

百亚股份 (003006.SZ)

区域型个护品牌崛起路径分析

我们看好百亚在强产品力基础上加快渠道扩张，未来有望抢占更多市场份额，长期品牌力提升，预计 2021~2022 年归母净利分别为 2.47 亿元、3.12 亿元，目前股价对应 2021 年 PE 为 45x，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

□ **川渝起家，国内一次性卫生用品领先企业。**公司主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售业务，产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等。依靠多品牌、差异化的发展战略，公司已发展成为国内卫生巾和婴儿纸尿裤市场优秀企业之一，2020 年实现营业收入、净利润分别为 12.51 亿元、1.83 亿元，销售毛利率、净利率分别为 42.7%、14.7%。2020 年公司卫生巾、纸尿裤营收占比分别为 76%、12%，川渝、云贵陕占收入比重分别为 42%、21%。

□ **顺应行业升级趋势，公司产品聚焦中高端，渠道精耕细作做透本地市场。**近年我国吸收性卫生用品市场规模趋于稳定，产品升级趋势明显。百亚股份顺应行业趋势，产品战略聚焦高端化，重视研发投入和营销推广；渠道战略精耕细作，优化经销商和 KA 渠道管理，单商规模近年来呈提升态势。据尼尔森的统计数据，2016-2018 年商超渠道销售情况来看，公司卫生巾在川渝地区市场份额为 20% 左右，稳定在该区域排名第二。2020 年度全国销售额份额排名，公司卫生巾的市场份额在本土厂商中排名第四，川渝市场销售份额排名第二。

□ **卫生巾产品力属性强，百亚有望步入产品渠道的双向正循环。**我们认为，百亚与 2015 年渠道改革后的中顺洁柔类似，有望复制中顺洁柔“好产品搭上渠道快车”的成长路径。1) 产品力为先，经过多年自身积累加之 2016 年引入生产总监，自由点已形成较好产品力，且卫生巾相比于生活用纸的产品力属性更强、消费者粘性高，具备易守难攻的赛道属性。2) 近年公司加快渠道扩张步伐，全国化扩张开启，2020 年电商收入占比 12%，仍有较大提升空间。我们认为，产品力的持续强化将为公司渠道扩张提供有力保障，同时，未来渠道扩张也将进一步夯实产品力，有望为公司长期发展形成稳定驱动。

□ **看好公司从区域走向全国，长期品牌力提升，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**我们看好百亚在强产品力基础上加快渠道扩张，有望抢占更多市场份额，规模扩张后的长期盈利能力提升趋势更值得期待。预计 2021~2023 年归母净利分别为 2.47 亿元、3.12 亿元、3.79 亿元，同比分别增长 35%、26%、22%。目前股价对应 2021 年 PE 为 45x，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示：市场竞争加剧风险、以及渠道拓展不及预期风险。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1149	1251	1575	1960	2380
同比增长	20%	9%	26%	24%	21%
营业利润(百万元)	148	212	287	362	441
同比增长	43%	43%	35%	26%	22%
归母净利润(百万元)	128	183	247	312	379
同比增长	43%	42%	35%	26%	22%
每股收益(元)	0.33	0.43	0.58	0.73	0.89
PE	78.5	61.2	45.3	35.8	29.5
PB	14.4	9.9	9.0	7.5	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (首次)

消费品/轻工时尚
目标估值：NA
当前股价：26.12 元

基础数据

总股本(万股)	42778
已上市流通股(万股)	4278
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	20.0
资产负债率	21.7%
主要股东	重庆复元商贸有限公司
主要股东持股比例	41.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	44	300
相对表现	21	58	293

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

李宏鹏 S1090515090001
lihongpeng@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn

正文目录

一、国内一次性卫生用品领先企业	5
1.1 股权结构稳定	5
1.2 营收稳定增长、盈利能力向好	5
二、产品高端化、渠道精细化	7
2.1 吸收性卫生用品市场进入稳定发展阶段	7
2.2 产品战略：重研发聚焦中高端	8
2.3 渠道战略：精耕细作做透本地市场	9
三、有望步入产品渠道的双向正循环	15
3.1 对标中顺洁柔：产品力为先，渠道扩张提速	15
3.2 百亚未来有望复制洁柔的成长路径	17
3.2.1 产品端：引入行业人才，高端产品占比提升	17
3.2.2 渠道：全国扩张、电商发力	19
四、盈利预测与估值	21
五、风险因素	22

图表目录

图 1：近年营业收入稳步增长	6
图 2：净利润持续快速增长	6
图 3：近年盈利能力保持稳定	7
图 4：期间费用率整体呈下降趋势	7
图 5：我国吸收性护理行业市场规模趋于稳定	7
图 6：女性&婴儿卫生用品占据主要市场	8
图 7：女性卫生用品、婴儿卫生用品增速下滑	8
图 8：女性卫生用品渗透率基本饱和	8
图 9：婴儿卫生用品渗透率仍有提升空间	8
图 10：2020 年卫生巾收入占比 76%	9
图 11：中高端品牌自由点是公司主打产品	9

图 12: 公司研发支出占比持续提升	9
图 13: 近年广告宣传费投入持续增加	9
图 14: 经销和 KA 渠道收入占比最高	10
图 15: 2020 年川渝/云贵陕收入占比 42%/21%	10
图 16: 公司经销模式示意图	11
图 17: 经销商渠道收入较为稳定	12
图 18: 经销渠道调整后单商规模提升	12
图 19: 公司主要的 KA 客户	12
图 20: 公司 KA 渠道主要客户-2019	13
图 21: 近年来主要 KA 大客户销售占比提升	13
图 22: KA 模式收入增速亮眼	13
图 23: 单个 KA 客户销售额持续提升	13
图 24: 公司 ODM 渠道主要客户	14
图 25: 苏州绿叶为公司最大 ODM 客户	14
图 26: ODM 渠道增长迅猛	14
图 27: 可比公司 ODM 渠道分品类毛利率	14
图 28: 中顺洁柔产品卫生用纸为主	16
图 29: 中顺洁柔销售四大渠道齐头并进	16
图 30: 中顺洁柔收入稳步增长	16
图 31: 中顺洁柔净利润大幅提升	16
图 32: 中顺洁柔盈利能力提升	16
图 33: 中顺洁柔每股收益表现	16
图 34: 百亚国际产业园现代化工厂	17
图 35: 公司近年卫生巾产品整体均价上行	17
图 36: 国内婴儿纸尿裤产品结构	18
图 37: 日本婴儿纸尿裤产品结构	18
图 38: 近年公司婴儿纸尿裤整体均价上行	19
图 39: 公司高端婴儿纸尿裤占比提升	19
图 40: 西南地区是公司主要收入构成	19
图 41: 公司产品在川渝商超渠道市占率较高	19
图 42: 线上设立官方旗舰店	20
图 43: 天猫是目前主要电商平台收入来源	20

图 44：电商渠道收入高速增长	20
图 45：电商渠道毛利率略低于公司综合毛利率	20
表 1：发行前后股东结构	5
表 2：公司主营业务为一次性个人卫生用品的研发、生产和销售	6
表 3：行业内主要公司的销售渠道情况	10
表 4：经销商的折扣及营销费用分担机制	11
表 5：卫生巾和生活用纸行业属性对比	15
表 6：中顺洁柔产品主打中高端	15
表 7：公司近年推出多款中高端产品	17
表 8：盈利预测简表	21
表 9：业绩多季度回顾，各项财务指标均稳定增长	21
附：财务预测表	23

一、国内一次性卫生用品领先企业

公司成立于 2010 年，是国内一次性卫生用品行业的知名综合性企业，主要从事一次性卫生用品的研发、生产和销售业务，产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域。依靠多品牌、差异化的发展战略，公司在川渝地区市占率领先，目前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。据尼尔森统计数据，2016-2018 年商超渠道销售公司卫生巾在川渝地区市场份额 20% 左右，占比较为稳定且始终在该区域排名第二。

1.1 股权结构稳定

2020 年 9 月，公司在深圳证券交易所首次公开发行并上市，本次发行前，公司总股本为 38,500 万股。本次公开发行共 4,277.78 万股股票，发行后总股本为 42,777.78 万股。公司第一大股东为重庆复元商贸有限公司，直接持有 17,731 万股公司股票，占公司总股本的 41.45%。董事长冯永林系公司实际控制人。

表 1：发行前后股东结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
复元商贸	17,731.00	46.05%	17,731.00	41.45%
重望耀晖	9,758.50	25.35%	9,758.50	22.81%
温氏投资	2,591.36	6.73%	2,591.36	6.06%
铭耀资产	2,369.25	6.15%	2,369.25	5.54%
通鹏信	1,776.94	4.62%	1,776.94	4.15%
汇元投资	1,258.80	3.27%	1,258.80	2.94%
原元投资	1,142.50	2.97%	1,142.50	2.67%
光元投资	1,098.70	2.85%	1,098.70	2.57%
通元优科	592.31	1.54%	592.31	1.38%
齐创共享	180.65	0.47%	180.65	0.42%
社会公众股东	-	-	4,277.78	10.00%
合计	38,500.00	100.00%	42,777.78	100.00%

资料来源：招股说明书，招商证券

1.2 营收稳定增长、盈利能力向好

公司主要产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等吸收性卫生用品。依托自有品牌，公司主要采取自主研发和生产的模式，以经销商、KA 和电商平台为主要销售渠道，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；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。2020 年公司卫生巾、纸尿裤营收占比分别为 76%、12%，川渝、云贵陕占收入比重分别为 42%、21%。

生产端，公司拥有先进、极具现代化的生产基地——“百亚国际产业园”，占地逾 300 亩，在专业化生产卫生巾和纸尿裤方面具备先进的生产设备和工艺技术；技术端，公司高度重视技术革新，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。同时，公司拥有多项以达成国内领先水平为目标的在研项目。目前，公司共拥有 191 项专利，其中发明专利 7 项，实用新型专利 140 项，外观设计专利 44 项，研发能力突出。

表 2：公司主营业务为一次性个人卫生用品的研发、生产和销售

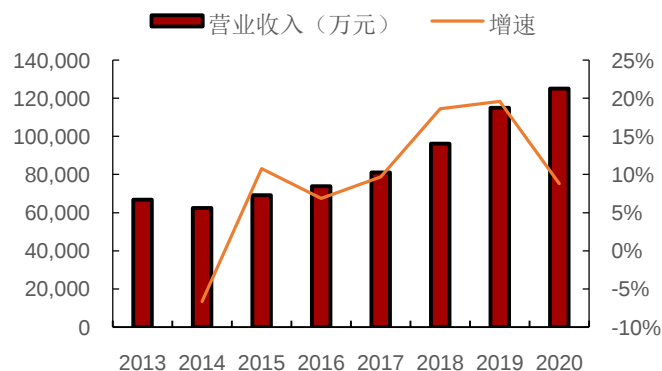
业务类型	产品分类	产品图片	产品特点
	卫生巾		产品说明：品牌包括“自由点”、“妮爽”，分别定位于中高端产品和大众产品，主要包括隐形系列、无感无忧系列、无感 7 日系列、掌控君系列、安睡裤系列、由我清爽系列等 产品功能：主要用于女性月经来潮时吸收经血，使经期女性健康、舒适
一次性个人卫生用品的研发、生产和销售业务	婴儿纸尿裤		产品说明：品牌为“好之”，定位于中高端产品，主要包括云呼吸系列、闪吸系列、清清爽系列、清凉瞬吸系列等 产品功能：主要用于婴幼儿排尿时吸收尿液、防漏，使婴幼儿干爽、舒适
	成人失禁用品		产品说明：品牌为“丹宁”，定位于中高端产品，主要包括成人纸尿裤系列、成人纸尿裤片系列、成人护理垫系列等 产品功能：主要为不同失禁程度以及术后、产后或行动不便的人士提供防漏保护，减轻其失禁、排便困扰

资料来源：招股说明书，招商证券

近年收入持续提升，毛利稳定在较高水平。2020 年，公司实现营业收入、净利润分别为 12.51 亿元、1.83 亿元，同比变动 8.8%、42.4%，2020 年营收增长主要原因有二：1）公司持续推动产品结构升级。卫生巾品类中，定位于中高端品牌的“自由点”在 2020 年贡献营收 9.11 亿元，同比增长 28.6%，占收入总额的 72.8%；2）公司在深耕核心市场的同时，不断加大对 KA 渠道的建设力度，开拓新零售渠道。2019 年公司 KA 渠道收入达 2.69 亿，2017-2019 年化增长率 26.9%；同时 2020 年电商渠道收入达 1.53 亿，较去年同期增长 38.7%；公司旗下的核心品牌在天猫、京东、苏宁易购等主要电商平台上均开设了旗舰店，线上是重要的购买渠道。

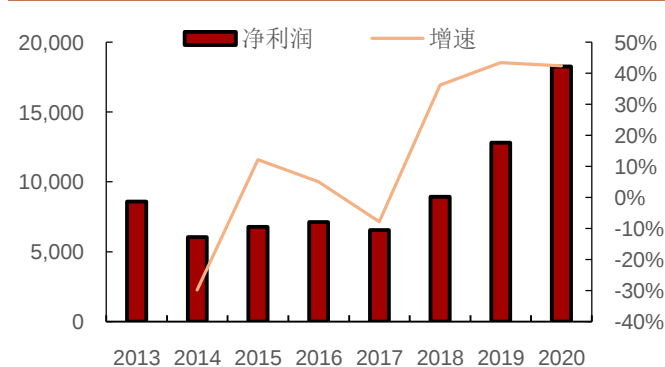
近三年来，公司综合毛利率平均在 43.6% 左右，稳定在较高水平。2020 年，公司销售净利率和销售毛利率分别为 14.7%、42.7%；期间费用率整体呈下降趋势，其中销售费用率降幅较大，管理+研发费用率略有上升，主要是因为公司自 2020 年开始执行新收入准则，将与合同相关的运输费用重分类至营业成本，导致毛利率和销售费用率均有所下降。

图 1：近年营业收入稳步增长



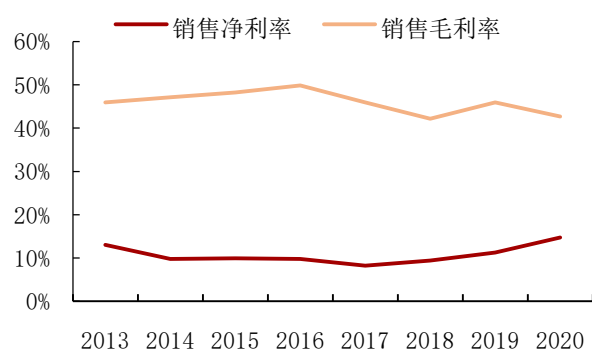
资料来源：wind，招商证券

图 2：净利润持续快速增长



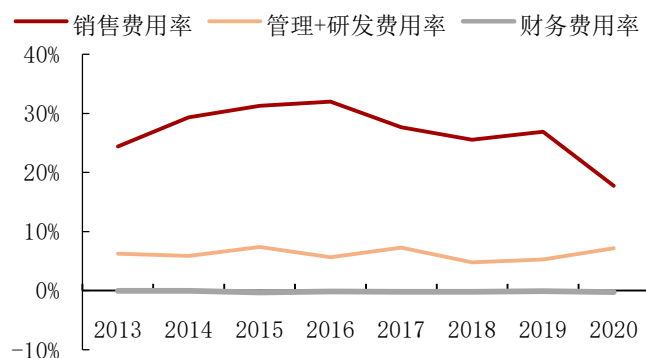
资料来源：wind，招商证券

图 3：近年盈利能力保持稳定



资料来源：wind，招商证券

图 4：期间费用率整体呈下降趋势



资料来源：wind，招商证券

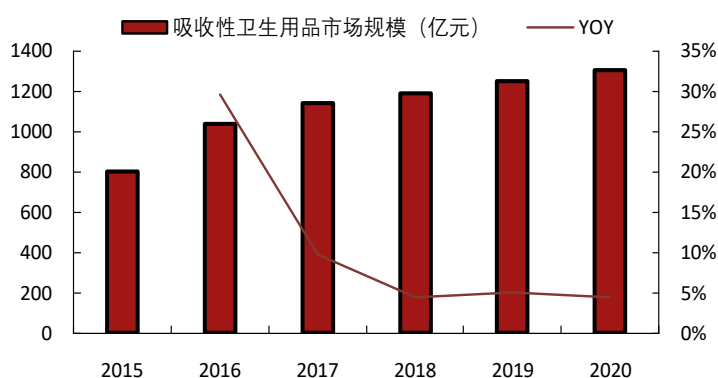
二、产品高端化、渠道精细化

近年我国吸收性卫生用品市场规模趋于稳定，2020 年吸收性卫生用品市场规模约为 1304 亿元，同比增长 4.5%；其中女性和婴儿卫生用品市场占比分别约 49%、43%，产品升级趋势明显。百亚股份顺应行业趋势，产品战略聚焦高端化，重视研发投入和营销推广；渠道战略精耕细作，优化经销商和 KA 渠道管理，单商规模近年来呈提升态势。

2.1 吸收性卫生用品市场进入稳定发展阶段

我国吸收性卫生用品市场约 1304 亿元，近年规模趋于稳定。2020 年，受新冠疫情等因素影响，个人护理行业增速继续放缓，保持低个位数增长。根据中国造纸协会的数据，我国 2020 年吸收性卫生用品市场规模约为 1304 亿元，相比 2019 年增长 4.5%，2015-2020 年间复合增长率为 10.3%。

图 5：我国吸收性护理行业市场规模趋于稳定



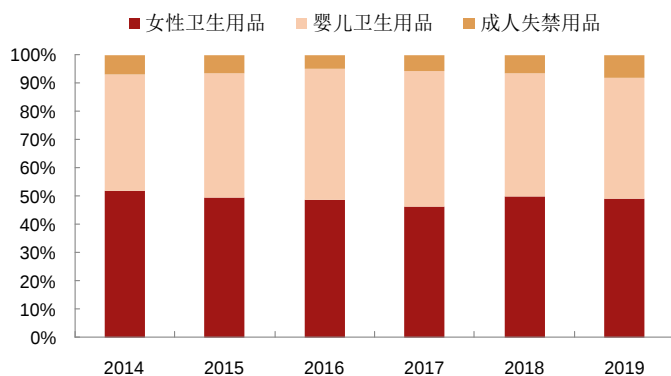
资料来源：中国造纸协会，招商证券

从细分市场来看，女性卫生用品与婴儿卫生用品市场仍占个人护理行业主要比重。2019 年，女性卫生用品与婴儿卫生用品分别占总市场规模的 49%、43%。成人失禁用品近几年增长迅速，2014-2019 年的复合增长率达到 15.54%，近三年增长有加速趋势，但因其基数较小，市场渗透率低的原因，整体市场规模仍然较小，仅占总市场规模的 8%。女性卫生用品近三年增速有一定放缓，主要由于行业渗透率饱和，近三年均呈现个位数增长。婴儿卫生用品受近几年出生人口下滑影响，市场增速有所承压，2018 年行业渗透率约为 64%，与发达国家 90% 以上的渗透率相比，我国婴

儿卫生用品的市场渗透率存在进一步提升空间。

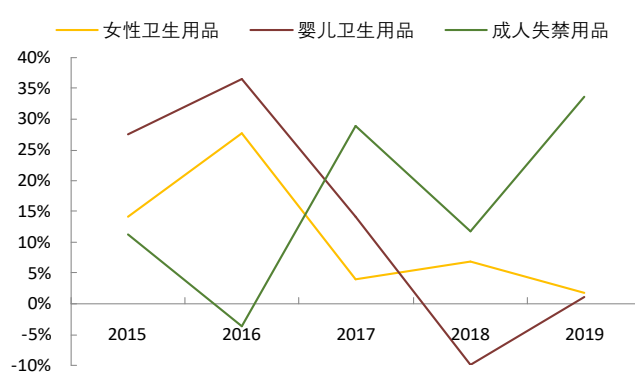
展望未来，我们认为女性卫生用品市场逐渐转化为存量市场，行业体量增长因素也逐渐由量增转化为价增，预计未来 5 年单价提升仍为行业增长主要推力。婴儿卫生用品市场渗透率提升、“三孩”政策出台、消费升级趋势，将有助于带动婴儿卫生用品行业规模稳定发展。

图 6：女性&婴儿卫生用品占据主要市场



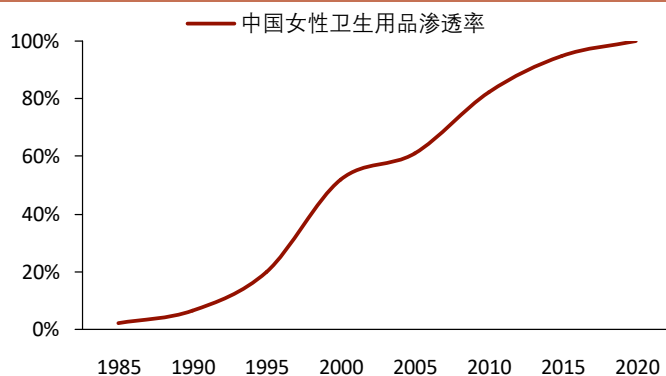
资料来源：造纸协会生活用纸专业委员会，招商证券

图 7：女性卫生用品、婴儿卫生用品增速下滑



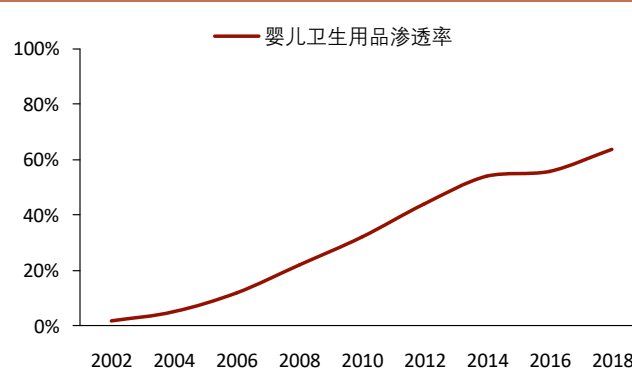
资料来源：造纸协会生活用纸专业委员会，招商证券

图 8：女性卫生用品渗透率基本饱和



资料来源：生活用纸协会，招商证券

图 9：婴儿卫生用品渗透率仍有提升空间

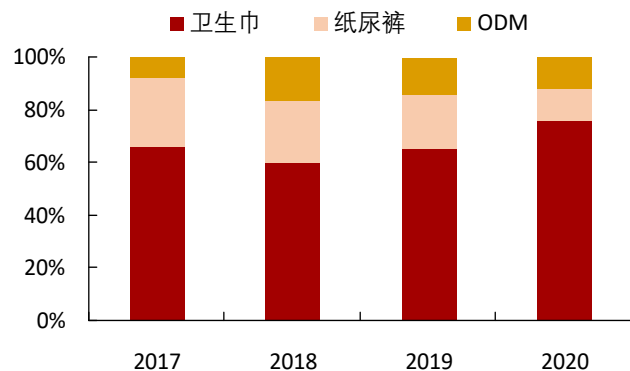


资料来源：生活用纸协会，招商证券

2.2 产品战略：重研发聚焦中高端

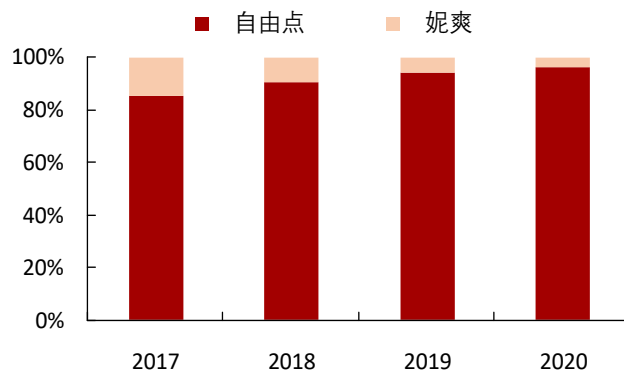
分产品看，卫生巾占公司总收入比例达 76%。公司主要产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等吸收性卫生用品。其中，卫生巾成为营业收入最大来源，2020 年收入占比达 76%，较上年占比提升 10%，其中中高端“自由点”品牌卫生巾产品是公司主打产品，近年占比持续提升已超过 90%。2020 年，婴儿纸尿裤和 ODM 业务对公司收入的贡献均为 16%。

图 10：2020 年卫生巾收入占比 76%



资料来源：公司资料，招商证券

图 11：中高端品牌自由点是公司主打产品

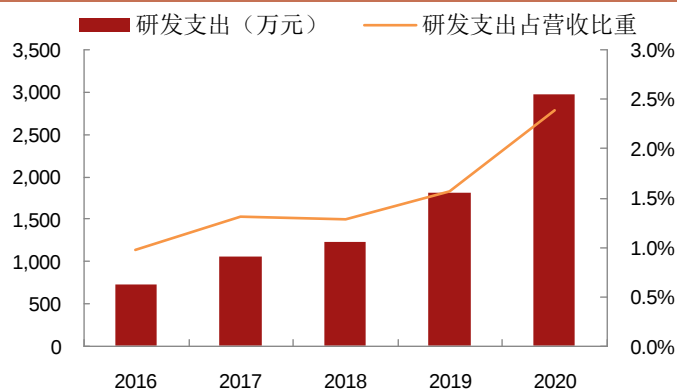


资料来源：公司资料，招商证券

公司高度重视对产品的研发投入，研发支出占收入比重持续提升。从 2015 年的 1% 升至 2020 年的 2.4%，2021 年上半年研发支出占收入比重进一步升至 3.5%。背靠强大的研发基础，公司拳头产品自由点虽然于 2009 年才开始重点推广，而同期其他品牌均已发展 10-20 年，但公司通过聘请代言人加强品牌建设、强化渠道管理和拓展等方式，成功实现了在川渝地区市场份额的后来居上。

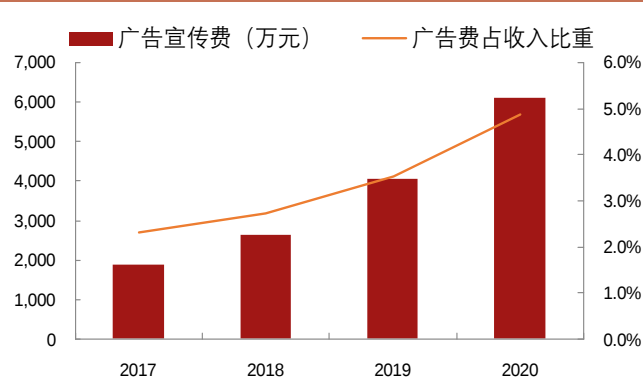
广告宣传投入增加，打造品牌力。国内一次性卫生用品的消费频次高，市场的竞争已逐渐向品牌、品质和渠道的综合化竞争发展，品牌是产品品质的最好背书，拥有品牌积累的公司可享红利，维持市占率。目前，公司旗下拥有“自由点”、“妮爽”、“好之”、“丹宁”等风格独特、个性鲜明的品牌，均具有较高的品牌知名度和市场美誉度。其中，“自由点”品牌商标荣获“中国驰名商标”；“妮爽”、“好之”品牌商标荣获“重庆市著名商标”。公司将持续加强品牌建设，以保障产品质量为基础，专注打造中国一次性卫生用品领域优质、领先的民族品牌。

图 12：公司研发支出占比持续提升



资料来源：公司资料，招商证券

图 13：近年广告宣传费投入持续增加



资料来源：公司资料，招商证券

2.3 渠道战略：精耕细作做透本地市场

具备一定的销售渠道壁垒是一次性卫生用品行业的特点之一。销售渠道是一次性卫生用品企业抢占市场先机、扩大市场份额、获取竞争优势的重要途径与竞争资源之一，销售渠道是否完善、高效，是企业能否赢得市场的核心与关键。一次性卫生用品行业的领先企业普遍通过全渠道的布局，建立起了各自的护城河。构建和完善覆盖经销商、大型商超、电商平台等渠道的全国性营销网络，不仅需要掌握市场发展契机，还需要巨大的资金投入、高昂的运营成本和长期的经验积累，尤其需要具备相应的品牌影响力、充沛的渠道管理人才和经验。

表 3：行业内主要公司的销售渠道情况

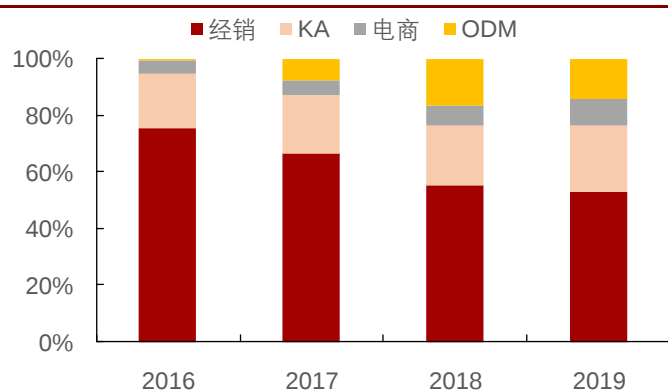
公司名称	主要销售模式/渠道
恒安国际	传统的经销、分销超市等渠道，电商渠道等
维达国际	经销商、重点客户超市大卖场、商用客户及电商渠道
中顺洁柔	GT（经销商等传统渠道）、KA（重点商超）、AFH（酒店、餐饮等渠道）、EC（电子商务）四大渠道
景兴健护	主要采用经销商渠道、KA 直销渠道和电子商务渠道等进行销售，其中以经销商渠道为主
豪悦股份	ODM 销售模式、线上模式以及线下经销模式
百亚股份	主要采取经销模式、KA 模式和电商模式的方式进行产品销售。此外，公司还采取 ODM 销售的合作模式，为消费品企业设计、开发和生产卫生巾、纸尿裤等产品

资料来源：公司公告、招商证券

川渝起家，公司通过经销、KA 和电商的销售模式深耕区域市场，未来有望向全国拓展。根据不同区域市场的开发程度和特点，公司采取差异化营销模式，因地制宜、协调发展，带动公司销售收入的持续增长。此外，公司积极建设电商渠道，在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁易购等大型电商平台上均开设了自营店，同时积极参与直播、社交、社区团购等新兴渠道，直接面向终端消费者，进一步拓展了销售渠道，提高公司产品的销售规模。

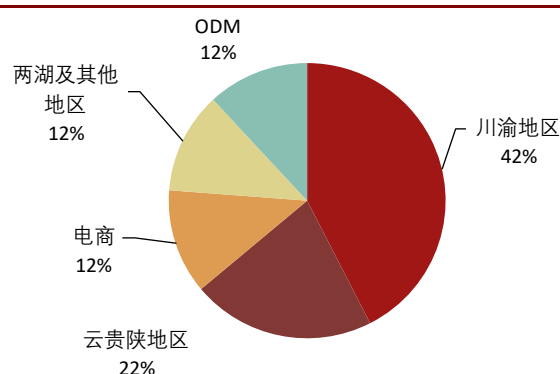
近年来，公司建立了以经销商渠道、KA 渠道、电商渠道为主，以 ODM 销售渠道为辅的线上线下多元并举的销售渠道体系。2019 年经销商渠道、KA 渠道、电商渠道、ODM 销售渠道分别贡献营业收入 6.08 亿元、2.69 亿元、1.11 亿元、1.61 亿元，占比分别为 52.89%、23.45%、9.62%、14.04%。

图 14：经销和 KA 渠道收入占比最高



资料来源：公司公告，招商证券

图 15：2020 年川渝/云贵陕收入占比 42%/21%



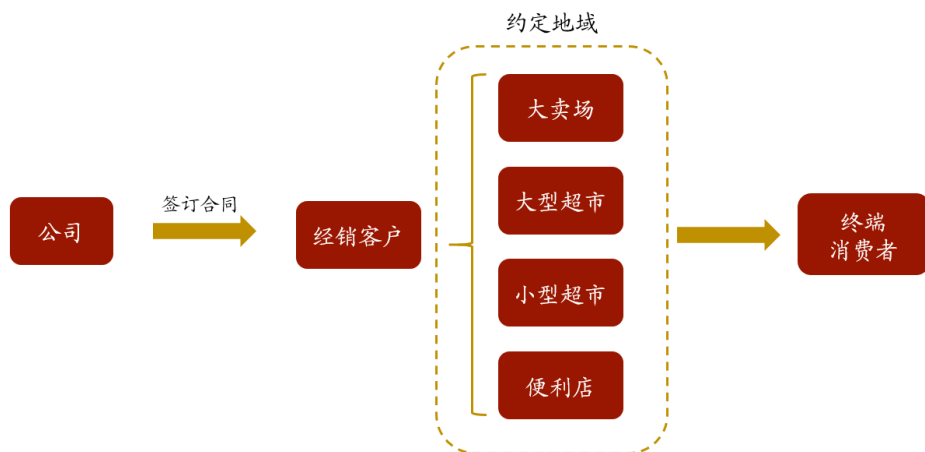
资料来源：公司公告，招商证券

1) **经销商渠道**：公司通过与经销客户签订经销合同，以卖断方式向经销商销售产品，要求经销商需在合同约定地域内的大卖场、大型超市、小型超市、便利店等零售终端将产品销售给终端消费者。在这一经销业务模式下，公司借助经销商的渠道资源开拓市场，迅速提高品牌知名度、实现快速扩张。其中，公司在川渝、云贵陕及两湖地区的客户主要为知名连锁品牌超市及当地经销商，且对单个客户在川渝、云贵陕及两湖地区的销售占比较低，不存在对主要客户的重大依赖。

经销渠道推行约束机制，致力优化升级：

- 从“源”上，公司制定了严格的经销商遴选标准，主要考察经销商客户的资金实力、渠道控制力、人力资源配置、仓储和物流配送能力、产品了解及推广能力、资源整合能力及市场拓展能力等方面，提高新增经销商的准入门槛，以引入规模相对较大和管理水平较高的经销商。
- 从“质”上，一方面，公司主动淘汰不能适应和满足公司经营和管理发展需要的经销商，建立了较为成熟的经销商汰换机制；另一方面，公司通过向经销商推行统一的销售政策，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。

图 16：公司经销模式示意图



资料来源：公司公告，招商证券

明确折扣及费用分担政策，激励经销商积极实现业绩。公司实施的折扣政策主要分为：（1）业绩达标折扣，分年度、季度、月度，经销商若达到一定业绩指标，公司则根据发货额给予经销商一定比例的折扣额度；（2）营销支持折扣，对于特定产品或节日的促销活动，公司将给予经销商一定的商业折扣支持。此外，公司对于经销商下辖且进入该渠道需承担较高营销费用的、但非公司直营范围内的重要终端零售点，也会有相应的营销费用分担机制。

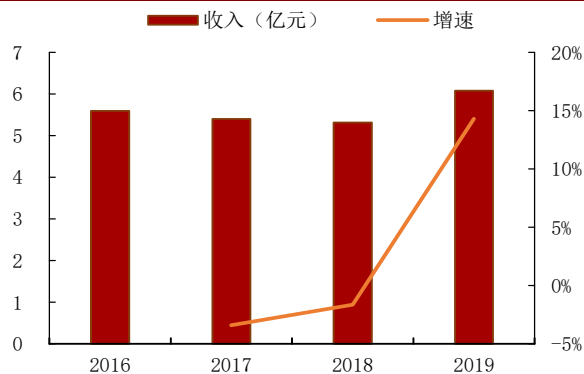
表 4：经销商的折扣及营销费用分担机制

项目	说明
业绩达标折扣	（1）分为年度、季度和月度的业绩达标折扣。 （2）公司与经销商约定一定的业绩指标，若达到业绩指标则根据发货额给予经销商一定比例的折扣额度。
折扣政策	（1）为支持经销商客户执行公司制定的产品或节日特价促销活动等营销政策，公司给予经销商在预算额度范围内一定商业折扣支持。
营销支持折扣	（2）公司制定折扣促销活动政策及相关预算，经销商达到相关条件后，由经销商申请并经公司销售部门、财务部门审批通过，经销商可以按照实际执行营销活动的一定额度，以折扣后的金额向公司购买商品。
营销费用分担机制	公司对于经销商下辖的重点地方商场、超市，尽管在公司直营范围之外，但仍属于重要的终端零售点，且经销商进入该类渠道的营销费用较高，难以单独承担该部分费用，故公司承担经销商进驻该等商场、超市的相关营销费用，主要包括入场费、陈列费、终端广宣制作及发布费等。

资料来源：公司公告，招商证券

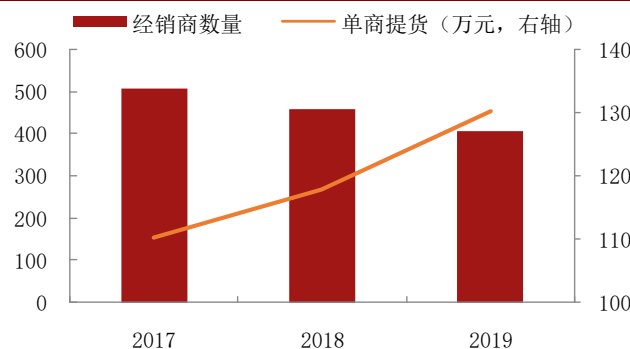
消费习惯转变、经销渠道结构调整，经销模式收入占比下降。公司不断提升对经销商的管理要求，通过终止与管理水平和合规意识达不到公司要求的经销商合作，提高新增经销商的准入门槛等方式，提升经销商渠道的整体管理水平。2017 年、2018 年、2019 年经销商数量逐年递减，分别为 508 家、459 家、405 家，2018 年经销商收入也因此有所下滑，但 2019 年经销渠道优化成果明显，收入规模止跌反弹，实现 6.08 亿元，同比+14.31%，2016 年至 2019 年 CAGR 为 2.79%，呈现良好发展态势。

图 17：经销商渠道收入较为稳定



资料来源：公司公告，招商证券

图 18：经销渠道调整后单商规模提升



资料来源：公司公告，招商证券

2) KA 渠道：公司一般与 KA 客户（主要为大卖场、大型超市等客户）的总部或区域性总部洽谈合作事宜，并签订年度框架销售合同，由 KA 客户主要采用委托代销的方式直接向终端消费者销售公司产品。目前，公司的 KA 客户主要包括永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高等国内外知名的大型连锁超市和大卖场。

图 19：公司主要的 KA 客户

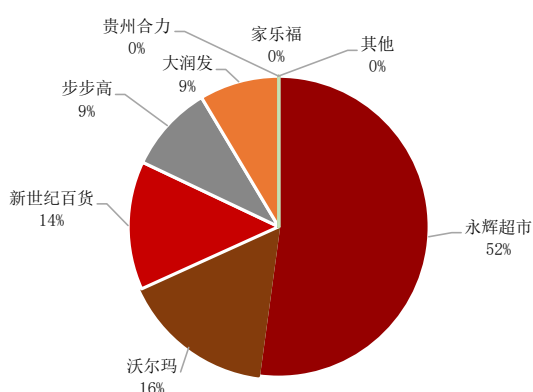


资料来源：各公司网页，招商证券

KA 渠道稳固已有合作+强化新市场渗透，公司重视 KA 渠道的优化发展：

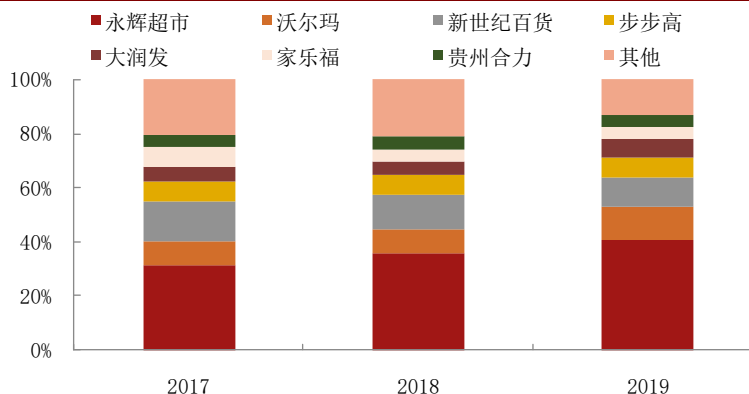
- **公司与 KA 客户建立稳定合作关系，主要客户收入贡献占比稳步提升。**公司与永辉超市、新世纪百货、沃尔玛、家乐福、步步高、贵州合力和大润发等 7 家行业地位和资信实力均较强的 KA 客户的合作十分稳定，2017 年-2019 年，前 7 家 KA 客户收入占 KA 渠道收入的比例分别为 79.17%、78.94%、86.97%，除家乐福外，其他 6 家主要 KA 客户各年收入较为稳定或持续增长。其中，公司对永辉超市的销售收入提升较快，主要由于永辉超市的门店数量增速较快，2017 年至 2019 年，与公司合作的永辉超市门店由 303 家上升至 981 家。而家乐福受其自身经营发展影响，渠道建设有所放缓，但其一直是公司的前十大 KA 客户之一。
- **采取跟随策略，扩大销售范围。**以永辉超市为例，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逐渐增多，公司采取跟随策略，推动市场延伸及下沉，促进公司 KA 渠道收入增长。
- **募投项目推动 KA 渠道建设，加速对其他区域市场的渗透。**由于全国性或区域性知名的商超企业通常已具备较为完善的商超系统，且其终端销售门店覆盖面较广，借助知名商超的销售系统，公司能够快速提升自身营销网络的广度和深度。通过“营销网络建设项目”，公司将进驻华东、华南和华中区域的 KA 销售门店，并加强广告宣传、数字化内容营销、线下品牌推广等一系列营销措施，以加快公司产品对其他地区市场的辐射和渗透，进而提升公司的市占率和品牌知名度。

图 20：公司 KA 渠道主要客户-2019



资料来源：公司公告，招商证券

图 21：近年来主要 KA 大客户销售占比提升

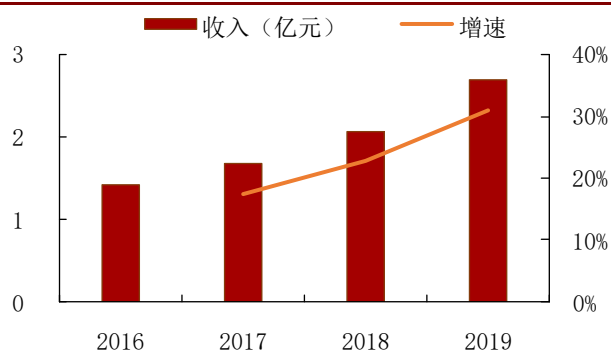


资料来源：公司公告，招商证券

KA 渠道收入占比逐年提高，重点发展 KA 大客户。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，2016 年至 2019 年，公司 KA 渠道收入规模由 1.43 亿元上升至 2.69 亿元，近四年 CAGR 为 23.66%。

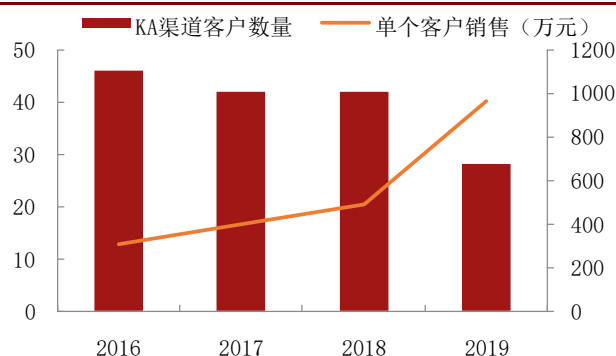
2019 年，公司主动停止了与部分规模较小、总体销售情况不佳的 KA 客户合作，导致 KA 客户数量有所下降，但受益于公司主要 KA 客户持续稳定的发展，公司 KA 渠道收入依旧实现高达 30.92% 的同比增速。

图 22：KA 模式收入增速亮眼



资料来源：公司公告，招商证券

图 23：单个 KA 客户销售额持续提升

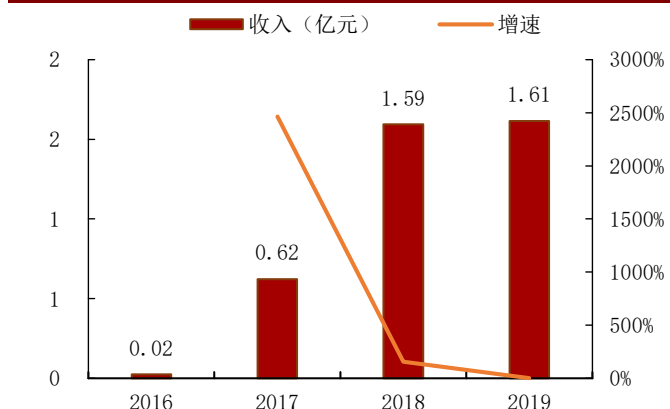


资料来源：公司公告，招商证券

3) ODM 渠道：把握行业发展机遇，选择知名消费品企业形成稳定合作关系。公司开拓 ODM 业务的主要原因是：（1）一方面，通过为 ODM 客户代工生产卫生巾和婴儿纸尿裤，试水外阜市场，了解公司生产的产品在外阜市场的口碑情况。（2）另一方面，ODM 业务无需投入较多销售人员，销售费用投入较少，且 ODM 业务的回款情况良好，有助于进一步提升公司的盈利水平。因此，公司会有选择性地与规模较大、商业信誉度较高的优质客户开展合作。

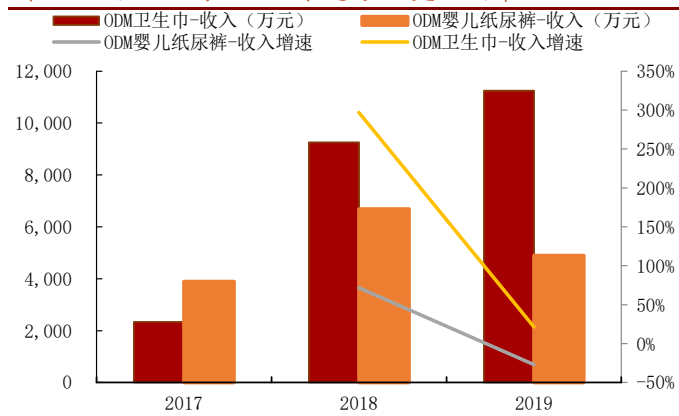
ODM 业务规模近两年基本稳定。公司凭借过硬的研发实力、专业化生产优势及良好产品品质，吸引业内部分品牌商与公司接洽合作，公司抓住 ODM 销售模式的发展机遇，实现 ODM 业务的快速增长。2016 年-2019 年，ODM 销售渠道由 0.02 亿元上涨至 1.61 亿元，近四年 CAGR 为 305.05%，占公司营业收入比例也由 0.33% 提升至 14.04%，成为公司销售渠道体系的重要补充。其中，公司 ODM 产品主要包括 ODM 卫生巾和 ODM 婴儿纸尿裤，2019 年分别实现营业收入 11242.74 万元、4899.03 万元。

图 26: ODM 渠道增长迅猛



资料来源：公司公告，招商证券

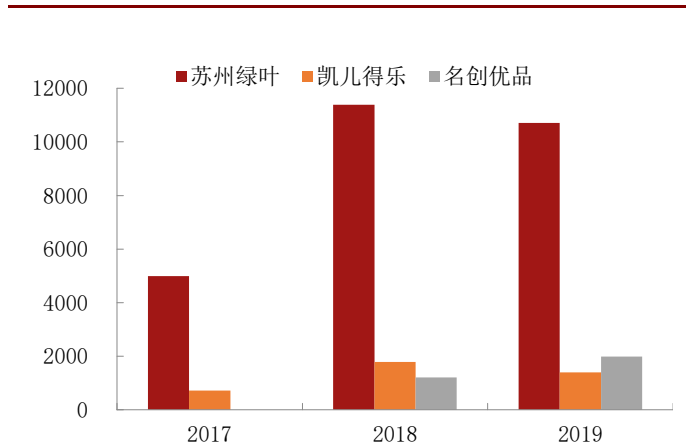
图 27: 可比公司 ODM 渠道分品类毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

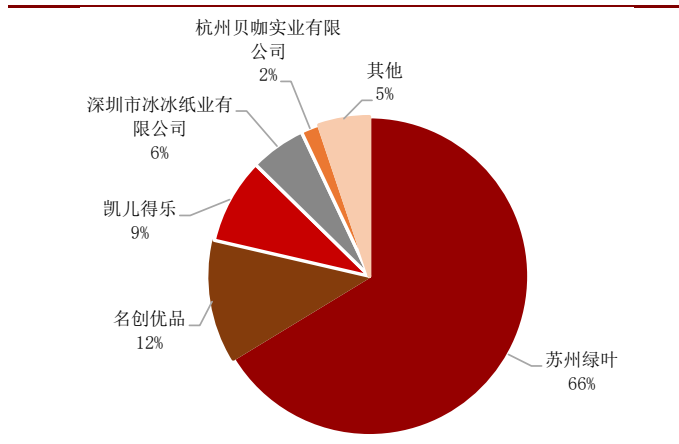
近年来，不少知名消费品企业看好一次性卫生用品行业的发展前景，选择进入该行业，但由于该部分企业通常缺乏相应的研发、设计和生产能力，因此普遍通过 ODM 合作方式切入该行业寻求发展。2017 年以来，公司凭借较高的市场知名度、良好的产品质量、先进的生产设备和工艺技术吸引部分消费品企业与公司开展合作，目前已与苏州绿叶、名创优品和凯儿得乐等规模较大的消费品企业建立稳固合作关系。2017 年至 2019 年，公司前五大 ODM 客户销售收入占 ODM 渠道收入比例分别为 98.92%、96.80%、94.85%，其中，苏州绿叶、名创优品、凯儿得乐稳居公司 ODM 业务收入的前三名，是公司主要的合作对象。

图 24: 公司 ODM 渠道主要客户



资料来源：公司公告，招商证券

图 25: 苏州绿叶为公司最大 ODM 客户



资料来源：公司公告，招商证券

三、有望步入产品渠道的双向正循环

我们认为，百亚股份未来有望复制中顺洁柔“好产品搭上渠道快车”的成长路径。中顺洁柔产品以卫生用纸为主，有较强的产品力，2015 年渠道改革，拓展建立四大销售渠道，在产品渠道双正向循环背景下，公司收入利润不断提高，毛利率和净利率双升，ROE 提升带动估值上行，并逐步展现出品牌力。

对比来看，百亚股份经过多年积累加之 2016 年引入生产总监，自由点已形成较好产品力，且卫生巾相比于生活用纸的产品力属性更强、消费者粘性高，具备易守难攻的赛道属性。因此，我们看好百亚在较强产品力的基础上加快渠道扩张，有望抢占更多市场份额。

表 5：卫生巾和生活用纸行业属性对比

	卫生巾	生活用纸
产品力	强	较强
品牌忠诚度	高	一般
渠道扩张难度	高	一般
价格敏感程度	不高	较高
护城河稳固度	易守难攻	易攻难守

资料来源：招商证券

3.1 对标中顺洁柔：产品力为先，渠道扩张提速

中顺洁柔产品以卫生用纸为主，因其产品材料、品质优势，有着较强的产品力。公司有“洁柔”和“太阳”两大品牌，产品涵盖抽纸、卷纸、手帕纸、厨房纸和湿巾五大品类。“洁柔”品牌下的主要销售产品有“Face”、“Lotion”和“自然木”三大系列：Face 更柔更韧更厚实，主打可湿水不易烂；Lotion 配方仅此一家，主打锁水、乳霜倍亲肤；自然木系列主打黄纸中的贵族。“太阳”系列则主打“亲情牌”，温馨居家的设计感迎合以家庭为消费单位的客户喜好，推出特惠款，纸质上强调自然洁白的洁净安全感。

表 6：中顺洁柔产品主打中高端

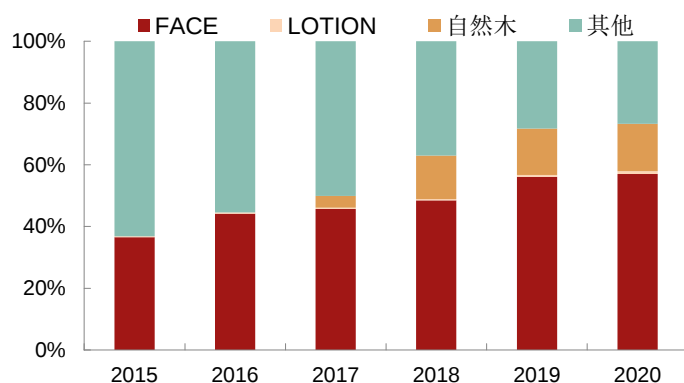
	主打方向	使用特点	产品品类
洁柔 Face	可湿水不易烂	厚实、柔软强韧	手帕纸、抽纸、卷纸
洁柔 Lotion	锁水、乳霜倍亲肤	锁水、柔滑	手帕纸、抽纸
洁柔自然木	黄纸中的贵族	柔韧、杂质少	手帕纸、抽纸、卷纸、
太阳	“亲情牌”，温馨居家	柔韧	手帕纸、抽纸、卷纸

资料来源：公开资料，招商证券

中顺洁柔引领行业创新，中高端产品占比增加。近年来，中顺洁柔持续提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度，带动整体盈利稳步提升。目前，此三大主要产品系列销售占比已从 2015 年的 37%持续增长至 2020 年的 73%。

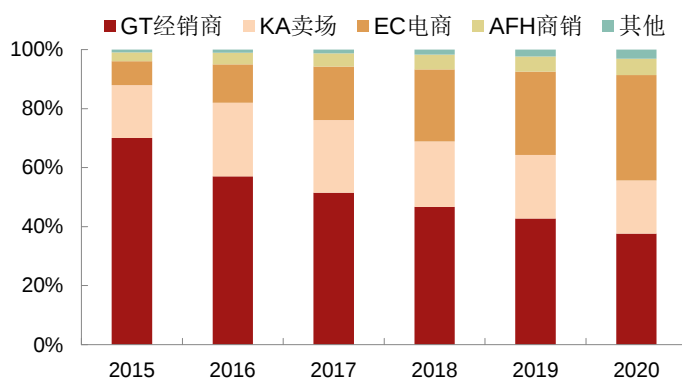
渠道方面，中顺洁柔于 2015 年开始改革渠道结构，拓展建立四大主要渠道。公司过往的销售渠道以经销商为主，占比一度超过 75%。近年来，公司销售渠道结构不断优化，将一些重点卖场由经销商转变为公司直营，KA 卖场销售占比不断扩大；电商业务 2015 年从 0 起步，2020 年电商渠道销售占比已增长至 36%，占比已超三成。四大销售渠道的建立，中顺洁柔的营销体系焕然一新，为业绩的高速增长打下了坚实的基础。但整体看来，线下仍占据渠道主流地位，GT 经销商和 KA 卖场渠道占比超过 50%。

图 28：中顺洁柔产品卫生用纸为主



资料来源：公司资料，招商证券

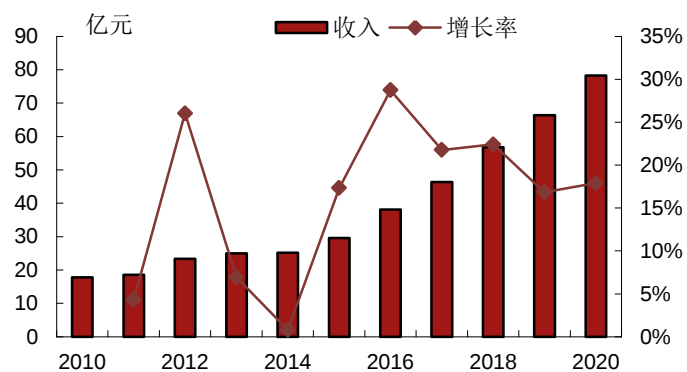
图 29：中顺洁柔销售四大渠道齐头并进



资料来源：公司资料，招商证券

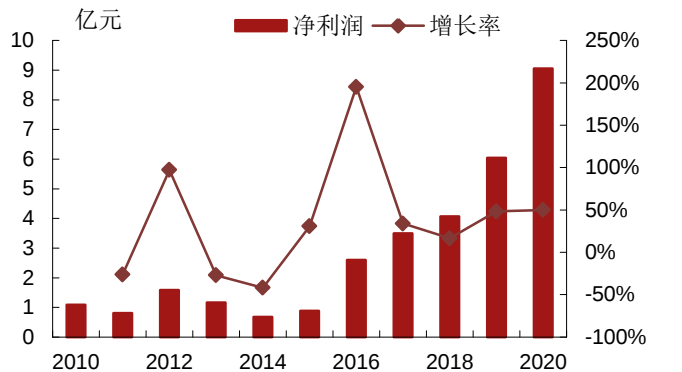
中顺洁柔通过产品结构优化、渠道规模扩张，带动产品销量和盈利能力提升。得益于中顺洁柔在渠道端的快速扩张、以及产品结构持续优化，2015年至2020年公司营业收入、净利润双双大幅提高。2015年至2020年，公司营收同比增速基本稳定在20%左右，复合年均增速达到21.5%；归母净利润复合年均增速达到59.3%，明显快于收入增长。

图 30：中顺洁柔收入稳步增长



资料来源：Wind，招商证券

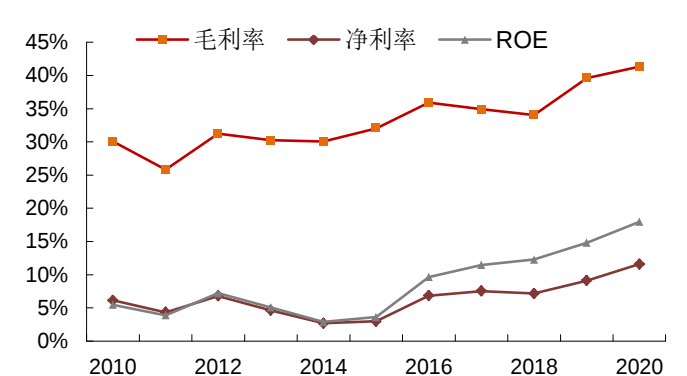
图 31：中顺洁柔净利润大幅提升



资料来源：Wind，招商证券

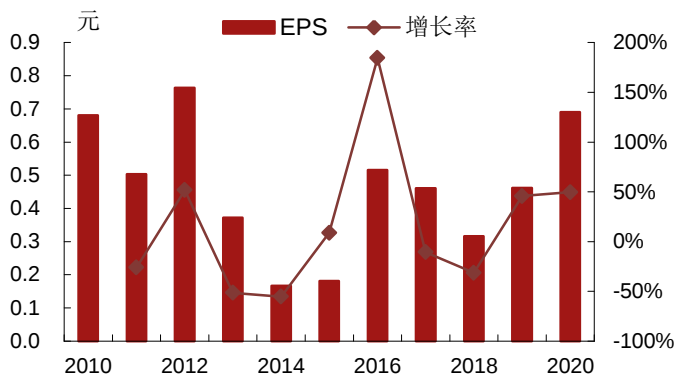
产品渠道双向正循环，毛利、净利双升。中顺洁柔作为国内生活用纸一线品牌，好产品搭上渠道快车，渠道质量稳扎稳打，规模增长趋势明确。2015年至2020年，中顺洁柔的毛利率从32.0%增长至41.3%，净利率从3.0%增长至11.6%。同时，净资产收益率ROE从2015年的3.6%大幅提升至2020年的18.0%，进一步带动股价估值上行。从每股收益表现来看，近年也呈现上涨趋势，2020年EPS为0.69元，同比增长49.7%。

图 32：中顺洁柔盈利能力提升



资料来源：Wind，招商证券

图 33：中顺洁柔每股收益表现



资料来源：Wind，招商证券

3.2 百亚未来有望复制洁柔的成长路径

我们认为，百亚与 2015 年渠道改革的中顺洁柔相类似，正在步入产品和渠道的双向正循环。产品方面，经过多年发展，公司的自由点已形成了较好的产品力，同时公司新品推出较为积极，未来在纸尿裤等其他产品方面也有望逐步培育新增长点。渠道方面，公司加快拓展渠道从川渝到全国、电商销售占比有所上升。产品力的持续强化将为公司渠道扩张提供有力保障，同时，未来渠道扩张也将进一步夯实产品力，有望为公司长期发展形成稳定驱动。

3.2.1 产品端：引入行业人才，高端产品占比提升

引入行业技术人才，打造世界一流产品力。公司于 2016 年引入生产总监彭海麟，彭海麟先生曾任尤妮佳生活用品(中国)有限公司生产技术员，技术课长，工厂厂长，具备丰富的生产技术经验。彭总加入公司后，百亚国际产业园建设对标头部尤妮佳，全面助力公司打造世界一流的卫生用品生产体系，强化中高端领域的产品竞争力。公司于 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；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。针对“自由点”品牌，公司重点开发和推出了功能更全面、穿着更方便贴身的裤型结构产品自由点“安睡裤”，进一步丰富了中高端产品品类。

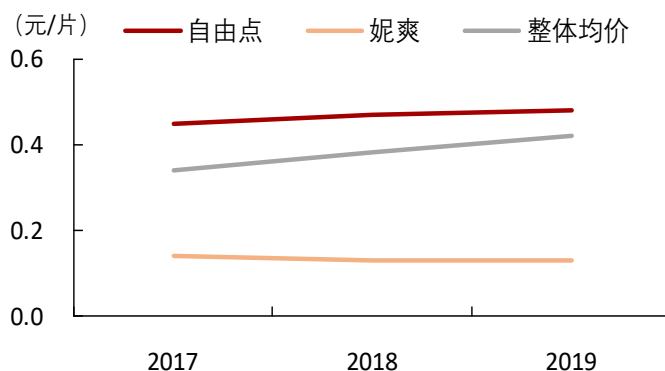
卫生巾产品高端占比提升，近年均价呈提升态势。从销售单价和销量数量来看，产品结构优化并带动自主品牌卫生巾产品销售均价提升以及中高端“自由点”销量不断增长，是公司卫生巾产品营业收入增长的主要原因。2017-2019 年，公司中高端产品“自由点”卫生巾平均销售单价分别为 0.45 元/片、0.47 元/片和 0.48 元/片，而“妮爽”卫生巾平均销售单价为 0.14 元/片左右。随着“自由点”卫生巾销量持续增长，“自由点”销售收入占比由 2017 年的 85.31% 提升至 2019 年的 94.41%，抵消了“妮爽”卫生巾销量下滑的不利影响，并带动自主品牌卫生巾报告期内销售收入总体增长。

图 34：百亚国际产业园现代化工厂



资料来源：公司资料，招商证券

图 35：公司近年卫生巾产品整体均价上行



资料来源：公司资料，招商证券

表 7：公司近年推出多款中高端产品

产品系列	示例	规格	价格	单价 (元/片)
安睡裤		自由点裤型卫生巾 10 片隔菌装夜用防漏 安心裤组合装 5 片*2 包装	59	5.9

有机纯棉

自由点 (FREEMORE) 卫生巾 有机纯棉日用
卫生巾 日用 240mm*8 片装

12.9

1.6

无感无忧

自由点卫生巾无感无忧超薄日用 15 片
240mm*2 包装

47.9

1.6

空气卫生巾

自由点卫生巾 棉柔舒适空气超薄日用
240mm*8 片装

8.9

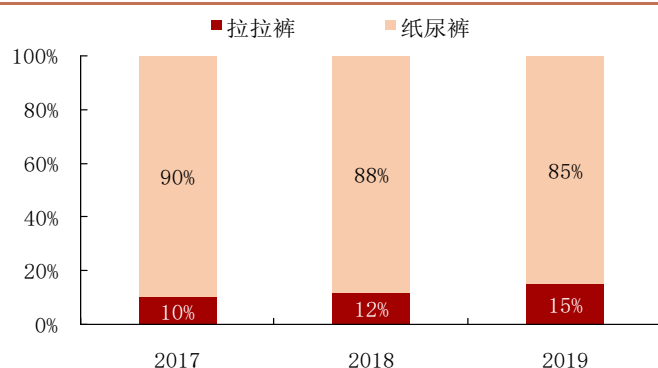
1.1

资料来源：天猫超市，京东商城，招商证券

国内婴儿拉拉裤发展空间大，公司顺势升级纸尿裤产品。婴儿纸尿裤行业处于成长期向成熟期的过渡阶段，随着中高收入人群的增加以及父母对婴儿的卫生、健康意识的提高，产品的吸收性、贴身性和舒适性更受重视。在此背景下，以婴儿学步裤（内裤式纸尿裤）为代表的中高端纸尿裤产品脱颖而出。根据生活用纸专业委员会的统计，2018 年婴儿学步裤市场份额继续扩大，在统计涵盖的企业的婴儿纸尿裤销售量中，学步裤占比达 27.2%，较 2017 年增加 2.3 个百分点，且增长率远高于婴儿纸尿裤行业平均水平。

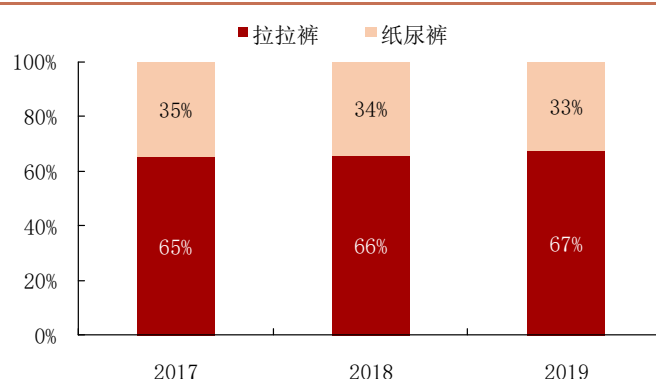
近年公司大力推进产品结构的优化、升级，不断优化和丰富产品线，开发和促销了更舒适、吸收能力更强的高端系列“GHC 纯净”、“GN”等系列婴儿纸尿裤产品，并结合婴幼儿成长特点，推出了适合婴幼儿爬行和站立的学步裤产品，带动了公司自主品牌婴儿纸尿裤销售均价从 2017 年的 0.79 元/片增长至 2019 年的 0.94 元/片。

图 36：国内婴儿纸尿裤产品结构



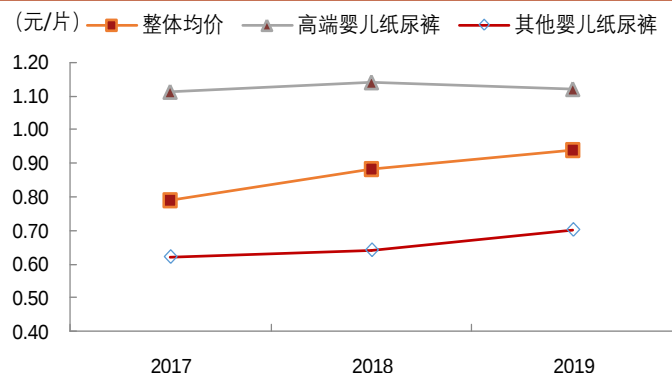
资料来源：Euromonitor，招商证券

图 37：日本婴儿纸尿裤产品结构



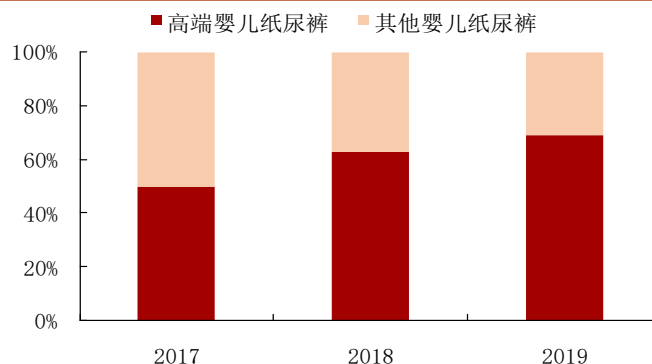
资料来源：Euromonitor，招商证券

图 38：近年公司婴儿纸尿裤整体均价上行



资料来源：公司资料，招商证券

图 39：公司高端婴儿纸尿裤占比提升



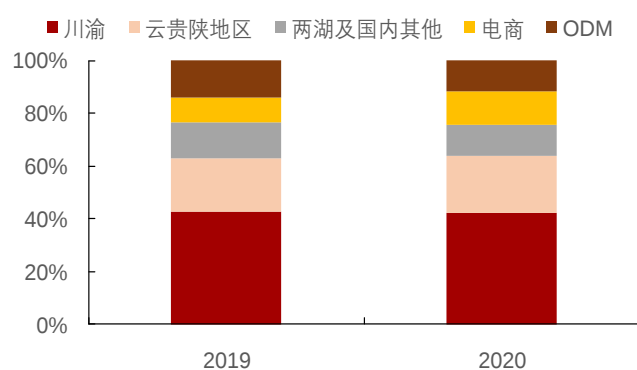
资料来源：公司资料，招商证券

3.2.2 渠道端：全国扩张、电商发力

目前西南地区收入占比合计 60%以上，区域市占率持续领先，未来有望加快全国市场开拓。公司以川渝起家，先是向云贵陕辐射，再是对两湖地区布局，当前实施线上线下同步扩张走向全国战略。当前川渝/云贵陕占收入比分别为 42%/21%。公司依靠较高的品牌知名度和差异化的营销模式，因地制宜，持续保持在川渝、云贵陕及两湖地区的收入增长。

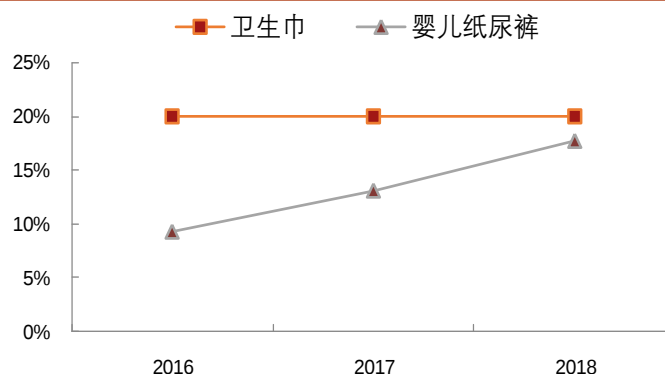
根据尼尔森的统计数据，2016-2018 年商超渠道销售情况来看，公司卫生巾产品在川渝地区的市场份额为 20%左右，占比较为稳定且始终在该区域排名第二，体现出公司在川渝地区较强的品牌影响力与市场竞争力；公司婴儿纸尿裤产品在川渝地区的市场份额分别达 9.3%、13.1%和 17.7%，市场份额占比呈现持续、快速上升趋势。在 2020 年度全国销售额份额排名中，公司卫生巾产品的市场份额在本土厂商中排名第四，在川渝市场销售份额排名第二。

图 40：西南地区是公司主要收入构成



资料来源：公司资料，招商证券

图 41：公司产品在川渝商超渠道市占率较高



资料来源：尼尔森，招商证券

2020 年电商渠道收入占比 12%，仍有较大提升空间。公司主要通过天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁易购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，按照第三方电商平台的标准条款开店和运营管理。2019 年，公司在天猫（含淘宝）、京东两大核心电商平台分别实现销售收入 9218.18 万元、1133.22 万元，占电商渠道收入比例分别为 83.33%、10.24%。

专业管理与销售推广齐头并进，助推公司争夺线上份额：

管理：线上旗舰店专业化运营。随着我国电子商务的快速发展，以及伴随互联网时代成长起来的 80、90 后逐渐成为卫生用品的消费主力，电子商务逐渐成为年轻消费者的主要消费方式之一。互联网营销渠道的普及，对一次性卫生用品行业的发展起到良好促进作用。公司亦顺应了互联网营销的时代浪潮，与专业电商团队合资成立了电商控股子公司

——杭州百亚电子商务有限公司，由经验丰富的电商团队负责运营公司的线上店铺。

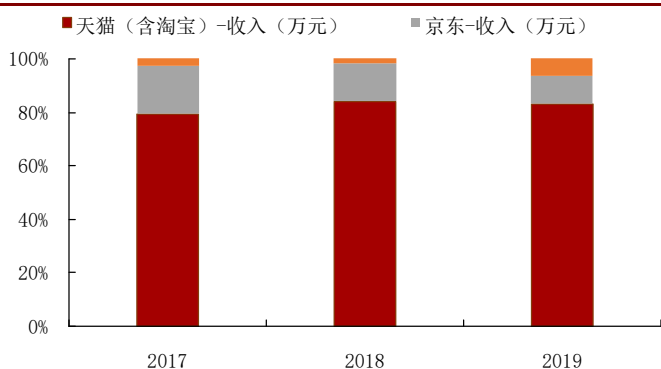
营销：加大新媒体推广投入力度。借力电商渠道丰富的推广方式，公司 2017 年以来加大了网络等新媒体的推广投入，进一步扩大了品牌影响力，吸引了更多的年轻消费者。一方面，积极参与电商平台组织的“618”、“双 11”和“双 12”等大型电商促销活动，另一方面，公司通过布局微博、微信公众号等平台，聘请奥运冠军、女排队员丁霞成为自由点全新品牌大使等方式为公司产品引流，有力促进了公司电商渠道销售收入快速增长，带动核心产品收入增长。

图 42：线上设立官方旗舰店



资料来源：淘宝，招商证券

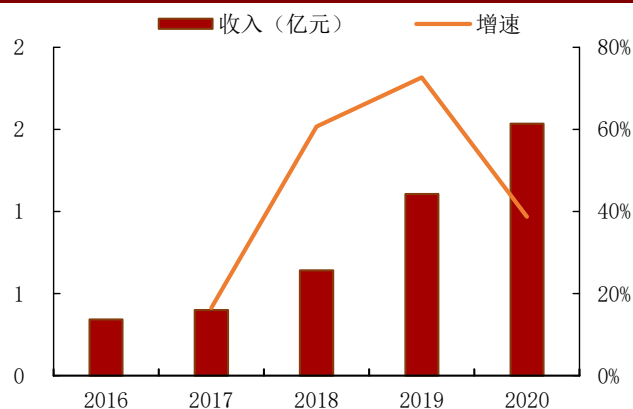
图 43：天猫是目前主要电商平台收入来源



资料来源：淘宝，自由点微信公众号，招商证券

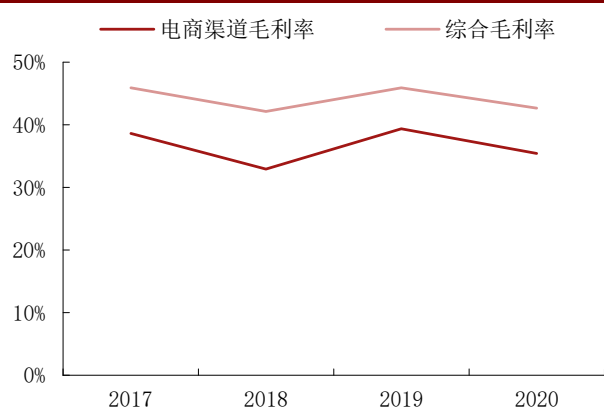
电商渠道快速发展，未来电商占比有望持续提升。2016 年至 2020 年，公司电商渠道收入由 0.34 亿元上升至 1.53 亿元，近五年 CAGR 为 45.52%，发展快速。公司电商渠道近四年平均毛利率为 36.60%，低于平均综合毛利率 44.15%，这是由于公司为提升电商渠道流量及影响力，在前期开拓和培育电商渠道市场方面给予了较大的折扣促销活动力度支持，导致产品平均销售价格偏低，故整体毛利率水平相对较低。

图 44：电商渠道收入高速增长



资料来源：公司公告，招商证券

图 45：电商渠道毛利率略低于公司综合毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

四、盈利预测与估值

我们假设未来三年：1) 2021~2023 年公司川渝地区收入占比分别为 42%、40%、38%，云贵陕继续深挖收入占比分别为 23%、24%、24%，两湖及国内其他地区收入占比分别为 12%、13%、15%；2) 2021~2023 年公司电商收入占比分别为 14%、15%、18%；3) 2021~2023 年公司各渠道毛利率基本稳定，销售、管理、研发费用率基本稳定小幅变动。

看好公司产品和渠道双正向循环带来的长期品牌力提升，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。公司川渝地区起家，多年来通过聚焦中高端产品、精细化渠道管理，实现区域市场的占有率领先。我们认为未来百亚有望复制中顺洁柔“好产品搭上渠道快车”的发展路径，自由点产品力提升促进全国以及线上渠道扩张，同时，渠道延伸进一步强化公司产品力，形成产品和渠道的双正向循环。看好公司规模扩张后的盈利能力提升趋势，预计 2021~2023 年归母净利分别为 2.47 亿元、3.12 亿元、3.79 亿元，同比分别增长 35%、26%、22%。目前股价对应 2021 年 PE 为 45x，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表 8：盈利预测简表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	961	1149	1251	1575	1960	2380
营业成本	556	622	717	885	1097	1333
营业税金及附加	9	12	12	16	19	24
营业费用	246	309	222	283	353	428
管理费用	33	42	60	71	88	107
研发费用	12	18	30	38	47	57
财务费用	(2)	(1)	(3)	(3)	(4)	(6)
资产减值损失	(5)	(5)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	2	2	2
其他收益	1	6	4	4	4	4
投资收益	1	0	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	104	148	212	287	362	441
营业外收入	0	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	1	1
利润总额	104	148	212	287	362	440
所得税	14	20	30	41	51	62
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	89	128	183	247	312	379

资料来源：公司数据，招商证券

表 9：业绩多季度回顾，各项财务指标均稳定增长

(百万元)	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	306	300	344	405	355
营业毛利	126	131	141	183	164
营业费用	65	50	55	62	75
管理费用	12	21	15	15	17
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0	3
营业利润	39	47	62	93	61
归属母公司净利润	34	41	52	80	52
EPS (元)	0.08	0.10	0.12	0.19	0.12
主要比率					
毛利率	41.2%	43.6%	40.9%	45.3%	46.1%
营业费用率	21.2%	16.7%	15.9%	15.2%	21.0%

(百万元)	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
管理费用率	4.0%	7.1%	4.4%	3.7%	4.7%
营业利润率	12.7%	15.7%	18.0%	23.0%	17.1%
有效税率	13.3%	12.6%	16.0%	13.0%	15.5%
净利率	11.3%	13.6%	15.2%	19.8%	14.6%
YoY					
收入	26%	22%	5%	35%	16%
归属母公司净利润	26%	137%	25%	47%	50%

资料来源：Wind、招商证券

五、风险因素

我们认为公司主要风险在于市场竞争加剧风险、以及渠道拓展不及预期风险两个方面。

- 1) 市场竞争日益加剧的风险：一次性卫生用品行业厂商及品牌数目众多，市场化竞争程度较高。近年来，伴随消费水平和健康生活理念的提高，一次性卫生用品行业在保持增长的同时，市场竞争亦愈发激烈。同时，随着移动互联网的普及和营销手段的多元化，各类型营销渠道不断涌现，丰富了本行业销售维度的同时亦加大了市场竞争程度。如果公司在充分的市场竞争中，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，可能将对公司经营业绩带来不利影响。
- 2) 渠道拓展不及预期风险：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，随着品牌影响力的提升和业务规模的扩大，公司通过经销商、KA 及新零售等线下渠道加大市场的开拓力度，同时依托快速发展的电商渠道向全国发力。如果公司不能发挥自己的品牌优势持续保持在川渝及云贵陕地区的增长，或者在该区域以外的其他市场拓展未达到预期，可能将对公司经营业绩产生不利影响。

参考报告：

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	492	909	1089	1401	1767
现金	227	248	390	626	907
交易性投资	0	382	382	382	382
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	76	92	95	118	143
其它应收款	0	6	8	9	11
存货	131	150	176	218	265
其他	58	30	38	47	58
非流动资产	502	556	546	537	529
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	394	391	388	385	383
无形资产	69	67	61	55	49
其他	39	98	98	98	97
资产总计	994	1465	1635	1938	2296
流动负债	284	334	386	452	525
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	141	152	188	233	282
预收账款	51	64	79	97	118
其他	92	118	120	122	125
长期负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	7	7	7	7
负债合计	290	341	393	459	532
股本	385	428	428	428	428
资本公积金	62	261	261	261	261
留存收益	253	436	554	792	1078
少数股东权益	4	(1)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司所有者权益	701	1125	1243	1481	1766
负债及权益合计	994	1465	1635	1938	2296

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	132	251	295	333	397
净利润	128	183	247	312	379
折旧摊销	32	37	41	40	39
财务费用	(0)	0	(3)	(4)	(6)
投资收益	0	0	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(28)	29	12	(18)	(19)
其它	(0)	1	1	6	7
投资活动现金流	(24)	(477)	(28)	(28)	(28)
资本支出	(25)	(97)	(30)	(30)	(30)
其他投资	0	(380)	3	3	3
筹资活动现金流	(46)	245	(126)	(70)	(87)
借款变动	(49)	(1)	0	0	0
普通股增加	0	43	0	0	0
资本公积增加	0	199	0	0	0
股利分配	0	0	(128)	(74)	(94)
其他	3	4	3	4	6
现金净增加额	62	19	142	235	282

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1149	1251	1575	1960	2380
营业成本	622	717	885	1097	1333
营业税金及附加	12	12	16	19	24
营业费用	309	222	283	353	428
管理费用	42	60	71	88	107
研发费用	18	30	38	47	57
财务费用	(1)	(3)	(3)	(4)	(6)
资产减值损失	(5)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	6	4	4	4	4
投资收益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	148	212	287	362	441
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	148	212	287	362	440
所得税	20	30	41	51	62
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	128	183	247	312	379

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	20%	9%	26%	24%	21%
营业利润	43%	43%	35%	26%	22%
净利润	43%	42%	35%	26%	22%
获利能力					
毛利率	45.9%	42.7%	43.8%	44.0%	44.0%
净利率	11.1%	14.6%	15.7%	15.9%	15.9%
ROE	18.3%	16.2%	19.9%	21.1%	21.5%
ROIC	18.0%	16.0%	19.7%	20.8%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	23.3%	24.0%	23.7%	23.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	2.7	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.3	2.3	2.4	2.6	2.9
营运能力					
资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	5.0	5.1	5.4	5.6	5.5
应收帐款周转率	15.4	14.9	16.9	18.4	18.2
应付帐款周转率	4.7	4.9	5.2	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.43	0.58	0.73	0.89
每股经营现金	0.34	0.59	0.69	0.78	0.93
每股净资产	1.82	2.63	2.91	3.46	4.13
每股股利	0.00	0.30	0.17	0.22	0.27
估值比率					
PE	78.5	61.2	45.3	35.8	29.5
PB	14.4	9.9	9.0	7.5	6.3
EV/EBITDA	60.9	44.0	32.9	26.9	22.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

李宏鹏：经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。