

加强品牌投入，渠道扩张步伐坚实

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现收入 14.6 亿元 (+17%); 实现归母净利润 2.3 亿元 (+24.9%); 实现扣非归母净利润 2.1 亿元 (+16.8%)。其中, 2021 年 Q4 公司实现营业收入 3.8 亿元 (+10.2%); 实现归母净利润 5457.8 万元 (+4%), 公司 2021 年全年营收及经营业绩稳定增长。
- **毛利率持续上行, 盈利能力向好。** 2021 年公司整体毛利率为 44.7% (+2.1pp), 毛利率较高的中高端卫生巾品牌占比不断提升, 从而拉动公司毛利率整体上行。其中, 2021 年公司卫生巾毛利率为 50.7% (+0.1pp), 纸尿裤毛利率为 16.8% (+2.2pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费率为 27.5% (+2.8pp)。其中, 公司销售费用率为 19.1% (+1.4pp), 主要系公司为提高品牌知名度, 进一步加大市场宣传投入, 广告费同比增长 50.2%; 研发费用率为 3.5% (+1.1pp), 公司不断加大创新研发投入, 对系列产品进行迭代升级, 研发费用同比增长 70.7%; 管理/财务费用率分别为 5.1% (+0.3pp) / -0.2% (+0.06pp)。2021 年公司新增投资收益 1279 万元, 主要是公司购买理财产品到期取得收益所致。综合来看, 公司净利率为 15.3%, 同比增长 0.8pp。2021 年公司实现经营性现金流净额 2 亿元, 同比下降 21.3%, 主要由于公司加强品牌宣传力度并加快渠道扩张步伐, 各项费用相应增长, 现金流净额依然保持健康水平。
- **持续优化调整产品结构, 中高端产品实现快速增长。** 分产品来看, 2021 年公司卫生巾实现营收 11.8 亿元, 同比增长 25.1%, 占比由原来的 75.7% 上涨至 81%, 其中中高端产品自由点卫生巾收入占公司卫生巾收入的比例超过 95%, 中高端产品增长成为公司业绩增长的驱动力之一; 纸尿裤实现营收 1.5 亿元, 同比下降 3.9%, 占比下滑至 10.1%, 主要由于国内生育率下降, 婴儿卫生用品行业竞争更激烈, 公司战略性放缓婴儿卫生用品资源投入节奏所致; 2021 年公司 ODM 产品营收为 1.3 亿元, 同比下降 12.7%, 主要由于公司产线优先满足自有品牌生产, ODM 业务相应收缩。2021 年, 公司对无感七日、舒睡等系列产品进行迭代升级, 扩充了有机纯棉产品线, 进一步丰富了公司产品品项; 同时, 公司持续加大中高端系列产品的市场推广力度, 提升了重点品项的销售占比。预计未来随市场消费理念不断升级, 产品结构调整有望带动自主品牌卫生巾销售不断增长, 同时提升公司的整体盈利水平。
- **渠道扩张有序推进, 电商渠道改革成效初显。** 2021 年公司有序拓展全国市场, 一方面通过电商渠道扩大市场覆盖, 另一方面公司产品从现有核心区域逐步向外拓展, 现已进入陕西、河北、山东、湖南、湖北、广东等地区。分地区来看, 2021 年川渝地区营收实现 6.1 亿元, 同比增长 15.7%, 核心区域仍保持较快增长; 云贵陕地区营收实现 3.4 亿元, 同比增长 24.9%, 外埠地区市占率持续提升; 其他地区实现营收 1.7 亿元, 同比增长 16.4%, 山东、河北、广东等高潜地区仍在培育过程中, 有望随着品牌力积累和渠道投入持续放量。2021 年, 公司电商渠道营收为 2.1 亿元, 同比提升 36.8%, 2021 年电商渠道调整改革的成效显著, 形成直营+经销+直播的多元电商流量入口。其中直营电商加强新品推广与品牌建设, 有望进一步提升品牌知名度和电商渠道利润率; 线上经销扩大品牌流量入口, 进一步铺开产品覆盖面; 同时前瞻性布局直播电商新兴流量入口, 有望在各品牌竞争中占据先发优势。展望后续, 电商渠道有望成为公司进行外围区域扩张的风向标, 并逐渐贡献重要收入增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元、0.96 元, 对应 PE 分别为 21 倍、17 倍、14 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1463.06	1821.36	2209.34	2698.25
增长率	16.97%	24.49%	21.30%	22.13%
归属母公司净利润(百万元)	227.92	272.32	338.46	411.46
增长率	24.89%	19.48%	24.29%	21.57%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.63	0.79	0.96
净资产收益率 ROE	18.45%	18.55%	18.86%	18.79%
PE	25	21	17	14
PB	4.63	3.83	3.13	2.57

数据来源: Wind, 西南证券

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: zhl@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)	4.30
流通 A 股(亿股)	2.15
52 周内股价区间(元)	12.9-28.4
总市值(亿元)	56.16
总资产(亿元)	15.53
每股净资产(元)	2.84

相关研究

1. 百亚股份(003006): 股权激励范围广, 彰显中长期稳健发展信心 (2021-12-02)
2. 百亚股份(003006): 品牌力持续强化, 渠道稳步扩张 (2021-10-19)
3. 百亚股份(003006): 渠道扩张稳步推进, 盈利能力持续提升 (2021-08-03)
4. 百亚股份(003006): 渠道持续深耕, Q2 业绩超预期 (2021-07-13)
5. 百亚股份(003006): 区域扩展有序推进, 电商渠道增速亮眼 (2021-04-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1463.06	1821.36	2209.34	2698.25	净利润	224.09	272.32	338.46	411.46
营业成本	808.92	984.11	1174.75	1415.01	折旧与摊销	42.80	34.84	34.84	34.84
营业税金及附加	13.63	17.64	21.20	18.62	财务费用	-2.84	-0.74	-1.48	-2.63
销售费用	278.92	355.17	441.87	553.14	资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.77	152.99	185.58	242.84	经营营运资本变动	-52.69	-9.55	-19.39	-8.92
财务费用	-2.84	-0.74	-1.48	-2.63	其他	-11.62	-0.37	-0.05	-0.16
资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	197.25	296.49	352.37	434.59
投资收益	12.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.85	-60.00	-60.00	0.00
公允价值变动损益	-0.58	0.37	0.05	0.16	其他	18.94	0.37	0.05	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.91	-59.63	-59.95	0.16
营业利润	255.23	312.57	387.48	471.43	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	-0.09	-0.11	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.14	312.48	387.37	471.33	股权融资	-10.80	0.00	0.00	0.00
所得税	31.06	40.16	48.91	59.87	支付股利	0.00	-18.82	-11.24	-16.31
净利润	224.09	272.32	338.46	411.46	其他	-118.58	-0.27	1.48	2.63
少数股东损益	-3.84	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-129.38	-19.09	-9.76	-13.67
归属母公司股东净利润	227.92	272.32	338.46	411.46	现金流量净额	9.87	217.78	282.67	421.08
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	258.51	476.28	758.95	1180.03	成长能力				
应收和预付款项	149.70	166.61	206.86	254.20	销售收入增长率	16.97%	24.49%	21.30%	22.13%
存货	162.12	200.14	237.75	286.84	营业利润增长率	20.15%	22.46%	23.97%	21.67%
其他流动资产	346.42	335.44	336.23	337.24	净利润增长率	23.07%	21.52%	24.29%	21.57%
长期股权投资	19.62	19.62	19.62	19.62	EBITDA 增长率	19.80%	17.44%	21.39%	19.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	530.55	561.99	593.43	564.86	毛利率	44.71%	45.97%	46.83%	47.56%
无形资产和开发支出	65.73	59.50	53.27	47.04	三费率	23.98%	27.86%	28.33%	29.40%
其他非流动资产	20.55	20.50	20.45	20.40	净利率	15.32%	14.95%	15.32%	15.25%
资产总计	1553.19	1840.08	2226.56	2710.23	ROE	18.45%	18.55%	18.86%	18.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.43%	14.80%	15.20%	15.18%
应付和预收款项	209.79	279.00	321.84	389.65	ROIC	28.92%	30.25%	33.55%	37.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.18%	19.03%	19.05%	18.67%
其他负债	129.04	93.24	109.66	130.36	营运能力				
负债合计	338.84	372.24	431.51	520.01	总资产周转率	0.97	1.07	1.09	1.09
股本	427.78	430.33	430.33	430.33	固定资产周转率	3.47	4.17	5.41	7.11
资本公积	250.28	247.72	247.72	247.72	应收账款周转率	12.95	12.89	13.28	13.11
留存收益	535.24	788.74	1115.95	1511.11	存货周转率	5.18	5.43	5.37	5.39
归属母公司股东权益	1213.30	1466.79	1794.00	2189.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.11%	—	—	—
少数股东权益	1.05	1.05	1.05	1.05	资本结构				
股东权益合计	1214.35	1467.84	1795.06	2190.22	资产负债率	21.82%	20.23%	19.38%	19.19%
负债和股东权益合计	1553.19	1840.08	2226.56	2710.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.77	3.24	3.64	4.02
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	速动比率	2.28	2.69	3.08	3.46
EBITDA	295.19	346.67	420.83	503.64	股利支付率	0.00%	6.91%	3.32%	3.96%
PE	24.64	20.62	16.59	13.65	每股指标				
PB	4.63	3.83	3.13	2.57	每股收益	0.53	0.63	0.79	0.96
PS	3.84	3.08	2.54	2.08	每股净资产	2.82	3.41	4.17	5.09
EV/EBITDA	16.85	13.81	10.71	8.11	每股经营现金	0.46	0.69	0.82	1.01
股息率	0.00%	0.34%	0.20%	0.29%	每股股利	0.00	0.04	0.03	0.04

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn