

百亚股份 (003006.SZ)

三季度电商引领收入增长，毛利率回升

买入

核心观点

三季度盈利修复，收入/净利同比双位数增长。前三季度公司实现收入 11.29 亿元，同比增加 4.23%；归母净利润 1.26 亿元，同比下滑 27.23%。单三季度收入 3.91 亿元，同比增加 20.90%，归母净利润 0.48 亿元，同比增加 15.69%。三季度除局部地区受影响外消费环比恢复，同时公司加大组织信心调整、提高渠道精准化投放、推动产品结构升级，实现收入增长修复。单三季度毛利率 46.4%，同比提升 2.2 个百分点；销售费用率同比提升 3.8 个百分点，公司持续加强品牌建设，其中广告宣传费用约 1300 万为主要费用增量，管理与研发费用率小幅下降。净利率 12.2%，同比提升 0.2 个百分点。截至三季度末营业周转天数稳定，单三季度经营性现金流净额 0.99 亿元，同比增加 574%，盈利转好带来现金流增加。

持续推动卫生巾产品升级，长期布局成裤市场。分品类表现，单三季度收入卫生巾/纸尿裤分别同比增长 26.9%/9.1%，OEM 业务同比下滑。公司持续推动卫生巾产品升级，定位中高端的“自由点”品牌占比提升，有机纯棉系列和安心裤等高毛利产品引领增长，同步提升收入和毛利表现，单三季度“自由点”毛利率约 51%。纸尿裤业务婴裤止跌，成裤实现较快增长，目前毛利率较低，公司看好老龄化有望打开长期市场空间，持续进行前期布局。

电商翻倍增速表现亮眼，外围市场稳步扩张。单三季度线上增速翻倍，主要由于：抖音直播电商高速增长，天猫平台受益于社媒营销引流同比实现 37%~38%较好增长，同时积极把握以拼多多为代表的线上团购等平台的渠道机遇，整体表现亮眼。线下同比约 11.5%，核心五省中四川、贵州受 8 月高温限电、疫情等影响增长相对较慢，外围区域稳定发展，增速符合预期。单三季度市占率环比提升，对比一季度除重庆外各地区均有提升。

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：看好业绩端持续修复，维持“买入”评级。经历二季度业绩承压后，三季度收入同环比改善，盈利修复。公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率，持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长。展望四季度，电商有望保持引领增长，外围区域扩张稳步推进，材料成本压力预期缓解，有望保持盈利修复趋势。长期我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后，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。维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 2.0/2.5/3.2 亿元，同增-11.2%/24.7%/25.8%，维持合理估值为 13.0~14.2 元（对应 2023 年 22~24x PE），维持“买入”评级。

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：刘璇

0755-81981391

0755-81982887

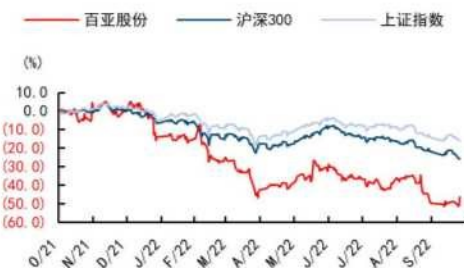
dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

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	9.31 元
总市值/流通市值	4003/2002 百万元
52 周最高价/最低价	19.60/8.35 元
近 3 个月日均成交额	52.52 百万元

市场走势



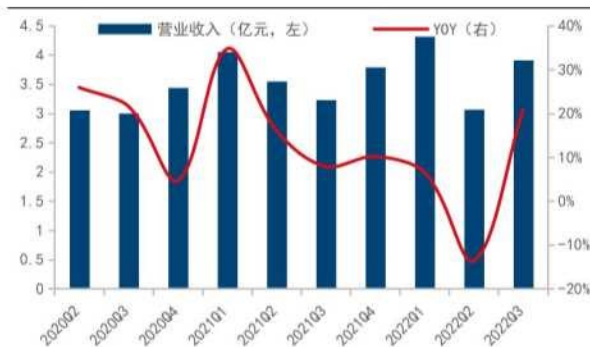
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百亚股份 (003006.SZ) - 业绩短期承压，电商渠道引领增长》——2022-08-16

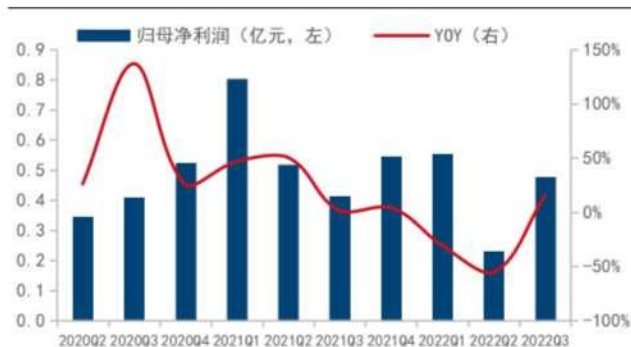
《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润增长 25%，核心品类和电商渠道增速快》——2022-04-06

