

百亚股份 (003006.SZ)

全年业绩预计下滑 17%，四季度延续景气增长

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 刘璇 0755-81982887 liucan5@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：公司发布 2022 年度业绩快报，公司 2022 年实现营业总收入 16.1 亿元，同比增长 10.19%，归属于上市公司股东的净利润 1.88 亿元，同比下降 17.47%。扣除非经常性损益后的净利润 1.81 亿元，同比下降 14.25%。

国信轻纺观点：1) 2022 年业绩：受上半年疫情扰动影响全年归母净利润同比下降 17.47%；2) 投资建议：看好消费复苏主线下产品中高端升级与全国市场拓展的成长性，维持“买入”评级。未来消费复苏主线下，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，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 1.9/2.5/3.2 亿元，同比-17.5%/35.2%/25.1%。因消费复苏预期加强、成本下行有望释放盈利弹性，上调公司合理估值为 18.3~20.0 元（前值为 13.0~14.2 元），对应 2024 年 25~27xPE，维持“买入”评级。

评论：

◆ 2022 年业绩：受上半年疫情扰动影响全年归母净利润同比下降 17.47%

2022 年受上半年疫情拖累净利润增速同比为负，下半年公司通过优化调整营收增速与盈利能力改善明显。根据公司公告，公司实现营业收入 16.1 亿元，同比增长 10.19%，归母净利润 1.88 亿元，同比下降 17.47%，扣非归母净利润 1.81 亿元，同比下降 14.25%。全年盈利承压原因有二：第一，营收端上半年受疫情扰动、渠道销售竞争加剧等影响收入增速同比-2.86%；第二，盈利端，一方面原材料（石油、木浆）成本压力加大，另一方面公司持续拓展市场、加大渠道拓展及品牌资源投入。下半年，公司经过经营调整，线上加快电商和新兴渠道增长，电商三季度增速同比翻倍、四季度双十一延续高双位数增长，线下合理投放资源、加强到家业务以抵消客流压力，同时优化产品结构、提升自由点中高端产品占比尤其是有有机纯棉、安睡裤等高毛利产品销售，收入增速提升及盈利改善显著，下半年收入实现 8.7 亿元，同比增长 24.3%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 14.4%。

图1：公司年度主营业务收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

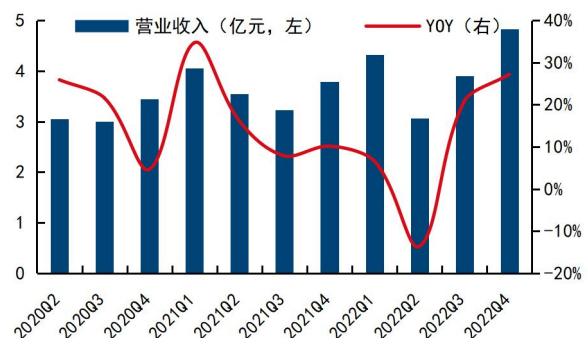
图2：公司年度归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四季度延续三季度双位数增长，电商持续引领增长，核心区域深耕、有序拓展全国。第四季度公司主营业务收入 4.83 亿，同比增长 27.22%；费用端保供支出因疫情影响投入加大，同时四季度官宣新代言人并增加营销力度，致净利润增速落后于收入增速，四季度归属于上市公司股东的净利润 0.62 亿元，同比增长 13.51%，扣除非经常性损益后的净利润 0.6 亿元，同比增长 19.61%，归母净利率同比下降 1.1 个百分点。

图3：公司季度主营业务收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及变化情况



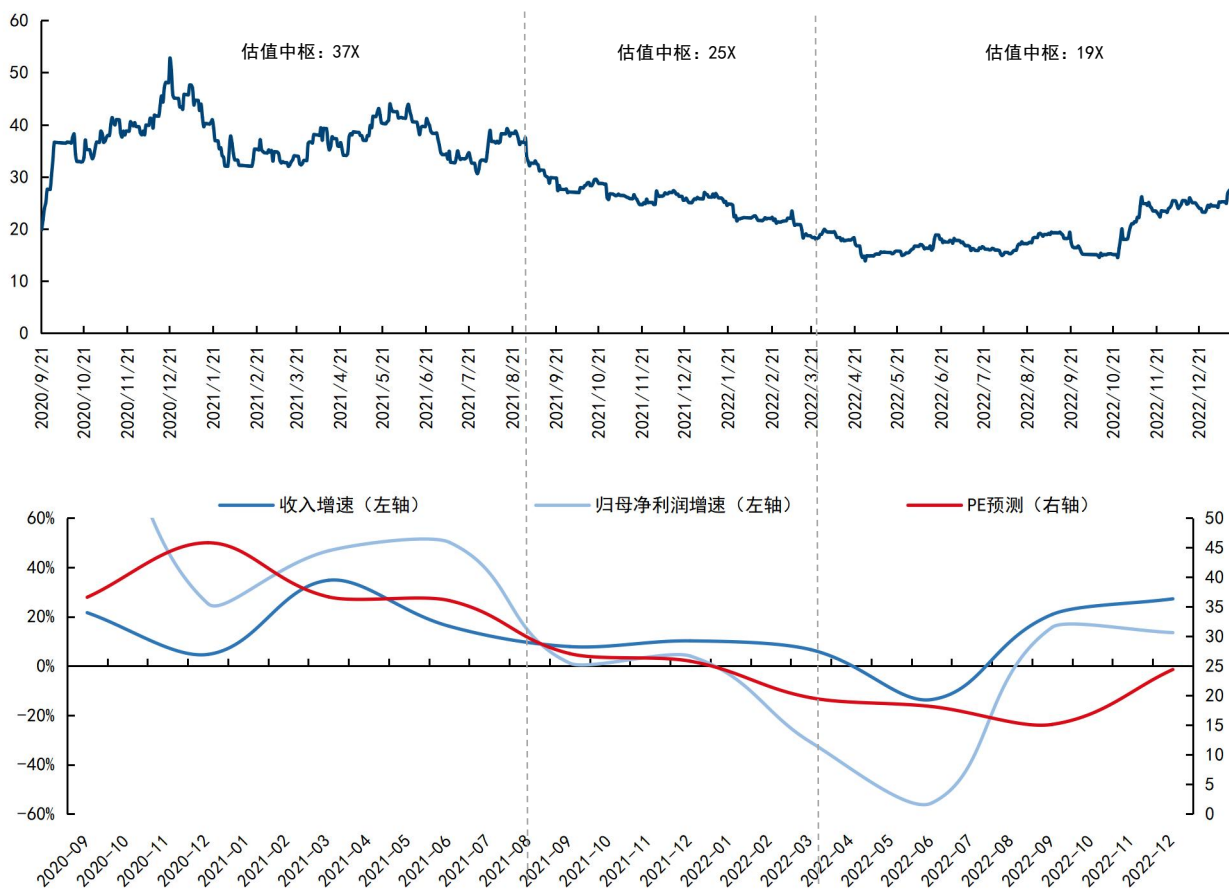
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好消费复苏主线下产品中高端升级与全国市场拓展的成长性，维持“买入”评级

2022 年下半年收入同环比改善，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。未来消费复苏主线下，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，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 1.9/2.5/3.2 亿元，同比-17.5%/35.2%/25.1%。

估值方面，1) **公司估值复盘**：1. 上市之初至 2021 年 9 月公司收入及利润增速均处于双位数高增长区间，业绩表现亮眼，估值中枢约 37 倍；2. 2021 年 9 月起受到局部地区疫情、原材料成本上行压力加大影响，收入及利润增速放缓至个位数区间，消费板块与造纸板块整体表现疲软，公司估值中枢下行至 25 倍；3. 2022 年上半年，公司受到疫情封控、客流下降等挑战，投放资源的产出不及预期，同时原材料价格仍处高位，收入及净利润同比双位数下降，估值下挫最低至 13.8 倍，三季度和四季度业绩披露盈利修复明显，恢复双位数增长区间，叠加 12 月防疫优化政策调整利好消费复苏，截至 2023 年 1 月 17 日估值回升至 27 倍。

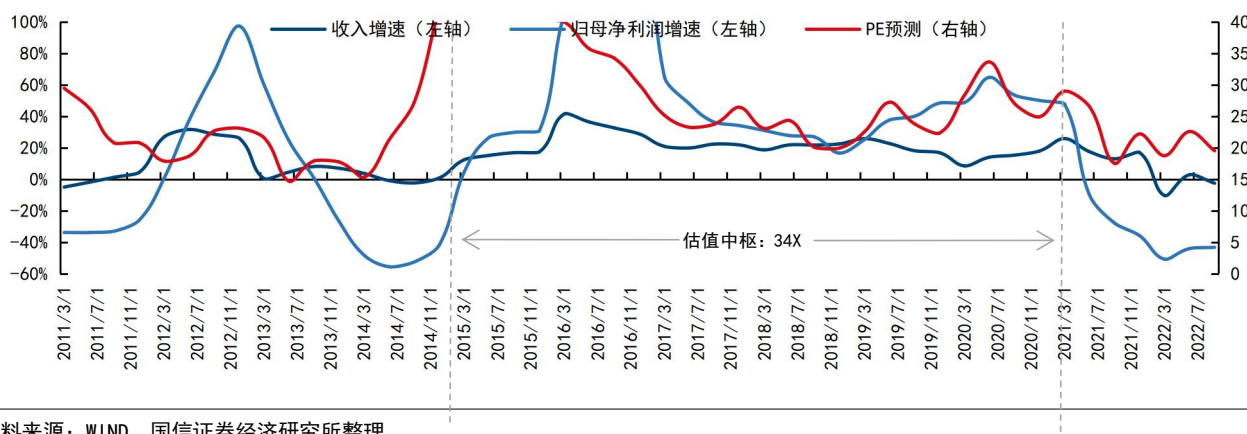
图5：公司上市至今 PE 值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2) **可比公司参照**：中顺洁柔是 A 股全国性生活用纸龙头公司，对标其 2015~2020 年的经营情况与估值水平，该阶段是公司产品渠道扩张的快速发展阶段，收入与盈利基本处于 20%以上增速区间，份额持续提升，估值中枢约为 34X。对标中顺洁柔，公司为区域性个护龙头，根据公司公告与尼尔森数据，重庆份额第一（约 37%~38%），四川份额于 2022 年达到第一（约 20%+），云贵陕位列第二（约 16%~20%），四川与云贵陕对标重庆仍有较大份额提升空间；核心五省外，公司逐步向全国市场拓张，线上线下并举，成长性充足。

