



买入（维持）

所属行业：轻工制造
当前价格(元)：15.28

证券分析师

徐懿

资格编号：S0120523020002

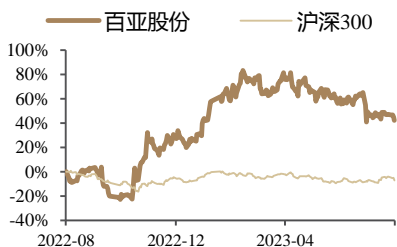
邮箱：xucai@tebon.com.cn

研究助理

成浅之

邮箱：chengqz@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.99	-8.99	-14.35
相对涨幅(%)	0.61	-10.23	-11.68

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《百亚股份(003006.SZ)：电商保持高增，Q1业绩亮眼》，2023.4.20
- 《百亚股份(003006.SZ)：电商渠道增速靓丽，Q3业绩超预期》，2022.10.29
- 《百亚股份(003005.SZ)：盈利暂时承压，渠道拓展可期》，2022.8.15

百亚股份(003006.SZ)：产品升级渠道拓展，Q2业绩延续高增

投资要点

- 事件：**百亚股份发布2023年半年报。2023H1公司实现营业收入9.50亿元，同比上升28.60%；归母净利润1.32亿元，同比上升68.12%；扣非归母净利润1.24亿元，同比上升65.77%。2023Q2单季实现营业收入4.27亿元，同比上升39.34%；归母净利润0.52亿元，同比上升124.93%；扣非归母净利润0.49亿元，同比上升141.43%。
- 中高端产品占比提升，电商渠道表现亮眼。分产品来看：**23H1卫生巾/纸尿裤/ODM营收分别为8.34/0.60/0.56亿元，同比变动+36.35%/-6.13%/-11.16%。公司加大了中高端产品的研发和营销拓展力度，23年5月推出大健康系列新品益生菌卫生巾，产品升级驱动公司卫生巾营收快速增长。**分渠道来看：**23H1川渝/云贵陕/其他地区/电商渠道营收分别为3.39/2.02/1.16/2.37亿元，同比增长26.35%/29.40%/2.51%/71.66%。公司深耕西南主销区，基本盘增长稳健，以直播电商为主的新兴渠道增速靓丽，天猫、线上分销等业务也保持了较快增长。
- 拓展市场加大营销投入，盈利水平显著改善。**2023H1公司综合毛利率47.57%，相比去年同期提升4.34pct；净利率为13.90%，相比去年同期提升3.30pct。23Q2单季度公司综合毛利率为48.45%，环比提升1.60pct。受益于产品结构优化，中高端产品占比持续提升，23H1卫生巾产品毛利率为52.07%，同比提升3.06pct，带动公司盈利水平总体改善。**期间费用方面，**2023H1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24.22%/3.81%/2.75%/-0.18%，分别同比变动+1.07pct/-0.36pct/-0.84pct/+0.03pct，费用管控能力总体向好。其中销售费用率有所提升，主要原因是公司为扩展市场优化营销体系，加大了品牌宣传资源的投入。
- 产品力品牌力不断提升，线上线下协同发展。**近年来公司顺应卫生巾产品升级的消费趋势，加大了中高端产品的研发和营销拓展力度，23年618期间自由点全域曝光量达10亿+，其中益生菌新品全域曝光量达1.5亿+。23年8月官宣与“三丽鸥”推出联名卫生巾产品，进一步提升自由点品牌知名度和影响力。公司遵循“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展战略，在川渝云贵陕核心五省的市场份额保持领先，并持续致力于开拓全国市场。据公司官方微信公众号，23年618期间自由点在天猫旗舰店位列国产品牌第一，抖音旗舰店获618单天自播榜第2名，拼多多自营618销售额同增200%+，公司加快电商和新兴渠道建设，进一步拓展了营销网络，实现了更广的市场覆盖。
- 盈利预测和投资建议：**作为国内一次性卫生用品行业的领先企业，公司在品牌知名度、渠道建设等方面优势显著。随着渠道持续拓展和产品结构升级，看好公司中长期市占率提升。我们预计23-25年公司营业收入分别为20.20/24.81/29.24亿元，分别同比增长25.3%/22.8%/17.9%；归母净利润分别为2.51/3.23/3.86亿元，分别同比增长34.0%/28.7%/19.6%；EPS分别为0.58/0.75/0.90元，当前股价对应23-25年PE为26.2/20.3/17.0x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料上涨超预期，外围区域拓展不及预期，市场竞争加剧。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	429.40		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	215.62	营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,020	2,481	2,924
52 周内股价区间(元):	8.29-19.68	(+/-)YOY(%)	17.0%	10.2%	25.3%	22.8%	17.9%
总市值(百万元):	6,561.25	净利润(百万元)	228	187	251	323	386
总资产(百万元):	1,683.46	(+/-)YOY(%)	24.9%	-17.8%	34.0%	28.7%	19.6%
每股净资产(元):	2.98	全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.44	0.58	0.75	0.90
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	44.7%	45.1%	46.0%	46.4%	46.7%
		净资产收益率(%)	18.8%	14.6%	18.0%	18.8%	18.4%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.58	0.75	0.90
每股净资产	2.97	3.25	4.00	4.90
每股经营现金流	0.54	0.78	0.71	1.26
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.39	26.15	20.31	16.98
P/B	4.64	4.71	3.82	3.12
P/S	4.08	3.25	2.64	2.24
EV/EBITDA	21.35	18.60	14.18	11.02
股息率%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.1%	46.0%	46.4%	46.7%
净利润率	11.6%	12.3%	12.9%	13.1%
净资产收益率	14.6%	18.0%	18.8%	18.4%
资产回报率	10.8%	13.1%	13.7%	13.6%
投资回报率	14.6%	17.1%	18.1%	17.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.2%	25.3%	22.8%	17.9%
EBIT 增长率	-11.7%	27.3%	30.1%	19.3%
净利润增长率	-17.8%	34.0%	28.7%	19.6%
偿债能力指标				
资产负债率	26.1%	27.1%	27.4%	26.0%
流动比率	2.5	2.5	2.7	3.0
速动比率	2.0	2.0	2.2	2.5
现金比率	0.7	0.9	1.1	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.7	30.7	32.2	31.5
存货周转天数	69.3	69.4	69.3	69.3
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	3.6	4.1	5.0	5.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	187	251	323	386
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
非现金支出	64	60	64	69
非经营收益	-17	-11	-13	-16
营运资金变动	-1	36	-67	106
经营活动现金流	234	334	305	543
资产	-28	-70	-56	-63
投资	-45	0	0	0
其他	-0	12	14	17
投资活动现金流	-74	-58	-42	-47
债权募资	0	0	0	0
股权募资	22	-8	0	0
其他	-139	-129	0	0
融资活动现金流	-116	-137	0	0
现金净流量	44	139	263	496

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,612	2,020	2,481	2,924
营业成本	885	1,091	1,330	1,559
毛利率%	45.1%	46.0%	46.4%	46.7%
营业税金及附加	15	19	23	27
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	395	505	616	728
营业费用率%	24.5%	25.0%	24.8%	24.9%
管理费用	62	86	102	122
管理费用率%	3.8%	4.3%	4.1%	4.2%
研发费用	44	60	71	85
研发费用率%	2.7%	3.0%	2.9%	2.9%
EBIT	213	271	353	421
财务费用	-4	-3	-3	-3
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-8	-2	-4	-3
投资收益	7	12	14	17
营业利润	217	283	365	437
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	212	283	365	437
EBITDA	264	329	413	486
所得税	25	34	44	53
有效所得税率%	12.0%	12.1%	12.0%	12.0%
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
归属母公司所有者净利润	187	251	323	386

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	302	441	704	1,200
应收账款及应收票据	190	169	301	236
存货	178	242	270	330
其它流动资产	420	409	443	433
流动资产合计	1,090	1,261	1,718	2,200
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	447	490	500	504
在建工程	62	31	15	8
无形资产	66	65	63	61
非流动资产合计	642	651	642	635
资产总计	1,732	1,911	2,360	2,835
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	188	242	285	332
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	254	267	353	396
流动负债合计	442	510	637	728
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	451	519	646	737
实收资本	430	429	429	429
普通股股东权益	1,280	1,394	1,717	2,104
少数股东权益	1	-1	-3	-5
负债和所有者权益合计	1,732	1,911	2,360	2,835

信息披露

分析师与研究助理简介

徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺服、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。