

报告日期: 2021 年 8 月 2 日

百亚股份(003006)

盈利增长亮眼，未来成长可期

——百亚股份点评报告

分析师: 史凡可

执业证书编号: S12305200800008

分析师: 马莉

执业证书编号: S1230520070002

联系人: 傅嘉成

✉: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 21 年中报: 21H1 实现营收 7.60 亿元 (+25.35%), 归母净利 1.32 亿元 (+48.04%), 扣非净利润 1.23 亿元 (+39.41%); 其中 21Q2 实现营收 3.55 亿元 (+16.11%), 归母净利 0.52 亿元 (+50.20%), 扣非净利润 0.46 亿元 (+33.56%), 业绩表现符合预期。

投资要点

□ 卫生巾主业延续高增，产品结构持续升级

分产品来看，(1) 卫生巾: 21H1 实现收入 6.11 亿元 (+34.71%)，占比 80.32% (+5.58pct)，毛利率 52.41% (+1.16pct)，其中自由点品牌增速约为 40%，妮爽规模持续缩减。上半年公司对自由点无感七日系列产品进行迭代升级，扩充有机纯棉产品产品线，产品结构持续优化。(2) 纸尿裤: 21H1 实现收入 0.80 亿元 (+1.14%)，占比 10.47% (-2.51pct)，毛利率 17.05% (+3.83pct)，收入表现持平略增，主要系行业竞争激烈、公司重心仍偏向于卫生巾业务。(3) ODM 占比持续降低: 21H1 实现收入 0.70 亿元 (-6.04%)，占比 9.21% (-3.07pct)，毛利率 (-6.01pct)，主要系大客户业务波动、公司聚焦主业所致。

□ 外围区域扩展顺利，电商改革阵痛期已过

分地区来看，川渝地区维持亮眼表现、外围省份拓展顺利: (1) 川渝: 21H1 收入 3.35 亿元 (+26.03%)，毛利率 50.21% (+0.87%)，其中重庆区域公司市占率稳居第一、四川省内排名第二。(2) 云贵陕: 21H1 收入 1.76 亿元 (+36.92%)，毛利率 53.40% (+3.57%)，云贵陕作为重点开拓区域增速表现亮眼，前期投入逐步进入放量阶段。(3) 两湖及其他: 21H1 收入 0.89 亿元 (+27.32%)，毛利率 38.83% (+1.52%)。预计伴随公司持续投入，两湖及其他区域有望迎来高速增长长期。

分渠道来看，线下稳健增长，线上改革阵痛期已过，期待下半年亮眼兑现: (1) 线下: 21H1 收入 6.00 亿元 (+29.23%)，占比 78.87% (+2.37pct)，毛利率 49.46% (+2.41pct)，线下渠道建设夯实、产品结构不断优化下收入、盈利能力均有亮眼表现; (2) 电商: 21H1 电商收入 0.91 亿元 (+33.23%)，占比 11.94% (+0.71pct)，毛利率 40.90% (+4.94pct)。收入增速略有放缓主要系上半年公司对电商渠道进行改革，一方面减少对天猫平台的单一依赖，逐步拓展至京东、唯品会等平台，另一方面引入分销模式铺开线上覆盖面。渠道改革阶段电商增速略有放缓，6 月改革阵痛期已过，增速表现回归，期待下半年改革成效逐步释放后的业绩表现; 毛利率方面环比、同比均有较大增幅主要系分销模式毛利率较高、电商促销有所收缩所致。

□ 从区域走向全国，看好中期成长性

公司系川渝地区龙头，近年逐步外延至云贵陕、两湖等其他重点省份，公司线下渠道建设夯实，经销、KA 拓展顺利且仍有较大发展空间; 线上渠道改革迎来放量期，未来增长可期。此外，公司持续投入产品研发，SKU 汰换速度业内领先，产品结构持续升级，盈利能力有望持续向上; 品牌建设方面，21H1 广告宣传费 4258 万元 (+86.44%)，费率为 5.60% (+1.83pct)，且下半年费率预期将维

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 22.39

单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.12

1Q/2021

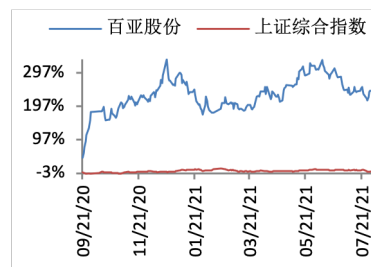
0.19

4Q/2020

0.12

3Q/2020

0.09



公司简介

川渝卫生巾领导品牌，产品领先、渠道多元化。

相关报告

1 《【浙商轻工】百亚股份：川渝卫生巾领导品牌，产品领先&渠道活力焕发促品牌走向全国 20210715》2021.07.15

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成、杨舒妍

点评报告

行业公司研究——造纸行业一

证券研究报告

持高位，为品牌心智占有率提升建立基础。

□ 盈利能力稳健增长，期间费用率抬升

从盈利能力来看，21H1 公司毛利率 45.66% (+2.45pct)，归母净利率为 17.43% (+2.68pct)；其中，21Q2 毛利率环比增加 0.85pct 至 46.11%，而归母净利率环比下降 5.25pct 至 14.57%，主要系期间费用增长。期间费用率方面，21H1 期间费用率增加 0.37pct 达 25.35%，其中销售费用率为 17.90% (-1.40pct)，管理费用率为 4.14% (+0.04pct)，研发费用率为 3.52% (+0.44pct)，财务费用率为 0.47% (-0.60pct)；单 Q2 期间费用率 29.16% (+2.04pct)，其中销售费用率为 21% (-0.17pct)，管理+研发费用率为 8.38% (+2.02pct)，财务费用率为 -0.23% (+0.19pct)。从营运效率来看，应收账款周转天数较环比下降 0.18 天至 24.11 天，存货周转天数环比下降 2.81 天至 55.50 天，经营效率环比提高。从现金流来看，20Q2 经营性现金流净额为 0.62 亿元，环比增加 23.91%。

□ 盈利预测及估值

公司深耕个护，产品结构持续优化，渠道建设完善，区域拓展顺利。我们预计公司 2021-2023 年收入分别实现 16.04 /20.45/ 25.68 亿元，同增 28.28%/27.44%/25.59%；归母净利润 2.46/ 3.27/ 4.26 亿元，同增 34.58%/33.11%/30.41%；当前市值对应 PE 为 38.99X/ 29.29X/ 22.46X，维持买入评级。

□ 风险提示

区域拓展不及预期、渠道建设不及预期、行业竞争激烈

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1250.75	1604.46	2044.66	2567.90
(+/-)	8.82%	28.28%	27.44%	25.59%
净利润	182.51	245.62	326.95	426.37
(+/-)	31.59%	34.58%	33.11%	30.41%
每股收益 (元)	0.43	0.57	0.76	1.00
P/E	52.48	38.99	29.29	22.46

图 1：季度财务数据

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	331.00	242.85	246.51	329.05	300.81	305.78	299.74	344.41	405.31	355.06
YOY	-	-	-	-	-9.12%	25.91%	21.59%	4.67%	34.74%	16.11%
归母净利润	41.70	27.33	17.24	41.88	54.76	34.44	40.84	52.47	80.32	51.72
YOY	-	-	-	-	31.31%	25.99%	136.84%	25.30%	46.68%	50.20%
扣非归母净利润	-	-	-	-	53.67	34.70	41.02	50.81	76.86	46.35
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.56%
毛利率	47.59%	45.77%	43.49%	46.13%	45.26%	41.20%	43.55%	40.92%	45.26%	46.11%
期间费用率	31.20%	31.73%	35.69%	30.31%	22.79%	27.12%	26.77%	22.29%	22.01%	29.16%
其中：销售费用	91.34	64.93	73.60	79.22	52.32	64.76	50.03	54.80	61.55	74.58
销售费用率	27.59%	26.74%	29.85%	24.08%	17.39%	21.18%	16.69%	15.91%	15.18%	21.01%
其中：管理费用	8.72	8.32	10.49	14.74	11.62	12.11	21.16	14.99	14.88	16.60
研发费用	3.10	4.06	4.35	6.59	5.05	7.36	9.69	7.76	13.64	13.16
管理+研发费用率	3.57%	5.10%	6.02%	6.48%	5.54%	6.37%	10.29%	6.60%	7.04%	8.38%
其中：财务费用	0.13	-0.24	-0.46	-0.80	-0.43	-1.30	-0.63	-0.76	-0.84	-0.82
财务费用率	0.04%	-0.10%	-0.19%	-0.24%	-0.14%	-0.42%	-0.21%	-0.22%	-0.21%	-0.23%
归母净利率	12.60%	11.25%	7.00%	12.73%	18.20%	11.26%	13.63%	15.24%	19.82%	14.57%
存货	-	106.73	-	130.73	-	130.31	122.67	150.09	137.38	104.70
较上年同期增减	-	-	-	-	-	23.58	-	19.36	-	-25.61
存货周转天数	-	66.20	-	71.93	-	68.20	66.60	70.48	58.31	55.50
较上年同期增减	-	-	-	-	-	2.01	-	-1.45	-	-12.71
应收账款	-	68.38	-	76.22	-	66.32	82.17	91.69	127.07	111.97
较上年同期增减	-	-	-	-	-	-2.06	-	15.47	-	45.65
应收账款周转天数	-	19.85	-	21.05	-	21.15	23.59	24.16	24.29	24.11
较上年同期增减	-	-	-	-	-	1.30	-	3.12	-	2.96
应付账款及应付票据	-	79.91	-	141.14	-	121.01	70.00	151.98	137.14	105.14
较上年同期增减	-	-	-	-	-	41.10	-	10.84	-	-15.87
预收账款 (合同负债)	-	36.85	-	50.69	-	41.63	47.72	63.58	47.44	41.75
较上年同期增减	-	-	-	-	-	4.78	-	12.89	-	0.12
经营性现金流净额	-17.77	61.95	30.72	57.11	85.97	45.66	12.85	106.30	49.99	61.94
较上年同期增减	-	-	-	-	103.74	-16.29	-17.87	49.18	-35.98	16.27
筹资性现金流净额	-44.95	0.10	-1.99	0.88	-0.86	-0.92	246.42	0.00	-0.52	-128.33
较上年同期增减	-	-	-	-	44.08	-1.02	248.41	-0.88	0.34	-127.41
资本开支	4.75	2.75	12.77	4.60	12.51	24.96	27.64	31.63	24.77	25.73
较上年同期增减	-	-	-	-	7.76	22.21	14.87	27.03	12.26	0.77
ROE	6.53%	4.26%	2.69%	5.98%	7.82%	4.36%	4.40%	4.79%	6.90%	0.00%
YOY (+)	-	-	-	-	1.29%	0.10%	1.71%	-1.19%	-0.92%	-4.36%
资产负债率	-	23.91%	-	29.15%	-	27.78%	18.87%	23.28%	22.20%	21.72%
YOY (+)	-	-	-	-	-	3.87%	-	-5.87%	-	-6.06%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 分产品拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
自主品牌	747.94	801.71	506.03	481.97	532.08	569.50	690.35
YOY	1.57%	7.19%	-	-	5.15%	18.16%	29.75%
占比	92.32%	83.41%	88.18%	83.74%	87.66%	88.41%	90.79%
毛利率	47.65%	45.94%	49.42%	48.37%	45.62%	45.35%	48.33%
其中: 卫生巾	535.99	573.57	379.04	371.41	453.36	493.91	610.73
YOY	-1.85%	7.01%	-	-	19.61%	32.98%	34.71%
占比	66.15%	59.67%	66.06%	64.53%	74.74%	76.68%	80.32%
毛利率	55.44%	53.75%	56.84%	53.73%	51.25%	49.85%	52.41%
其中: 纸尿裤	211.95	228.14	126.99	110.55	78.72	75.58	79.62
YOY	11.41%	7.64%	-	-	-38.01%	-31.63%	1.14%
占比	26.16%	23.74%	22.13%	19.21%	12.98%	11.73%	10.47%
毛利率	27.96%	26.29%	27.28%	30.35%	13.22%	15.94%	17.05%
ODM产品	62.26	159.45	67.80	93.62	74.52	74.66	70.01
YOY	2463.36%	156.09%	-	-	9.91%	-20.25%	-6.04%
占比	7.68%	16.59%	11.81%	16.27%	12.28%	11.59%	9.21%
毛利率	25.01%	23.01%	27.43%	27.67%	25.98%	17.75%	19.97%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 3: 分渠道拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	20H1	20H2	2020	21H1
线下渠道	708.06	737.65	877.38	463.95	484.21	948.16	599.58
YOY	0.84%	4.18%	18.94%	-	-	8.07%	29.23%
占比	87.39%	76.75%	76.34%	76.48%	75.17%	75.81%	78.85%
毛利率	48.16%	47.07%	50.11%	47.04%	47.16%	47.10%	49.46%
电商渠道	39.88	64.07	110.62	68.13	85.29	153.42	90.77
YOY	16.57%	60.65%	72.66%	-	-	38.69%	33.23%
占比	4.92%	6.67%	9.62%	11.23%	13.24%	12.27%	11.94%
毛利率	38.64%	32.93%	39.37%	35.96%	35.02%	35.44%	40.90%
ODM渠道	62.26	159.45	161.42	74.52	74.66	149.18	70.01
YOY	2462.14%	156.10%	1.23%	-	-	-7.58%	-6.04%
占比	7.68%	16.59%	14.04%	12.28%	11.59%	11.93%	9.21%
毛利率	25.01%	23.01%	27.57%	25.98%	17.75%	21.86%	19.97%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 4: 分地区拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	2019	2020H1	2020H2	2020	2021H1
川渝地区	393.45	402.04	491.20	491.20	265.90	265.01	530.91	335.11
YOY	-2.80%	2.18%	22.18%	YOY	-	-	8.08%	26.03%
占比	48.56%	41.83%	42.73%	占比	43.84%	41.14%	42.45%	44.07%
电商渠道	39.88	64.07	110.62	110.62	68.13	85.29	153.42	90.77
YOY	16.54%	60.67%	72.66%	YOY	-	-	38.69%	33.23%
占比	4.92%	6.67%	9.62%	占比	11.23%	13.24%	12.27%	11.94%
云贵陕及两湖地区	235.11	242.20	288.27	230.41	128.39	140.31	268.70	175.80
YOY	6.06%	3.02%	19.02%	YOY	-	-	16.62%	36.92%
占比	29.02%	25.20%	25.08%	占比	20.05%	21.77%	21.48%	23.12%
				两湖及其他地区	155.76	69.65	78.90	148.55
				YOY	-	-	-4.63%	27.32%
				占比	13.55%	11.48%	12.25%	11.88%
*其他地区	79.51	93.41	97.90	*其他地区	74.51	74.67	149.18	70.01
YOY	5.03%	17.48%	4.80%	YOY	-	-	-7.58%	-6.04%
占比	9.81%	9.72%	8.52%	占比	14.04%	11.59%	11.92%	9.21%
*其他地区=原报表口径其他地区-原报表口径ODM				ODM	161.42	74.51	149.18	70.01
				YOY	1.23%	-	-7.58%	-6.04%
				占比	14.04%	12.28%	11.92%	9.21%

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				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	909	1215	1631	2153
现金	248	751	1042	1423
交易性金融资产	382	127	170	227
应收账款	92	116	148	177
其它应收款	6	3	4	7
预付账款	6	7	9	11
存货	150	199	239	295
其他	24	12	19	13
非流动资产	556	540	534	533
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	391	397	398	393
无形资产	67	64	61	58
在建工程	63	60	54	59
其他	35	19	21	23
资产总计	1465	1755	2166	2686
流动负债	334	380	464	558
短期借款	0	0	0	0
应付款项	152	200	246	298
预收账款	0	47	50	46
其他	182	133	168	215
非流动负债	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	7	6	6	6
负债合计	341	386	470	565
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(2)
归属母公司股东权	1125	1370	1697	2123
负债和股东权益	1465	1755	2166	2686
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	251	263	360	462
净利润	182	245	327	426
折旧摊销	37	29	30	32
财务费用	(3)	(3)	(8)	(13)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	58	18	42	66
其它	(23)	(26)	(31)	(49)
投资活动现金流	(477)	226	(65)	(86)
资本支出	(35)	(29)	(22)	(29)
长期投资	0	0	0	0
其他	(441)	255	(43)	(57)
筹资活动现金流	245	6	36	66
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	245	6	36	66
现金净增加额	19	495	331	443

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1251	1604	2045	2568
营业成本	717	902	1116	1368
营业税金及附加	12	16	21	26
营业费用	222	312	415	530
管理费用	60	66	86	112
研发费用	30	28	39	52
财务费用	(3)	(3)	(8)	(13)
资产减值损失	3	4	4	4
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	1	0	1	1
营业利润	212	283	377	494
营业外收支	(0)	1	1	0
利润总额	212	284	378	494
所得税	30	39	51	68
净利润	182	245	327	426
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	183	246	327	426
EBITDA	251	313	408	526
EPS (最新摊薄)	0.43	0.57	0.76	1.00
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	8.82%	28.28%	27.44%	25.59%
营业利润	33.71%	33.33%	33.20%	30.91%
归属母公司净利润	31.59%	34.58%	33.11%	30.41%
获利能力				
毛利率	42.66%	43.78%	45.42%	46.74%
净利率	14.56%	15.28%	15.97%	16.59%
ROE	19.96%	19.70%	21.34%	22.34%
ROIC	16.30%	17.90%	19.24%	20.06%
偿债能力				
资产负债率	23.28%	21.98%	21.70%	21.02%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.72	3.20	3.52	3.85
速动比率	2.27	2.67	3.00	3.33
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.00	1.04	1.06
应收帐款周转率	14.90	16.09	16.24	16.29
应付帐款周转率	4.89	5.12	5.00	5.03
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.57	0.76	1.00
每股经营现金	0.59	0.61	0.84	1.08
每股净资产	2.63	3.20	3.97	4.96
估值比率				
P/E	52.48	38.99	29.29	22.46
P/B	8.52	6.99	5.64	4.51
EV/EBITDA	40.39	27.83	20.48	15.06

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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