

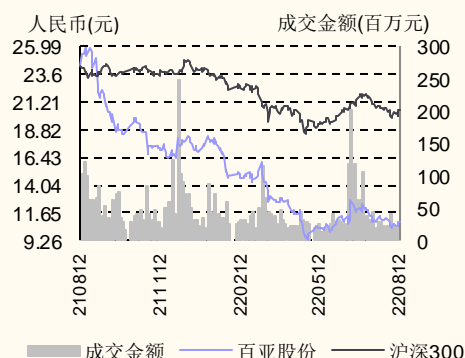
百亚股份 (003006.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.93 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.30
已上市流通 A 股(亿股)	2.15
总市值(亿元)	47.04
年内股价最高最低(元)	26.01/9.26
沪深 300 指数	4191
深证成指	12419



相关报告

1. 《川渝卫生巾龙头如何突围全国? - 百亚股份首次覆盖报告》, 2022.5.5

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

电商延续靓丽表现, 盈利端静待修复

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,572	1,927	2,351
营业收入增长率	8.82%	16.97%	7.47%	22.58%	21.97%
归母净利润(百万元)	183	228	211	250	318
归母净利润增长率	42.41%	24.89%	-7.35%	18.60%	27.04%
摊薄每股收益(元)	0.427	0.533	0.491	0.582	0.739
每股经营性现金流净额	0.59	0.46	0.57	0.65	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.23%	18.79%	16.30%	17.68%	19.81%
P/E	58.95	33.65	22.27	18.78	14.78
P/B	9.57	6.32	3.63	3.32	2.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

8月12日公司发布中报业绩, 1H22 实现营收 7.39 亿元, 同比-2.86%; 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比-40.65%; 其中 2Q22 现营收 3.07 亿元, 同比-13.65%; 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比-55.64%。

经营分析

- **卫生巾大盘表现稳健, 纸尿裤增速阶段性回落。** 1) 卫生巾: 1H22 实现营收 6.1 亿元 (+0.11%), 毛利率 49% (-3.4pct), 阶段性回落原因如下: ①线上、外围市场占比提升, 毛利率低于核心线下经销渠道; ②浆、SAP、无纺布等原料成本处于高位。2) 纸尿裤&ODM: 营收 0.64/0.63 亿元 (-19.6%/-9.8%), 纸尿裤行业竞争激烈, 公司阶段性资源投入收缩导致增速回落, 大客户业务波动导致 ODM 业务下降。
- **电商高增表现靓丽, 线下外围省份持续开拓。** 1) 分渠道, 线上延续高增, 1H22 线上/线下营收 1.38/5.38 亿元 (+52%/-10.4%), 电商毛利率 41.2%, 同比持平。2) 分地区, 1H22 川渝/云贵陕/其他地区营收 2.7/1.6/1/1 亿元, 同比 -20%/-11%/+27.4%, 毛利率 +44.1%/50.5%/48.9%, 同比 -6.2/-2.9/+10pct, 公司核心区域以 KA 业态分布居多, 疫情导致 KA 客流承压营收增速回落, 且市场竞争激烈, 部分促销冲减收入导致毛利率短期承压。
- **线上扩张品宣费投入激进, 看好 2H 电商规模效应带动盈利空间释放、核心区域盈利修复。** 受低外围市场&电商占比、核心区域毛利率承压等影响, 1H22 实现毛利率 43.2% (-2.4pct), 归母净利率为 10.6% (-6.8pct); 其中, 2Q22 毛利率环比-3.7pct 至 41.1%, 销售/管理&研发/财务费用率同比 +4.19/-0.73/-0.08pct, 主因竞争激烈导致促销、广宣等销售费用投入提升。
- **产品持续优化升级, 区域向全国成长可期。** 尽管短期受到疫情扰动+竞争激烈, 但在线上、外围区域保持成长态势。6 月公司新发天然蚕丝“敏感肌”系列, 中高端新品推出推动产品结构优化, 看好中期公司份额持续提升。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 22-24 年归母净利分别为 2.1、2.5、3.2 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 22、19、15X, 考虑公司作为区域卫生巾品牌龙头, 次新区域持续开拓, 且激励到位, 中长期市占率提升逻辑顺畅, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险; 跨区域扩张不及预期的风险; 市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险; 股东减持风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,149	1,251	1,463	1,572	1,927	2,351	货币资金	227	248	259	281	294	387
增长率		8.8%	17.0%	7.5%	22.6%	22.0%	应收款项	121	121	154	157	202	253
主营业务成本	-622	-717	-809	-888	-1,093	-1,306	存货	131	150	162	173	216	258
%销售收入	54.1%	57.3%	55.3%	56.5%	56.7%	55.6%	其他流动资产	13	390	342	349	350	352
毛利	528	534	654	684	834	1,045	流动资产	492	909	917	960	1,062	1,250
%销售收入	45.9%	42.7%	44.7%	43.5%	43.3%	44.4%	%总资产	49.5%	62.0%	59.0%	58.1%	57.3%	58.7%
营业税金及附加	-12	-12	-14	-15	-18	-22	长期投资	0	0	20	20	20	20
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	418	454	531	605	705	793
销售费用	-309	-222	-279	-314	-378	-461	%总资产	42.1%	31.0%	34.2%	36.7%	38.1%	37.2%
%销售收入	26.9%	17.7%	19.1%	20.0%	19.6%	19.6%	无形资产	71	68	66	66	65	65
管理费用	-42	-60	-75	-82	-102	-127	非流动资产	502	556	636	692	792	878
%销售收入	3.7%	4.8%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	%总资产	50.5%	38.0%	41.0%	41.9%	42.7%	41.3%
研发费用	-18	-30	-51	-55	-67	-85	资产总计	994	1,465	1,553	1,652	1,854	2,128
%销售收入	1.6%	2.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	短期借款	0	0	1	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	146	210	236	219	269	351	应付款项	199	219	229	240	292	346
%销售收入	12.7%	16.8%	16.1%	13.9%	13.9%	14.9%	其他流动负债	85	115	100	115	144	175
财务费用	1	3	3	2	3	3	流动负债	284	334	330	355	436	521
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	7	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0	负债	290	341	339	355	436	521
投资收益	0	0	13	16	16	15	普通股股东权益	701	1,125	1,213	1,295	1,417	1,606
%税前利润	0.0%	0.0%	5.0%	6.7%	5.6%	4.1%	其中：股本	385	428	428	430	430	430
营业利润	148	212	255	237	287	368	未分配利润	216	380	456	538	659	848
营业利润率	12.9%	17.0%	17.4%	15.1%	14.9%	15.6%	少数股东权益	4	-1	1	1	1	1
营业外收支	0	0	0	3	1	0	负债股东权益合计	994	1,465	1,553	1,652	1,854	2,128
税前利润	148	212	255	240	288	368							
利润率	12.9%	17.0%	17.4%	15.3%	14.9%	15.6%	比率分析						
所得税	-20	-30	-31	-29	-37	-50		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	13.8%	14.2%	12.2%	12.0%	13.0%	13.5%	每股指标						
净利润	128	182	224	211	250	318	每股收益	0.333	0.427	0.533	0.491	0.582	0.739
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0	每股净资产	1.820	2.629	2.836	3.010	3.292	3.732
归属于母公司的净利润	128	183	228	211	250	318	每股经营现金净流	0.342	0.586	0.461	0.566	0.648	0.836
净利率	11.1%	14.6%	15.6%	13.4%	13.0%	13.5%	每股股利	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.29%	16.23%	18.79%	16.30%	17.68%	19.81%
净利润	128	182	224	211	250	318	总资产收益率	12.89%	12.46%	14.67%	12.78%	13.51%	14.95%
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0	投入资本收益率	17.91%	16.00%	17.04%	14.83%	16.49%	18.88%
非现金支出	37	40	48	41	51	64	增长率						
非经营收益	-1	3	-9	-14	-14	-13	主营业务收入增长率	19.59%	8.82%	16.97%	7.47%	22.58%	21.97%
营运资金变动	-33	25	-65	5	-9	-10	EBIT增长率	40.51%	43.21%	12.54%	-7.36%	22.99%	30.48%
经营活动现金净流	132	251	197	244	279	360	净利润增长率	43.43%	42.41%	24.89%	-7.35%	18.60%	27.04%
资本开支	-24	-97	-121	-100	-152	-153	总资产增长率	14.71%	47.37%	6.02%	6.35%	12.23%	14.78%
投资	0	-380	63	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	16	16	15	应收账款周转天数	21.3	24.5	28.2	30.0	31.0	32.0
投资活动现金净流	-24	-477	-58	-84	-136	-138	存货周转天数	72.9	71.5	70.4	71.0	72.0	72.0
股权募资	4	238	0	0	0	0	应付账款周转天数	78.5	74.6	71.4	71.0	70.0	69.0
债权募资	0	0	0	-9	0	0	固定资产周转天数	125.3	114.1	112.5	118.6	115.7	111.5
其他	-50	7	-129	-129	-129	-129	偿债能力						
筹资活动现金净流	-46	245	-129	-138	-129	-129	净负债/股东权益	-32.25%	-56.10%	-48.52%	-47.23%	-44.13%	-44.72%
现金净流量	61	18	10	22	14	93	EBIT利息保障倍数	-107.2	-67.2	-83.0	-88.7	-101.4	-110.0
							资产负债率	29.15%	23.28%	21.82%	21.51%	23.52%	24.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	11	14	42
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.15	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-05	买入	9.91	12.50 ~ 12.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402