

非金融公司 | 公司深度 | 百亚股份 (003006)

乘电商东风举步外围 益生菌系列弯道超车



| 报告要点

15-49 岁女性人口逐减背景下, 国产替代带来的渗透率上行和单片价格的提升是支撑本土个护品牌增长的最主要因素。百亚股份作为卫生巾 A 股主板上市第一股, 2016 年与专业电商团队合资成立电商子公司杭州百亚, 2023Q3 推出益生菌系列产品, 通过抖音直播曝光引流抓住电商渠道红利, 迅速提升至抖音市占率第一, 未来将继续放大电商优势, 持续实现高增; 线下川渝云贵陕地区作为百亚基本盘, 市占率维持前二, 公司有望复制核心五省成功经验以开拓外围市场, 同时线上电商渠道持续打造品牌力赋能, 大健康单品持续放量, 公司成长性可期。

| 分析师及联系人



管泉森

SAC: S0590523100007



孙珊

SAC: S0590523110003



戚志圣

SAC: S0590523120002

百亚股份(003006)

乘电商东风举步外围

益生菌系列弯道超车

行业：美容护理/个护用品
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：26.69 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 429/429
 流通A股市值(百万元) 11,440.57
 每股净资产(元) 3.12
 资产负债率(%) 27.98
 一年内最高/最低(元) 26.72/11.80

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 百亚股份：川渝卫生巾行业龙头

公司主营产品为卫生巾、婴幼儿和成人尿不湿，旗下品牌为“自由点”、“好之”、“丹宁”和“好来康”，其中自由点卫生巾作为公司重点业务，2024H1 占总收入比例达 92%。公司 2020 年于 A 股主板上市后步入快速发展阶段，营业收入由 2019 年的 11.49 亿元提升至 2023 年的 21.44 亿元，2024H1 收入持续高速增长，同比 +61.31%，其中卫生巾业务收入同比 +68.79%。经过多年渠道深耕，2024H1 自由点卫生巾市场份额已在川渝云地区排名第一，贵陕地区/全国本土品牌中排名第二。

➤ 借电商东风，百亚成为行业黑马

我国卫生巾行业发展成熟，15-49 岁女性人口递减背景下单价稳中有增，未来行业规模或将维持稳定，国产替代带来的渗透率上行和单片价格结构性提升支撑个人护理本土品牌增长，与此同时头部外资品牌占比逐渐下滑，2023 年苏菲/七度空间/护舒宝/ABC 的市场份额较 2018 年累计下降 2.6/1.5/0.5/0.4pct，在此其中，百亚股份成为行业黑马，2023 年自由点市占率提升至 2.1%。公司电商渠道占比也从 2018 年的 7% 提升至 2024H1 的 43%，内容电商为国产品牌实现弯道超车提供红利。

➤ 产品渠道齐头并进，静待盈利拐点

1) 产品端：公司 2023Q3 推出益生菌系列卫生巾，产品力&营销加持下 2023 年外围省份及电商渠道大健康产品收入占比提升至 40%；2) 线上渠道：2023 年自由点品牌产品通过抖音直播曝光引流，销额迅速提升至市占第一，同时传统电商享受抖音/小红书流量溢出效应，2024H1 天猫和京东销额均实现三位数增长；3) 线下渠道：承渠道红利，公司外围扩张打法升级，大健康产品提升经销商拿货信心。对比核心五省，现电商渠道及外围市场毛净利率尚存提升空间，静待渠道盈利拐点。

➤ 大健康产品持续放量，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 30.29/38.34/47.44 亿元，同比增速分别为 41.25%/26.60%/23.74%。归母净利润为 3.21/4.17/5.27 亿元，同比增速为 34.90%/29.89%/26.29%。公司 EPS 为 0.75/0.97/1.23 元/股。2024-2026 年营收和归母净利润 CAGR 为 30.31% 和 30.31%。益生菌等大健康系列单品带动线上直播电商渠道高增，线上赋能线下外围市场逐渐突破，核心五省基本盘稳定增长。可比公司 2024 年平均 PE 33X，大健康产品持续放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：价格战等恶性竞争风险；外围市场拓张不及预期风险；行业空间测算偏差风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1612	2144	3029	3834	4744
增长率(%)	10.19%	33.00%	41.25%	26.60%	23.74%
EBITDA(百万元)	260	332	500	614	744
归母净利润(百万元)	187	238	321	417	527
增长率(%)	-17.83%	27.21%	34.90%	29.89%	26.29%
EPS(元/股)	0.44	0.55	0.75	0.97	1.23
市盈率(P/E)	61.2	48.1	35.7	27.4	21.7
市净率(P/B)	9.0	8.3	7.8	7.3	6.7
EV/EBITDA	20.9	17.9	21.6	17.4	14.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 09 月 30 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

15-49岁女性人口逐减背景下，国产替代带来的渗透率上行和单片价格结构性提升支撑个人护理本土品牌增长。百亚股份作为卫生巾A股主板上市第一股，2016年与专业电商团队合资成立电商控股子公司杭州百亚，2023年Q3推出益生菌系列产品，通过抖音直播曝光引流抓住电商渠道红利，迅速提升至抖音市占第一，我们预计未来公司将继续放大电商优势，持续打造品牌力并实现收入高增；线下川渝云贵陕地区作为百亚股份基本盘，市占率维持前二，公司有望复制核心五省成功经验以开拓外围市场，公司成长性可期。

核心假设

- ①川渝地区：公司川渝地区持续保持市占率第一，未来增速将维持稳定，其中重庆占据绝对领先优势，四川地区仍有深耕空间，因此预计2024-2026年川渝地区收入同比实现高个位数增长，增速为9.50%/7.00%/5.00%，毛利率为55.30%/55.30%/55.30%；
- ②云贵陕地区：公司云贵陕市占率排名前二，未来还将深入发掘三大省份、通过下沉至区县一级提高市占率，并持续推进产品和渠道结构优化。预计2024-2026年云贵陕地区收入同比增速为18.00%/12.00%/12.00%，毛利率为52.50%/52.55%/52.55%；
- ③外围市场：公司复制核心五省成功经验，发力广东、湖南、湖北等外围市场，重视即时零售等新兴渠道，预计2024-2026年外围市场收入同比增速为46.00%/30.00%/25.00%，毛利率稳步提升，分别为43.00%/43.20%/43.40%；
- ④电商渠道：2023年公司抖音渠道取得较大突破，且新品益生菌产品线上表现亮眼，2024年继续放大优势，2024Q1抖音、天猫、拼多多均实现三位数增长，预计未来电商渠道有望持续快速增长，在实现精准投流、提高营销ROI的基础上，盈利能力亦将进一步提升，因此预计2024-2026年电商渠道收入同比增速为87.14%/43.00%/35.00%，毛利率分别为55.00%/55.10%/55.20%；
- ⑤ODM渠道：预计ODM产品比例将逐年降低，假设2024-2026年ODM渠道收入同比增速为-5.00%/-3.00%/0.00%，毛利率维持17%左右不变。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营收分别为30.29/38.34/47.44亿元，同比增速分别为41.25%/26.60%/23.74%。归母净利润为3.21/4.17/5.27亿元，同比增速为34.90%/29.89%/26.29%。公司EPS为0.75/0.97/1.23元/股。2024-2026年营收和归母净利润CAGR为30.31%和30.31%。益生菌等大健康系列单品带动线上直播电商渠道高增，线上赋能线下外围市场逐渐突破，核心五省基本盘稳定增长。可比公司2024年平均PE 33X，电商及外围市场持续放量，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

- 短期看好公司电商渠道持续高速发展、收入持续上行，益生菌等中高端大单品占比增大带来产品结构改善，盈利能力不断提升；线下渠道方面，公司复制核心五省成功经验，不断拓展外围市场渠道，广东等地区已经取得一定成就，看好未来线上赋能线下外围市场逐渐得到突破；
- 中长期看好公司通过差异化产品吸引年轻群体、利用内容电商不断打造品牌力，国产替代进口品牌从而带来市占率的提升。

正文目录

1. 百亚股份：川渝卫生巾龙头，盈利持续改善	6
1.1 川渝经护龙头，剑指外围	6
1.2 营收快速增长，盈利持续改善	10
2. 电商渠道释放红利，百亚成为行业黑马	11
2.1 头部品牌大而不强，自由点成行业黑马	11
2.2 电商释放渠道红利，国产品牌持续弯道超车	15
2.3 纸尿裤市场：消费升级引领行业量价齐升	17
3. 乘电商东风举步外围，看百亚如何弯道超车	19
3.1 研发思路转向，降低赛道拥挤度	19
3.2 聚焦式平台曝光，紧抓电商渠道红利	21
3.3 线上赋能线下，公司发力外围市场	24
4. 盈利预测、估值与投资建议	28
4.1 电商持续增长，外围市场拓展	28
4.2 投资建议：给予“买入”评级	30
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1：成立时间 20 余年，川渝经护龙头剑指外围	6
图表 2：公司产品矩阵	7
图表 3：公司实控人持股比例达 41.30%（截至 2024.06.30）	8
图表 4：公司 2021 年发布股票股权激励计划	8
图表 5：百亚股份管理层在个护领域行业经验丰富	9
图表 6：2024H1 公司营收 15.32 亿元，同比+61.31%（亿元）	10
图表 7：2024H1 电商渠道占比迅速提升至 43%	10
图表 8：2019-2024H1 除 ODM 外各渠道毛利率整体持续上行	11
图表 9：2019-2024H1 公司销售毛利率增长，净利率趋稳	11
图表 10：自 2022 年后公司归母净利润同比呈双位数增长	11
图表 11：2020-2024H1 公司销售费率不断提升	11
图表 12：2023 年不同国家女性经期用品市占率	12
图表 13：一次性卫生用品的结构	12
图表 14：一次性卫生用品的材料与功能	12
图表 15：卫生巾市场行业规模测算（亿元）	13
图表 16：我国主要卫生巾品牌及对应爆品	13
图表 17：2014-2023 年我国卫生巾行业 CR5 仅为 32%	14
图表 18：2023 年美国女性经期护理市场竞争格局	14
图表 19：2023 年日本女性经期护理市场竞争格局	14
图表 20：2023 年主要卫生巾品牌渠道布局、规模及全国占比	15
图表 21：2009-2023 年我国女性经护销售渠道结构	16
图表 22：2020-2023 年国内不同女性护理品牌市场份额	17
图表 23：2024 年国货在电商 618 节中取得优异成绩	17

图表 24:	15-49 岁女性人口数量逐年递减	17
图表 25:	2017 年女性初潮平均年龄降至 12.7 岁	17
图表 26:	2023 年我国出生率下降至 6.39%	18
图表 27:	我国母婴市场消费规模持续稳定增长	18
图表 28:	2024 年 1-7 月婴幼儿尿裤类产品仍保持个位数增长	18
图表 29:	我国线上婴儿纸尿裤/拉拉裤 CR5 市场份额仅 54%	18
图表 30:	2019 年至今我国成人失禁用品市场规模不断扩大	19
图表 31:	中国成人失禁用品渗透率与发达国家比仍有差距	19
图表 32:	研发思路从强调产品属性转向关注情感需求	20
图表 33:	卫生巾主要品牌价格带对比	20
图表 34:	2022 年至今乡村社零增速高于城镇增速	20
图表 35:	公司签约明星在社交网络的推广	21
图表 36:	公司在抖音/小红书的达人视频推广	21
图表 37:	抖音主要卫生巾品牌话题及播放次数	22
图表 38:	抖音主要卫生巾品牌关联小店/达人/直播数量 (个)	22
图表 39:	自 2023Q3 起自由点品牌抖音市占率始终保持断层第一	22
图表 40:	公司 2024 年 5 月推出益生菌 PRO+ 系列	23
图表 41:	新品 PRO+ 主打 5 倍益生菌、3 个月改善菌群	23
图表 42:	流量溢出拉动公司 2024Q2 天猫渠道增速达 71%	24
图表 43:	流量溢出拉动公司 2024Q2 京东渠道增速达 153%	24
图表 44:	2023 年我国卫生巾行业电商 TOP10 竞争格局	24
图表 45:	我国主要卫生巾品牌的抖音直播/视频流量结构	25
图表 46:	公司六大战区战略布局	26
图表 47:	百亚股份及行业卫生巾出厂单价对比 (元/片)	26
图表 48:	公司重要节假日的线下销售准备活动	26
图表 49:	2021-2023 年外围市场营收呈双位数增长	27
图表 50:	外围市场毛利率与核心五省比仍有提升空间	27
图表 51:	平台及自营型即时零售市场规模呈双位数增长	27
图表 52:	日常及应急产品是消费者选择 O2O 渠道的主要需求	27
图表 53:	公司营收测算汇总 (百万元)	28
图表 54:	百亚股份毛利率预测	29
图表 55:	百亚股份财务与盈利预测汇总	29
图表 56:	FCFF 模型关键假设	30
图表 57:	FCFF 估值明细 (百万元)	30
图表 58:	可比公司估值对比表	30

1. 百亚股份：川渝卫生巾龙头，盈利持续改善

1.1 川渝经护龙头，剑指外围

川渝卫生巾龙头品牌，A股“卫生巾第一股”。公司于2010年成立，前身是重庆丝爽卫生用品有限公司，2015年改制为股份有限公司。2020年公司于深交所上市，成为A股主板卫生巾品牌第一股。目前公司产品涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，打造了“自由点”、“好之”、“妮爽”等著名品牌，其中“自由点”、“妮爽”、“好之”品牌商标分别获得了“最佳品牌形象奖”、“重庆市著名商标”、“中国纸尿裤十大品牌”等荣誉。2024年上半年度公司自由点品牌卫生巾产品市场份额在全国本土卫生巾品牌中排名第二，重庆、四川和云南市场排名第一，贵州和陕西市场排名第二。

图表1：成立时间20余年，川渝经护龙头剑指外围



资料来源：公司公告，国联证券研究所

多品类全面发展，卫生巾矩阵丰富。公司卫生巾品牌“自由点”以年轻女性为目标消费群体，并以“自由、青春”的品牌形象出圈，涵盖无感七日、无忧无感、熟睡、大健康等产品系列。“妮爽”品牌定位为大众市场，“清新、健康”的品牌形象与自由点形成差异。同时公司还进行了个护细分品类扩张，以定位中高端市场的“好之”、“丹宁”品牌分别进入婴儿纸尿裤领域和成人失禁用品市场，实现个护领域的全面覆盖。

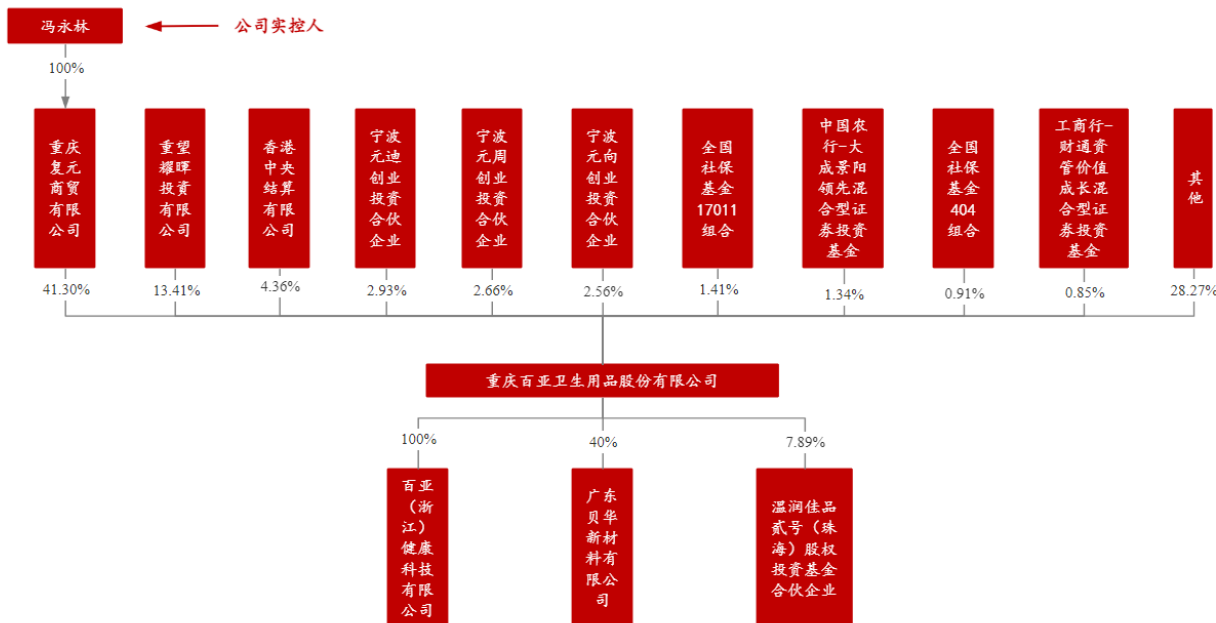
图表2：公司产品矩阵

品类	品牌	系列名称	功效	产品款式	单价（元/片）
卫生巾	FREEMORE	益生菌系列	添加可改善女性私处环境的专利益生菌LA88，可平衡私处微生态。	日用240/夜用280/360/430/安睡裤	1.98/1.98/2.48/1.98/1.66/3.65元/片
		益生菌PRO+系列	5倍益生菌，表层添加天然蚕丝，3D超导亲肤，添加专利女性益生菌LA88+N13+益生元，促生私处有益菌、抑制私处有害菌。	日用240/夜用290	1.98/1.98元/片
		有机纯棉系列	采用有机纯棉表层，天然健康，极薄柔软，亲肤透气。	日用240/夜用280	1.54/1.76元/片
		敏感肌系列	采用天然蚕丝添加表层，含雪绒花精华，天然健康，为0敏而生。	敏感肌日用/夜用	1.88/2.14元/片
	自由点	无感7日系列	具有薄、柔、吸的特性，采用超薄复合芯体结构，产品轻薄，蓬松柔软，超强吸收。	日用/夜用280	1/1.33元/片
		无感无忧系列	采用独创的Y型芯体结构，结合立体悬浮设计，产品更加贴合人体股沟，减少摩擦感。	日用/夜用290/夜用360/果酸日用和夜用	1.14/1.14/1.25/1.25元/片
		舒睡系列	具有超长超强吸收特性，舒睡430长度保持着行业内最长的中身设计。	舒睡超薄/舒睡超薄	2.5/3元/片
		安睡裤系列	采用立体全包围裤型设计，贴身不紧绷，超薄透气，柔软舒适。	-	1.36元/片
婴儿纸尿裤	好之	乳木果系列	采用珍贵乳木果油添加面层，天然植物萃取减少皮肤刺激，温和滋润呵护宝宝肌肤。	小龙王 S/M/L/XL/2XL/3XL/4XL	1.23-1.69元/片
		超薄全能系列	采用双层超薄柔软面层和轻薄柔韧的复合芯体结构具有超薄、透气、柔软的特性。	S/M/L/XL	1.53-2.33元/片
		不要紧系列	超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围	S/M/L/XL/2XL/3XL/4XL	1.15-1.51元/片
		敏感肌系列	添加一等桑蚕丝，SGS敏感肌安全认证，荣获2023年金麦品质奖	S/M/L/XL/2XL/3XL/4XL	2.29-2.46元/片
成人失禁用品	丹宁	健康系列	解决成人失禁期间的困扰，抑制异味、吸收性好、超强防漏	抑味SAPM/L/XL	2.08/2.20/2.28元/片
	好来康	医用护理垫系列	获市药监局批准上市，尿裤型结构，多重防漏，瞬吸锁水，添加抑菌SAP，抑味防臭。	M/L/XL	1.8/2/2.08元/片

资料来源：公司公告，天猫，淘宝，国联证券研究所整理

注：考虑到平台优惠活动，不同时期单片价格会有略微差距，仅供参考

实控人持股比例达 41.30%，股权结构稳定。公司控股股东为重庆复元商贸有限公司，公司股东兼董事长冯永林通过重庆复元商贸有限公司间接持股百亚股份 41.30% 股份，为公司实际控制人，股权结构较为稳定。宁波元迪创业、元周创业和元向创业为公司员工持股平台，分别持股 2.93%/2.66%/2.56%。

图表3：公司实控人持股比例达 41.30%（截至 2024.06.30）


资料来源：Wind、公司公告，国联证券研究所整理

股权激励计划提士气，线上线下业务考核清晰。公司于 2021 年 11 月 30 日发布 2022-2024 年股票期权激励计划，并于 2022 年 1 月 14 日调整激励对象名单，调整后拟向公司中层管理人员、核心及骨干人员共计 537 人授予 483.68 万份权益，其中股票期权 163.12 万份，首次授予激励对象 454 人；限制性股票 129.32 万份，首次授予激励对象 83 人。股权激励计划对线上和非线上业务员工分别进行考核，即以 2020 年为基础，对线上员工考核其 2022-2024 年营收增速不低于 120%/220%/350%，并于 2023 年 3 月调整非线上员工考核目标至 2023-2024 年营收增速不低于 55%/85%且净利润增速不低于 18%/35%。

图表4：公司 2021 年发布股票股权激励计划

	行权安排	业绩考核目标	达成情况
线上业务	首次授予股票期权第一个行权期	以 2020 年为基期，2022 年线上业务营业收入增长率不低于 120%	2022 年度线上业务收入增长率为 141.98%，达成考核目标。
	首次授予股票期权第二个行权期	以 2020 年为基期，2023 年线上业务营业收入增长率不低于 220%	2023 年度线上业务收入增长率为 387.63%，达成考核目标。
	首次授予股票期权第三个行权期	以 2020 年为基期，2024 年线上业务营业收入增长率不低于 350%	-
非线上业务	首次授予股票期权第一个行权期	以 2020 年为基期，2022 年营业收入/净利润增长率分别不低于 45%/40%。	2022 年公司营业收入/净利润增长率分别为 28.89%/6.79%，未达成考核目标。

首次授予股票期权的第二个行权期	原目标： 以 2020 年为基期，2023 年营业收入/净利润增长率分别不低于 75%/65%。 修改后目标： 以 2020 年为基期，2023 年营业收入/净利润增长率分别不低于 55%/18%	2023 年公司营业收入增长率为 71.43%，净利润增长率为 32.64%，达成非线上业务员工的业绩考核目标。
首次授予股票期权的第三个行权期	原目标： 以 2020 年为基期，2024 年营业收入/净利润增长率分别不低于 115%/95%。 修改后目标： 以 2020 年为基期，2024 年营业收入/净利润增长率分别不低于 85%/35%。	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

公司管理层行业经验丰富，业务理解能力强。公司董事长冯永林曾任重庆丝爽总经理、百亚有限董事长，并获得“年度杰出消费行业领军人物”“年度渝商称号”等荣誉，对行业的理解和把握能力强。此外，公司核心管理层均有卫生巾行业相关工作经验，对公司业务和国内卫生巾行业具有深刻了解。

图表5：百亚股份管理层在个护领域行业经验丰富

名字	职位	履历
冯永林	董事长 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，百亚有限董事长；现任复元商贸执行董事，吉尔商贸董事长，杭州百亚董事长，百亚股份董事长、总经理等
谢秋林	董事	曾任吉尔商贸董事长，福建培新机械执行董事，百亚有限董事等；现任泉州培新机械执行董事，卫康宁科技董事，重望耀晖董事，吉尔商贸董事，锐进有限公司董事，兆富贸易董事，百亚股份董事等。
张黎	财务总监、董事 董事会秘书	曾任普华永道审计部经理，乡村基快餐财务总监、代理首席财务官，百亚有限财务总监等；现任杭州百亚董事，克拉玛依汇元股权投资企业执行事务合伙人，百亚股份董事、财务总监、董事会秘书。
曹业林	营销总监、董事 杭州百亚总经理	曾任重庆丝爽主管，百亚有限销售总监等；现任百亚股份董事、营销总监、杭州百亚总经理、克拉玛依原元股权投资企业执行事务合伙人
彭海麟	生产总监 董事	曾任职于尤妮佳生活用品（中国）有限公司；现任百亚股份董事、生产总监等
金铭	董事	曾任海通证券投资银行部副总经理，高盛高华证券投资银行部董事总经理，摩根士丹利华鑫证券投资银行部董事总经理；现任上海铭耀股权投资合伙人，上海铭耀资管执行事务合伙人之委派代表，常州铭耀股权投资执行事务合伙人之委派代表，上海希美投资中心执行事务合伙人之委派代表，科派股份董事，上海徐家汇商城独董，春秋航空独董，百亚股份董事。
肖远照	销售总监	曾任重庆丝爽销售部副部长，泸州琦星纸业有限公司总经理；现任百亚股份销售总监。
梁远东	销售总监	曾任上海不凡帝糖果有限公司销售员、销售主管，内蒙古伊利股份集团液态奶事业部城市经理、销售区域经理，百亚股份销售区域总监，百亚股份监事；现任百亚股份销售总监。

邓兴华

销售总监

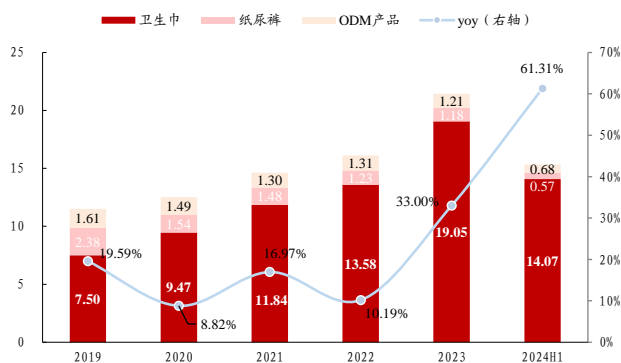
曾任重庆丝爽卫生用品有限公司办事处主任、拓展新市场部长；百亚股份销售区域总监；
现任百亚股份销售总监。

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

1.2 营收快速增长，盈利持续改善

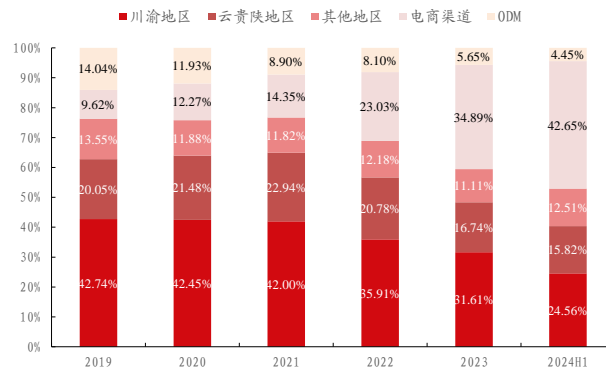
2024H1 公司营业收入 15.32 亿元，同比增长 61.31%，其中电商渠道实现 175.99% 高增。公司营业收入由 2019 年的 11.49 亿元快速提升至 2023 年的 21.44 亿元，2024H1 持续高增，收入实现 15.32 亿。其中受益于益生菌等中高端系列产品快速增长，2024H1 卫生巾品类收入同比+68.79%，占总营收比例也达到了 92% 水平。其中大健康系列产品收入同比+255.20%，占卫生巾收入比例达 42.30%，受出生人口减少、行业需求减弱影响，纸尿裤营收逐年降低。分渠道来看，2024H1 川渝/云贵陕/其他地区/电商/ODM 渠道收入分别为 3.76/2.42/1.92/6.53/0.68 亿元，同比+11.10%/+19.78%/+65.57%/+175.99%/+21.59%，电商收入实现同比翻倍增长。

图表6：2024H1 公司营收 15.32 亿元，同比+61.31%（亿元）



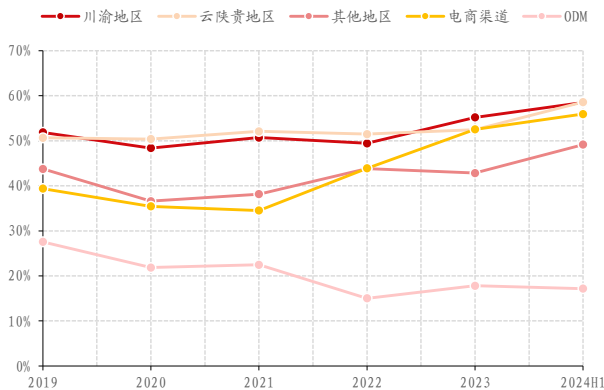
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2024H1 电商渠道占比迅速提升至 43%

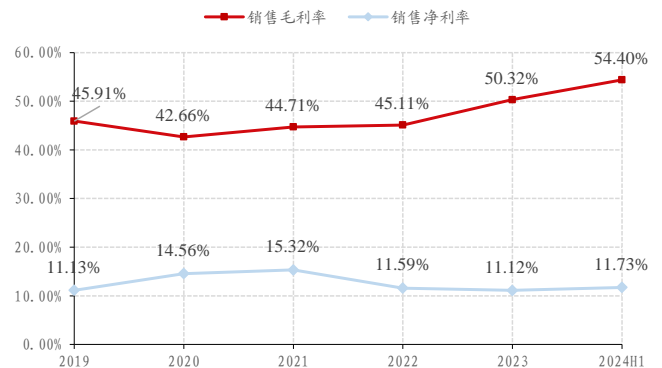


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 卫生巾业务毛利达 57.37%，公司毛利持续提升。2019-2024H1 公司毛利率从 45.91% 提升至 54.40%，主要系中高端大健康系列产品占比提升带来产品结构改善，盈利能力逐年增强，2024H1 自由点品牌卫生巾毛利率达 57.60%。2020 年公司毛利同比下降 3pct，主要系会计准则调整，原有与收入直接相关的促销费用由计入销售费用变为冲抵当期收入。分渠道来看，益生菌系列产品带动毛利率结构性增长，2024H1 川渝/云贵陕/其他地区/电商渠道毛利率同比分别+6.84%/+6.17%/+6.74%/+9.16pct。

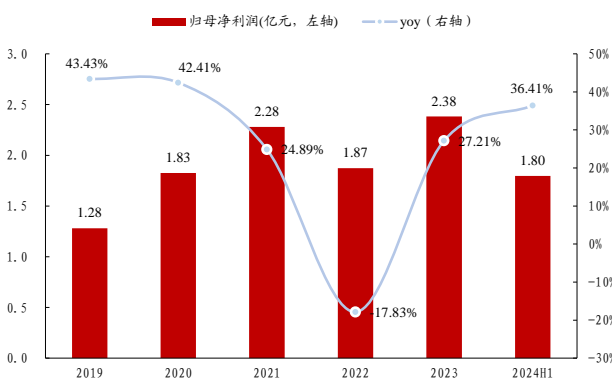
图表8：2019-2024H1 除 ODM 外各渠道毛利率整体持续上行


资料来源：Wind，国联证券研究所

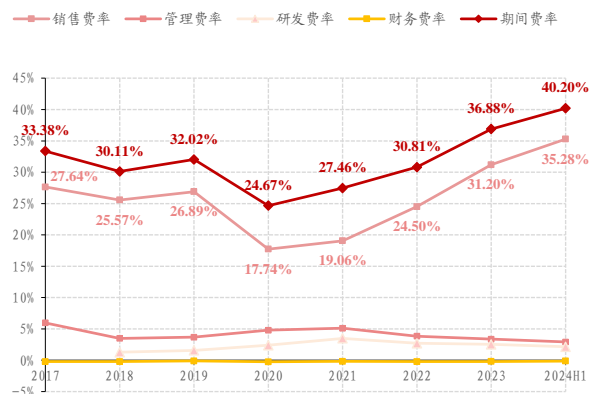
图表9：2019-2024H1 公司销售毛利率增长，净利率趋稳


资料来源：Wind，国联证券研究所

2019-2023 年归母净利润 CAGR 达 16.77%，2024H1 持续保持高增。公司归母净利润由 2019 年的 1.28 亿元提升至 2023 年的 2.38 亿元，CAGR 达 16.77%，其中由于疫情影响及当期营销费用增加影响，公司 2022 年归母净利润同比下降 17.83%。公司销售费用率由 2020 年的 17.74% 提升至 2024H1 的 35.28%，这主要系公司区域和渠道扩张增加了营销费用。2024H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 35.28%/2.92%/2.15%/-0.14%，研发管理费用近年来较为稳定，渠道拓张及产品推广使销售费用增长迅速。

图表10：自 2022 年后公司归母净利润同比呈双位数增长


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：2020-2024H1 公司销售费率不断提升


资料来源：Wind，国联证券研究所

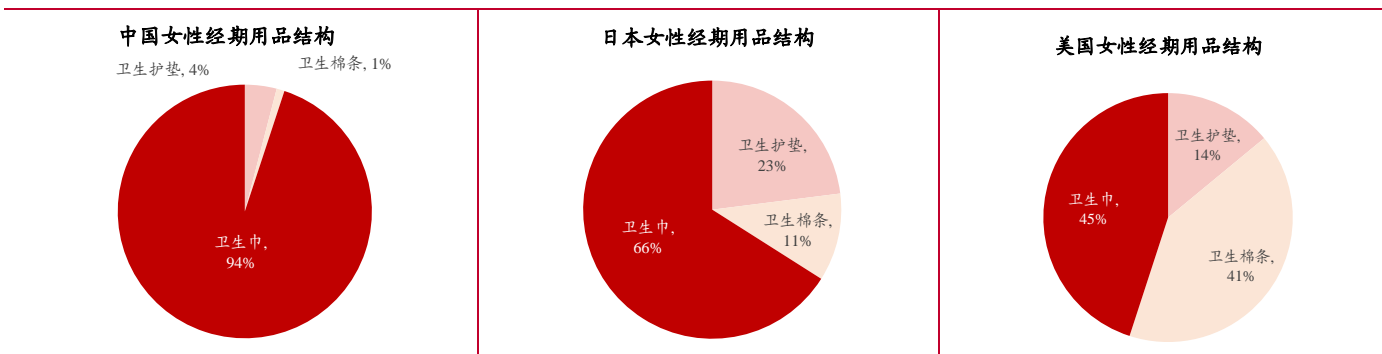
2. 电商渠道释放红利，百亚成为行业黑马

2.1 头部品牌大而不强，自由点成行业黑马

按使用方法分类，女性经期护理用品可分为外用型和内置型。外用型的经期用

品主要包括卫生巾、卫生护垫和裤型卫生巾，内置型的经期用品包含卫生棉条与月经杯。2023 年日本和美国女性经期用品中卫生巾占比分别为 66%和 45%，而我国女性经期护理产品中卫生巾/卫生护垫/卫生棉条的占比分别为 94%/4%/1%，卫生巾仍然为我国女性最主要的经期用品。

图表12：2023 年不同国家女性经期用品市占率



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

一次性卫生用品通常由面层、导流层、吸液芯体层和底层组成。根据面层材质的不同，产品可分为棉柔类、干爽网面类、纯棉类，分别以无纺布、打孔膜、纯棉面层作为原材料。导流层的作用主要是促进液体吸收，防止液体渗漏。吸液芯体层是吸收性卫生用品的核心作用层，通常为绒毛浆纤维和 SAP 混合后包覆于无尘纸或薄型无纺布而形成的复合材料，绒毛浆和 SAP 的质量与分布影响着吸收层的吸收力。

图表13：一次性卫生用品的结构



资料来源：乐利官网，国联证券研究所

图表14：一次性卫生用品的材料与功能

结构	功能	材料
表面层	直接与肌肤接触，起渗透和隔离作用	无纺布、打孔膜、纯棉面层
导流层	促进芯体吸收液体，减少回渗量。	无纺布
芯层	接触水分后能迅速吸收膨胀、并且锁住水份。	绒毛浆或无尘纸、高分子吸水树脂 SAP
底层	防止经血渗漏和起固定作用	PE 膜和热熔胶

