



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

产品力优势稳固，电商高增助力全国扩张

—百亚股份(003006)首次覆盖报告

2022 年 03 月 27 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

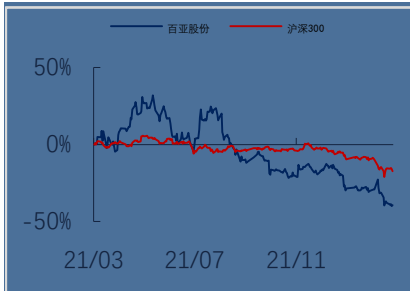
公司研究

公司首次覆盖报告

百亚股份(003006)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.05
52周内股价波动区间(元)	28.40-12.90
最近一月涨跌幅(%)	-13.63
总股本(亿股)	4.30
流通A股比例(%)	50.07
总市值(亿元)	56.16

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

产品力优势稳固，电商高增助力全国扩张

2022年03月27日

报告内容摘要：

◆**个护龙头 21 年稳健收官，收入、净利分别同增 17%、25%。**公司发布年报，2021 年实现营业收入为 14.63 亿元，同比增长 16.97%；归母净利润 2.28 亿元，同比增长 24.88%，主要由于公司持续提升中高端卫生巾产品占比驱动业绩增长。20 年由于疫情影响全年各季度销售较平均，导致 Q2-Q3 在高基数下增长相对放缓，21 年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 35%/16%/8%/10%；由于销售费用主要于淡季投放存在季度波动，Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别增长 47%/50%/1%/4%。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 13.3%、22.4%。

◆**我国吸收性卫生用品市场广阔，女性/婴儿卫生用品占据主要份额。**2020 年吸收性卫生用品行业规模达 1200 亿元，增速稳定，其中女性卫生用品占比 50%，渗透率接近 100%，市场逐渐转化为存量市场，预计未来 5 年单价提升仍为行业增长主要推力；**婴儿卫生用品**占比 40%，18 年行业渗透率约为 64%，与发达国家 90% 以上的渗透率相比存在进一步提升空间；**成人失禁用品**基数小增速快，仅占总市场规模的 10%。据尼尔森数据，在 21 年全国销售额份额排名中，公司卫生巾产品份额全国排名第三，在重庆市场销售份额排名第一，在四川及云贵陕市场份额排名第二。

◆**向中高端产品升级成效显著，线上线下协同发展思路清晰，股权激励彰显增长信心。**产品端 21 年公司卫生巾收入占比提升至 81%，中高端“自由点”品牌占比超 95%，21 年卫生巾品类实现收入 18.4 亿元，同比增长 25%，18-21 年 CAGR 达 27.3% 高于总体，后续看好公司持续的研发投入与营销投入，核心品牌“自由点”不断丰富品类&增强品牌力。**渠道端**公司坚持“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”策略，线上线下协同并进：1) 电商渠道 21 年实现 37% 高增，占比达 14%，21 年 12 月公司发布股权激励计划，业绩考核 22/23/24 年电商业务同比增速分别达 61%/45%/41%，线上增长有望加速释放；2) 线下渠道经销+KA 并重，西南地区占比 60%，同时公司加速全国扩张，目前已进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区合计占比 12%，21 年公司在核心市场川渝/云贵陕收入增速分别为 15.7%/24.9%，两湖及其他地区增速为 16.4%，未来公司将继续深耕川渝和云贵陕地区核心市场，并逐步向外围扩展，打造第二增长曲线。

◆**盈利预测与投资评级：**公司川渝地区起家，多年来通过聚焦中高端产品、精细化渠道管理，实现区域市场的占有率领先。自由点产品力提升促进全国以及线上渠道扩张，同时，渠道延伸进一步强化公司产品力，形成产品和渠道的双正向循环。暂不考虑股权激励费用影响，激励目标对应 2022-2024 年收入、利润 CAGR 分别为 22%、18%，彰显发展信心。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.7 亿元、3.23 亿元、3.82 亿元，同比分别增长 18.3%、19.8%、18.3%，目前股价对应 2022 年 PE 为 20.8x，首次覆盖给予“买入”评级

◆**风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,251	1,463	1,805	2,188	2,632
增长率 YoY %	8.8%	17.0%	23.4%	21.3%	20.3%
归属母公司净利润 (百万元)	183	228	270	323	382
增长率 YoY%	42.4%	24.9%	18.3%	19.8%	18.3%
毛利率%	42.7%	44.7%	45.1%	44.9%	44.5%
净资产收益率ROE%	16.2%	18.8%	20.2%	21.9%	23.3%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.63	0.75	0.89
市盈率 P/E(倍)	54.67	33.83	20.82	17.38	14.69
市净率 P/B(倍)	9.57	6.32	4.21	3.81	3.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 25 日收盘价

目 录

一、吸收性卫生用品市场空间大.....	5
二、产品升级+线上线下并重，未来成长可期.....	6
2.1 产品中高端升级成效显著，抢占电商等新兴渠道	6
2.2 未来线下+线上渠道协同发展，股权激励凸显信心.....	8
三、盈利预测与投资评级.....	9
四、风险因素	11

表 目 录

表 1：收入预测简表.....	10
表 2：利润预测简表.....	10
表 3：可比公司 2022 年平均 PE 约 18 倍.....	11

图 目 录

图 1：我国吸收性护理行业市场规模趋于稳定	5
图 2：女性&婴儿卫生用品占据主要市场（市场规模：亿元）	5
图 3：女性卫生用品、婴儿卫生用品增速下滑	5
图 4：女性卫生用品基本饱和婴儿卫生用品仍有提升空间	5
图 5：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 13%	6
图 6：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 22%	6
图 7：分季度收入表现	6
图 8：分季度利润表现	6
图 9：近年公司卫生巾板块快速发展.....	7
图 10：21 年卫生巾收入占比达 81%.....	7
图 11：公司研发支出占比持续提升	7
图 12：近年广告宣传费投入持续增加.....	7
图 13：电商渠道收入自 2018 年增长显著	8
图 14：21 年电商渠道收入占比 14%.....	8
图 15：西南地区是公司主要收入构成.....	8
图 16：公司分渠道收入增速	8
图 17：股权激励 2022-2024 年收入 CAGR 目标 22%.....	9
图 18：股权激励 2022-2024 年利润 CAGR 目标 18%.....	9

一、吸收性卫生用品市场空间大

我国吸收性卫生用品市场约 1200 亿元，近年规模趋于稳定。伴随着我国居民人均可支配收入的提高和个人健康管理意识不断加强，消费者对一次性个人卫生用品的舒适、健康、安全以及功能等方面的需求亦不断提高，进而促进了整个行业市场规模扩大。根据生活用纸专业委员会的统计，20 年我国吸收性卫生用品市场规模达到 1,214 亿元，较 19 年增加 4.2%，15-20 年间复合增长率为 8.7%。

从细分市场来看，女性卫生用品与婴儿卫生用品市场仍占个人护理行业主要比重。2020 年，女性卫生用品/婴儿卫生用品/成人失禁用品分别占总市场规模的 50.5%/40%/9.5%。

其中，成人失禁用品近几年增长迅速，15-20 年的复合增长率达到 17.8%，近三年增长有加速趋势，但因其基数较小，市场渗透率低的原因，整体市场规模仍然较小，仅占总市场规模的 10%。女性卫生用品近三年增速有一定放缓，主要由于行业渗透率饱和（接近 100%），近三年均呈现个位数增长。婴儿卫生用品受近几年出生人口下滑影响，市场增速有所承压，18 年行业渗透率约为 64%，与发达国家 90% 以上的渗透率相比仍存在进一步提升空间。

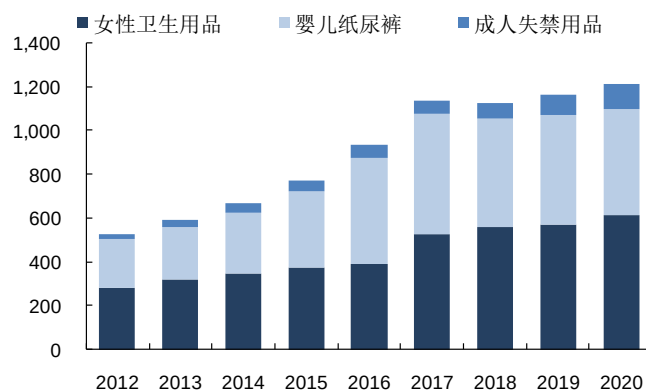
展望未来，我们认为女性卫生用品市场逐渐转化为存量市场，行业体量增长因素也逐渐由量增转化为价增，预计未来 5 年单价提升仍为行业增长主要推力。婴儿卫生用品市场渗透率提升、“三孩”政策出台、消费升级趋势，将有助于带动婴儿卫生用品行业规模稳定发展。

图 1：我国吸收性护理行业市场规模趋于稳定



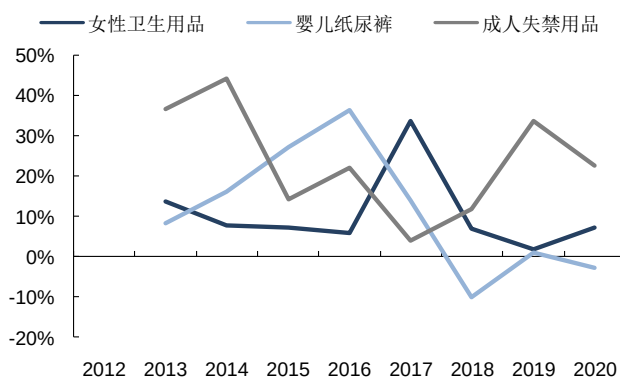
资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 2：女性&婴儿卫生用品占据主要市场（市场规模：亿元）



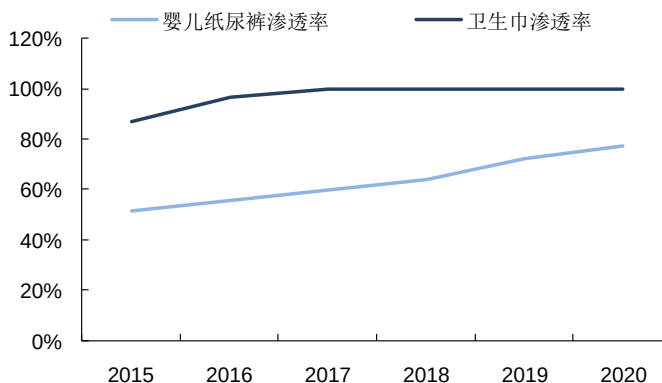
资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 3：女性卫生用品、婴儿卫生用品增速下滑



资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 4：女性卫生用品基本饱和婴儿卫生用品仍有提升空间



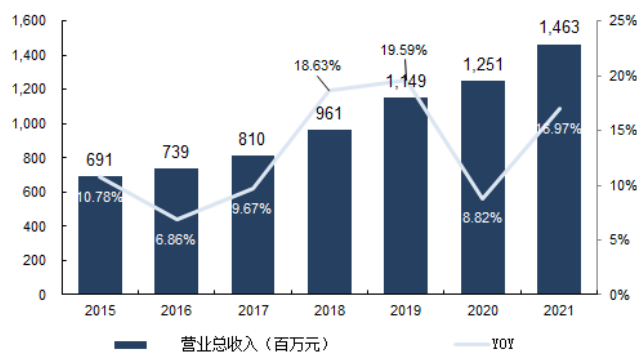
资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

二、产品升级+线上线下并重，未来成长可期

2021 年增长稳健，过去六年营业收入、归母净利 CAGR 分别为 13.3%、22.4%。公司年报显示，2021 年实现营业收入为 14.63 亿元，同比增长 16.97%；归母净利润 2.28 亿元，同比增长 24.88%，主要由于公司持续提升中高端卫生巾产品占比驱动业绩增长。

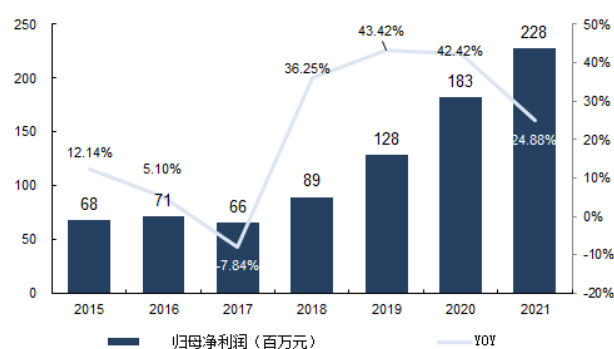
公司业务具有一定季节性，通常 Q1/Q4 为行业销售旺季。20 年由于疫情影响全年各季度销售较平均，导致 Q2-Q3 在高基数下增长相对放缓，公司 21 年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 35%/16%/8%/10%；由于销售费用主要于淡季投放存在季度波动，Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利分别增长 47%/50%/1%/4%。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利 CAGR 分别为 13.3%、22.4%。

图 5：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 13%



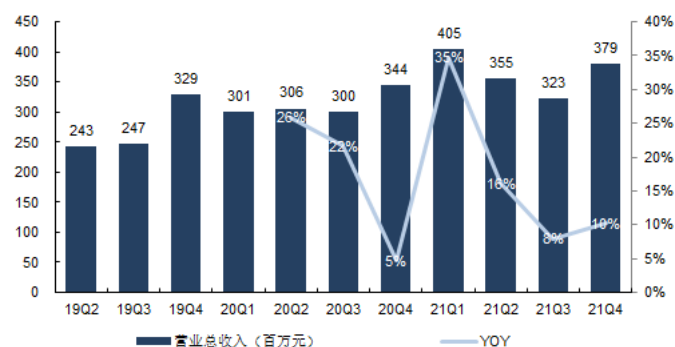
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 22%



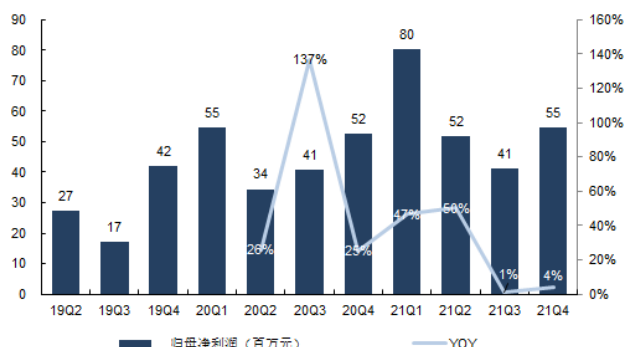
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：分季度收入表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：分季度利润表现



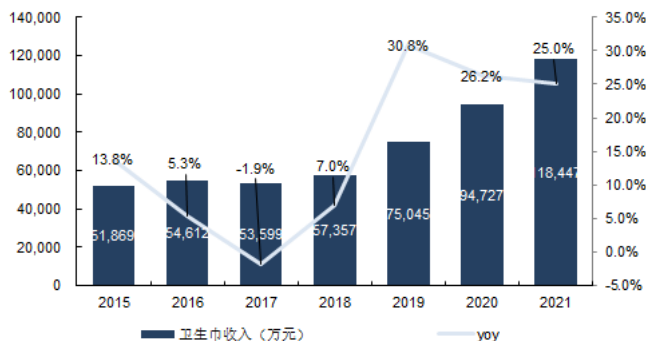
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 产品中高端升级成效显著，抢占电商等新兴渠道

推动产品结构升级向中高端产品拓展，卫生巾驱动增长显著。公司卫生巾收入占比自 18 年开始逐年提升，已从 60% 升至 21 年的 81%，其中，2021 年公司中高端产品自由点卫生巾

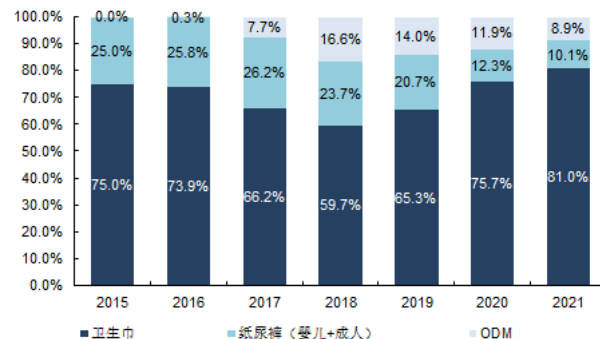
收入占公司卫生巾收入的比例超过 95%。2021 年，公司卫生巾品类实现收入 18.4 亿元，同比增长 25%，2018-2021 年 CAGR 达 27.3%，高于总体增速，是公司过去几年强劲增长驱动。

图 9：近年公司卫生巾板块快速发展



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 10：21 年卫生巾收入占比达 81%

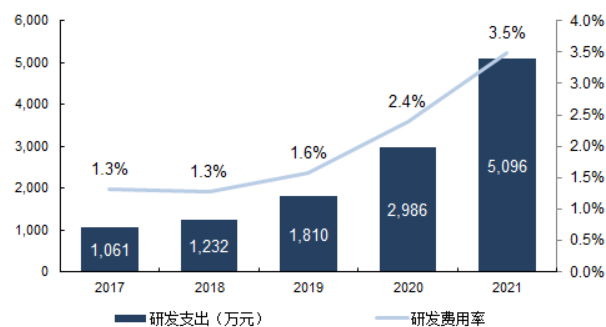


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

研发投入产品持续迭代，广告宣传投入打造品牌力。报告期内，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，17-21 年公司研发费用率从 1.3% 提升至 3.5%，通过持续创新满足市场多层次和差异化的产品需求。

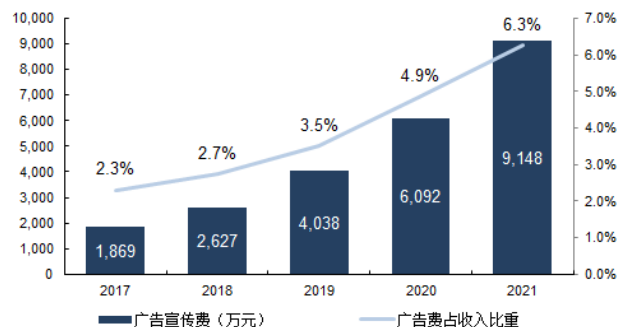
同时，公司持续加大中高端系列产品的市场推广力度，提升了重点品项的销售占比，公司在深化线下业务布局的同时，公司旗下的“自由点”已形成较好品牌力，品牌荣获“中国驰名商标”、“最佳品牌形象奖”等荣誉。公司将持续加强核心品牌“自由点”品牌建设，并持续拓展安睡裤、有机纯棉等新品类，以保障产品质量为基础，专注打造中国一次性卫生用品领域优质、领先的民族品牌。

图 11：公司研发支出占比持续提升



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 12：近年广告宣传费投入持续增加

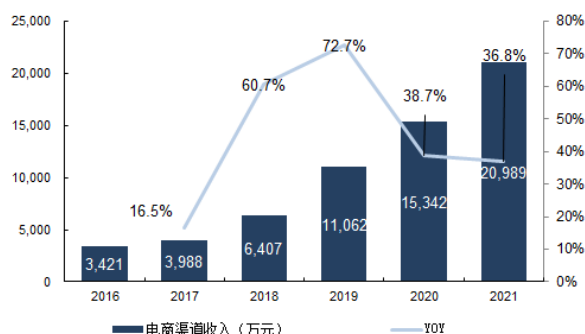


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

电商渠道增长驱动显著，21 年营收占比增至 14%，18-21 年 CAGR 达 48.5%。公司坚持“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，在深化线下业务布局的同时，加大了线上和新兴渠道业务投入，电商渠道自 18 年起显著高增长。行业整体看，据尼尔森数据，21 年与 20 年相比，卫生巾在电商渠道销售占比从 22% 增至 25%，电商渠道整体销售额同比增 14.03%；电商也是婴儿纸尿裤最重要渠道，21 年电商渠道婴儿纸尿裤销售占比达 55.76%。近年来，直播、团购及 O2O 等新兴渠道快速兴起，亦抢占了一次性个人卫生用品

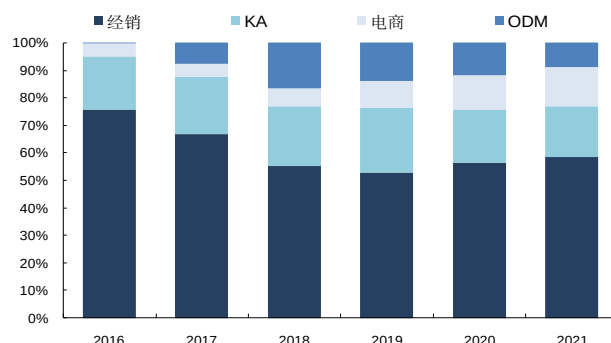
的一部分市场份额。21 年公司电商渠道实现收入 2.1 亿元，同比增 36.8%，收入占比从 18 年的 6.7% 增至 21 年的 14.3%，18-21 年 CAGR 达 48.5%。

图 13：电商渠道收入自 2018 年增长显著



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 14：21 年电商渠道收入占比 14%



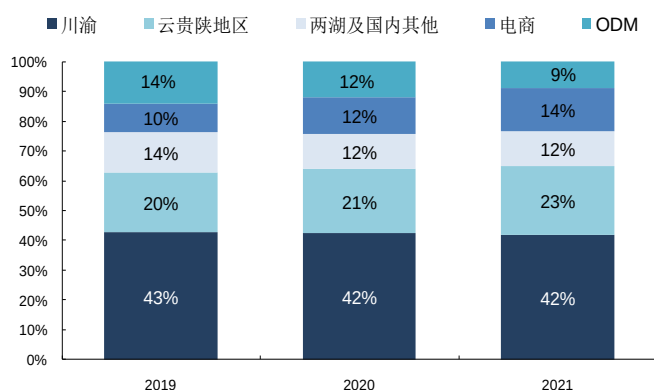
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2.2 未来线下+线上渠道协同发展，股权激励凸显信心

线下渠道包括经销商+KA，西南地区占比 60% 以上，区域市占率持续领先，未来有望加快全国市场开拓。公司以川渝起家，先是向云贵陕辐射，再是对两湖地区布局，当前实施线上线下同步扩张走向全国战略。21 年公司继续深耕川渝和云贵陕地区核心市场，优化经销商结构，拓展和扩大销售网络，川渝/云贵陕占收入比分别为 42%/23%；同时，公司正逐步完成外围区域试点省打造和全国拓展模式推广，目前公司已经进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场，合计占比约 12%。

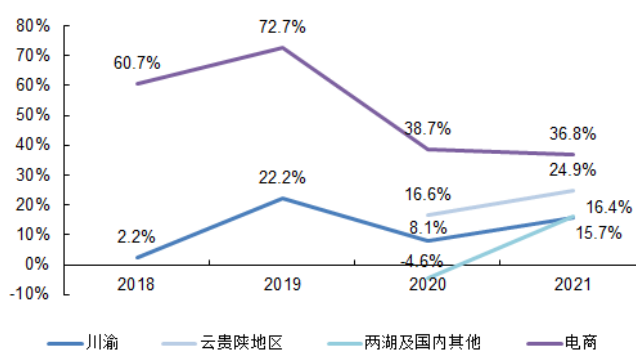
据尼尔森数据，在 21 年全国销售额份额排名中，公司卫生巾产品份额全国排名第三，在重庆市场销售份额排名第一，在四川及云贵陕市场份额排名第二。21 年公司在核心市场川渝/云贵陕收入增速分别为 16.4%/24.9%，在两湖及其他地区增速达 15%，未来公司将继续深耕川渝和云贵陕地区核心市场，并逐步向外围扩展。

图 15：西南地区是公司主要收入构成



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 16：公司分渠道收入增速



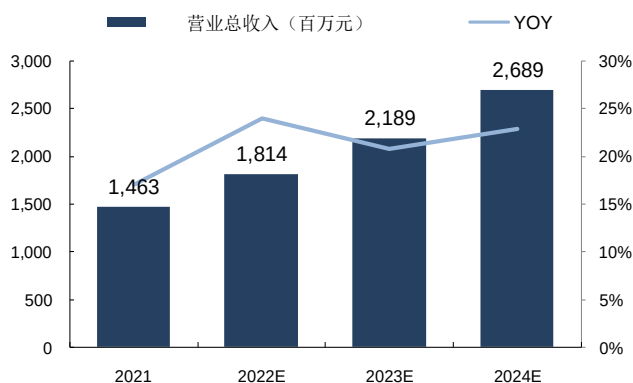
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

股权激励发布，彰显电商业务发展信心，22-24 年电商 CAGR 目标 48%。21 年 12 月公司发布股权激励计划。公司股权激励向 568 名中高层管理人员及核心骨干授予权益不超过 495.54 万份（占总股本 1.16%），行权价格为 17.38 元/份，激励计划的行权考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，行权期业绩考核条件分为线上和线下两个维度：

1) 线上渠道，22/23/24 年以 20 年线上收入为基数，线上业务收入增长率分别不低于 120%/220%/350%，即电商业务对应同比增速目标分别为 61%/45%/41%；

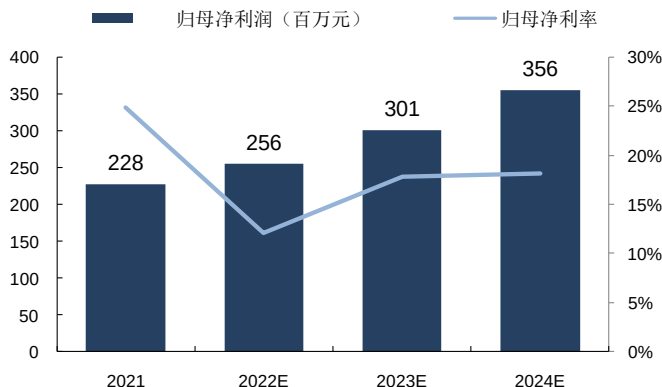
2) 非线上业务，22/23/24 年以 20 年公司收入与净利润为基数，收入增长率分别不低于 45%/75%/115%，净利润增长率分别不低于 40%/65%/95%。暂不考虑股权激励费用，股权激励目标对应公司 22-24 年营收分别约 18/22/27 亿元，归母净利润 2.5/3/3.5 亿元，随着股权激励绑定业务团队一致利益，预计未来公司电商渠道随着激励落地增速将加速释放，驱动业绩高速增长。

图 17：股权激励 2022-2024 年收入 CAGR 目标 22%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 18：股权激励 2022-2024 年利润 CAGR 目标 18%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

三、盈利预测与投资评级

主要收入预测假设：1) 线下渠道：在核心区域川渝市占率较高预计将保持稳定增长，假设 22-24 年该地区增速分别为 15%、15%、15%；22-24 年云贵陕地区仍在持续份额提升阶段，预计该地区增速分别为 24%、20%、15%；随着公司全国拓展，假设两湖及其他地区 22-24 年收入分别增长 25%、20%、20%；2) 电商渠道：公司股权激励计划彰显电商渠道发展决心，参考股权激励计划，预计该渠道 22-24 年将保持高速增长，增速分别为 60%、45%、40%。

综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 18.05 亿元、21.88 亿元、26.32 亿元，同比分别增长 23.4%、21.3%、20.3%。

表 1：收入预测简表

万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	96,116	114,941	125,075	146,306	180,492	218,848	263,192
川渝	40,204	49,120	53,091	61,444	70,661	81,260	93,449
云贵陕地区		23,041	26,870	33,563	41,618	49,942	57,433
两湖及国内其他		15,576	14,855	17,286	21,608	25,929	31,115
电商	6,407	11,062	15,342	20,989	33,582	48,694	68,171
ODM	15,945	16,142	14,918	13,024	13,024	13,024	13,024
收入占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
川渝	42%	43%	42%	42%	39%	37%	36%
云贵陕地区		20%	21%	23%	23%	23%	22%
两湖及国内其他		14%	12%	12%	12%	12%	12%
电商	7%	10%	12%	14%	19%	22%	26%
ODM	17%	14%	12%	9%	7%	6%	5%
收入同比	18.6%	19.6%	8.8%	17.0%	23.4%	21.3%	20.3%
川渝	2.2%	22.2%	8.1%	15.7%	15%	15%	15%
云贵陕地区			16.6%	24.9%	24%	20%	15%
两湖及国内其他			-4.6%	16.4%	25%	20%	20%
电商	60.7%	72.7%	38.7%	36.8%	60%	45%	40%
ODM	156.1%	1.2%	-7.6%	-12.7%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率和费用率假设：1) 假设 22-24 年川渝地区毛利率稳定为 51.7%，云贵陕毛利率稳定为 52.1%，两湖及全国其他地区毛利率为 40.2%，电商毛利率基本稳定为 34.5%，ODM 毛利率为 22.5%。2) 假设 22-24 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。3) 假设 22-24 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.7 亿元、3.23 亿元、3.82 亿元，同比分别增长 18.3%、19.8%、18.3%。

表 2：利润预测简表

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
综合毛利率	42.13%	45.91%	42.66%	44.71%	45.11%	44.87%	44.53%
川渝		51.87%	48.39%	50.72%	51.7%	51.7%	51.7%
云贵陕地区		50.65%	50.38%	52.09%	52.1%	52.1%	52.1%
两湖及国内其他		43.74%	36.58%	38.16%	40.2%	40.2%	40.2%
电商	32.93%	39.37%	35.44%	34.52%	34.5%	34.5%	34.5%
ODM	23.01%	27.57%	21.86%	22.47%	22.5%	22.5%	22.5%
期间费用率							
销售费用	245.75	309.08	221.90	278.92	344.74	418.00	502.70
%销售收入	25.57%	26.89%	17.74%	19.06%	19.1%	19.1%	19.1%
管理费用	33.47	42.26	59.88	74.77	92.24	111.84	134.51
%销售收入	3.48%	3.68%	4.79%	5.11%	5.11%	5.11%	5.11%
研发费用	12.32	18.10	29.86	50.96	62.86	76.22	91.66
%销售收入	1.28%	1.57%	2.39%	3.48%	3.48%	3.48%	3.48%
财务费用	-2.12	-1.37	-3.12	-2.84	-3.32	-4.21	-5.89

%销售收入	-0.22%	-0.12%	-0.25%	-0.19%	-0.18%	-0.19%	-0.22%
营业利润	103.55	148.34	212.44	255.23	308.13	369.11	436.51
yoy		43.26%	43.21%	20.15%	20.73%	19.79%	18.26%
归母净利润	89.35	128.15	182.51	227.92	269.72	323.18	382.27
yoy		43.43%	42.41%	24.89%	18.34%	19.82%	18.28%
归母净利率	9.30%	11.15%	14.59%	15.58%	14.94%	14.77%	14.52%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

看好公司产品渠道双正向循环带来的长期品牌力提升，首次覆盖给予“买入”评级。公司川渝地区起家，多年来通过聚焦中高端产品、精细化渠道管理，实现区域市场的占有率领先。自由点产品力提升促进全国以及线上渠道扩张，同时，渠道延伸进一步强化公司产品力，形成产品和渠道的双正向循环。公司 21 年 12 月发布股权激励彰显对电商渠道高速增长的信心，看好公司线上线下协同发展带来规模及效率的显著提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.7 亿元、3.23 亿元、3.82 亿元，同比分别增长 18.3%、19.8%、18.3%，目前（2022/3/25）股价对应 2022 年 PE 为 20.8x，略高于可比公司 22 年平均估值水平，考虑到公司业务以自主品牌为主，未来由区域向全国扩张具备广阔成长空间，且近期推出股权激励实现线上、线下多渠道团队利益一致化，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司 2022 年平均 PE 约 18 倍

公司名称	股价	市值	— 归母净利（亿元） —		— PE —		PB	ROE
	2022/3/25	（亿元）	2021E	2022E	21PE	22PE	(MRQ)	(%)
中顺洁柔	12.16	159.6	5.8	8.0	27.4	19.9	3.3	9.79
豪悦护理	43.08	68.9	3.9	5.3	17.8	13.1	2.4	8.01
可靠股份	15.78	42.9	0.8	1.7	52.8	24.7	3.0	6.75
稳健医疗	67.04	285.9	14.7	17.9	19.4	16.0	2.7	10.45
平均					29.4	18.4	2.8	8.8
百亚股份	13.05	56.2	2.3	2.7	24.6	20.8	4.7	15.11

资料来源：Wind 一致预期，信达证券研发中心；注：除百亚股份外均为 Wind 一致预期

四、风险因素

市场竞争加剧风险：一次性卫生用品行业厂商及品牌数目众多，市场化竞争程度较高。同时，随着移动互联网普及和营销手段多元化，丰富了本行业销售维度的同时亦加大了市场竞争程度。如果公司不能适时把握消费需求和营销趋势的变化方向，并制定行之有效的发展战略提早布局，可能将对公司经营业绩带来不利影响。

原材料价格大幅波动风险：公司生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子、膜、胶、无尘纸和浆板等，合计占公司采购总额的比重在 60% 左右，其中浆板价格主要受木材产地地理气候、生产能力和供需关系影响，其他主要原材料价格主要受石油价格和石油化工行业供需关系影响。如果未来浆板和石油价格出现上涨或持续大幅波动，可能将加大公司的成本压力，进而对公司经营业绩造成不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	909	917	1,012	1,218	1,472
货币资金	248	259	283	403	557
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	92	134	165	200	241
预付账款	6	7	9	10	13
存货	150	162	197	240	291
其他	412	355	359	365	371
非流动资产	556	636	733	753	766
长期股权投资	0	20	20	20	20
固定资产(合计)	391	451	501	538	563
无形资产	67	66	66	66	66
其他	98	100	146	130	118
资产总计	1,465	1,553	1,745	1,971	2,237
流动负债	334	330	403	490	591
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	152	164	201	245	297
其他	182	166	202	245	295
非流动负债	7	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	8	8	8	8
负债合计	341	339	411	498	599
少数股东权益	-1	1	1	0	-1
归属母公司股东	1,125	1,213	1,333	1,473	1,639
负债和股东权益	1,465	1,553	1,745	1,971	2,237

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,251	1,463	1,805	2,188	2,632
同比(%)	8.8%	17.0%	23.4%	21.3%	20.3%
归属母公司净利润	183	228	270	323	382
同比(%)	42.4%	24.9%	18.3%	19.8%	18.3%
毛利率(%)	42.7%	44.7%	45.1%	44.9%	44.5%
ROE%	16.2%	18.8%	20.2%	21.9%	23.3%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.63	0.75	0.89
P/E	54.67	33.83	20.82	17.38	14.69
P/B	9.57	6.32	4.21	3.81	3.43
EV/EBITDA	42.49	26.02	15.19	12.54	10.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,251	1,463	1,805	2,188	2,632
营业成本	717	809	991	1,207	1,460
营业税金及	12	14	17	20	25
销售费用	222	279	345	418	503
管理费用	60	75	92	112	135
研发费用	30	51	63	76	92
财务费用	-3	-3	-3	-4	-6
减值损失合	-2	-2	-2	-2	-2
投资净收益	0	13	0	0	1
其他	2	6	9	11	13
营业利润	212	255	308	369	437
营业外收支	0	0	-1	-1	-1
利润总额	212	255	308	369	436
所得税	30	31	38	46	55
净利润	182	224	269	323	382
少数股东损	0	-4	-1	-1	-1
归属母公司净利润	183	228	270	323	382
EBITDA	247	285	351	416	485
EPS(当年)(元)	0.46	0.53	0.63	0.75	0.89

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	251	197	326	385	451
净利润	182	224	269	323	382
折旧摊销	37	44	54	60	67
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	-13	0	0	-1
营运资金变	25	-65	-1	-2	-1
其它	6	7	5	5	5
投资活动现金流	-477	-58	-151	-81	-82
资本支出	-97	-121	-82	-82	-82
长期投资	-380	63	0	0	0
其他	0	0	-70	0	1
筹资活动现金流	245	-129	-151	-183	-216
吸收投资	238	0	3	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	-128	-153	-183	-216
现金流净增加额	18	10	24	121	153

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。