

## 百亚股份

003006

审慎增持 (维持)

## 收入利润短期承压，长期逻辑仍在兑现

2022年8月15日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-12
收盘价(元)	10.93
总股本(百万股)	430.33
流通股本(百万股)	215.47
总市值(百万元)	4703.51
流通市值(百万元)	2355.06
净资产(百万元)	1170.31
总资产(百万元)	1453.45
每股净资产(元)	2.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《百亚股份 2021 年报点评: 产品结构持续优化, 全国化拓展可期》2022-03-27

《百亚股份: 走向全国的一次性卫生用品领先企业》2022-01-11

《百亚股份动态点评: 首次股权激励计划出台, 彰显中长期发展信心》2021-12-04

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1463	1574	1901	2303
同比增长	17.0%	7.6%	20.8%	21.1%
归母净利润(百万元)	228	203	255	311
同比增长	24.9%	-10.9%	25.7%	22.0%
毛利率	44.7%	43.6%	43.6%	43.6%
净利率	15.3%	12.7%	13.2%	13.3%
净资产收益率	18.8%	15.7%	17.8%	19.5%
每股收益(元)	0.53	0.47	0.59	0.72
每股经营现金流(元)	0.46	0.36	0.56	0.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 事件: 8月12日, 公司发布2022年半年报。①2022年上半年公司实现营业收入7.39亿元, 同比-2.86%; 实现归母净利润0.78亿元, 同比-40.65%; 实现扣非后归母净利润0.75亿元, 同比-39.22%。②2022Q2实现营业收入3.07亿元, 同比-13.65%; 实现归母净利润0.23亿元, 同比-55.64%; 实现扣非后归母净利润0.20亿元, 同比-55.78%。
- 多因素导致公司收入利润短期承压, 22H2 战术调整有望改善。受疫情、行业竞争加剧、渠道结构变化(卖场客流向线上转移)、消费者购物习惯改变(偏好就近购买、按需购买)等影响, 22H2 公司收入下滑2.86%。22H1 毛利率为43.23%, 同比-2.43pct, 主要系①绒毛浆、高分子等原材料价格上涨幅度较大; ②渠道、促销投入增加; ③生产、人工成本增加。针对上半年行业的新变化, 公司已在Q2末进行相应的战术调整, 包括增加能覆盖更多网点的客户、加大渠道专供产品的推出、将部分费用投放由线下卖场转移到线上O2O和兴趣电商等, 7月已有明显效果, 预计下半年有望改善。
- 品类分化明显, 卫生巾扛压微增、婴裤下滑、成裤高增。22H1 卫生巾/纸尿裤/ODM收入6.11/0.64/0.63亿元, 同比+0.11%/-19.58%/-9.79%, 尽管上半年行业层面压力较大, 但公司仍持续推进自由点的份额提升及产品结构优化工作。6月末公司推出高端系列敏感肌, 主打天然蚕丝, 丰富中高端产品品类, 带动收入提升。

- **核心区域承压，外围区域及电商维持较高增长区间。**22H1 川渝/云贵陕/其他地区/电商收入 2.68/1.56/1.13/1.38 亿元，同比-19.99%/-11.03%/+27.40%/+51.96%。尽管核心区域受疫情影响不大，但卖场客流下滑影响销售。外围区域、电商增速符合预期。分渠道来看，KA 同增、经销下滑，其中 KA 渠道的增量主要来自外围区域，弥补了核心区域的下滑。
- **短期扰动无惧长期成长，全国化拓张持续推进。**公司持续推进“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展战略，深化核心区域渠道下沉、拓展外围区域，积极拥抱电商及新零售市场，扩张逻辑仍在逐步兑现。
- **盈利预测：**我们调整公司的盈利预测，预计 2022-2023 年公司 EPS 为 0.47/0.59，对应当前股价 PE 为 23.16 /18.43 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：1.疫情恶化；2.外围区域扩张不及预期；3.原材料大幅上涨。**

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	917	991	1206	1457
货币资金	259	305	450	614
交易性金融资产	332	332	332	332
应收票据及应收账款	134	145	175	211
预付款项	7	8	9	11
存货	162	178	215	260
其他	23	24	26	28
<b>非流动资产</b>	636	596	555	512
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	451	456	439	411
在建工程	80	40	20	10
无形资产	66	62	59	56
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	1	-0	-1	-3
其他	20	19	19	19
<b>资产总计</b>	1553	1587	1761	1969
<b>流动负债</b>	330	291	328	374
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	164	180	218	264
其他	166	110	110	110
<b>非流动负债</b>	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	339	298	336	382
股本	428	430	430	430
资本公积	250	250	250	250
未分配利润	456	510	624	760
少数股东权益	1	-2	-7	-12
<b>股东权益合计</b>	1214	1288	1425	1587
<b>负债及权益合计</b>	1553	1587	1761	1969

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	228	203	255	311
折旧和摊销	43	37	39	40
资产减值准备	4	0	1	1
资产处置损失	1	1	1	1
公允价值变动损失	1	-3	-1	0
财务费用	0	-12	-16	-22
投资损失	-13	-3	-3	-3
少数股东损益	-4	-3	-4	-5
营运资金的变动	-64	-15	-33	-40
<b>经营活动产生现金流量</b>	197	154	239	282
<b>投资活动产生现金流量</b>	-58	8	4	3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-129	-115	-99	-122
现金净变动	10	47	145	164
现金的期初余额	243	259	305	450
现金的期末余额	253	305	450	614

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1463	1574	1901	2303
营业成本	809	888	1072	1299
税金及附加	14	15	18	21
销售费用	279	331	386	467
管理费用	75	74	89	106
研发费用	51	55	66	80
财务费用	-3	-12	-16	-22
其他收益	9	6	6	5
投资收益	13	3	3	3
公允价值变动收益	-1	3	1	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	255	232	292	355
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	1	5	5	5
<b>利润总额</b>	255	228	287	350
所得税	31	29	36	44
<b>净利润</b>	224	200	251	306
少数股东损益	-4	-3	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	228	203	255	311
<b>EPS(元)</b>	0.53	0.47	0.59	0.72

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.0%	7.6%	20.8%	21.1%
营业利润增长率	20.1%	-9.0%	25.7%	21.6%
归母净利润增长率	24.9%	-10.9%	25.7%	22.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.7%	43.6%	43.6%	43.6%
净利率	15.3%	12.7%	13.2%	13.3%
ROE	18.8%	15.7%	17.8%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.8%	18.8%	19.1%	19.4%
流动比率	2.77	3.41	3.68	3.89
速动比率	2.28	2.80	3.02	3.20
<b>营运能力</b>				
资产周转率	96.9%	100.2%	113.6%	123.5%
应收帐款周转率	1259%	1104%	1166%	1167%
存货周转率	518.2%	522.1%	546.0%	546.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.53	0.47	0.59	0.72
每股经营现金	0.46	0.36	0.56	0.66
每股净资产	2.82	3.00	3.33	3.72
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	20.64	23.16	18.43	15.11
PB	3.88	3.64	3.29	2.94

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn