

百亚股份(003006)

报告日期: 2023年08月13日

## 自由点表现靓丽, 线上渠道持续高增

### ——百亚股份 23H1 业绩点评报告

#### 投资要点

##### 百亚股份披露 2023H1 业绩:

2023H1 公司实现营业收入 9.50 亿元 (+28.60%), 实现归母净利润 1.32 亿元 (+68.12%), 扣非后归母净利润 1.24 亿元 (+65.77%); 23Q2 单季公司实现营业收入 4.27 亿元 (+39.34%), 归母净利润 0.52 亿元 (124.92%), 扣非后归母净利润 0.49 亿元 (+141.43%)。23Q2 收入端延续靓丽增长。

##### 自由点品牌表现靓丽, 线上渠道持续高增

**分区域看:** (1) 核心五省: 川渝 23H1 实现营收 3.39 亿元 (+26.35%), 我们测算 23Q2 公司川渝收入同比增长近 50%; 云贵陕 23H1 实现营业收入 2.02 亿元 (+29.40%), 测算 23Q2 云贵陕收入同比增长 40%+。受去年同期核心五省基数相对较低影响, 23Q2 核心五省增速表现领先。(2) 外围省份: 23H1 外围省份实现收入 1.16 亿元 (+2.51%), 增速略缓主要受 22Q2 后个别客户因自身经营问题对公司收入贡献走弱导致的基数偏差影响, 我们测算 23Q2 公司外围省份收入增速约 20%+, 较 23Q1 个位数下滑已有明显改善。看好后续基数影响走弱及公司内部管理调整赋能公司外围省份下半年稳步扩张。(3) 线上渠道: 23H1 公司线上渠道实现收入 2.37 亿元 (+71.66%), 测算 23Q2 线上渠道收入增速近 60%, 线上渠道持续兑现高速增长。

**分产品看,** 2023H1 公司卫生巾/纸尿裤/ODM 分别实现收入 8.34/ 0.60/ 0.56 亿元, 分别同比+36.35%/ -6.13%/ -11.16%, 业务进一步向卫生巾聚焦。同时根据公司业务预告, 23Q2 公司自由点产品同比增长超 50%。**线下分渠道看,** 2023H1 公司经销/KA 分别实现收入 4.93/ 1.64 亿元, 分别同比+30.94%/ +1.88%, 其中 KA 渠道增速主要受湖南步步高和线下客流回落等影响。

##### 毛利率持续优化, 费用投放加大短期影响净利率

**毛利率:** 2023H1 公司毛利率为 47.57%, 同比+4.34pct, 其中 23Q2 单季毛利率为 48.45%, 同比+7.37pct, 环比+1.60pct。受益公司大健康系列高端产品销售占比持续提升, 公司产品结构不断优化并叠加原材料成本逐步回落, 公司毛利率水平持续向上。具体来看, 23H1 公司川渝/云贵陕/外围省份/电商渠道毛利率分别为 51.64%/ 52.41%/ 42.40%/ 46.77%, 分别同比+7.58/ +1.93/ -6.47/ +5.57pct, 其中外围省份毛利率回落主要受公司渠道费用投入冲减营业收入影响。

**净利率&费用率:** 23H1 公司净利率为 13.90% (+3.30pct), 其中 23Q2 公司净利率为 12.08%, 同比+4.60pct, 环比-3.31pct。净利率环比回落原因主要为公司于 Q2 费用投放力度加大。23H1 公司期间费用率 30.59%, 同比-1.10pct, 23Q2 期间费用率 32.36%, 同比-0.18pct; 23H1 公司销售费用率 24.22%, 同比+1.07pct, 其中 23Q2 销售费用率 25.91%, 同比+0.72pct, 环比+3.08pct。我们认为费用投入加大匹配公司当前发展阶段, 毛利率持续优化为后续公司盈利向上提供基础。

