

# 百亚股份 (003006)

证券研究报告

2021年04月29日

## 21Q1 收入+35%，归母净利润+47%，稳需求赛道区域龙头成长可期

百亚股份发布 20 年报和 21 年一季报，20 全年实现收入 12.5 亿，同增 8.8%；实现归母净利润 1.83 亿，同增 42.4%。利润增长快于收入主要是 2019-2020 年调整品类结构，收入和利润整体向上走。

20Q1-21Q1 分别实现收入 3.01/3.06/3.00/3.44/4.05 亿，同比变化 -8.5%/25.9%/21.6%/4.7%/34.7%；实现归母净利润 0.55/0.34/0.41/0.52/0.80 亿，同增 31%/26%/137%/25%/47%。单 Q 净利率差异较大，我们认为主要受季节节庆促销方式差别影响。

分产品看，20 年整体卫生巾实现收入 9.47 亿，同增 26.2%，其中自由点卫生巾收入为 9.1 亿，同增 28.6%。纸尿裤实现收入 1.54 亿，同减 35%，主要由于新冠疫情影响上半年原材料短缺，百亚主动控制相应营销资源投入。ODM 业务实现收入 1.49 亿，同减 7.6%。

分渠道看，20 年电商渠道发力迅猛，实现收入 1.53 亿，同增 39%，收入占比从 19 年的 9.6%提升至 12.3%。川渝、云贵陕核心区域稳固，收入分别同增 8.1%和 16.6%，收入占比分别为 42.5%和 21.5%，相对稳定。两湖及其他地区收入同减 4.6%，收入占比从 19 年的 13.6%降低至 11.9%。ODM 业务收入占比从 19 年的 14.0%降低至 11.9%。

20 年研发费用投入近 3000 万，同增 65%，研发团队新增 71 人。新增专利 12 项，引进 3 条先进卫生巾生产线及配套设备，生产效率不断提升。由于会计准则调整，20 年毛利率、销售费用率口径差异较大。21Q1 毛利率为 45.3%，同期持平；销售费用率为 15.2%，同减 2.2pct，管理费用率（包含研发费用）为 7.0%，同增 1.5pct，我们认为主要由于 20Q1 受疫情影响，38 节庆活动未正常开展，促销活动较少（新准则促销费用冲减营收）；研发费用率 3.4%，同增 1.7pct。

投资建议：百亚股份深耕一次性卫生用品领域，坚持多品牌差异化发展战略，积极进行产品升级、渠道创新、优化人才结构，稳需求赛道成长空间广阔，预计 21-22 年净利润分别为 2.4/3.1 亿，对应 37/29PE，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险，线上业务发展不及预期，行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,149.41	1,250.75	1,413.35	1,780.82	2,315.07
增长率(%)	19.59	8.82	13.00	26.00	30.00
EBITDA(百万元)	198.43	279.24	293.15	370.91	484.18
净利润(百万元)	128.15	182.51	240.52	310.26	410.20
增长率(%)	43.43	42.41	31.78	29.00	32.21
EPS(元/股)	0.30	0.43	0.56	0.73	0.96
市盈率(P/E)	69.30	48.66	36.92	28.62	21.65
市净率(P/B)	12.68	7.90	6.51	5.30	4.26
市销率(P/S)	7.73	7.10	6.28	4.99	3.84
EV/EBITDA	0.00	36.14	27.10	20.81	14.91

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.24 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	427.78
流通 A 股股本(百万股)	42.78
A 股总市值(百万元)	9,941.56
流通 A 股市值(百万元)	994.16
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	22.20
一年内最高/最低(元)	29.15/7.93

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《百亚股份-公司点评:21Q1 归母净利润中枢+46%，激励充分&渠道优化&产品升级成效初显》 2021-04-12
- 2 《百亚股份-公司点评:20 年归母净利润+43%，自由点卫生巾市占率稳步提升拓展可期》 2021-02-02
- 3 《百亚股份-季报点评:Q3 业绩+137%，川渝精耕走向全国成长可期》 2020-10-31

## 1. 事件

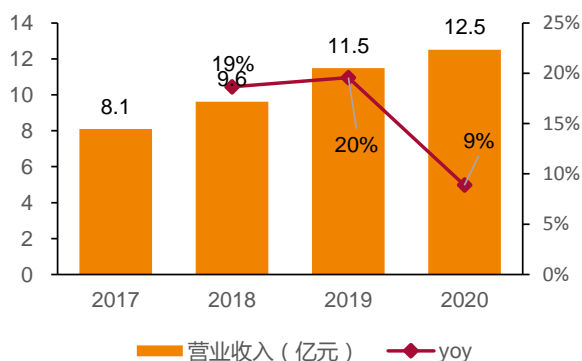
百亚股份发布 20 年报和 21 年一季报，20 全年实现收入 12.5 亿，同增 8.8%，会计准则调整同口径增长约 16%；实现归母净利润 1.83 亿，同增 42.4%。利润增长快于收入主要是 2019-2020 年调整品类结构，整体向上走，自由点的占比逐年提升。

20Q1-21Q1 分别实现收入 3.01/3.06/3.00/3.44/4.05 亿，同比变化 -8.5%/25.9%/21.6%/4.7%/34.7%；实现归母净利润 0.55/0.34/0.41/0.52/0.80 亿，同增 31%/26%/137%/25%/47%。单 Q 净利率差异较大，我们认为主要受季节节庆促销方式差别影响。

## 2. 21Q1 收入+35%，归母净利润+47%，产品升级渠道创新发力迅猛

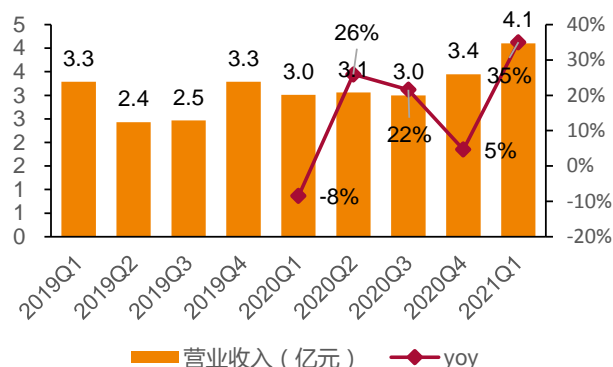
20 年公司实现收入 12.5 亿，同增 8.8%，主要受会计准则调整影响。20Q1-21Q1 分别实现收入 3.01/3.06/3.00/3.44/4.05 亿，同比变化 -8.5%/25.9%/21.6%/4.7%/34.7%。百亚持续推进产品结构升级，扩充和优化产能，增加中高端产品的销售占比，提高市场份额和产品竞争力，实现经营规模的持续增长。

图 1：分年度收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：分季度收入（亿元）

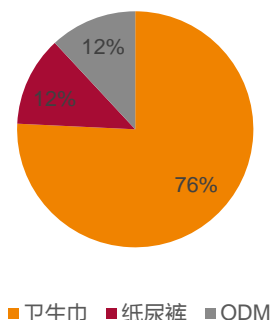


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分产品收入，卫生巾市场份额稳定，婴儿纸尿裤发力可期。**20 年整体卫生巾实现收入 9.47 亿，同增 26.2%，其中自由点卫生巾收入为 9.1 亿，同增 28.6%。纸尿裤实现收入 1.54 亿，同减 35%，主要由于新冠疫情影响上半年原材料短缺，百亚主动控制相应营销资源投入。ODM 业务实现收入 1.49 亿，同减 7.6%。未来，公司将在提升中高端卫生巾产品市场占有率的同时，投入更多资源来推动婴儿纸尿裤产品的良性发展。

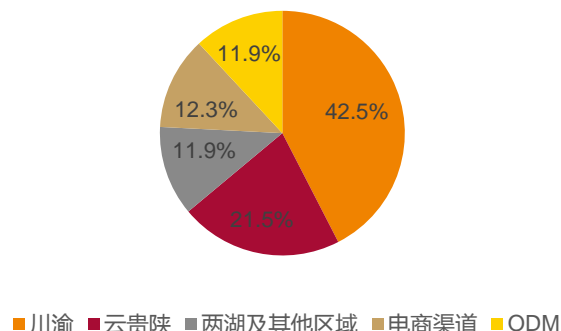
**分渠道看，线下基本盘稳固，电商势头良好。**20 年电商渠道发力迅猛，实现收入 1.53 亿，同增 39%，收入占比从 19 年的 9.6% 提升至 12.3%。川渝、云贵陕核心区域稳固，收入分别同增 8.1% 和 16.6%，收入占比分别为 42.5% 和 21.5%，相对稳定。两湖及其他地区收入同减 4.6%，收入占比从 19 年的 13.6% 降低至 11.9%。ODM 业务收入占比从 19 年的 14.0% 降低至 11.9%。

图 3：20 年分产品收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：20 年分地区收入结构

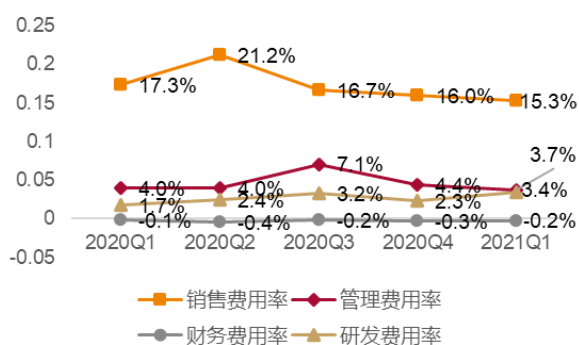


资料来源：公司公告，天风证券研究所

20 年研发费用投入近 3000 万，同增 65%，研发团队新增 71 人。新增专利 12 项，引进 3 条先进卫生巾生产线及配套设备，生产效率不断提升。由于会计准则调整，20 年毛利率、销售费用率口径差异较大。21Q1 毛利率为 45.3%，同期持平；销售费用率为 15.2%，同减 2.2pct，管理费用率（包含研发费用）为 7.0%，同增 1.5pct，我们认为主要由于 20Q1 受疫情影响，38 节庆活动未正常开展，促销活动较少（新准则促销费用冲减营收）；研发费用率 3.4%，同增 1.7pct。

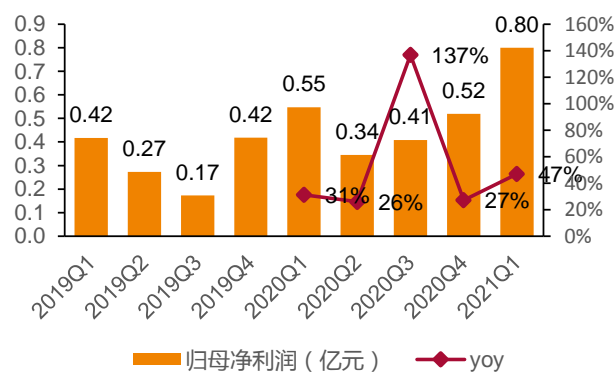
20 年实现归母净利润 1.83 亿，同增 42.4%。利润增长快于收入主要是 2019-2020 年调整品类结构，整体向上走，自由点的占比逐年提升。20Q1-21Q1 分别实现归母净利润 0.55/0.34/0.41/0.52/0.80 亿，同增 31%/26%/137%/25%/47%。单 Q 净利率差异较大，我们认为主要受季节节庆促销方式差别影响。

图 5：分季度费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：分季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

百亚股份深耕一次性卫生用品领域，坚持多品牌差异化发展战略，积极进行产品升级、渠道创新、优化人才结构，稳需求赛道成长空间广阔，预计 21-22 年净利润分别为 2.4/3.1 亿，对应 37/29PE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	227.12	248.26	789.93	969.96	1,408.38
应收票据及应收账款	76.22	91.69	115.32	29.40	158.73
预付账款	5.28	6.22	4.70	9.78	8.84
存货	130.73	150.09	166.91	221.25	271.47
其他	52.60	412.40	159.96	211.04	266.90
<b>流动资产合计</b>	<b>491.95</b>	<b>908.66</b>	<b>1,236.82</b>	<b>1,441.44</b>	<b>2,114.33</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	394.47	391.13	417.98	454.15	482.91
在建工程	23.84	62.57	73.54	92.12	85.27
无形资产	68.77	67.17	65.58	64.00	62.42
其他	15.04	35.48	18.54	21.93	24.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>502.12</b>	<b>556.35</b>	<b>575.64</b>	<b>632.20</b>	<b>655.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>994.07</b>	<b>1,465.01</b>	<b>1,812.47</b>	<b>2,073.65</b>	<b>2,769.89</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	141.14	151.98	191.08	223.21	304.09
其他	142.97	182.06	251.63	170.43	376.19
<b>流动负债合计</b>	<b>284.11</b>	<b>334.04</b>	<b>442.71</b>	<b>393.64</b>	<b>680.27</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.67	6.97	5.54	6.06	6.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.67</b>	<b>6.97</b>	<b>5.54</b>	<b>6.06</b>	<b>6.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>289.78</b>	<b>341.01</b>	<b>448.25</b>	<b>399.70</b>	<b>686.46</b>
少数股东权益	3.70	(0.51)	(0.80)	(1.33)	(2.05)
股本	385.00	427.78	427.78	427.78	427.78
资本公积	62.45	261.08	261.08	261.08	261.08
留存收益	315.59	696.73	937.24	1,247.50	1,657.70
其他	(62.45)	(261.08)	(261.08)	(261.08)	(261.08)
<b>股东权益合计</b>	<b>704.29</b>	<b>1,124.00</b>	<b>1,364.22</b>	<b>1,673.95</b>	<b>2,083.43</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>994.07</b>	<b>1,465.01</b>	<b>1,812.47</b>	<b>2,073.65</b>	<b>2,769.89</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.96	182.07	240.52	310.26	410.20
折旧摊销	32.03	37.09	23.76	26.83	29.67
财务费用	(0.14)	0.45	(8.25)	(13.99)	(18.91)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(69.36)	111.35	82.83	(34.05)	105.90
其它	41.53	(80.20)	29.69	41.94	55.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.02</b>	<b>250.77</b>	<b>368.54</b>	<b>330.99</b>	<b>582.77</b>
资本支出	29.43	67.84	61.43	79.48	49.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(53.89)	(544.58)	103.42	(244.43)	(213.14)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(24.46)</b>	<b>(476.73)</b>	<b>164.86</b>	<b>(164.95)</b>	<b>(163.27)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.37	244.52	8.26	13.99	18.91
其他	(47.33)	0.11	0.02	0.01	0.02
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(45.96)</b>	<b>244.64</b>	<b>8.27</b>	<b>14.00</b>	<b>18.92</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>61.59</b>	<b>18.68</b>	<b>541.67</b>	<b>180.03</b>	<b>438.42</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,149.41</b>	<b>1,250.75</b>	<b>1,413.35</b>	<b>1,780.82</b>	<b>2,315.07</b>
营业成本	621.72	717.14	818.19	988.00	1,268.19
营业税金及附加	11.90	12.38	14.13	17.81	23.15
营业费用	309.08	221.90	268.54	386.44	511.63
管理费用	42.26	59.88	49.47	58.77	76.40
研发费用	18.10	29.86	24.03	30.27	39.36
财务费用	(1.37)	(3.12)	(8.25)	(13.99)	(18.91)
资产减值损失	(3.66)	(2.15)	(0.39)	(2.07)	(1.54)
公允价值变动收益	0.00	2.28	30.00	42.48	56.63
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.04	0.14	(60.00)	(84.95)	(113.27)
<b>营业利润</b>	<b>148.34</b>	<b>212.44</b>	<b>277.64</b>	<b>358.07</b>	<b>473.42</b>
营业外收入	0.16	1.28	0.56	0.67	0.84
营业外支出	0.05	1.47	0.51	0.68	0.89
<b>利润总额</b>	<b>148.45</b>	<b>212.25</b>	<b>277.69</b>	<b>358.06</b>	<b>473.37</b>
所得税	20.49	30.17	37.49	48.34	63.90
<b>净利润</b>	<b>127.96</b>	<b>182.07</b>	<b>240.21</b>	<b>309.72</b>	<b>409.46</b>
少数股东损益	(0.19)	(0.43)	(0.31)	(0.54)	(0.74)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128.15</b>	<b>182.51</b>	<b>240.52</b>	<b>310.26</b>	<b>410.20</b>
每股收益(元)	0.30	0.43	0.56	0.73	0.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.59%	8.82%	13.00%	26.00%	30.00%
营业利润	43.26%	43.21%	30.70%	28.97%	32.21%
归属于母公司净利润	43.43%	42.41%	31.78%	29.00%	32.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.91%	42.66%	42.11%	44.52%	45.22%
净利率	11.15%	14.59%	17.02%	17.42%	17.72%
ROE	18.29%	16.23%	17.62%	18.52%	19.67%
ROIC	28.91%	38.84%	50.86%	69.46%	76.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.15%	23.28%	24.73%	19.28%	24.78%
净负债率	-32.25%	-22.09%	-57.90%	-57.94%	-67.60%
流动比率	1.73	2.72	2.79	3.66	3.11
速动比率	1.27	2.27	2.42	3.10	2.71
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	15.41	14.90	13.66	24.61	24.61
存货周转率	9.25	8.91	8.92	9.18	9.40
总资产周转率	1.24	1.02	0.86	0.92	0.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.43	0.56	0.73	0.96
每股经营现金流	0.31	0.59	0.86	0.77	1.36
每股净资产	1.64	2.63	3.19	3.92	4.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.30	48.66	36.92	28.62	21.65
市净率	12.68	7.90	6.51	5.30	4.26
EV/EBITDA	0.00	36.14	27.10	20.81	14.91
EV/EBIT	0.00	41.38	29.49	22.43	15.88

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com