

# 百亚股份 (003006.SZ)

## 卫生巾优势品牌，多渠道并举走向全国化

### 核心观点：

- 公司深耕一次性卫生用品主业，营业收入呈现良好增长态势。公司专注于妇婴卫生用品、成人纸尿裤产品领域，依靠多品牌、差异化的发展战略，营业收入不断增长，2017-2019 年收入同比增速分别为 9.67%、18.63%和 19.59%。
- 线下渠道是公司的主要销售渠道，未来将持续开拓来构建全国性营销网络。目前公司在川渝及周边地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度和市占率，来自该区域的销售收入占比接近 70%。未来公司将继续巩固川渝市场的主要销售区域地位，充分利用成熟的经销商及 KA 销售体系，以点带面推动加强公司产品对其他地区市场的辐射和渗透力；同时通过营销措施提升公司品牌知名度和市场影响力。
- 电商渠道是最具发展潜力的销售渠道，公司将采取从线上突围的销售策略打造卫生巾“亮点产品”。公司一方面打造优质的产品、不断研发新技术来增强产品体验感；另一方面，公司计划以拳头品牌线上推广为突破点，积极开展直播、社交平台互动等宣传方式增加品牌知名度，推动产品在全国市场的销售。因此，公司将大力建设电商渠道并加强在热门社交媒体上的互动，以吸引更多的客户群体。此次募集资金也将会投资于营销网络建设项目。
- 盈利预测。按照新会计准则，预计 2020 年-2022 年公司营业收入分别为 12.93、15.81、19.26 亿元 (YOY 分别为 12.5%、22.3%、21.8%)；归母净利润分别为 1.80、2.16、2.60 亿元 (YOY 分别为 40.3%、20.2%、20.1%)。参考可比公司中顺洁柔的 PE 估值，给予百亚股份 2020 年 20-25 倍 PE 的合理估值，对应合理价值 8.40-10.50 元/股。
- 风险提示：原材料成本波动风险、渠道拓展及销售区域相对集中的风险、行业竞争加剧风险。

### 盈利预测：(2020-2022 年预测基于新会计准则)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	961	1,149	1293	1581	1926
增长率 (%)	18.6	19.6	12.5	22.3	21.8
EBITDA (百万元)	131	178	235	279	332
归母净利润 (百万元)	89	128	180	216	260
增长率 (%)	36.2	43.4	40.3	20.2	20.1
EPS (元/股)	0.23	0.33	0.42	0.51	0.61
市盈率 (P/E)	-	-	15.72	13.08	10.89
ROE (%)	14.5	18.3	15.4	15.5	15.6
EV/EBITDA	-	-	9.49	7.64	5.97

数据来源：公司财务报表,广发证券发展研究中心,市盈率根据发行价计算

合理价值区间： 8.40~10.50 元/股

报告日期 2020-09-13

### 发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.82
资产负债率 (%)	29.15%
ROE (%)	18.29%
ROA (%)	15.81%
流动比率 (倍)	1.73
速动比率 (倍)	1.25

### 发行资料

发行股数 (万股)	4277.78
发行前股本 (万股)	38500.00
发行日期	2020-09-08
上市日期	2020-09-21
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	重庆复元商贸有限公司
发行方式	A 股发行

### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

## 目录索引

一、本文逻辑及投资要点 .....	5
二、深耕主业，盈利能力呈现良好增长态势 .....	6
（一）品牌布局：深耕主业，三大产品领域助力企业发展 .....	6
（二）传统渠道稳步发展，新兴渠道具备快速发展潜力 .....	12
（三）营业收入稳步增长，毛利率水平业内领先，费控能力不断增强 .....	14
（四）股权结构：股权集中，实际控制人地位明晰 .....	16
（五）募集资金投资去向 .....	18
三、线下渠道稳步发展，川渝市场精耕，全国有序拓展 .....	19
（一）依托线下销售渠道，占据川渝市场重要份额 .....	19
（二）行业竞争格局加剧，企业扩张市场难度较大 .....	20
（三）未来成长规划：精耕川渝市场，以点带面开拓全国线下渠道 .....	22
四、积极开拓电商渠道，互联网+新零售铺向全国 .....	24
（一）产品力：优质产品奠定品牌推广基础 .....	24
（二）营销：充分利用互联网平台，电商渠道和线上营销网络建设同时推进 .....	26
五、盈利预测 .....	29
六、风险提示 .....	33

## 图表索引

图 1: 公司各产品类别历年营业收入占比情况.....	6
图 2: 国内卫生巾产销量增速趋缓.....	7
图 3: 公司自主品牌卫生巾主要产品.....	8
图 4: 公司卫生巾产品平均销售价格逐年上升.....	8
图 5: 卫生巾产能稳步增长, 利用率逐年下降.....	8
图 6: 我国婴儿纸尿裤产量增速放缓.....	9
图 7: 婴儿纸尿裤产品平均销售价格逐年上升.....	10
图 8: 婴儿纸尿裤产能及产能利用率、产销率较稳定.....	10
图 9: “好之”婴儿纸尿裤旗下主要产品系列.....	10
图 10: 中国成人失禁用品市场规模.....	11
图 11: 中国成人失禁用品消费量.....	11
图 12: 公司成人失禁用品价格略有增长.....	11
图 13: 成人失禁用品外协采购规模逐年降低.....	11
图 14: “丹宁”成人护理垫产品.....	12
图 15: ODM 产品平均销售价格较为稳定.....	12
图 16: 百亚股份营业收入及增速情况.....	14
图 17: 公司营业毛利及毛利率水平.....	15
图 18: 公司分产品毛利率情况.....	15
图 19: 公司分销售渠道毛利率情况.....	15
图 20: 公司与同行可比公司毛利率对比情况.....	15
图 21: 公司历年各项费用率情况.....	16
图 22: 销售费用率高于同行业可比公司.....	16
图 23: 公司股权结构(公开发行前).....	17
图 24: 公司按销售渠道类别收入比例.....	19
图 25: 公司分地区销售收入占比情况.....	19
图 26: 2015-2018 年全国婴儿纸尿裤商超渠道销售额的市场份额情况.....	21
图 27: 公司经销商渠道销售收入.....	23
图 28: 公司 KA 渠道销售收入.....	23
图 29: 营销网络建设项目投资概算, 品牌推广占最重比例.....	24
图 30: 公司 2019 年营业收入按产品分类构成情况.....	26
图 31: 部分卫生巾品牌天猫旗舰店粉丝数情况: 自由点十万级别粉丝数, 七度空间、苏菲、ABC 百万级别粉丝数.....	27
图 32: 公司主要电商平台天猫和京东的客户销售区域分布.....	27
表 1: 公司经销商经营主体情况.....	13
表 2: 2019 年公司前十大 KA 客户销售情况(万元).....	13

表 3: 公司股权概况（公开发售前） .....	17
表 4: 募集资金投资去向（单位：万元） .....	18
表 5: 国内一次性卫生用品市场发展历程 .....	20
表 6: 国内外知名一次性卫生用品企业 .....	21
表 7: 公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道 .....	23
表 8: 百亚股份收入拆分及盈利预测 .....	30
表 9: 假定公司自 2017 年 1 月 1 日开始全面执行新收入准则，公司各项指标受影响情况分析 .....	32
表 10: 百亚股份历史费用率情况及未来费用率假设 .....	32
表 11: 2020 年起实施新会计准则下公司营业收入情况预测 .....	32
表 12: 可比公司估值表 .....	32

## 一、本文逻辑及投资要点

重庆百亚是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业，专注于自主研发和生产妇婴卫生用品以及成人纸尿裤产品。根据公司招股意向书，2015-2018 年全国商超渠道销售额份额排名中，公司卫生巾产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名第四，百亚已发展成为国内卫生巾行业的优秀企业代表之一。

### （1）三大产品领域助力企业发展，盈利能力呈现良好增长态势

公司产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品三大领域。卫生巾产品发展成熟，2019 年营收占比高达 65.29%。婴儿纸尿裤产品未来将重点布局，推动产品结构向中高端化方向发展。同时，公司在目前的市场环境下适当保持对成人失禁用品领域的关注和投入。

公司营业收入稳步增长，公司盈利情况总体向好。2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别同比增长 9.67%、18.63%和 19.59%，呈现逐年加速的态势。整体毛利率保持在 45%左右，基本高于同期可比公司。

### （2）公司主攻线下销售渠道，未来将持续开拓以构建全国性营销网络

经销商渠道和 KA 渠道等线下渠道一直都是公司的主要销售渠道。2016 年至 2019 年，经销商和 KA 渠道销售收入合计占各期营业收入的比例均在 75%以上。

公司在川渝及周边地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度和市场占有率，来自该区域的销售收入占营业收入的比重接近 70%。由于消费者对于卫生巾产品转换信任成本高，公司难以在头部品牌已瓜分行业的情况下抢占市场份额；同时由于在新进入的线下市场区域，公司要经历品牌培育和营销网络的建设期，使得进军全国市场难度较大。因此，公司处在销售区域相对集中、品牌知名度低难以开拓更大市场的困境之中，一旦主要销售区域市场竞争加剧或消费需求减少，或者在该区域以外的市场拓展迟迟未达到预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

在未来成长规划中，公司将坚持“川渝市场精耕、国内有序拓展”的销售渠道策略。公司继续巩固川渝市场的主要销售区域地位，充分利用成熟的经销商及 KA 销售体系，以点带面推动加强公司产品对其他地区市场的辐射和渗透力；同时通过广告宣传、线下品牌推广等一系列营销措施，提升公司品牌知名度和市场影响力。

### （3）电商渠道最具发展潜力，产品力+新零售线上突围扩大品牌知名度

产品力+新零售助力品牌崛起。对于百亚，一方面打造优质的产品，严格把控产品质量，同时不断研发新技术增强产品体验感；另一方面，以拳头品牌线上推广为突破点，积极开展直播、社交平台互动等宣传方式以增加品牌知名度，推动产品在全国市场的销售，卫生巾产品也可以走出品牌重塑线上突围扩大知名度的发展路径。未来，公司将大力建设电商渠道，优化天猫、京东、苏宁易购等主要电商平台上旗舰店宣传方式和销售服务，同时加强微博、小红书等热门社交媒体上的互动，以吸引更多的客户群体。此次募集资金也将会投资于营销网络建设项目。

## 二、深耕主业，盈利能力呈现良好增长态势

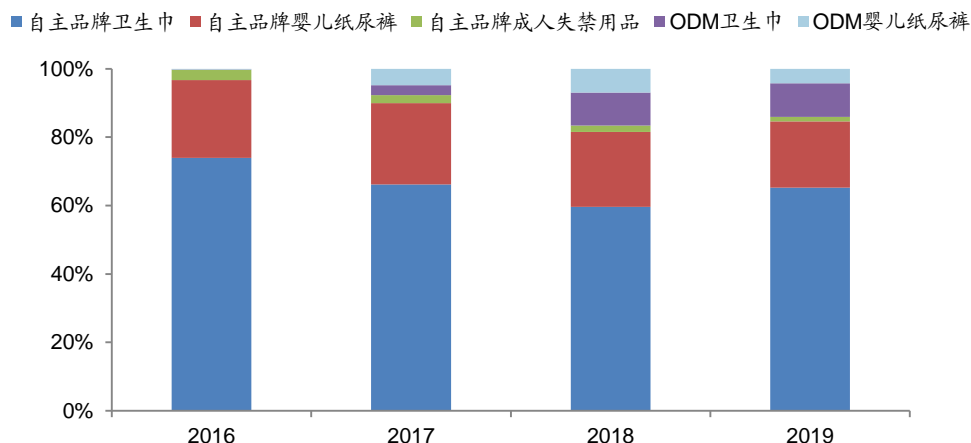
公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售，是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业。公司依托自有品牌，采取自主研发和生产的模式，建立起一套完整、协同高效的技术研究、产品开发、生产制造、品质控制和供应链管理体系，为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品。

公司自创立起即专注于妇婴卫生用品、成人纸尿裤产品领域，依靠多品牌、差异化的发展战略，业务规模不断增长，经营情况持续向好。据公司招股意向书，公司卫生巾产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名第四，婴儿纸尿裤产品的市场份额在本土厂商中连续四年排名前三，公司已发展成为国内卫生巾和婴儿纸尿裤市场的优秀企业代表之一。

### （一）品牌布局：深耕主业，三大产品领域助力企业发展

公司产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品三大领域。此外，公司把握行业发展现状及机遇，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，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。在各类别占比方面，公司产品以自主品牌卫生巾为主，2016年到2019年该品类在总收入中的占比均在50%以上，但随着公司其他品类销量的持续增长，自主品牌卫生巾的销售占比有所下降。

图 1：公司各产品类别历年营业收入占比情况



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

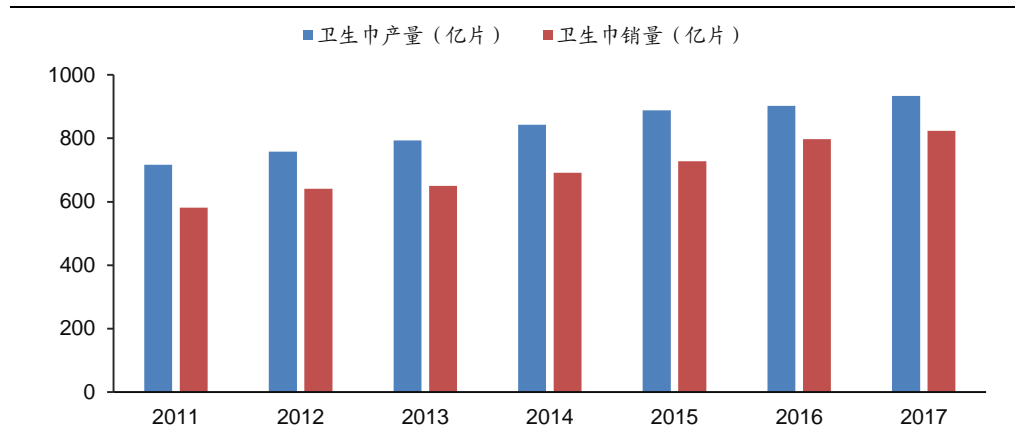
### 1. 卫生巾：公司传统优势产品

卫生巾市场成熟，市场朝高端化方向发展。2011-2017年卫生巾产量逐年增长，但是整体增速呈现下降态势。2011-2017年卫生巾消费量持续平稳增长，CAGR为5.99%。据百亚股份招股意向书，2012年我国卫生巾市场渗透率为91.3%，截至2018年我国卫生巾市场渗透率提高至近100%，已达到欧美、日本等发达国家的市场渗透率水平。随着我国女性教育水平的不断提高，其社会地位和消费能力逐渐提升，个人健康意识不断增强，女性消费者的卫生巾使用频次不断增加，其对卫生巾产品的



舒适、安全以及功能等方面的需求亦不断提高，进而促进我国卫生巾产品市场，尤其是中高端卫生巾产品市场的稳定发展。目前我国卫生巾市场的渗透率较高，预计卫生巾行业整体增速会保持4%-8%的增长；产品结构升级、产品高端化是卫生巾行业发展的主要驱动力之一，中高端产品将推动卫生巾市场规模的进一步扩大，而且中高端卫生巾行业增速会快于整体行业增速，预计中高端市场会保持8%以上的增长。

图 2：国内卫生巾产销量增速趋缓



数据来源：中国产业信息网、广发证券发展研究中心

卫生巾是公司传统优势产品，目前旗下拥有“自由点”及“妮爽”两大自主品牌，2017年、2018年以及2019年卫生巾营收占比分别为66.15%、59.67%以及65.29%。

公司“自由点”品牌代表“自由、青春”，定位中高端品牌的卫生巾产品。“自由点”卫生巾是公司的拳头产品，于2018年、2019年分别同比实现销售收入增长13.61%、36.39%，2019年度在总营收中的占比高达61.64%，呈现良好的发展态势。自由点系列品牌旗下主要产品包括自由点“隐形”系列、自由点“由我清爽”系列、自由点“无感7日”系列以及自由点“安睡裤”系列等。

公司“妮爽”品牌代表“清新、健康”，定位为大众品牌的卫生巾产品。妮爽系列品牌旗下主要产品包括云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列等。近年来，由于市场消费结构发生变化，中高端卫生巾渗透率持续提高，公司持续加大对核心品牌的宣传推广，“妮爽”品牌产品销量出现下滑，在总营收中的占比于从2016年的15.24%降低至2019年的3.65%。

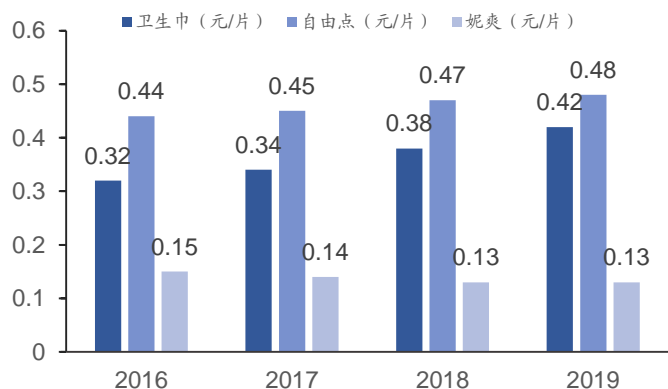
图 3：公司自主品牌卫生巾主要产品



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

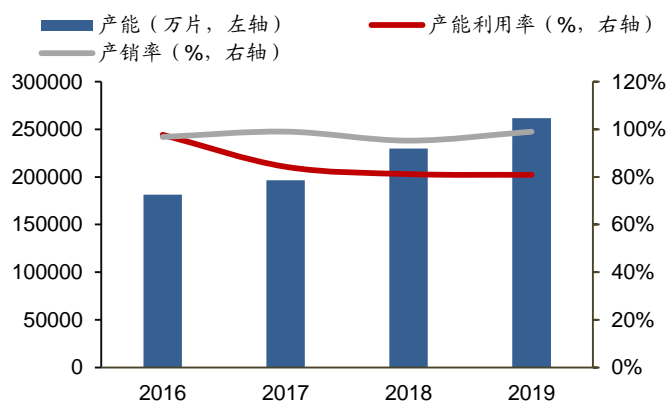
为契合消费升级和 market 发展趋势，公司致力于优化卫生巾产品结构，重点开发和推广了自由点品牌旗下“隐形卫生巾”等中高端系列产品，同时推出了功能更全面、穿着更方便贴身的裤型结构产品“安睡裤”，进一步丰富了中高端产品品类。自2016到2019年度，公司卫生巾产品销售平均价格保持稳步上升趋势，体现出公司推动产品结构向中高端优化发展的策略实施顺利。同时，公司陆续购置了部分行业内较为先进的生产设备，使得产能稳步增长，为后续业务规模扩张打下基础。

图 4：公司卫生巾产品平均销售价格逐年上升



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 5：卫生巾产能稳步增长，利用率逐年下降



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

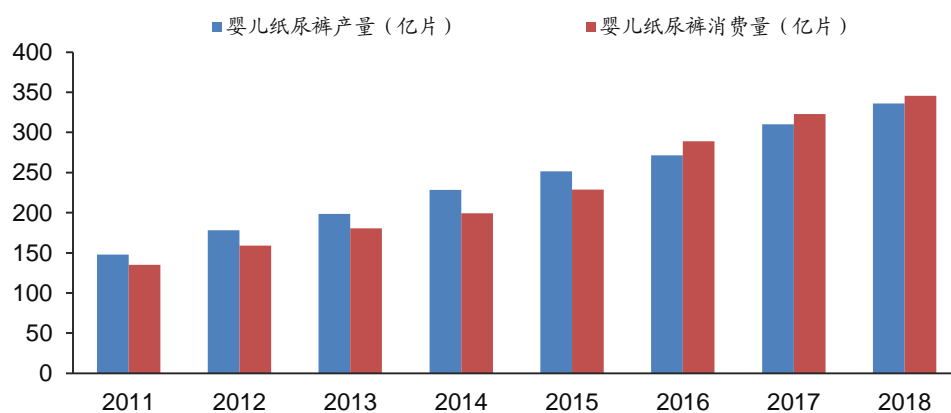
公司高度重视卫生巾产品的自主创新和研发。针对女性消费者的生理特点、使用需求和偏好，公司持续研发、推陈出新，不断提升产品的功能性、舒适性和安全性。例如，2015年推出的自由点新款“隐形卫生巾”系列产品，以“隐秘”、“舒适”为设计理念，成为公司中高端卫生巾的代表性产品；2016年推出以“高体验”、“高颜值”为特点的自由点“掌控君”条形包系列产品和2017年推出的以“YY结构芯体”为特点的自由点“无感无忧”系列产品，市场销量情况良好。



## 2. 婴儿纸尿裤：重点布局和推广

婴儿纸尿裤市场增速放缓,渗透率仍有广阔提升空间。据百亚股份招股意向书,2000年我国婴儿纸尿裤的市场渗透率仅为2.1%,2018年已提升至63.9%,但与欧美、日本等发达国家90%以上的市场渗透率水平相比,我国婴儿纸尿裤市场渗透率仍有较大提升空间。目前我国新一代年轻父母普遍为80后、90后,其对婴儿纸尿裤的接受度较高也更加依赖,此外2016年“二胎”政策的全面实施,为我国维持较大规模的新生儿数量提供了一定支撑,庞大的婴幼儿人口数量创造了广阔的市场容量,推动了婴儿纸尿裤市场规模不断增长。2011-2018年婴儿纸尿裤产销量逐年增长,2018年产量达到335.9亿片,2011-2018年产量CAGR达到12.45%,增速逐渐放缓,预计未来婴儿纸尿裤行业的消费量增速会保持在10%-15%之间。

图 6: 我国婴儿纸尿裤产量增速放缓

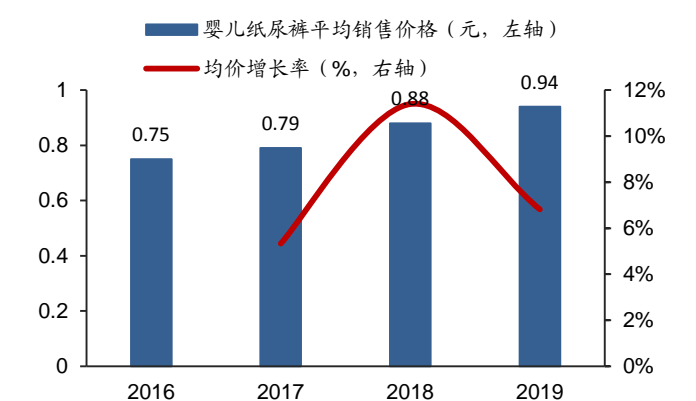


数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

公司“好之”品牌代表“舒适、快乐”,定位为中高端品牌的婴儿纸尿裤产品,产品系列主要包括超薄全能系列、特薄棉柔系列、学步裤系列等。此外,还推出了以“PH弱酸性面层”为特点的婴儿纸尿裤和以“无束缚弹柔腰围”为特点的“不要紧”学步裤,均获得了良好的市场反应。

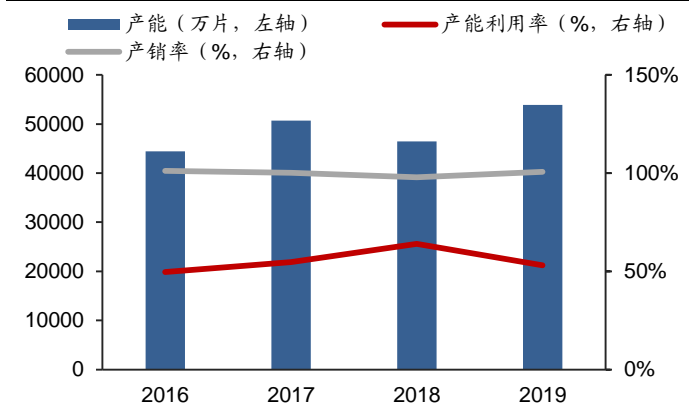
近年来,由于消费结构升级,公司致力于推动“好之”品牌包括“GN”、“GHC纯净”等中高端系列婴儿纸尿裤产品占比的提升,带动平均销售价格提升进而促进公司核心产品营业收入增长。2016-2019年度期间,婴儿纸尿裤实现营业收入分别为16,841.47万元、19,275.78万元、21,049.35万元和22,203.28万元,占公司营收比例约为20%~24%,是公司营收的核心和基石部分。

图 7：婴儿纸尿裤产品平均销售价格逐年上升



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 8：婴儿纸尿裤产能及产能利用率、产销率较稳定



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 9：“好之”婴儿纸尿裤旗下主要产品系列

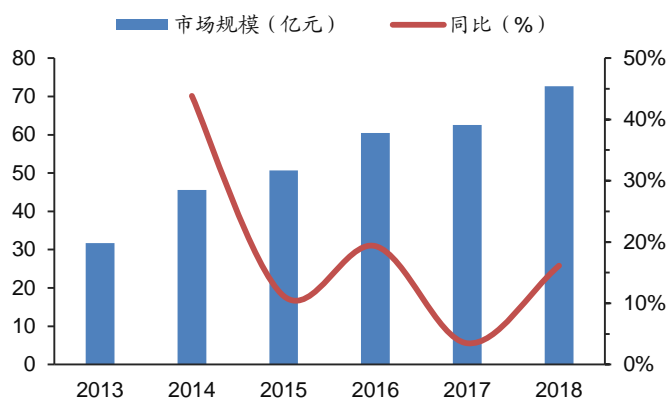


数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

### 3. 成人失禁用品：仍处于市场培育期

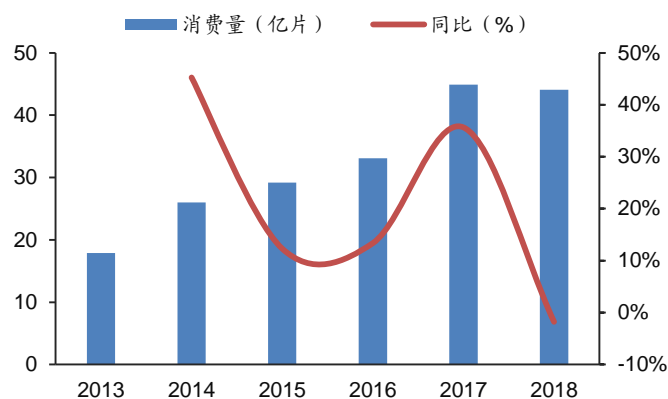
人口老龄化加剧，成人失禁用品市场规模值得期待。近年来，我国人口老龄化程度不断加剧。据百亚股份招股意向书，2018年末我国60周岁及以上人口数量为24,949万人，占总人口的比重为17.9%。其中，65周岁及以上人口数量为16,658万人，占总人口的比重为11.9%。数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。我国成人失禁用品行业起步较晚，目前仍处于行业发展初期。经过多年发展，成人失禁用品正逐渐被人们认知和接受，市场消费不断升温。随着老龄人口的不断增加、生活观念的不断转变，我国成人失禁用品市场渗透率逐年提高，成人失禁用品行业快速发展。据中国产业信息网，国内成人失禁市场规模从2013年的31.7亿元增长至2018年的72.7亿元，CAGR为18.06%。成人失禁用品的消费量增长也较为迅速，2013-2018年CAGR约19.76%，伴随着老龄化加剧，预计未来成人失禁用品市场规模会保持15%-20%的增长。

图 10: 中国成人失禁用品市场规模



数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

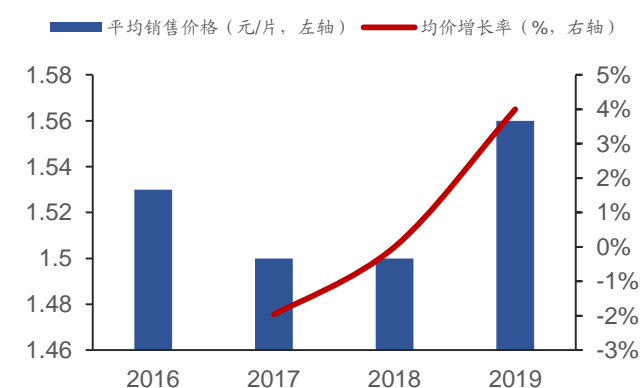
图 11: 中国成人失禁用品消费量



数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

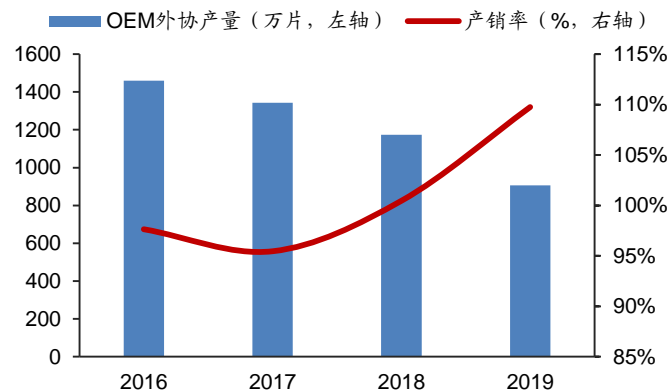
公司“丹宁”品牌以“安全、健康”为理念，定位为中高端品牌的成人失禁用品产品。我国成人失禁用品行业起步较晚，仍处于行业发展初期。成人失禁用品的购买者目前仍普遍追求性价比，以价格为导向的消费理念仍然为市场主流，主要集中在满足基本功能、具有较高性价比的中低档纸尿裤产品。因此，公司调整了发展策略，在目前的市场环境下适当保持对该领域的关注和投入，但不适宜大规模开展推广营销。2016-2019年度成人失禁用品销量有所下滑，致使营业收入出现一定程度下降，分别为2,183.71万元、1,919.35万元、1,764.95万元和1550.93万元，占公司营收比例约为1%~3%。

图 12: 公司成人失禁用品价格略有增长



数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 13: 成人失禁用品外协采购规模逐年降低



数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 14: “丹宁”成人护理垫产品



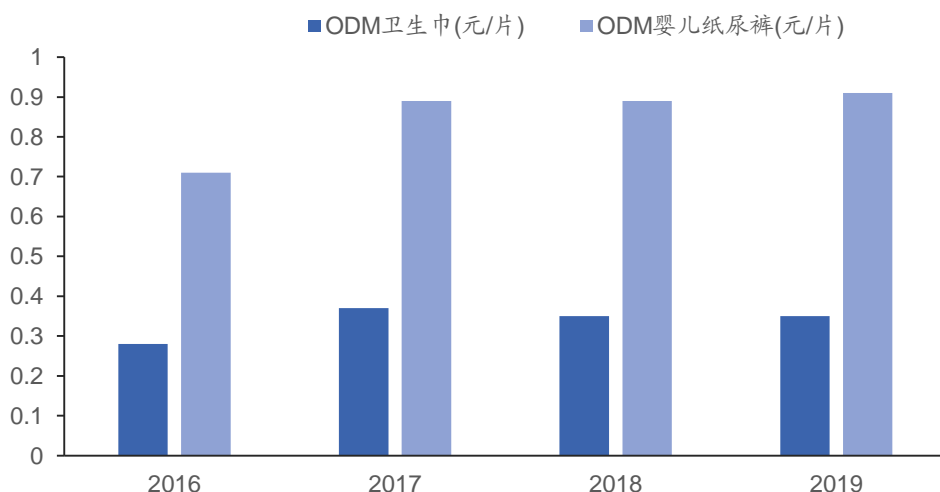
数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

#### 4. ODM产品：自有品牌业务发展的有益补充

近年来，不少知名消费品企业看好一次性卫生用品行业的发展前景，选择通过ODM合作方式切入行业寻求发展。公司顺应行业发展现状和竞争格局，有选择地与苏州绿叶、名创优品和凯儿得乐等规模较大的消费品企业形成稳定的合作关系，发挥各自比较优势。

作为公司自主品牌的有益补充，ODM产品呈现良好的发展态势。2016-2018年，ODM产品收入占公司总营收比例从0.33%上升至16.59%；2019年该比例下降至14.04%，主要是由于公司自主品牌业务同期增长幅度较大，发展态势良好。

图 15: ODM产品平均销售价格较为稳定



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

#### (二) 传统渠道稳步发展，新兴渠道具备快速发展潜力

近年来，经销商渠道和KA渠道一直都是公司的主要销售渠道。2016年到2019年，经销商和KA渠道销售收入合计占各期营业收入的比例均在75%以上。经过多

年发展,公司已经积累了一批合作稳定、服务意识较高且市场拓展能力较强的经销商客户,也与一批品牌影响力较大且实习雄厚的 KA 客户建立了稳定的合作关系。此外,公司还通过电商平台和 ODM 等潜力较大的渠道进行销售。

**经销商渠道** 目前,公司主要经销商客户包括云南怡联深度供应链管理有限公司、成都佳兴化妆品有限公司以及陕西百惠商贸有限公司。通过多年的发展,公司制定了完善的经销商管理制度和流程,通过向经销商制定统一销售政策,并提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持等营销手段,确保销售终端的运营效率和管理水平。

表 1: 公司经销商经营主体情况

经营主体性质	经销商数量(家)	占比
公司制法人	246	60.29%
个体工商户	162	39.71%
合计	408	100%

数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

2016 至 2019 年,经销商渠道营业收入有所减少,占比由 75.75%下降至 52.89%,但其仍然是公司最重要的销售渠道。为进一步优化经销商渠道结构,公司主动对经销商队伍进行调整、汰换和升级。一方面,公司对经销商的经营主体资质、资金周转能力和渠道拓展主动性等方面提出了更高的要求,间接推动经销商相应能力的提升;另一方面,公司对达不到公司管理要求的经销商进行汰换,并提高了新增经销商的准入门槛。

**KA 渠道** 目前,公司的 KA 客户主要包括永辉超市、沃尔玛、家乐福、大润发等国内外知名的大型连锁超市和大卖场。KA 模式的优势在于公司可以利用大卖场、大型超市覆盖网点广泛、影响力大的特点,提高产品覆盖率和品牌影响力。

表 2: 2019 年公司前十大 KA 客户销售情况(万元)

客户名称	销售金额	占 KA 渠道收入的比例	占营业收入的比例
永辉超市	10,954.89	40.65%	9.53%
沃尔玛	3,378.52	12.54%	2.94%
新世纪百货	2,904.18	10.78%	2.53%
步步高	1,973.02	7.32%	1.72%
大润发	1,799.60	6.68%	1.57%
贵州合力	1,286.02	4.77%	1.12%
家乐福	1,139.35	4.23%	0.99%
湖北黄商	538.20	2.00%	0.47%
湖北中百	391.26	1.45%	0.34%
华润万家	303.44	1.13%	0.26%
合计	24668.46	91.54%	21.46%

数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

近年来,随着消费者生活水平不断提高,品牌意识和健康护理意识不断增强,越来越多的消费者习惯从大型连锁超市购买卫生护理用品。公司顺应消费者消费习惯的改变,与 KA 客户开展联动合作,带动了公司 KA 渠道收入的整体上升。同时,



发行人与永辉超市建立了稳固、良好的合作关系，截至 2019 年底与公司合作的永辉超市门店达到了 981 家，年销售收入达到 10,954.89 万元。据百亚股份招股意向书，随着永辉超市渠道建设向三、四线城市下沉，以及销售范围向西部地区进一步扩张，永辉超市在川渝和云贵陕地区的门店增多，对促进公司 KA 渠道收入起到了良好的带动作用。

**电商渠道** 我国电子商务快速发展，以及伴随互联网成长起来的年轻消费者逐步成为卫生用品的消费主力，电子商务逐渐成为购买卫生用品的主要方式之一。公司主要通过天猫、淘宝、京东等第三方电商平台上开设直营店直接向终端消费者销售商品。电商渠道销售收入增速较快，是公司最具发展潜力的销售渠道。

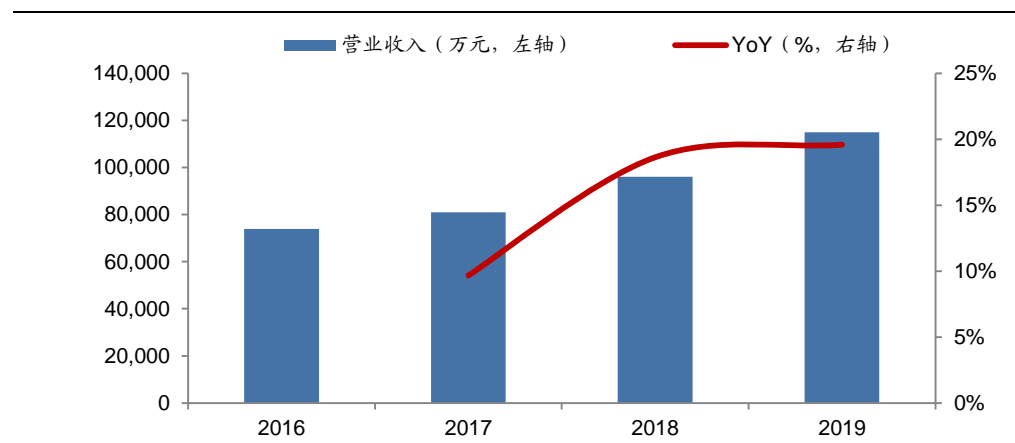
**ODM 销售渠道** 近年来，公司凭借过硬的研发实力、专业化生产优势及良好的产品品质，吸引了业内部分品牌商与公司接洽并寻求合作。公司积极把握行业发展机遇，在公司卫生巾和婴儿纸尿裤生产线拥有一定富余产能的情况下，选择其中有市场影响力的企业适当开展 ODM 业务合作，进一步提升了公司的盈利水平。目前 ODM 销售业务已成为公司业务的有益补充，ODM 销售渠道成为公司增长较快的销售渠道之一。

### （三）营业收入稳步增长，毛利率水平业内领先，费控能力不断增强

#### 1. 公司营业收入稳步增长，公司盈利情况总体向好

**2016至2019年，公司营业收入保持稳步增长。**公司在2017年、2018年和2019年的营业收入分别同比增长9.67%、18.63%和19.59%，呈现逐年加速的态势。公司营业收入增长一方面是源自于公司顺应消费理念升级，对产品结构进行优化调整，不断加强对中高端型号产品的研发和营销拓展力度；另一方面，公司强化与信誉较好、规模较大的KA客户合作，加强营销活动管理，有效促进销售能力提升。

图 16：百亚股份营业收入及增速情况

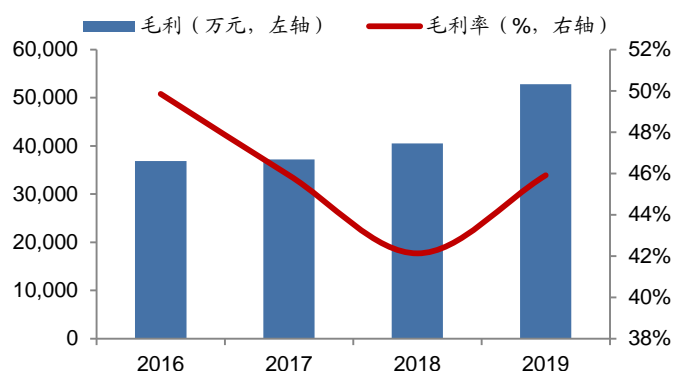


数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

公司整体毛利率保持在45%左右，基本高于同期可比公司。2016-2019年期间，公司毛利率较为稳定地保持在45%左右，2016-2018年，毛利率呈现小幅下降趋势，主要是由于原材料成本上升以及ODM业务占比提升；伴随着2019年上游原材料市场价格回落，且公司在营销策略方面重点推广毛利率较高的核心单品，2019年毛利率略有回升。分产品来看，公司自主品牌卫生巾毛利率水平最高，保持在50%-60%之间；

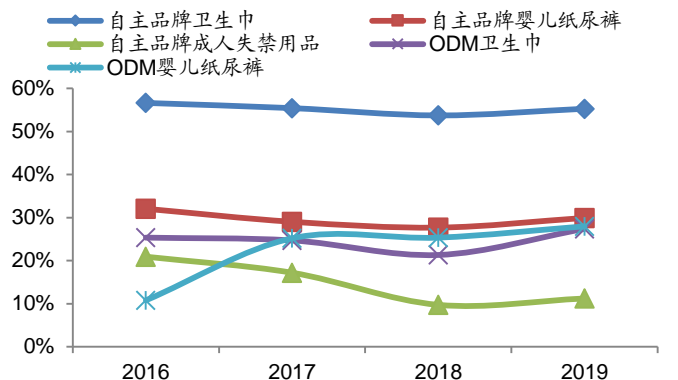
自主品牌纸尿裤的毛利率次之，保持在30%左右；ODM卫生巾和ODM婴儿纸尿裤的毛利率在20%-30%之间；自主品牌成人失禁用品的毛利率最低，保持在10%-20%之间。分渠道来看，公司在KA渠道的毛利率最高，保持在50%-60%之间；在经销商渠道的毛利率次之，保持在40%-50%之间；在电商渠道的毛利率再次之，保持在30%-40%之间；在ODM渠道的毛利率最低，保持在20%-30%之间。

图 17：公司营业毛利及毛利率水平



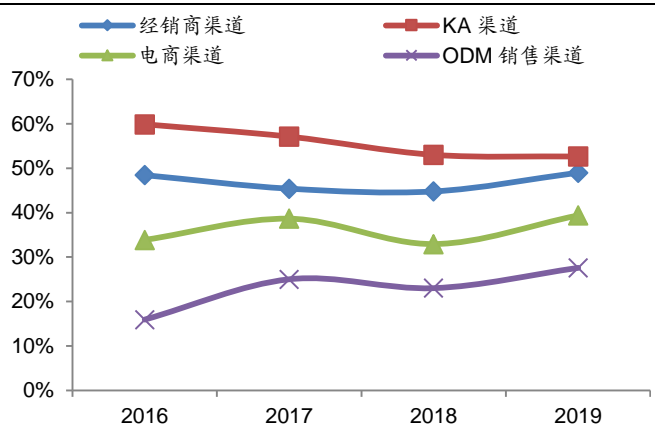
数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 18：公司分产品毛利率情况



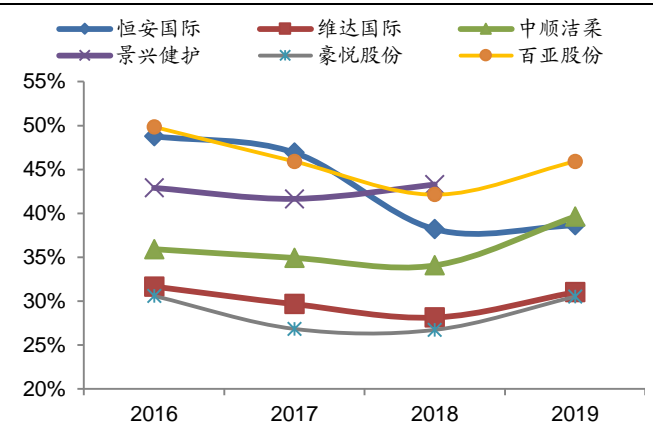
数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 19：公司分销售渠道毛利率情况



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 20：公司与同行可比公司毛利率对比情况



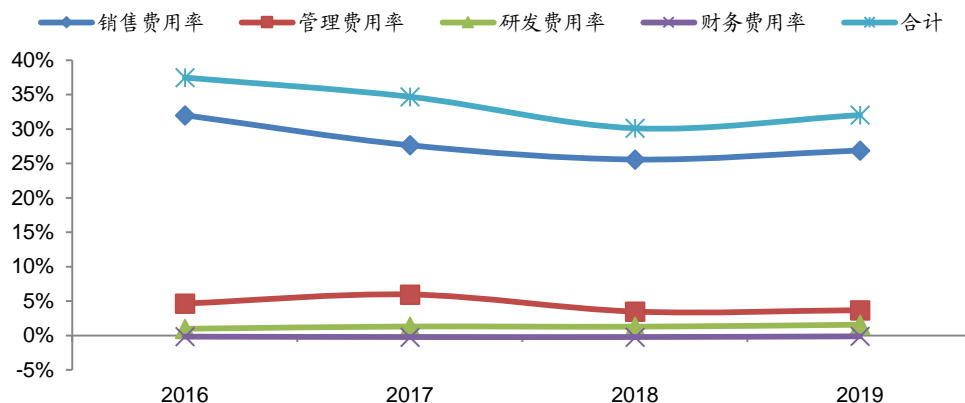
数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

与可比公司相比，公司的毛利率水平基本高于同期可比公司。主要是由于恒安国际、中顺洁柔等公司均以经营生活用纸为主，产品毛利率较低，而公司销售的自主品牌卫生巾产品毛利率较高而且在总营收中占比较大，因此有更大利润空间。与产品结构相似的景兴健护相比，公司综合毛利率略高于景兴健护，主要是由于：一方面，景兴健护产品主要通过委托代工厂商进行生产后采购，由于需要给予代工厂商一定利润空间，因此其单位成本相对较高；另一方面，公司与景兴健护虽然都以经销模式为主，但景兴健护经销商覆盖一、二线城市的省、市区经销商为主，其销售层级相对公司而言更为复杂，需要给予下游经销商客户一定的毛利空间，而公司经销商渠道直接下沉到区县一级，销售层级更为扁平化。因此，公司综合毛利率相对高于景兴健护。

## 2. 费控能力不断增强

纵向对比,公司费用管控能力不断增强。2016-2018年公司期间费用率呈现逐年下降趋势,主要是公司无需投入较多营销资源的ODM销售业务增长较快所致;2019年公司期间费用率略有上升,主要是由于公司为应对市场竞争,适度加强了营销推广力度,当期销售费用率有小幅上升。

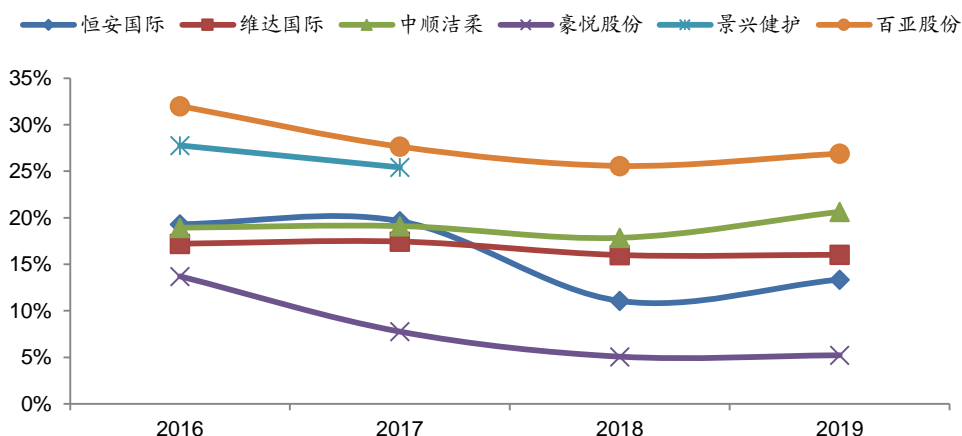
图 21: 公司历年各项费用率情况



数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

横向对比业内同行,公司销售费用率高于业内同行。由于公司目前正处于业务快速上升期,巩固和拓展渠道、以及产品推广均需要大量的资源投入,因此公司销售费用率高于同行业可比公司具有商业合理性。例如,公司销售费用率略高于景兴健护主要是因为公司渠道层级相对景兴健护而言更为扁平化,直接下沉至区县一级,导致公司销售人员比例高、运输等相对投入较大,因此销售费用率相对较高。此外,由于景兴健护为全国品牌企业且渠道建设更为成熟,故销售费用率相对较低。

图 22: 销售费用率高于同行业可比公司



数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

### (四) 股权结构: 股权集中, 实际控制人地位明晰

公司控股股东为复元商贸。复元商贸直接持有公司46.05%的股份, 冯永林通

过复元商贸间接持有公司46.05%的股份。重望耀辉为公司的第二大股东，持有公司股份及股东大会表决权比例为25.35%。复元商贸、重望耀辉两大股东持股比例合计71.4%，股权集中。

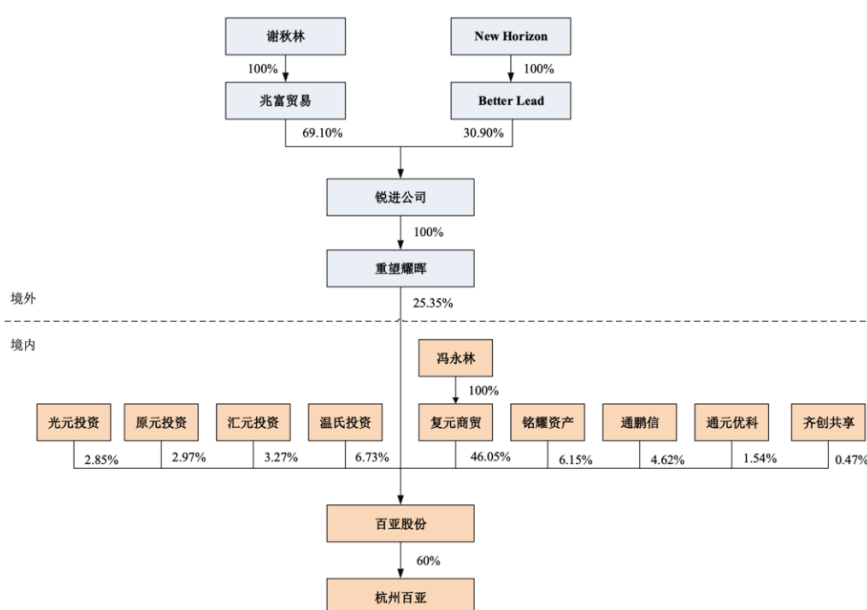
表 3: 公司股权概况（公开发行前）

序号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例	备注
1	复元商贸	17731.00	46.05%	控股股东（受控于实际控制人），冯永林持有 100%
2	重望耀辉	9758.50	25.35%	境外法人股
3	温氏投资	2591.36	6.73%	财务投资者
4	铭耀资产	2369.25	6.15%	财务投资者
5	通鹏信	1776.94	4.62%	创业基金管理机构
6	汇元投资	1258.80	3.27%	员工持股
7	原元投资	1142.50	2.97%	员工持股
8	光元投资	1098.70	2.85%	员工持股
9	通元优科	592.31	1.54%	创业投资企业
10	齐创共享	180.65	0.47%	财务投资者
合计		38500.00	100%	

数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

2017 年 8 月，员工持股平台汇元投资、原元投资、光元投资全权委托复元商贸代表其行使在公司的全部股东表决权，该等表决权合计占公司总表决权的 9.09%。通过该安排，冯永林控制的股东大会表决权比例达到 55.14%，对公司具有实际控制地位，在公司重大事项的具体决策方面发挥支配作用。

图 23: 公司股权结构（公开发行前）



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

### （五）募集资金投资去向

本次募集资金扣除发行费用后，公司将按轻重缓急的顺序依次用于投资以下项目：

**表 4：募集资金投资去向（单位：万元）**

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金投资金额
1	百亚国际产业园升级建设项目	13,325.83	13,325.83
2	营销网络建设项目	9,796.80	9,796.80
3	研发中心建设项目	4,897.09	640.45
4	信息化系统建设项目	2,451.15	-
合并		30,470.87	23763.08

数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

#### 百亚国际产业园升级建设项目

本项目拟在百亚国际产业园现有生产厂房内通过调整生产线布局，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，以满足新产品生产需要和市场需求。项目成功实施后，可达年产约 8,000 万片安睡裤和约 10,000 片学步裤的生产规模。本项目产品紧随市场需求和行业发展趋势，技术水平处于国内领先水平，项目实施后公司盈利能力将得到较大的提高。

#### 营销网络建设项目

本项目旨在拓展营销网络及建设品牌形象，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。

#### 研发中心建设项目

本项目的建设内容主要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。本项目旨在打造标准化企业研发中心，力争建成国家级研发中心，使公司研发中心的整体科研能力达到国际先进水平。

#### 信息化系统建设项目

本项目的主要建设内容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（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。通过增加、升级必要的信息管理系统，实现公司信息化建设目标。



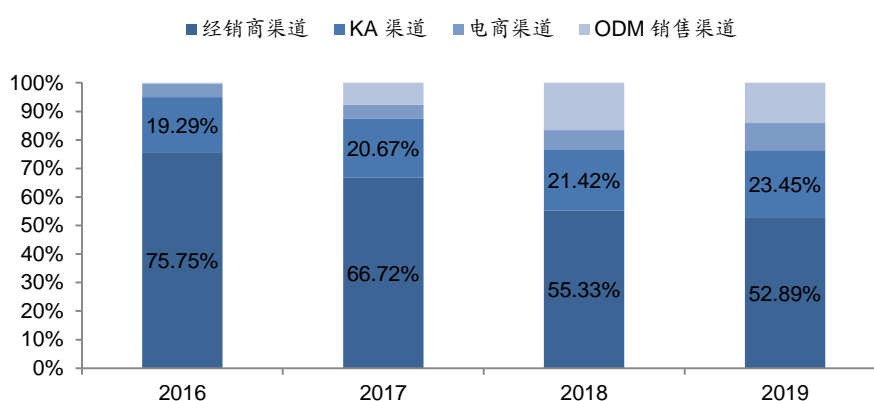
### 三、线下渠道稳步发展，川渝市场精耕，全国有序拓展

#### （一）依托线下销售渠道，占据川渝市场重要份额

国内一次性卫生用品主要通过线下渠道进行产品销售，主要包括传统渠道以及现代商超渠道。2015-2017 年，现代商超渠道在国内卫生巾销售渠道分别占比 64.30%、61.60%和 59.50%，是我国卫生巾销售的主要渠道。传统渠道占比分别为 27.50%、26.40%以及 25.50%。

近年来，经销商渠道和 KA 渠道等线下渠道一直都是公司的主要销售渠道。2016 到 2019 年，经销商和 KA 渠道销售收入合计占各期营业收入的比例均在 75%以上。

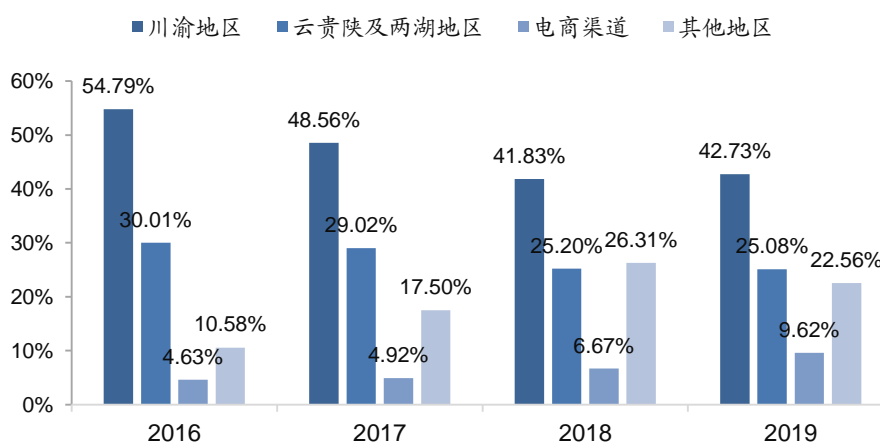
图 24：公司按销售渠道类别收入比例



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

在线下销售区域中，川渝市场占据重要地位，营收占比持续居高。目前，公司在川渝及周边地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度，市场占有率达20%以上。2016-2019年期间，公司来自川渝、云贵陕及两湖地区的销售收入占营业收入的比重分别达到了84.79%、77.58%、67.03%和67.81%。

图 25：公司分地区销售收入占比情况



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

## （二）行业竞争格局加剧，企业扩张市场难度较大

一次性卫生用品行业市场规模不断扩大。根据百亚股份招股意向书，2012-2018年，我国吸收性卫生用品市场规模的年复合增长率为14.3%，2018年的市场规模达1188.7亿元。其中，卫生巾、婴儿纸尿裤及成人失禁用品消费量的年复合增长率分别为4.5%、10.7%和22.6%；市场规模的年复合增长率分别为11.9%、16.4%和19.8%。

同时，由于我国适龄女性年龄段向两端延伸，卫生巾产品的市场容量将有所扩充；二孩比例上升、育儿观念转变使得婴儿纸尿裤市场渗透率不断提高，促使我国婴儿纸尿裤市场的需求持续增长，市场规模提升空间巨大；人口老龄化加剧，居民生活水平提高以及老年人对失禁用品接受度增加，成人失禁用品市场发展也极具潜力。

表 5：国内一次性卫生用品市场发展历程

时期	发展阶段
20 世纪 80 年代	以卫生巾市场先行，行业发展初期国内市场较为封闭，厂商生产技术落后，产品种类单一，且消费者对产品尚缺乏了解，普及程度较低
20 世纪 90 年代	外资厂商陆续进入国内市场，同时婴儿纸尿裤市场开始起步，外资厂商引入了先进的卫生纸及婴儿纸尿裤生产设备和工艺，且消费者已形成一定的产品认知和使用习惯，行业开始加速发展
2000 年之后	一次性卫生用品因其方便、卫生、健康等优点，消费者普及程度进一步提升，成人失禁用品也开始出现，行业整体继续稳步发展，并且本土企业开始壮大
2010 年以来	消费者对产品的品牌、质量、功能的要求进一步提高，具有知名品牌、先进技术的企业占据了发展优势

数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

**从传统的GT、KA渠道布局来看，一次性卫生用品市场已经形成较为牢固品牌竞争格局：**全国市场被外资品牌、国产头部品牌瓜分，每个省份也都有各自区域性强势品牌。在一、二线城市及部分经济发达的地区，居民收入较高、健康护理意识较强，对品牌知名度、品类多样性、产品品质及体验有更高的要求，故中高端品牌的消费占比较高；在经济欠发达地区，消费者更偏好价格相对便宜的中低端品牌。

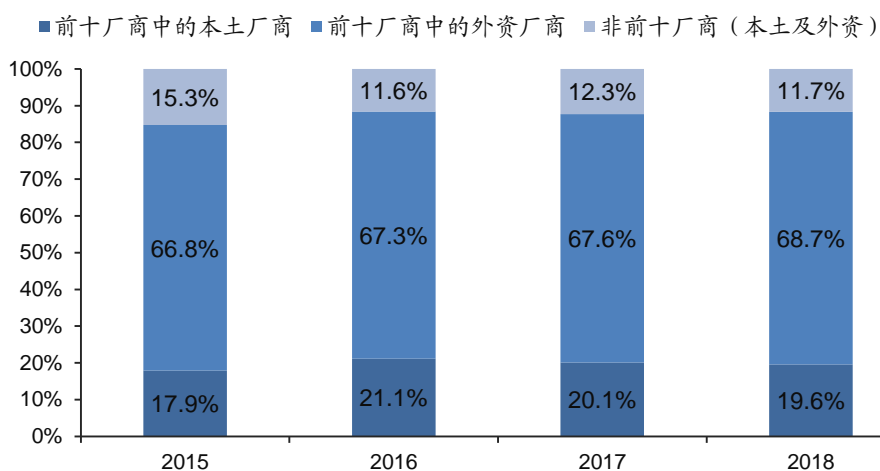
以婴儿纸尿裤市场为例，宝洁、金佰利、尤妮佳、花王、大王等国际知名厂商凭借其先进的技术、良好的品牌等已占据我国婴儿纸尿裤市场的主导地位。根据公司招股意向书，2018年我国婴儿纸尿裤商超渠道销售额份额排名前五的厂商分别为宝洁、金佰利、花王、恒安国际和尤妮佳，其中仅恒安国际为本土厂商，其市场份额为12.0%，其余四家外资厂商合计的市场份额高达63.5%；排名前十的厂商中，有四家本土厂商，分别为恒安国际、百亚股份、茵茵股份和常兴纸业，但其合计的市场份额仅为19.6%。

表 6：国内外知名一次性卫生用品企业

企业	成立时间	总部地点	主要品牌	主要业务
恒安国际	1998年	福建省晋江市	七度空间、安尔乐、安尔乐、安儿乐	生活用纸、卫生巾、纸尿裤等产品的研发、生产和销售
景兴健护	2009年	广东省佛山市	ABC、Free	卫生巾和护垫、湿巾及护理液等卫生用品的研发、生产和销售
桂林洁伶	1993年	广西壮族自治区桂林市	洁伶、淘淘氧棉、淘淘酷	女性一次性护理用品和婴幼儿一次性护理用品的研发、生产和销售
尤妮佳	1961年	日本东京市	苏菲、妈咪宝贝、Moony	婴幼儿纸尿裤、卫生巾、成人护理用品、清洁护理用品、湿纸巾等产品的研发、生产和销售
宝洁	1837年	美国俄亥俄州辛辛那提市	护舒宝、朵朵、帮宝适	洗发、护发、护肤用品、化妆品、婴儿护理产品、妇女卫生用品等产品的研发、生产和销售
金佰利	1872年	美国德克萨斯州欧文市	高洁丝、好奇	个人健康护理用品、家庭生活用纸和商用消费产品等产品的研发、生产和销售
花王	1940年	日本东京市	乐而雅、妙而舒	美容护理用品、健康护理用品、衣物洗涤及家居清洁用品等产品的研发、生产和销售

数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 26：2015-2018年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：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

公司曾尝试走出销售集中区域，在全国范围布局线下渠道。2017-2018年公司曾进行跨省投资，在全国范围布局线下渠道。公司进一步强化与信誉较好、规模较大的经销商与KA客户的合作，在发展区域（主要指川渝、云贵陕及两湖以外的区域）新增了北京物美商业集团股份有限公司、苏果超市有限公司等KA客户旗下门店。此外在宣传方面，公司在2017年6月联手唱吧举办创意选秀节目，将产品与潮流融合注入活动中，打造品牌形象传播新标杆，增加品牌在年轻消费群体中的知名度。

然而这次布局全国市场尝试效果并不理想。在新进入的线下市场区域公司尚处于品牌培育和营销网络的建设期，新客户对于对公司品牌认知和消费需求的释放尚需契机与时间。此外，全面铺开的线下拓展方式需要大量的资金投入、高昂的营运

成本和充沛的渠道管理人才和经验，因此公司前次全国化布局进展并不顺利。

### （三）未来成长规划：精耕川渝市场，以点带面开拓全国线下渠道

为更好建设线下销售渠道，公司可借鉴中顺洁柔的成长路径。中顺洁柔从2015年之前单一的经销商渠道拓展、完善为六大渠道齐头并进的发展模式：保持GT优势，制定不同地区的销售策略，加大市场网点开发；将KA渠道重点卖场转为公司直营；提高EC渠道销售比重，构建相应物流系统；AFH渠道成立商销服务团队，定制化满足客户需求；拓展RC和SC渠道，成为盈利增长新动力。

一方面，对线下渠道加大开拓和深耕力度，另一方面对线上渠道进行优化整合，实现线上线下产品的互动销售。与此同时，公司的产能布局不断完善，依托下属于公司，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局，销售网络辐射全国和海外市场。

持续开拓线下营销网络，公司将实施“精耕川渝市场，全国市场有序拓展”的销售渠道策略。

#### 1. 巩固川渝市场主要销售区域地位，为新增产能和未来增长奠定良好基础

川渝市场是公司业务开展较为成熟的市场和主要业务区域，公司在当地拥有良好的业务基础，长期、良好发展塑造的品牌影响力将为公司的持续盈利提供强力支持。同时，销售区域集中，公司能够更及时、更高效地服务该区域的客户，有利于维护客户合作关系，进而有助于公司经营情况的稳定发展。

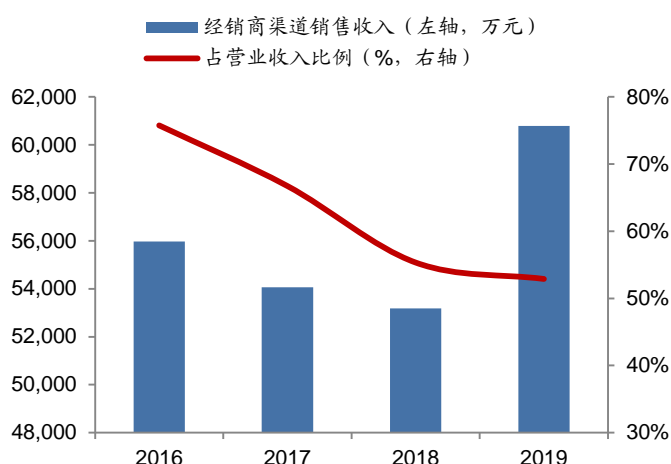
云贵陕及湖南、湖北地区是除川渝市场外最集中的销售区域，其仍有巨大的潜在市场规模。未来，公司将在现有销售良好的基础上，加快、加深云贵陕及两湖区域渠道铺设，进一步扩大品牌影响范围。

#### 2. 国内市场有序拓展，以点带面逐渐铺开

经过多年的发展，公司建立了较为明显的竞争优势，已具备川渝、云贵陕及两湖地区之外市场的业务拓展能力。公司开始逐步在河北、山东、河南、甘肃、宁夏等区域试点推广，以点带面逐渐铺向更大范围市场。

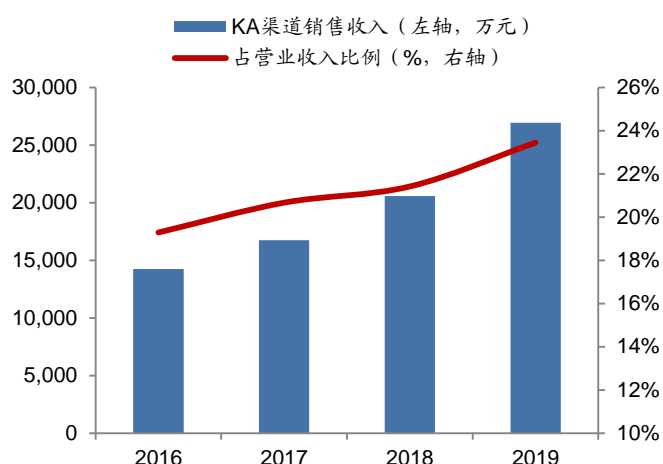
公司将充分利用成熟的经销商及KA销售体系。公司深耕川渝、云贵陕和两湖市场多年，凭借良好的研发设计能力、稳定的产品质量以及规模化的生产优势，品牌影响力不断扩大。通过多年发展，公司已在川渝、云贵陕和两湖地区积累了一批合作稳定、服务意识较高且市场拓展能力较强的经销商客户，也与一批品牌影响力较大且实力雄厚的KA客户建立了稳定的合作关系。

图 27: 公司经销商渠道销售收入



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

图 28: 公司KA渠道销售收入



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

随着消费者生活水平不断提高，品牌意识和健康意识不断增强，越来越多的消费者习惯从大型连锁超市购买个人健康护理用品。KA客户的门店建设也逐渐向三、四线城市下沉，其销售覆盖范围不断扩大。消费习惯的改变带动了销售渠道结构的变化，因此公司将继续深化KA渠道建设，捕捉重点商超客户成长过程中的发展机会，加强公司产品对其他地区市场的辐射和渗透力；加强与各区优质经销商渠道的合作，持续优化经销商结构，制定完善的管理制度和流程，通过向经销商制定统一销售政策，并提供定期培训、终端销售指导和各类促销支持等营销手段，确保销售终端的营运效率和管理水平，进一步挖掘经销商团队的主观能动性。同时通过广告宣传、数字化内容营销、线下品牌推广等一系列营销措施，提高公司的品牌知名度，强化品牌形象，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，增强公司的市场竞争力。

表 7: 公司与同行业可比公司采用的销售模式或渠道

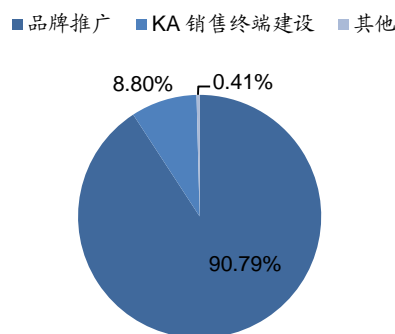
公司名称	主要销售模式/渠道
恒安国际	传统的经销、分销超市等渠道，电商渠道等
维达国际	经销商、重点客户超市大卖场、商用客户及电商渠道
中顺洁柔	GT（经销商等传统渠道）、KA（重点商超）、AFH（酒店、餐饮等渠道）、EC（电子商务）四大渠道
景兴健护	主要采用经销商渠道、KA 直销渠道和电子商务渠道等进行销售，其中以经销商渠道为主
豪悦股份	ODM 销售模式、线上模式以及线下经销模式
百亚股份	主要采用经销模式、KA 模式和电商模式的方式进行产品销售。此外，公司还采取 ODM 销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品

数据来源：可比公司的定期报告及招股意向书、百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

此外，公司将结合本次募集资金投资项目“营销网络建设”，在继续加强现有营销网络精细化管理的基础上，积极与现有优势区域外的销售终端建立合作关系，进驻华东、华南和华中地区的商超门店系统以及华南区域的连锁便利店系统。通过借助知名商超的销售系统，快速提升自身营销网络的广度和深度，加快对其他区域市场的渗透，进一步提升公司产品的市场占有率，力争实现全国重点城市销售终端的广泛覆盖，促进其他区域业务快速发展。



图 29：营销网络建设项目投资概算，品牌推广占最重比例



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

## 四、积极开拓电商渠道，互联网+新零售铺向全国

互联网的深度普及使得电商渠道成为近年来发展最快速的销售渠道，销售占比不断增长。电商渠道具有传播速度快、销售范围广的特点，企业将积极布局以抢占互联网红利。

### （一）产品力：优质产品奠定品牌推广基础

好的产品力是打造畅销产品的前提和必要条件。相比于其他产品，卫生巾作为具有隐私性的公共卫生物品，具有一定推广难度。拥有好的品质，是打造生命力持久的品牌的基础。在高品质的基础上，精准定位目标用户，选择高效营销途径，才能抓住互联网时代红利从而成功突围。

#### 1. 一次性卫生用品品牌粘性高，存在较大消费者品牌转换信任成本

在生活用纸领域，产品的标准化程度相对较高，且在高频低价的属性下，消费者对于产品品牌的粘性相对较低。而对于卫生用品的选择，消费者的信任感、依赖感以及再消费期望值将是主要因素，即品牌粘性高。

- （1）**消费者选择卫生用品更加注重舒适感、安全感：**随着消费水平和健康意识的提高，消费者对于产品洁净健康、体感舒适产生了越来越多的需求。他们对产品质量，以及整个使用期间的体验有着极高的敏感性。例如，当女性消费者在使用某品牌卫生巾产品后感受到透气、贴身等舒适的体验，其对该款产品的好感及依赖度将会大幅上升。
- （2）**需求更加多样化，消费者青睐更具针对性、差异化的产品：**消费者会根据自身需求及喜好选择不同类型产品。液体材料卫生巾更适合爱运动、血量适中或量少的女性使用；药用卫生巾有护理保洁和预防褥疮等功能；卫生棉条因其更清爽、便捷特性受到女性消费者的关注。多层次且定位精准的品牌能够满足不同消费者的购买需求，发挥协同效应，实现资源互补，提高品牌的市场占有率及客户粘性。

- (3) **良好的品牌知名度帮助获取消费者信任**: 对于一次性卫生用品行业, 大部分产品与使用者肌肤直接接触, 产品的安全性、可靠性是消费者最为关注的因素, 良好的品牌知名度是消费者选择优质产品的重要依据。品牌是企业工艺技术、研发能力、产品质量、市场营销和企业文化等多方面因素的综合体现, 优质的品牌普遍经历了长市场周期的沉淀以及多次产品与品质的革新, 因此, 从消费者的角度新进品牌在短时间内没有竞争优势。

## 2. 优质的产品是打开市场的关键前提

对于百亚, 由于公司的产品是与使用者肌肤密切接触的一次性卫生用品, 注重产品质量控制、打造优质体验的产品是突围的关键前提。

### (1) 公司对产品质量主要从采购和生产环节严格把控

**采购环节**: 公司执行严格的供应商准入标准、检测程序, 供应商需通过资质审核、材料送样、材料检验、小批量试机等考察流程后, 公司通过绩效考评对供应商实行优胜劣汰, 从源头上保证产品和安全。

**生产环节**: 公司以自主生产为主, 该模式便于直接把控产品质量; 外协产品质量严格把控, 公司建立了多维度的质量管理体系, 主要措施包括审核OEM外协厂商的资质及体系认证; 制定严格的产品规格、配料和标准; 由品保部检验人员对产品品质进行评价、产品检验及验收, 并派出检验员对产品进行微生物检测等程序。2018年12月, 公司宣布加入拼多多“新品牌计划”, 以现场直播的方式实行透明化生产, 同时上传各类物料、生产流程等相关信息, 展现给消费者品质控制的全过程, 针对商品做到可溯源, 接受消费者一键监督。

### (2) 注重产品设计创新和功能升级, 增强产品体验感

目前, 我国卫生用品市场的渗透率较高, 产品结构升级、产品差异化及高端化是行业发展的主要驱动力之一, 中高端产品将推动卫生用品市场规模进一步扩大, 因此为研发创新能力强、生产技术领先的厂商提供了进一步快速发展的机遇。

为了保持在行业内领先的研发技术优势, 更好迎合消费者不断变化的需求, 公司注重自主创新和研发, 针对消费者的生理特点、实用需求和偏好, 在产品设计中追求提升产品的功能性、舒适性和安全性。以市场为导向, 在长期理论研究及实践探索的基础上, 通过自主研发等方式积累了多项核心技术, 并已成功应用于产品生产。

表 8: 公司产品自主研发核心技术

产品类别	技术名称	简要描述
卫生巾	YY 结构芯体技术	根据人体结构, 采用“YY”型的结构设计, 使芯体能够更加贴合股沟, 提高产品 <b>贴身性和舒适度</b>
	超薄复合芯体加工技术	运用蓬松无纺布代替浆板, 形成无浆板结构芯体的卫生巾, <b>降低产品厚度</b> , 提高穿着 <b>舒适度</b> 、增强产品 <b>吸水性能</b>
	降低反渗技术	利用正交分析等方法, 有效控制材料的 <b>吸液率、持液率</b> , 利用各类材料的有机结合, 有效 <b>降低液体反渗</b> 进表层
	中凸芯体技术	在传统浆板芯体中凸结构上增加复合芯体折叠形成中凸结构, 有效结合传统浆板芯体的 <b>快速吸收能力</b> 与复合芯体的 <b>超强吸收能力</b> , 同时增强产品 <b>贴身性和吸收性</b>

	立体护围防漏技术	在传统平面结构上优化立体护围结构，使产品两侧以一定角度侧立在巾体上，有效解决产品在使用过程中因吸收速度影响造成 <b>侧漏问题</b>
	专业单片四边封定位包装技术	优化改进包装工艺，形成独立的单片包装，二次独立小包包装，杜绝二次污染
纸尿裤	超薄复合芯体加工技术	运用蓬松无纺布替代浆板，形成无浆板结构芯体的纸尿裤，降低产品厚度，提高穿着 <b>舒适度</b> 、增强产品 <b>吸水性能</b>
	立体棉芯生产技术	立体棉芯可降低芯体宽度，提升婴儿裆部的穿着 <b>舒适度</b>
	臀围尺寸合身性优化设计技术	根据中国婴儿臀围尺寸优化纸尿裤的 <b>臀围设计</b>
	加速液体导流疏散技术	研发带导流槽的芯体，提供液体在芯体中流动的通道，使液体均匀扩散，提高芯体材料的利用率， <b>降低液体回渗</b> ，保护皮肤健康

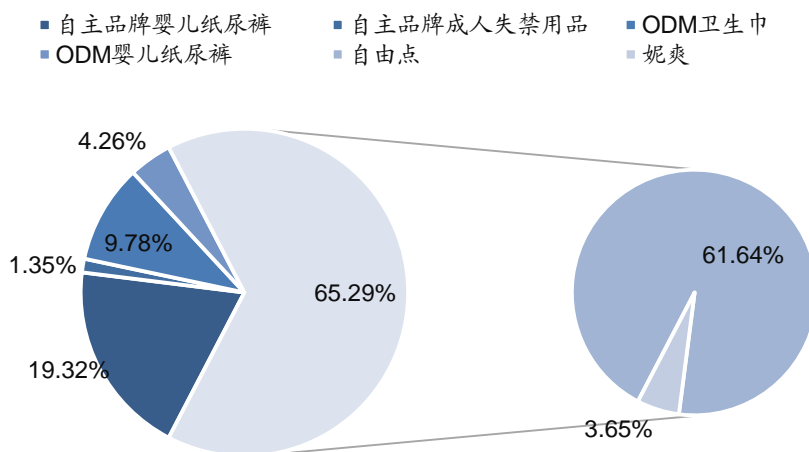
数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

**产品力是提高辨识度、吸引购买力的关键。**不同于新款饮料或休闲食品，消费者对于不同卫生用品的尝试更为谨慎。因此，在进行产品推广时要突出更为吸睛的卖点来吸引客户。目前，公司新推出了“有机纯棉”系列，采用全生态有机纯棉打造清透舒爽、更贴合亚洲女性臀型的卫生巾，吸引了众多对卫生巾产品提出更高“健康”需求的消费者。未来，公司计划推出“大健康卫生巾”概念，在柔软、透气的传统功能之上，主打“天然”、“环保”、“有机”等更为绿色健康的特点，与时代潮流紧密结合；引入青蒿素应用于卫生巾产品，提高抗菌抑菌功能。对于纸尿裤产品，公司正在研究结合芯片技术以监测排泄物中的不同指标来更好保护使用者身体。在行业竞争日益激烈的今天，个性鲜明、精准定位的产品能帮助品牌在同类型竞争者中脱颖而出。

## （二）营销：充分利用互联网平台，电商渠道和线上营销网络建设同时推进

**充分利用互联网传播特性，公司可通过拳头品牌作为线上推广的突破点，来增加品牌知名度。**百亚旗下品牌通过线下销售渠道推广难以打破地域限制，可以转变思路从线上着手。目前，卫生巾品牌“自由点”是百亚集团的拳头品牌，公司60%以上的营业收入来自于该品牌产品。

图 30：公司2019年营业收入按产品分类构成情况



数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

**优化线上购物平台。**目前,“自由点”品牌在天猫、京东、苏宁易购等主要电商平台上均开设了旗舰店。从天猫平台上可以看到,虽然店内部分主打产品的销售量很高,然而旗舰店店铺粉丝数、直播热度等数据相比于其他知名品牌还有着相当大的差距,且在各类品牌推荐榜单上排名相对靠后。这主要是由于品牌受众群体较小,旗舰店只拥有少部分忠实客户而无法更吸引更多消费者进店购物。

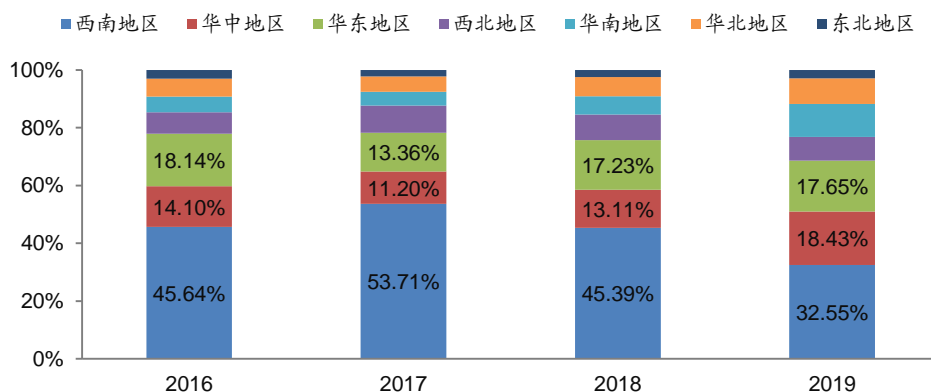
图 31: 部分卫生巾品牌天猫旗舰店粉丝数情况: 自由点十万级别粉丝数, 七度空间、苏菲、ABC百万级别粉丝数



数据来源: 天猫 app、广发证券发展研究中心

为更好运营线上销售平台,2019年5月9日,公司通过增资方式取得杭州百亚60%的股权,使其成为公司的控股子公司,由经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺。近年来,公司主要电商平台的销售地区主要分布在西南、华中、华东等地。华东地区是国内经济较为发达、人口密度较大和购买力较强的区域,也是电商行业发展的核心区域。公司在该区域的销售规模不断提升,一方面说明公司产品的高端定位迎合了市场消费的需求,另一方面说明公司的线上推广策略初显成效,电商渠道具有较大的发展潜力。

图 32: 公司主要电商平台天猫和京东的客户销售区域分布



数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

线上和线下推广相结合,带领消费者全方位体验。如今,品牌在热门社交平



台上，比如微博、小红书、微信等都创建了官方账号。品牌方可以通过社交平台或者平台线下快闪活动直接与粉丝交流，通过抽奖、举办活动等方式聚集人气，来帮助扩大宣传面。

**直播是当下最热门的线上销售方式。**不同于平常在录影棚的普通直播方式，公司将直播地点放到了线下门店，消费者可以更直观地了解门店环境、产品和促销信息。此外公司还将直播带进了生产车间，早在2018年，公司已经宣布参加拼多多“新品牌计划”，以现场直播的方式展示透明化生产过程。未来，公司将对更多生产线的生产过程进行直播，消费者可以远程看到生产实况，同时新颖的直播内容也将吸引更多观众，有利于帮助品牌进入更多潜在消费者的视野。

**加盟社交电商平台“超品计划”，洞察用户需求精准打造亮点产品。**云集作为由社交驱动的电商平台，致力于为用户“定制”产品，打造差异化供应链。公司携手云集，精准洞察云集女性会员“需要更健康的女性生理期服务”的需求，孵化出 U-NURSE 这一品牌。作为医护级认证的卫生巾产品，U-NURSE 抑菌率高达 99%，可以充分呵护女性经期生态健康，产品在云集平台上线首日就取得了现货售罄的亮眼成绩。未来，公司将继续依托平台，深入调研、共同研发以打造新品牌、新产品，满足用户新需求。



## 五、盈利预测

### 核心假设:

(1) 自主品牌卫生巾方面,我国卫生巾市场经历了从 20 世纪 80 年代的市场启蒙期到 2010 年以来的行业整合期,市场集中度不断提高。据百亚股份招股意向书,我国 2017 年卫生巾的使用适龄女性(15-49 岁)人口数量超过 3.4 亿,且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势,卫生巾市场拥有庞大的消费群体,市场规模稳步增长。公司有两大品牌,定位中高端的品牌“自由点”以及大众品牌“妮爽”。**自由点:**为契合消费升级和市场发展趋势,公司致力于优化卫生巾产品结构,重点开发和推广了自由点品牌旗下“隐形卫生巾”等中高端系列产品,同时推出了功能更全面、穿着更方便贴身的裤型结构产品“安睡裤”,进一步丰富了中高端产品品类,自由点品牌的产品单价呈现稳步提升的趋势,因此预计 2020-2022 年自由点的单价增速分别为 3%、2%、2%。据百亚股份招股意向书,截至 2018 年,我国卫生巾市场渗透率提高至近 100%,所以卫生巾行业整体发展增速逐步趋缓。但随着我国女性教育水平的不断提高,其社会地位和消费能力逐渐提升,个人健康意识不断增强,其对卫生巾产品的舒适、安全以及功能等方面的需求亦不断提高,进而促进我国卫生巾产品市场,尤其是中高端卫生巾产品市场的稳定发展。为迎合中高端卫生巾渗透率持续提升的趋势,公司加大营销力度推广自由点系列产品、不断创新研发锤炼产品力、以及逐步拓展销售渠道,中高端品牌自由点的销量增速有望超越行业增速稳步增长,自由点品牌的市占率有进一步提升空间,因此预计 2020-2022 年自由点的销量增速分别为 25%、25%、24%。**妮爽:**妮爽定位大众产品,近年来销售额、单价以及销量也一直呈现下降趋势。伴随着消费升级和居民收入水平的提升,女性消费者对卫生巾产品的品质要求不断提升,妮爽系列产品存在不适应消费者需求的可能性,因此预计 2020-2022 年的单价增速分别为 0%、0%、0%,销量增速分别为-10%、-10%、-10%。

(2) 自主品牌婴儿纸尿裤方面,我国婴儿纸尿裤市场虽起步晚于卫生巾市场,但近年来发展迅速。随着我国家庭对婴儿纸尿裤的接受度不断提高和使用习惯的逐渐养成,婴儿纸尿裤产品的市场渗透率迅速提高。据百亚股份招股意向书,2000 年我国婴儿纸尿裤的市场渗透率仅为 2.1%,2018 年已提升至 63.9%。但与欧美、日本等发达国家 90%以上的市场渗透率水平相比,我国婴儿纸尿裤市场渗透率仍有较大提升空间。市场渗透率的不断提高,以及“二胎”政策利好,促使我国婴儿纸尿裤市场的需求持续增长,市场规模提升空间广阔,产品不断创新促使中高端婴儿纸尿裤市场扩容。受益于产品研发水平的不断提高、生产技术的不断改进、中高收入人群的增加以及父母对婴儿的卫生和健康意识的提高,以学步裤为代表的中高端纸尿裤市场需求旺盛。公司为了抓住市场机遇,计划利用本次募集资金购置先进生产设备投资生产学步裤等产品,来帮助公司抢占市场份额,因此预计 2020-2022 年婴儿纸尿裤单价增速分别为 5%、4%、4%,销量增速分别为 2%、2%、2%。

(3) 自主品牌成人失禁用品方面,与发达国家相比,我国成人失禁用品市场还处在起步阶段,但随着我国居民生活水平的提高以及家庭对于成人失禁用品消费观念的转变,越来越多的家庭和专业护理机构开始选择成人失禁用品为老年人进行失禁护理。近年来,我国人口老龄化程度不断加剧,据百亚股份招股意向书,2018 年末我国 60 周岁及以上人口数量为 24,949 万人,占总人口的比重为 17.9%。其中 65

周岁及以上人口数量为 16,658 万人，占总人口的比重为 11.9%。数量庞大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了可观的潜在消费群体。随着老龄人口的不断增加、生活观念的不断转变，我国成人失禁用品市场渗透率逐年提高，成人失禁用品行业快速发展。目前成人失禁用品还不是公司发展的重点，因此预计 2020 年-2022 年自主品牌成人失禁用品的销量增速分别为 1%、1%、1%。成人失禁用品的购买者目前仍普遍追求性价比，以价格为导向的消费理念仍然为市场主流，主要集中在满足基本功能、具有较高性价比的中低档纸尿裤产品，因此预计 2020-2022 年成人失禁用品单价增速分别为 0%、0%、0%。

(4) ODM 方面，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吸引部分消费品企业与公司开展合作，ODM 业务(包括单价和销量)一直保持较为稳定的增长。未来公司对 ODM 业务的定位是作为自主品牌的有益补充，因此预计未来该部分业务会保持较为稳定的增长。预计 2020-2022 年 ODM 卫生巾单价增速分别为 0%、0%、0%，ODM 卫生巾销量增速分别为 25%、25%、22%；ODM 纸尿裤单价增速分别为 1%、1%、0%，ODM 纸尿裤销量增速分别为 25%、25%、20%。

(5) 费用率方面，公司计划着力采用新零售的方式促进线上销售，以及通过以点带面的形式逐步开拓线下渠道，因此未来公司销售费用率会呈上升趋势，预计 2020-2022 年销售费用率分别为 27.1%、28.4%、29.4%；公司以市场需求为创新推动力，重视基础研究和技术创新，未来会继续加强产品与技术研发，提升公司产品的核心竞争力，因此未来公司的研发费用率也会逐年增加，预计 2020-2022 年研发费用率分别为 1.6%、1.7%、1.8%；预计 2020-2022 年公司的管理费用率和财务费用率保持平稳。

表 8：百亚股份收入拆分及盈利预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	738.80	810.21	961.16	1149.41	1405.77	1718.82	2093.15
YoY	6.9%	9.7%	18.6%	19.6%	22.3%	22.3%	21.8%
营业成本(百万元)	370.47	438.21	556.19	621.72	724.91	845.96	961.43
YoY	3.5%	18.3%	26.9%	11.8%	16.6%	16.7%	13.7%
毛利率	49.9%	45.9%	42.1%	45.9%	47.61%	48.69%	49.82%
自主品牌产品							
卫生巾销售额(百万元)	546.12	535.99	573.57	750.45	949.93	1196.99	1501.56
YOY	0.0%	-1.9%	7.0%	30.8%	26.6%	26.0%	25.4%
其中：自由点销售额(百万元)	433.54	457.23	519.44	708.47	912.16	1163.00	1470.96
YOY	0.0%	5.5%	13.6%	36.4%	28.8%	27.5%	26.5%
其中：自由点单价(元)	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51
YOY	0.0%	2.3%	4.4%	2.1%	3.0%	2.0%	2.0%
其中：自由点销量(万件)	9.85	10.16	11.05	14.76	18.45	23.06	28.60
YOY	0.0%	3.1%	8.8%	33.5%	25.0%	25.0%	24.0%
其中：妮爽销售额(百万元)	112.58	78.76	54.13	41.97	37.77	34.00	30.60
YOY	0.0%	-30.0%	-31.3%	-22.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
其中：妮爽单价(元)	0.15	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
YOY	0.0%	-6.7%	-7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

其中：妮爽销量（万件）	7.51	5.63	4.16	3.23	2.91	2.62	2.35
YOY	0.0%	-25.0%	-26.0%	-22.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
婴儿纸尿裤（百万元）	168.41	192.76	210.49	222.03	237.79	252.25	267.59
YOY	0.0%	14.5%	9.2%	5.5%	7.1%	6.1%	6.1%
单价（元）	0.75	0.79	0.88	0.94	0.99	1.03	1.07
YOY	0.0%	5.3%	11.4%	6.8%	5.0%	4.0%	4.0%
销量（万件）	2.25	2.44	2.39	2.36	2.41	2.46	2.51
YOY	0.0%	8.7%	-2.0%	-1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
成人失禁用品（百万元）	21.84	19.19	17.65	15.51	15.67	15.82	15.98
YOY	0.0%	-12.1%	-8.0%	-12.1%	1.0%	1.0%	1.0%
单价（元）	1.53	1.50	1.50	1.56	1.56	1.56	1.56
YOY	0.0%	-2.0%	0.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销量（万件）	0.14	0.13	0.12	0.10	0.10	0.10	0.10
YOY	0.0%	-10.3%	-8.0%	-15.5%	1.0%	1.0%	1.0%
ODM 产品							
卫生巾（百万元）	0.86	23.33	92.56	112.43	140.54	175.67	214.32
YOY	0.00%	2615.53%	296.76%	21.47%	25.00%	25.00%	22.00%
单价（元）	0.28	0.37	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
YOY	0.00%	32.14%	-5.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销量（万件）	0.03	0.63	2.64	3.21	4.02	5.02	6.12
YOY	0.00%	1954.99%	319.43%	21.47%	25.00%	25.00%	22.00%
婴儿纸尿裤（百万元）	1.57	38.94	66.89	48.99	61.85	78.09	93.70
YOY	0.00%	2380.09%	71.80%	-26.76%	26.25%	26.25%	20.00%
单价（元）	0.71	0.89	0.89	0.91	0.92	0.93	0.93
YOY	0.00%	25.35%	0.00%	2.25%	1.00%	1.00%	0.00%
销量（万件）	0.02	0.44	0.75	0.54	0.67	0.84	1.01
YOY	0.00%	1878.50%	71.80%	-28.37%	25.00%	25.00%	20.00%

数据来源：百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

2017 年，财政部印发“财会[2017]22 号”《企业会计准则第 14 号——收入》（以下简称“新收入准则”），境内上市企业将于 2020 年 1 月 1 日起执行。公司将 于 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，）根据新收入准则的规定，公司需将按照 原收入准则的规定计入销售费用的部分促销费用（即应付客户对价）抵减营业收入。假定公司自 2017 年 1 月 1 日开始全面执行新收入准则，对报告期各期（末） 营业收入、归属于公司普通股股东的净利润、资产总额以及归属于公司普通股股东的 净资产的影响比例如下：

表 9: 假定公司自 2017 年 1 月 1 日开始全面执行新收入准则, 公司各项指标受影响情况分析

报告期	营业收入			归属于公司普通股股东的净利润		
	实施前金额 (万元)	实施后金额 (万元)	影响比例	实施前金额 (万元)	实施后金额 (万元)	影响比例
2019 年度	114,941.46	107,202.80	-6.73%	12,815.36	12,815.28	0.00%
2018 年度	96,116.27	90,619.97	-5.72%	8,935.10	8,935.03	0.00%
2017 年度	81,020.57	75,326.97	-7.03%	6,558.09	6,557.76	-0.01%
报告期	资产总额			归属于公司普通股股东的净资产		
	实施前金额 (万元)	实施后金额 (万元)	影响比例	实施前金额 (万元)	实施后金额 (万元)	影响比例
2019 年末	99,407.45	99,407.43	0.00%	70,059.42	70,059.33	0.00%
2018 年末	86,660.66	86,660.66	0.00%	61,671.56	61,671.48	0.00%
2017 年末	84,877.65	84,877.63	0.00%	59,666.46	59,666.13	0.00%

数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

表 10: 百亚股份历史费用率情况及未来费用率假设

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	32.0%	27.6%	25.6%	26.9%	27.1%	28.4%	29.4%
管理费用率	4.7%	6.0%	3.5%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
研发费用率	1.0%	1.3%	1.3%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
期间费用率	37.5%	34.7%	30.1%	32.0%	32.3%	33.7%	35.1%

数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

新会计准则主要影响公司营业收入, 预计按照新会计准则会使公司营业收入减少 8%, 因此预计 2020 年-2022 年公司营业收入分别为 12.93、15.81、19.26 亿元 (YOY 分别为 12.5%、22.3%、21.8%); 归母净利润分别为 1.80、2.16、2.60 亿元 (YOY 分别为 40.3%、20.2%、20.1%)。参考可比公司中顺洁柔的 PE 估值, 给予百亚股份 2020 年 20-25 倍 PE 的合理估值, 对应合理价值 8.40-10.50 元/股。

表 11: 2020 年起实施新会计准则下公司营业收入情况预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	738.80	810.21	961.16	1149.41	1293.31	1581.32	1925.70
YOY	6.9%	9.7%	18.6%	19.6%	12.5%	22.3%	21.8%

数据来源: 百亚股份招股意向书、广发证券发展研究中心

表 12: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS		PE	
		2020/09/11	2020E	2021E	2020E	2021E
002511.SZ	中顺洁柔	21.23	0.71	0.88	29.90	24.13

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

（1）一次性卫生用品行业市场化竞争程度高，若公司不能适时把握消费需求和营销趋势的变化方向并制定行之有效的发展战略提早布局，日益加剧的行业竞争将对公司经营业绩带来不利影响。

（2）经销商渠道逐步扩大，行业竞争日益激烈，若公司管理水平未能随之提升或经销商的主观能动性未得到充分发掘，可能对该渠道整体经营造成不利影响；若KA客户调整经营策略，撤出市场、改变销售产品而降低对公司产品需求或终止与公司销售协议，可能对公司经营业绩产生不利影响；若公司无法有效适应电商渠道差异化明显且变化迅速的特点，或无法快速响应ODM客户的定制化研发和制造需求，可能对公司发展速度带来影响。

（3）公司存在销售区域相对集中的风险。若公司不能发挥品牌优势持续保持在川渝、云贵陕及两湖地区的增长，一旦该区域市场竞争加剧或消费需求减少，或者公司在该区域外的市场拓展未达到预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

（4）公司主要原材料成本受到上游“石油”、“木浆”等大宗商品市场价格变动的影响，原材料成本波动将影响公司营业成本进而影响公司毛利率。



资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	368	492	940	1,141	1,409	经营活动现金流	74	132	188	220	266
货币资金	166	227	595	700	846	净利润	89	128	180	216	259
应收及预付	77	81	139	204	289	折旧摊销	27	31	36	41	46
存货	118	131	151	181	216	营运资金变动	-50	-32	-28	-36	-39
其他流动资产	7	53	54	56	58	其它	8	5	0	0	0
非流动资产	499	502	574	658	746	投资活动现金流	-39	-24	-102	-116	-120
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-39	-24	-102	-116	-120
固定资产	364	394	385	374	362	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	53	24	104	184	264	其他	0	0	0	0	0
无形资产	70	69	70	85	105	筹资活动现金流	-71	-46	283	0	0
其他长期资产	12	15	15	15	15	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	867	994	1,514	1,799	2,154	股权融资	0	4	43	0	0
流动负债	246	284	336	396	479	其他	-71	-50	240	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-36	62	368	104	146
应付及预收	167	192	233	272	329	期初现金余额	199	163	227	595	700
其他流动负债	79	92	103	124	150	期末现金余额	163	225	595	700	846
非流动负债	4	6	6	6	6						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	4	6	6	6	6						
负债合计	250	290	342	402	484						
股本	385	385	428	428	428						
资本公积	62	62	302	302	302						
留存收益	169	253	438	664	936						
归属母公司股东权益	617	701	1,168	1,394	1,667						
少数股东权益	0	4	4	3	3						
负债和股东权益	867	994	1,514	1,799	2,154						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	961	1,149	1,406	1,719	2,093	成长能力					
营业成本	556	622	737	882	1,050	营业收入增长	18.6%	19.6%	12.5%	22.3%	21.8%
营业税金及附加	9	12	14	17	21	营业利润增长	37.2%	43.3%	40.1%	20.7%	20.2%
销售费用	246	309	381	488	616	归母净利润增长	36.2%	43.4%	40.3%	20.2%	20.1%
管理费用	33	42	52	65	82	获利能力					
研发费用	12	18	23	29	38	毛利率	42.1%	45.9%	47.6%	48.7%	49.8%
财务费用	-2	-1	-8	-13	-15	净利率	9.3%	11.1%	12.8%	12.6%	12.4%
资产减值损失	5	-4	0	0	0	ROE	14.5%	18.3%	15.4%	15.5%	15.6%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	14.5%	17.9%	14.7%	14.7%	14.7%
投资净收益	0	0	0	0	0	偿债能力					
营业利润	104	148	208	251	302	资产负债率	28.8%	29.2%	22.6%	22.3%	22.5%
营业外收支	0	0	0	0	0	净负债比率	40.5%	41.1%	29.2%	28.8%	29.0%
利润总额	104	148	208	251	302	流动比率	1.50	1.73	2.80	2.88	2.94
所得税	14	20	28	35	42	速动比率	1.00	1.25	2.33	2.41	2.48
净利润	89	128	180	216	259	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.11	1.16	0.93	0.96	0.97
归属母公司净利润	89	128	180	216	260	应收账款周转率	16.52	15.08	14.60	13.52	12.59
EBITDA	131	178	235	279	332	存货周转率	8.16	8.79	9.29	9.49	9.70
EPS (元)	0.23	0.33	0.42	0.51	0.61	每股指标 (元)					
						每股收益	0.23	0.33	0.42	0.51	0.61
						每股经营现金流	0.19	0.34	0.44	0.51	0.62
						每股净资产	1.60	1.82	2.73	3.26	3.90
						估值比率					
						P/E	-	-	15.72	13.08	10.89
						P/B	-	-	2.42	2.03	1.70
						EV/EBITDA	-	-	9.49	7.64	5.97

## 广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

张兆函：研究助理，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。