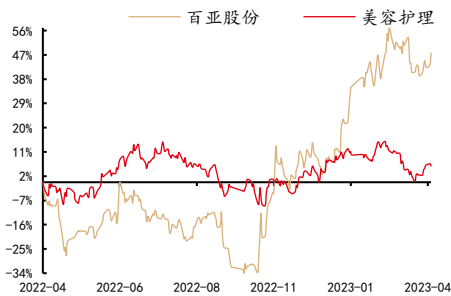


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|--------------|
| 最新收盘价(元) | 18.82 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 4.30 / 2.15 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 81 / 41 |
| 52周内最高/最低价 | 20.01 / 8.43 |
| 资产负债率(%) | 26.1% |
| 市盈率 | 42.77 |
| 第一大股东 | 重庆复元商贸有限公司 |
| 持股比例(%) | 41.2% |

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

百亚股份(003006)

电商渠道增速靓丽，中高端产品占比提升

● 事件：

公司发布 2022 年年度报告：

公司 2022 年实现总收入 16.12 亿元，同比+10.19%；归母净利润 1.87 亿元，同比-17.83%；扣非后归母净利润 1.79 亿元，同比-14.87%。

分季度看，2022Q4 公司实现总收入 4.83 亿元，同比+27.22%；归母净利润 0.61 亿元，同比+12.03%；扣非后归母净利润 0.59 亿元，同比+16.99%。公司持续优化产品结构，深化线下区域渠道拓展，电商渠道持续放量，全年公司收入稳步提升。

● “自由点”卫生巾业绩表现靓丽，中高端产品占比提升

分产品看，2022 年卫生巾/纸尿裤/ODM 业务分别实现收入 13.58/1.23/1.31 亿元，分别同比+14.69%/-17.03%/+0.30%，公司聚集优势细分领域，加快新品和重点单品推广，卫生巾业务保持双位数领先增长，占总收入比重提升 3.30pct 至 84.26%，其中，自由点卫生巾实现收入 13.39 亿元，同比+15.28%，中高端产品成为公司主要驱动力之一。毛利率方面，2022 年公司卫生巾产品毛利率 50.49%，同比-0.16pct，毛利率略有下滑，主要受原材料价格上涨影响，公司通过产品升级和新品推出进一步提升中高端产品占比，一定程度上抵消原材料对盈利端的影响。

● 区域扩张稳步推进，电商渠道持续高增

公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，深化线下渠道布局，推动线上线下融合，2022 年川渝/云贵陕/其他地区分别实现收入 5.79/3.35/1.96 亿元，同比分别-5.78%/-0.21%/+13.63%，受疫情等因素影响，核心五省业绩略有下滑，但外围省份实现稳步增长。分销售模式来看，经销/KA/电商渠道分别实现收入 8.27/2.83/3.71 亿元，同比分别-3.43%/+6.27%/+76.88%，其中，电商渠道表现亮眼，对收入贡献同比+8.68pct 至 23.03%，渠道结构优化明显。

● Q4 毛利率延续提升态势，品牌营销投入加码

2022 年公司整体毛利率/净利率分别为 45.11%/11.59%，同比分别+0.40pct/-3.72pct，其中：

1) 分地区看，2022 年川渝/云贵陕/其他地区毛利率分别为 49.44%/51.48%/43.83%，同比分别-1.28pct/-0.61pct/+5.67pct，外围省份毛利率提升明显。

2) 分销售模式看, 2022 年经销/KA/电商渠道毛利率分别为 48.58%/50.49%/43.87%, 同比分别-2.02pct/+5.80pct/+9.35pct, KA 及电商渠道盈利水平提升明显。

3) 分季度看, 2022Q4 毛利率/净利率分别为 46.96%/12.63%, 同比分别+3.69pct/-1.28pct, 受益于中高端产品占比提升, 公司下半年毛利率企稳回升; 净利率则由于受销售费用等增加, 同比有所下滑。

期间费用方面, 2022 年公司期间费用率为 30.81%, 同比+3.35pct, 其中销售费用率/管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 3.84%/2.70%/-0.23% 分别为 24.50%/3.84%/2.70%/-0.23%, 分别同比 +5.44pct/-1.27pct/-0.78pct/-0.03pct, 销售费用率提升主要为公司加大营销投入, 开展品牌推广和产品宣传活动所致。

● 投资建议:

鉴于原材料价格波动影响以及公司未来发展规划等, 公司调整此前激励计划考核目标, 调整后目标为以 2020 年营业收入和净利润为基数, 2023-2024 年收入增长率不低于 55%、85%, 净利润增长率不低于 18%、35%, 即 2023-2024 年收入分别为 19.39、23.14 亿元, 同比分别+20.25%、+19.35%; 净利润分别为 2.15、2.46 亿元, 同比分别 +14.99%、+14.41%。

参考以上, 我们认为公司行业地位领先, 持续看好公司产品中高端化、外围省份及电商渠道加速拓展, 预计公司 2023-2025 年收入分别为 19.80/24.17/29.31 亿元, 同比分别+22.80%/+22.12%/+21.23%; 归母净利润分别为 2.38/2.97/3.68 亿元, 同比分别 +27.10%/+24.59%/+24.16%, 对应 2023 年 4 月 4 日市值, PE 分别为 34/27/22 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示:

下游消费需求恢复不及预期风险; 区域扩张及渠道变革不及预期风险; 竞争加剧带来不确定性风险; 原材料价格大幅波动风险影响。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1612 | 1980 | 2417 | 2931 |
| 增长率(%) | 10.19% | 22.80% | 22.12% | 21.23% |
| EBITDA(百万元) | 264 | 296 | 361 | 439 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 187 | 238 | 297 | 368 |
| 增长率(%) | -17.83% | 27.10% | 24.59% | 24.16% |
| EPS(元/股) | 0.44 | 0.55 | 0.69 | 0.86 |
| 市盈率(P/E) | 43.24 | 34.02 | 27.31 | 21.99 |
| 市净率(P/B) | 6.33 | 5.34 | 4.46 | 3.71 |
| EV/EBITDA | 21.35 | 25.75 | 20.51 | 16.03 |

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|------------|------------|------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 1612 | 1980 | 2417 | 2931 | 营业收入 | 10.2% | 22.8% | 22.1% | 21.2% |
| 营业成本 | 885 | 1079 | 1311 | 1579 | 营业利润 | -15.2% | 24.9% | 24.6% | 24.2% |
| 税金及附加 | 15 | 18 | 22 | 27 | 归属于母公司净利润 | -17.8% | 27.1% | 24.6% | 24.2% |
| 销售费用 | 395 | 497 | 611 | 741 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 62 | 79 | 97 | 117 | 毛利率 | 45.1% | 45.5% | 45.8% | 46.1% |
| 研发费用 | 44 | 59 | 68 | 82 | 净利率 | 11.6% | 12.0% | 12.3% | 12.6% |
| 财务费用 | -4 | -8 | -12 | -17 | ROE | 14.6% | 15.7% | 16.3% | 16.9% |
| 资产减值损失 | -8 | 0 | 0 | 0 | ROIC | 14.6% | 14.8% | 15.4% | 15.9% |
| 营业利润 | 217 | 271 | 337 | 418 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 26.1% | 25.2% | 24.4% | 25.1% |
| 营业外支出 | 5 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.47 | 2.66 | 2.91 | 3.00 |
| 利润总额 | 212 | 271 | 337 | 418 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 25 | 32 | 40 | 50 | 应收账款周转率 | 10.69 | 10.29 | 10.29 | 10.29 |
| 净利润 | 187 | 238 | 297 | 368 | 存货周转率 | 9.47 | 9.43 | 9.48 | 9.54 |
| 归母净利润 | 187 | 238 | 297 | 368 | 总资产周转率 | 0.98 | 1.05 | 1.09 | 1.10 |
| 每股收益(元) | 0.44 | 0.55 | 0.69 | 0.86 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.44 | 0.55 | 0.69 | 0.86 |
| 货币资金 | 302 | 467 | 692 | 1065 | 每股净资产 | 2.97 | 3.53 | 4.22 | 5.07 |
| 交易性金融资产 | 359 | 359 | 359 | 359 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 190 | 223 | 281 | 329 | PE | 43.24 | 34.02 | 27.31 | 21.99 |
| 预付款项 | 22 | 22 | 26 | 32 | PB | 6.33 | 5.34 | 4.46 | 3.71 |
| 存货 | 178 | 241 | 268 | 346 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 1090 | 1340 | 1678 | 2174 | 净利润 | 187 | 238 | 297 | 368 |
| 固定资产 | 447 | 486 | 503 | 508 | 折旧和摊销 | 51 | 41 | 43 | 45 |
| 在建工程 | 62 | 72 | 87 | 102 | 营运资本变动 | -1 | -23 | -40 | 25 |
| 无形资产 | 66 | 66 | 66 | 66 | 其他 | -4 | -8 | -7 | -7 |
| 非流动资产合计 | 642 | 691 | 723 | 743 | 经营活动现金流净额 | 234 | 248 | 293 | 431 |
| 资产总计 | 1732 | 2030 | 2400 | 2916 | 资本开支 | -28 | -90 | -75 | -65 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | -45 | 8 | 7 | 7 |
| 应付票据及应付账款 | 188 | 262 | 284 | 373 | 投资活动现金流净额 | -74 | -82 | -68 | -58 |
| 其他流动负债 | 254 | 241 | 292 | 351 | 股权融资 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 442 | 503 | 576 | 724 | 债务融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 9 | 9 | 9 | 9 | 其他 | -139 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 9 | 9 | 9 | 9 | 筹资活动现金流净额 | -116 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 451 | 512 | 585 | 733 | 现金及现金等价物净增加额 | 44 | 166 | 225 | 373 |
| 股本 | 430 | 430 | 430 | 430 | | | | | |
| 资本公积金 | 278 | 278 | 278 | 278 | | | | | |
| 未分配利润 | 495 | 697 | 949 | 1262 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | |
| 其他 | 77 | 113 | 157 | 213 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1281 | 1519 | 1815 | 2183 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 1732 | 2030 | 2400 | 2916 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048