图6：中顺洁柔收入/归母净利润增速及历史 PE 值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

因消费复苏预期加强、成本下行有望释放盈利弹性，上调公司合理估值为 18.3~20.0 元（前值为 13.0~14.2 元），对应 2024 年 25~27xPE，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

市场激烈竞争，疫情反复导致线下客流下滑，品牌建设与市场推广不及预期，成本上涨。

相关研究报告：

《百亚股份（003006.SZ）-三季度电商引领收入增长，毛利率回升》——2022-10-26

《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	248	259	398	568	787	营业收入	1251	1463	1612	2030	2480
应收款项	98	143	130	173	218	营业成本	717	809	892	1104	1347
存货净额	150	162	183	226	276	营业税金及附加	12	14	15	19	23
其他流动资产	30	22	48	47	56	销售费用	222	279	383	477	568
流动资产合计	909	917	1080	1335	1657	管理费用	60	75	74	94	114
固定资产	454	531	554	568	575	研发费用	30	51	48	65	87
无形资产及其他	67	66	63	60	58	财务费用	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
投资性房地产	35	21	21	21	21	投资收益	0	13	9	12	15
长期股权投资	0	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(6)	(8)	(10)
资产总计	1465	1553	1737	2004	2331	其他收入	(26)	(42)	(37)	(51)	(71)
短期借款及交易性金融负债	0	1	1	0	0	营业利润	212	255	217	293	366
应付款项	152	164	189	231	282	营业外净收支	(0)	(0)	(4)	(5)	(6)
其他流动负债	182	165	191	238	289	利润总额	212	255	213	288	360
流动负债合计	334	330	381	468	571	所得税费用	30	31	25	33	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(4)	0	0	0
其他长期负债	7	8	10	11	13	归属于母公司净利润	183	228	188	254	318
长期负债合计	7	8	10	11	13	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	341	339	391	480	584	净利润	183	228	188	254	318
少数股东权益	(1)	1	1	1	1	资产减值准备	(0)	1	1	0	0
股东权益	1125	1213	1345	1523	1746	折旧摊销	35	42	53	60	65
负债和股东权益总计	1465	1553	1737	2004	2331	公允价值变动损失	4	5	6	8	10
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
每股收益	0.43	0.53	0.43	0.58	0.73	营运资本变动	17	(36)	19	5	1
每股红利	0.00	0.30	0.13	0.17	0.22	其它	0	(2)	(1)	(0)	(0)
每股净资产	2.63	2.84	3.07	3.48	3.99	经营活动现金流	239	237	266	327	394
ROIC	29%	32%	25%	34%	43%	资本开支	0	(113)	(80)	(80)	(80)
ROE	16%	19%	14%	17%	18%	其它投资现金流	(382)	51	10	0	0
毛利率	43%	45%	45%	46%	46%	投资活动现金流	(382)	(82)	(70)	(80)	(80)
EBIT Margin	17%	16%	13%	13%	14%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	16%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	17%	10%	26%	22%	支付股利、利息	0	(128)	(56)	(76)	(95)
净利润增长率	42%	25%	-17%	35%	25%	其它融资现金流	165	111	(0)	(1)	0
资产负债率	23%	22%	23%	24%	25%	融资活动现金流	165	(145)	(57)	(77)	(95)
息率	0.0%	2.1%	0.9%	1.3%	1.6%	现金净变动	21	10	139	170	219
P/E	33.4	26.8	33.2	24.5	19.6	货币资金的期初余额	227	248	259	398	568
P/B	5.4	5.0	4.6	4.1	3.6	货币资金的期末余额	248	259	398	568	787
EV/EBITDA	26.1	23.0	26.1	20.1	16.7	企业自由现金流	0	102	169	227	289
						权益自由现金流	0	213	177	239	307

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