

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

百亚股份(003006)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1、百亚股份(003006)首次覆盖: 产品力优势稳固, 电商高增助力全国扩张

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

电商高增全国扩张, 多举应对短期经营压力

2022年08月16日

事件: 公司发布半年报, 上半年实现营业收入 7.39 亿元, 同比下降 2.9%, 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比下降 40.7%。公司单 Q2 季度实现营业收入 3.07 亿元, 同比下降 13.6%, 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比下降 55.6%。

点评:

- **全国市场拓展成效渐显, 外围省份与电商渠道增长亮眼。**公司 1H22 实现营业收入 7.39 亿元, 同比下降 2.9%, 主要由于国内外宏观环境、新冠疫情、市场竞争环境、渠道结构变化等多重负面因素扰动。**分产品看, 卫生巾:** 1H22 实现收入 6.1 亿元, 同比增长 0.11%, 主要为公司自主品牌自由点驱动。**纸尿裤:** 上半年实现收入 0.64 亿元, 同比下降 19.58%。**ODM:** 上半年实现收入 0.63 亿元, 同比下降 9.79%。**分地区看, 川渝地区:** 实现收入 2.68 亿元, 同比下降 20%; 云贵陕地区实现收入 1.56 亿元, 同比下降 11.03%; 其他地区实现收入 1.13 亿元, 同比增长 27.4%。**分渠道看, 经销商与 KA 渠道:** 上半年实现收入 5.38 亿元, 同比下降 10.35%, 其中经销商渠道收入 3.76 亿元, 同比去年下滑; KA 渠道实现收入 1.61 亿元, 同比去年有所增长, 核心五省以外的区域给 KA 渠道贡献了较多增量。**电商渠道:** 上半年实现收入 1.38 亿元, 同比增长 51.96%, 主要由于公司顺应消费渠道变革趋势, 加大线上营销资源投入, 1H22 公司电商渠道占比已同比提升 6.7pct 至 18.7%。公司持续继续深化核心区域渠道拓展, 拓展外围区域, 加快发展电商及新零售市场, 实现外围省份及电商渠道的快速增长。
- **原材料价格上涨及营销投入加大, 盈利能力短期承压。**毛利率方面, 公司 1H22 实现毛利率 43.23%, 同比-2.4pct, 其中单 Q2 季度实现毛利率 41.08%, 同比-5pct; 其中主要产品卫生巾上半年的毛利率为 49.01%, 同比-3.4pct, 主要由于部分核心原材料价格较去年同期大幅上涨以及线下增长放缓所致。**期间费用方面,** 公司上半年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 23.1%、4.2%、3.6%, 同比变化+5.2pct、+0pct、+0.1pct, 其中销售费用率提升较多, 主要由于公司根据市场拓展计划和竞争情况, 加大了营销资源和市场费用投入力度, 外围省份及电商渠道业务快速增长及收入占比提升, 影响短期费用率。**净利润方面,** 公司上半年实现归母净利润 0.78 亿元, 同比下降 40.7%, 归母净利率 10.61%, 同比-6.76pct, 主要由于毛利率下滑及销售费用投入提升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司多年来通过聚焦中高端产品、精细化渠道管理, 实现区域市场的占有率先, 渠道延伸与区域扩展进一步强化公司产品力, 形成产品和渠道的双正向循环。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.08 亿元、2.45 亿元、2.89 亿元, 同比分别-8.7%、17.7%、17.9%, 目前股价对应 2022 年 PE 为 21x, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,251	1,463	1,582	1,875	2,232
增长率 YoY %	8.8%	17.0%	8.1%	18.5%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	183	228	208	245	289
增长率 YoY%	42.4%	24.9%	-8.7%	17.7%	17.9%
毛利率%	42.7%	44.7%	43.1%	42.9%	42.8%
净资产收益率ROE%	16.2%	18.8%	15.9%	17.3%	18.8%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.48	0.57	0.67
市盈率 P/E(倍)	54.67	33.83	21.36	18.14	15.38
市净率 P/B(倍)	9.57	6.32	3.40	3.15	2.89

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 08 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	909	917	949	1,103	1,297	
货币资金	248	259	262	349	463	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	92	134	144	171	204	
预付账款	6	7	8	9	11	
存货	150	162	178	212	254	
其他	412	355	356	360	365	
非流动资产	556	636	733	753	766	
长期股权投资	0	20	20	20	20	
固定资产(合)	391	451	501	538	563	
无形资产	67	66	66	66	66	
其他	98	100	146	130	118	
资产总计	1,465	1,553	1,682	1,855	2,063	
流动负债	334	330	367	435	518	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	152	164	183	217	260	
其他	182	166	184	217	258	
非流动负债	7	8	8	8	8	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	8	8	8	8	
负债合计	341	339	375	443	526	
少数股东权益	-1	1	1	0	0	
归属母公司股	1,125	1,213	1,306	1,413	1,538	
负债和股东权益	1,465	1,553	1,682	1,855	2,063	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,251	1,463	1,582	1,875	2,232	
同比(%)	8.8%	17.0%	8.1%	18.5%	19.0%	
归属母公司净利润	183	228	208	245	289	
同比(%)	42.4%	24.9%	-8.7%	17.7%	17.9%	
毛利率(%)	42.7%	44.7%	43.1%	42.9%	42.8%	
ROE%	16.2%	18.8%	15.9%	17.3%	18.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.48	0.57	0.67	
P/E	54.67	33.83	21.36	18.14	15.38	
P/B	9.57	6.32	3.40	3.15	2.89	
EV/EBITDA	42.49	26.02	14.82	12.46	10.43	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,251	1,463	1,582	1,875	2,232	
营业成本	717	809	900	1,070	1,277	
营业税金及附加	12	14	15	17	21	
销售费用	222	279	302	358	426	
管理费用	60	75	81	96	114	
研发费用	30	51	55	65	78	
财务费用	-3	-3	-3	-4	-5	
减值损失合	-2	-2	-2	-2	-2	
投资净收益	0	13	0	0	0	
其他	2	6	8	9	11	
营业利润	212	255	238	280	330	
营业外收支	0	0	-1	-1	-1	
利润总额	212	255	237	280	330	
所得税	30	31	30	35	41	
净利润	182	224	208	245	288	
少数股东损益	0	-4	0	0	-1	
归属母公司净利润	183	228	208	245	289	
EBITDA	247	285	282	329	382	
EPS(当年)(元)	0.46	0.53	0.48	0.57	0.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	251	197	270	308	359	
净利润	182	224	208	245	288	
折旧摊销	37	44	54	60	67	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	0	-13	0	0	0	
营运资金变	25	-65	5	-1	-1	
其它	6	7	4	5	5	
投资活动现金流	-477	-58	-151	-81	-81	
资本支出	-97	-121	-81	-82	-82	
长期投资	-380	63	0	0	0	
其他	0	0	-70	0	0	
筹资活动现金流	245	-129	-116	-139	-164	
吸收投资	238	0	3	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-128	-118	-139	-164	
现金流净增加额	18	10	3	88	114	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。