资料来源：产业用及无纺布展《一次性卫生用非织造材料的研究进展》、徐小萍等《纸尿裤各层结构的作用及吸液机理分析》，国联证券研究所

女性经期年龄一般在 15-49 岁，平均经期时长为 5 天，2018 年我国女性卫生巾更换频率为 5.7 片/天，国内卫生巾渗透率基本已经达到 100%，根据欧睿数据，2023 年我国卫生巾单片价格 0.89 元/片，2018-2023 年我国卫生巾单片价格 CAGR 为 4%。我们假设 2024-2026 年、2026-2030 年我国卫生巾单片价格增长幅度分别为 3%/2%，卫生巾更换频率保持 6 片/天，通过测算可得，卫生巾行业 2023-2030 年 CAGR 仅在

3.05%左右。15-49岁女性人口逐减背景下，未来行业规模将维持稳定，国产替代带来的渗透率上行和单片价格的提升是支撑个人护理本土品牌增长的最主要因素。

图表15：卫生巾市场行业规模测算（亿元）


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所测算

目前我国卫生巾生产技术已经成熟，不同品牌之间主要在产品 SKU 丰富度、包装、价格带、渠道等方面产生差异化。外资品牌如苏菲、护舒宝的 SKU 丰富度更高、爆品数更多，本土品牌如七度空间、自由点的 SKU 较少，爆品主要集中在常规的日用/夜用型产品上，近年来本土品牌相继打造了乳木果、益生菌概念的卫生巾系列爆品。

图表16：我国主要卫生巾品牌及对应爆品

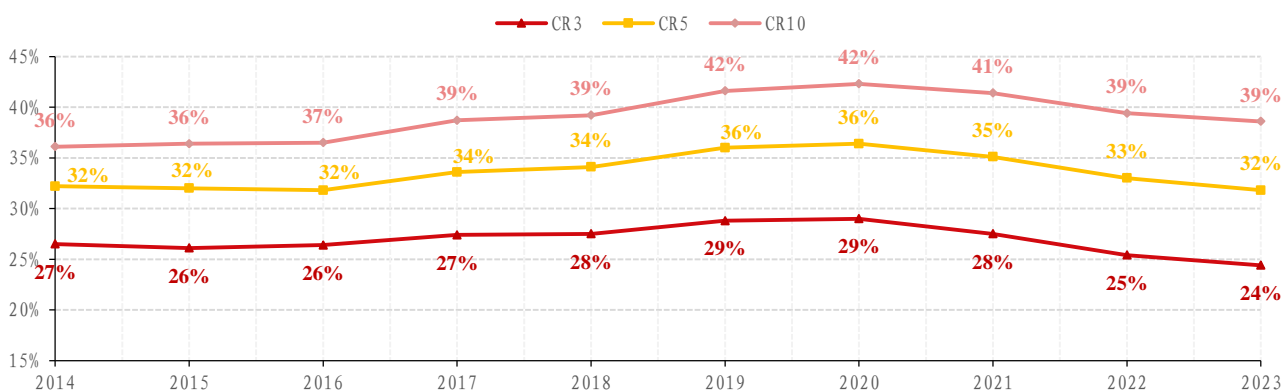
品牌	产品	品牌发源国家/地区	爆品 SKU
苏菲		日本尤妮佳	1) 超熟睡系列（乳木果油、柔棉感、超薄敏感肌、抑菌+）、超熟睡安心裤 2) 裸感S系列（贵族棉、乳木果油） 3) 弹力贴身系列（柔棉感） 4) 极薄0.1系列（运动感吸收） 5) 魔法口袋、小翅膀护垫系列
七度空间		福建恒安集团	1) 超柔纯棉系列、100%纯棉系列、天山绒棉系列 2) 极薄透气系列 3) 优雅夜用系列、超薄萌睡裤 4) 果滋润乳木果系列
护舒宝		美国宝洁	1) 天然纯棉系列、精奢纯棉系列、金奢纯棉系列、奢柔棉系列、秒吸云感棉系列 2) 液体卫生巾系列、敏感肌液体卫生巾系列 3) 考拉呼呼系列、甜睡绵柔系列、考拉安睡裤系列、奢柔安睡裤系列 4) 网面瞬洁贴身 280

自由点		重庆百亚	1) 益生菌系列、有机纯棉系列、敏感肌系列 2) 无感无忧系列、无感七日系列 3) 熟睡系列、安心裤系列、 4) 久坐系列、无感C超薄果萃弱酸系列、羽翼轻轻护垫系列
-----	---	------	---

资料来源：淘宝，国联证券研究所整理

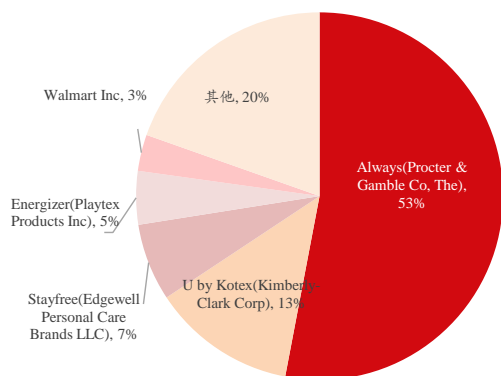
市场竞争格局分散,CR5 仅为 30%。我国卫生巾市场早期由外资品牌培育并主导,本土品牌凭借经销网络优势逐渐从区域性市场走向全国市场。目前我国女性经护市场集中度仍较低,2023 年 CR3/CR5/CR10 分别为 24%/32%/39%。对比海外,2023 年美国和日本女性经护市场 CR3/CR5 分别为 73%/80%、86%/97%,我国女性经护市场集中度仍有较大提升空间。

图表17: 2014-2023 年我国卫生巾行业 CR5 仅为 32%



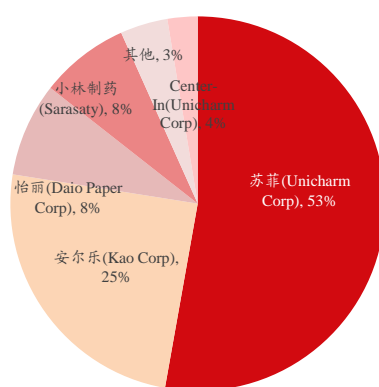
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表18: 2023 年美国女性经期护理市场竞争格局



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

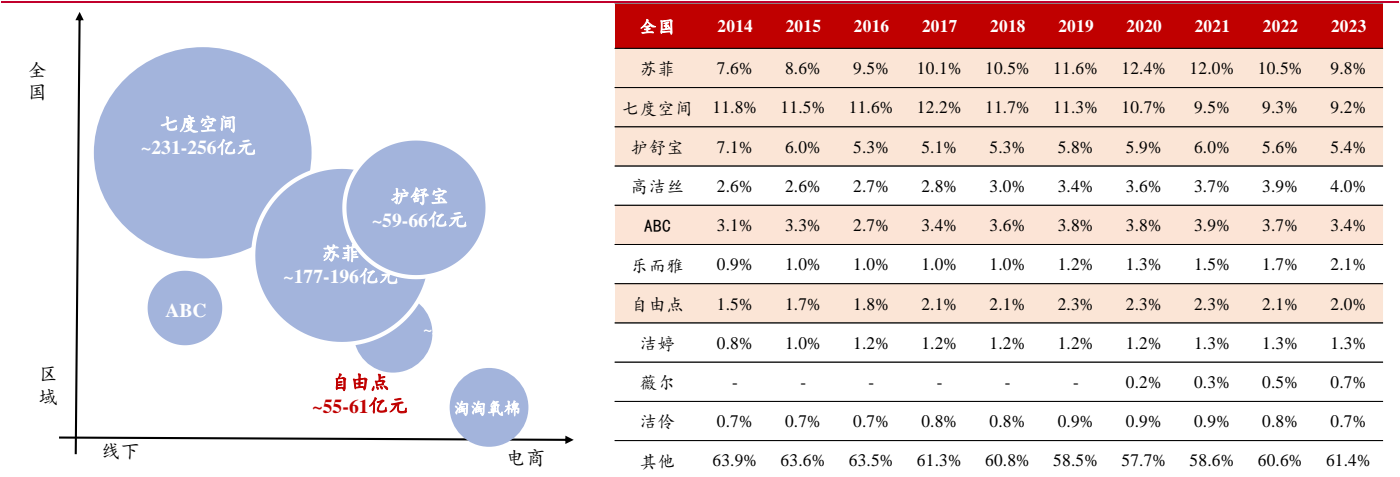
图表19: 2023 年日本女性经期护理市场竞争格局



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

头部品牌大而不强。2020 年开始头部品牌占比逐渐下滑，2020-2023 年苏菲/七度空间/护舒宝/ABC 的市场份额累计下降 2.6/1.5/0.5/0.4pct 至 9.8%/9.2%/5.4%/3.4%。与之相比，自由点卫生巾品牌市占率逐年上行，近两年借助抖音等新兴电商渠道加速拓张市场，截至 2023 年达到 2.2% 市占率。

图表 20：2023 年主要卫生巾品牌渠道布局、规模及全国占比



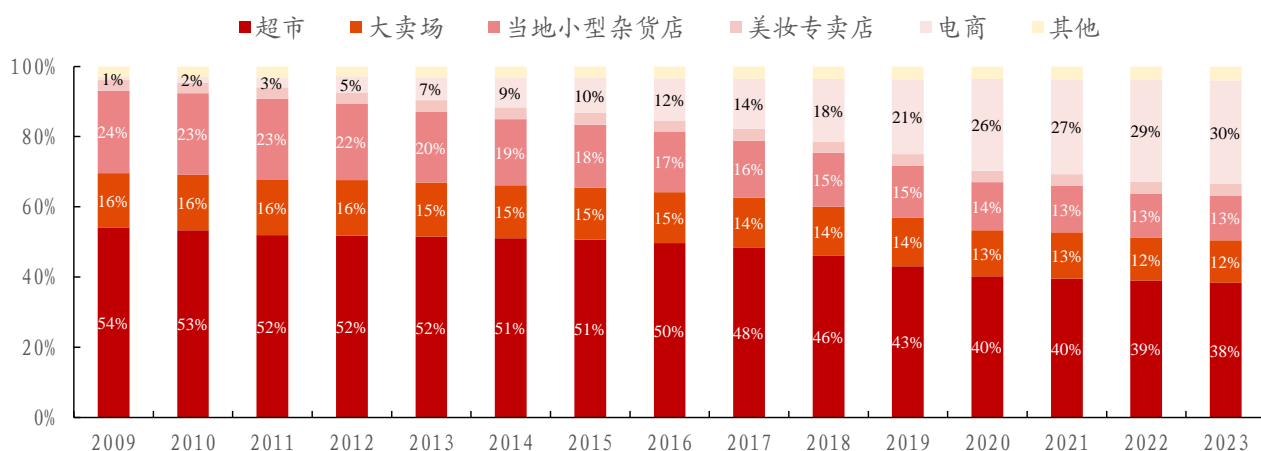
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

2.2 电商释放渠道红利，国产品牌持续弯道超车

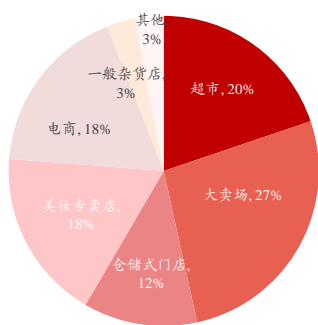
需求兼具临时性和周期性，线下消费具备韧性。女性经护产品临时性需求主要由当地小型杂货店、便利店等具备门店网络优势的渠道满足，具备一定消费韧性，而超市/大卖场/电商渠道的消费半径较大，主要满足周期性消费需求。

线下渠道分散，线上渠道占比提升。目前我国女性经期护理零售渠道以超市/大卖场、电商、当地小型杂货店为主，2023 年超市/大卖场/电商/当地小型杂货店占比分别为 38%/12%/30%/13%，分散的线下渠道使得单一品牌难以完全抢占渠道。对比海外，美国线下经销渠道主要为超市和大卖场，相比于地理位置更加分散的当地杂货店，美国经销渠道较为集中，日本线下渠道中超市和美妆专卖店占比合计约 9 成，销售渠道集中度较高。

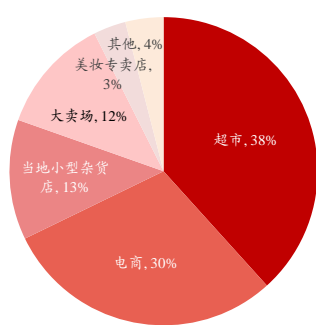
图表21：2009-2023 年我国女性经护销售渠道结构



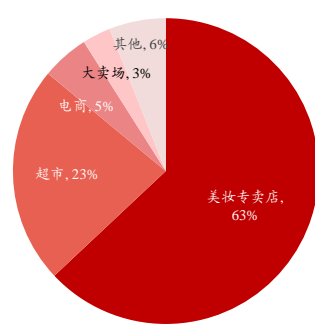
2023年美国女性经护销售渠道结构



2023年中国女性经护销售渠道结构



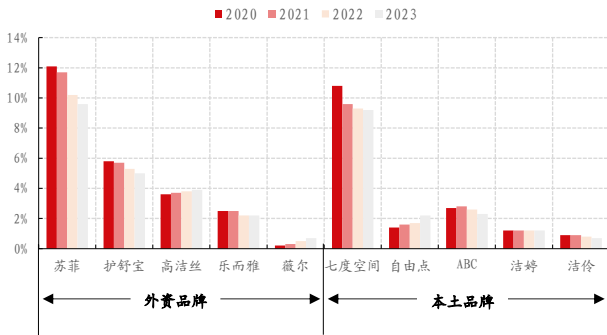
2023年日本女性经护销售渠道结构



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

电商渠道释放红利，国货品牌正崛起。外资品牌主要通过一二线城市进入国内女性个护市场，本土品牌凭借当地经销网络在区域市场更具竞争优势，而电商渠道的发展弱化销售渠道的地域性，强化了品牌运营能力。近年来在行业渠道变革下，中高端的外资品牌如苏菲、乐而雅的市场份额有所下降。本土品牌如自由点卫生巾搭乘电商东风不断提升其市场份额。电商渠道内，消费者对中高端品牌国货的偏好不断增强，2024 年各平台 618 个护爆款榜单及品牌 TOP10 中均有不少国产品牌露面。

图表22：2020-2023 年国内不同女性护理品牌市场份额



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表23：2024 年国货在电商 618 节中取得优异成绩

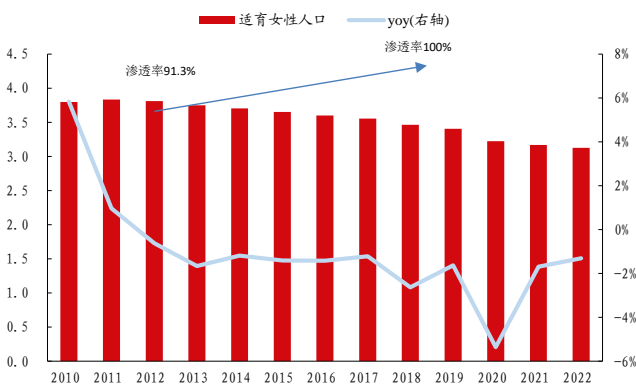


资料来源：蝉魔方，天猫，百亚品牌说微信公众号，国联证券研究所

2018-2023 年量价共同推动女性卫生用品市场规模的增加。2018-2023 年我国卫生巾市场规模由 789.23 亿元提升至 963.78 亿元，CAGR 达 4.08%。从量上来看，我国女性卫生巾消费总量由 2018 年的 803 亿片提升至 2023 年的 847 亿片，我国卫生巾行业均价也由 2018 年的 0.73 元/片提升至 2023 年的 0.89 元/片，此前量价共同推动女性卫生用品市场规模增长。

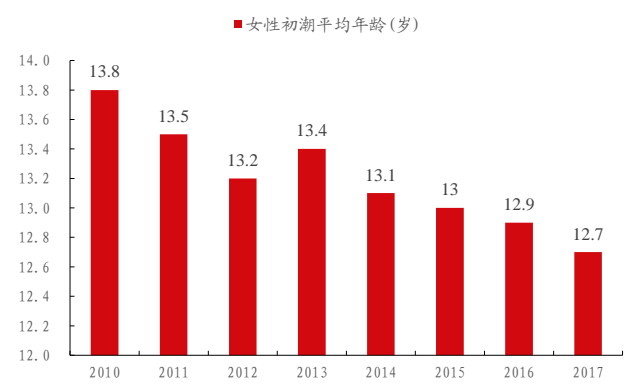
卫生巾使用年龄段向两端延伸，展望未来，预计我国卫生巾市场将保持稳定。女性经期用品的需求主要来自适龄女性人口（15-49 岁），尽管当前我国适龄女性人口有所下降，但相比于 2010 年，2017 年我国女性平均初潮年龄提前 1.1 岁，同时部分妇女的更年期则延长至 50 岁以上，卫生巾使用年龄段向两端延伸的趋势仍有望维持女性个护市场的稳定。

图表24：15-49 岁女性人口数量逐年递减



资料来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

图表25：2017 年女性初潮平均年龄降至 12.7 岁



资料来源：中国产业信息网，国联证券研究所

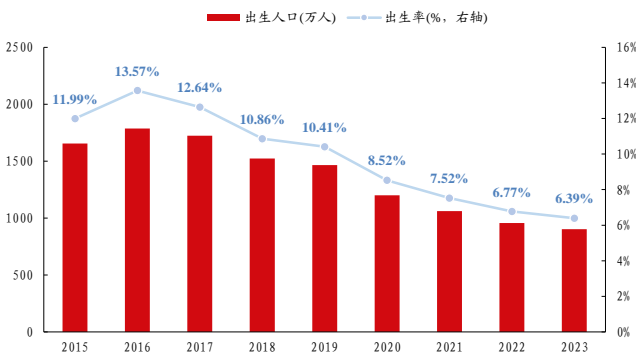
2.3 纸尿裤市场：消费升级引领行业量价齐升

自 2016 年我国出生率起缓步下滑，母婴市场消费升级带动规模持续稳定增长。

截至 2023 年我国出生人口下行至 902 万，出生率下降至 6.39%。但同期受母婴消费及育儿观念不断发展影响，母婴市场规模反而有所扩容，据艾瑞咨询，预计 2024 年我国母婴销售市场消费规模将达 43554 亿元。

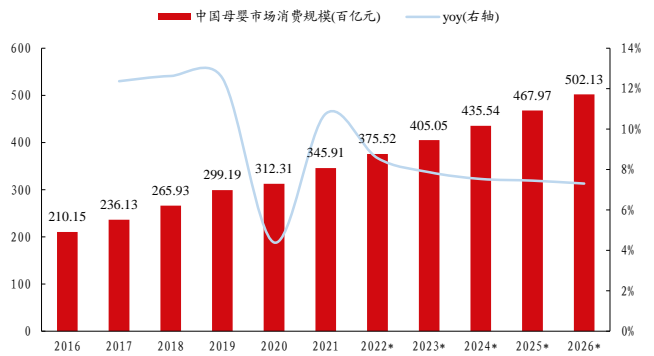
据久谦数据，2024 年 1-7 月婴儿尿裤类产品线上销额仍保持个位数增长，我国婴儿纸尿裤/拉拉裤 CR5 达 53.93%。目前我国线上婴儿纸尿裤市场由外资品牌主导，但受渠道改革影响，国产品牌也开始快速赶超，2024 年 1-7 月金佰利好奇/宝洁帮宝适/babycare/宜婴/碧芭宝贝/巴布豆/安儿乐/尤妮佳/花王纸尿裤市占率分别为 20.40%/13.96%/12.03%/4.16%/3.38%/2.28%/2.11%/1.59%/1.50%，CR5 达 53.93%，对比发达国家行业市场集中度仍有提升空间。

图表26：2023 年我国出生率下降至 6.39%



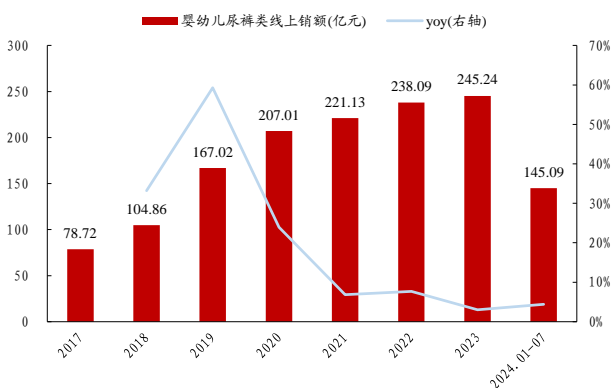
资料来源：全国人口普查，国家统计局，国联证券研究所

图表27：我国母婴市场消费规模持续稳定增长



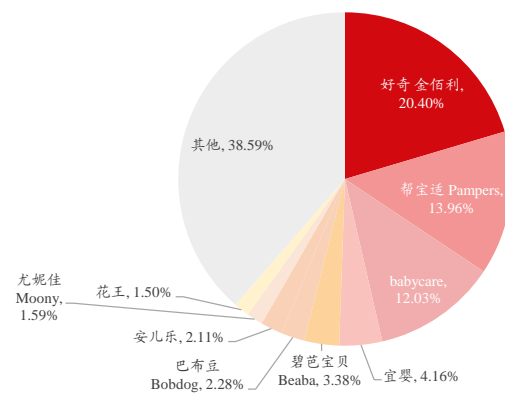
资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表28：2024 年 1-7 月婴幼儿尿裤类产品仍保持个位数增长



资料来源：久谦数据，国联证券研究所

图表29：我国线上婴儿纸尿裤/拉拉裤 CR5 市场份额仅 54%

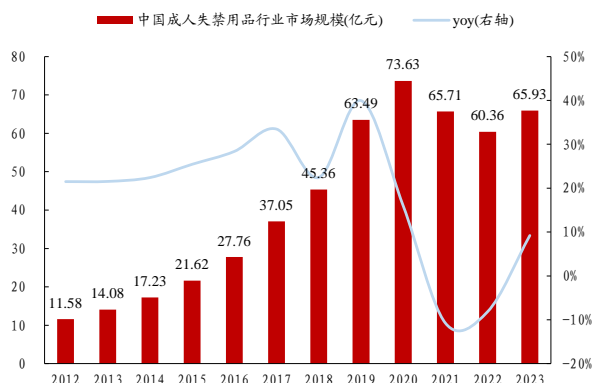


资料来源：久谦数据，国联证券研究所
*数据取自 2024 年 1-7 月线上天猫、京东及抖音合计数据

我国成人失禁品迎蓝海市场。我国成人失禁用品的消费市场正在迅速增长，市场规模由 2012 年的 11.58 亿元增长至 2023 年的 65.93 亿元。银发群体人数的增加也

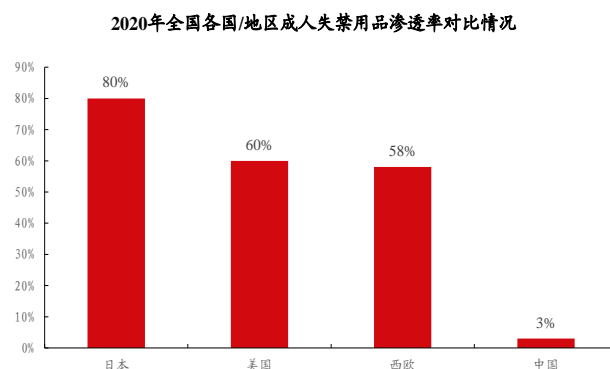
将带来较大的失禁用品需求。但我国成人失禁用品渗透率明显不足，2020年日本/美国/西欧成人失禁用品渗透率为80%/60%/58%，而我国仅为3%，预计未来我国失禁用品渗透率仍有很大提升空间。

图表30：2019年至今我国成人失禁用品市场规模不断扩大



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表31：中国成人失禁用品渗透率与发达国家比仍有差距



资料来源：生活用纸委员会，《可靠股份招股说明书》，国联证券研究所

3. 乘电商东风举步外围，看百亚如何弯道超车

3.1 研发思路转向，降低赛道拥挤度

从强调产品属性走向关注情感需求，降低赛道拥挤度。百亚产品迭代可分为基础期、成长期和逆袭期三个阶段。**基础期**：公司主打产品一直走超薄路线，于2012年公司推出无感七日卫生巾，将卫生巾厚度由1cm减小至0.7cm，产品薄度领先于同行。**成长期**：公司在2017年推出“无感无忧”、“舒睡430”系列新品“YY”芯、430mm满足“贴合”、“舒睡”需求，实质是脱离行业迭代困境的工艺创新。**逆袭期**：疫后消费者健康观念增强趋势，外资和本土品牌的产品推新和迭代明显加快，花王、护舒宝更新集中在棉柔赛道，2021-2022年公司推出的有机纯棉和敏感肌系列所在赛道较为拥挤。**2023年公司推出益生菌系列产品，以LA88专利益生菌技术和核心卖点，依靠颠覆性概念切入拥挤度较低的益生菌赛道。**

图表32：研发思路从强调产品属性转向关注情感需求



资料来源：公司官网，国联证券研究所

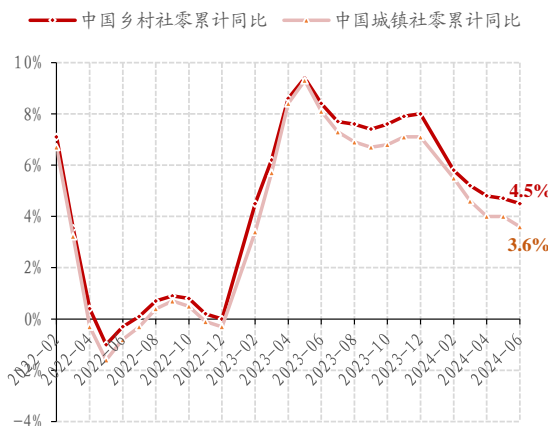
大健康系列产品受益于乡村消费升级&城市消费降级。从社零增速来看，2023-2024年消费分化趋于明显，乡村社零增速持续领先城镇社零增速，截至2024年6月两者差距扩大至0.9pct，卫生巾下沉市场消费升级趋势明显。从产品价格带看，大健康有机棉和益生菌/敏感肌分别处于1.0~1.5/1.5~2.0元/片价格带，处于行业平均价格水平和外资品牌高端系列之间，符合乡村消费升级&城市消费降级趋势。

图表33：卫生巾主要品牌价格带对比



资料来源：Wind，天猫，久谦中台，国联证券研究所
注：本文所用价格来自久谦平台实际交易数据，或与定价有一定差距。

图表34：2022年至今乡村社零增速高于城镇增速



资料来源：Wind、国联证券研究所

3.2 聚焦式平台曝光，紧抓电商渠道红利

聚焦抖音、小红书等主流渠道，提高产品曝光度。2016年，公司与专业电商团队合资成立了电商控股子公司杭州百亚，并聘任经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺。截至2024H1公司已持有杭州百亚100%的股份。公司于2023Q3推出益生菌卫生巾，聚焦抖音、小红书等主流渠道并通过流量明星、达人视频提高产品曝光度。

图表35：公司签约明星在社交网络的推广



资料来源：公司官网，小红书，国联证券研究所

图表36：公司在抖音/小红书的达人视频推广



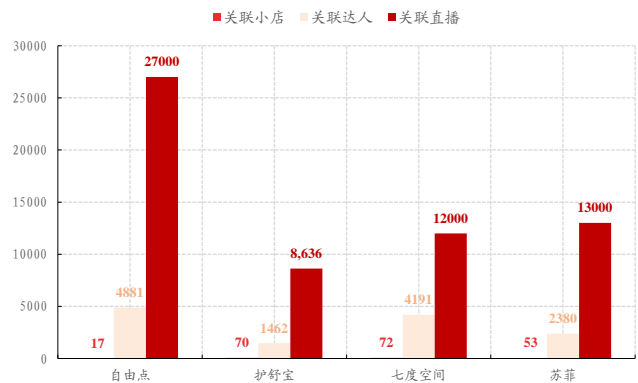
资料来源：抖音，国联证券研究所

直播/视频带货投流高于同行。在投放方式上，公司通过视频投流提高产品曝光度，其中“自由点益生菌卫生巾”话题关联视频播放量位居前列。同时公司在直播带货领域投入也远高于同行，2023年公司销售费用投入6.69亿元，其中营销类推广费用投入4.01亿元，同比增长126.81%。2024年1-8月自由点品牌在抖音的关联直播数量达2.7万个，相关热门话题最高播放达46.9亿次，顺利完成引流+品牌赋能。

图表37: 抖音主要卫生巾品牌话题及播放次数

品牌	话题	播放次数 (亿)
自由点	自由点益生菌卫生巾	46.9
	自由点	9.1
	C位国货自由点	2.6
	健康升级自由点	1.1
护舒宝	护舒宝液体卫生巾	28.1
	护舒宝	6.5
	护舒宝考拉安睡裤	4.1
七度空间	护舒宝金奢纯棉	0.27
	七度空间	8.7
	七度空间新升级	1.6
	七度空间自在不设限	1
苏菲	七度空间极薄透气	0.8
	苏菲超熟睡安心裤	10.8
	苏菲裸感S贵族棉	5.2
	苏菲裸感S	2
	苏菲安心裤	1.8

资料来源: 抖音, 国联证券研究所
 注: 数据截至 2024. 09. 11

图表38: 抖音主要卫生巾品牌关联小店/达人/直播数量(个)


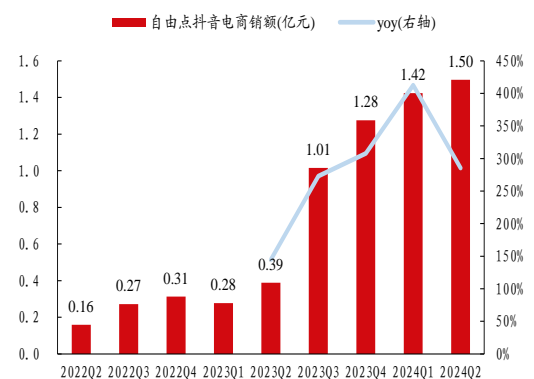
资料来源: 抖音, 蝉妈妈, 国联证券研究所
 注: 数据取自 2024. 01-2024. 08

益生菌大单品带动自由点销额迅速提升, 2023Q3 公司抖音渠道占据市占率第一位置并保持至今。公司成功打造益生菌系列大单品, 2024H1 其收入占比占卫生巾比重迅速提升至 42.3%, 同比+255.2%, 带动公司产品结构优化, 产品片单价持续提升。公司还于 2024 年 5 月 20 日推出益生菌 PRO+, 主打 5 倍益生菌, 产品表层添加天然蚕丝和专利女性益生菌 LA88+N13+益生元, 未来有望持续提升中高端大健康系列占比。从市占率情况来看, 据久谦数据, 2023Q3 自由点品牌抖音电商市占率迅速提升至 15.1%, 环比 Q2 提高 8.2pct, 此后市占率整体呈上升趋势, 2024Q2 已达 20.6%。七度空间/淘淘氧棉/高洁丝/苏菲/护舒宝/薇尔等品牌紧随其后, 市占率分别为 8.4%/7.1%/6.8%/5.7%/4.9%/4.8%, CR10 达 70.21%。

图表39: 自 2023Q3 起自由点品牌抖音市占率始终保持断层第一

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
自由点	5.2%	6.9%	15.1%	14.9%	22.1%	20.6%
七度空间	15.1%	10.3%	9.5%	10.5%	13.3%	8.4%
淘淘氧棉	2.3%	1.7%	2.0%	4.1%	4.1%	7.1%
高洁丝	3.7%	3.8%	3.5%	4.1%	4.8%	6.8%
苏菲	9.1%	8.6%	7.7%	8.3%	7.1%	5.7%
护舒宝	4.7%	5.7%	4.7%	5.3%	5.3%	4.9%
薇尔	4.8%	4.9%	5.6%	2.6%	2.5%	4.8%
棉妮佳	1.2%	3.2%	4.8%	5.2%	5.8%	3.7%
白兔森林	2.9%	9.3%	5.0%	6.5%	3.8%	2.7%

资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所



图表40：公司 2024 年 5 月推出益生菌 PRO+系列



资料来源：百亚品牌说微信公众号，国联证券研究所

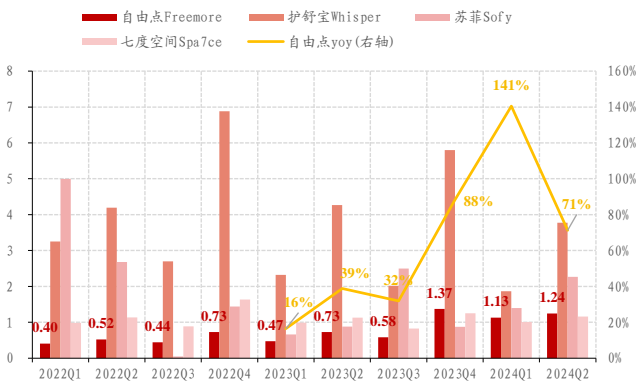
图表41：新品 PRO+主打 5 倍益生菌、3 个月改善菌群



资料来源：淘宝，国联证券研究所

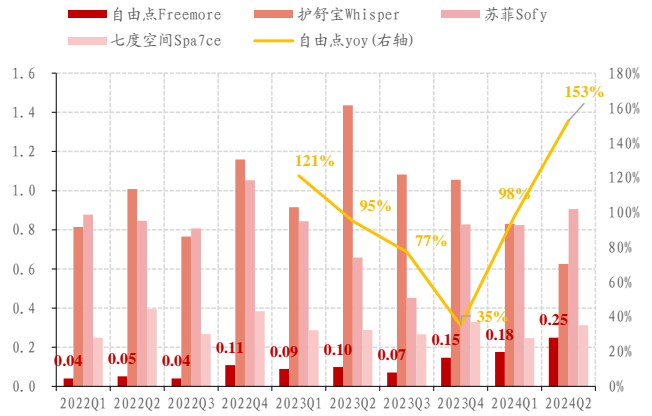
消费者流量溢出效应使得传统电商平台的搜索流量增加，带动产品整体销售增长。虽然天猫、京东等传统电商平台近两年增速疲软，投流带来的 ROI 边际效应递减，但其消费者基数足够大，抖音及小红书等内容平台视频投流会产生流量溢出效应，带动此类传统电商渠道增长。从久谦 2024H1 数据可以发现，自由点品在天猫、京东平台实现高双位数或三位数增长，其中天猫 Q1/Q2 同比增速达 141%/71%，京东 Q1/Q2 同比增速为 98%/153%。

图表42: 流量溢出拉动公司 2024Q2 天猫渠道增速达 71%



资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所

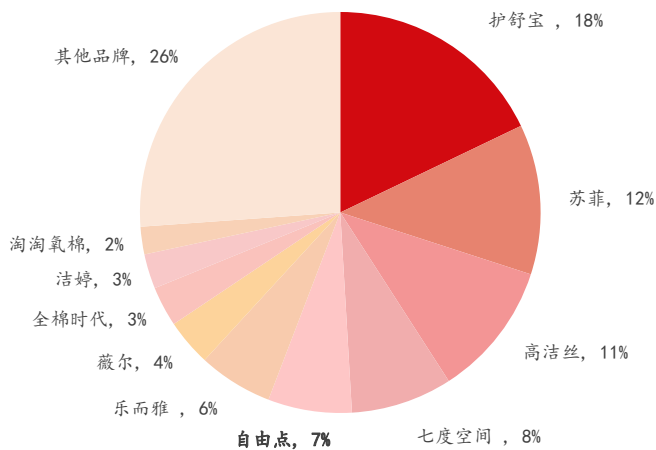
图表43: 流量溢出拉动公司 2024Q2 京东渠道增速达 153%



资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所

线上线下优势互补, 有望实现弯道超车。2023年, 公司在线上TOP10卫生巾市场中占据7%的市场份额, 高于全渠道所占份额。公司产品电商渠道增长明显, 在开学季的传统销售旺季的销售环比增速居于行业前列。从销售均价看, 公司线上销售单价领先于行业平均水平, 这主要系公司线上销售产品多为日夜组合型产品, 销售单价较高。细分渠道来看, 2024H1 公司电商渠道销售额呈三位数增长, 其中抖音平台占比近一半, 天猫平台超过20%, 拼多多近10%。

图表44: 2023年我国卫生巾行业电商TOP10竞争格局



资料来源: 久谦数据, 国联证券研究所

3.3 线上赋能线下, 公司发力外围市场

线上线下融合发展, 助力外围市场弯道超车。从产品曝光和销售的地域结构看,

自由点卫生巾线上直播/视频曝光 TOP10 省份中，外围市场占比分别为 43%/51%，线上获得曝光量并赋能线下的打法助力公司加快外围消费者沉淀，益生菌系列的强动销将提高外围市场经销商拿货信心。

图表45：我国主要卫生巾品牌的抖音直播/视频流量结构

自由点			护舒宝			七度空间			苏菲		
省份	直播	视频	省份	直播	视频	省份	直播	视频	省份	直播	视频
广东	10%	21%	广东	9%	10%	浙江	9%	8%	江苏	13%	14%
四川	8%	7%	江苏	9%	9%	江苏	9%	9%	浙江	10%	4%
浙江	6%	5%	浙江	8%	6%	河南	9%	10%	广东	8%	7%
河南	6%	11%	山东	8%	4%	广东	9%	5%	山东	7%	5%
江苏	6%	4%	河北	5%	3%	山东	7%	9%	河北	5%	5%
山东	6%	5%	河南	5%	6%	安徽	6%	11%	河南	5%	4%
河北	5%	3%	四川	5%	7%	河北	5%	3%	安徽	5%	4%
贵州	5%	2%	安徽	4%	4%	福建	5%	5%	上海	4%	1%
云南	4%	2%	上海	4%	3%	湖北	5%	2%	辽宁	4%	2%
湖南	4%	2%	湖南	3%	9%	湖南	4%	2%	湖北	4%	4%

资料来源：蝉妈妈，国联证券研究所整理

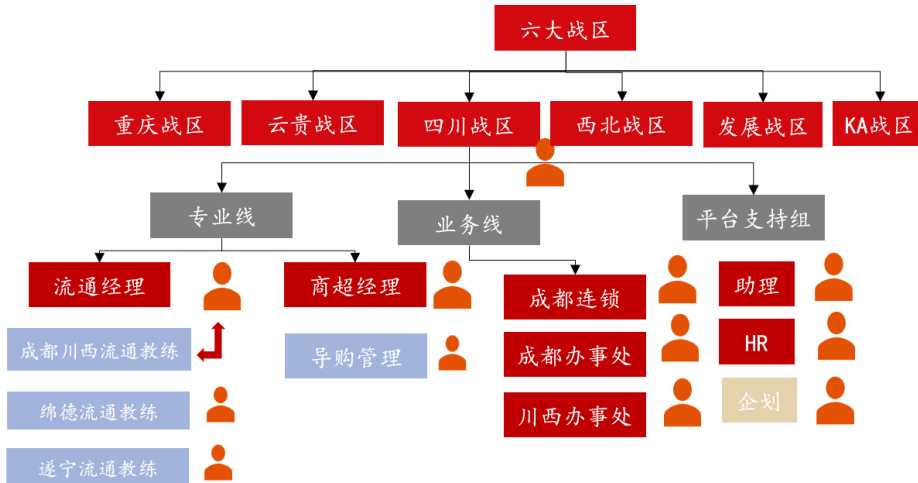
*取自 2024/08/05-2024/09/05 近 30 天抖音直播及视频数据

“复制成功经验+灵活打法”。目前公司经销网络包含六大线上线下载区，每个战区内已有完善的销售系统配置。公司核心五省市场通过重庆、云贵、四川、西北战区经营管理，同时公司循序渐进地拓展华东、华南外围市场，并采取“复制成功经验+灵活打法”的策略。

- 1) **新旧融合发展**：公司在湖北和河北等与核心五省较为类似的市场复制成功经验。外围省份销售负责人主要采用新老结合的方式，省总大都有 5 年以上的百亚股份公司工作经验，经理级以有同行业经验的人为主，新省份的市场负责人主要来自于公司核心五省和销售中台部门，通过这种结合方式助推团队快速融入和成长。在新区域市场，公司会选择适合的区域经销商客户进行合作，从商超、CVS 及其他新渠道进行突破，到一定规模后再精耕下沉市场。
- 2) **因地制宜拓展外围市场**：在保证核心策略的基础上，公司在华南、华东市场有所差异的市场开展更多灵活打法。公司在市场规模大、渠道类型丰富的广东市场切入了更具备优势的 KA、CVS、即时零售渠道，同时在组织人才匹配、经销商开发

和资源投入等方面与核心五省的侧重点有所差异。

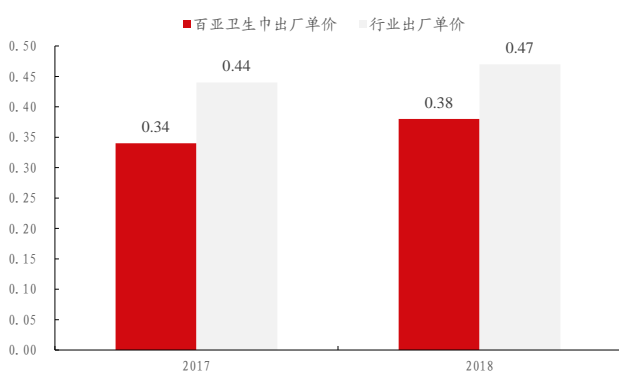
图表46：公司六大战区战略布局



资料来源：百亚品牌说微信公众号，国联证券研究所整理

经销赋能&渠道让利，打造经销狼性文化。公司目标是“让自由点成为经销商最赚钱的品牌之一，让优秀经销商成为百亚股东”。对于绝大多数经销商，公司都配有业务主管，给经销商客户提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持。相比于外资品牌，公司经销商渠道通常直接下沉到区县一级，销售层级更为扁平化，因此给予了经销商更大的盈利空间和拿货动力。从出厂单价来看，公司卫生巾出厂单价低于行业平均水平。截至2022年上半年，公司经销商持股计划通过“国泰君安君得3303单一资产管理计划”购买股票169.11万股，占公司总股本的0.39%，公司与经销利益深度绑定。公司经销人员有着强烈的狼性文化，在重要节假日积极卡位、备货等。

图表47：百亚股份及行业卫生巾出厂单价对比(元/片)



资料来源：招股说明书，中国造纸信息网，国联证券研究所整理

图表48：公司重要节假日的线下销售准备活动

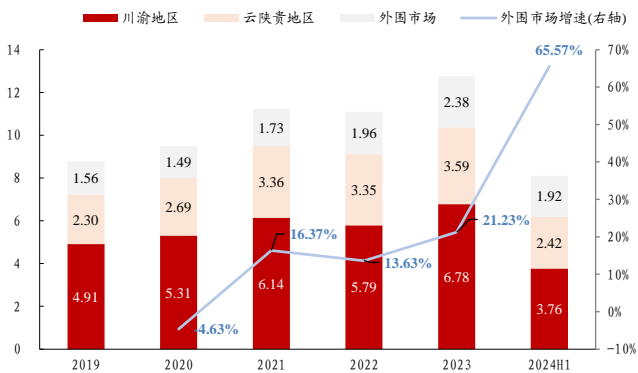


资料来源：百亚品牌说微信公众号，国联证券研究所

外围市场稳定发展，盈利能力有望改善。在发展战区，公司通过对标头部品牌，

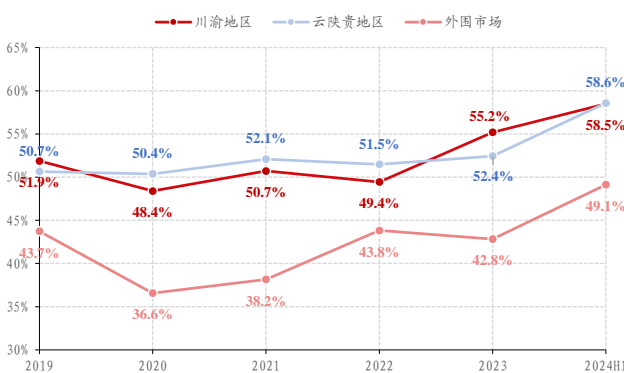
主推大健康等消费升级系列产品以树立消费者品牌认知，目前公司核心产品已进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等发展战区市场，并于2024年重点开拓江苏、湖北市场。受前期市场导入和经销商折扣费用影响，截至2024H1公司非核心区域的毛利水平与核心省份仍有一定差距，预计随着未来外围市场开拓逐渐成熟，外围市场盈利能力将稳步提升。

图表49：2021-2023年外围市场营收呈双位数增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

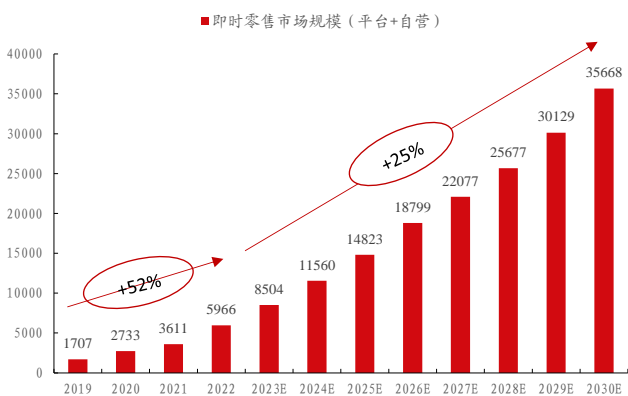
图表50：外围市场毛利率与核心五省比仍有提升空间



资料来源：公司公告，国联证券研究所

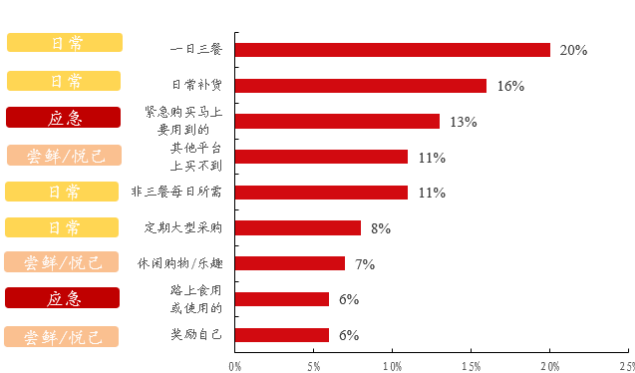
KA 客户数字化能力雄厚，公司持续受益流量效应。即时零售市场近年来呈双位数增长趋势，其中日常及应急产品是消费者选择 O2O 渠道的主要需求，而中大型超市得益于强大的数字化能力，其线上销售占比更高。公司的 KA 客户主要包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、华润万家、大润发等国内外知名的大型连锁超市和大卖场，凭借 KA 客户的销售网络，公司得以在全国建立品牌认知。我们认为，公司合作的优质 KA 客户具备较强的线上销售能力，未来将持续受益 KA 流量。

图表51：平台及自营型即时零售市场规模呈双位数增长



资料来源：《2023 即时零售发展趋势白皮书》，国联证券研究所

图表52：日常及应急产品是消费者选择 O2O 渠道的主要需求



资料来源：京东到家，尼尔森，《2023 即时零售发展趋势白皮书》，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 电商持续增长，外围市场拓展

1) 收入端：我们分渠道拆分百亚股份收入情况：①川渝地区：公司川渝地区持续保持市占率第一，未来增速将维持稳定，因此预计 2024-2026 年川渝地区收入同比增速为 9.50%/7.00%/5.00%；②云贵陕地区：公司云贵陕市占率排名前二，未来还将深入发掘三大省份、通过下沉至区县一级提高市占率，预计 2024-2026 年云贵陕地区收入同比增速为 18.00%/12.00%/12.00%；③其他地区：公司复制核心五省成功经验，发力广东、湖南、湖北等外围市场，重视即时零售等新兴渠道，预计 2024-2026 年外围市场收入同比增速为 46.00%/30.00%/25.00%；④电商渠道：2023 年公司抖音渠道取得较大突破，且新品益生菌产品线上表现亮眼，2024 年继续放大优势，2024Q1 抖音、天猫、拼多多均实现三位数增长，预计未来电商渠道有望持续快速增长，假设 2024-2026 年电商渠道收入同比增速为 87.14%/43.00%/35.00%；⑤ODM 渠道：预计 ODM 产品比例将逐年降低，假设 2024-2026 年 ODM 渠道收入同比增速为-5.00%/-3.00%/0.00%。综上，我们预测 2024-2026 年公司收入增速为 41.25%/26.60%/23.74%。

图表53：公司营收测算汇总（百万元）

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,463.06	1,612.14	2,144.15	3,028.52	3,834.14	4,744.46
yoy	16.97%	10.19%	33.00%	41.25%	26.60%	23.74%
川渝地区	614.44	578.91	338.77	742.23	794.19	833.90
yoy	15.73%	-5.78%	17.09%	9.50%	7.00%	5.00%
占总营收比例	42.00%	35.91%	31.61%	24.51%	20.71%	17.58%
云贵陕地区	335.63	334.94	358.94	423.55	474.38	531.31
yoy	24.91%	-0.21%	7.17%	18.00%	12.00%	12.00%
占总营收比例	22.94%	20.78%	16.74%	13.99%	12.37%	11.20%
其他地区	172.86	196.42	238.11	347.65	451.94	564.92
yoy	16.37%	13.63%	21.23%	46.00%	30.00%	25.00%
占总营收比例	11.82%	12.18%	11.11%	11.48%	11.79%	11.91%
电商渠道	209.89	371.24	748.10	1400.00	2002.00	2702.70
yoy	36.81%	76.88%	101.52%	87.14%	43.00%	35.00%
占总营收比例	14.35%	23.03%	34.89%	46.23%	52.22%	56.97%
ODM 业务	130.24	130.63	121.15	115.09	111.64	111.64
yoy	-12.69%	0.30%	-7.26%	-5.00%	-3.00%	0.00%
占总营收比例	8.90%	8.10%	5.65%	3.80%	2.91%	2.35%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

2) 毛利率：分业务来看，①川渝地区：公司川渝地区相对成熟，其中重庆占据绝对领先优势，四川地区市占率保持第一但仍有进步空间，预计随着规模增大，公司川渝地区成本同样有望被摊薄，因此我们假设 2024-2026 年川渝地区毛利率为 55.30%/55.30%/55.30%；**②云贵陕地区：**未来公司将继续深耕云贵陕核心市场，持续推进产品和渠道结构优化，预计 2024-2026 年云贵陕地区毛利率分别为 52.50%/52.55%/52.55%；**③其他地区：**公司将加快外围省份市场拓展节奏，重点锁定广东、湖南、河北等省份作为重点区域，因此假设 2024-2026 年其他地区毛利率稳步提升，分别为 43.00%/43.20%/43.40%；**④电商渠道：**电商作为公司增速最快的渠道，2023 年基本实现盈亏平衡，在实现精准投流、提高营销 ROI 的基础上，预计 2024 年盈利能力将进一步提升，因此预计 2024-2026 年电商渠道毛利率分别为 55.00%/55.10%/55.20%；**⑤ODM 渠道：**预计 ODM 渠道将维持 17%左右毛利率不变。综上，我们预测 2024-2026 年公司毛利率有望达到 51.91%/52.32%/52.62%。

图表54：百亚股份毛利率预测

单位：%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体毛利率	44.71%	45.11%	50.32%	51.91%	52.32%	52.62%
川渝地区	50.72%	49.44%	55.19%	55.30%	55.30%	55.30%
云贵陕地区	52.09%	51.48%	52.44%	52.50%	52.55%	52.55%
其他地区	38.16%	43.83%	42.83%	43.00%	43.20%	43.40%
电商渠道	34.52%	43.87%	52.53%	55.00%	55.10%	55.20%
ODM 业务	22.46%	15.04%	17.81%	17.18%	17.18%	17.18%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

综上，预计公司 2024-2026 年营收分别为 30.29/38.34/47.44 亿元，同比增速分别为 41.25%/26.60%/23.74%。归母净利润为 3.21/4.17/5.27 亿元，同比增速为 34.90%/29.89%/26.29%。公司 EPS 为 0.75/0.97/1.23 元/股。2024-2026 年营收和归母净利润 CAGR 为 30.31%和 30.31%。

图表55：百亚股份财务与盈利预测汇总

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1463.06	1612.14	2144.15	3,028.52	3,834.14	4,744.46
yoy	16.97%	10.19%	33.00%	41.25%	26.60%	23.74%
归母净利润	227.92	187.29	238.25	321.41	417.47	527.22
yoy	24.89%	-17.83%	27.21%	34.90%	29.89%	26.29%
净利率	15.32%	11.59%	11.12%	10.63%	10.90%	11.13%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.44	0.55	0.75	0.97	1.23

市盈率 (P/E)	50.27	61.18	48.09	35.65	27.45	21.73
市净率 (P/B)	9.44	8.95	8.26	7.81	7.29	6.72

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：收盘价取自 2024 年 09 月 30 日计算

4.2 投资建议：给予“买入”评级

绝对估值：我们选择公司自由现金流 FCFF 进行绝对估值，假设第二阶段增长率为 14%，永续增长率为 1%，无风险利率采取中国 10 年期国债到期收益率 2.18%，Kd 参考 5 年期 LPR 作为基准日的税前债务成本，取 3.85%，得到公司市值为 118.14 亿元，对应每股价值 27.52 元。

图表56：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.18%
市场预期回报率 Rm	9.50%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	14.00%
永续增长率	1.00%
有效税率 Tx	12.94%
Ke	9.86%
Wd	0.07%
Kd	3.85%
WACC	9.33%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表57：FCFF 估值明细 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值
第一阶段	1,150.98
第二阶段	3,157.35
第三阶段 (终值)	7,061.98
企业价值 AEV	11,370.31
加：非核心资产	444.41
减：带息债务 (账面价值)	0.52
减：少数股东权益	0.00
股权价值	11,814.20
除：总股本 (股)	429,323,390.00
每股价值 (元)	27.52

资料来源：iFinD，国联证券研究所

相对估值：我们选取同样位于卫生用纸和个护赛道的中顺洁柔、可靠股份和润本股份作为百亚股份可比公司。根据 2024 年 9 月 30 日的 iFinD 一致预期，得到 2024-2026 年行业平均 PE 为 37.19、30.45 和 25.05 倍。

2023 年及 2024H1 公司益生菌等大健康系列单品带动线上直播电商渠道高增，线上赋能线下外围市场逐渐突破，核心五省基本盘保持稳定增长，百亚股份未来成长性可期。综合绝对估值法和相对估值法，给予 2024 年 37 倍 PE，目标价 27.70 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表58：可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润			PE (X)			2023-2026 CAGR (%)
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002511.SZ	中顺洁柔	103.44	3.83	4.45	5.13	26.98	23.24	20.17	15.51%

301009.SZ	可靠股份	24.98	0.46	0.57	0.71	54.13	43.66	35.24	52.01%
603193.SH	润本股份	94.84	3.11	3.88	4.80	30.47	24.45	19.76	28.53%
行业平均						37.19	30.45	25.05	-
003006.SZ	百亚股份	114.59	3.21	4.17	5.27	32.44	24.97	19.77	30.31%

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为2024年9月30日收盘价；可比公司盈利预测为iFind一致预期

5. 风险提示

- 1) 价格战等恶性竞争风险：随着产品同质化程度增加，消费降级背景下未来卫生护理产品或将打响价格战，公司将陷入被迫压低利润以跟随行业降价趋势的窘境；
- 2) 外围市场拓张不及预期风险：外围省份消费习惯和价格接受度各不相同，公司无法完全按照核心五省经验复制，因此或会出现外围市场拓张不及预期风险；
- 3) 行业空间测算偏差风险：市场空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	302	356	507	721	972					
应收账款+票据	207	215	332	420	520					
预付账款	22	28	31	40	49					
存货	178	173	274	344	423					
其他	381	441	453	461	470					
流动资产合计	1090	1214	1598	1987	2434					
长期股权投资	19	19	19	19	19					
固定资产	448	493	388	291	190					
在建工程	62	21	28	27	21					
无形资产	66	65	52	39	26					
其他非流动资产	47	72	72	72	72					
非流动资产合计	642	671	559	447	327					
资产总计	1732	1884	2157	2434	2761					
短期借款	0	0	0	0	0					
应付账款+票据	188	231	307	385	474					
其他	254	248	363	457	563					
流动负债合计	442	479	670	842	1037					
长期带息负债	0	1	0	0	0					
长期应付款	0	11	11	11	11					
其他	9	8	8	8	8					
非流动负债合计	9	19	19	19	18					
负债合计	451	498	689	861	1055					
少数股东权益	1	0	0	1	2					
股本	430	429	429	429	429					
资本公积	278	266	266	266	266					
留存收益	572	691	772	877	1009					
股东权益合计	1281	1387	1468	1573	1706					
负债和股东权益总计	1732	1884	2157	2434	2761					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	187	239	322	418	528					
折旧摊销	51	56	132	136	140					
财务费用	-4	-4	-1	-2	-3					
存货减少(增加为“-”)	-16	5	-101	-70	-79					
营运资金变动	-8	17	-42	-2	-3					
其它	23	19	94	63	72					
经营活动现金流	234	331	404	543	656					
资本支出	-27	-74	-20	-25	-20					
长期投资	-45	-52	0	0	0					
其他	-1	-9	7	7	7					
投资活动现金流	-74	-136	-13	-18	-13					
债权融资	-1	1	0	0	0					
股权融资	3	-1	0	0	0					
其他	-118	-145	-239	-311	-392					
筹资活动现金流	-116	-145	-239	-311	-392					
现金净增加额	44	50	151	214	250					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	1612	2144	3029	3834	4744					
营业成本	885	1065	1456	1828	2248					
营业税金及附加	15	19	28	35	43					
营业费用	395	669	999	1269	1575					
管理费用	105	126	176	217	261					
财务费用	-4	-4	-1	-2	-3					
资产减值损失	-8	-10	-12	-15	-18					
公允价值变动收益	-2	5	0	0	0					
投资净收益	7	9	10	10	10					
其他	4	8	3	0	-3					
营业利润	217	281	372	483	609					
营业外净收益	-4	-1	-2	-2	-2					
利润总额	212	280	370	480	606					
所得税	25	41	48	62	78					
净利润	187	239	322	418	528					
少数股东损益	0	0	0	1	1					
归属于母公司净利润	187	238	321	417	527					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.19%	33.00%	41.25%	26.60%	23.74%
EBIT	-17.30%	31.87%	33.80%	29.83%	26.24%
EBITDA	-12.23%	27.59%	50.84%	22.78%	21.09%
归属于母公司净利润	-17.83%	27.21%	34.90%	29.89%	26.29%
获利能力					
毛利率	45.11%	50.32%	51.91%	52.32%	52.62%
净利率	11.59%	11.12%	10.63%	10.90%	11.13%
ROE	14.63%	17.18%	21.90%	26.55%	30.93%
ROIC	22.90%	28.33%	40.31%	51.12%	66.75%
偿债能力					
资产负债率	26.05%	26.40%	31.94%	35.36%	38.21%
流动比率	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
速动比率	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9
营运能力					
应收账款周转率	8.7	11.0	9.8	9.8	9.8
存货周转率	5.0	6.2	5.3	5.3	5.3
总资产周转率	0.9	1.1	1.4	1.6	1.7
每股指标(元)					
每股收益	0.4	0.6	0.7	1.0	1.2
每股经营现金流	0.5	0.8	0.9	1.3	1.5
每股净资产	3.0	3.2	3.4	3.7	4.0
估值比率					
市盈率	61.2	48.1	35.7	27.4	21.7
市净率	9.0	8.3	7.8	7.3	6.7
EV/EBITDA	20.9	17.9	21.6	17.4	14.1
EV/EBIT	26.0	21.5	29.4	22.3	17.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 09 月 30 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