

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 百亚股份 (003006)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师  
执业编号: S1500522020003  
邮箱: lihongpeng@cindasc.com

## 相关研究

- 1、百亚股份 (003006) : Q3 收入恢复高增, 毛利率改善显著
- 2、百亚股份 (003006) : 电商高增全国扩张, 多举应对短期经营压力
- 3、百亚股份 (003006) 首次覆盖: 产品力优势稳固, 电商高增助力全国扩张

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 电商增长靓丽, 个护龙头加速成长

2023年03月25日

**事件:** 公司发布年报, 2022 年实现营业收入 16.12 亿元, 同比增长 10.19%, 实现归母净利润 1.87 亿元, 同比下降 17.8%, 扣非归母净利润 1.79 亿元, 同比下降 14.9%。22 年单 Q4 实现营业收入 4.83 亿元, 同比增长 27.22%, 实现归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 12.0%, 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 17.0%。

**点评:**

- **卫生巾中高端产品升级驱动增长, 电商与外围省份表现亮眼。** 公司 22 年实现营业收入 16.12 亿元, 同比增长 10.19%, 单 Q4 实现营业收入 4.83 亿元, 同比增长 27.22%。**分产品看,** 公司卫生巾产品全年实现收入 13.39 亿元, 同比增长 15.28%, 敏感肌、安睡裤等中高端产品收入增长是公司业绩提升的主要驱动力之一; 纸尿裤实现收入 1.23 亿元, 同比增下降 17.03%。**分渠道看,** 公司经销、KA、电商、ODM 渠道分别实现收入 8.27 亿元、2.83 亿元、3.71 亿元、1.31 亿元, 分别同比-3.4%、+6.3%、+76.9%、+0.3%, 22 年公司线下渠道受疫情影响增速有所放缓, 电商渠道增长明显。线下**分地区看,** 公司线下渠道在川渝、云贵陕、其他地区分别实现收入 5.79 亿元、3.35 亿元、1.96 亿元, 分别同比-5.8%、-0.2%、+13.6%, 公司在川渝、云贵陕核心市场持续优化经销商结构并扩展销售网络; 同时, 公司有序拓展全国市场, 逐步提升市场份额, 目前公司产品已经进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场。
- **电商与外围省份毛利率提升, Q4 净利润持续修复。** 1) **毛利率:** 公司 22 年实现毛利率 45.11%, 同比+0.4pct, 其中卫生巾产品毛利率为 50.5%, 同比-0.16pct。分地区看, 线下川渝、云贵陕、其他地区毛利率分别为 49.4%、51.5%、43.8%, 分别同比-1.3pct、-0.6pct、+5.7pct, 电商、ODM 渠道毛利率分别为 43.9%、15%, 分别同比+9.4%、-7.5pct。电商及外围省份产品毛利率实现提升。2) **期间费用:** 公司 22 年销售、管理、研发费用率分别为 24.5%、3.8%、2.7%, 分别同比+5.4pct、-1.3pct、-0.8pct 其中销售费用提升主要为公司聚焦优势资源, 持续加大渠道的品牌推广力度, 提升了品牌知名度和影响力。3) **净利润:** 公司 22 年实现归母净利润 1.87 亿元, 同比下降 17.8%, 扣非归母净利润 1.79 亿元, 同比下降 14.9%; 单 Q4 实现归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 12.0%, 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 17.0%。公司全年实现归母净利率 11.6%, 同比-3.96pct; 单 Q4 实现归母净利率 12.67%, 同比-1.72pct, 环比+0.4pct。4) **现金流:** 公司全年经营活动现金流 2.34 亿元, 同比+13.1%; 投资活动现金流-0.74 亿元, 同比-27.3%, 主要为购买理财产品本期赎回所致; 筹资活动现金流-1.16 亿元, 同比+10.0%, 主要为公司实施限制性股票计划, 收到员工股权激励款所致。
- **盈利预测与投资评级:** 公司多年来通过聚焦中高端产品、精细化渠道管

