

百亚股份 (003006.SZ)

业绩短期承压，电商渠道引领增长

买入

核心观点

收入、业绩同比下滑。2022H1 公司实现营业收入 7.39 亿元，同比下滑 2.86%；归母净利润 0.78 亿元，同比下滑 40.65%。其中一季度、二季度营收分别为 4.32 / 3.07 亿元，分别同比+6.59%/-13.65%；业绩分别为 0.55/0.23 亿元，分别同比-31.00%/-55.64%。上半年消费品行业整体受疫情影响较大，线下客流锐减、行业竞争加剧，量价均有所承压。

毛利率下滑，销售费用率增长。2022H1 毛利率为 43.2%，同比-2.4pp，毛利率下降主要原因包括：1) 成本端绒毛浆、高分子原材料价格上涨；2) 渠道端促销活动效果不及预期，投入产出比较低。销售费用率同比增长 5.2pp 至 23.1%，增长较多主要因投入品牌类的广宣费用和电商费用增加；管理费用率和研发费用率基本维稳，管理费用率同比+0.02pp 至 4.2%，研发费用同比+0.07pp 至 3.6%。目前原材料价格已达高位，预计下半年随着原材料价格的稳定、销售费用的结构调整、疫情缓解下需求的恢复，盈利水平有望回升。

分品类看除卫生巾以外其他品类下滑明显。自主品牌卫生巾/自主品牌纸尿裤/ODM 产品分别为 6.11/0.64/0.63 亿元，分别同比+0.11%/-19.58%/-9.79%。自主品牌卫生巾产品业务毛利率为 49.0%，同比-3.4pp。上半年受疫情影响竞争加剧明显，品牌方为抢占消费者价格调涨困难，卫生巾片单价保持稳定，往年片单价同比增幅在 3~5%。

分区域看外围区域拓展效果好，核心区域下滑。川渝/云贵陕/其他区域/电商同比分别-20.0%/-11.0%/+27.4%/+52.0%。核心五省由于大店和权重卖场占比高，客流量下降影响较大。电商方面直播引领增长，抖音平台增速快。

风险提示：疫情反复；原材料价格波动；渠道开拓不及预期；系统性风险。

投资建议：看好电商及 O2O 渠道引领增长，业绩端有望修复。下半年预计成本压力将有所好转，同时在渠道和产品结构的调整方面公司从 6 月底开始已经积极布局，目前终端和出厂都有好转迹象。上半年增长亮点在于电商渠道，未来电商的增长对业绩增速仍起到较大支撑作用；此外 O2O 渠道将会成为重点发力方向。由于今年行业整体受疫情影响较大，叠加公司营销投入产出不及预期，我们下调对公司的收入和业绩预测，预计公司 2022~2024 年净利润为 2.0/2.5/3.2 亿元，同比增长-11.4%/25.8%/25.1%。我们看好公司未来 2-3 年的收入、业绩弹性，维持“买入”评级，下调合理估值区间至 13.0~14.2 元的合理估值区间（前值为 16.4~18.0），合理估值对应 2023 年 22-24x PE。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,582	1,922	2,320
(+/-%)	8.8%	17.0%	8.1%	21.5%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	202	253	318
(+/-%)	42.4%	24.9%	-11.2%	24.7%	25.8%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.47	0.59	0.74
EBIT Margin	16.8%	16.1%	14.5%	15.1%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	18.8%	15.6%	18.1%	20.9%
市盈率 (PE)	30.5	24.5	27.7	22.2	17.7
EV/EBITDA	24.1	21.3	22.8	18.0	14.6
市净率 (PB)	4.96	4.59	4.33	4.02	3.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁
联系人：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

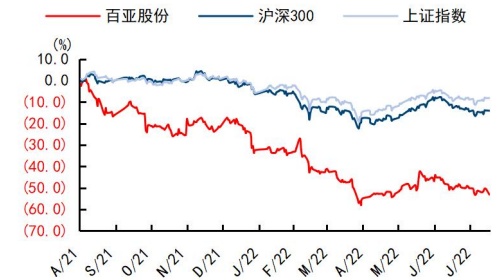
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	13.00 - 14.20 元
收盘价	10.06 元
总市值/流通市值	4326/2163 百万元
52 周最高价/最低价	27.44/9.11 元
近 3 个月日均成交额	39.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润增长 25%，核心品类和电商渠道增速快》——2022-04-06

线下收入业绩短期承压，核心区域受影响较大

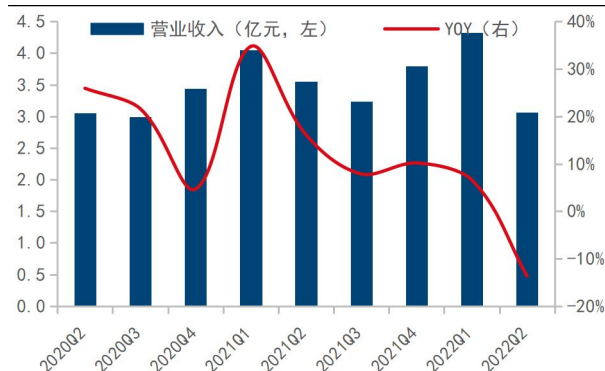
收入、业绩同比下滑。2022H1 公司实现营业收入 7.39 亿元，同比下滑 2.86%；归母净利润 0.78 亿元，同比下滑 40.65%。其中一季度、二季度营收分别为 4.32/3.07 亿元，分别同比+6.59%/-13.65%；业绩分别为 0.55/0.23 亿元，分别同比-31.00%/-55.64%。上半年消费品行业整体受疫情影响较大，线下客流锐减、行业竞争加剧，量价均有所承压。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速

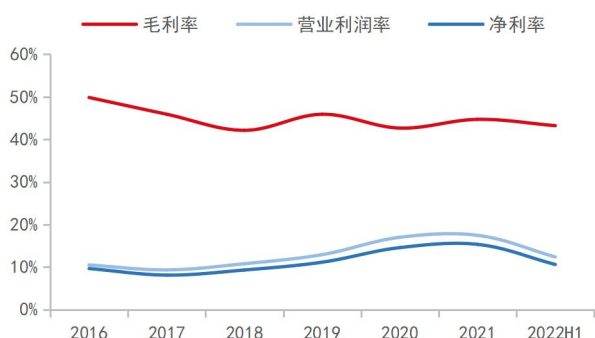


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率下滑，销售费用率增长较多。2022H1 毛利率为 43.2%，同比-2.4pp，毛利率下降主要原因包括：1) 成本端绒毛浆、高分子原材料价格上涨；2) 渠道端促销活动效果不及预期，投入产出比较低（线下门店促销推广费用冲抵收入，影响毛利率）。2022 上半年公司费用端销售费用率增长较多，主要因投入品牌类的广告和电商费用增加，同比增长 5.2pp 至 23.1%；管理费用率和研发费用率基本维稳，管理费用率同比+0.02pp 至 4.2%，研发费用同比+0.07pp 至 3.6%。目前原材料价格已达高位，预计下半年随着原材料价格的稳定、销售费用的结构调整、疫情缓解下需求的恢复，盈利水平有望回升。

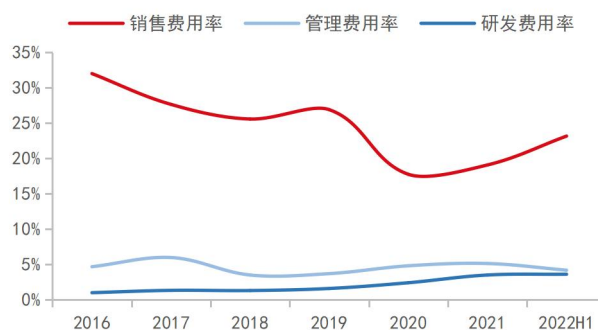
利润率有所下滑。受营收下滑、成本和销售费用承压的综合影响，营业利润率和净利率下滑明显。营业利润率为 12.4%，同比-7.9pp，比 2020H1 同期-4.7pp；净利率 10.6%，同比-6.8pp，比 2020H1 同期-4.2pp。

图5: 公司利润率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率水平

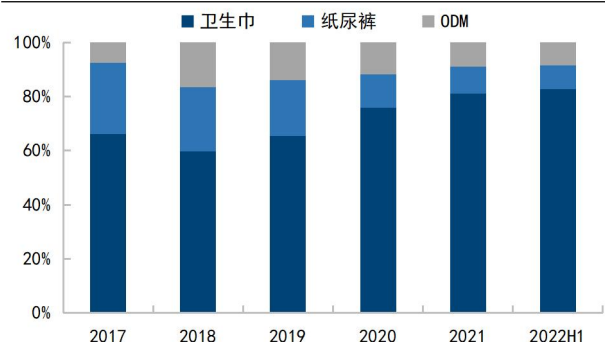


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看除卫生巾以外其他品类下滑明显。收入: 2022H1 自主品牌卫生巾/自主品牌纸尿裤/ODM 产品分别为 6.11/0.64/0.63 亿元, 分别同比 +0.11%/-19.58%/-9.79%。上半年消费品行业受疫情影响整体呈现下滑趋势, 公司除卫生巾品类外, 其他品类收入下滑明显。

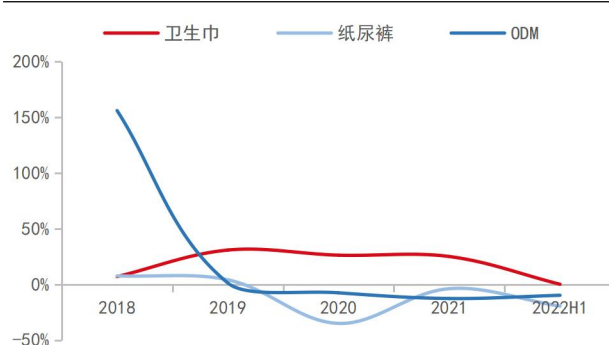
毛利率: 自主品牌卫生巾产品业务毛利率为 49.0%, 同比-3.4pp。上半年受疫情影响竞争加剧明显, 品牌方为抢占消费者价格调涨困难, 卫生巾片单价保持稳定, 往年片单价同比增幅在 3~5%。

图7: 公司品类营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

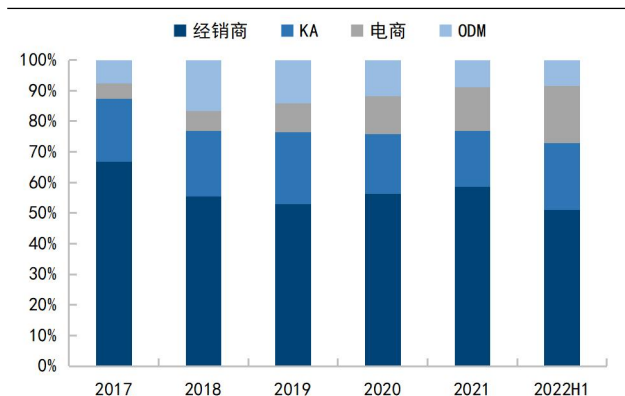
图8: 公司品类营收增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

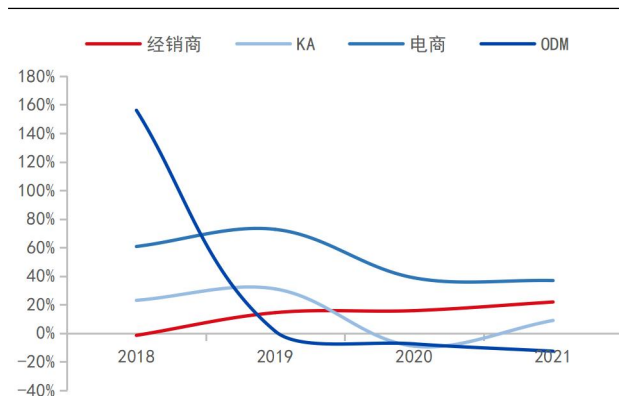
分渠道看电商、KA 渠道占比有所提升。收入: 2022H1 经销商/KA/电商/ODM 分别为 3.76/1.61/1.38/0.63 亿元, 占比分别为 51.0%/21.8%/18.7%/8.6%。疫情下消费习惯发生改变, 部分线下需求向线上和 O2O 转移 (O2O 收入目前包含进 KA 渠道) 转移, 因此线上渠道快速发展, 一定程度挤压了经销商渠道收入。

图9：公司渠道营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

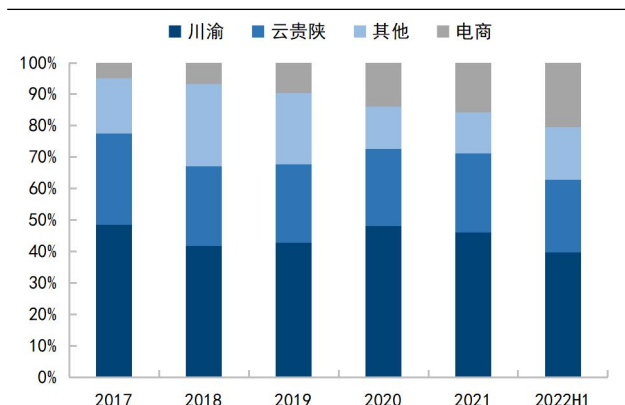
图10：公司渠道营收增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

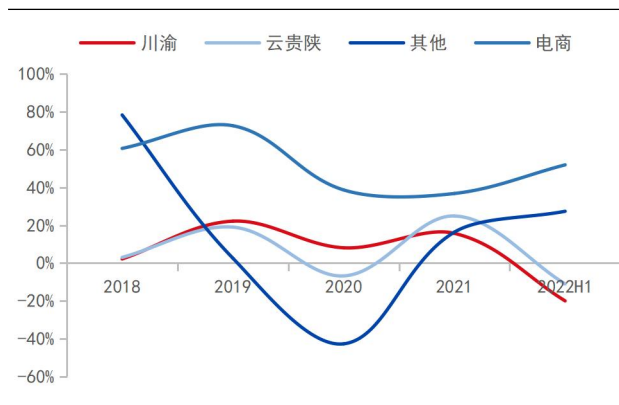
分区域看外围区域拓展效果好，核心区域下滑。收入：川渝/云贵陕/其他区域/电商分别为 2.68/1.56/1.13/1.38 亿元，同比分别 -20.0%/-11.0%/+27.4%/+52.0%。核心五省川渝云贵陕由于大店和权重卖场占比高，客流量下降影响较大。电商方面直播引领增长，抖音平台增速快。

图11：公司区域营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：统计口径变化：2020-2021 云贵陕地区，2017-2019 是云贵陕+两湖；2020-2021 仅包含自主品牌产品，2017-2019 包含 ODM 产品

图12：公司区域营收增速

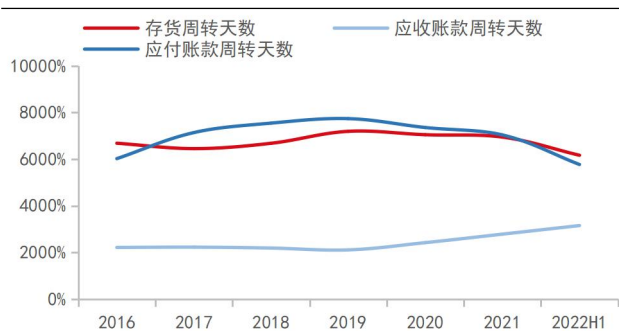


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率有所下滑。2022H1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 62/31/58 天，同比+6.2/+7.4/+1.7 天。

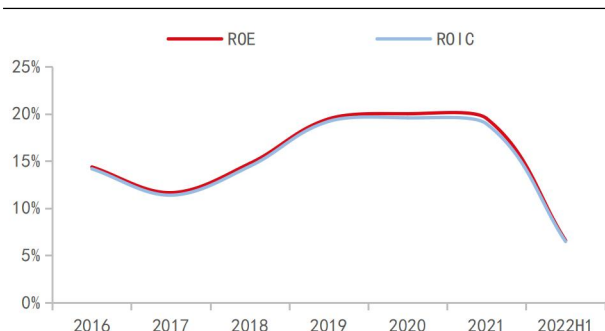
盈利能力有所下滑。公司 2022H1 净资产收益率与投入资本回报率分别为 6.6%和 6.5%，净资产收益率同比-5.15%。2022H1 资产负债率为 19.4%，同比-2.3%，无有息负债。公司 2022H1 每股派息 0.3 元，股息率 2.43%，分红政策稳定。

图 13：公司制成品/应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司净资产收益率/投入资本回报率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好电商及 O2O 渠道引领增长，业绩端有望修复

2022 上半年消费品行业受疫情影响整体呈下滑趋势，同时叠加消费者消费习惯变化、行业竞争日趋激烈、成本端原材料涨价等因素，公司核心区域及纸尿裤品类收入和业绩下滑明显，但公司卫生巾品类在核心区域的市场份额仍位居前列。下半年预计成本压力将有所好转，同时在渠道和产品结构的调整方面公司从 6 月底开始已经积极布局，目前终端和出厂都有好转迹象。上半年增长亮点在于电商渠道，未来电商的增长对业绩增速仍起到较大支撑作用；此外 O2O 渠道将会成为重点发力方向。从区域打法来看，核心城市将牢牢抓住份额，外围城市稳步扩张；从产品定位来看，公司始终以中高端为主。

由于今年行业整体受疫情影响较大，叠加公司营销投入产出不及预期，我们下调对公司的收入和业绩预测，预计公司 2022~2024 年收入为 15.8/19.2/23.2 亿元（前值为 18.4/22.3/26.9 亿元），同比增长 8.1%/21.5%/20.7%；净利润为 2.0/2.5/3.2 亿元（前值为 2.7/3.3/3.9 亿元），同比增长-11.4%/25.8%/25.1%。我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后，未来 2-3 年的收入、业绩弹性，公司凭借电商及 O2O 渠道的快速增长，中长期延续拓张市场份额的逻辑。

业绩方面，公司与同行相比，疫情后业绩恢复情况预计弹性相对较大，2023-2024 年百亚在 25%以上，高于平均水平；估值方面对标家清龙头蓝月亮，以及同为个护标的且成长性较好的可靠股份，估值仍有提升空间。考虑到短期疫情影响的不确定性，以及赛道长期前景、公司自身竞争力、成长性优势等角度：从产品端来看，百亚的卫生巾自主品牌“自由点”具有一定的品牌影响力，市占率较高；具备较强的研发和生产能力，卫生巾品类产能和产能利用率高；公司营销能力突出，管理层对于营销端重视，人力和财力投入较大。从财务端来看，百亚盈利能力较强，毛利率较高，净利率处于中等偏上水平，逐年提升。我们给予公司相比同行一定的估值溢价。

我们维持“买入”评级，下调合理估值区间至 13.0~14.2 元的合理估值区间（前值为 16.4-18.0），合理估值对应 2023 年 22-24x PE。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,582	1,922	2,320
(+/-%)	8.8%	17.0%	8.1%	21.5%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	202	253	318
(+/-%)	42.4%	24.9%	-11.2%	24.7%	25.8%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.47	0.59	0.74
经营利润率	16.8%	16.1%	14.5%	15.1%	15.7%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	15.6%	18.1%	20.9%
市盈率(PE)	30.5	24.5	27.7	22.2	17.7
EV/EBITDA	24.1	21.3	22.8	18.0	14.6
市净率(PB)	4.96	4.59	4.33	4.02	3.68

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

表2: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
003006	百亚股份	买入	10.3	0.5	0.5	0.6	0.7	19.5	22.0	17.5	13.99
同类公司											
6993	蓝月亮集团	买入	5.2	0.1	0.2	0.2	0.3	36.3	24.6	22.3	19.42
002511	中顺洁柔	买入	11.2	0.5	0.9	1.0	1.1	24.8	12.1	11.0	10.55
1044	恒安国际	增持	33.0	2.8	3.0	3.2	3.5	11.8	11.0	10.2	9.55
3331	维达国际	无评级	17.8	1.1	1.4	1.7	-	16.0	12.7	10.8	-
605009	豪悦护理	无评级	39.2	2.3	2.3	2.8	3.1	17.2	16.8	13.9	12.55
301009	可靠股份	无评级	12.4	0.2	0.3	0.6	0.8	72.6	36.3	21.3	16.35
001206	依依股份	无评级	35.9	1.4	1.5	1.8	2.2	26.6	24.1	19.9	16.48
6601	朝云集团	无评级	1.7	0.1	0.2	0.3	-	23.8	7.9	6.5	-

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	248	259	776	639	631	营业收入	1251	1463	1582	1922	2320
应收款项	98	143	128	164	204	营业成本	717	809	892	1065	1264
存货净额	150	162	182	217	257	营业税金及附加	12	14	14	17	21
其他流动资产	30	22	47	44	52	销售费用	222	279	316	391	482
流动资产合计	909	917	1464	1396	1475	管理费用	60	75	79	95	114
固定资产	454	531	574	608	634	研发费用	30	51	52	63	76
无形资产及其他	67	66	64	62	61	财务费用	(3)	(3)	1	4	(1)
投资性房地产	35	21	21	21	21	投资收益	0	13	16	15	12
长期股权投资	0	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	4	2	(5)	(7)	(8)
资产总计	1465	1553	2142	2106	2210	其他收入	(35)	(49)	(28)	(34)	(41)
短期借款及交易性金融负债	0	1	500	300	200	营业利润	212	255	262	324	403
应付款项	152	164	189	222	263	营业外净收支	(0)	(0)	6	11	18
其他流动负债	182	165	150	181	218	利润总额	212	255	268	334	421
流动负债合计	334	330	839	703	681	所得税费用	30	31	70	87	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(4)	(4)	(5)	(6)
其他长期负债	7	8	10	11	13	归属于母公司净利润	183	228	202	253	318
长期负债合计	7	8	10	11	13	现金流量表 (百万元)					
负债合计	341	339	849	714	694	净利润	183	228	202	253	318
少数股东权益	(1)	1	(1)	(3)	(6)	资产减值准备	(0)	1	1	0	0
股东权益	1125	1213	1294	1395	1522	折旧摊销	35	42	53	62	68
负债和股东权益总计	1465	1553	2142	2106	2210	公允价值变动损失	(4)	(2)	5	7	8
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(3)	1	4	(1)
每股收益	0.43	0.53	0.47	0.59	0.74	营运资本变动	17	(36)	(19)	(3)	(8)
每股红利	0.00	0.30	0.28	0.35	0.44	其它	0	(2)	(3)	(2)	(3)
每股净资产	2.63	2.84	3.01	3.24	3.54	经营活动现金流	230	230	241	316	383
ROIC	29%	32%	23%	27%	32%	资本开支	0	(120)	(101)	(101)	(101)
ROE	16%	19%	16%	18%	21%	其它投资现金流	(382)	51	0	0	0
毛利率	43%	45%	44%	45%	46%	投资活动现金流	(382)	(89)	(101)	(101)	(101)
EBIT Margin	17%	16%	15%	15%	16%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	18%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	17%	8%	22%	21%	支付股利、利息	0	(128)	(121)	(152)	(191)
净利润增长率	42%	25%	-11%	25%	26%	其它融资现金流	174	126	499	(200)	(100)
资产负债率	23%	22%	40%	34%	31%	融资活动现金流	173	(131)	378	(352)	(291)
息率	0.0%	2.3%	2.2%	2.7%	3.4%	现金净变动	21	10	517	(137)	(8)
P/E	30.5	24.5	27.7	22.2	17.7	货币资金的期初余额	227	248	259	776	639
P/B	5.0	4.6	4.3	4.0	3.7	货币资金的期末余额	248	259	776	639	631
EV/EBITDA	24.1	21.3	22.8	18.0	14.6	企业自由现金流	0	93	103	173	228
						权益自由现金流	0	219	601	(30)	129

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032