

轻工制造

2020 年 11 月 23 日

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：2020 年 11 月 23 日

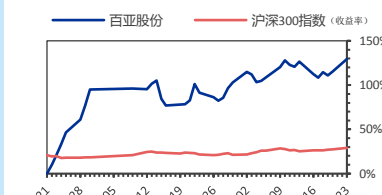
收盘价（元）	21.84
一年内最高/最低（元）	22.21/6.61
市净率	8.7
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	934
上证指数/深证成指	3414.49/13955.29

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	2.5
资产负债率%	18.87
总股本/流通 A 股（百万）	428/43
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com
柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

百亚股份 (003006)

——匠心品质，打造吸收性卫生用品领域民族品牌

投资要点：

- **百亚股份为国内领先的吸收性卫生用品的品牌商和制造商，旗下拥有知名卫生巾品牌包括“自由点”和“妮爽”、婴儿纸尿裤品牌“好之”、成人纸尿裤品牌“丹宁”，自主品牌销售占 2019 年收入的 86%，ODM 业务占比 14%。**公司在吸收性卫生用品领域深耕多年，在我国川渝、云贵陕及两湖地区占据领先优势，积极提高自主研发、设计、生产和销售实力，专注打造中国吸收性卫生用品领域内的民族品牌。新冠肺炎疫情期间公司下游需求稳定，自有品牌逆势增长，2020Q1-3 公司实现收入 9.06 亿元，yoy10.5%；受益于产品结构提升，公司盈利能力得到改善，2020Q1-3 实现归母净利润 1.30 亿元，yoy50.7%。
- **行业：吸收性卫生用品行业保持稳定增长，细分产品迸发高增长机遇。**2019 年吸收性卫生用品行业零售规模约 1163 亿元，近 5 年 CAGR 约 8%。可细分为婴儿纸尿裤、女性经期用品和成人失禁用品三大细分赛道，分别占比 48%、49%和 3%，近 5 年 CAGR 分别为 10%、6%和 10%。**行业未来趋势：**①婴儿纸尿裤和成人失禁用品渗透率仍有提升空间；②消费升级带动产品结构和售价提升，例如安睡裤、高品质卫生巾、纸尿裤、学步裤等高附加值产品和中高端轻奢系列产品渗透率逐渐提升；③**新零售为优质国货品牌提供机遇**，各类电商、社交媒体、母婴社群等降低了新品牌爆红的门槛，加速口碑传播，为具备产品力的优质国货品牌创造了快速崛起的绝佳窗口期。
- **百亚：渠道结构持续优化，积极布局新零售，进军全国性品牌。**公司目前已与永辉超市、沃尔玛、家乐福、大润发、华润万家新世纪百货等知名 KA 渠道建立了长期、稳定的合作关系，全国性 KA 客户数量和占比已显著高于区域性 KA 客户，其贡献收入比重从 2014 年的 8%提升至 17%。公司从 2017 年起布局电商渠道，2018-19 年电商同比增长 61%和 73%，快速把握了互联网时代下的年轻消费者的购买偏好，通过网络、新媒体等途径提升了品牌影响力，打造立体化营销网络。
- **自有品牌持续研发创新、产品升级，带动均价和毛利率持续提升。**公司研发驱动，匠人精神打磨产品品质，自由点品牌持续推出高端新产品，带动结构升级，包括推出外观升级后的隐形系列、有机纯棉产品、天然竹纤维产品以及安睡裤新品类，使公司定位的女性群体从原 12-25 岁拓宽至全年龄、全阶层女性。打造行业标杆工厂，全面提升效率。
- **吸收性卫生巾民族品牌稀缺标的，专注自有品牌打造，持续推出高附加值产品。我们认为在新零售背景下，公司有望借助多元渠道实现弯道超车，逐渐成为全国性知名卫生巾品牌。创业者文化，激励机制到位，公司具备长期成长潜质。**长期来看公司形成一定品牌基础后，产品和渠道的定价权也将随之增强，结构升级使得公司整体盈利能力仍有很大的提升空间。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 13.35/15.95/19.94 亿元，yoy16.2%/19.4%/25.1%，归母净利润分别为 1.83/2.59/3.63 亿元，yoy42.5%/41.6%/40.4%，EPS 为 0.43/0.60/0.85 元，对应 PE 为 51X/36X/26X，首次覆盖给予增持评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；自有品牌销售拓展不力风险。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	1,149	906	1,335	1,595	1,994
同比增长率（%）	19.6	10.5	16.2	19.4	25.1
归母净利润（百万元）	128	130	183	259	363
同比增长率（%）	43.4	50.7	42.5	41.6	40.4
每股收益（元/股）	0.33	0.30	0.43	0.60	0.85
毛利率（%）	45.9	43.3	44.1	45.6	47.1
ROE（%）	20.0	17.0	23.1	25.5	27.4
市盈率	73		51	36	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指加权平均后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

吸收性卫生巾民族品牌稀缺标的，专注自有品牌打造，持续推出高附加值产品。公司有望借助新零售实现弯道超车。吸收性卫生用品行业规模约 1163 亿元，卫生巾均价、婴儿纸尿裤和成人失禁用品渗透率仍有提升空间；未来消费升级带动产品结构和售价提升，例如安睡裤、高品质卫生巾、纸尿裤和学步裤等。**百亚股份为吸收性卫生巾品牌商稀缺标的，专注自有品牌打造，持续推出高附加值产品，有望借助多元渠道实现弯道超车，逐渐成为全国性知名卫生巾品牌。**组织架构优秀，全员充分激励+赋能，公司具备长期成长潜质。长期来看公司形成一定品牌基础后，产品和渠道的定价权也将随之增强，结构升级使得公司整体盈利能力仍有很大的提升空间。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 13.35/15.95/19.94 亿元，yoy16.2%/19.4%/25.1%，归母净利润分别为 1.83/2.59/3.63 亿元，yoy42.5%/41.6%/40.4%，EPS 为 0.43/0.60/0.85 元，对应 PE 为 51X/36X/26X，首次覆盖给予增持评级。

关键假设点

1) 自由点：为公司高端品牌和主要增长驱动，预期随销售渠道拓宽后，2020-2022 年销量保持 15%、20%、25% 增速，均价每年提升 3%，与历史提价幅度相近，毛利率随产品结构提升，预计每年提升 1pct 左右；

2) 妮爽：随公司不断结构升级，预计妮爽品牌销量将每年下降 5%，均价保持不变，毛利率维持在 20%；

3) 好之：公司加大纸尿裤和学步裤等高附加值产品销售力度，且随新产线在 2022 年投产，预计好之销量保持 8%/10%/20% 增长，均价增速分别为 8%/5%/5%，毛利率逐年提升至 30%/31%/32%；

4) ODM 业务：预计未来 3 年收入端增速保持约 12%，毛利率稳定在 27% 水平。

有别于大众的认识

市场认为卫生巾行业成熟格局稳定，外资品牌将长期占据半壁江山。我们认为 1) 渠道结构逐渐从传统 KA 转向线上线下新零售融合，为优质的新国货品牌提供了弯道超车机遇。2) 消费者回归理性，消费升级并不意味着为品牌买单，而更看重产品品质本身，国货品牌的产品力较高，近几年已受到广泛消费者认可，部分品类的品牌地位已高于外资品牌。3) 产品创新推动行业以价带量持续增长，顺应消费升级趋势，消费者关注产品的附加功能，产品向中高端轻奢系列发展，例如高品质卫生巾、安睡裤、学步裤、成人纸尿裤等品类存在较高增长机遇，百亚从过往的大众定位向中高端迈进，将享受更大弹性。

股价表现的催化剂

公司高附加值新产品（新款卫生巾，学步裤和安睡裤）销售表现超预期；全国渠道顺利拓展；新零售渠道表现优异

核心假设风险

原材料价格上涨风险；自有品牌销售拓展不力风险。

目录

1. 打造吸收性卫生用品领域民族品牌	6
2. 细分品类增长空间大，新零售渠道催生新业态.....	9
2.1 受益于消费升级，女性经期用品市场持续增长	10
2.2 婴儿纸尿裤和成人失禁用品仍有较大渗透率提升空间.....	12
2.3 消费者回归产品力本身，新零售为国货品牌提供机遇.....	15
3. 匠人精神打造极致产品力，新零售发力全渠道拓展.....	18
3.1 线上+线下进军全国性品牌，渠道结构不断优化	18
3.2 自有品牌+产品研发带动结构升级.....	21
3.3 募投助推公司扩建产能、增强产品营销，打造标杆工厂	23
4. 财务分析和估值，盈利进入良性向上通道.....	25
5. 附表	30

图表目录

图 1：产品结构：卫生巾占公司 2019 年收入 75%	6
图 2：品牌结构：自由点 and 好之占 2019 年收入 81%	6
图 3：近 5 年收入 CAGR 13.0%	7
图 4：近 5 年归母净利润 CAGR 16.2%	7
图 5：公司近 5 年平均毛利率为 46.4%	7
图 6：公司近 5 年平均净利率为 9.6%	7
图 7：公司实控人为冯永林，持表决权 49.63%	8
图 8：吸收性卫生用品产业链拆分	9
图 9：女性经期用品和婴儿卫生用品占主要部分	9
图 10：吸收性卫生用品近 5 年 CAGR 约 8%	9
图 11：2012-18 我国卫生巾消费量 CAGR 4.5%	10
图 12：2012-18 我国卫生巾市场规模 CAGR 11.9%	10
图 13：女性初潮年龄不断提前	11
图 14：女性绝经年龄推迟	11
图 15：国产卫生巾品牌未来有望进一步提升份额	12
图 16：近 5 年婴儿纸尿裤市场规模 CAGR 为 18%	12
图 17：2018 年我国纸尿裤渗透率仅 63.9%	12
图 18：2020H1 一二线城市月均高端纸尿裤支出更高	13
图 19：纸尿裤零售价持续提升	13
图 20：国产婴儿纸尿裤品牌份额未来有望提升	14
图 21：近 5 年成人失禁用品消费量 CAGR 20%	14
图 22：近 5 年成人失禁用品市场规模 CAGR 17%	14
图 23：2018 年我国 70 岁以上老人约 9977 万人	15
图 24：高线城市为主要的成人失禁用品客群，乡镇渗透率待提升	15
图 25：线上渠道为 90 后妈妈获取资讯的主要来源（2019 年）	16
图 26：亲友、医生、专家/KOL 等在购买决策时对 90 后妈妈有更大的影响力（2019 年）	16
图 27：2019 年对比 2016 年，品牌因素明显弱化，从第一降至第五	16
图 28：国货品牌在各线城市都更受消费者欢迎	16

图 29 : 自由点高端有机纯棉系列图片	17
图 30 : 新渠道新零售孕育各品类国货品牌逐渐崛起	17
图 31 : 全国其他地区贡献收入占比提升	18
图 32 : KA、电商和 ODM 渠道占比提升	18
图 33 : KA 渠道和经销渠道毛利率较高	20
图 34 : 自由点卫生巾销量快速增长	21
图 35 : 自由点均价稳步提升, 带动结构升级	21
图 36 : 中端品牌妮爽销量有所下降, 体现公司产品结构向中高端倾斜	21
图 37 : 妮爽价格相对稳定	21
图 38 : 好之婴儿纸尿裤量价齐升	23
图 39 : 毛利润拆分, 自由点品牌带动结构升级, 毛利率从 37% 提升至 46%	23
图 40 : 中顺洁柔股价、估值、超额收益与利润增速表现, 公司改善期市场给予超高估值溢价	28
图 41 : 2017-19 营业成本平均构成, 石油相关原材料占比较高	29
图 42 : Brent 原油年初至今均价同比下降 33%	29
表 1 : 公司主要产品为卫生巾、婴儿纸尿裤和成人失禁用品	6
表 2 : 女性经期用品种类和特点, 我国以卫生巾为主	10
表 3 : 我国女性经期产品人均消费额对比日美仍有提升空间	11
表 4 : 我国婴儿纸尿裤单价和消费额对比日美仍有提升空间	13
表 5 : 公司前几大客户历年收入情况	19
表 6 : 公司主要 KA 客户历年销售收入情况 (单位: 万元)	19
表 7 : 自由点持续推出更高附加值新品, 持续提升均价和毛利率	22
表 8 : 公司卫生巾产能利用率较高	23
表 9 : 募投项目用途	23
表 10 : 营销网络建设项目详细费用拆分	24
表 11 : 吸收性卫生用品相关公司 ROE 对比	26
表 12 : 吸收性卫生用品相关公司 ROE 对比	27
表 13 : 公司收入拆分表 (单位: 百万元, 均价为元/片)	30
表 14 : 公司利润表 (单位: 百万元)	31

1. 打造吸收性卫生用品领域民族品牌

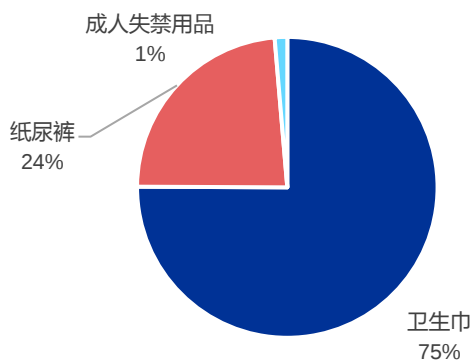
百亚股份为国内领先的吸收性卫生用品的品牌商和制造商，以自有品牌为主要销售模式，旗下拥有知名卫生巾品牌包括“自由点”和“妮爽”、婴儿纸尿裤品牌“好之”、成人纸尿裤品牌“丹宁”。自主品牌销售占 2019 年收入的 86%；除自有品牌外还有少量 ODM 业务，占比 14%，主要为其他个护品牌设计、开发和生产卫生巾和纸尿裤等产品。公司在吸收性卫生用品领域深耕多年，在我国川渝、云贵陕及两湖地区占据领先优势，积极提高自主研发、设计、生产和销售实力，专注打造中国吸收性卫生用品领域内的民族品牌。根据尼尔森调研显示，公司在 2015-2018 年全国商超渠道中，本土卫生巾厂商连续四年排名第四，具备较强品牌力。

表 1：公司主要产品为卫生巾、婴儿纸尿裤和成人失禁用品

产品	品牌	品牌理念	主要产品系列	品牌图片	产品图片
吸收性卫生用品	女性经期卫生巾	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	自由点 FREEMORE
		妮爽	清新、健康	云呼吸系列、闪吸系列、清清爽爽系列、清凉瞬吸系列等	妮爽
	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	好之 Howdage
	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	Darling 丹宁

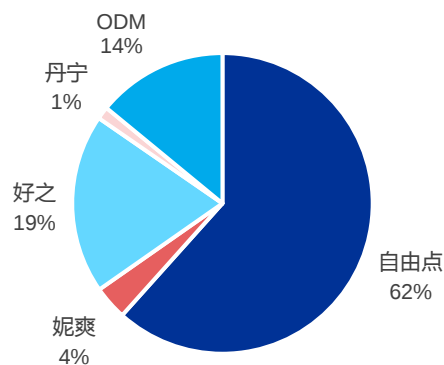
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 1：产品结构：卫生巾占公司 2019 年收入 75%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：品牌结构：自由点和好之占 2019 年收入 81%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

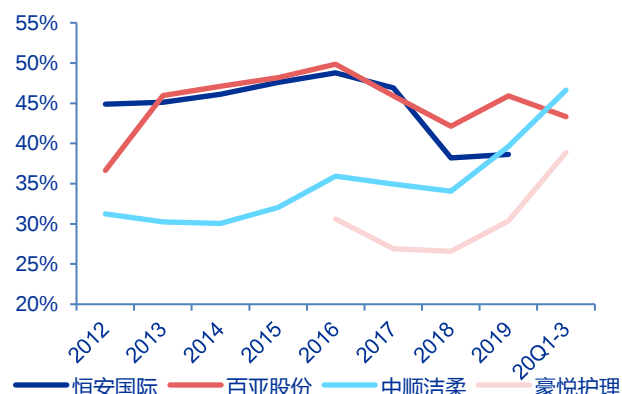
业绩增长稳健，自主品牌贡献稳定优质盈利表现。公司 2019 年实现收入 11.49 亿元，yoy19.6%，近 5 年收入 CAGR 为 13.0%；2019 年归母净利润 1.28 亿元，yoy43.4%，5 年 CAGR 为 16.2%。2020Q1-3 公司实现收入 9.06 亿元，yoy10.5%，新冠肺炎疫情期间公司下游需求稳健未受影响；2020Q1-3 实现归母净利润 1.30 亿元，yoy50.7%，受益于产品结构提升，公司盈利能力得到改善。公司销售以自主品牌为主，使得公司常年盈利水平较为稳定，毛利率和净利率表现优异，近五年平均毛利率为 46.4%、净利率为 9.6%，在行业内处于领先水平。

图 3：近 5 年收入 CAGR 13.0%

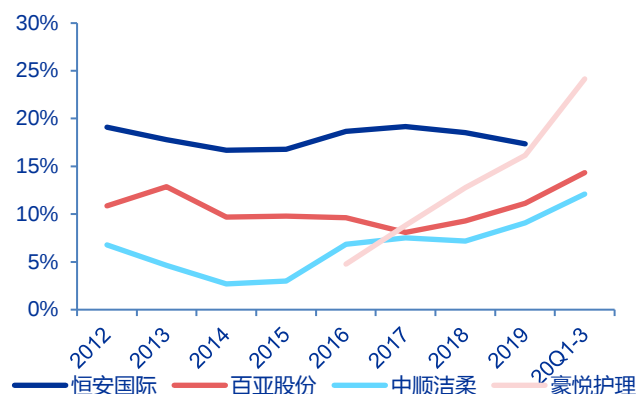

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：近 5 年归母净利润 CAGR 16.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司近 5 年平均毛利率为 46.4%


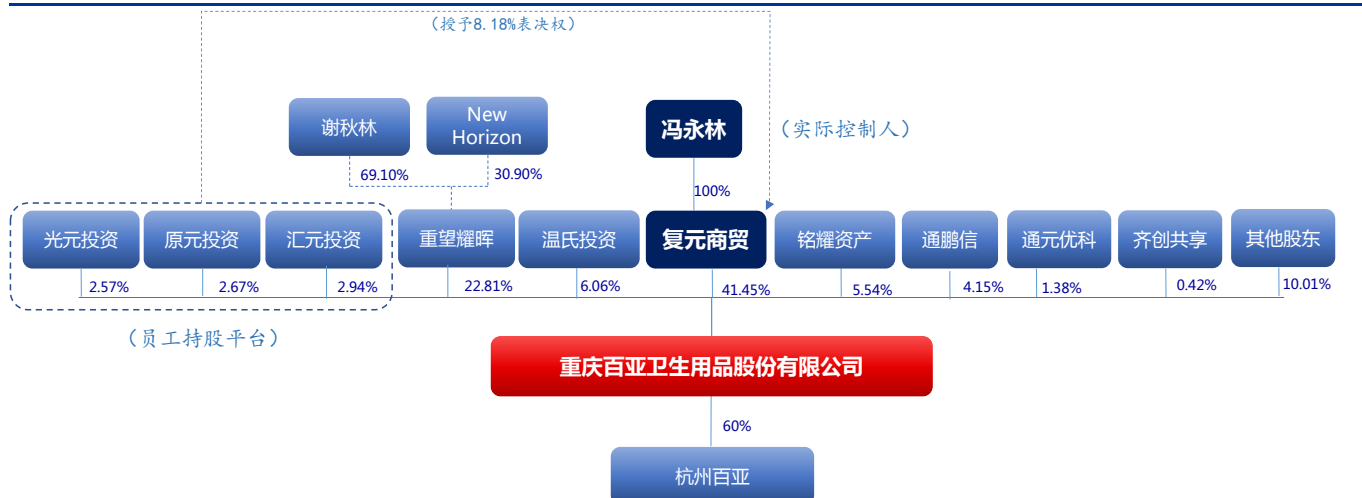
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司近 5 年平均净利率为 9.6%


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司实际控制人为冯永林，通过其全资持有的复元商贸持股 41.45%；2015 年 9 月为实施员工激励，员工持股平台（汇元投资、原元投资和光元投资）对公司增资，持股 8.18%，而表决权则委托于复元商贸，**冯永林先生合计控制公司 49.63%股东大会表决权。**公司第二大股东为重望耀晖，分别由股东谢秋林和 New Horizon 持股 69.1%和 30.9%。

图 7：公司实控人为冯永林，持表决权 49.63%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

创业者文化，职业经理人制度，激励机制到位，高度重视人才培养与赋能。公司格外看重人才引进及有效激励，强调员工培训与福利：

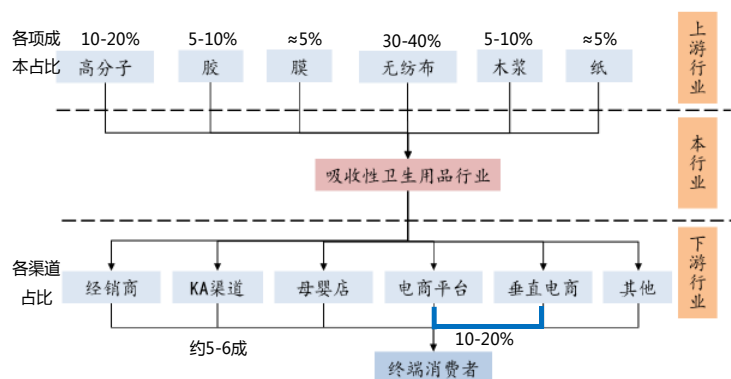
①**阿米巴经营管理**：除了员工持股平台 8.18%的持股比例之外（经理级别以上超过 100 人持有股份），公司还通过**阿米巴模式**，积极培养管理型人才，使优质一线业务人员掌握企业运营管理知识，从长期视角，搭建内部人才梯队，不断为企业培养后备力量。

②**员工福利**：公司为工厂工人提供优质工作环境，包括咖啡吧+茶吧、餐厅、员工宿舍、购换车等福利，有利于公司保留优质人才。公司上下贯彻良性竞争+奖励机制，职业经理人化管理，积极引入优质外部人才和年轻大学生，2019 年本科学历及以上员工占比 8.9%，未来公司将持续加大人才资源投入，提升组织能力。

2. 细分品类增长空间大，新零售渠道催生新业态

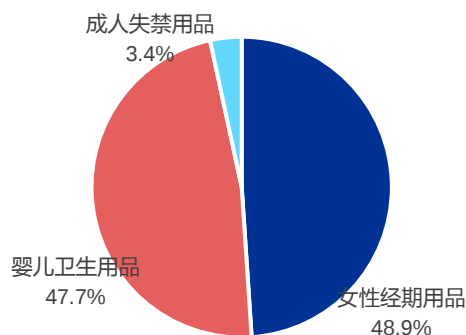
吸收性卫生用品行业刚需属性，增长持续稳健。公司所处吸收性卫生用品行业，其上游主要包括无纺布、膜、高分子吸收材料、无尘纸、胶、和浆板等，原材料主要来源于石油化工产品及造纸行业。而本产品为必需消费品，消费属性稳健刚需，下游主要受到人均可支配收入、新生儿数量、人口老龄化程度等宏观因素影响。2019 年吸收性卫生用品行业零售规模约 1163 亿元，近 5 年 CAGR 约 8%。其可被细分为婴儿纸尿裤、女性经期用品和成人失禁用品三大细分赛道，2019 年上述三类分别占比 48%、49%和 3%，分别约 555 亿元、569 亿元和 39 亿元，近 5 年 CAGR 分别为 10%、6%和 10%，婴儿纸尿裤和成人失禁用品保持较高增长，而成人失禁用品渗透率较低，伴随我国老龄化趋势未来增速将快于婴儿纸尿裤和女性经期用品。

图 8：吸收性卫生用品产业链拆分



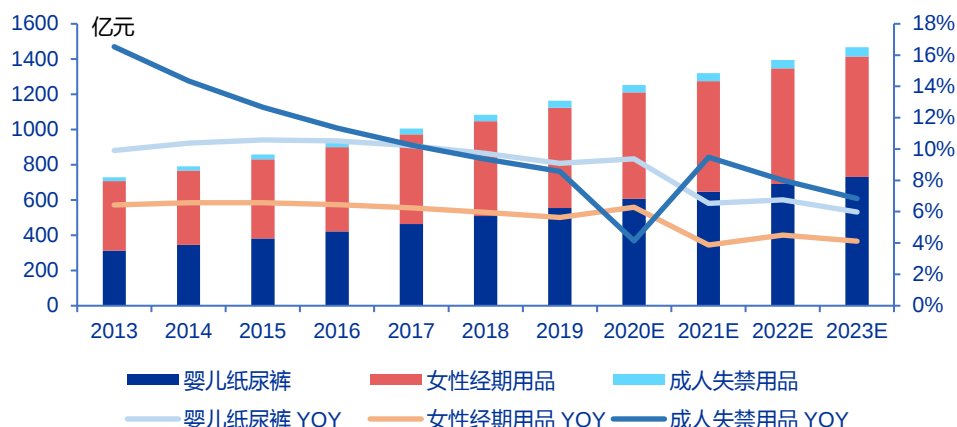
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：女性经期用品和婴儿卫生用品占主要部分



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 10：吸收性卫生用品近 5 年 CAGR 约 8%



资料来源：彭博，申万宏源研究

2.1 受益于消费升级，女性经期用品市场持续增长

全球女性经期用品种类丰富，我国卫生巾占据主导地位，其他产品仍处导入期。女性经期用品包括卫生巾（棉绒材质、液体卫生巾和裤型卫生巾等）、卫生棉条、月经杯等产品。欧美女性以使用卫生棉条和月经杯类产品为主，而我国女性消费者已经培养了成熟的卫生巾使用习惯，对需要置入体内的卫生棉条和月经杯接受度较低。而裤型卫生巾（如安睡裤等产品）具备更优的舒适性、超强吸收、穿戴便捷等优点，使得安睡裤类产品在2015-2018年全国商超销售额 CAGR 达到 74.81%，推动我国卫生巾产品种类进一步丰富化，产品结构进一步升级。

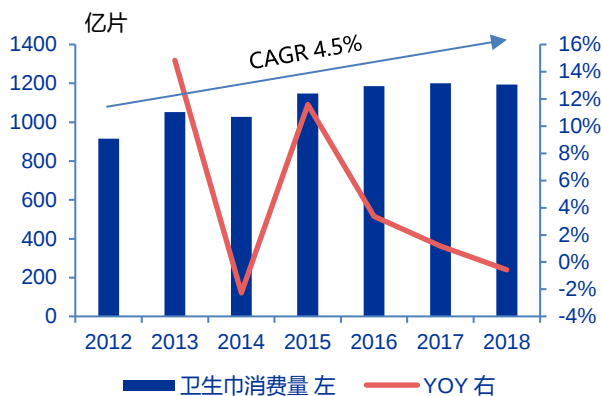
表 2：女性经期用品种类和特点，我国以卫生巾为主

产品类别	产品特点
卫生巾	传统棉绒材质卫生巾/护垫
	我国主流产品，形态款式丰富，产品成熟
	液体卫生巾
卫生棉条	裤型卫生巾
	护舒宝研发，更轻薄、吸水性更强
月经杯	有/无导管
	无测漏、穿戴便捷
	欧美主流产品，无异物感
月经杯	大多可重复使用
	欧美使用较多，环保、无异物感、可维持更长时间
	Flex等新兴/智能产品
	一次性/可重复，无异物感，不影响性生活

资料来源：申万宏源研究

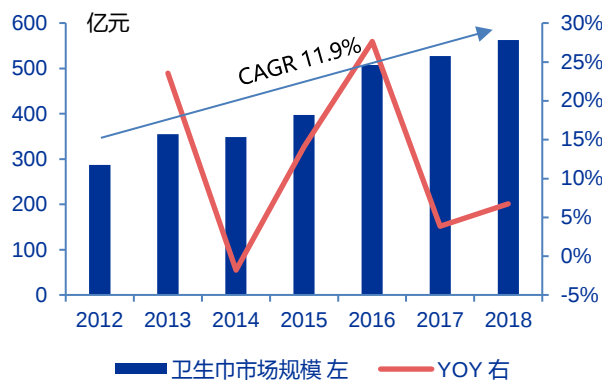
我国为全球最大的卫生巾消费市场，2018 年 15-49 岁女性数量高达 3.4 亿人，根据我国生活用纸专业委员会数据统计，2018 年卫生巾消费量达到 1193.4 亿片，对应市场规模达到 563 亿元，近 5 年 CAGR 为 9.7%。2012 年至 2018 年我国卫生巾渗透率从 91.3% 已提升至接近 100%，未来我们认为行业增长驱动将主要来自于：①价：消费升级带来的产品升级、技术工艺革新、品牌化趋势，从而带来产品均价不断提升；②量：卫生巾渗透率已趋于饱和，但学术论文显示随经济、营养状况改善，会使得女性初潮年龄提前（已从过去的 14-15 岁提前至平均 2017 年的 12.7 岁）、且更年期年龄推迟，卫生巾适龄女性年龄范围向两极延伸，保证卫生巾消费总量稳中微增。

图 11：2012-18 我国卫生巾消费量 CAGR 4.5%



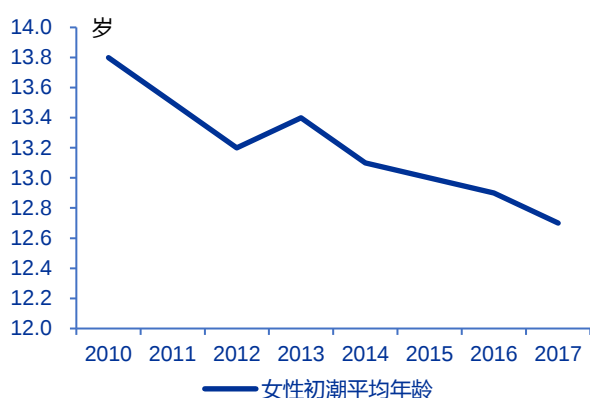
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2012-18 我国卫生巾市场规模 CAGR 11.9%



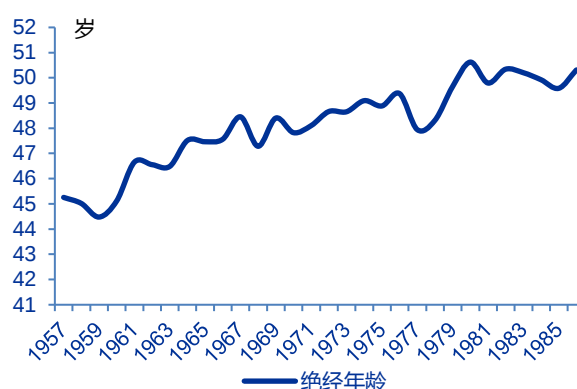
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：女性初潮年龄不断提前



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：女性绝经年龄推迟



资料来源：《绝经年龄的变化与遗传力的研究》，申万宏源研究

对比发达国家，我国人均经期产品消费额仍有较大增长空间。根据美国商务部普查局和日本统计局数据显示，美国和日本分别有 14-44 岁女性约 6693 万人和 2245 万人（假设女性占比 50%），对应女性经期产品市场规模分别为 236 亿元和 61 亿元人民币，我们计算得出每年人均消费额约 353 元和 271 元，显著高于我国 164 元的水平。**未来我们预期卫生巾消费量有望保持稳定微增趋势，而居民消费升级带来的产品升级、价格提升将成为主要的行业规模增长驱动；从人均消费额来看，我国对比发达国家仍有约翻倍的提升空间。**

表 3：我国女性经期产品人均消费额对比日美仍有提升空间

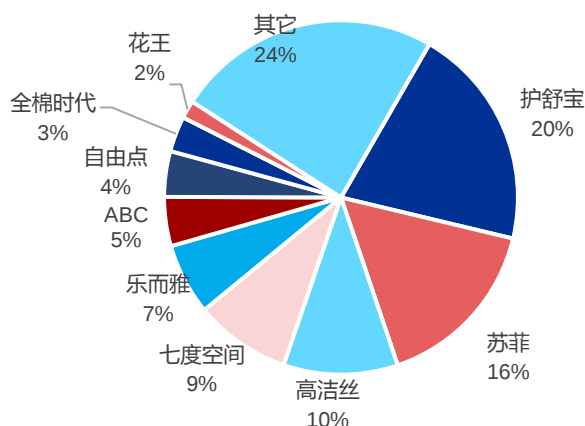
	中国（2018年）	美国（2018年）	日本（2015年）
总人数（亿人）	13.95	3.27	1.26
人均GDP（人民币元）	70892	426093	233343
人均可支配收入（人民币元）	28228	325928	220214
中国15-49岁女性数量（亿人）	3.44	0.67	0.22
美日为14-44岁（假设50%为女性）			
女性经期产品市场规模（亿元人民币）	563	236	61
人均消费额（元/人/年）	164	353	271

资料来源：Wind，彭博，申万宏源研究

行业格局：

我国卫生巾市场萌芽于 20 世纪 80 年代，以恒安国际等首批国产企业陆续出现，随后 90 年代外资企业如宝洁、尤妮佳纷纷进入国内市场，以领先的产品、技术和品牌优势，快速在 KA 渠道进行大范围铺货，使得外资品牌占据较高市场份额。与此同时我国本土卫生巾企业不断进行产品研发、技术革新、设备升级，近几年产品品质不断提高且更具性价比优势，结合新零售兴起，渠道和品牌日益碎片化发展，以百亚股份（自由点）、恒安国际（七度空间）、景兴健护（ABC）、稳健医疗（全棉时代）等为代表的国产卫生巾品牌商不断崛起，通过新零售不断缩减与外资品牌之间的差距，逐渐形成具有一定知名度和影响力的全国性卫生巾品牌。根据淘数据最近 1 年数据显示（2019.11-2020.10），外资品牌如护舒宝、苏菲和高洁丝在线上仍占据较高份额，但七度空间、ABC、自由点、全棉时代等国产品牌目前线上占比约 21%，未来有望提升市场份额。

图 15：国产卫生巾品牌未来有望进一步提升份额



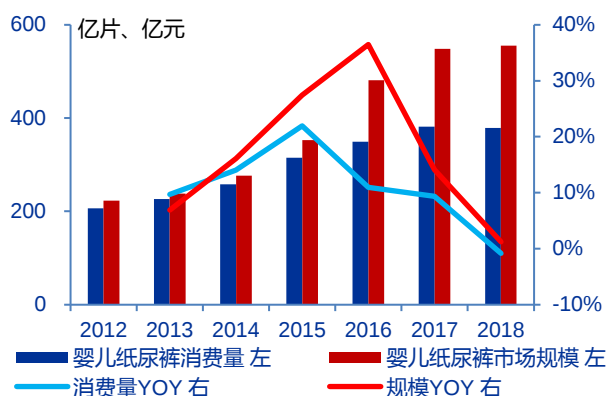
资料来源：淘数据，申万宏源研究

2.2 婴儿纸尿裤和成人失禁用品仍有较大渗透率提升空间

婴儿纸尿裤：

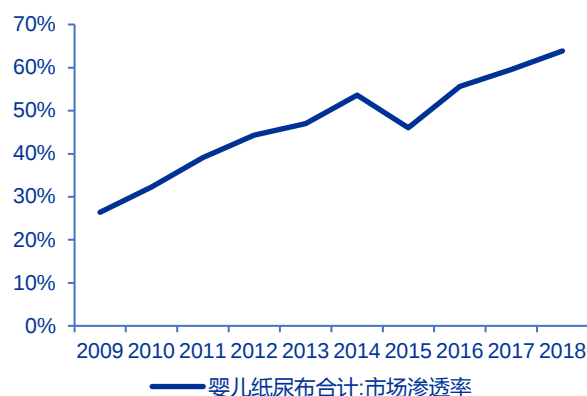
婴儿纸尿裤仍有渗透率提升空间。2016 年二胎政策开放带来新生儿数量增长，使得我国 2016-2017 年婴儿纸尿裤销量和市场规模增速明显提升；长期来看，我国整体新生儿增速仍处于放缓趋势。2018 年纸尿裤消费量达到 378.7 亿片，5 年 CAGR 为 11%，2018 年纸尿裤市场规模达到 555.4 亿元，5 年 CAGR 为 18%。从纸尿裤的渗透率来看，2018 年我国纸尿裤渗透率达到 63.9%，与我国城镇化率相近（59.6%），未来纸尿裤渗透率随农村收入水平、城镇化率提升仍有较大增长空间，带动纸尿裤消费量稳定增长。

图 16：近 5 年婴儿纸尿裤市场规模 CAGR 为 18%



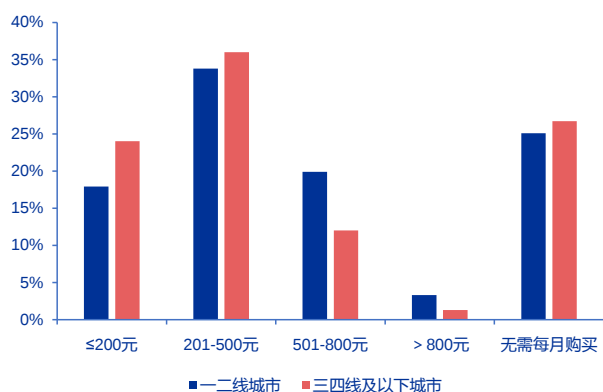
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：2018 年我国纸尿裤渗透率仅 63.9%



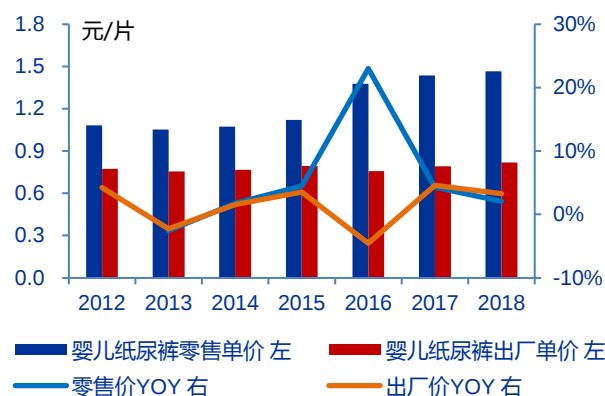
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：2020H1 一二线城市月均高端纸尿裤支出更高



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

图 19：纸尿裤零售价持续提升



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

从人均纸尿裤消费水平来看，我国仍显著低于发达国家。对比美国和日本，分别有 0-4 岁婴儿 1976 万人和 499 万人，而对应的婴儿纸尿裤市场规模达到 416 亿元和 100 亿元，单个婴儿纸尿裤消费额达到 2106 和 2001 元/人/年，而我国仅 676 元/人/年，主要系 1) 我国婴儿纸尿裤渗透率仅 63.9%，而发达国家则接近 100%；2) 我国婴儿纸尿裤单价仍显著低于美国和日本。从纸尿裤近几年的价格走势来看，零售价随二胎潮明显提涨。我们根据艾媒咨询调研显示，三四线城市纸尿裤购买群体中，月均支出 500 元以上的占比仅 13%，对于高端纸尿裤的购买需求较低；而一二线城市生活水平较高，对于高端纸尿裤的需求更大，月均支出 500 元以上的比重为 23%。未来我们认为随着低线城市消费观念升级，具备更大的消费增长潜力，将带动纸尿裤市场持续扩容。

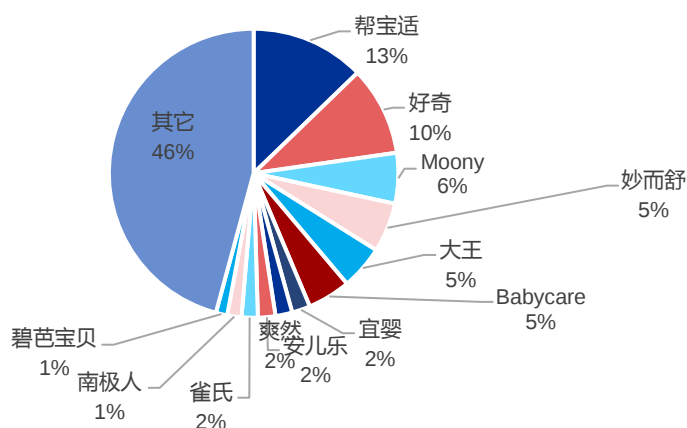
表 4：我国婴儿纸尿裤单价和消费额对比日美仍有提升空间

	中国（2018年）	美国（2018年）	日本（2015年）
总人数（亿人）	14.0	3.3	1.3
人均GDP（人民币元）	70892	426093	233343
人均可支配收入（人民币元）	28228	325928	220214
婴儿数量（0-4岁）（亿人）	0.822	0.198	0.050
婴儿纸尿裤销售额（亿元）	555	416	100
婴儿纸尿裤单价（元/kg）	35.0	52.9	47.0
单个婴儿纸尿裤消费额（人民币元）	675.8	2,106.2	2,000.8

资料来源：Wind，彭博，申万宏源研究

行业格局：外资婴儿卫生用品品牌进入我国较早，通过其更先进的产品工艺、材料配方、生产设备和成熟的品牌知名度，已建立起高端、高品质的形象，作为行业头部品牌持续带动行业结构升级、产品梯度丰富化。根据淘数据最近 1 年数据显示（2019.11-2020.10），外资品牌如帮宝适、好奇、Moony 等仍占据头部位置，但行业整体竞争格局更为分散，国产新兴纸尿裤品牌如宜婴、安儿乐、爽然、雀氏、南极人、BEABA（碧芭宝贝）等位列第二梯队，紧逼外资品牌份额。

图 20：国产婴儿纸尿裤品牌份额未来有望提升

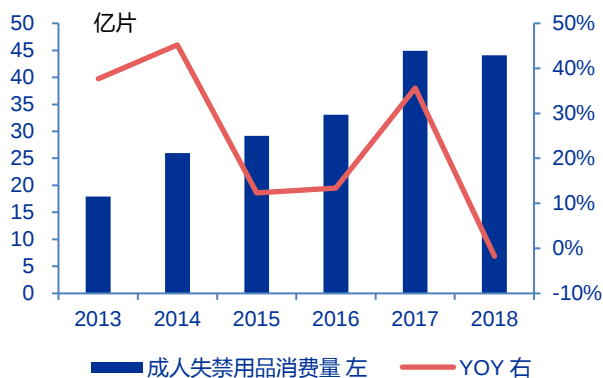


资料来源：淘数据，申万宏源研究

成人失禁用品：

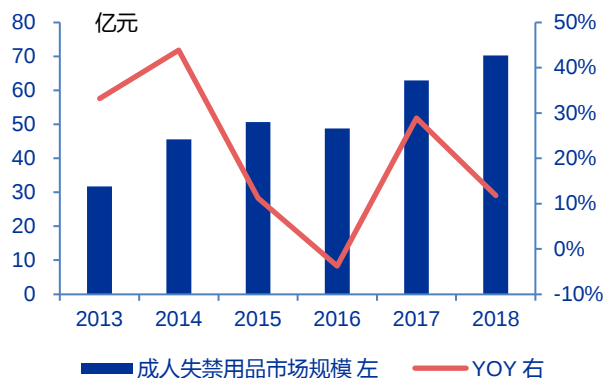
成人失禁用品仍处于导入期，未来发展潜力较大。2018 年成人失禁用品消费量 44.1 亿片，近 5 年 CAGR 高达 20%，2018 年其市场规模达到 70.3 亿元，近 5 年 CAGR 为 17%，规模翻倍。成人失禁用品包括成人纸尿裤/片、护理垫、成人尿袋等产品，主要针对卧病在床需要长期护理的失能老人和产后/术后患者。根据国家数据统计，2018 年我国 70 岁及以上的老人约 9977 万人，占总人口比重从 2003 年的 5.06% 提升至 2018 年的 7.15%，随着我国人口老龄化程度不断加重，成人失禁用品受众群体将持续扩容。

图 21：近 5 年成人失禁用品消费量 CAGR20%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：近 5 年成人失禁用品市场规模 CAGR17%

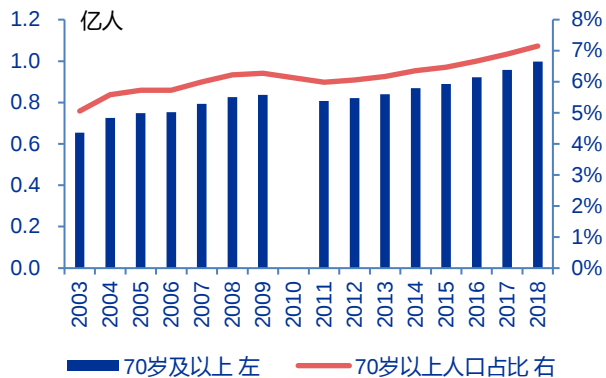


资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业空间可达百亿，渗透率和消费者教育有待提升。我们假设 70 岁以上的老年人中有 30% 为失能老人，则对应约 2993 万人，日均纸尿裤使用量约 3 片（成年人一天排尿量约 2400ml，单片纸尿裤吸水量约 1000ml），假设单片尿布零售价约 3 元/片，则成人失禁用品零售规模可最高达到 983 亿元（0.2993 亿人*365 天*3 片*3 元）。**目前市场规模仍远小于此水平，主要系：**1）低线城市渗透率较低，一线城市占总市场规模的 50%，二、三线城市 45%，而乡镇农村占比仅 5%；2）国内厂商对于产品创新和推广力度较弱，主要消费场景仍以医院、养老院、护理院以及电商等渠道为主，而在商超等渠道的货架出货频率显著低于女性经期用品和婴儿纸尿裤等产品，使得其渗透率远不及上述产品；3）老年消

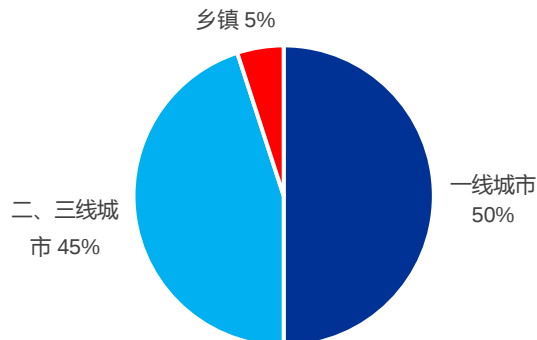
费者观念仍需转变，目前 70 岁以上的老人生于 1950 年代前，其对中高端纸尿裤产品和消费习惯仍需教育和培养。

图 23：2018 年我国 70 岁以上老人约 9977 万人



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 24：高线城市为主要的成人失禁用品客群，乡镇渗透率待提升



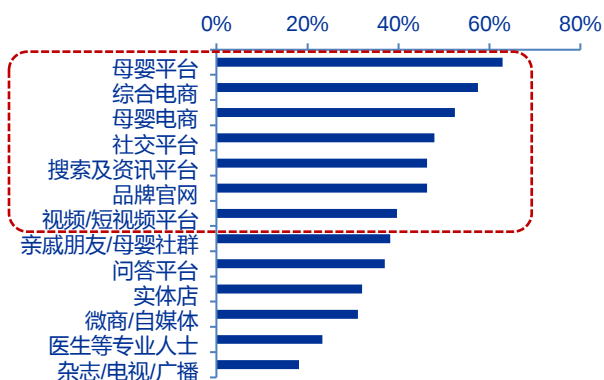
资料来源：搜狐，申万宏源研究

2.3 消费者回归产品力本身，新零售为国货品牌提供机遇

渠道结构和消费者偏好逐渐发生变化。从吸收性卫生用品主要消费渠道来看，过去 KA 卖场、零售商超为主要渠道，近几年随电商兴起，电商平台（如天猫、京东、苏宁等）销售占比逐渐提升，各类新零售渠道（直播带货、母婴店等）也逐渐成为新兴流量入口，新渠道往往具备更强专业细分和导购属性，受到新一代消费者和 90 后宝妈群体欢迎。

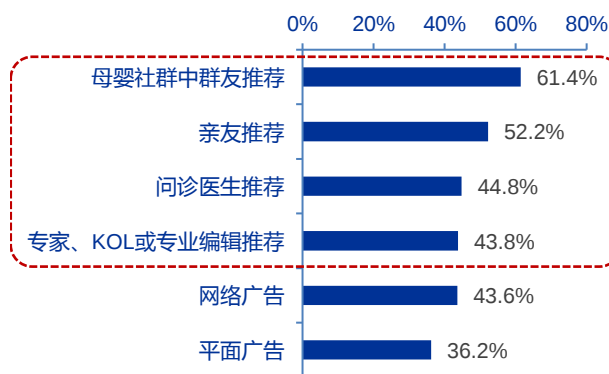
信息获取渠道分散，新零售消费渠道崛起，竞争回归产品力本质。我们参考艾瑞咨询的《2019 年中国 90 后妈妈消费洞察白皮书》报告，其主要考察了 90 后女性消费者在母婴类产品的消费偏好，我们认为对卫生巾产品的购买人群高度重叠，具备一定借鉴意义。报告中指出，近 84% 的 90 后妈妈会在购买相应商品前进行预调研，前三大主要的商品和品牌咨询获取渠道为母婴平台、综合电商和母婴电商，实体店、医生等专业人士排名较为靠后；但在购买环节，在现实生活中有交流交集亲友、医生与专家等对 90 后妈妈们有更强的决策影响力，61.4% 会参考母婴社群的群友推荐，亲友、问诊医生、专家/KOL 等分别占 52.2%、44.8% 和 43.8%。综上可见，年轻妈妈们更偏好线上渠道的即时信息获取，其消费欲望与需求可能会被激发，但落实到实际购买时，妈妈们更看重信赖度较高的身边人/专家推荐。我们认为产品力本身强弱决定了能否引起口碑传播，进而极大程度上影响了新晋妈妈的购买决策。

图 25：线上渠道为 90 后妈妈获取资讯的主要来源（2019 年）



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 26：亲友、医生、专家/KOL 等在购买决策时对 90 后妈妈有更大的影响力（2019 年）



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

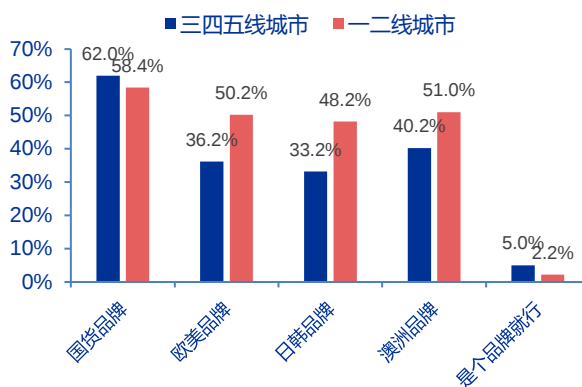
消费升级并不意味着为品牌盲目买单，而是为品质买单；外资大牌品牌力逐渐弱化，国货时代崛起。根据艾瑞咨询调研显示，对比 3 年前，90 后妈妈们现在更加看重产品本身，包括产品的安全性、实用性、耐用性和材质等，而品牌因素则从 2016 年的第一位降至 2019 年的第五位。以纸尿裤产品为例，妈妈们更看重产品的柔软透气、安全环保、贴身防漏和轻巧便捷等特点。从品牌分布来看，国货品牌无论在一二线或三四五线城市都更受消费者欢迎（分别为 62% 和 58.4%），而对澳洲、欧美、日韩等外资品牌的偏好并不明显，体现出新一代女性消费者更加理性，愈发看重性价比和产品品质，而对单纯的品牌营销敏感度降低。

图 27：2019 年对比 2016 年，品牌因素明显弱化，从第一降至第五



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 28：国货品牌在各线城市都更受消费者欢迎



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

以产品+新渠道实现弯道超车。近几年一些新兴“国货大牌”以突出的产品力和性价比，在新零售渠道（小红书、微博、微信、社交聊天群）上快速走红，逆袭超越过往以高品牌力、知名度、品质著称的外资品牌，例如：婴儿纸尿裤的 BEABA、凯儿得乐、雀氏、好之，服装的内外、李宁，化妆品中的大宝 SOD 蜜、完美日记、润百颜、百雀羚等品牌。**我们认为线上销售占比越高的品类越有可能出现新品牌弯道超车的情况，目前卫生巾产品仍主要**

集中在线下渠道，但线上销售占比逐年提升中，为国货品牌提供新的增长机遇，例如：自由点（百亚股份）、奈丝公主（稳健医疗）等。

图 29：自由点高端有机纯棉系列图片



资料来源：天猫旗舰店，申万宏源研究

图 30：新渠道新零售孕育各品类国货品牌逐渐崛起



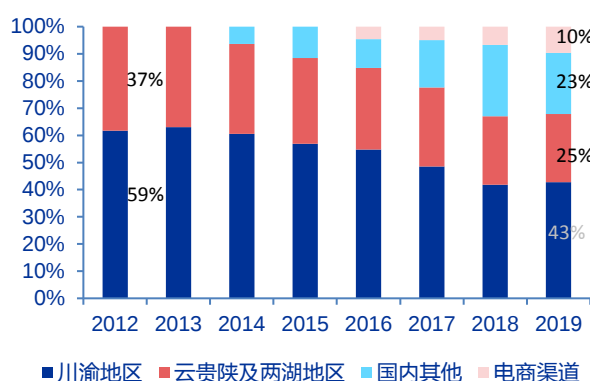
资料来源：百度图片，申万宏源研究

3. 匠人精神打造极致产品力，新零售发力全渠道拓展

3.1 线上+线下进军全国性品牌，渠道结构不断优化

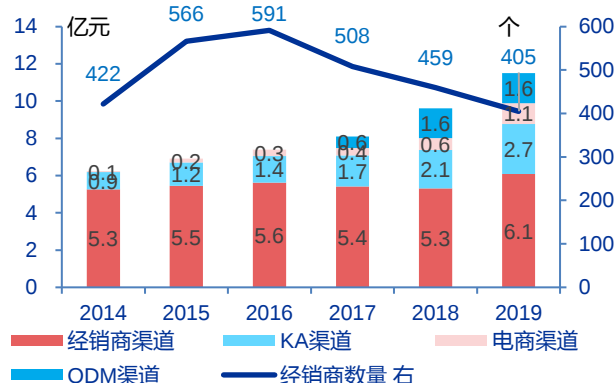
精耕川渝，稳步推进全国市场。从渠道结构来看，2019 年公司 KA、电商、经销商、和 ODM 渠道分别占比 23%、10%、53%和 14%。公司秉持着“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的渠道策略，在川渝地区已建立起领先优势，形成地方性品牌知名度和优势。过去西南地区贡献公司主要收入，2012 年川渝地区贡献收入比重约 59%、其次为云贵陕及两湖地区，占比 37%；近几年公司不断丰富销售渠道，扩大 KA 和电商等渠道，对单一地区的依赖度已大幅降低，2019 年川渝地区销售金额为 4.91 亿元，占比 43%，云贵陕及两湖地区占比 25%，全国其他地区及电商新渠道贡献收入 3.70 亿元，占比 33%。

图 31：全国其他地区贡献收入占比提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：KA、电商和 ODM 渠道占比提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

①KA 渠道：公司通过片区销售运营经验，以点及面拓展其他区域。公司目前已与永辉超市、沃尔玛、家乐福、大润发、华润万家新世纪百货等知名 KA 渠道建立了长期、稳定的合作关系。KA 客户具备的更广泛的零售网点、更强的渠道知名度和资信实力，有利于公司增强产品和品牌认知度。公司 KA 渠道大客户为永辉超市，近几年合作规模快速翻倍，2019 年销售收入为 1.10 亿元（VS2012 年仅 1359 万元），随着永辉超市向三四线城市和西部地区渗透，公司与永辉的合作进一步加深。未来随着公司不断加深与全国性 KA 渠道的合作，公司收入结构有望进一步优化，从地方性品牌升级为全国范围知名吸收性卫生巾品牌，增强品牌知名度和溢价。

表 5：公司前几大客户历年收入情况

客户名称（单位：万元）	客户类型	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
永辉超市股份有限公司	全国KA渠道	1,359	1,805	2,153	3,030	3,358	5,240	7,363	10,955
苏州绿叶日用品有限公司	ODM大客户						4,991	11,385	10,704
沃尔玛（中国）投资有限公司	全国KA渠道	1,046		1,081	1,010	1,406	1,520	1,815	3,379
重庆商社新世纪百货有限公司	地方KA渠道	2,109	1,830	2,098	2,174	2,240	2,451	2,623	2,904
陕西百惠商贸有限公司	地方经销渠道							1,829	2,406
成都佳兴化妆品有限公司	地方经销渠道				1,643	1,911	1,935	1,932	
云南怡联深度供应链管理有限公司	地方经销渠道					1,211			
步步高商业连锁股份有限公司	全国KA渠道			802	1,157	1,004	1,212	1,513	1,973
重庆海弘日化有限公司	地方经销渠道		1,228	1,234	1,014				
遵义市吉马贸易有限责任公司	地方经销渠道	1,166	1,135	945					
Lexa Ghana Limited	海外经销渠道	1,536	1,097						
前五大客户占比		12%	11%	12%	13%	14%	20%	26%	26%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

全国范围 KA 渠道客户销售收入明显提升，包括永辉超市、沃尔玛、大润发等；区域性的 KA 客户销售收入稳步增长，例如新世纪百货、贵州合力、湖北黄商、湖北中百等，全国性 KA 客户贡献收入比重从 2014 年的 8%提升至 17%，而地方性 KA 客户占比从 5%下降至 4%，经销渠道占比也从 84%大幅下降至 53%，**体现出公司品牌逐渐从区域性领先品牌向全国品牌进军，渠道结构不断优化。**

表 6：公司主要 KA 客户历年销售收入情况（单位：万元）

客户名称（单位：万元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019
永辉超市	2,153	3,030	3,358	5,240	7,363	10,955
沃尔玛	1,081	1,010	1,406	1,520	1,815	3,379
新世纪百货	2,098	2,174	2,240	2,451	2,623	2,904
步步高	802	1,157	1,004	1,212	1,513	1,973
大润发	156	507	588	944	989	1,800
贵州合力	427	645	625	699	982	1,286
家乐福	800	939	1,018	1,193	966	1,139
湖北黄商					415	538
湖北中百	157	388	446	390	393	391
华润万家						303
重客隆	453	449	365	410		
欧尚	145	218	402	357	389	
总收入	62410	69140	73880	81021	96116	114941
全国性KA渠道占比	8%	10%	11%	13%	14%	17%
地方性KA渠道占比	5%	5%	5%	5%	5%	4%
经销渠道占比	84%	79%	76%	67%	55%	53%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

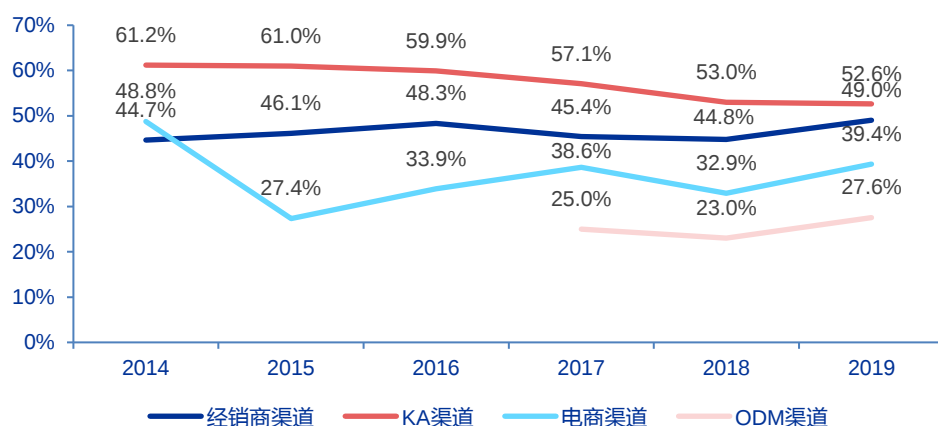
②电商渠道 把握新零售机遇快速增长中。公司 2016 年末成立全资子公司杭州百亚（公司持股 60%，杭州赤云网络技术持股 40%），主要在天猫和京东平台开设旗舰店从事电商销售。2017 年起公司加大线上渠道投入，2018-2019 年电商渠道实现 6407 万元和 1.11 亿元，分别同比增长 61%和 73%，从 2020 年 1-10 月淘数据销售表现来看，已实现零售额 1.85 亿元（为第三方数据，可能存在一定数据偏差），我们预期 2020 年电商渠道将继续保持高速增长。**公司快速把握了互联网时代下的年轻消费者的购买偏好，通过网络、新媒体等途径提升了品牌影响力，使公司销售网络更加立体化。**

③**经销渠道：从量到质，持续优化经销商结构。**近几年消费者愈发偏好线上渠道和大型百货零售店，中小型商超流量承压。同时公司优化经销商结构，提高新经销商进入门槛、资金实力考核、加大淘汰调整机制，公司 2017-2019 年经销商数量从 508 个减少至 405 个，但经销渠道收入在 2019 年企稳回升，同比增长 14%，体现公司整体经销渠道质量得到优化。

④**ODM 业务：**ODM 业务近 3 年增长较快，有助于公司向其他新零售品牌商学习产品和营销经验。近几年有较多新零售品牌商跨界进入吸收性卫生巾行业，其不具备产品的自主研发与生产能力，需要与具备较强制造能力的厂商来合作生产。公司仍以自有品牌为核心业务，ODM 有助于公司向新零售品牌商积累零售经验，增强公司的市场敏锐度，同时 ODM 客户快速迭代的产品线，也倒逼公司提升柔性化生产能力，长期为自有品牌建设赋能。目前公司 ODM 主要大客户为苏州绿叶，主要销售商品为卫生巾和婴儿纸尿裤，其他 ODM 客户还包括名创优品（卫生巾，2019 年收入为 1987 万元）、凯儿得乐（卫生巾，1405 万元）。

由于定价策略、产品结构、促销力度不同，各渠道毛利率略有差异。公司 KA 渠道直接面向消费者，销售自有品牌产品，无中间环节，价格一般为终端零售价的 8-8.5 折（不含返点/折扣），使得毛利率属各渠道中最高，近 3 年平均为 54%。经销渠道一般出厂价低于 KA 渠道，价格一般为终端零售价的 6.4-7.2 折（不含返点/折扣），中间环节包括商超、卖场、便利店等，导致毛利率略低于 KA 渠道，近 3 年平均为 46%。电商渠道虽为直营，但公司前期市场开拓给予消费者较大的促销折扣和推广力度，导致毛利率水平低于 KA 和经销渠道，近 3 年平均为 37%。ODM 业务公司主要提供贴牌生产服务，毛利率整体偏低而无其他费用率，近 3 年平均为 25%。

图 33：KA 渠道和经销渠道毛利率较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 自有品牌+产品研发带动结构升级

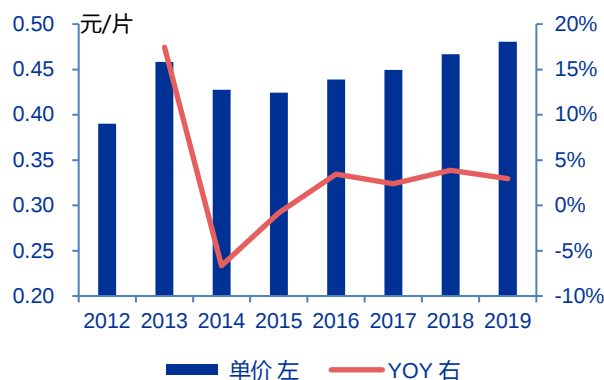
自由点产品升级，单价不断提升，带动产品结构持续升级。卫生巾产品公司有“自由点”和“妮爽”两大品牌，分别定位为中高端和中低端市场。早期公司在西南经济发展相对较落后区域主要推广妮爽系列产品，产品定价亲民且有助于卫生巾产品渗透率提升。随国家经济高速发展、居民生活品质提升，定位中高端的自由点系列产品更符合消费升级趋势，2012年至2019年自由点品牌卫生巾销量从5.99亿片增长至14.74亿片，CAGR13.7%，而妮爽品牌卫生巾销量从12.93亿片下降至3.2亿片。2012-2019年公司卫生巾整体销量基本持平，但受益于高价位产品占比提升，使得整体均价从0.22元/片提升至0.42元/片，CAGR9.5%，其中自由点产品均价从0.39元/片提升至0.48元/片，CAGR3.0%，妮爽产品均价从0.14元/片降至0.13元/片。

图 34：自由点卫生巾销量快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：自由点均价稳步提升，带动结构升级



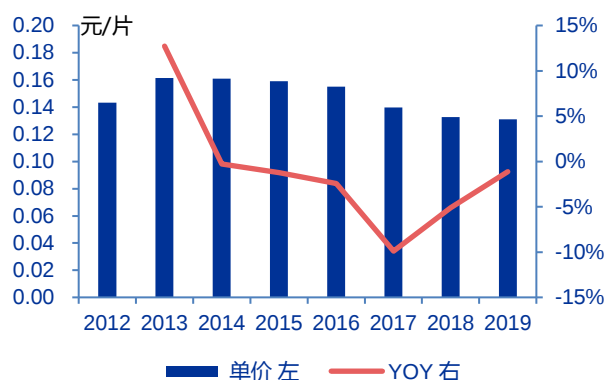
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：中端品牌妮爽销量有所下降，体现公司产品结构向中高端倾斜



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：妮爽价格相对稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

自由点品牌持续推出高端新产品，顺应消费升级趋势，持续带动结构升级，未来单价有望稳步提升。公司近几年加大新产品研发力度，在自由点主系列基础上，①对隐形系列进行外观升级，联合法国知名奢侈品设计师合作，单片独立包装采取仿面膜设计，更适合一二线城市的都市女性使用；②推出有机纯棉和天然竹纤维新产品，这两款产品更适合注重原材料材质的中高端女性消费者，且消费者每购买一包则向中华儿慈会捐助 0.1 元，携

手公益提升品牌形象；③**新增安睡裤品类**，此类产品目前渗透率快速提升中，价格为传统卫生巾的多倍，提供消费者更优的穿戴和睡眠体验。新产品定价方面、包装设计均显著优于传统系列，有助于带动产品均价和毛利率稳步提升，也更匹配公司进军全国市场的渠道定位。

表 7：自由点持续推出更高附加值新品，持续提升均价和毛利率

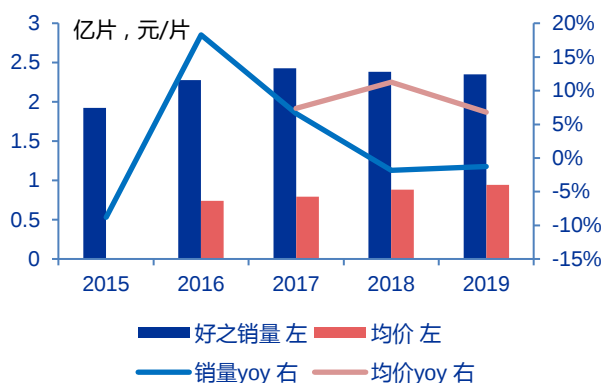
	自由点	自由点-安睡裤	自由点-隐形	自由点-有机纯棉	自由点-天然竹纤维
单价（天猫旗舰店）	0.7-1元/片	4-7元/片	4.2-5.6元/片	2-2.5元/片	1.2-1.8元/片
图片					
产品特点	高性价比、轻薄透气、绵柔舒适	新款添加薰衣草精油助眠、轻薄透气、360°防侧漏、提升经期睡眠质量、穿戴便捷	产品设计与法国设计师合作、大气低调、内包装为独立CC包（仿面膜设计）、一撕到底、更薄更锁水	我国第一款有机棉卫生巾，中国与GOTS国际双重认证有机，从材料源头无添加、纯天然，携手公益捐助	竹原纤维具有良好的透气性、瞬间吸水性、较强的耐磨性等特性，具有天然抗菌、抑菌、除螨、防臭等功能，携手公益捐助
定位人群	12-25岁少女	中高端女性	中高端女性	中高端女性	各阶层全覆盖

资料来源：天猫旗舰店，申万宏源研究

好之婴儿纸尿裤量价齐升。公司好之纸尿裤产品从 2015 年的 1.9 亿片提升至 2020 年 2.4 亿片，CAGR5%；价格方面，好之定位中高端，公司积极推出更舒适、高附加值产品，包括“PH 弱酸性面层”产品、“无束缚弹柔腰围”学步裤系列等，使得纸尿裤均价提升至 0.94 元/片，近 3 年 CAGR8%。

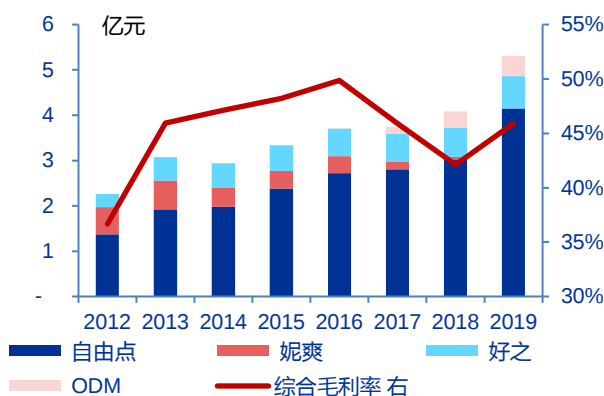
盈利能力也随结构升级得到改善。妮爽产品毛利率仅 30%左右，盈利能力较差，自由点产品毛利率约 60%，盈利能力明显优于妮爽。而好之品牌仍处于导入期，公司为提升品牌影响力、加大销售力度，给予渠道较大的促销折扣支持，导致好之毛利率仅 30%左右，未来随着品牌知名度提升，好之系列盈利能力有望改善。随着自由点销售占比提升、产品结构持续升级、妮爽占比下降，带动公司综合毛利率大幅提高，从 2012 年的 37%提升至 2019 年的 46%。未来我们认为随着自由点品牌不断推出高端产品系列，将持续带动公司均价与毛利率持续提升。

图 38：好之婴儿纸尿裤量价齐升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：毛利润拆分，自由点品牌带动结构升级，毛利率从 37%提升至 46%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 募投助推公司扩建产能、增强产品营销，打造标杆工厂

公司现有卫生巾产能约 26 亿片和婴儿纸尿裤 5.4 亿片。卫生巾基本均保持 80%以上的产能利用率，婴儿纸尿裤仍有富余产能。本次 IPO 公司发行股份 4277.78 万股，占总股本 10%，共募集资金 2.83 亿元（净额 2.38 亿元），将分别用于①百亚国际产业园升级建设项目（1.33 亿元）、②营销网络建设项目（0.98 亿元）、③研发中心建设项目（0.49 亿元）和④信息化系统建设项目（0.25 亿元）。

表 8：公司卫生巾产能利用率较高

单位：万片	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
卫生巾								
产能	171,579	218,465	222,267	194,705	229,870	196,500	229,870	261,550
产量	190,612	174,753	168,534	170,517	187,528	165,962	187,528	213,289
其中：OEM外协产量				93	916	375	81	1,805
销量	189,155	169,053	158,655	171,098	178,581	164,330	178,581	211,143
产能利用率	111%	80%	76%	88%	81%	84%	82%	81%
产销率	99%	97%	94%	100%	95%	99%	95%	99%
婴儿纸尿裤								
产能	30,413	46,886	41,818	36,749	44,405	50,688	46,464	53,856
产量	34,361	29,141	24,274	20,723	22,515	28,624	32,042	28,704
其中：OEM外协产量	846	961	1,838	411	456	918	2,291	159
销量	33,502	28,823	22,408	19,250	22,767	28,656	31,361	28,914
产能利用率	110%	60%	54%	55%	50%	55%	64%	53%
产销率	98%	99%	92%	93%	101%	100%	98%	101%
成人失禁用品								
OEM外协产量				1,577	1,460	1,342	1,173	906
销量				1,571	1,425	1,281	1,178	994
产销率				100%	98%	95%	100%	110%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：募投项目用途

项目名	投资总额（万元）	使用募投项目投资金额（万元）	建设期
百亚国际产业园升级建设项目	13,325.83	13,325.83	24个月
营销网络建设项目	9,796.80	9,796.80	36个月
研发中心建设项目	4,897.09	640.45	36个月
信息化系统建设项目	2,451.15	-	36个月
合计	30,470.87	23,763.08	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

募投项目①百亚国际产业园：公司将引入具有良好市场前景的学步裤和安睡裤生产线，进一步丰富并提升公司产品结构。根据尼尔森统计显示，婴儿学步裤在婴儿纸尿裤中占比从 2016 年的 25.9%提升至 27.2%，而 2015-2018 年安睡裤销售额 CAGR 高达 74.8%，体现出较强增长势头。公司 2019 年外协产品营业成本约 3941 万元，主要外采学步裤和安睡裤产品，依赖外部供应商不利于公司自主开发新产品、降低生产成本；通过自建产能，公司能够更好地把握学步裤和中高端卫生巾（安睡裤）产品快速增长机遇。本项目预计建设期约 24 个月，预计婴儿学步裤和安睡裤产能分别达到 10000 万片和 8000 万片。

从用户出发打造行业标杆工厂。公司自始至终从用户需求出发，积极进行消费者调研，聘请专业咨询机构研究（麦肯锡等），所有的生产、技术、研发和设备升级都围绕提升产品品质、满足消费者需求开展，使得产品力不断提升。此外，公司十分重视在工厂自动化方面投入，建设大型立体仓库，实现原料入库、成品出库全自动化，不断减少人工、提升工厂效率。设备方面积极自主研发差异化部件，构建核心竞争力。与同行之间，公司乐于分享，开放工厂与同行共同探讨、进步，展现公司开放和乐于进取的文化基底，持续打造行业标杆工厂。

募投项目②营销网络建设：为加速自有品牌全国化进程，公司将加强销售网络覆盖、营销活动推广、数字化营销案和品牌宣传力度，持续提升“自由点”、“妮爽”、“好之”三大品牌认知度。本项目将助力公司产品进驻各省市的 KA 门店（以华东、华南和华中区域为主）；而在品牌推广方面，公司拟加大在年轻女性群体的宣传力度（包括校园推广、初潮推广、线上视频制造和数字媒体平台宣传）。

表 10：营销网络建设项目详细费用拆分

项目	推广方式	投资金额（万元）	占比
广告宣传	互联网广告	900	9%
	户外广告	600	6%
数字化营销	内容创作（版权合作）	1000	10%
	视频创意及制作	1000	10%
线下品牌推广	品牌终端形象工程	1950	20%
	体验式营销推广	500	5%
	校园推广	1565	16%
	初潮推广专项	680	7%
	场外推广活动	200	2%
	其他	500	5%
KA渠道终端建设		862	9%
其他		40	0%
合计		9797	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 财务分析和估值，盈利进入良性向上通道

ROE 对比及分析：

我们此处列举了吸收性卫生用品行业的可比公司，包括百亚股份、豪悦护理、中顺洁柔、景兴健护和恒安国际，豪悦护理主要以代工生产纸尿裤和卫生巾业务为主，景兴健护（ABC 品牌）和恒安国际（七度空间）与百亚股份较为相似，均以销售自有品牌的卫生巾产品为主，中顺洁柔和恒安国际还包括销售生活用纸产品业务。（景兴健护由于尚未上市，数据摘自招股说明书，故无后续年份数据）。

盈利能力：公司毛利率水平行业领先，以销售自有品牌产品的厂商普遍毛利率在 40% 以上，代工生产的厂商毛利率约 26%-30%（中顺洁柔以生活用纸为主，故毛利率略低一些）。而费用率方面，代工厂商销售费用率显著低于品牌商，使得毛销差较高，百亚股份由于目前品牌影响力略逊于景兴健护和恒安国际，故而毛利率较高但毛销差和净利率略低竞品。未来我们认为随着公司不断推出高附加值产品，持续结构升级，自有品牌影响力提升后，均价与毛利率均有提升空间，近 3 年公司净利率从 8.1% 提升至 11.1%，未来盈利能力有望延续改善趋势。

资产周转率：公司处于行业中游水平，平均总资产周转率约 1.2 次，略低于豪悦护理和景兴健护，高于恒安国际和中顺洁柔。

权益乘数：公司现金流较好，无任何短期和长期借款，仅有少量经营性负债，故而经营杠杆为行业内最低水平，2019 年为 1.4x。竞品中豪悦护理存在少量短期和长期借款（2019 年占总资产比约 14%），恒安国际存在大量短期借款和少量长期借款（2019 年占总资产比约 50%），权益乘数为行业内最高 2.6x。

（豪悦护理和百亚股份上市后，短期权益乘数和资产周转率会略有所降低）

综合来看 我们认为百亚股份上市后短期 ROE 将略有降低，系募投项目尚未产生效益，因业务结构以自有品牌为主，盈利稳定性整体较优，未来期待高结构产品带动盈利能力持续提升，资产结构方面存在增加杠杆运用的空间。

表 11：吸收性卫生用品相关公司 ROE 对比

ROE加权 (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
百亚股份	24.0	24.2	15.9	17.2	14.4	11.6	15.5	20.0
豪悦护理					37.6	52.9	64.5	65.4
中顺洁柔	7.4	5.2	2.9	3.7	10.2	12.3	12.7	16.4
景兴健护				28.1	26.7	26.3		
恒安国际	26.6	24.3	22.9	23.1	23.7	24.6	23.1	22.6
毛利率 (%)								
百亚股份	36.7	45.9	47.1	48.2	49.9	45.9	42.1	45.9
豪悦护理					30.6	26.9	26.6	30.4
中顺洁柔	31.2	30.2	30.0	32.0	35.9	34.9	34.1	39.6
景兴健护				44.8	42.9	41.7		
恒安国际	44.9	45.1	46.1	47.6	48.8	46.9	38.2	38.6
毛销差 (%)								
百亚股份	18.1	21.5	17.8	16.9	17.9	18.3	16.6	19.0
豪悦护理					16.9	19.1	21.5	25.1
中顺洁柔	16.6	13.7	14.4	14.6	17.0	15.8	16.2	19.0
景兴健护				17.0	15.1	16.2		
恒安国际	27.4	26.8	25.8	29.4	29.5	27.3	27.1	24.4
净利率 (%)								
百亚股份	10.9	12.9	9.7	9.8	9.6	8.1	9.3	11.1
豪悦护理					4.8	8.8	12.8	16.1
中顺洁柔	6.8	4.6	2.7	3.0	6.8	7.5	7.2	9.1
景兴健护				6.7	7.6	8.3		
恒安国际	19.1	17.8	16.7	16.8	18.7	19.2	18.5	17.4
总资产周转率								
百亚股份	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2
豪悦护理					0.9	1.3	1.8	1.8
中顺洁柔	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
景兴健护				1.8	1.7	1.8		
恒安国际	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
权益乘数								
百亚股份		1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
豪悦护理						4.5	2.9	2.2
中顺洁柔	1.5	1.8	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.5
景兴健护					1.9	1.9		
恒安国际	2.0	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	2.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

盈利预测：

1) 自由点：为公司高端品牌和主要增长驱动，预期随销售渠道拓宽后，2020-2022 年销量保持 15%、20%、25% 增速，均价每年提升 3%，与历史提价幅度相近，毛利率随产品结构提升，预计每年提升 1pct 左右；

2) 妮爽：随公司不断结构升级，预计妮爽品牌销量将每年下降 5%，均价保持不变，毛利率维持在 20%。

3) 好之：公司加大纸尿裤和学步裤等高附加值产品销售力度，且随新产线在 2022 年投产，预计好之销量保持 8%/10%/20% 增长，均价增速分别为 8%/5%/5%，毛利率逐年提升至 30%/31%/32%。

4) ODM 业务 预计未来 3 年收入端增速保持约 12%，毛利率稳定在 26%-27% 水平。

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 13.35/15.95/19.94 亿元，yoy16.2%/19.4%/25.1%，归母净利润分别为 1.83/2.59/3.63 亿元，yoy42.5%/41.6%/40.4%，EPS 为 0.43/0.60/0.85 元，对应 PE 为 51X/36X/26X。

相对估值：

我们选取了豪悦护理、恒安国际和生活用纸为主业的中顺洁柔作为可比公司。百亚股份目前 20 年 PE 为 51X，明显高于行业水平，体现了 A 股市场中具有自有品牌的吸收性卫生巾企业的稀缺性，市场给予较高溢价。我们认为公司自有品牌模式下，具有极大的想象空间，业绩存在较大向上弹性：1) 公司产品结构加速升级，近几年加大高附加值新品的研发推广，新品销售情况明显好于预期，自由点品牌从中低端向中高端迈进时，收入与盈利将体现较大弹性；2) 公司已逐渐从区域型品牌走向全国市场，新零售为优质国货品牌提供弯道超车机遇，公司电商销售高速增长中国，线下方面有望将现有区域的成功模式和经验在其他区域得到复制。上市后公司将加大销售拓展和品牌宣传力度，长期来看随品牌影响力提升后，产品定价与渠道议价权将得到提升，净利率有望进入良性上升通道。自有品牌对比代工业务更需考验企业的零售基因，市场也会给予更高溢价。

表 12：吸收性卫生用品相关公司 ROE 对比

证券代码	证券简称	实际/预计净利润(亿元人民币)				实际/预计净利润增速(%)						预计收入 (亿元)
		2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	19-22CAGR	
605009.SH	豪悦护理	3.2	6.5	7.1	8.8	176%	70%	107%	9%	24%	41%	28.0
1044.HK	恒安国际	39.1	46.0	49.8	53.9	0%	3%	18%	8%	8%	11%	238.3
002511.SZ	中顺洁柔	6.0	9.1	11.0	13.0	17%	48%	51%	21%	18%	29%	78.0
上述平均		16.1	20.6	22.6	25.3	4%	10%	28%	10%	12%	16%	114.8
003006.SZ	百亚股份	1.3	1.8	2.6	3.6	17.2	43%	42%	42%	40%	42%	13.4

证券代码	证券简称	2020-11-23 市值 (亿元人民币/港币)	20PE	PB	20PS	20PEG	19ROE	权益乘数 2019	总资产周转率 2019	净利率 2019
605009.SH	豪悦护理	204	31.3	7.6	7.3	0.8	65.4%	2.2	1.80	16.1%
1044.HK	恒安国际	681	16.5	3.4	2.6	1.5	22.6%	2.6	0.51	17.4%
002511.SZ	中顺洁柔	271	29.7	5.7	3.5	1.0	16.4%	1.5	1.19	9.1%
上述平均		225	25.9	5.6	4.4	1.1	35%	2.1	1.16	14.2%
003006.SZ	百亚股份	93	51.2	8.7	7.0	1.2	20.0%	1.4	1.24	11.1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注*：除百亚股份外，盈利预测均为 wind 一致预测 20PEG 为 20PE 除以 19-22CAGR

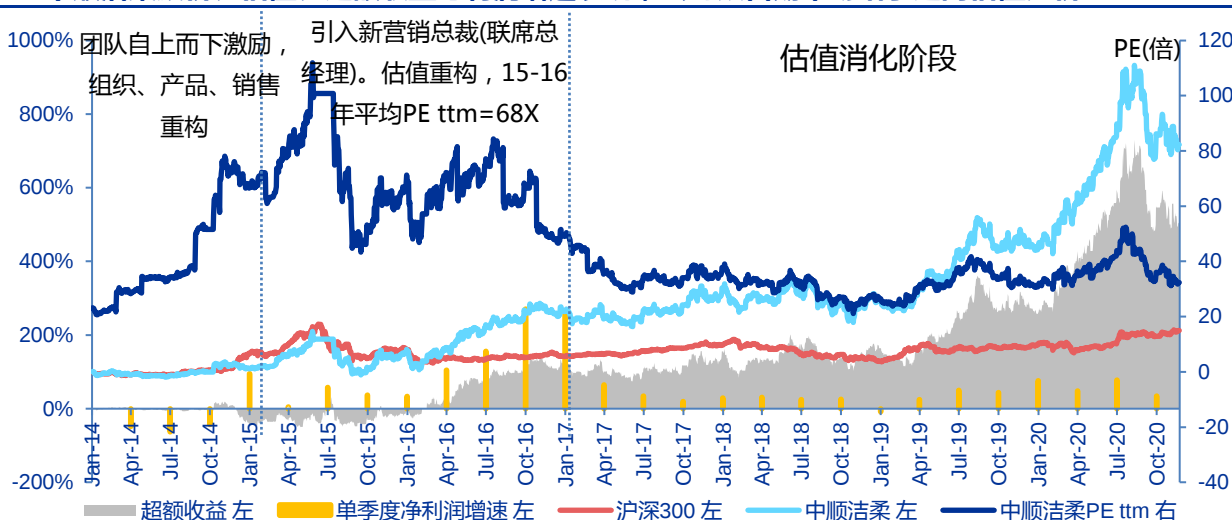
豪悦护理和百亚股份上市后，短期权益乘数和资产周转率会略有所降低，表格中所列杜邦拆分数据为 2019 年

恒安国际财务数据为人民币口径，市值为港币，20PE 按 0.895 港币/人民币汇率调整后

结合同为 A 股的中顺洁柔历史估值进行对比，我们认为百亚股份处于结构升级期值得给予高于行业的估值水平。2015 年以来中顺洁柔重新梳理营销团队并实施 2 次股权激励，引入来自金红叶营销总经理担任公司营销总裁兼联席总经理，以及维达的生产部副经理担任公司生产总裁，同时对公司营销组织和经销商团队进行精细化管理。市场对于处在渠道变革期的中顺洁柔也抱有较高期待，2015-2016 年平均 PE(ttm)高达 68X，给予极高估值溢价。2016 年随后中顺洁柔在业绩端也不断证明自己，单季度利润增速好于市场预期且在后续年份持续保持较高速增长，逐渐消化估值水平。

我们认为百亚股份也正处于渠道变革+产品结构升级阶段中，与中顺洁柔 2015-2016 年相似，会更加享受渠道端的红利，未来新零售进军中高端市场有望展现更高弹性，具备极大想象空间，且近期公司推出的新品以及电商销售表现正在不断验证上述逻辑。我们认为公司作为吸收性卫生用品品牌商，具备一定稀缺性，结合上述逻辑，我们给予公司 2020PE 为 60X(比中顺洁柔 68X 估值折价 12%)，2021PE 为 42X，2020 年目标市值 110 亿元，上涨空间 17%，首次覆盖给予增持评级。

图 40：中顺洁柔股价、估值、超额收益与利润增速表现，公司改善期市场给予超高估值溢价

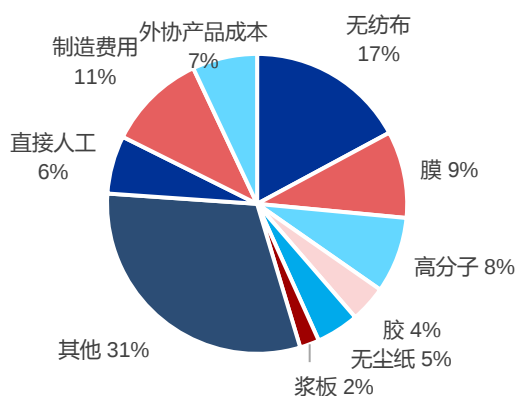


资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：

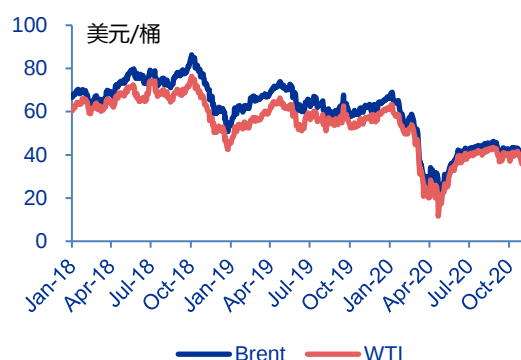
1) 原材料价格上涨风险 根据招股书中采购金额和营业成本拆分我们测算,2017-2019 营业成本平均构成为无纺布 17%、膜 9%、高分子 8%、胶 4%、无尘纸 5%、浆板 2%、人工 6%、制造费用 11%和其他及外协产品 38%。其中无纺布、高分子、膜和胶主要为石油提炼的化学合成物加工而成,受到石油价格波动影响。无尘纸和浆板上游主要受到木浆价格变动影响。若短期大宗原材料出现大幅价格波动,公司较难快速向下游传导成本上涨压力,可能短期会对毛利率产生一定影响。

图 41：2017-19 营业成本平均构成，石油相关原材料占比较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：Brent 原油年初至今均价同比下降 33%



资料来源：彭博，申万宏源研究

2) 自有品牌销售拓展不力风险：公司主要通过 KA 渠道、经销商和电商三大渠道进行销售。KA 客户为大型超市类零售渠道，具备较强议价和谈判能力，合约多为一年一签，公司在开拓新地区 KA 渠道时存在一定不确定性，双方合作的可持续性和渠道维护成本上涨均为潜在风险。经销商渠道，公司无法直接介入经销商的日常管理经营，对市场终端需求反馈也较为滞后，经销商自身亦存在经营风险。

5. 附表

表 13：公司收入拆分表（单位：百万元，均价为元/片）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、总收入	810	961	1,149	1,335	1,595	1,994
yoy	10%	19%	20%	16%	19%	25%
营业成本	438	556	622	747	867	1,054
毛利润	372	405	528	589	727	940
毛利率	46%	42%	46%	44%	46%	47%
二、自主品牌						
2.1.1 自由点						
收入	457	519	708	839	1,037	1,335
YOY	5%	14%	36%	18%	24%	29%
销量（万片）	101,705	111,229	147,363	169,467	203,361	254,201
均价	0.45	0.47	0.48	0.50	0.51	0.53
毛利率(%)	61%	58%		54%	55%	56%
2.1.2 妮爽						
收入	79	54	42	40	38	36
YOY	-30%	-31%	-22%	-5%	-5%	-5%
销量（万片）	56,355	40,827	32,020	30,419	28,898	27,453
均价	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
毛利率(%)	21%	14%		20%	20%	20%
2.2.1 婴儿纸尿裤 好之						
收入	193	210	222	259	299	377
YOY	14%	9%	5%	17%	16%	26%
销量（万片）	24,270	23,822	23,525	25,407	27,948	33,538
均价	0.79	0.88	0.94	1.02	1.07	1.12
毛利率(%)	29%	28%	30%	30%	31%	32%
2.2.2 成人失禁用品 丹宁						
收入	19	18	16	16	17	18
YOY	-12%	-8%	-12%	5%	5%	5%
三、ODM产品						
收入	62	159	161	181	203	228
YOY	2463%	156%	1%	12%	12%	12%
毛利率(%)	25%	23%	28%	26%	27%	27%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 14：公司利润表（单位：百万元）

利润表						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	810	961	1,149	1,335	1,595	1,994
其中：营业收入	810	961	1,149	1,335	1,595	1,994
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	736	860	1,002	1,124	1,295	1,574
其中：营业成本	438	556	622	747	867	1,054
其他类金融业务成本	0	-0	-0	-0	-0	-0
税金及附加	11	9	12	13	16	20
销售费用	224	246	309	280	319	399
管理费用	48	33	42	67	75	80
研发费用	11	12	18	20	24	30
财务费用	-2	-2	-1	-4	-6	-9
加：其他收益	2	1	6	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-2	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-6	-5	-4	0	0	0
资产处置收益	-0	1	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	-0	0	0	0
三、营业利润	75	104	148	211	300	421
加：营业外收入	1	0	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	76	104	148	211	300	421
减：所得税	11	14	20	29	41	58
五、净利润	66	89	128	182	258	363
持续经营净利润	66	89	128	182	258	363
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0	-1
归属于母公司所有者的净利润	66	89	128	183	259	363
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	66	89	128	182	258	363
归属于母公司所有者的综合收益总额	66	89	128	183	259	363
八、基本每股收益	0.17	0.23	0.33	0.43	0.60	0.85
全面摊薄每股收益	0.15	0.21	0.30	0.43	0.60	0.85

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。