

百亚股份 (003006.SZ)

强烈推荐 (维持)

收入区域结构影响盈利, 电商及外围市场高增有望延续

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 10.93 元

公司发布 2022 年半年度报告, 公司 22H1 实现营业总收入 7.39 亿元, 同比下滑 2.86%, 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比下滑 40.65%, 实现扣非归母净利润 0.75 亿元, 同比下滑 39.22%。其中, 公司单 Q2 实现营业总收入 3.07 亿元, 同比下滑 13.65%, 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比下滑 -55.64%, 实现扣非归母净利 0.2 亿元, 同比下滑 55.77%。

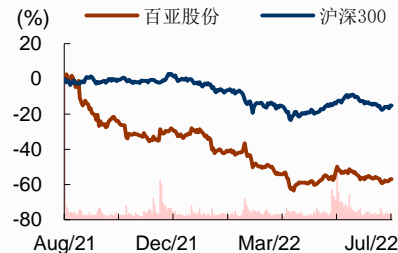
基础数据

总股本 (万股)	43033
已上市流通股 (万股)	21547
总市值 (亿元)	47
流通市值 (亿元)	24
每股净资产 (MRQ)	2.7
ROE (TTM)	14.9
资产负债率	19.4%
主要股东	重庆复元商贸有限公司
主要股东持股比例	41.2%

□ 卫生巾基本盘保持稳健, 核心区域受疫情影响承压。分产品角度, 公司 22H1 卫生巾/纸尿裤/ODM 分别实现收入 6.11/0.64/0.63 亿元, 分别同比 +0.11%/-19.58%/-9.79%, 卫生巾大盘基本稳健, 受新生儿人口下降及市场竞争加剧影响, 婴童纸尿裤收入下滑明显, 但公司顺应我国老龄化趋势, 紧抓“银发经济”行业机遇, 加大成人纸尿裤资源倾斜, 梳理产品体系, 收入体量实现较快增长。分区域角度, 公司 22H1 川渝地区/云贵陕地区/电商渠道/其他地区分别实现收入 2.68/1.56/1.38/1.13 亿元, 分别同比 -19.99%/-11.03%/+51.96%/+27.40%, 核心区域收入下滑, 预计与疫情下消费者流量自大店向街边店、社区电商转移 (公司优势渠道为核心大店) 以及竞争加剧有关。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-27	-55
相对表现	-1	-18	-39



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 渠道支持力度加大, 收入区域结构变化致综合利润率承压。公司 22H1 实现毛利率 43.23%, 同比下滑 2.4pcts, 其中川渝云贵陕毛利率下滑明显, 预计主因市场竞争加剧、渠道支持力度加大, 叠加原材料成本上涨压力, 电商渠道毛利率基本稳定, 外围市场随市场扩容盈利能力显著提升。费用端, 公司 22H1 销售/管理/研发费率分别达到 23.1%/4.2%/3.6%, 均同比上升, 其中销售费率提升 5pcts 左右, 主因广宣费用增加叠加收入下滑。综合来看, 由于公司利基市场收入下滑, 电商及外围市场仍保持较好增长, 22H1 归母净利率下滑 7pcts 至 11%。

相关报告

- 1、《百亚股份 (003006) —Q1 疫情影响+费用投放业绩承压, 外围市场高速增长》2022-04-28
- 2、《百亚股份 (003006) —产品结构升级助力业绩增长, 全国化进程有序推进》2022-03-27
- 3、《百亚股份 (003006) —电商持续快速发展, 销售费用增加影响 Q3 盈利》2021-10-18

□ 盈利预测及投资建议: 公司重视人才、深耕产品, 在渠道多元化的时代下, 新兴品牌得以崭露头角, 公司亦依托自身产品力及渠道力实现市占率的提升, 并依托电商、KA 等渠道从西部地区向全国扩张, 目前外围及电商渠道增长势头仍向好。我们预计公司 2022-2023 年实现归母净利润 2.00 亿元、2.45 亿元、3.16 亿元, 同比变动 -12%、22%、29%, 8 月 12 日股价对应 22 年 PE 为 23.5X, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ 风险提示: 疫情风险, 市场竞争加剧的风险, 区域拓张不及预期的风险。

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1251	1463	1606	2058	2525
同比增长	9%	17%	10%	28%	23%
营业利润(百万元)	212	255	226	276	357
同比增长	43%	20%	-11%	22%	29%
归母净利润(百万元)	183	228	200	245	316
同比增长	42%	25%	-12%	22%	29%
每股收益(元)	0.42	0.53	0.46	0.57	0.73
PE	25.8	20.6	23.5	19.2	14.9
PB	4.2	3.9	3.3	2.9	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	909	917	1094	1291	1553
现金	248	259	417	539	704
交易性投资	382	332	357	344	351
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	92	134	110	146	181
其它应收款	6	8	9	11	14
存货	150	162	177	220	267
其他	30	22	24	30	37
非流动资产	556	636	684	728	768
长期股权投资	0	20	20	20	20
固定资产	391	451	506	556	601
无形资产商誉	67	66	59	53	48
其他	98	100	99	99	99
资产总计	1465	1553	1778	2019	2321
流动负债	334	330	355	416	481
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	152	164	185	231	280
预收账款	64	50	55	68	83
其他	118	116	116	117	119
长期负债	7	8	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	8	9	9	9
负债合计	341	339	365	425	490
股本	428	428	430	430	430
资本公积金	261	250	250	250	250
留存收益	436	535	735	920	1162
少数股东权益	(1)	1	(2)	(6)	(12)
归属于母公司所有者权益	1125	1213	1416	1600	1843
负债及权益合计	1465	1553	1778	2019	2321

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	251	197	266	251	325
净利润	182	224	196	240	311
折旧摊销	37	43	50	55	59
财务费用	0	0	(3)	(4)	(5)
投资收益	0	(13)	(14)	(15)	(15)
营运资金变动	29	(59)	31	(35)	(34)
其它	2	2	5	9	10
投资活动现金流	(477)	(58)	(112)	(73)	(91)
资本支出	(97)	(121)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(380)	63	(12)	28	9
筹资活动现金流	245	(129)	5	(56)	(68)
借款变动	(1)	(123)	(1)	0	0
普通股增加	43	0	3	0	0
资本公积增加	199	(11)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(60)	(73)
其他	4	4	4	4	5
现金净增加额	19	10	158	122	165

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1251	1463	1606	2058	2525
营业成本	717	809	911	1135	1376
营业税金及附加	12	14	16	20	24
营业费用	222	279	337	473	581
管理费用	60	75	82	105	126
研发费用	30	51	45	61	76
财务费用	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)
资产减值损失	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	2	(1)	0	0	0
其他收益	4	9	7	7	7
投资收益	0	13	6	7	8
营业利润	212	255	226	276	357
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	212	255	226	276	357
所得税	30	31	30	36	46
少数股东损益	(0)	(4)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	183	228	200	245	316

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	9%	17%	10%	28%	23%
营业利润	43%	20%	-11%	22%	29%
归母净利润	42%	25%	-12%	22%	29%
获利能力					
毛利率	42.7%	44.7%	43.3%	44.8%	45.5%
净利率	14.6%	15.6%	12.4%	11.9%	12.5%
ROE	20.0%	19.5%	15.2%	16.2%	18.4%
ROIC	19.6%	18.8%	14.7%	15.7%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	23.3%	21.8%	20.5%	21.1%	21.1%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.8	3.1	3.1	3.2
速动比率	2.3	2.3	2.6	2.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
存货周转率	5.1	5.2	5.4	5.7	5.7
应收账款周转率	14.9	12.9	13.1	16.1	15.5
应付账款周转率	4.9	5.1	5.2	5.5	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.42	0.53	0.46	0.57	0.73
每股经营净现金	0.58	0.46	0.62	0.58	0.76
每股净资产	2.61	2.82	3.29	3.72	4.28
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.17	0.22
估值比率					
PE	25.8	20.6	23.5	19.2	14.9
PB	4.2	3.9	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	19.1	15.9	17.0	14.2	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。