

百亚股份(003006)

点评报告

行业公司研究——造纸行业一

高基数影响边际走弱，期待 Q4 旺季表现

——百亚股份点评报告

分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 联系人：傅嘉成
 邮箱：shifanke@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 20.11

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.10
2Q/2021	0.12
1Q/2021	0.19
4Q/2020	0.12

报告导读

公司发布三季报：前三季度实现收入 10.84 亿元 (+19.56%)，归母净利润 1.73 亿元 (+33.31%)，扣非归母净利润 1.60 亿元 (+23.85%)；单三季度实现收入 3.23 亿元 (+7.85%)，归母净利润 0.41 亿元 (+1.14%)，扣非归母净利润 0.37 亿元 (-9.69%)，高基数下淡季增速略有放缓，整体业绩符合预期。

投资要点

□ 高基数、促销费用投放等因素影响，淡季收入增速略有放缓

21Q3 收入增速略有放缓，判断主要系高基数及费用冲抵收入影响。(1) 20Q3 基数较高：一般情况下，个护品类消费旺季集中于 Q1 和 Q4、淡季集中于 Q2 及 Q3，以 2019 年季度收入为例，19Q1-Q4 单季度收入分别为 3.31/2.43/2.47/3.29 亿元；2020 年受疫情影响消费需求延后，Q3 传统淡季不淡，20Q1-Q4 收入分别为 3.01/3.06/3.00/3.44 亿元。2021 年消费回归正常节奏，Q3 传统淡季下增速略有承压。(2) 淡季逆势追加费用投放，部分冲抵收入：公司于 Q3 追加促销费用投放以抢占市场份额，其中部分费用投放冲抵收入，导致净收入增速有所放缓。考虑到 Q4 传统旺季、前期营销储备充足&渠道改革初见成效、基数回归正常，预计 Q4 收入端增速将有较好表现。

□ 卫生巾主业增长靓丽，渠道改革初见成效

分业务来看，主业增长靓丽且产品结构持续优化：高基数下卫生巾主业收入增速依然达 18%，维持靓丽表现；纸尿裤业务受行业竞争格局加剧、新生儿数量承压等因素影响收入略有下滑，ODM 业务非核心且受主要客户业绩影响收入亦有下降。

分渠道来看，电商多点开花、线下增长稳健：上半年电商渠道结构&模式调整阵痛期已过，直播电商、京东及唯品会等新平台开始放量，Q3 电商增速 40%+；线下渠道方面，Q3 淡季追加促销抢占份额、新区域开拓顺利，整体增长稳健。

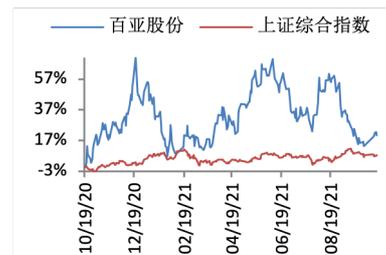
分区域来看，核心区域龙头地位稳固、次新区域高速增长：川渝大本营龙头地位稳固，预计维持个位数稳健增长，重庆市占率超 30%、四川近 20%；次新区域云贵陕增长靓丽，预计维持双位数增长，市占率超 10%+，前期投入逐步进入放量阶段。

□ 渠道改革、费用聚焦夯实发展基础，持续看好中期成长

公司系川渝地区个护龙头品牌，近年逐步外延至云贵陕及两湖等新区域，同步发力建设线上渠道。上半年公司针对电商渠道进行改革，推行多平台、直营+分销并行的新电商运营模式，目前已经逐步跑通；Q3 淡季逆势加大费用投入抢占份额、且 Q4 投放预期延续高位，聚焦市占率提升。此外，公司 SKU 汰换速度领先、高端化进展顺利。考虑公司区域开拓顺利、渠道改革初见成效、费用更加聚焦，持续看好公司市占率提升。

□ 费用投放力度加大，略有拉低利润率

盈利能力方面，21Q3 公司毛利率 44.17% (-1.94pct)，归母净利率为 12.78% (-



公司简介

川渝地区个护龙头，区域开拓顺利，未来成长可期。

相关报告

- 《【浙商轻工】百亚股份：盈利增长亮眼，未来成长可期 210802》2021.08.03
- 《【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

联系人：傅嘉成、杨舒妍

证券研究报告

1.79pct)，毛利率下滑主要系 Q3 部分追加费用冲抵收入所致，若剔除费用影响预期毛利率维持稳健，净利率下滑主要系期内促销费用增加。费用率方面，21Q3 期间费用率增加 3.11pct 至 29.88%，其中销售费用率为 20.78% (+4.09pct)，管理费用率 5.79% (-1.27pct)，研发费用率 3.51% (+0.28pct)，财务费用率为 -0.20% (+0.01pct)。从营运效率来看，应收帐款周转天数同比上升 3.15 天至 26.74 天，存货周转天数同比下降 4.52 天至 62.07 天。现金流方面，21Q3 经营性现金流净额为 14.64 亿元，同比增加 1.79 亿元。

□ 盈利预测及估值

公司深耕个护，区域开拓顺利、渠道建设夯实、产品结构持续优化，我们预计 2021-2023 年公司实现收入 15.05、18.70、23.49 亿元，同增 20.32%、24.26%、25.60%；归母净利润 2.27、2.93、3.74 亿元，同增 24.58%、28.96%、27.44%，对应 PE 分别为 37.84X、29.34X、23.02X，维持买入评级。

□ 风险提示

竞争格局加剧、渠道建设不及预期、区域拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1250.75	1504.86	1869.94	2348.65
(+/-)	8.82%	20.32%	24.26%	25.60%
净利润	182.51	227.37	293.21	373.67
(+/-)	31.59%	24.58%	28.96%	27.44%
每股收益 (元)	0.43	0.53	0.69	0.87
P/E	47.14	37.84	29.34	23.02

表 1：季度业绩拆分

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
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	323.27
YOY	-	-	-	-	-9.12%	25.91%	21.59%	4.67%	34.74%	16.11%	7.85%
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	41.31
YOY	-	-	-	-	31.31%	25.99%	136.84%	25.30%	46.68%	50.20%	1.14%
扣非归母净利润	-	-	-	-	53.67	34.70	41.02	50.81	76.86	46.35	37.04
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	33.56%	-9.69%	-
毛利率	47.59%	45.77%	43.49%	46.13%	45.26%	41.20%	43.55%	40.92%	45.26%	46.11%	44.17%
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%	29.88%
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	67.17
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%	20.78%
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	18.73
研发费用	3.10	4.06	4.35	6.59	5.05	7.36	9.69	7.76	13.64	13.16	11.35
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%	9.31%
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	-0.65
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%	-0.20%
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%	12.78%
存货	-	106.73	-	130.73	-	130.31	122.67	150.09	137.38	104.70	122.89
较上年同期增减	-	-	-	-	-	23.58	-	19.36	-	-25.61	0.22
存货周转天数	-	66.20	-	71.93	-	68.20	66.60	70.48	58.31	55.50	62.07
较上年同期增减	-	-	-	-	-	2.01	-	-1.45	-	-12.71	-1.52
应收账款	-	68.38	-	76.22	-	66.32	82.17	91.69	127.07	111.97	122.99
较上年同期增减	-	-	-	-	-	-2.06	-	15.47	-	45.65	40.82
应收账款周转天数	-	19.85	-	21.05	-	21.15	23.59	24.16	24.29	24.11	26.74
较上年同期增减	-	-	-	-	-	1.30	-	3.12	-	2.96	3.15
应付账款及应付票据	-	79.91	-	141.14	-	121.01	70.00	151.98	137.14	105.14	126.20
较上年同期增减	-	-	-	-	-	41.10	-	10.84	-	-15.87	56.20
预收账款(合同负债)	-	36.85	-	50.69	-	41.63	47.72	63.58	47.44	41.75	35.42
较上年同期增减	-	-	-	-	-	4.78	-	12.89	-	0.12	-12.30
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	14.64
较上年同期增减	-	-	-	-	103.74	-16.29	-17.87	49.18	-35.98	16.27	1.79
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	-0.52
较上年同期增减	-	-	-	-	44.08	-1.02	248.41	-0.88	0.34	-127.41	-246.95
资本开支	4.75	2.75	12.77	4.60	12.51	24.96	27.64	31.63	24.77	25.73	23.86
较上年同期增减	-	-	-	-	7.76	22.21	14.87	27.03	12.26	0.77	-3.77
ROE	6.53%	4.26%	2.69%	5.98%	7.82%	4.36%	4.40%	4.79%	6.90%	4.43%	3.60%
YOY(±)	-	-	-	-	1.29%	0.10%	1.71%	-1.19%	-0.92%	0.07%	-0.80%
资产负债率	-	23.91%	-	29.15%	-	27.78%	18.87%	23.28%	22.20%	21.72%	20.43%
YOY(±)	-	-	-	-	-	3.87%	-	-5.87%	-	-6.06%	1.57%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：收入拆分一览

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

表 3：分渠道拆分一览

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

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	1175	1546	2009
现金	248	750	979	1330
交易性金融资产	382	127	170	227
应收账款	92	103	138	159
其它应收款	6	2	4	7
预付账款	6	7	9	11
存货	150	173	227	264
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	18	21	23
资产总计	1465	1714	2080	2542
流动负债	334	358	430	519
短期借款	0	0	0	0
应付款项	152	185	224	274
预收账款	0	44	46	42
其他	182	129	160	203
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	363	436	525
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(2)
归属母公司股东权	1125	1352	1645	2019
负债和股东权益	1465	1714	2080	2542
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	251	263	298	433
净利润	182	227	293	373
折旧摊销	37	29	30	32
财务费用	(3)	(3)	(7)	(12)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	58	10	27	70
其它	(23)	0	(45)	(31)
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	35	65
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	245	6	35	65
现金净增加额	19	494	269	412

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1251	1505	1870	2349
营业成本	717	834	1018	1258
营业税金及附加	12	15	19	23
营业费用	222	308	388	496
管理费用	60	62	78	102
研发费用	30	26	36	47
财务费用	(3)	(3)	(7)	(12)
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	262	338	433
营业外收支	(0)	1	1	0
利润总额	212	263	339	433
所得税	30	36	46	60
净利润	182	227	293	373
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	183	227	293	374
EBITDA	251	291	369	465
EPS (最新摊薄)	0.43	0.53	0.69	0.87
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	8.82%	20.32%	24.26%	25.60%
营业利润	33.71%	23.38%	29.05%	27.94%
归属母公司净利润	31.59%	24.58%	28.96%	27.44%
获利能力				
毛利率	42.66%	44.55%	45.56%	46.44%
净利率	14.56%	15.08%	15.66%	15.89%
ROE	19.96%	18.37%	19.58%	20.42%
ROIC	16.30%	16.79%	17.80%	18.49%
偿债能力				
资产负债率	23.28%	21.20%	20.96%	20.66%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.72	3.28	3.60	3.87
速动比率	2.27	2.80	3.07	3.36
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.95	0.99	1.02
应收帐款周转率	14.90	16.09	16.24	16.29
应付帐款周转率	4.89	4.95	4.97	5.05
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.53	0.69	0.87
每股经营现金	0.59	0.61	0.70	1.01
每股净资产	2.63	3.16	3.85	4.72
估值比率				
P/E	47.14	37.84	29.34	23.02
P/B	7.65	6.36	5.23	4.26
EV/EBITDA	40.39	26.50	20.18	15.15

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>