##### 看好下半年线上渠道动能持续, 外围省份增速回归

根据百亚品牌说官方公众号, 23 年 7 月百亚自由点品牌斩获抖音卫品行业第一名, 公司后续将持续加大在抖音平台投入, 帮助公司有效稳固抖音渠道排名。同时我们跟踪炼丹炉第三方平台数据, 23 年 7 月百亚自由点天猫旗舰店实现销售额约 1139.48 万元, 同比+37.92%, 综合线上全平台来看我们认为公司线上渠道仍延续高增趋势, 看好在线上渠道高增驱动下全国化有序扩张。线下外围省份稳步扩张, 其中自由点品牌于 23 年 6 月上架广东沃尔玛, 7 月销售额已破 100 万元, 广

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 褚远熙  
 chuyuanxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 15.28
总市值(百万元)	6,561.25
总股本(百万股)	429.40

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《自由点品牌同比高增, 毛利率持续优化》 2023.07.12
- 《线上渠道靓丽, 23Q1 利润表现再超预期》 2023.04.18
- 《线上渠道表现靓丽, 看好百亚 23 年再攀新高》 2023.03.26

东、河北、湖南等外围省份进入加速发展期。持续看好公司品牌认知度及份额稳增，全国化扩张稳步兑现，中期进入成长阶段。

#### □ 盈利预测与估值

公司为川渝走向全国的国产卫生巾龙头，核心五省品牌势能强劲增长仍有宽广空间，外围省份协同线上有序扩张，线上渠道以多平台布局及畅销款新品为抓手持续放量，推动公司业绩及份额稳增。我们预计 23-25 年公司收入 20.41/ 25.79/ 32.46 亿元，同比+26.61%/ +26.36%/ +25.85%；归母净利润 2.53/ 3.36/ 4.46 亿元，同比+34.97%/ +32.94%/ +32.61%。当前市值对应 PE 分别为 26X/ 20X/ 15X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；消费需求疲弱。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,612	2,041	2,579	3,246
(+/-) (%)	10.19%	26.61%	26.36%	25.85%
归母净利润	187	253	336	446
(+/-) (%)	-17.83%	34.97%	32.94%	32.61%
每股收益(元)	0.44	0.59	0.78	1.04
P/E	35.03	25.96	19.52	14.72

资料来源：浙商证券研究所

图1: 百亚股份收入拆分(分产品)

单位: 百万元	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1
<b>卫生巾</b>	<b>947.27</b>	<b>610.73</b>	<b>573.74</b>	<b>1,184.47</b>	<b>611.41</b>	<b>747.01</b>	<b>1,358.42</b>	<b>833.66</b>
YOY	26.23%	34.71%	16.16%	25.04%	0.11%	30.20%	14.69%	36.35%
占比	75.74%	80.32%	81.65%	80.96%	82.78%	85.51%	84.26%	87.76%
毛利率	50.52%	52.41%	48.78%	50.65%	49.01%	51.70%	50.49%	52.07%
<b>纸尿裤</b>	<b>154.30</b>	<b>79.62</b>	<b>68.73</b>	<b>148.35</b>	<b>64.03</b>	<b>59.07</b>	<b>123.09</b>	<b>60.10</b>
YOY	-35.04%	1.14%	-9.06%	-3.86%	-19.59%	-14.06%	-17.03%	-6.13%
占比	12.34%	10.47%	9.78%	10.14%	8.67%	6.76%	7.64%	6.33%
毛利率	14.55%	17.05%	16.48%	16.79%	-	-	-	-
<b>ODM产品</b>	<b>149.18</b>	<b>70.01</b>	<b>60.23</b>	<b>130.24</b>	<b>63.16</b>	<b>67.47</b>	<b>130.63</b>	<b>56.11</b>
YOY	-7.58%	-6.04%	-19.32%	-12.69%	-9.79%	12.02%	0.30%	-11.16%
占比	11.93%	9.21%	8.57%	8.90%	8.55%	7.72%	8.10%	5.91%
毛利率	21.86%	19.97%	25.38%	22.47%	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 百亚股份收入拆分(分渠道)

单位: 百万元	2020	21H1	21H2	2021A	22H1	22H2	2022A	23H1
<b>线下渠道</b>	<b>948.16</b>	<b>599.58</b>	<b>523.35</b>	<b>1122.93</b>	<b>537.50</b>	<b>572.77</b>	<b>1110.27</b>	<b>656.98</b>
YOY	8.07%	29.23%	8.08%	18.43%	-10.35%	9.44%	-1.13%	22.23%
占比	75.81%	78.85%	74.48%	76.75%	72.77%	65.57%	68.87%	69.16%
毛利率	47.12%	49.46%	48.90%	49.20%	-	-	49.07%	-
<b>经销商渠道</b>	<b>703.40</b>	-	-	<b>856.52</b>	<b>376.35</b>	<b>450.81</b>	<b>827.16</b>	<b>492.79</b>
YOY	15.71%	-	-	21.77%	-	-	-3.43%	30.94%
占比	56.24%	-	-	58.54%	50.95%	51.61%	51.31%	51.88%
毛利率	48.04%	-	-	50.60%	-	-	48.58%	-
<b>KA渠道</b>	<b>244.76</b>	-	-	<b>266.42</b>	<b>161.15</b>	<b>121.96</b>	<b>283.12</b>	<b>164.19</b>
YOY	-9.18%	-	-	8.85%	-	-	6.27%	1.88%
占比	19.57%	-	-	18.21%	21.82%	13.96%	17.56%	17.29%
毛利率	44.52%	-	-	44.69%	-	-	50.49%	-
<b>电商渠道</b>	<b>153.42</b>	<b>90.77</b>	<b>119.12</b>	<b>209.89</b>	<b>137.94</b>	<b>233.30</b>	<b>371.24</b>	<b>236.78</b>
YOY	38.69%	33.23%	39.67%	36.81%	51.96%	95.86%	76.88%	71.66%
占比	12.27%	11.94%	16.95%	14.35%	18.68%	26.71%	23.03%	24.93%
毛利率	35.30%	40.90%	29.66%	34.52%	41.20%	45.45%	43.87%	46.77%
<b>ODM渠道</b>	<b>149.18</b>	<b>70.01</b>	<b>60.23</b>	<b>130.24</b>	<b>63.16</b>	<b>67.47</b>	<b>130.63</b>	<b>56.11</b>
YOY	-7.58%	-6.04%	-19.33%	-12.69%	-9.79%	12.03%	0.30%	-11.16%
占比	11.93%	9.21%	8.57%	8.90%	8.54%	7.72%	8.10%	5.91%
毛利率	21.86%	19.97%	25.31%	22.44%	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 百亚股份收入拆分(分区域)

单位: 百万元	2020	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1
<b>川渝地区</b>	<b>530.91</b>	<b>335.11</b>	<b>279.33</b>	<b>614.44</b>	<b>268.12</b>	<b>310.79</b>	<b>578.91</b>	<b>338.77</b>
YOY	8.08%	26.03%	5.41%	15.73%	-19.99%	11.26%	-5.78%	26.35%
占比	42.45%	44.07%	39.75%	42.00%	36.30%	35.58%	35.91%	35.66%
<b>电商渠道</b>	<b>153.42</b>	<b>90.77</b>	<b>119.12</b>	<b>209.89</b>	<b>137.94</b>	<b>233.30</b>	<b>371.24</b>	<b>236.78</b>
YOY	38.69%	33.23%	39.67%	36.81%	51.96%	95.86%	76.88%	71.66%
占比	12.27%	11.94%	16.95%	14.35%	18.68%	26.71%	23.03%	24.93%
<b>云贵陕地区</b>	<b>268.70</b>	<b>175.80</b>	<b>159.83</b>	<b>335.63</b>	<b>156.40</b>	<b>178.53</b>	<b>334.94</b>	<b>202.39</b>
YOY	16.62%	36.92%	13.91%	24.91%	-11.03%	11.70%	-0.21%	29.40%
占比	21.48%	23.12%	22.75%	22.94%	21.18%	20.44%	20.78%	21.31%
<b>两湖及其他地区</b>	<b>148.55</b>	<b>88.68</b>	<b>84.18</b>	<b>172.86</b>	<b>112.97</b>	<b>83.44</b>	<b>196.42</b>	<b>115.81</b>
YOY	-4.63%	27.32%	6.69%	16.37%	27.40%	-0.88%	13.63%	2.51%
占比	11.88%	11.66%	11.98%	11.82%	15.30%	9.55%	12.18%	12.19%
<b>ODM</b>	<b>149.18</b>	<b>70.01</b>	<b>60.23</b>	<b>130.24</b>	<b>63.16</b>	<b>67.47</b>	<b>130.63</b>	<b>56.11</b>
YOY	-7.58%	-6.04%	-19.33%	-12.69%	-9.79%	12.02%	0.30%	-11.16%
占比	11.92%	9.21%	8.57%	8.90%	8.55%	7.72%	8.10%	5.91%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,090	1,415	1,954	2,633
现金	302	588	929	1,496
交易性金融资产	359	379	389	399
应收账款	190	174	295	313
其它应收款	18	3	28	14
预付账款	22	27	33	41
存货	178	240	273	363
其他	21	5	6	8
<b>非流动资产</b>	642	695	699	700
金融资产类	20	20	20	20
长期投资	19	19	19	19
固定资产	447	507	516	523
无形资产	66	63	60	57
在建工程	62	59	56	53
其他	27	27	27	27
<b>资产总计</b>	1,732	2,110	2,653	3,333
<b>流动负债</b>	442	706	916	1,154
短期借款	0	200	300	350
应付款项	188	247	288	378
预收账款	0	0	0	0
其他	254	259	328	426
<b>非流动负债</b>	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	451	715	925	1,163
少数股东权益	1	(1)	(4)	(7)
归属母公司股东权益	1,280	1,396	1,732	2,178
<b>负债和股东权益</b>	1,732	2,110	2,653	3,333

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	234	336	298	571
净利润	187	251	333	443
折旧摊销	51	47	46	49
财务费用	(1)	3	8	10
投资损失	(7)	(14)	(14)	(20)
营运资金变动	(1)	38	(85)	76
其它	4	10	11	14
<b>投资活动现金流</b>	(74)	(110)	(49)	(45)
资本支出	(28)	(104)	(54)	(55)
长期投资	1	(20)	(10)	(10)
其他	(46)	14	14	20
<b>筹资活动现金流</b>	(116)	60	93	40
短期借款	0	200	100	50
长期借款	0	0	0	0
其他	(116)	(140)	(8)	(10)
<b>现金净增加额</b>	44	286	342	567

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,612	2,041	2,579	3,246
营业成本	885	1,090	1,352	1,674
营业税金及附加	15	19	24	30
营业费用	395	521	665	844
管理费用	62	89	114	144
研发费用	44	57	72	91
财务费用	(4)	(6)	(10)	(18)
资产减值损失	(8)	(4)	(5)	(6)
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	7	14	14	20
其他经营收益	9	10	14	17
<b>营业利润</b>	217	287	380	506
营业外收支	(4)	(1)	(2)	(3)
<b>利润总额</b>	212	285	378	503
所得税	25	34	45	60
<b>净利润</b>	187	251	333	443
少数股东损益	(0)	(2)	(3)	(3)
<b>归属母公司净利润</b>	187	253	336	446
EBITDA	264	325	414	531
EPS (最新摊薄)	0.44	0.59	0.78	1.04

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.19%	26.61%	26.36%	25.85%
营业利润	-15.17%	32.40%	32.71%	32.96%
归属母公司净利润	-17.83%	34.97%	32.94%	32.61%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.11%	46.61%	47.58%	48.42%
净利率	11.62%	12.39%	13.03%	13.73%
ROE	14.63%	18.11%	19.40%	20.47%
ROIC	14.63%	15.34%	15.96%	16.82%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.05%	33.89%	34.86%	34.88%
净负债比率	35.23%	51.27%	53.52%	53.56%
流动比率	2.47	2.00	2.13	2.28
速动比率	2.00	1.62	1.79	1.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.06	1.08	1.08
应收账款周转率	10.69	12.70	12.14	11.84
应付账款周转率	5.02	5.01	5.05	5.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.44	0.59	0.78	1.04
每股经营现金	0.54	0.78	0.69	1.33
每股净资产	2.98	3.25	4.03	5.07
<b>估值比率</b>				
P/E	35.03	25.96	19.52	14.72
P/B	5.13	4.70	3.79	3.01
EV/EBITDA	21.35	19.00	14.34	10.20

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>