图1：公司分季度营业收入及增速



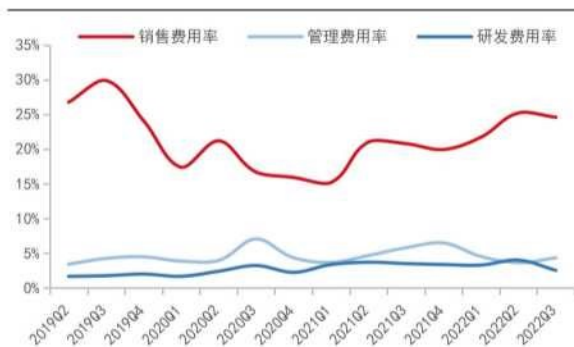
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



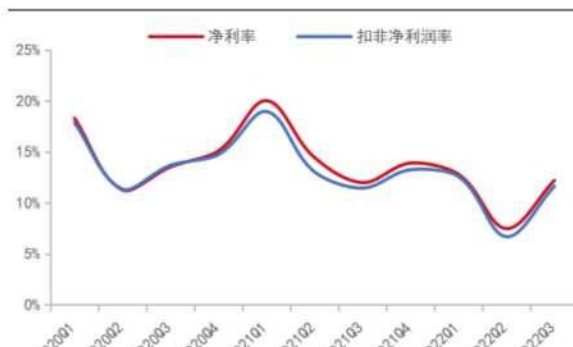
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



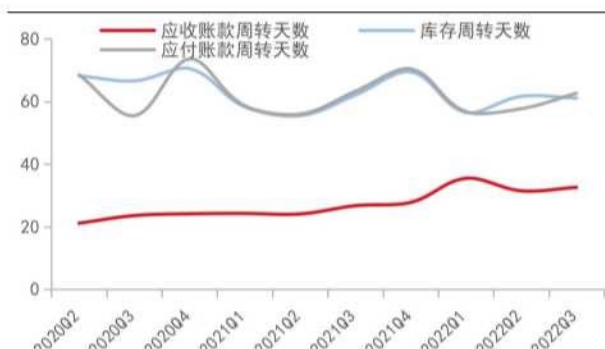
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度净利率/扣非净利率



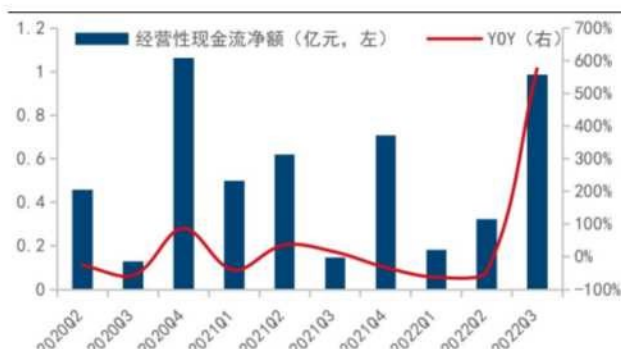
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度经营性现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好业绩端持续修复

经历二季度业绩承压后，三季度收入同环比改善，盈利修复。公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率，持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长。展望四季度，电商有望保持较高速度增长，外围城市稳步扩张，材料成本压力预期缓解，有望保持盈利修复趋势。长期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。维持盈利预测，预计2022-2024年净利润为2.0/2.5/3.2亿元，同增-11.2%/24.7%/25.8%，维持合理估值为13.0~14.2元（对应2023年22~24x PE），维持“买入”评级。

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)	19.8	15.9	18.0	14.4	11.5
EV/EBITDA	16.2	14.2	15.9	12.4	10.0
市净率(PB)	3.22	2.98	2.81	2.61	2.39

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	8.8	0.5	0.5	0.6	0.7	16.6	18.7	14.9	11.9
同类公司											
6993	蓝月亮集团	买入	4.4	0.1	0.1	0.2	0.2	30.6	32.8	25.1	20.9
002511	中顺洁柔	买入	10.1	0.5	0.9	1.0	1.1	22.4	10.8	9.9	9.5
1044	恒安国际	增持	29.8	2.8	2.3	2.8	3.1	10.7	13.1	10.8	9.6
3331	维达国际	无评级	14.6	1.1	1.5	1.7	-	13.0	9.9	8.4	-
605009	豪悦护理	无评级	40.0	2.3	2.2	2.7	3.0	17.5	17.8	14.7	13.4
301009	可靠股份	无评级	10.5	0.2	0.2	0.5	0.6	61.9	43.3	22.2	16.2
001206	依依股份	无评级	27.2	1.4	1.2	1.4	1.7	20.1	23.0	19.3	16.2
6601	朝云集团	无评级	1.4	0.1	0.2	0.3	-	19.3	6.4	5.3	-

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