理，实现了区域市场占有率的领先，并以渠道延伸与区域扩展进一步强化公司产品力，形成产品和渠道的双正向循环。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.45 亿元，3.00 亿元、3.62 亿元，分别同比增长 30.9%、22.3%、20.7%，目前股价对应 23 年、24 年 PE 分别 31X、26X，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,463	1,612	1,956	2,358	2,833
增长率 YoY %	17.0%	10.2%	21.3%	20.6%	20.1%
归属母公司净利润 (百万元)	228	187	245	300	362
增长率 YoY%	24.9%	-17.8%	30.9%	22.3%	20.7%
毛利率%	44.7%	45.1%	45.9%	46.0%	46.0%
净资产收益率ROE%	18.8%	14.6%	18.0%	20.6%	23.0%
EPS(摊薄)(元)	0.53	0.44	0.57	0.69	0.84
市盈率 P/E(倍)	33.83	31.39	31.34	25.62	21.22
市净率 P/B(倍)	6.32	4.64	5.65	5.28	4.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	917	1,090	1,182	1,366	1,595	
货币资金	259	302	310	389	494	
应收票据	0	23	28	33	40	
应收账款	134	167	202	244	293	
预付账款	7	22	26	31	37	
存货	162	178	211	255	306	
其他	355	398	406	415	425	
<b>非流动资产</b>	636	642	716	733	745	
长期股权投资	20	19	19	19	19	
固定资产(合)	451	447	490	520	541	
无形资产	66	66	66	66	66	
其他	100	109	141	128	119	
<b>资产总计</b>	1,553	1,732	1,898	2,099	2,340	
<b>流动负债</b>	330	442	528	635	761	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	164	188	225	271	325	
其他	166	254	304	364	436	
<b>非流动负债</b>	8	9	9	9	9	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	9	9	9	9	
<b>负债合计</b>	339	451	537	644	770	
少数股东权益	1	1	0	0	-1	
归属母公司股	1,213	1,280	1,360	1,456	1,571	
<b>负债和股东权益</b>	1,553	1,732	1,898	2,099	2,340	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,463	1,612	1,956	2,358	2,833	
同比(%)	17.0%	10.2%	21.3%	20.6%	20.1%	
归属母公司净利润	228	187	245	300	362	
同比(%)	24.9%	-17.8%	30.9%	22.3%	20.7%	
毛利率(%)	44.7%	45.1%	45.9%	46.0%	46.0%	
ROE%	18.8%	14.6%	18.0%	20.6%	23.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.53	0.44	0.57	0.69	0.84	
P/E	33.83	31.39	31.34	25.62	21.22	
P/B	6.32	4.64	5.65	5.28	4.89	
EV/EBITDA	26.02	21.35	22.72	18.72	15.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,463	1,612	1,956	2,358	2,833	
营业成本	809	885	1,059	1,274	1,530	
<b>营业税金及附加</b>	14	15	18	22	26	
销售费用	279	395	479	576	693	
管理费用	75	62	78	94	113	
研发费用	51	44	53	64	76	
财务费用	-3	-4	3	4	5	
减值损失合	-2	-8	-2	-2	-2	
<b>投资净收益</b>	13	7	10	12	14	
其他	6	2	8	10	12	
<b>营业利润</b>	255	217	281	343	414	
营业外收支	0	-4	-3	-3	-3	
<b>利润总额</b>	255	212	278	340	411	
所得税	31	25	33	41	49	
<b>净利润</b>	224	187	245	299	361	
少数股东损益	-4	0	0	-1	-1	
<b>归属母公司净利润</b>	228	187	245	300	362	
EBITDA	285	264	325	390	463	
EPS(当年)(元)	0.53	0.44	0.57	0.69	0.84	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	197	234	297	355	422	
净利润	224	187	245	299	361	
折旧摊销	44	51	56	62	69	
财务费用	0	-1	0	0	0	
投资损失	-13	-7	-10	-12	-14	
营运资金变	-65	-1	-1	-1	-1	
其它	7	4	7	7	7	
<b>投资活动现金流</b>	-58	-74	-124	-72	-70	
资本支出	-121	-28	-84	-84	-84	
长期投资	63	-45	0	0	0	
其他	0	0	-40	12	14	
<b>筹资活动现金流</b>	-129	-116	-165	-204	-247	
吸收投资	0	22	3	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-128	-129	-167	-204	-247	
<b>现金流净增加额</b>	10	44	8	79	105	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。