

## 电商及外围省增速稳健, 营销投放力度增强

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2022年半年报, 2022年上半年公司实现营收7.4亿元, 同比-2.9%; 实现归母净利润0.8亿元, 同比-40.7%; 实现扣非净利润0.7亿元, 同比-39.2%。单季度来看, 2022Q2公司实现营收3.1亿元, 同比-13.6%; 实现归母净利润0.2亿元, 同比-55.6%; 实现扣非后归母净利润0.2亿元, 同比-55.8%。报告期内公司受疫情反复和渠道推广投放增加影响, 业绩较上年同期有所回落。
- 渠道开拓保持较快投放节奏, 盈利能力暂时承压。** 报告期内, 公司整体毛利率为43.2%, 同比-2.4pp, 主要系核心原材料价格涨幅较高, 以及冲减收入的营销投放增加所致。费用率方面, 公司总费用率为30.7%, 同比+5.3pp, 主要由于销售费用率增加。2022H1公司销售费用率为23.1%, 同比+5.2pp, 主要是公司为拓展外围区域、加快发展电商及新零售渠道, 保持营销资源和市场费用较高投入; 管理费用率为4.2%, 同比+0.02pp; 财务费用率为-0.2%, 同比持平; 研发费用率为3.6%, 同比+0.1pp。综合来看, 公司净利率为10.6%, 同比-6.8pp, 整体来看公司受宏观环境、疫情因素及市场竞争环境等因素的影响, 同时积极开拓外围省份及电商渠道而导致的前期投入较大, 盈利能力暂时承压。单季度数据来看, 2022Q2毛利率为41.1%, 同比-5pp; 净利率为7.5%, 同比-7.1pp。2022年上半年公司经营性现金流净额为0.5亿, 同比-54.8%, 主要是公司本期销售回款减少, 同时购买材料及营销费用支出增加所致。
- 外围省及电商渠道保持较快增长, 核心区域受疫情扰动短期下滑。** 分区域来看, 2022H1川渝/云贵陕/其他区域收入分别为2.7/1.6/1.1亿元, 同比-20%/-11%/+27.4%。川渝及云贵陕地区收入下滑, 主要是公司线下渠道中大型网点收入占比较高, 疫情导致线下客流量降低所致; 外围省份仍保持较快增长。线上渠道方面, 报告期内公司电商渠道营业收入达到1.4亿, 同比增长52%, 占营业收入比重18.7%。上半年公司电商渠道保持高增长, 主要积极开拓电商渠道, 加大线上营销资源投入, 优化线上组织和人员, 同时借力线上渠道加大品牌宣传及产品推广力度, 提升品牌影响力。预计随着国内各地区疫情好转, 线下渠道客流恢复, 公司核心区域有望保持竞争优势, 恢复稳健增长。
- 卫生巾品类收入规模总体稳定, 纸尿裤及ODM业务收缩。** 分产品看, 上半年公司卫生巾/纸尿裤/ODM产品收入分别为6.1/0.6/0.6亿元, 同比+0.1%/-19.6%/-9.8%。纸尿裤产品收入下滑, 主要由于受国内婴儿出生人口持续下降的影响, 婴儿纸尿裤市场规模有所下滑; 在公司着力发展自主品牌战略下, 公司ODM业务收缩。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.47元、0.60元、0.76元, 对应PE分别为22倍、17倍、14倍。维持“持有”评级。
- 风险提示:** 主要原材料价格大幅波动的风险; 募投项目投产进展不及预期的风险; 新品推广进展不及预期的风险; 疫情影响范围扩大的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1463.06	1562.50	1916.22	2335.39
增长率	16.97%	6.80%	22.64%	21.87%
归属母公司净利润(百万元)	227.92	200.50	257.95	325.88
增长率	24.89%	-12.03%	28.65%	26.34%
每股收益EPS(元)	0.53	0.47	0.60	0.76
净资产收益率ROE	18.45%	15.15%	7.28%	19.23%
PE	20	22	17	14
PB	3.66	3.38	3.00	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.30
流通A股(亿股)	2.15
52周内股价区间(元)	9.26-26.82
总市值(亿元)	44.45
总资产(亿元)	15.53
每股净资产(元)	2.84

### 相关研究

- 百亚股份(003006): 电商保持亮眼增长, 销售费用投放力度加大 (2022-05-04)
- 百亚股份(003006): 加强品牌投入, 渠道扩张步伐坚实 (2022-03-28)
- 百亚股份(003006): 股权激励范围广, 彰显中长期稳健发展信心 (2021-12-02)
- 百亚股份(003006): 品牌力持续强化, 渠道稳步扩张 (2021-10-19)

**关键假设：**

假设 1：伴随纸浆、高分子等原材料价格回归常态，公司卫生巾产品毛利率改善，2022-2024 年卫生巾毛利率分别为 49.6%、49.8%、49.8%；

假设 2：纸尿裤产品市场规模收缩，竞争较激烈，毛利率维持在 10.5%；

假设 3：销售费用率保持较高投入，2022-2024 年分别为 21.5%、22%、22.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
卫生巾	收入	1184.5	1326.6	1698.1	2122.6
	增速	25.0%	12%	28%	25%
	成本	584.49	668.6	852.4	1065.5
	毛利率	50.7%	49.6%	49.8%	49.8%
婴儿纸尿裤	收入	148.4	118.7	106.8	101.5
	增速	-3.9%	-20.0%	-10.0%	-5.0%
	成本	123.45	106.2	95.6	90.8
	毛利率	16.8%	10.5%	10.5%	10.5%
ODM	收入	130.24	117.2	111.4	111.4
	增速	-12.7%	-10%	-5%	0%
	成本	101.0	99.6	94.7	94.7
	毛利率	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	1463.1	1,562.5	1,916.2	2,335.4
	增速	17.0%	6.8%	22.6%	21.9%
	成本	808.9	874.5	1,042.7	1,251.0
	毛利率	44.7%	44.0%	45.6%	46.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1463.06	1562.50	1916.22	2335.39	净利润	224.09	199.11	255.69	322.34
营业成本	808.92	874.46	1042.67	1251.00	折旧与摊销	42.80	46.88	46.88	46.88
营业税金及附加	13.63	15.13	18.39	16.11	财务费用	-2.84	-0.59	-0.90	-1.51
销售费用	278.92	335.94	421.57	518.46	资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.77	109.37	141.80	182.16	经营营运资本变动	-52.69	-4.63	-17.76	-7.36
财务费用	-2.84	-0.59	-0.90	-1.51	其他	-11.62	-0.37	-0.05	-0.16
资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>197.25</b>	<b>240.39</b>	<b>283.86</b>	<b>360.19</b>
投资收益	12.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.85	-50.00	-40.00	0.00
公允价值变动损益	-0.58	0.37	0.05	0.16	其他	18.94	0.37	0.05	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-57.91</b>	<b>-49.63</b>	<b>-39.95</b>	<b>0.16</b>
<b>营业利润</b>	<b>255.23</b>	<b>228.56</b>	<b>292.75</b>	<b>369.34</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	-0.09	-0.11	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>255.14</b>	<b>228.47</b>	<b>292.64</b>	<b>369.24</b>	股权融资	-10.80	0.00	0.00	0.00
所得税	31.06	29.37	36.95	46.90	支付股利	-128.33	-98.96	-90.52	-125.79
净利润	224.09	199.11	255.69	322.34	其他	9.75	-0.42	0.90	1.51
少数股东损益	-3.84	-1.40	-2.26	-3.54	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-129.38</b>	<b>-99.37</b>	<b>-89.62</b>	<b>-124.28</b>
归属母公司股东净利润	227.92	200.50	257.95	325.88	<b>现金流量净额</b>	<b>9.87</b>	<b>91.39</b>	<b>154.29</b>	<b>236.07</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	258.51	349.89	504.18	740.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	149.70	143.20	179.62	220.24	销售收入增长率	16.97%	6.80%	22.64%	21.87%
存货	162.12	177.84	211.02	253.60	营业利润增长率	20.15%	-10.45%	28.08%	26.16%
其他流动资产	346.42	334.91	335.63	336.49	净利润增长率	23.07%	-11.15%	28.42%	26.07%
长期股权投资	19.62	19.62	19.62	19.62	EBITDA 增长率	19.80%	-6.89%	23.24%	22.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	530.55	540.92	541.29	501.66	毛利率	44.71%	44.03%	45.59%	46.43%
无形资产和开发支出	65.73	58.53	51.33	44.13	三费率	23.98%	28.46%	29.35%	29.94%
其他非流动资产	20.55	20.50	20.45	20.40	净利率	15.32%	12.74%	13.34%	13.80%
<b>资产总计</b>	<b>1553.19</b>	<b>1645.40</b>	<b>1863.15</b>	<b>2136.39</b>	ROE	18.45%	15.15%	17.28%	19.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.43%	12.10%	13.72%	15.09%
应付和预收款项	209.79	247.11	285.20	343.94	ROIC	28.92%	23.06%	27.96%	33.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.18%	17.59%	17.68%	17.76%
其他负债	129.04	83.80	98.29	116.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>338.84</b>	<b>330.90</b>	<b>383.48</b>	<b>460.17</b>	总资产周转率	0.97	0.98	1.09	1.17
股本	427.78	430.33	430.33	430.33	固定资产周转率	3.47	3.62	4.89	6.64
资本公积	250.28	247.72	247.72	247.72	应收账款周转率	12.95	11.95	13.34	13.10
留存收益	535.24	636.79	804.22	1004.31	存货周转率	5.18	5.14	5.36	5.39
归属母公司股东权益	1213.30	1314.84	1482.27	1682.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.11%	—	—	—
少数股东权益	1.05	-0.34	-2.60	-6.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1214.35</b>	<b>1314.50</b>	<b>1479.67</b>	<b>1676.22</b>	资产负债率	21.82%	20.11%	20.58%	21.54%
负债和股东权益合计	1553.19	1645.40	1863.15	2136.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.77	3.12	3.28	3.43
					速动比率	2.28	2.57	2.72	2.87
					股利支付率	56.31%	49.36%	35.09%	38.60%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.53	0.47	0.60	0.76
					每股净资产	2.82	3.06	3.44	3.91
					每股经营现金	0.46	0.56	0.66	0.84
					每股股利	0.30	0.23	0.21	0.29
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	295.19	274.85	338.73	414.70					
PE	19.50	22.17	17.23	13.64					
PB	3.66	3.38	3.00	2.64					
PS	3.04	2.85	2.32	1.90					
EV/EBITDA	12.91	13.62	10.60	8.09					
股息率	2.89%	2.23%	2.04%	2.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn