

# 电商、外围区域收入靓丽，营销费用投放增加

## 百亚股份 (003006)

### 事件

公司发布 2022 年半年报：22H1 营收 7.39 亿元/-2.86%，归母净利润 0.78 亿元/-40.65%，扣非归母净利润 0.75 亿元/-39.22%；经营活动现金流量净额 0.51 亿元/-54.82%，EPS（基本）为 0.18 元/股，同比变动-41.94%，ROE（加权）为 6.53%/-4.37pct。

分季度，22Q2 实现收入 3.07 亿元/-13.65%，归母净利润 0.23 亿元/-55.64%，扣非归母净利润 0.20 亿元/-55.78%。

### 简评

疫情影响、行业竞争加剧背景下，上半年卫生巾业务平稳，纸尿裤、ODM 业务下滑。分产品来看，22H1 卫生巾收入 6.11 亿元/+0.11%、纸尿裤收入 0.64 亿元/-19.58%、ODM 收入 0.63 亿元/-9.79%。上半年疫情反复影响线下消费，同时行业竞争加剧，卫生巾业务在川渝、云贵陕核心地区出现下滑，得益于电商渠道和其他地区快速增长，整体保持平稳，核心品牌自由点预计同比略有增长。

上半年电商收入高增 52%，其他地区持续开拓，疫情影响线下客流，核心区域川渝、云贵陕收入下滑。分渠道，22H1 电商渠道收入为 1.38 亿元/+51.96%，表现靓丽，主要收益于抖音、拼多多等新平台放量、以及天猫等传统平台的营销投放，线下预计 KA 渠道保持双位数增长，经销渠道出现下滑。分区域，22H1，川渝地区收入为 2.68 亿元/-19.99%、云贵陕地区收入为 1.56 亿元/-11.03%、其他地区收入为 1.13 亿元/+27.40%，未来公司在核心五省继续推进产品与客户调整，发力 O2O 到家等模式，提升网点覆盖，旨在提升市场份额。

原材料等成本提升影响毛利率，上半年营销费用投放影响业绩。上半年，公司毛利率 43.2%/-2.4pct，分产品看卫生巾业务毛利率 49.0%/-3.4pct，分地区看川渝地区 44.1%/-6.2pct、云贵陕地区 50.5%/-2.9pct，其他地区 48.9%/+10.0pct，电商渠道 41.2%/+0.3pct，毛利率下滑主要由于原材料高分子材料、绒毛浆价格上涨、渠道结构调整及核心地区促销影响；净利率为 10.6%/-6.8pct，主要由于营销资源和市场费用投入力度提升，上半年销售、管理、研发、财务费用率为 23.2%/+5.3pct、4.2%/持平、3.6%/+0.1pct、-0.2%/持平。

**盈利预测：**预计公司 2022-2024 年实现营收 15.79、19.71、23.72 亿元，同增 8.0%、24.8%、20.3%；归母净利润分别为 2.00、2.41、2.90 亿元，同比变动-12.3%、20.4%、20.3%；对应最新 PE 分别为 23.5x、19.5x、16.2x，维持“买入”评级。

**风险提示：**电商、其他地区开拓不及预期，原材料价格波动。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

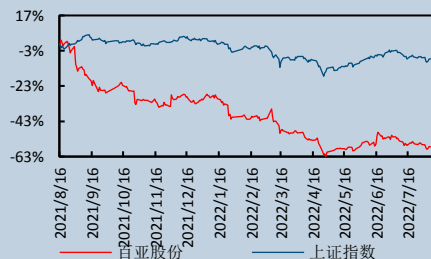
发布日期：2022 年 08 月 14 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.62/-1.39	5.0/-1.25	-56.85/-50.04
12 月最高/最低价 (元)			27.44/9.11
总股本 (万股)			43,033.03
流通 A 股 (万股)			21,546.78
总市值 (亿元)			47.04
流通市值 (亿元)			23.55
近 3 月日均成交量 (万股)			335.73
主要股东			
重庆复元商贸有限公司			41.2%

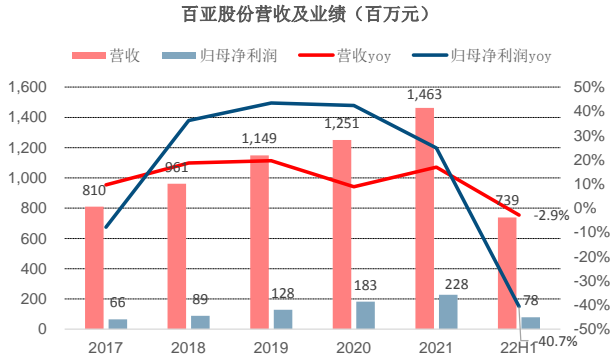
### 股价表现



### 相关研究报告

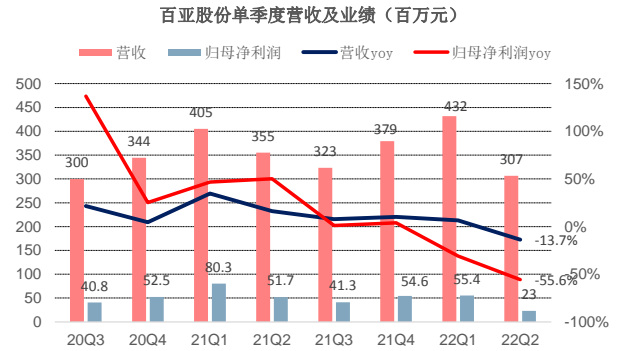
- 22.03.27 【中信建投轻工纺服及教育】百亚股份 (003006):卫生巾主业表现靓丽，22 年电商渠道可期
- 21.10.18 【中信建投轻工纺服及教育】百亚股份 (003006):Q3 费用投放加大，持续加码卫生巾自主品牌建设
- 21.08.02 【中信建投轻工纺服及教育】百亚股份 (003006):21H1 业绩同增 48%，渠道扩张+产品创新逻辑持续兑现

图表1： 22H1 百亚股份收入、业绩同比-2.9%、-40.7%



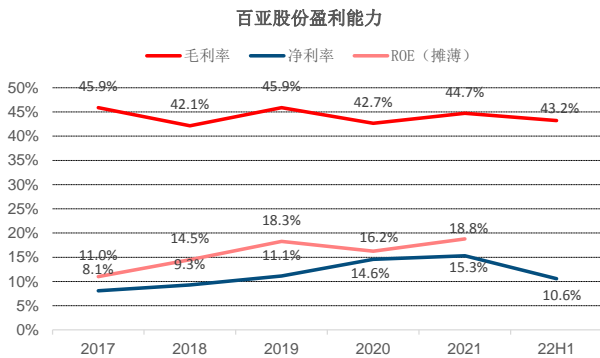
资料来源：公司公告、中信建投

图表2： 22Q2 百亚股份收入、业绩同比-13.7%、-55.6%



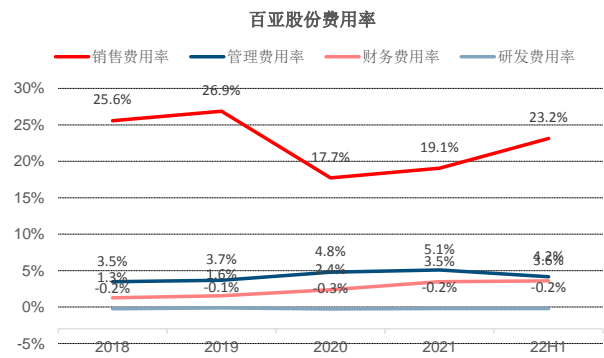
资料来源：公司公告、中信建投

图表3： 22H1 百亚股份毛利率、净利率同比-2.4pct、-6.8pct



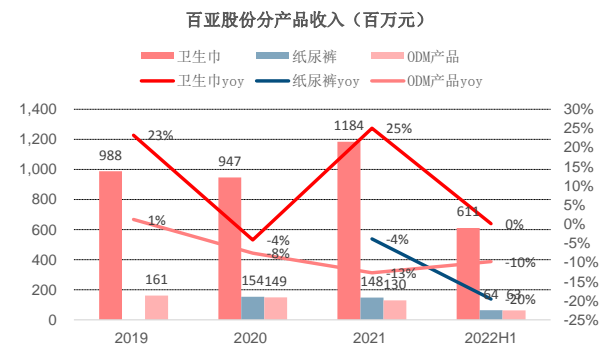
资料来源：公司公告、中信建投

图表4： 22H1 百亚股份销售费用率同比 5.3pct



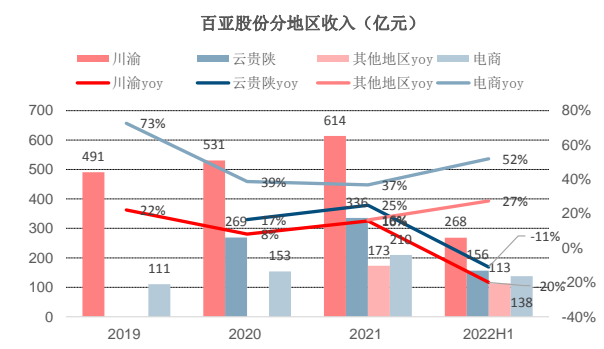
资料来源：公司公告、中信建投

图表5： 22H1 百亚股份卫生巾收入同比+0.1%



资料来源：公司公告、中信建投

图表6： 22H1 百亚股份电商、其他收入同比+52%、+27%



资料来源：公司公告、中信建投

**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>909</b>	<b>917</b>	<b>981</b>	<b>1,140</b>	<b>1,330</b>
现金	248	259	295	364	465
应收票据及应收账款合计	115	146	158	197	237
其他应收款	6	8	9	11	14
预付账款	6	7	8	9	11
存货	150	162	176	223	267
其他流动资产	383	335	335	336	337
<b>非流动资产</b>	<b>556</b>	<b>636</b>	<b>684</b>	<b>719</b>	<b>740</b>
长期投资	0	20	19	19	18
固定资产	391	452	479	544	597
无形资产	67	66	59	55	50
其他非流动资产	98	99	127	100	74
<b>资产总计</b>	<b>1,465</b>	<b>1,553</b>	<b>1,665</b>	<b>1,859</b>	<b>2,070</b>
<b>流动负债</b>	<b>334</b>	<b>330</b>	<b>359</b>	<b>453</b>	<b>543</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	152	164	179	226	271
其他流动负债	182	166	180	227	272
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
长期借款	0	1	0	0	0
其他非流动负债	7	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	<b>341</b>	<b>339</b>	<b>368</b>	<b>461</b>	<b>551</b>
少数股东权益	-1	1	-2	-6	-11
股本	428	428	428	428	428
资本公积	261	250	250	250	250
留存收益	436	535	622	726	852
归属母公司股东权益	1,125	1,213	1,300	1,404	1,530
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,465</b>	<b>1,553</b>	<b>1,665</b>	<b>1,859</b>	<b>2,070</b>

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>251</b>	<b>197</b>	<b>254</b>	<b>310</b>	<b>368</b>
净利润	182	224	197	237	285
折旧摊销	37	44	62	75	89
财务费用	-3	-3	-4	-5	-6
投资损失	0	-13	-4	-3	-3
营运资金变动	29	-64	2	3	1
其他经营现金流	6	9	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-477</b>	<b>-58</b>	<b>-108</b>	<b>-109</b>	<b>-109</b>
资本支出	95	120	110	110	110
长期投资	-380	63	0	0	0
其他投资现金流	-192	-241	-218	-219	-219
<b>筹资活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>-129</b>	<b>-109</b>	<b>-132</b>	<b>-158</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	245	-130	-109	-131	-158
<b>现金净增加额</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>37</b>	<b>69</b>	<b>101</b>

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,251</b>	<b>1,463</b>	<b>1,579</b>	<b>1,971</b>	<b>2,372</b>
营业成本	717	809	881	1,112	1,333
营业税金及附加	12	14	15	18	22
销售费用	222	279	344	427	519
管理费用	60	75	69	86	103
研发费用	30	51	55	69	83
财务费用	-3	-3	-4	-5	-6
资产减值损失	-2	-2	-3	-3	-4
信用减值损失	-1	-1	-1	-2	-2
其他收益	4	9	9	9	9
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	0	13	4	3	3
资产处置收益	-3	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>212</b>	<b>255</b>	<b>228</b>	<b>270</b>	<b>324</b>
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	5	1	0
利润总额	212	255	224	269	324
所得税	30	31	27	33	39
<b>净利润</b>	<b>182</b>	<b>224</b>	<b>197</b>	<b>237</b>	<b>285</b>
少数股东损益	0	-4	-3	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>183</b>	<b>228</b>	<b>200</b>	<b>241</b>	<b>290</b>
EBITDA	246	296	281	340	407
EPS (元)	0.42	0.53	0.46	0.56	0.67

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.82	16.97	7.95	24.81	20.34
营业利润(%)	43.21	20.15	-10.58	18.27	19.91
归属于母公司净利润(%)	42.41	24.89	-12.28	20.42	20.32
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.66	44.71	44.24	43.60	43.80
净利率(%)	14.59	15.58	12.66	12.21	12.21
ROE(%)	16.23	18.79	15.38	17.14	18.93
ROIC(%)	30.49	36.08	25.71	28.19	31.10
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.28	21.82	22.07	24.79	26.63
净负债比率(%)	-22.09	-21.24	-22.73	-26.05	-30.61
流动比率	2.72	2.77	2.73	2.52	2.45
速动比率	2.25	2.25	2.21	2.00	1.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.94	0.95	1.06	1.15
应收账款周转率	10.90	10.02	10.02	10.02	10.02
应付账款周转率	4.72	4.92	4.92	4.92	4.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.53	0.46	0.56	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.46	0.59	0.72	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.82	3.02	3.26	3.56
<b>估值比率</b>					
P/E	25.77	20.64	23.53	19.54	16.24
P/B	4.18	3.88	3.62	3.35	3.07
EV/EBITDA	41.64	24.41	15.04	12.35	10.16

资料来源：公司财报、中信建投预测

## 分析师介绍

**叶乐:** 中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016 年加入中信建投证券研究发展部, 2019 年“水晶球”中小市值入围, 2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, yele@csc.com.cn

## 研究助理

**秦臻** 17801049361 qinzhen@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk