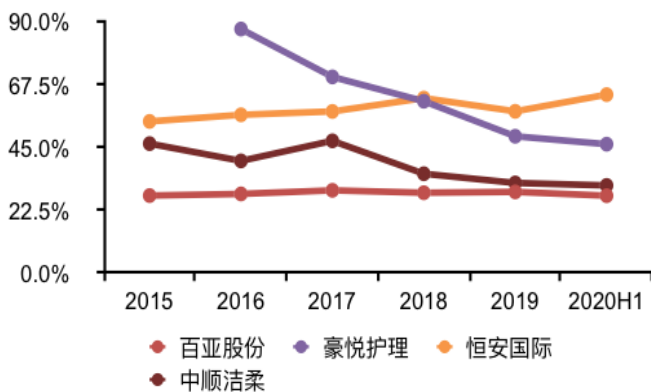
控费能力不断增强，净利率显著提升。2016年以来公司总费用率呈下降趋势，主要受销售费用率下降影响。由于2016年起公司拓展ODM业务，而ODM业务对营销资源投入要求较低，销售费用率整体下降，2020上半年公司销售费用率为19.3%，同比下降7.9pp。管理费用率整体较为稳定，在2017年公司上市费用的影响逐渐减弱后，近两年管理费用率维持在3.5%左右。同时，公司对研发设计愈加重视，2016-2019年，公司研发费用率从1%增至1.6%。由于公司资产负债率较低，在30%以下，财务费用率也始终处于较低水平。整体来看，受上游原材料成本回落和销售费用率快速下降影响，公司归母净利率显著提升，2020H1达到14.7% (+2.7pp)。

图 15: 2012-2020H1 年公司毛利率及归母净利率情况


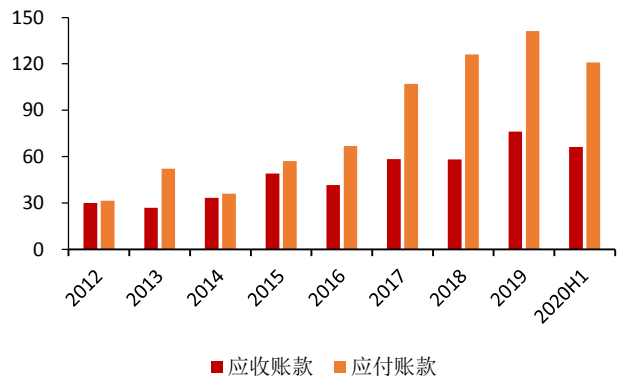
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2012-2020H1 年公司费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

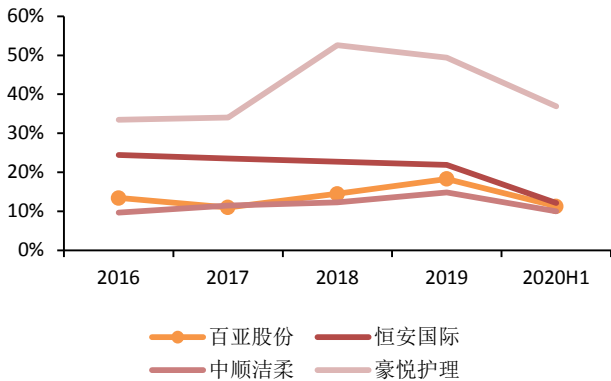
图 17: 2015-2020H1 公司与可比公司资产负债率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

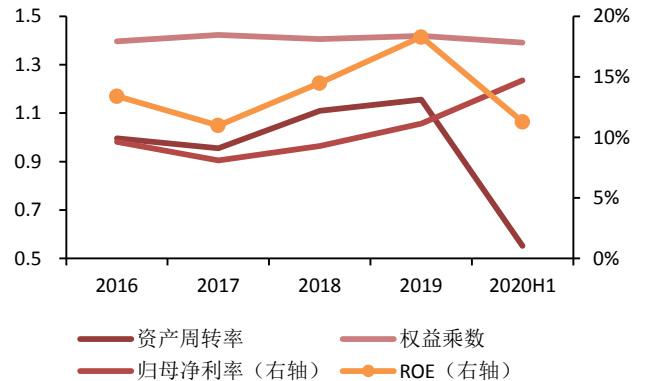
图 18: 2012-2020H1 公司应收应付情况 (百万元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

ROE 呈上升趋势。与同行相比，公司19年ROE达到18.3%，处于业内中等水平，公司经营质量较优。拆分来看，公司近两年盈利能力提升，归母净利率快速增长，2017-2019年，公司权益乘数维持在1.4左右，资产周转率逐步提升，归母净利率从8.1%增至11.2%，进而带动公司ROE上行，从11%增至18.3%。

图 19: 2012-2020H1 年公司与可比公司摊薄 ROE 对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

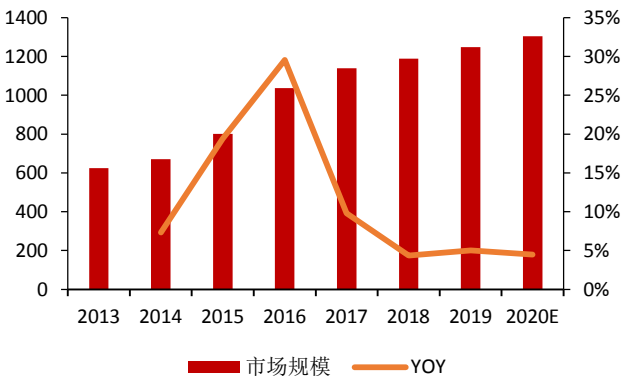
图 20: 2012-2020H1 年公司 ROE 拆分情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

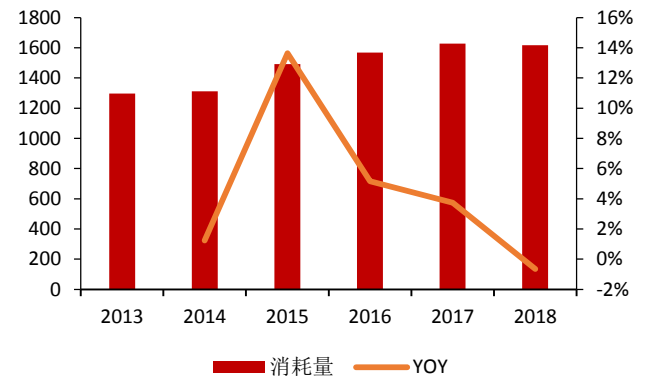
2 行业分析: 产品升级叠加新渠道催化, 国产品牌快速崛起

2.1 吸收性卫生用品规模逾千亿, 集中度仍低

吸收性卫生用品规模逾千亿, 前景广阔。吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤/片、成人失禁用品三大类。近年来, 随着人口增长以及卫生观念普及, 我国吸收性卫生用品行业发展迅速, 2013-2019 年, 行业市场规模从 624.8 亿元增至 1248.3 亿元, 复合增长率为 12.2%; 消耗量方面, 2013-2018 年, 从 1296.1 亿件增至 1616.2 亿件, 复合增长率为 4.5%。

图 21: 中国吸收性卫生用品市场规模 (亿元) 及增速


数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

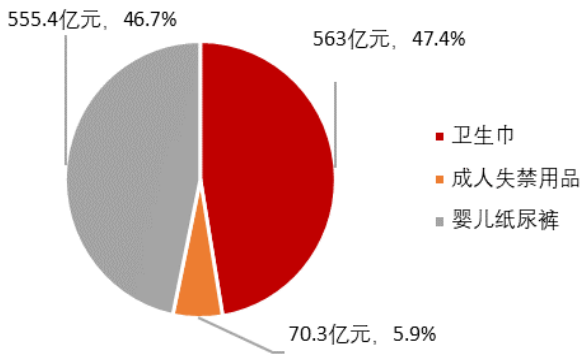
图 22: 中国吸收性卫生用品消耗量 (亿件) 及增速


数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

女性及婴儿卫生用品市场规模更大, 纸尿裤产品附加值提升。由于女性及婴儿卫生用品的用户群体的消费习惯已基本养成, 且使用周期及频次相对稳定, 二者市场占比较大。2018 年, 卫生巾及卫生护垫市场规模为 563 亿元, 占比 47.4%; 婴儿纸尿裤市场规模为 555.4 亿元, 占比 46.7%; 而成人失禁用品仅为 70.3 亿元, 占比 5.9%, 差距较大。消耗量方面, 女性卫生用品市场 2018 年消耗 1193.4 亿件, 占比 73.8%; 同期, 婴儿纸尿裤市场消耗 378.7

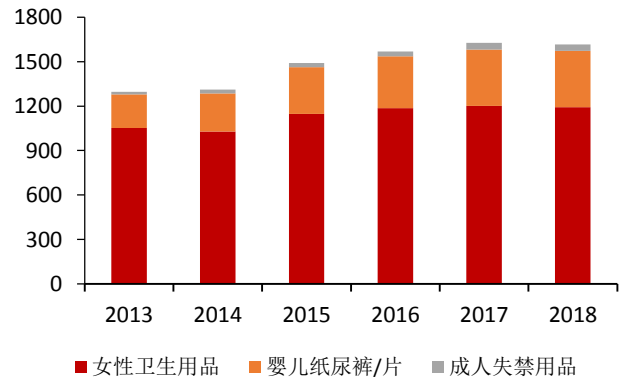
亿件，占比 23.4%；成人失禁用品市场消耗 44.1 亿件，占比 2.7%。从单价来看，婴儿纸尿裤平均单价约为 1.4 元，显著高于卫生巾平均单价约为 0.5 元，且由于国内育儿观念偏向于富养，纸尿裤的产品附加值和可提价空间更高，预计伴随纸尿裤在低线城市渗透率提升，国产纸尿裤品牌的盈利能力仍有提升空间。

图 23: 2018 年中国吸收性卫生用品中各类产品市场规模及占比



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 24: 中国吸收性卫生用品消耗量细分情况 (亿件)



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

2.1.1 女性卫生用品: 市场趋于成熟, 新品快速迭代

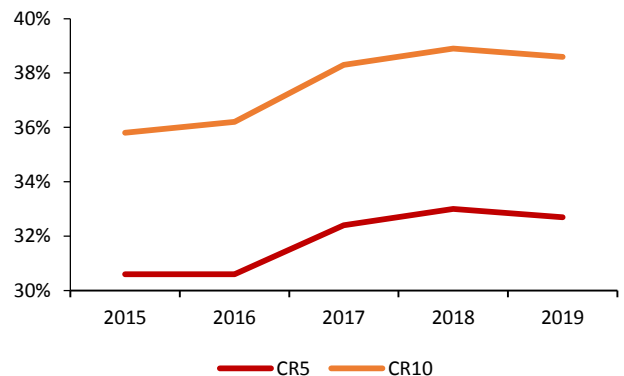
市场规模稳步提升, 国产品牌快速升级。卫生巾及卫生护垫用户的消费习惯已基本形成, 卫生巾市场渗透率达 100%, 2009-2018 年市场规模从 382 亿元增至 563 亿元, 年均复合增速为 4.4%。长期来看, 女性卫生用品市场规模仍在稳步提升, 一方面女性生理期年龄段逐渐向两端扩展, 卫生巾的使用周期延长; 另一方面随着女性健康意识的提升, 卫生巾更换频率逐渐增加。目前行业发展已趋于成熟, 市场集中度持续提升, 2008-2019 年, 前十大品牌占比从 20.8% 增至 38.6%, 其中有六家为国产品牌, 市场占比从 9% 增至 16.9%。但与美国、日本相比, 国内卫生巾市场集中度仍处于较低水平。2018 年, 美国及日本卫生巾市场 CR5 份额分别为 72%、97%, 且均为本土品牌。国产品牌目前制造能力稳步提升, 产品功能和设计更贴近本土消费者需求, 依然具备超越机会。

图 25: 卫生巾及卫生护垫市场规模 (亿元) 及增速



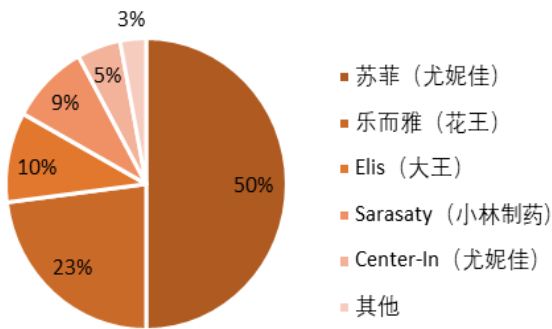
数据来源: wind, 西南证券整理

图 26: 国内卫生巾市场 CR5 及 CR10 变化



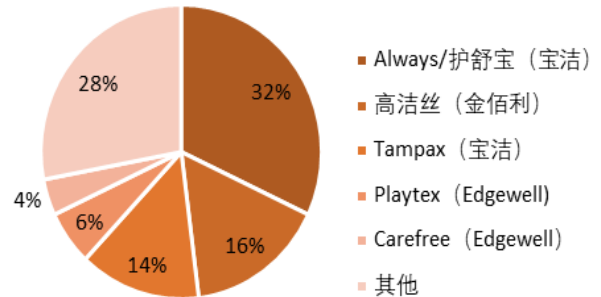
数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 27: 2018 年日本卫生巾市场 CR5 份额



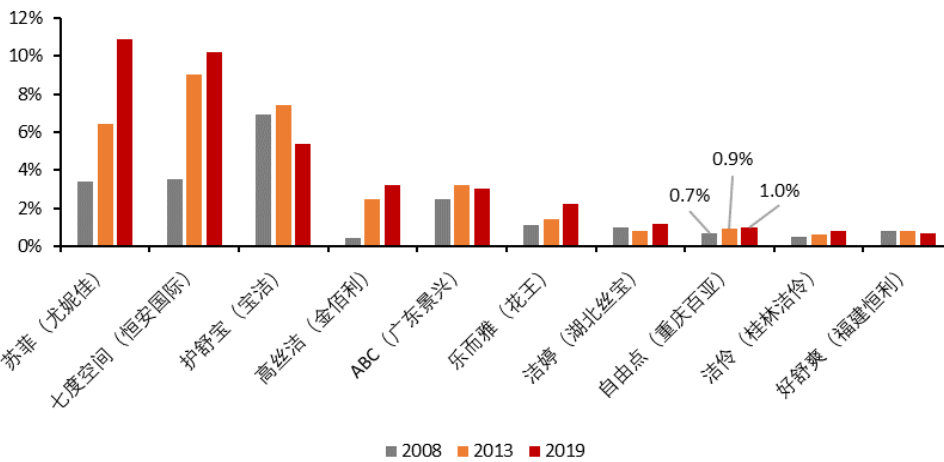
数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 28: 2018 年美国卫生巾市场 CR5 份额



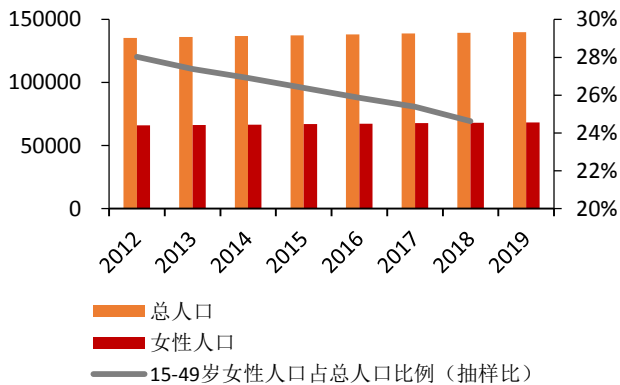
数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 29: 卫生巾前十大品牌市占率变化

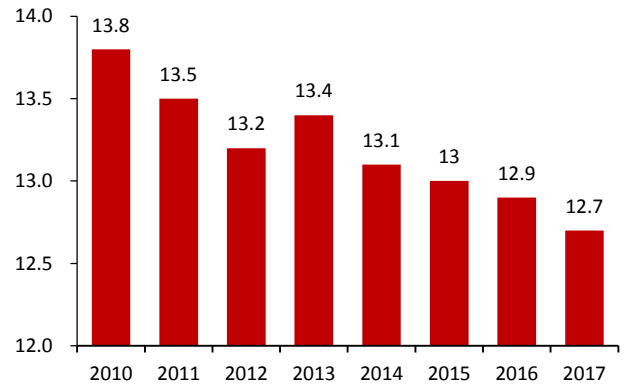


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

消费升级背景下产品迭代加快, 差异化、高端化趋势明显。随着女性受教育程度、社会地位及消费能力的提升, 女性消费者逐渐开始追求更高质量的卫生护理产品, 卫生巾产品向差异化、高端化发展, 主流产品不断更新迭代, 超长夜用、液体卫生巾、安睡裤等具有新功能卖点的产品销售额不断提升。根据尼尔森的统计数据, 与 2017 年相比, 2018 年极薄卫生巾的全国商超渠道销售额占卫生巾总销售额的比例由 16.3% 上升至 18.9%, 销售额同比增长 24.8%; 2015-2018 年, 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高达 78.4%、74.8%。该趋势下, 中低端品牌不断受到挤压, 以高性价比著称的安尔乐品牌市占率从 2008 年的 2.6% 降至 2018 年的 0.6%, 预计在消费升级趋势延续下, 未来高端品牌仍具备更强竞争力。

图 30: 中国女性人口情况 (万人)


数据来源: wind, 西南证券整理

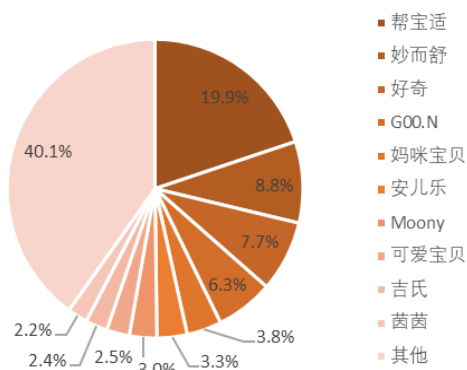
图 31: 中国女性初潮平均年龄


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

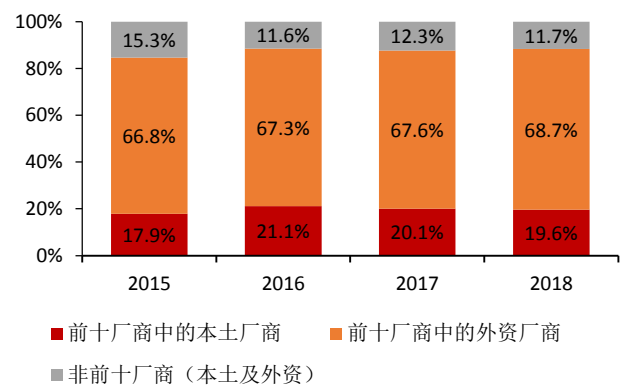
2.1.2 婴儿纸尿裤: 国产品牌快速崛起, 四五线城市下沉空间大

外资品牌占主导, 本土品牌快速崛起。与美国、日本等发达国家相比, 我国婴儿纸尿裤市场起步较晚, 市场渗透率相对较低。在行业发展初期, 国外企业则凭借先进的技术和品牌知名度迅速抢占了我国婴儿纸尿裤市场, 2019年市场前三名宝洁帮宝适(19.9%)、花王妙而舒(8.8%)、金佰利好奇(7.7%)均为外资品牌。根据尼尔森的统计数据, 2015-2018年, 我国婴儿纸尿裤商超渠道销售额份额排名前十厂商中, 外资厂商合计市场份额保持在 65%以上; 本土厂商合计市场份额仅占 20%左右。

但近年来, 行业格局出现较大转变, 集中度不断下滑, 主要是电商渠道兴起后国产品牌迅速崛起。2015-2019年, 宝洁帮宝适从 28.6%降至 19.9%, 金佰利好奇从 12.5%降至 7.7%, 尤妮佳妈咪宝贝从 7.8%降至 3.8%。而国产品牌销售占比逐渐跻身前列, 吉氏(广东昱升)和茵茵(广东茵茵)分别从 1.7%、1.8%增至 2.4%、2.2%。

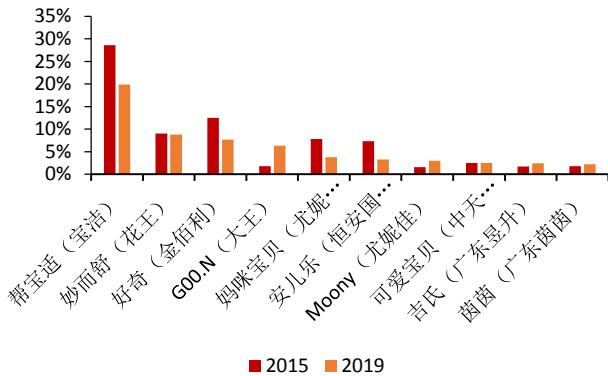
图 32: 2019 年中国纸尿裤前十大品牌市场份额


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 33: 全国婴儿纸尿裤商超渠道销售额的市场份额情况


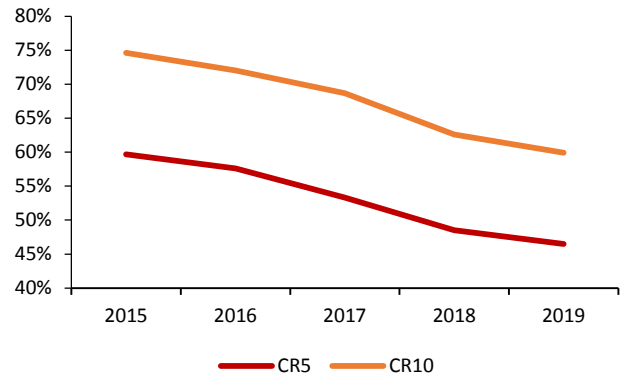
数据来源: 尼尔森, 西南证券整理

图 34: 婴儿纸尿裤前十大品牌市占率变化



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

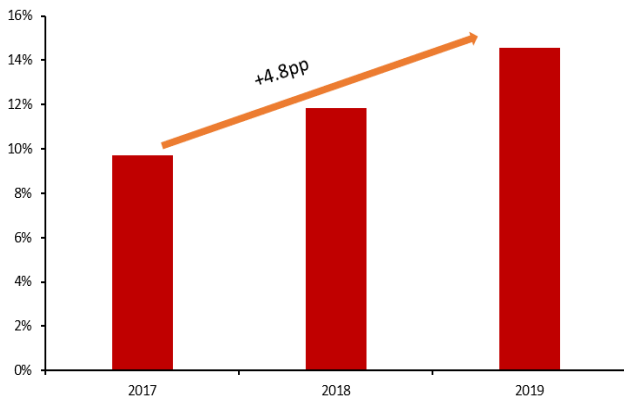
图 35: 国内婴儿纸尿裤市场 CR5 及 CR10 份额变化



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

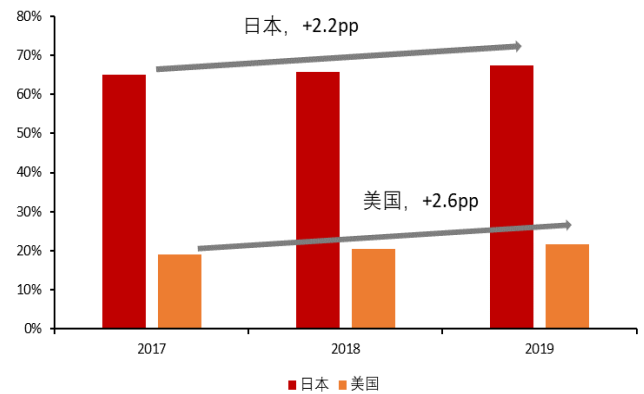
拉拉裤等高端品类占比提升较快, 结构性增长显著。婴儿纸尿裤按产品形态大致可分为纸尿裤、纸尿裤、拉拉裤三类。纸尿裤价格较低, 仅能满足基本需求; 纸尿裤价格中等, 固定性相较纸尿裤更好, 可防止侧漏; 拉拉裤价格较高, 采用全方位弹力腰围腿围, 贴身舒适、方便穿脱。随着中高收入群体的增加以及人们健康意识的提升, 父母对婴儿卫生护理用品性能要求更高, “贴身舒适、方便穿脱”的拉拉裤等中高端产品则脱颖而出。2019年, 国内拉拉裤产品占比 14.6%, 较 2017 年上升 4.8 个百分点, 但与日本 67.3% 及美国 21.6% 的占比仍有较大差距。

图 36: 2017-2019 年国内拉拉裤产品占比变化



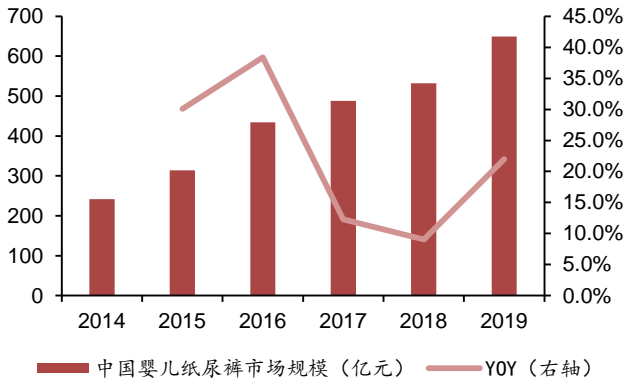
数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 37: 2017-2019 年日本和美国拉拉裤产品占比变化

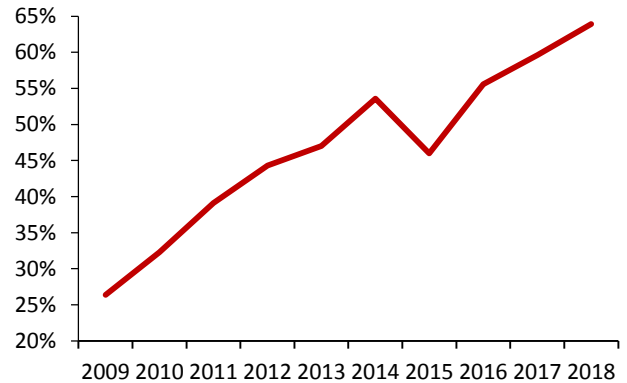


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

四、五线城市下沉空间大, 国产品牌市场份额有望进一步提升。随着国民收入提高以及消费习惯的转变, 我国婴儿纸尿裤市场近年来渗透率快速提升, 拉动市场规模不断扩大。据欧睿咨询数据显示, 2019 年全球婴儿纸尿裤市场规模增至 433.8 亿美元, 预计未来五年将有温和增长, 复合年增长率为 3.5%, 到 2024 年预计将达到 515.3 亿美元。2014-2019 年中国婴儿纸尿裤市场规模从 241.4 亿元增至 649.3 亿元, 复合增长率为 21.9%, 增速明显高于全球市场。目前, 我国城市婴儿纸尿裤使用普及率已达 92%, 而农村地区仍低于 10%, 未来行业在四、五线城市的发展机遇较大。考虑到国产品牌相较外资品牌具备明显价格优势, 且目前国产品牌对商超渠道的依赖度较低, 线上发力后国产品牌有望在四、五线城市中分得更大市场份额。

图 38: 中国婴儿纸尿裤市场规模 (亿元) 及增速


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 39: 婴儿纸尿裤市场渗透率


数据来源: Wind, 西南证券整理

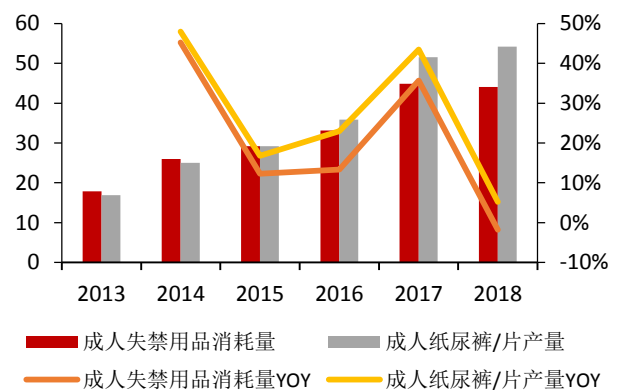
2.1.3 成人失禁用品: 消费观念改善叠加人口老龄化推动市场增长

市场起步晚, 行业竞争格局分散。我国成人失禁用品市场起步较晚, 仍处于行业发展初期, 与婴儿纸尿裤和女性卫生用品相比, 成人失禁用品的消耗量相对较低, 2018 年仅为 44.1 亿件。但随着国内对成人失禁用品的消费习惯逐渐养成, 行业发展迅速, 2009-2018 年, 市场规模从 7.2 亿元增至 70.3 亿元, 年均复合增速达 28.8%。

目前, 行业竞争格局较分散, 国内市场主要以价格竞争为导向, 产品集中在满足基本功能的、具有较高性价比的中低端纸尿裤。根据生活用纸专业委员会的统计, 2018 年生活用纸专业委员会统计在册的成人失禁用品生产商有 448 家, 其中, 本土生产商主要包括杭州可靠、恒安国际、千芝雅、杭州珍琦等, 外资厂商主要包括金佰利、尤妮佳等。

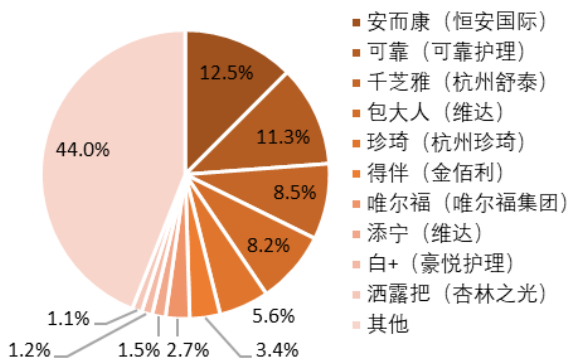
图 40: 成人失禁用品产规模 (亿元) 及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 41: 成人失禁用品产销量 (亿件) 及增速


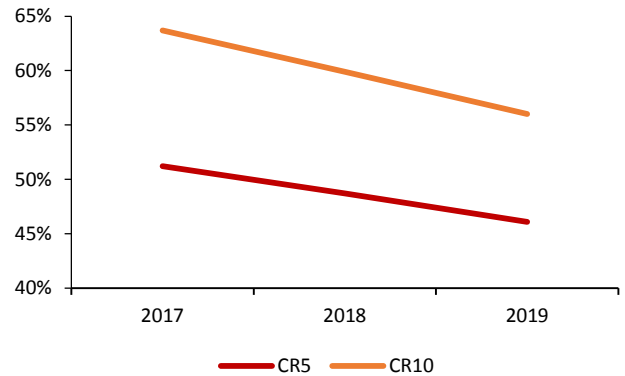
数据来源: 华经产业研究院, wind, 西南证券整理

图 42: 2019 年国内成人失禁用品前十大品牌占比



数据来源: wind, 西南证券整理

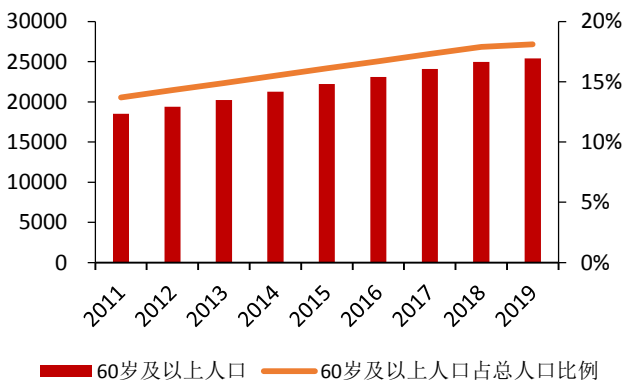
图 43: 国内成人失禁用品市场 CR5 及 CR10 份额变化



数据来源: 华经产业研究院, wind, 西南证券整理

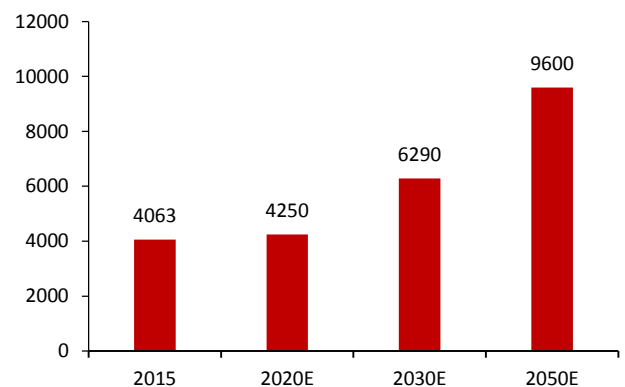
消费观念改善叠加人口老龄化推动市场增长。成人失禁用品面向的消费群体主要包括三类: 1) 老年人 (60 岁以上) 中的失禁人群; 2) 因疾病造成失禁的人群 (瘫痪、半瘫痪等人群); 3) 有 1 年以上吸毒史的人群。近年来, 我国人口老龄化逐渐加剧, 2019 年 60 岁及以上人口占总人口比例达 18.1%, 失能/半失能老年人口数量超 4000 万。而中国成人纸尿裤市场渗透率相对其他国家仍然偏低, 未来随着老龄化人口进一步增长以及人们消费观念逐步改善将催生成人失禁用品较大需求市场。

图 44: 中国老龄人口情况 (万人)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 中国失能/半失能老年人口数量 (万人) 及预测



数据来源: 中国老龄工作委员会办公室, 西南证券整理

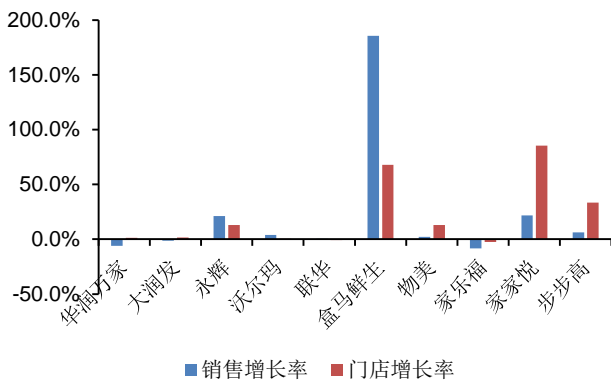
2.2 新渠道快速扩容, 国产品牌曝光率提升

在疫情催化下, 电商渗透率进一步提升, 品牌的渠道优势不仅体现在线下上架的能力, 也体现在多渠道和品牌精细化运营的能力, 在各类新渠道上国产品牌凭借对本土市场的深入了解, 有机会与国际品牌站在同一起跑线, 提高品牌曝光率, 实现弯道超越。母婴群体的消费习惯向社区化、电商化转变, 国产品牌有望快速走出区域限制, 扩大销售半径, 触达更多消费群体。

大型商超客流及销售增长放缓, 国产品牌与进口品牌的竞争差距缩小。随着店租增加、人工成本提升和电商渗透率提升, 传统大型商超铺货成本增加, 客流有所减少, 且国际品牌进入商超渠道较早, 往往可以获得更显眼的货架和更大的铺货面积, 国产品牌的竞争压力较

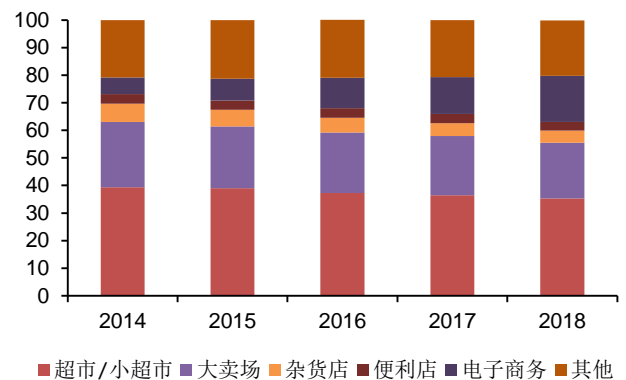
大。但近年各新渠道如连锁便利店、垂直电商、母婴新零售社群等新渠道成为流量入口，弥补大型商超在分布密度和销售群体上的不足，形成了一定规模和用户群；大型卖场受竞争挤压收入增长放缓，客流减少。根据中国连锁经营协会数据，2019年除盒马鲜生销售额及门店数量分别有185.7%和67.8%的大幅增长外，其余商超销售额增速普遍为20%以下甚至呈现负增长，大型商超渠道的客户被显著分流，国际品牌在传统商超的铺货优势被削弱。除此之外，部分商超、小型便利店、社区店拥抱O2O渠道，可通过线上下单线下配送的形式进行购买，在线上购买界面上各种产品的信息被同等概率地传递给用户，国内品牌的曝光度得以增加。

图 46: 2019 年销量前十连锁超市的销售增速和门店增速



数据来源：中国连锁经营协会，西南证券整理

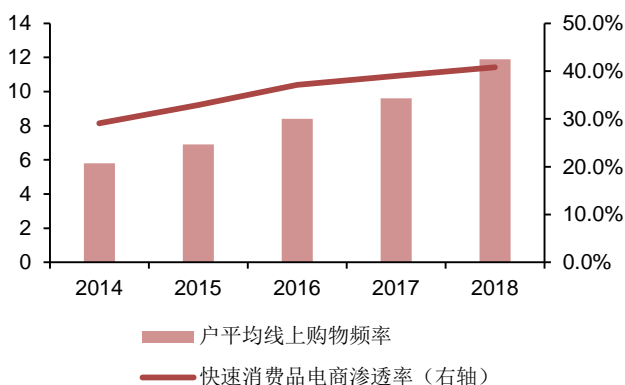
图 47: 快速消费品城镇零售渠道销售额占比



数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，西南证券整理

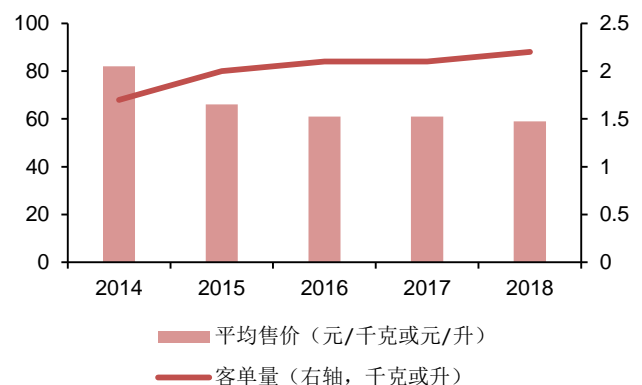
日用快消品的电商渗透率快速提升，区域品牌销售半径得以扩大。近年伴随新零售等新兴电商模式的快速发展，线上与线下消费的边界越来越模糊，根据贝恩分析数据，2018年快消品的电商渗透率整体已经达到40.8%，消费频率和客单量也快速增长，2014-2018年每户平均线上购物频率从5.8次增长到11.9次。分品类来看，纸巾、洗发水等个人清洁用品的电商渗透率较高，增长保持在6%；婴儿用品及美妆用品电商渗透率接近45%，且仍保持12%以上的快速增长。除此之外，一线城市的年均电商消费频率和大型商超渠道消费频率趋于持平，分别为20次和26次，而低线城市电商消费频率仍小于线下，预计三四线城市的电商渗透率提升将成为各品牌电商销售额的增长引擎。区域性品牌有望借助电商渗透率增加的消费趋势，加大电商营销的力度，扩大销售半径，提高品牌的消费者认知。

图 48: 2014-2018 年快消品电商渗透率及消费频率



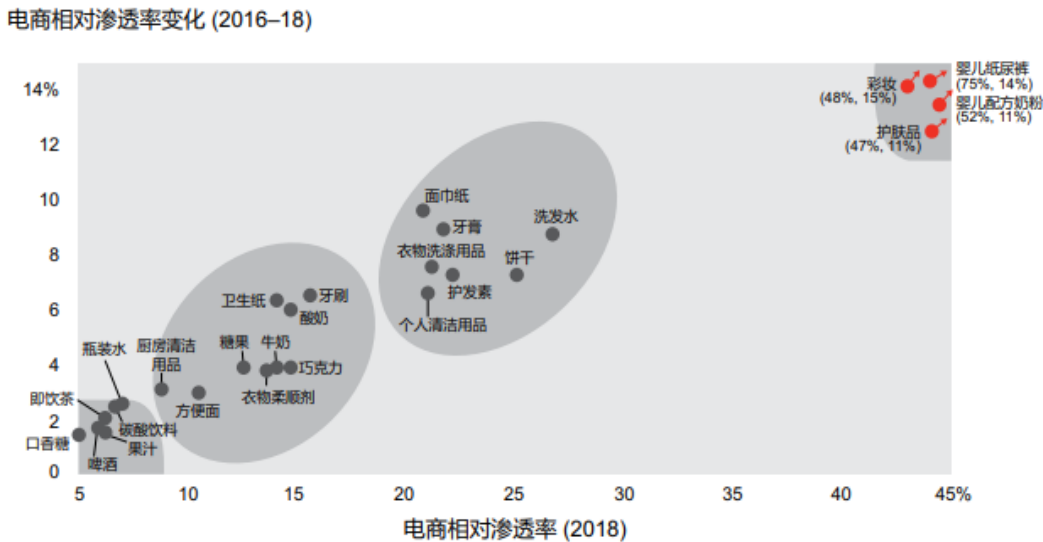
数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，西南证券整理

图 49: 2014-2018 年快消品电商平均售价及客单量



数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，西南证券整理

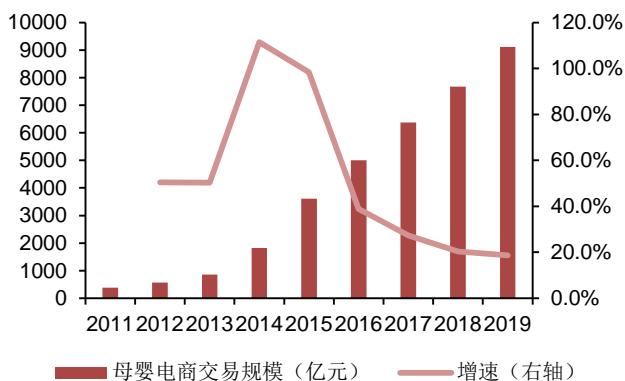
图 50: 2018 年快速消费品各品类电商相对渗透率及增速



数据来源: 凯度消费者指数研究, 贝恩分析, 西南证券整理

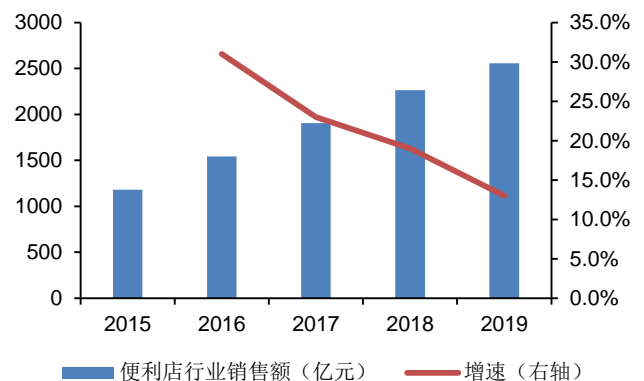
母婴电商和连锁便利店等新型渠道快速增长, 渠道精细化运营的能力要求更高。母婴电商空间广阔, 粘性较强, 交易规模和渗透率均快速增长, 2019 年母婴电商的交易规模达到 9108 亿元, 同比增长 18.7%。母婴零售具备一定私域流量性质, 母婴产品消费者更倾向于信任有育儿经验的人对产品使用的体验和产品推荐。在相对封闭的社群流量中, 新品牌可以大幅降低品牌知名度不足的劣势, 快速赢得口碑和新用户的信任, 且用户粘性较高, 微商和母婴电商等渠道得以快速放量。除此之外, 便利店是实体零售中最具活力的业态, 门店数量及单店销售额均处于快速上升通道, 2019 年便利店行业销售额达到 2556 亿元, 同比增长 13%。新渠道的运营模式与传统电商和 KA 模式针对的用户群体、营销策略均有较大差异, 要求品牌掌握本土消费群体的需求变化, 对不同渠道、不同产品系列进行精细化运营, 相比而言国内品牌对国内受众需求更熟悉, 具备一定竞争优势。

图 51: 2011-2019 年母婴电商交易规模及增速



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 52: 2015-2019 年便利店行业销售额及增速



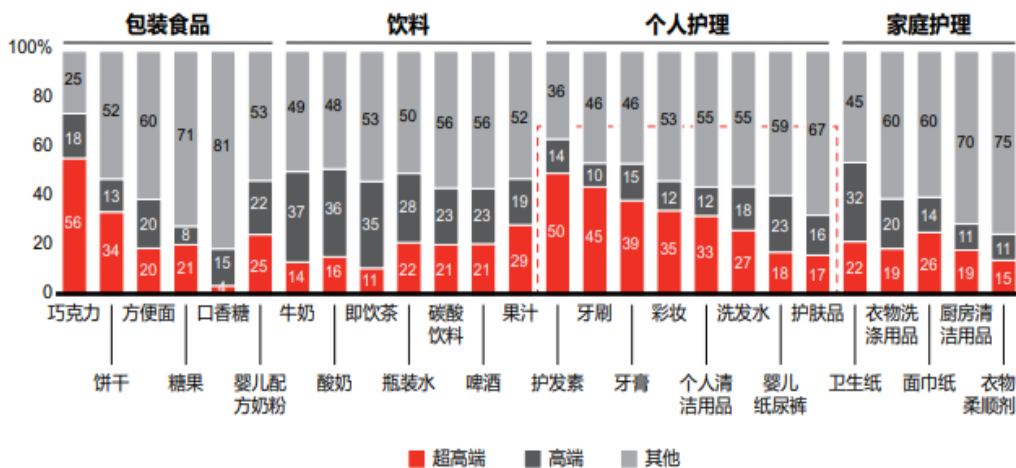
数据来源: 2016 年-2019 年 CCFA 便利店调研, 西南证券整理

2.3 结构性变化促卫生产品量价齐升，打开利润空间

快消品中卫生巾和纸尿裤在消费频次上类似于必需品，盈利水平较为可观。由于一次性卫生用品的整体渗透率已经比较高，未来的盈利空间在于结构性变迁后产品高端化和消费频次增加带来的量价齐升。

价格方面，消费升级背景下消费者有意愿为健康买单，产品高端化、差异化趋势明显。与其他快消品类相比，个人护理产品的高端化较为普遍，个人清洁用品和婴儿纸尿裤的高端产品销售额占比分别达到 45%和 41%，表明向高端化迁移的结构变化较为显著。从卫生巾品牌的发展来看，苏菲、七度空间、高洁丝等定位中高端的产品系列市场份额逐渐提升，ABC、护舒宝液体卫生巾等具有独特产品差异性的品牌也获得了稳定用户群体，安睡裤等高单价新品获得较大青睐，增速远超行业平均。整体来看在消费升级的背景下，要求品牌进行差异化、高端化的产品设计和营销，才能抓住特定消费群体保持市场份额。**量的方面，消费者提高了对健康的关注，一次性卫生用品更换频率增加。**根据 KK 健康网数据，中国女性的卫生巾更换频率为每天 3-5 次，与理想状态下的 5-7 次仍有一定差距，随着女性健康问题逐渐得到重视，卫生巾的更换频率将有所提升。

图 53：不同品类的高端及超高端产品占比

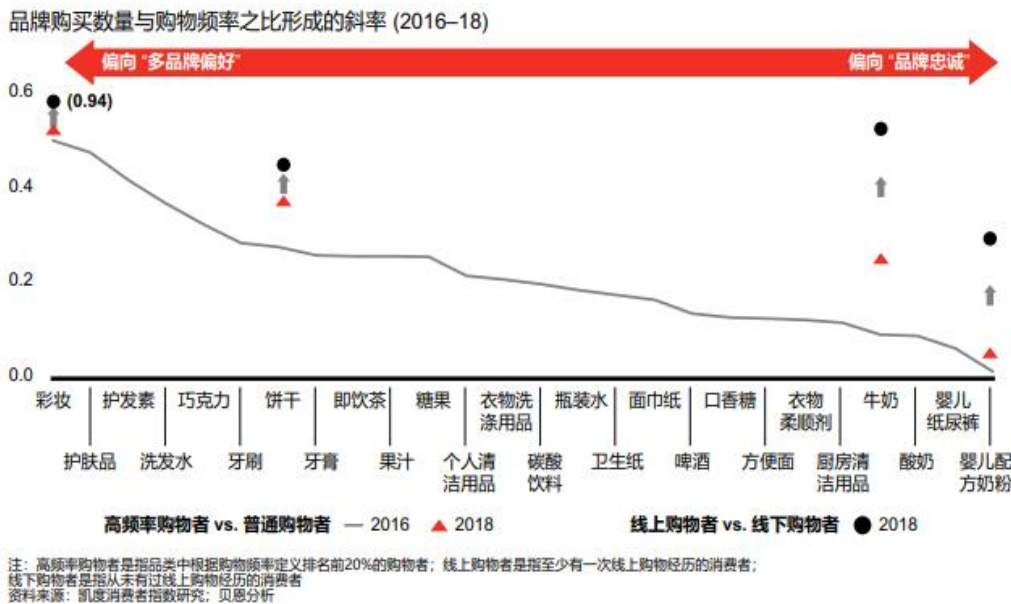


注：售价超过品类平均售价1.6倍的SKU被定义为超高端SKU；售价在品类平均售价1.2倍到1.6倍之间的SKU被定义为高端SKU；其他价格档次包括中端SKU（售价在品类平均售价的0.8倍到1.2倍之间）、大众SKU和低端SKU（售价在品类平均售价的0.8倍以下）；彩妆、护肤品和婴儿配方奶粉采用品类特定的价格档次；彩妆和护肤品分为奢侈、高端、平价和大众档次；婴儿配方奶粉分为超高端+、超高端、高端+、高端和大众档次；婴儿配方奶粉和婴儿纸尿裤只包括一二线城市数据
资料来源：凯度消费者指数研究；贝恩分析

数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，西南证券整理

电商渗透率提升后个护品牌粘性下降，品牌可通过积极获取和沉淀用户来实现增长。根据贝恩分析数据，婴儿纸尿裤的消费者品牌忠诚度偏高，纸巾、卫生纸和个人清洁产品的品牌忠诚度一般。整体来看，近年消费者对多品牌的偏好逐渐提升，且随着消费频率的增加和电商渗透率的提升，对品牌多样化的需求增加。用户对产品功能、使用体验更加敏感，容易受到产品宣传和别人推荐尝试更换品牌，需要品牌在细分市场深耕，强化产品的功能营销，明确定位消费受众来稳定市场份额。在多渠道冲击下，国产品牌和区域性品牌有望打破国际品牌在商超渠道的铺货壁垒，渗透进入大型商超、垂直电商、小业态零售店等多种渠道，实现弯道超越。

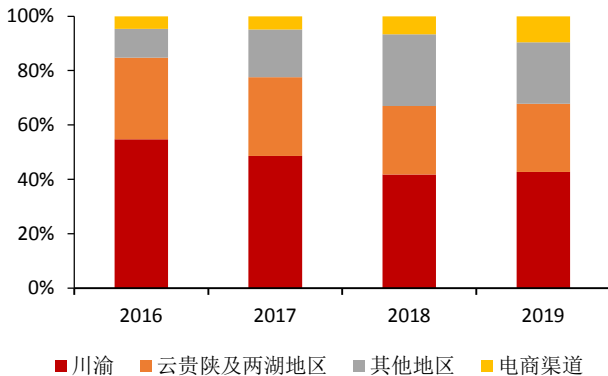
图 54：不同品类/消费渠道和品牌忠诚度的关系



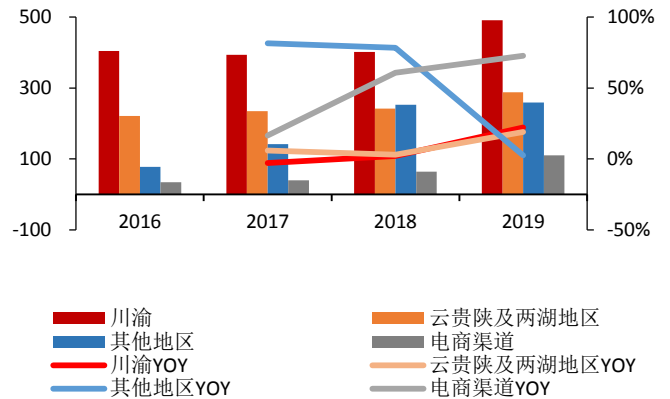
数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，西南证券整理

3 公司分析：品牌定位逐渐明晰，渠道实力助力拓展全国市场

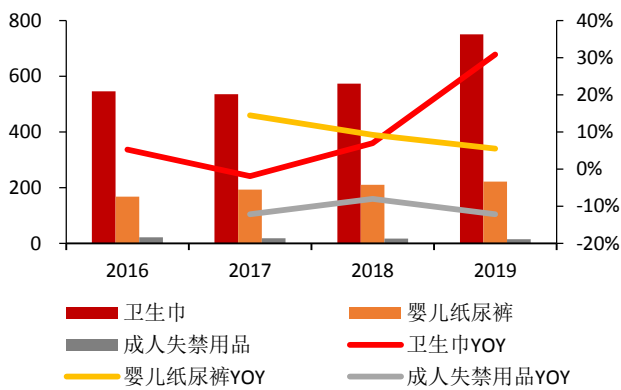
公司多年来精耕川渝市场，已成长为国内卫生巾和纸尿裤市场领先的本土企业代表之一，同时充分利用成熟的经销和 KA 销售模式，积极建设电商渠道，以点带面有序拓展全国市场。据尼尔森数据统计，2015-2018 年，全国商超渠道销售份额排名中，公司卫生巾市场份额在国内厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤市场份额在国内厂商中连续四年排名前三；川渝地区和云贵陕地区商超渠道销售份额排名中，公司卫生巾、婴儿纸尿裤市场份额在国内厂商中连续四年排名前三。近年公司产品结构和品牌定位逐渐明晰，整体向高端化、精细化升级，自主品牌业务发展成熟。其中，卫生巾业务营收占比超 60%，2019 年实现营收 7.5 亿元，同比增长 30.8%；婴儿纸尿裤业务营收占比维持在 20%左右，2019 年实现营收 2.2 亿元，同比增长 5.5%；成人失禁用品 2019 年实现营收 1550.9 万元，同比下降 12.1%，占比 1.3%。此外，近年来公司凭借较高的知名度和生产实力拓展 ODM 业务，有效提升产能利用率，2019 年实现营收 1.6 亿元，同比增长 1.2%，占比 14%。

图 55: 2016-2019 公司营业收入地区分布情况


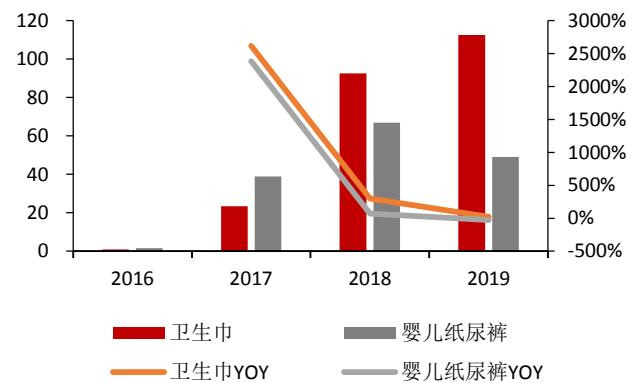
数据来源: wind, 西南证券整理

图 56: 2016-2019 公司各地区营业收入 (百万元) 及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 57: 2016-2019 公司自主品牌各产品营收 (百万元) 及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

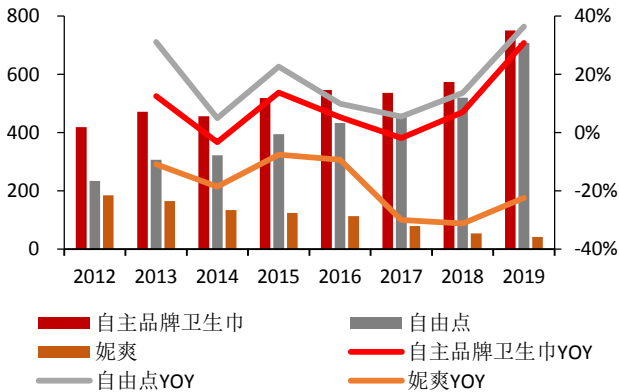
图 58: 2016-2019 公司 ODM 各产品营收 (百万元) 及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

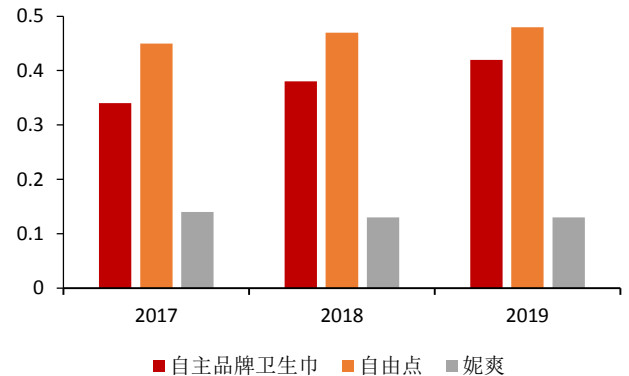
3.1 自主品牌精细化运营, 产品定位逐渐明晰

3.1.1 “自由点”品牌积淀深厚, 高端产品持续迭代升级

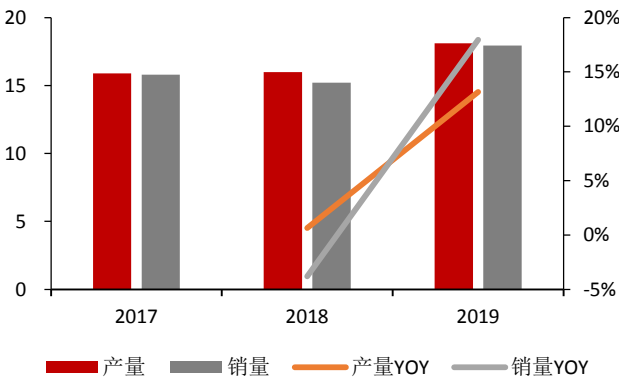
“自由点”品牌已在市场上建立了良好的品牌形象, 具备一定忠诚度。公司卫生巾业务旗下包含“自由点”和“妮爽”两个品牌, 分别定位于中高端产品和大众产品。“自由点”作为公司的明星品牌, 近年收入持续高增长态势, 2017-2019 年分别实现营收 4.6/5.2/7.1 亿元, 增速分别达 5.5%、13.6%、36.4%。目前, “自由点”品牌已成为公司主要收入来源, 2019 年, “自由点”营收占公司总营收比例达 61.6%。与竞品相比, 自由点终端价格处于中上水平, 凭借其“活力动感形象”和深入人心的广告营销在年轻女性群体中拥有较高知名度, 中高端产品不断丰富, 在主要销售地区品牌忠诚度较高, 产品销量不断上行, 2019 年公司自主品牌卫生巾产品销量达 17.9 亿片, 同比增长 18%。同时公司卫生巾产能稳步增长, 2019 年达 26.2 亿片, 同比增速为 13.8%, 产能利用率为 68.5%, 预计公司伴随公司生产规模扩张, 单产线运转效率提升后, 产能利用率仍有较大上升空间。

图 59: 公司自主品牌卫生巾产品营收 (百万元) 及增速


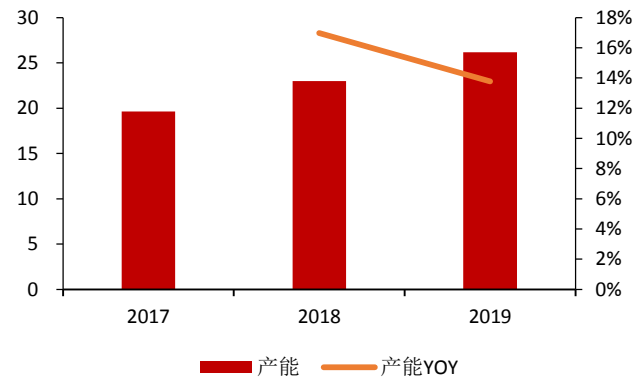
数据来源: wind, 西南证券整理

图 60: 公司自主品牌卫生巾产品平均销售价格 (元/片)


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 61: 公司自主品牌卫生巾产销情况 (亿片) 及增速



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理



图 62: 公司自主品牌卫生巾产能情况 (亿片) 及增速


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

新品快速迭代, 揽新能力显著提升。由于卫生巾产品的渗透率已经较高, 且女性受教育程度、社会地位及消费能力的不断提升, 卫生巾高端化、多元化趋势明显, 主流产品卖点不断革新。公司通过持续创新不断迭代“自由点”品牌下的细分系列, 2015 年以“隐秘、隐感、隐痕”的设计理念推出“隐形”系列卫生巾, 2016 年以“高体验、高颜值”为特点推出“掌控君”条形包系列产品; 2017 年以“YY 结构芯体”为特点推出“无感无忧”系列产品; 2019 年推出有机纯棉产品, 以健康无添加的理念吸引品质用户; 2020 年投建安睡裤生产线, 预计达产后公司每年可增约 8000 万片安睡裤产能。新品推出有效帮助品牌圈粉新用户, 创造新的需求点, 整体来看公司对产品结构的梳理逐渐明晰, 对消费者需求和市场新品做到快速反馈, 品牌市场竞争力不断提升。

表 4: 公司“自由点”品牌主要产品系列

产品系列	主打特性	产品定位及目标群体	部分产品图示
“隐形”系列	“隐秘、隐感、隐痕”, 即隐秘包装, 减少摩擦感, 轻柔贴身。	该系列卫生巾是公司的高端、轻奢系列代表性产品, 专为追求高生活品质、轻奢、精致的女性设计。	

产品系列	主打特性	产品定位及目标群体	部分产品图示
“无感无忧”系列	采用“YY结构芯体技术”，使产品更加贴合人体股沟，增强防漏保护；同时，产品结合立体悬浮设计，减少大腿两侧的摩擦感；此外，产品使用双层棉柔技术，提高了卫生巾的蓬松柔软度和舒适性。	主要目标人群为白领、轻熟女性。	
“无感7日”系列	主打“薄、柔、吸”的特性，拥有9层结构，采用超薄吸收芯体，蓬松柔软，超强吸收。	主要目标人群为学生群体及追求薄感体验的女性。	
“安睡裤”系列	采用内裤式剪裁，立体全包围裤型设计，高弹力腰围，贴身不紧绷，超薄透气，柔软舒适。	主要目标人群为经期经血量多的女性。	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

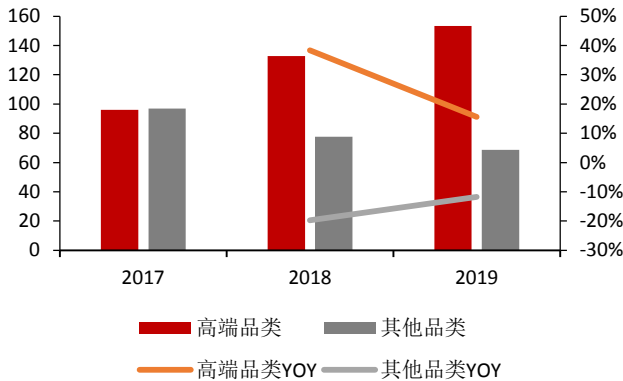
表 5：各品牌卫生巾部分产品价格比较

所属公司	品牌	产品系列	规格	价格 (元/片)	店铺粉丝数
百亚	自由点	无感7日	日用 240mm, 3包 24片	1.33	61.8W
			夜用 400mm, 3包 12片	2.42	
		无感无忧	日用 240mm, 5包 25片	1.04	
			夜用 430mm, 7包 28片	2.71	
		安睡裤	20片	4.3	
恒安国际	七度空间	优雅系列	日用 245mm, 5包 50片	0.8	210W
		少女系列	夜用 420mm, 5包 20片	2	
		安睡裤	15片	2.39	
景兴健护	ABC	KMS系列	日用 240mm, 3包 24片	1.88	183W
			夜用 420mm, 5包 15片	3.73	
		无忧裤	12片	5.49	
尤妮佳	苏菲	裸感S系列	日用 250mm, 2包 26片	1.35	251W
		夜用超熟睡	夜用 420mm, 4包 16片	2.19	
		安心裤	16片	5.37	

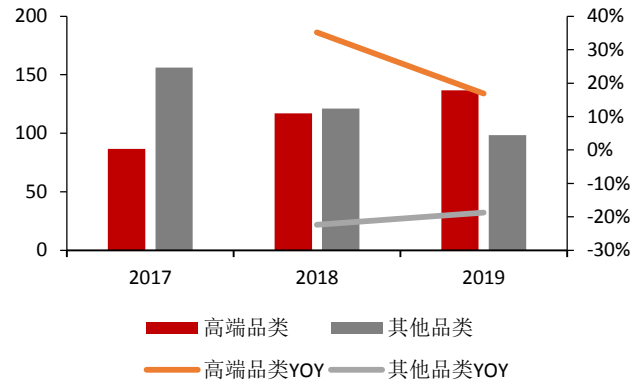
数据来源：各公司淘宝官方旗舰店，西南证券整理

3.1.2 婴儿纸尿裤向高端化布局，毛利率抬升

转型中高端化，单片售价快速提高。在消费升级背景下，公司不断优化婴儿纸尿裤产品结构，开发更舒适、吸收能力更强的“GHC纯净”、“GN”等高端系列产品，并契合市场发展，重点布局适合婴幼儿爬行和站立的学步裤产品。2017-2019年，公司高端品类婴儿纸尿裤销量及收入逐年增加，带动公司自主品牌婴儿纸尿裤销售均价从 0.79 元/片增至 0.94 元/片，盈利空间显著提升。

图 63: 公司婴儿纸尿裤各品类收入情况 (百万元) 及增速


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 64: 公司婴儿纸尿裤各品类销量情况 (百万片) 及增速


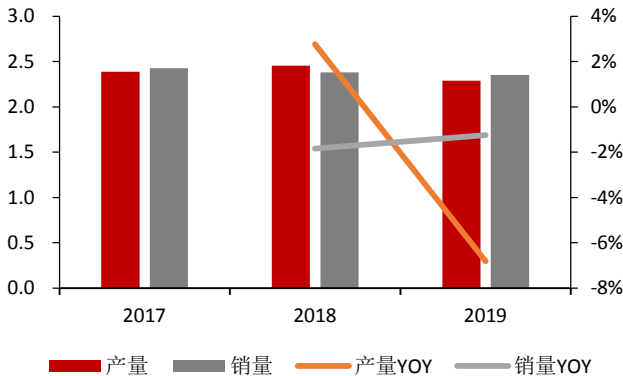
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

表 6: 公司“好之”品牌主要产品系列

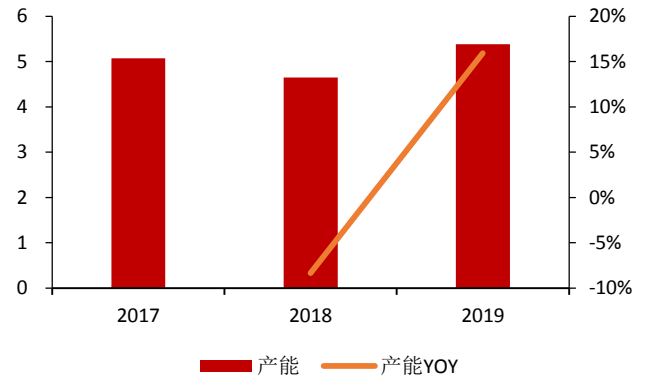
产品系列	主打特性	部分产品图示
“超薄全能”系列	主打“薄、柔、软”的特性, 产品采用双层棉柔表层、轻薄柔韧芯体及超薄柔软面层	
“纯净”系列	采用 PH 弱酸面层, 打造亲肤环境, 减轻婴幼儿尿便的刺激; 同时, 产品采用轻薄柔韧芯体、3D 轻柔表层、速渗芯体及透气底层、易撕拉开口等设计。	
“不要紧”学步裤系列	主要采用超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围, 让婴幼儿穿着更舒适。	

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

本土化能力卓越, 份额有望提升。与目前主导市场的外资品牌相比, 公司产品制造能力已经逐渐接近国际品牌标准, 且具备本土化的产品设计和渠道能力, 有望逐步提升市场份额。公司自主品牌婴儿纸尿裤产品终端价格具备优势, 2017-2019 年销量分别为 2.43 亿片、2.38 亿片 (-1.8%), 2.35 亿片 (-1.2%), 产销率分别为 101.6%、97.1%、102.9%。与中高端竞品相比, 公司产品性价比优越, 将助推公司抢占下沉市场。目前纸尿裤的渠道布局仍有限, 随着未来加大线上和专业母婴渠道铺货后, 销售有望迎来放量。另一方面, 公司产线升级项目逐渐完工投产, 并引入芯体自主设计生产技术, 进一步增强了公司生产能力, 学步裤产品生产将降低对 OEM 外协的依赖, 年产能可达 1 亿片, 自主生产占比提升后制造端规模优势有望逐步显现。

图 65: 公司自主品牌婴儿纸尿裤产销情况 (亿片) 及增速


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 66: 公司自主品牌婴儿纸尿裤产能情况 (亿片) 及增速


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

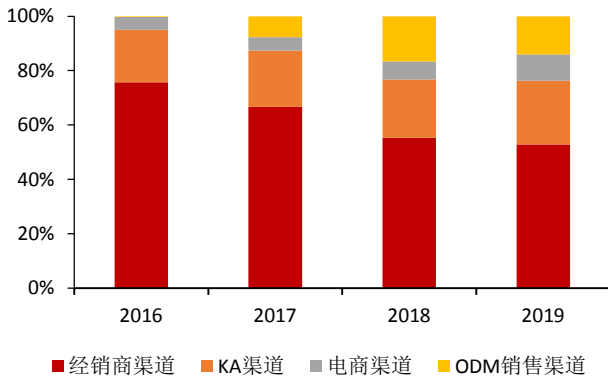
表 7: 各品牌婴儿纸尿裤部分产品价格比较

所属公司	品牌	产品系列	规格	价格 (元/片)	店铺粉丝数
百亚	好之	“不要紧”拉拉裤	XL 码, 72 片	1.65	24.3W
		“不要紧”纸尿裤	L 码, 80 片	1.49	
豪悦	希望宝宝	“白金韧薄”拉拉裤	XL 码, 76 片	1.7	35W
		“白金韧薄”纸尿裤	L 码, 78 片	1.53	
雀氏日用品	雀氏	“薄 C”拉拉裤	XL 码, 36 片	1.83	122W
		“薄 C”纸尿裤	L 码, 96 片	1.98	
恒安	安儿乐	“小轻芯”拉拉裤	XL 码, 88 片	1.86	103W
		“小轻芯”纸尿裤	L 码, 80 片	1.74	
金佰利	好奇	“心钻”拉拉裤	XL 码, 64 片	4.22	358W
		“心钻”纸尿裤	L 码, 80 片	3.37	
宝洁	帮宝适	“清新帮”拉拉裤	XL 码, 78 片	3.13	290W
		“清新帮”纸尿裤	L 码, 108 片	2.26	
尤妮佳	妈咪宝贝	拉拉裤	XL 码, 90 片	1.49	92.5W
		“云爽干柔”纸尿裤	L 码, 150 片	1.37	

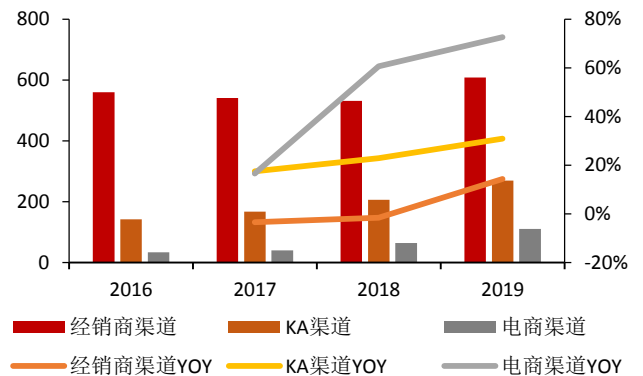
数据来源: 各公司淘宝官方旗舰店, 西南证券整理

3.2 加强 KA 及电商渠道建设, 线上线下合力实现销售区域突破

KA 渠道经营实力强大, 电商模式快速发展。公司产品销售主要包括经销模式、KA 模式、电商模式以及 ODM 合作模式四种方式。其中, 自主品牌产品主要通过经销商渠道销售, 占比维持在 50% 以上, 其次为 KA 模式, 占比维持在 20% 以上, 二者销售收入占公司总营收比例合计超 75%。近年来, 为拓展川渝、云贵陕及两湖地区之外的市场业务, 公司不断深化 KA 客户合作、加强电商渠道建设, 2016-2019 年电商渠道收入从 0.34 亿元增至 1.1 亿元, 年均复合增速达 47.9%。

图 67：2016-2019 年公司各销售模式收入占比情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 68：公司自主品牌产品各销售收入情况（百万元）及增速


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 8：公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道大致相同

公司名称	主要销售模式/渠道
恒安国际	传统的经销、分销超市等渠道，电商渠道等
维达国际	经销商、重点客户超市大卖场、商用客户及电商渠道
中顺洁柔	GT（经销商等传统渠道）、KA（重点商超）、AFH（酒店、餐饮等渠道）、EC（电子商务）四大渠道
景兴健护	主要采用经销商渠道、KA 直销渠道和电子商务渠道等进行销售，其中以经销商渠道为主
豪悦股份	ODM 销售模式、线上模式以及线下经销模式
百亚股份	主要采取经销模式、KA 模式和电商模式的方式进行产品销售。此外，公司还采取 ODM 销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品

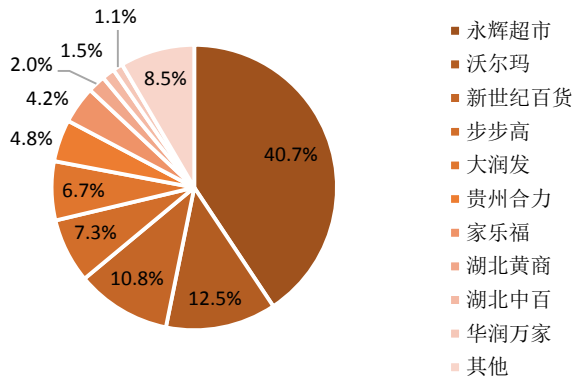
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2.1 线下渠道：KA 渠道运营高度精细化，经销渠道收入迎来反弹

KA 渠道客户关系稳定，销售规模不断提升。公司 KA 收入规模不断提升，2019 年 KA 渠道收入规模达到 2.7 亿元，2017-2019 年 KA 渠道复合增速达到 26.9%。公司主要与有较强市场影响力的 KA 客户合作，公司目前与永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高、贵州合力和大润发等 7 家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，其中，永辉超市销售收入贡献最大，且提升较快。2017-2019 年，与公司合作的永辉超市门店从 303 家增至 981 家，销售收入占 KA 渠道收入的比例从 31.3% 增至 40.7%，且伴随永辉超市逐渐深入西北等地开店，公司通过跟店铺货有望扩大销售半径。总体来看公司 KA 客户结构保持稳定，与核心客户的合作深化将拉动公司在外埠区域的 KA 渠道销售。

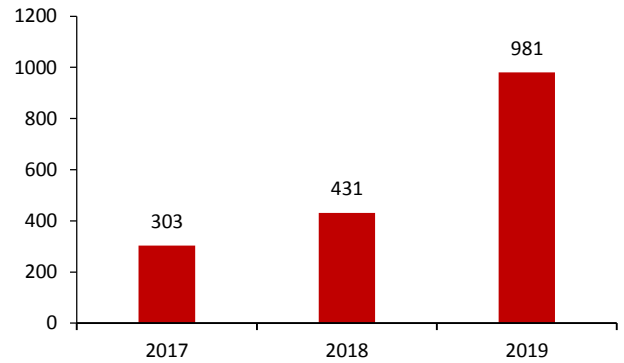
商超运营实力扎实，品推效果明显。与经销商覆盖的小型零售渠道相比，KA 渠道可以利用大型商超知名度高、覆盖网点广泛、影响力大的特点，提高产品覆盖率，树立高端优质的品牌形象。公司在商超的营销与推广具备丰富经验，通过培养商超导购营销能力、定期举办体验营销活动和校园活动，已经逐步培育了消费者的品牌偏好。长期来看，公司在主要销售地区的商超运营经验可灵活应用至其他地区，并凭借产品能力留存用户，外埠地区的 KA 渠道扩展能力具有明显优势。

图 69: 2019 年公司前十大 KA 客户收入占 KA 渠道收入的比例



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

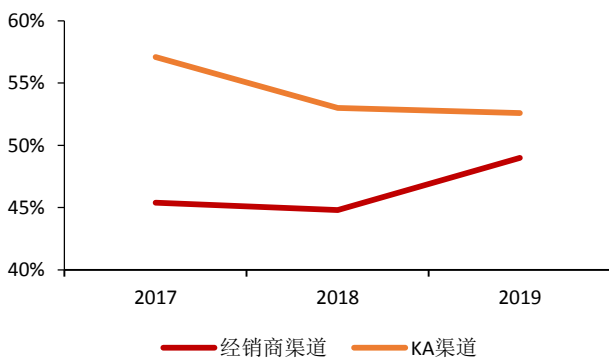
图 70: 与公司合作的永辉超市门店数量情况



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

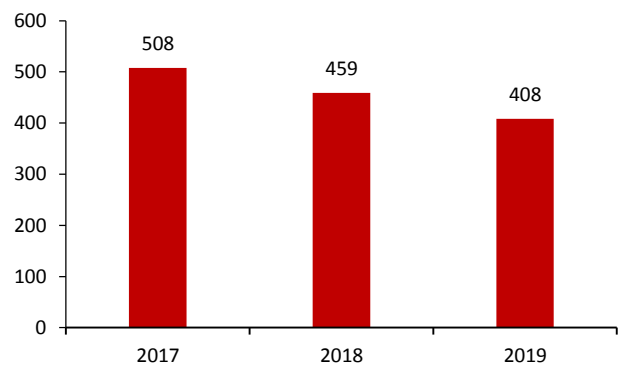
经销商资质持续优化, 渠道收入有望持续反弹。近年来, 公司不断对经销商结构进行调整, 提高管理水平和合规标准, 经销商数量有所减少。2016-2018 年公司受经销商结构优化影响经销渠道收入有所下降, 2017/2018 年经销渠道收入分别同比下降 3.4%/1.6%; 2019 年经销渠道收入规模明显回升, 达到 6.1 亿元, 同比增长 14.3%, 经销商结构逐步稳定。且由于卫生巾消费属性偏即时性, 经销商渠道覆盖的小型超市、杂货店等渠道仍具有较高可渗透空间, 预计公司的经销渠道收入将维持反弹趋势, 规模稳定增长。

图 71: 2017-2019 公司经销商渠道与 KA 渠道毛利率比较



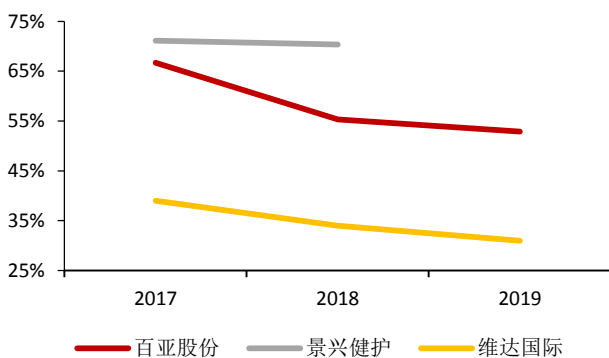
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 72: 2017-2019 公司经销商数量 (家)



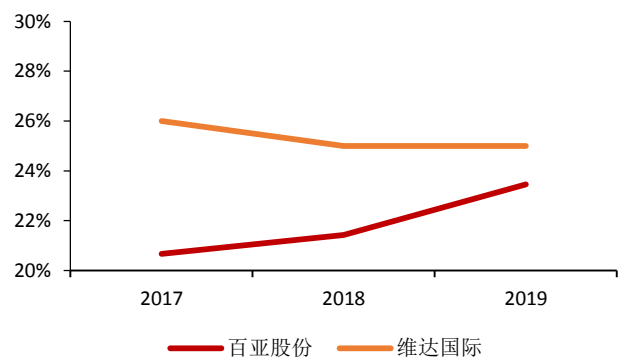
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 73: 公司与可比公司经销渠道销售比例情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 74: 公司与可比公司 KA 销售比例情况

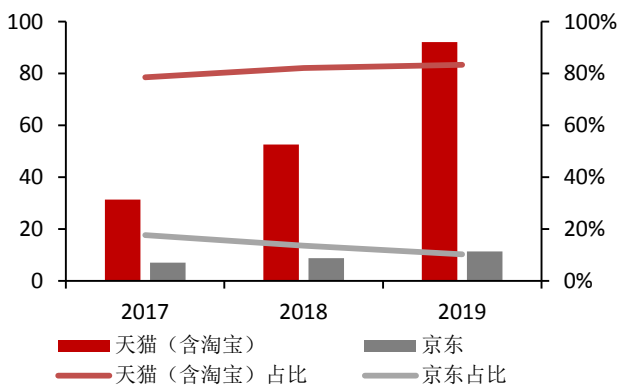


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 线上渠道：积极开拓电商渠道建设，扩大产品销售覆盖面

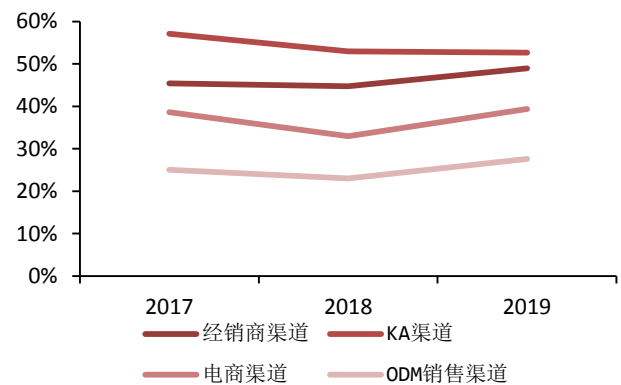
线上渠道快速放量，电商团队运营能力提升。近年快消品电商渗透率稳步提升，且2020年上半年疫情加速了用户消费习惯向线上转变，公司积极建设电商渠道实现快速放量，2019年电商渠道收入规模达到1.1亿元，占比达到9.7%。2017-2019年电商渠道复合增速达到66.6%。此外，公司电商团队的管理能力持续提升，公司与专业电商团队合资成立了电商控股子公司，由经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺，在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁易购等大型电商平台上均开设了自营店，进一步扩大了公司产品销售的覆盖面。其中，公司在天猫和京东平台的销售额占比较高，2019年销售额分别达到9218.2万元和1133.2万元，合计占电商渠道收入的93.5%。从毛利率来看，公司在电商平台投放组合优惠装产品进行引流，销售均价较低，导致电商渠道整体毛利率低于经销和KA渠道，但目前毛利率已有上升趋势，2019年电商毛利率达到39.4%，同比增长6.4pp。整体来看，尽管目前公司电商渠道收入占比不高，但随着公司品牌在外地影响力逐渐扩大，低线城市电商渗透率持续提升，电商渠道有望持续放量，盈利能力仍有提升空间。

图 75：2017-2019 公司各电商平台销售收入（百万元）



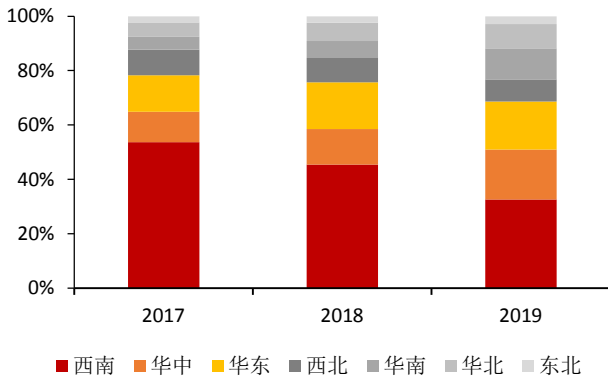
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 76：2017-2019 公司各销售渠道毛利率

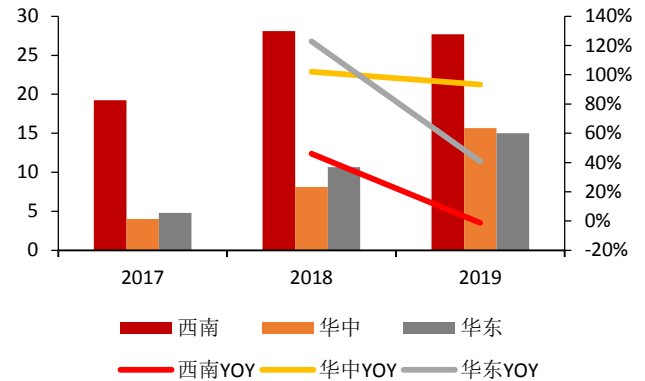


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

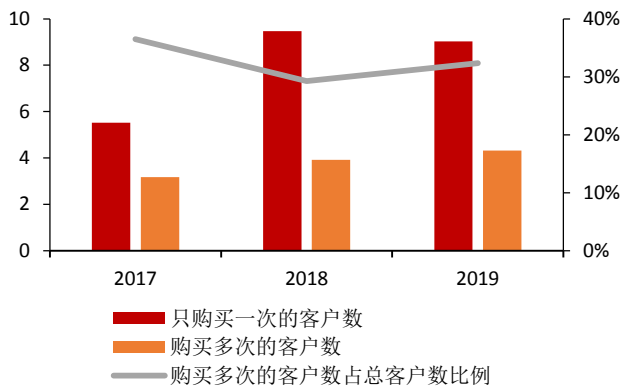
外埠地区线上销量占比提升，拓展全国市场初显成效。公司电商渠道的销售地区主要分布在西南、华中、华东等地，与公司的线下销售分布基本吻合，体现了公司品牌在川渝和云贵等地的较强影响力，同时西北、华南、华北等新区域销售量也不断提升，收入占比从2017-2019年提升了5.1pp，对线下短期难以触达地区形成有效覆盖。同时，公司电商渠道在经济较发达的华东区域的销售规模不断提升，亦表明公司产品中高端定位满足了市场消费升级的需求，通过线上渠道拓展全国市场初显成效。从公司主要销售平台天猫和京东的客户消费次数统计情况来看，公司婴儿纸尿裤及卫生巾产品的重复购买客户数均呈现逐年上升趋势，线上渠道具备较大增长潜力。预计公司电商渠道通过促销活动等手段引流后，品牌知名度有望进一步提升，形成品牌力与销售额的相互促进。

图 77: 2017-2019 公司电商渠道销售收入地区分布情况


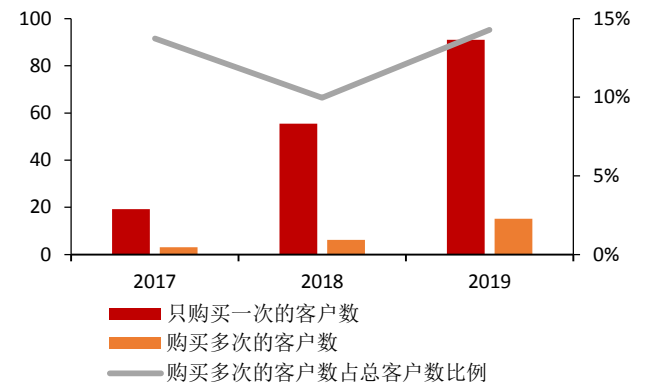
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 78: 公司电商渠道销售主要地区收入情况 (百万元) 及增速


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 79: 公司婴儿纸尿裤产品在天猫及京东平台的客户消费次数统计情况 (万人)


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 80: 公司卫生巾产品在天猫及京东平台的客户消费次数统计情况 (万人)


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

表 9: 公司品牌推广具体投资明细 (万元)

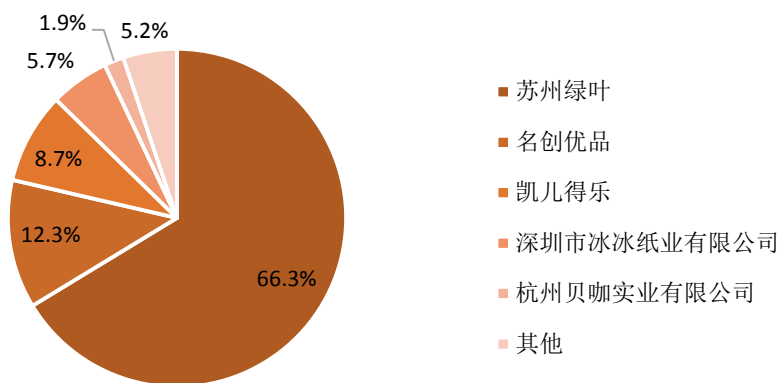
项目	推广方式	投资金额
广告宣传	互联网广告	900
	户外广告	600
数字化营销	内容创作 (版权合作)	1000
	视频创意及制作	1000
线下品牌推广	品牌终端形象工程	1950
	体验式营销推广	500
	校园推广	1565
	初潮推广专项	680
	场外推广活动	200
	其他	500
合计		8895

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3.3 扩展 ODM 业务，有益补充自主品牌

近年来，一次性卫生用品行业发展迅速，前景广阔，不少知名消费品企业苦于缺乏相应的研发、设计和生产能力，普遍通过 ODM 合作方式切入。公司凭借较高的市场知名度、良好的产品质量、先进的生产设备和工艺技术，有选择地与苏州绿叶、名创优品、凯儿得乐等规模较大的消费品企业形成了稳定的合作关系。一方面，公司可以通过开展 ODM 业务了解公司生产产品在非主要销售区域的口碑情况，为公司有序拓展全国市场奠定基石；另一方面，ODM 业务无需投入较多销售人员，销售费用投入较少，回款情况良好，能够作为公司剩余产能的有益补充。2016-2019 年，公司 ODM 业务收入从 0.02 亿元增至 1.6 亿元，年均复合增速达 305%，占公司总营收比例从 0.3% 提升至 14%，公司产能利用率得到提升。

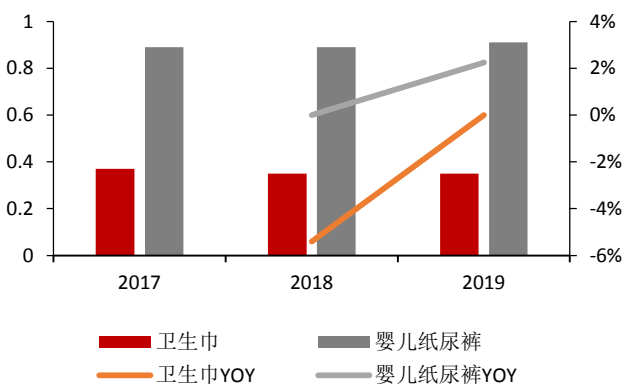
图 81：2019 年公司 ODM 业务前五大客户占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

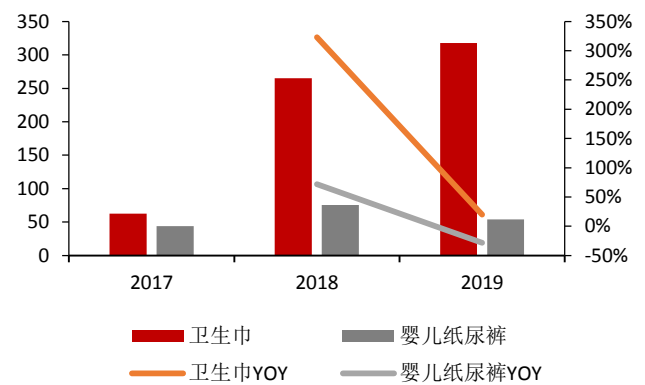
ODM 销量较快增长，出厂价格稳定。具体从 ODM 业务的产品销量和价格来看，卫生巾及婴儿纸尿裤平均销售价格波动都相对较小，收入增长主要来自于销量提升。2018 年，ODM 卫生巾及婴儿纸尿裤销量分别为 2.65/0.75 亿片，同比增长 323.1%、71.88%。2019 年，公司与原有 ODM 业务客户保持稳定合作，ODM 卫生巾及婴儿纸尿裤销量分别为 3.18 亿片 (+19.7%)、0.54 亿片 (-28.5%)。未来公司仍将专注于发展自主品牌，ODM 业务作为自主品牌的有益补充。

图 82：公司 ODM 产品平均销售价格（元/片）及增速



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 83：公司 ODM 业务产品销量情况（百万片）及增速



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 消费者线上消费的习惯得到培养, 卫生巾和纸尿裤的电商渗透率持续提升, 2022 年可分别达到约 20% 和 58%;

假设 2: 随着公司品牌力提升和电商营销力度加大, 公司电商渠道占比持续提升, 到 2022 年电商渠道占比约达到 15%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	1,149.4	1,300.0	1,619.1	1,975.0
yoy	19.6%	13.1%	24.5%	22.0%
营业成本	621.7	696.3	846.8	1,019.2
毛利率	45.9%	46.4%	47.7%	48.4%
自主品牌卫生巾				
收入	750.5	900.5	1170.7	1463.4
yoy	30.8%	20%	30%	25%
成本	335.5	400.7	517.5	643.9
毛利率	55.3%	55.5%	55.8%	56.0%
自主品牌婴儿纸尿裤				
收入	222.0	199.8	219.8	252.8
yoy	5.5%	-10.0%	10.0%	15.0%
成本	155.6	147.9	160.5	184.5
毛利率	29.9%	26%	27%	27%
自主品牌成人失禁产品				
收入	15.5	14.7	14.4	14.2
yoy	-12.1%	-5%	-2%	-2%
成本	13.8	13.3	13.1	12.8
毛利率	11.2%	10%	10%	10%
ODM 卫生巾				
收入	112.4	134.9	159.2	183.1
yoy	21.5%	20%	18%	15%
成本	81.6	98.5	116.2	133.6
毛利率	27.4%	27%	27%	27%
ODM 婴儿纸尿裤				

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	49.0	50.0	55.0	61.6
yoy	-26.8%	2%	10%	12%
成本	35.3	36.0	39.6	44.3
毛利率	28.0%	28%	28%	28%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取一次性卫生用品 ODM 厂商豪悦护理、生活用纸龙头中顺洁柔 and 纯棉日用消费品品牌商稳健医疗作为可比公司, 可比公司 2021 年平均估值为 30 倍。考虑到百亚股份自主品牌增长较快, 在价值链中处于优势地位, 且销售区域不断扩大, 电商渠道快速放量, 给予一定估值溢价, 给予 2021 年 35 倍 PE, 对应目标价 19.25 元, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 11: 可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
605009.SH	豪悦护理	194.8	6.35	6.69	8.21	30.68	29.13	23.74
002511.SZ	中顺洁柔	21.92	0.69	0.83	0.99	31.81	26.36	22.21
300888.SZ	稳健医疗	161.85	7.89	4.55	5.15	20.51	35.57	31.43
平均值						27.66	30.35	25.79
003006.SZ	百亚股份	16.94	0.43	0.55	0.68	39.51	30.96	25.00

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险, 下游商超客户拓店不及预期的风险, 电商渗透率提升不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1149.41	1299.99	1619.12	1974.95	净利润	127.96	183.39	234.07	289.87
营业成本	621.72	696.34	846.77	1019.20	折旧与摊销	32.03	38.62	38.62	38.62
营业税金及附加	11.90	13.85	16.82	13.63	财务费用	-1.37	-1.05	-1.60	-2.32
销售费用	309.08	331.50	424.21	529.29	资产减值损失	-3.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.26	46.80	61.53	79.00	经营营运资本变动	-23.26	-14.61	1.05	-0.87
财务费用	-1.37	-1.05	-1.60	-2.32	其他	0.31	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	132.02	206.35	272.13	325.30
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.85	-60.00	-60.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.61	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24.46	-60.00	-60.00	0.00
营业利润	148.34	212.55	271.40	336.17	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.11	0.29	0.22	0.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	148.45	212.84	271.62	336.39	股权融资	0.00	42.78	0.00	0.00
所得税	20.49	29.45	37.55	46.52	支付股利	-44.28	-31.75	-53.01	-72.49
净利润	127.96	183.39	234.07	289.87	其他	-1.69	1.05	1.60	2.32
少数股东损益	-0.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-45.96	12.08	-51.41	-70.17
归属母公司股东净利润	128.15	183.39	234.07	289.87	现金流量净额	61.73	158.43	160.72	255.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	227.12	385.55	546.27	801.40	成长能力				
应收和预付款项	81.50	97.13	117.43	144.97	销售收入增长率	19.59%	13.10%	24.55%	21.98%
存货	130.73	146.74	178.31	214.67	营业利润增长率	43.26%	43.28%	27.69%	23.86%
其他流动资产	52.60	8.73	10.87	13.26	净利润增长率	43.21%	43.32%	27.63%	23.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.80%	39.73%	23.31%	20.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	418.31	446.50	474.68	442.87	毛利率	45.91%	46.43%	47.70%	48.39%
无形资产和开发支出	68.94	62.34	55.74	49.14	三费率	30.45%	29.02%	29.90%	30.68%
其他非流动资产	14.88	14.67	14.47	14.26	净利率	11.13%	14.11%	14.46%	14.68%
资产总计	994.07	1161.65	1397.76	1680.58	ROE	18.17%	20.41%	21.68%	22.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.87%	15.79%	16.75%	17.25%
应付和预收款项	226.45	257.27	312.33	377.76	ROIC	19.70%	25.93%	30.06%	34.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.57%	19.24%	19.05%	18.86%
其他负债	63.34	5.67	5.67	5.67	营运能力				
负债合计	289.78	262.94	318.00	383.43	总资产周转率	1.24	1.21	1.27	1.28
股本	385.00	427.78	427.78	427.78	固定资产周转率	3.03	3.43	4.67	6.27
资本公积	62.45	62.45	62.45	62.45	应收账款周转率	17.10	16.13	17.04	16.88
留存收益	253.15	404.79	585.84	803.22	存货周转率	5.00	5.02	5.21	5.19
归属母公司股东权益	700.59	895.01	1076.07	1293.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.35%	—	—	—
少数股东权益	3.70	3.70	3.70	3.70	资本结构				
股东权益合计	704.29	898.71	1079.77	1297.15	资产负债率	29.15%	22.64%	22.75%	22.82%
负债和股东权益合计	994.07	1161.65	1397.76	1680.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.73	2.48	2.73	3.11
					速动比率	1.27	1.91	2.16	2.54
					股利支付率	34.55%	17.31%	22.65%	25.01%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.43	0.55	0.68
					每股净资产	1.64	2.09	2.52	3.02
					每股经营现金	0.31	0.48	0.64	0.76
					每股股利	0.10	0.07	0.12	0.17
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	179.00	250.12	308.41	372.46					
PE	56.55	39.51	30.96	25.00					
PB	10.34	8.10	6.73	5.60					
PS	6.30	5.57	4.48	3.67					
EV/EBITDA	35.09	27.38	21.68	17.27					
股息率	0.61%	0.44%	0.73%	1.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn