

# 百亚股份 (003006)

证券研究报告

2021年08月04日

21Q2 归母净利润同比增长 50%，产品结构优化明显，优势渠道深化拓展

公司发布半年报，21H1 实现收入 7.6 亿，同比增长 25%；实现归母净利润 1.32 亿，同比增长 48%，符合此前业绩预告中位数水平；实现归母扣非净利润 1.23 亿，同比增长 39%。单 Q 来看，21Q1/Q2 分别实现收入 4.05/3.55 亿，同比增长 35%/16%；实现归母净利润 0.80/0.52 亿，同比增长 47%/50%；归母净利率分别为 19.8%/14.6%，同比增长 1.6/3.3pct。

分产品看，21H1 卫生巾/纸尿裤/ODM 业务收入占比分别为 80%/10%/9%，卫生巾占比进一步提升，主要是中高端自由点产品迭代升级、品牌营销建设优秀，终端动销良好。分地区看，川渝/云贵陕/电商/两湖及其他地区/ODM 渠道收入占比分别为 44%/23%/12%/11.7%/9%，除 ODM 外，其他渠道收入占比均小幅提升。

21H1 实现综合毛利率 45.7%，同比增长 2.5pct。其中，卫生巾毛利率 52.4%，同比增长 1.2pct；纸尿裤毛利率 17.1%，同比增长 3.8pct。21H1 实现期间费用率 25.3%，同比增长 0.5pct。其中，销售费用率 17.9%，同比减少 1.4pct；管理费用率 4.1%，同比增长 0.2pct；研发费用率 3.5%，同比增长 1.5pct。21H1 实现归母净利率 17.4%，同比增长 2.7pct。

投资建议：根据尼尔森数据，2020 年百亚卫生巾产品市场份额在本土厂商中排名第四，川渝市场排名第二。作为内资卫生巾头部品牌，公司坚持既定发展战略，通过持续优化产品结构，深化优势区域渠道拓展，加快电商和新零售渠道建设，加大营销推广等有力措施，业绩稳步提升。预计 21-22 年净利润分别为 2.4/3.1 亿元，对应 40/31xPE，维持“买入”评级。

风险提示：线上业务发展不及预期，线下渠道拓展不及预期，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	240.13	308.80	406.88
增长率(%)	43.43	42.41	31.57	28.60	31.76
EPS(元/股)	0.30	0.43	0.56	0.72	0.95
市盈率(P/E)	74.74	52.48	39.89	31.02	23.54
市净率(P/B)	13.67	8.52	7.32	6.30	5.45
市销率(P/S)	8.33	7.66	6.78	5.38	4.14
EV/EBITDA	0.00	36.14	29.67	23.10	17.03

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	23.61 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)	10,099.83
流通 A 股市值(百万元)	1,009.98
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	21.72
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

- 《百亚股份-公司点评:21H1 归母净利润同比增长 41%-55%，自由点卫生巾拉动盈利能力持续提升》 2021-07-13
- 《百亚股份-年报点评报告:21Q1 收入+35%，归母净利润+47%，稳需求赛道区域龙头成长可期》 2021-04-29
- 《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

## 1. 21H1 收入同增 25%，利润同增 48%，提速明显

公司发布半年报，21H1 实现收入 7.6 亿，同比增长 25%；实现归母净利润 1.32 亿，同比增长 48%，符合此前业绩预告中位数水平；实现归母扣非净利润 1.23 亿，同比增长 39%。

单 Q 来看，21Q1/Q2 分别实现收入 4.05/3.55 亿，同比增长 35%/16%；实现归母净利润 0.80/0.52 亿，同比增长 47%/50%；归母净利率分别为 19.8%/14.6%，同比增长 1.6/3.3pct。

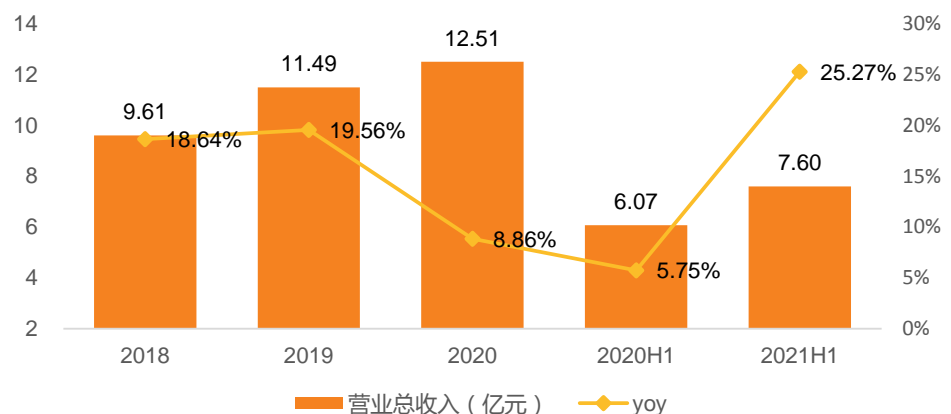
## 2. 21H1 实现营收 7.60 亿，自由点卫生巾拉动盈利能力持续提升

### 2.1. 卫生巾贡献约 80%收入，优势渠道深化拓展

**业务端，公司持续优化产品结构，深入拓展中高端市场。**针对定位于中高端品牌的自由点卫生巾，除旗下无感七日、无感无忧和舒睡等核心产品系列外，公司重点推广了方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列和天然健康有机的有机纯棉系列，进一步丰富了中高端产品品类，带动自主品牌卫生巾产品销售的不断增长，同时提升盈利水平。截至 21 H1，公司共积累 207 项专利。

21H1 实现收入 7.6 亿，同比增长 25%。分产品看，卫生巾实现收入 6.1 亿元，同比增加 34.71%，营收占比 80.32%；纸尿裤实现收入 0.80 亿元，同比增加 1.14%，营收占比 10.47%；ODM 业务实现收入 0.70 亿元，同比减少 6.04%，营收占比 9.21%。**卫生巾收入占比进一步提升，主要是中高端自由点产品迭代升级、品牌营销建设优秀，终端动销良好。**

图 1：21H1 实现营业收入 7.60 亿元，同比增长 25.27%

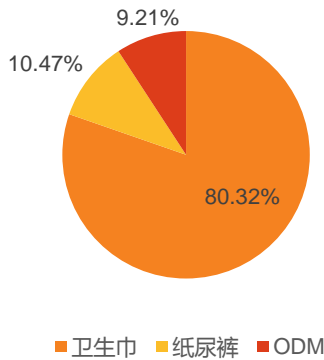


资料来源：Wind，天风证券研究所

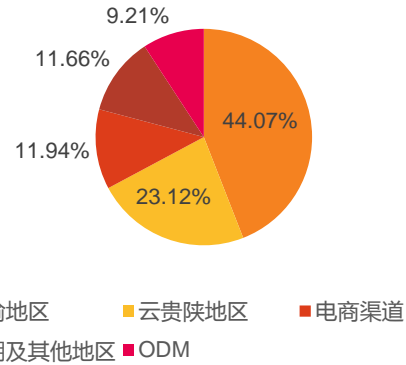
**精耕川渝走向全国，电商渠道稳步发展。**分地区看，川渝地区实现收入 3.35 亿元，同比增加 26.03%，营收占比 44.07%；云贵陕地区实现收入 1.76 亿元，同比增加 36.92%，营收占比 23.12%；电商渠道实现收入 0.91 亿元，同比增加 33.23%，营收占比 11.94%；两湖及其他地区实现收入 0.89 亿元，同比增加 27.32%，营收占比 11.66%；ODM 业务实现收入 0.70 亿元，同比减少 6.04%，营收占比 9.21%。

图 2：分产品看，卫生巾实现收入 6.1 亿元，占比 80.32%

图 3：分地区看，川渝地区实现收入 3.35 亿元，占比 44.07%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



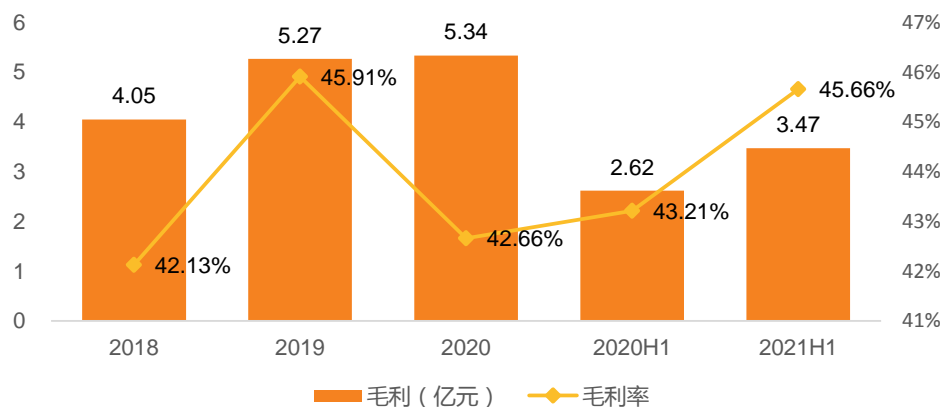
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 产品结构优化，21H1 毛利率提升 2.45pct

21H1 实现毛利 3.47 亿元，毛利率 45.66%，同比增加 2.45pct。其中 Q1 实现毛利 1.83 亿元，毛利率 45.26%，同比持平；Q2 实现毛利 1.64 亿元，毛利率 46.11%，同比增加 4.91pct。

分产品看，卫生巾实现毛利 3.20 亿元，毛利率 52.41%，同比增加 1.16pct；纸尿裤实现毛利 0.14 亿元，毛利率 17.05%，同比增加 3.83pct。报告期内，公司坚持既定发展战略，通过持续优化产品结构，深化优势区域渠道拓展，加快电商和新零售渠道建设，加大营销推广等有力措施，推动业绩稳步提升。

图 4：21H1 实现毛利 3.47 亿元，毛利率 45.66%，同比增加 2.33pct

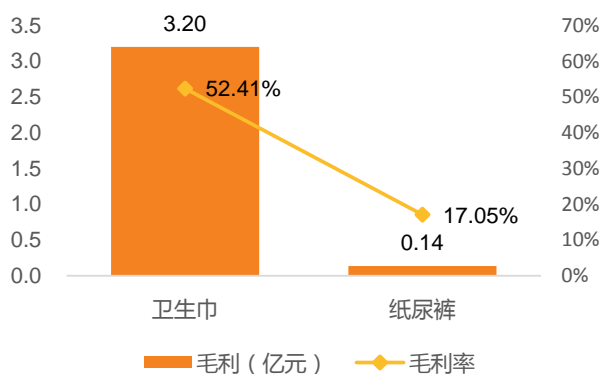


资料来源：Wind，天风证券研究所

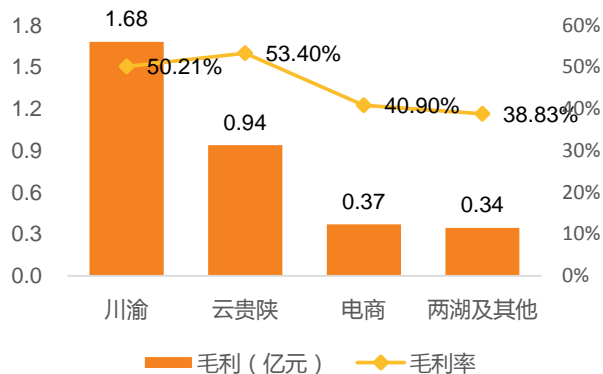
分地区看，川渝地区实现毛利 1.68 亿元，毛利率 50.21%，同比增加 0.87pct；云贵陕地区实现毛利 0.94 亿元，毛利率 53.40%，同比增加 3.57pct；电商渠道实现毛利 0.37 亿元，毛利率 40.90%，同比增加 4.94pct；两湖及其他地区实现毛利 0.34 亿元，毛利率 38.83%，同比增加 1.52pct。各渠道毛利率均有改善，云贵陕地区及电商渠道提升显著。

图 5：分产品看，卫生巾毛利率 52.41%，纸尿裤毛利率 17.05%

图 6：分地区看，川渝毛利率 50.21%，云贵陕毛利率 53.40%



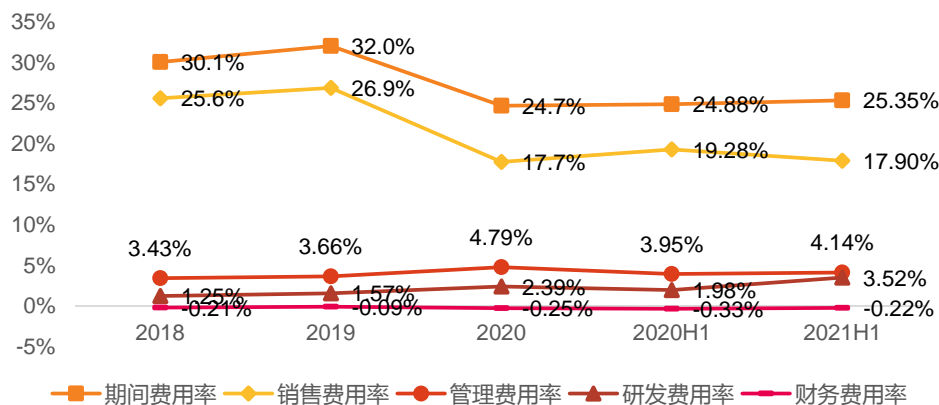
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21H1 期间费用率 25.35%，保持相对平稳。其中销售费用率 17.9%，同比减少 1.4pct；管理费用率 4.1%，同比增长 0.2pct；研发费用率 3.5%，同比增长 1.5pct。单 Q 来看，Q1 期间费用率 22.01%，同比减少 0.78pct；Q2 期间费用率 29.16%，同比增加 2.04pct。

图 7：21H1 期间费用率 25.35%，保持相对平稳



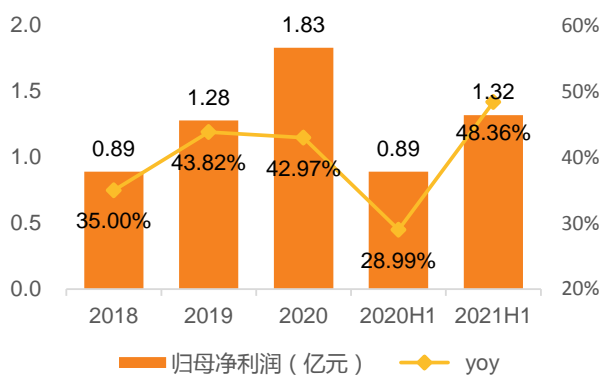
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 21H1 实现归母净利润 1.32 亿元，归母净利率稳步提升

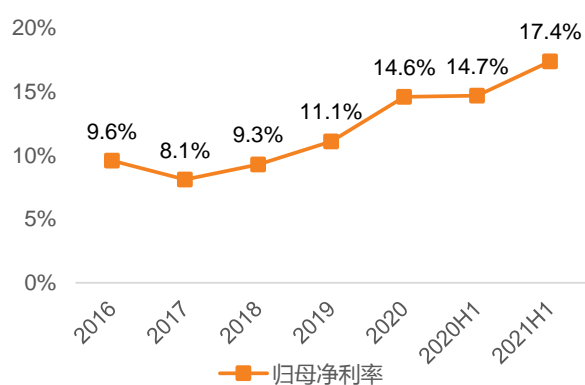
21H1 实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 48.36%，实现归母净利率 17.4%，同比增长 2.7pct，盈利能力稳步提升。单 Q 来看，Q1 实现归母净利润 0.8 亿，同比增长 46.68%，归母净利率 19.8%，同比增长 1.6pct；Q2 实现归母净利润 0.52 亿，同比增长 50.18%，归母净利率 14.6%，同比增长 3.3pct。

图 8：21H1 实现归母净利润 1.32 亿元

图 9：21H1 实现归母净利率 17.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

根据尼尔森数据，2020年百亚卫生巾产品市场份额在本土厂商中排名第四，川渝市场排名第二。作为内资卫生巾头部品牌，公司坚持既定发展战略，通过持续优化产品结构，深化优势区域渠道拓展，加快电商和新零售渠道建设，加大营销推广等有力措施，业绩稳步提升。预计21-22年净利润分别为2.4/3.1亿，对应PE分别为40/31x，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	227.12	248.26	733.26	815.33	1,080.89	营业收入	1,149.41	1,250.75	1,413.35	1,780.82	2,315.07
应收票据及应收账款	76.22	91.69	115.32	29.40	158.73	营业成本	621.72	717.14	818.19	988.00	1,268.19
预付账款	5.28	6.22	4.70	9.78	8.84	营业税金及附加	11.90	12.38	14.13	17.81	23.15
存货	130.73	150.09	166.91	221.25	271.47	营业费用	309.08	221.90	268.54	386.44	511.63
其他	52.60	412.40	159.96	211.04	266.90	管理费用	42.26	59.88	49.47	58.77	76.40
<b>流动资产合计</b>	<b>491.95</b>	<b>908.66</b>	<b>1,180.15</b>	<b>1,286.81</b>	<b>1,786.84</b>	研发费用	18.10	29.86	24.03	30.27	39.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.37)	(3.12)	(7.80)	(12.31)	(15.07)
固定资产	394.47	391.13	417.98	454.15	482.91	资产减值损失	(3.66)	(2.15)	(0.39)	(2.07)	(1.54)
在建工程	23.84	62.57	73.54	92.12	85.27	公允价值变动收益	0.00	2.28	30.00	42.48	56.63
无形资产	68.77	67.17	65.58	64.00	62.42	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.04	35.48	18.54	21.93	24.96	其他	3.04	0.14	(60.00)	(84.95)	(113.27)
<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>营业利润</b>	<b>148.34</b>	<b>212.44</b>	<b>277.19</b>	<b>356.39</b>	<b>469.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>994.07</b>	<b>1,465.01</b>	<b>1,755.80</b>	<b>1,919.01</b>	<b>2,442.40</b>	营业外收入	0.16	1.28	0.56	0.67	0.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.05	1.47	0.51	0.68	0.89
应付票据及应付账款	141.14	151.98	191.08	223.21	304.09	<b>利润总额</b>	<b>148.45</b>	<b>212.25</b>	<b>277.24</b>	<b>356.38</b>	<b>469.54</b>
其他	142.97	182.06	251.63	170.43	376.19	所得税	20.49	30.17	37.43	48.11	63.39
<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>	<b>净利润</b>	<b>127.96</b>	<b>182.07</b>	<b>239.82</b>	<b>308.27</b>	<b>406.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.19)	(0.43)	(0.31)	(0.53)	(0.73)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128.15</b>	<b>182.51</b>	<b>240.13</b>	<b>308.80</b>	<b>406.88</b>
其他	5.67	6.97	5.54	6.06	6.19	每股收益(元)	0.30	0.43	0.56	0.72	0.95
<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)	(2.04)	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	385.00	427.78	427.78	427.78	427.78	<b>成长能力</b>					
资本公积	62.45	261.08	261.08	261.08	261.08	营业收入	19.59%	8.82%	13.00%	26.00%	30.00%
留存收益	315.59	696.73	880.57	1,092.87	1,330.20	营业利润	43.26%	43.21%	30.48%	28.57%	31.76%
其他	(62.45)	(261.08)	(261.08)	(261.08)	(261.08)	归属于母公司净利润	43.43%	42.41%	31.57%	28.60%	31.76%
<b>股东权益合计</b>	<b>704.29</b>	<b>1,124.00</b>	<b>1,307.55</b>	<b>1,519.32</b>	<b>1,755.94</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>994.07</b>	<b>1,465.01</b>	<b>1,755.80</b>	<b>1,919.01</b>	<b>2,442.40</b>	毛利率	45.91%	42.66%	42.11%	44.52%	45.22%
						净利率	11.15%	14.59%	16.99%	17.34%	17.58%
						ROE	18.29%	16.23%	18.35%	20.31%	23.14%
						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%	25.53%	20.83%	28.11%
						净负债率	-32.25%	-22.09%	-56.08%	-53.66%	-61.56%
						流动比率	1.73	2.72	2.67	3.27	2.63
						速动比率	1.27	2.27	2.29	2.71	2.23
						<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	0.88	0.97	1.06
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.30	0.43	0.56	0.72	0.95
						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	3.06	3.55	4.11
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	74.74	52.48	39.89	31.02	23.54
						市净率	13.67	8.52	7.32	6.30	5.45
						EV/EBITDA	0.00	36.14	29.67	23.10	17.03
						EV/EBIT	0.00	41.38	32.29	24.91	18.14

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.96	182.07	240.13	308.80	406.88
折旧摊销	32.03	37.09	23.76	26.83	29.67
财务费用	(0.14)	0.45	(7.80)	(12.31)	(15.07)
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>368.60</b>	<b>331.21</b>	<b>583.28</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	7.80	12.31	15.07
其他	(47.33)	0.11	(56.27)	(96.50)	(169.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(45.96)</b>	<b>244.64</b>	<b>(48.46)</b>	<b>(84.19)</b>	<b>(154.45)</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>484.99</b>	<b>82.07</b>	<b>265.56</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 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