

## 区域扩展有序推进, 电商渠道增速亮眼

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2020年年报及2021年一季报, 2020年实现收入12.5亿元, 同比增长8.8%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比增长42.4%; 实现扣非归母净利润1.8亿元, 同比增长46.5%。其中, 单Q4公司实现营业收入3.4亿元, 同比增长4.7%; 实现归母净利润5247.3万元, 同比增长25.3%, 公司2020年全年营收稳定增长, 业绩大幅提升。2021年Q1公司实现营收4亿元, 同比增长34.7%; 实现归母净利润8031.8万元, 同比增长46.7%; 实现扣非归母净利润7686.4万元, 同比增长43.2%。
- 降本控费成效显著, 盈利能力提升。** 2020年公司整体毛利率为42.7%, 同比下降3.3pp, 毛利率下降主要由于收入准则变化, 原计入销售费用的促销费用将调整冲减当期营业收入, 与合同相关的运输费用重分类至营业成本, 毛利率计算口径与去年同期存在一定差异。其中, 20年公司卫生巾毛利率为50.5%, 同比下降4.8pp, 纸尿裤毛利率为14.5%, 同比下降14.2pp, ODM产品毛利率为21.9%, 同比下降5.7pp。费用率方面, 2020年公司整体费率为24.7%, 同比下降7.4pp。其中, 受新会计准则的影响, 公司销售费用率为17.7%, 同比下降9.2pp。管理费用率为4.8%, 同比上涨1.1pp, 主要由于公司管理人员薪酬的增加和公司的IPO发行费用增加。研发费用率为2.4%, 同比增长0.8pp, 公司不断加大研发投入, 研发费用同比增长65%; 财务费用率为-0.2%, 同比下降0.1pp。综合来看, 公司净利率为14.6%, 同比增长3.4pp, 盈利能力提升。此外, 经营活动产生的现金流量净额为2.5亿元, 同比增长90%, 主要得益于营收增长, 公司现金流充裕。
- 产品结构持续优化, 中高端产品成为增长主要驱动力。** 分产品来看, 公司不断对产品结构进行优化调整, 2020年公司卫生巾实现营收9.5亿元, 同比增速26.2%, 占比由原来的65.3%上涨至75.7%。纸尿裤实现营收1.5亿元, 同比下降35%, 占比下滑至12.3%, 下滑的主要原因是受新冠肺炎疫情影响, 上半年婴儿纸尿裤生产所需部分原材料供应紧张, 公司产销量下降。20年公司ODM产品营收为1.5亿元, 同比下降7.8%。公司紧跟消费升级趋势, 加大中高端产品的研发和营销拓展力度, 中高端产品实现快速增长。其中, 公司中高端产品自由点卫生巾收入为9.1亿元, 同比增长28.6%, 此外公司实现了裤型卫生巾的自主研发和生产。预计伴随公司加速推广新品、重点单品, 中高端产品占比有望进一步提升。
- 区域市场有序开拓, 电商渠道快速放量。** 2020年度, 公司继续深耕川渝、云贵陕地区核心市场, 不断优化经销商结构, 拓展KA销售网络, 2020年公司在川渝地区的营收总额为5.3亿元, 同比增速8.1%, 核心区域保持较快增长。在深耕核心区域的同时, 公司有序拓展两湖、两广等地区市场。云贵陕地区营收总额为2.7亿元, 同比增速16.6%; 2020年受疫情和新会计准则的影响, 两湖及其他地区的营收为1.5亿元, 同比下降4.6%。此外, 公司也通过与国内知名电商平台的新零售渠道进行合作, 进入零售通及新通路渠道, 扩充线下销售营销网络。线上渠道方面, 公司重视电商渠道的开发, 2020年公司电商渠道营收为1.5亿元, 同比增速为38.7%, 电商渠道增速亮眼。预计未来随着公司线上

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	0.43
52周内股价区间(元)	9.52-28.9
总市值(亿元)	99.42
总资产(亿元)	15.49
每股净资产(元)	2.82

### 相关研究

- 百亚股份(003006): 业绩符合预期, 降本控费成效显著 (2021-02-01)
- 百亚股份(003006): 新品迭代加快, 电商渠道发展亮眼 (2020-10-29)
- 百亚股份(003006): 立足西南放眼全国, 品牌性加速成长 (2020-10-20)

布局趋于完善，与线下区域扩张形成协同，品牌影响力和产品销售覆盖范围有望持续扩大。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元、0.99 元，对应 PE 分别为 41 倍、31 倍、23 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，终端销售不及预期的风险，电商渗透率提升不及预期的风险。



指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1250.75	1602.64	2039.85	2568.26
增长率	8.82%	28.13%	27.28%	25.90%
归属母公司净利润（百万元）	182.51	243.59	322.68	424.79
增长率	42.41%	33.47%	32.47%	31.64%
每股收益 EPS（元）	0.43	0.57	0.75	0.99
净资产收益率 ROE	16.20%	18.21%	19.92%	21.24%
PE	54	41	31	23
PB	8.84	7.43	6.14	4.97

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1250.75	1602.64	2039.85	2568.26	净利润	182.07	243.59	322.68	424.79
营业成本	717.14	912.73	1140.84	1412.72	折旧与摊销	37.09	31.24	31.24	31.24
营业税金及附加	12.38	16.04	20.45	17.72	财务费用	-3.12	-0.77	-1.36	-2.33
销售费用	221.90	304.50	399.81	513.65	资产减值损失	-2.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.88	88.15	106.07	133.55	经营营运资本变动	37.79	12.68	4.75	8.81
财务费用	-3.12	-0.77	-1.36	-2.33	其他	-0.92	-1.52	-1.78	-1.69
资产减值损失	-2.15	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>250.77</b>	<b>285.22</b>	<b>355.54</b>	<b>460.83</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-111.16	-60.00	-60.00	0.00
公允价值变动损益	2.28	1.52	1.78	1.69	其他	-365.58	1.52	1.78	1.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-476.73</b>	<b>-58.48</b>	<b>-58.22</b>	<b>1.69</b>
<b>营业利润</b>	<b>212.44</b>	<b>283.52</b>	<b>375.81</b>	<b>494.63</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.19	-0.02	-0.05	-0.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>212.25</b>	<b>283.51</b>	<b>375.76</b>	<b>494.57</b>	股权融资	241.40	0.00	0.00	0.00
所得税	30.17	39.91	53.07	69.78	支付股利	0.00	-30.15	-40.23	-44.42
净利润	182.07	243.59	322.68	424.79	其他	3.23	0.77	1.36	2.33
少数股东损益	-0.43	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>244.64</b>	<b>-29.37</b>	<b>-38.87</b>	<b>-42.09</b>
归属母公司股东净利润	182.51	243.59	322.68	424.79	<b>现金流量净额</b>	<b>18.23</b>	<b>197.37</b>	<b>258.45</b>	<b>420.43</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	248.26	445.64	704.08	1124.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	103.88	123.30	160.03	201.36	销售收入增长率	8.82%	28.13%	27.28%	25.90%
存货	150.09	191.32	239.01	296.02	营业利润增长率	43.21%	33.46%	32.55%	31.62%
其他流动资产	406.43	383.62	383.99	384.43	净利润增长率	42.29%	33.79%	32.47%	31.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.66%	27.43%	29.20%	29.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	453.70	488.92	524.15	499.38	毛利率	42.66%	43.05%	44.07%	44.99%
无形资产和开发支出	67.33	60.95	54.57	48.19	三费率	22.28%	24.45%	24.73%	25.11%
其他非流动资产	35.32	35.23	35.14	35.05	净利率	14.56%	15.20%	15.82%	16.54%
<b>资产总计</b>	<b>1465.01</b>	<b>1728.98</b>	<b>2100.98</b>	<b>2588.95</b>	ROE	16.20%	18.21%	19.92%	21.24%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.43%	14.09%	15.36%	16.41%
应付和预收款项	196.79	290.80	356.91	436.58	ROIC	26.50%	33.56%	39.45%	47.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.70%	19.59%	19.89%	20.39%
其他负债	144.22	100.74	124.17	152.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>341.01</b>	<b>391.54</b>	<b>481.08</b>	<b>588.68</b>	总资产周转率	1.02	1.00	1.07	1.10
股本	427.78	427.78	427.78	427.78	固定资产周转率	3.18	4.23	5.76	7.80
资本公积	261.08	261.08	261.08	261.08	应收账款周转率	14.90	15.87	16.13	15.92
留存收益	435.65	649.10	931.55	1311.93	存货周转率	5.11	5.35	5.30	5.28
归属母公司股东权益	1124.51	1337.95	1620.40	2000.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.69%	—	—	—
少数股东权益	-0.51	-0.51	-0.51	-0.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1124.00</b>	<b>1337.45</b>	<b>1619.90</b>	<b>2000.27</b>	资产负债率	23.28%	22.65%	22.90%	22.74%
负债和股东权益合计	1465.01	1728.98	2100.98	2588.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.72	2.97	3.14	3.45
					速动比率	2.27	2.48	2.63	2.94
					股利支付率	0.00%	12.38%	12.47%	10.46%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	246.41	313.99	405.69	523.55	每股收益	0.43	0.57	0.75	0.99
PE	54.47	40.81	30.81	23.40	每股净资产	2.63	3.13	3.79	4.68
PB	8.84	7.43	6.14	4.97	每股经营现金	0.59	0.67	0.83	1.08
PS	7.95	6.20	4.87	3.87	每股股利	0.00	0.07	0.09	0.10
EV/EBITDA	37.65	28.92	21.74	16.05					
股息率	0.00%	0.30%	0.40%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn