

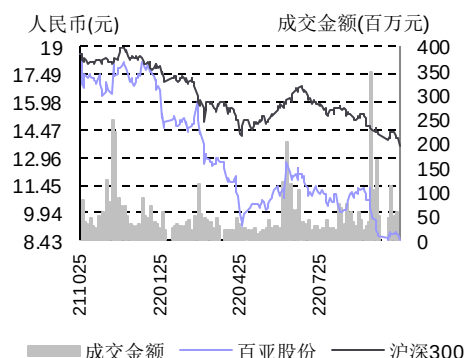
百亚股份 (003006.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.46 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.30
已上市流通 A 股(亿股)	2.15
总市值(亿元)	36.41
年内股价最高最低(元)	18.66/8.43
沪深 300 指数	3633
深证成指	10695



核心区域&电商重回靓丽成长，盈利进入修复通道

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,572	1,967	2,417
营业收入增长率	8.82%	16.97%	7.47%	25.08%	22.90%
归母净利润(百万元)	183	228	192	251	320
归母净利润增长率	42.41%	24.89%	-15.94%	30.84%	27.84%
摊薄每股收益(元)	0.427	0.533	0.445	0.583	0.745
每股经营性现金流净额	0.59	0.46	0.52	0.63	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.23%	18.79%	15.02%	17.94%	20.17%
P/E	58.95	33.65	19.00	14.52	11.36
P/B	9.57	6.32	2.85	2.61	2.29

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月24日公司发布三季报，1-3Q实现营收11.29亿元，同比+4.23%，归母净利1.26亿元，同比-27.2%；其中3Q实现营收3.91亿元，同比+20.9%，归母净利润0.48亿元，同比+15.7%，业绩表现略超市场预期。

经营分析

- **卫生巾恢复靓丽成长，敏感肌新品推出带动产品升级。**分品类角度：预计3Q卫生巾品牌自由点/尿裤+26.9%/+9.1%。卫生巾恢复靓丽增长，婴裤止跌，成人尿裤保持快速成长，ODM同比下滑。3Q推出新品敏感肌系列，售价/毛利率，新品类推出，产品升级值得期待。
- **电商成长加速，线下外围省份持续开拓。**1)线上：延续高增，3Q预计保持100%增速，抖音为主的直播电商贡献主要增量，充分把握电播/达播抓住发展机遇；2)线下：3Q预计营收同比+11.5%，商销/KA促销投放效率环比改善明显，预计川渝/云贵陕/外围同比+9%/+12%/+17%，四川、贵州部分核心区域在疫情封控影响下增速仍表现较优，外围省市开拓速度受疫情/渠道投放策略改变等节奏略有放缓，预计后续调整后重启加速开拓。
- **营销费率保持高投入，看好4Q起原料下行带动盈利修复。**3Q22实现毛利率46.37% (同比+2.2pct)，变化原因：1)品类结构变化：高毛利产品(自由点有机纯棉等)占比提升优化盈利结构，叠加促销投入效率环比2Q边际提升；2)成本端：原料价格受高价库存影响，对毛利率影响幅度在1pct左右，预计4Q胶膜类材料价格进入下行区间，成本压制减弱带动毛利率修复。3Q净利率为12.2% (+0.2pct)，销售/管理&研发费用率同比+3.80/-2.43pct，对产品、品牌广宣继续保持高投入，3Q品宣投入1300万左右。
- **产品持续优化升级，借助电商迈向全国加快推进。**公司于3Q进行渠道策略，整体调整效果较优，近期产品端新发布天然蚕丝“敏感肌”系列，中高端新品推出推动产品结构优化，看好中期公司份额持续提升。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利分别为1.9、2.5、3.2亿元，当前股价对应PE分别为19、15、11X，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；跨区域扩张不及预期的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；股东减持风险

相关报告

- 1.《电商延续靓丽表现，盈利端静待修复-百亚股份-中报点评》，2022.8.13
- 2.《川渝卫生巾龙头如何突围全国？-百亚股份首次覆盖报告》，2022.5.5

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,149	1,251	1,463	1,572	1,967	2,417
增长率		8.8%	17.0%	7.5%	25.1%	22.9%
主营业务成本	-622	-717	-809	-855	-1,066	-1,304
%销售收入	54.1%	57.3%	55.3%	54.4%	54.2%	53.9%
毛利	528	534	654	717	901	1,113
%销售收入	45.9%	42.7%	44.7%	45.6%	45.8%	46.1%
营业税金及附加	-12	-12	-14	-15	-18	-22
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-309	-222	-279	-377	-472	-556
%销售收入	26.9%	17.7%	19.1%	24.0%	24.0%	23.0%
管理费用	-42	-60	-75	-79	-89	-109
%销售收入	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	4.5%	4.5%
研发费用	-18	-30	-51	-50	-59	-73
%销售收入	1.6%	2.4%	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	146	210	236	196	263	353
%销售收入	12.7%	16.8%	16.1%	12.5%	13.4%	14.6%
财务费用	1	3	3	2	2	3
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0
投资收益	0	0	13	16	20	15
%税前利润	0.0%	0.0%	5.0%	7.3%	6.9%	4.0%
营业利润	148	212	255	215	285	370
营业利润率	12.9%	17.0%	17.4%	13.7%	14.5%	15.3%
营业外收支	0	0	0	3	3	0
税前利润	148	212	255	218	288	370
利润率	12.9%	17.0%	17.4%	13.8%	14.7%	15.3%
所得税	-20	-30	-31	-26	-37	-50
所得税率	13.8%	14.2%	12.2%	12.0%	13.0%	13.5%
净利润	128	182	224	192	251	320
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	128	183	228	192	251	320
净利率	11.1%	14.6%	15.6%	12.2%	12.7%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	128	182	224	192	251	320
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
非现金支出	37	40	48	41	51	64
非经营收益	-1	3	-9	-14	-21	-13
营运资金变动	-33	25	-65	6	-8	-10
经营活动现金净流	132	251	197	225	273	361
资本开支	-24	-97	-121	-100	-150	-153
投资	0	-380	63	0	0	0
其他	0	0	0	16	20	15
投资活动现金净流	-24	-477	-58	-84	-130	-138
股权募资	4	238	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-9	0	0
其他	-50	7	-129	-129	-129	-129
筹资活动现金净流	-46	245	-129	-138	-129	-129
现金净流量	61	18	10	4	14	95

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	227	248	259	262	276	371
应收款项	121	121	154	157	206	260
存货	131	150	162	166	210	257
其他流动资产	13	390	342	349	350	352
流动资产	492	909	917	935	1,043	1,240
%总资产	49.5%	62.0%	59.0%	57.4%	56.9%	58.5%
长期投资	0	0	20	20	20	20
固定资产	418	454	531	605	705	793
%总资产	42.1%	31.0%	34.2%	37.2%	38.5%	37.4%
无形资产	71	68	66	66	65	65
非流动资产	502	556	636	692	792	878
%总资产	50.5%	38.0%	41.0%	42.6%	43.1%	41.5%
资产总计	994	1,465	1,553	1,627	1,835	2,118
短期借款	0	0	1	0	0	0
应付款项	199	219	229	234	289	349
其他流动负债	85	115	100	115	147	180
流动负债	284	334	330	350	436	528
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	7	8	0	0	0
负债	290	341	339	350	436	528
普通股股东权益	701	1,125	1,213	1,276	1,397	1,589
其中：股本	385	428	428	430	430	430
未分配利润	216	380	456	518	640	831
少数股东权益	4	-1	1	1	1	1
负债股东权益合计	994	1,465	1,553	1,627	1,835	2,118

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.333	0.427	0.533	0.445	0.583	0.745
每股净资产	1.820	2.629	2.836	2.965	3.247	3.692
每股经营现金净流	0.342	0.586	0.461	0.524	0.633	0.839
每股股利	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	18.29%	16.23%	18.79%	15.02%	17.94%	20.17%
总资产收益率	12.89%	12.46%	14.67%	11.78%	13.66%	15.13%
投入资本收益率	17.91%	16.00%	17.04%	13.53%	16.34%	19.23%
增长率						
主营业务收入增长率	19.59%	8.82%	16.97%	7.47%	25.08%	22.90%
EBIT增长率	40.51%	43.21%	12.54%	-16.76%	33.78%	34.56%
净利润增长率	43.43%	42.41%	24.89%	-15.94%	30.84%	27.84%
总资产增长率	14.71%	47.37%	6.02%	4.75%	12.76%	15.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.3	24.5	28.2	30.0	31.0	32.0
存货周转天数	72.9	71.5	70.4	71.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	78.5	74.6	71.4	71.0	70.0	69.0
固定资产周转天数	125.3	114.1	112.5	118.6	113.4	108.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.25%	-56.10%	-48.52%	-46.52%	-43.47%	-44.18%
EBIT利息保障倍数	-107.2	-67.2	-83.0	-82.7	-106.3	-117.1
资产负债率	29.15%	23.28%	21.82%	21.52%	23.77%	24.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	23	44
增持	0	0	0	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-05	买入	9.91	12.50 ~ 12.50
2	2022-08-13	买入	10.93	N/A

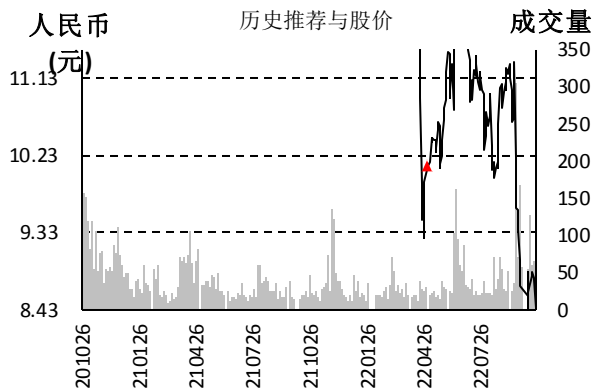
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402