

百亚股份 (003006.SZ)

一季度净利润增长 45%，产品升级推动毛利率提升

买入

核心观点

一季度延续强劲增长，净利率受益产品中高端升级提升显著。一季度公司实现收入 5.2 亿元，同比增加 21%，主要受电商高增、核心五省区域稳健增长驱动，延续去年四季度增长态势；归母净利润 0.8 亿元，同比增加 45%。毛利率 46.9%，同比提升 2.1 个百分点，投放效率提升叠加产品中高端升级推动毛利率改善；销售费用率同比增加 1.1 个百分点，主要为广宣费比、会议及差旅费比上升，整体费用率稳定。净利率 15.4%，提升 2.6 个百分点。营业周转天数因业务规模增长同比下降，经营性现金流净额 1.1 亿元，因去年四季度账期延长至本季度，且因原材料价格下行按需采购导致大幅提升 502%。

持续推动卫生巾产品升级，安睡裤和大健康系列引领增长。分品类表现，收入端，自由点核心品牌增长 25%，纸尿裤和 ODM 业务小个位数下滑，其中安睡裤下降、成裤快速增长。自由点品牌下，高毛利产品占比呈上行趋势，其中安睡裤占比超 16% (2022 年: 15%)、增速近 40%，有机+纯棉系列占比超 16%-17% (2022 年: 10%)，自由点品牌毛利率同比提升约 1 个百分点。

电商延续高速增长，外围市场因部分 KA 客户调整有所下滑。线上延续双位数高增长，主要由于：抖音直播电商 1.8 倍增长，占比达 45%，天猫官旗高于细分品类大盘增长，占比约 1/4；电商毛利率同比提升约 5 个百分点，盈利能力持续改善。线下市场中，川渝、云贵陕分别增长 12%、21%，外围市场因部分 KA 客户影响低个位数下滑，如剔除该客户影响增长约 20%，二季度起预期在湖南、河北加大经销渠道布局，广东、华东部分省份加强 KA 渠道卖进。

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：看好区域个护龙头品牌力加持下市场渠道扩张空间。自去年三季度起，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，呈现逐季环比改善趋势。二季度起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。长期我们看好公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑，产品升级叠加费用投放优化有望推动盈利能力持续提升。维持盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 2.4/3.1/3.9 亿元，同比增长 25.3%/32.2%/24.5%，考虑公司业绩持续兑现高成长性，疫后环境改善确定性增强，上调公司合理估值为 21.6-23.0 元 (原: 18.3~20.0 元)，对应 2024 年 30~32xPE (原: 24-27X PE)，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润 (百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.2%	24.5%
每股收益 (元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
EBIT Margin	16.2%	13.3%	12.7%	13.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	18.8%	14.6%	16.2%	18.7%	20.0%
市盈率 (PE)	37.2	45.6	36.3	27.5	22.1
EV/EBITDA	31.5	34.1	29.3	23.5	19.6
市净率 (PB)	6.99	6.67	5.90	5.13	4.41

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 liuican5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	21.60 - 23.00 元
收盘价	19.45 元
总市值/流通市值	8370/4194 百万元
52 周最高价/最低价	20.24/8.35 元
近 3 个月日均成交额	55.18 百万元

市场走势

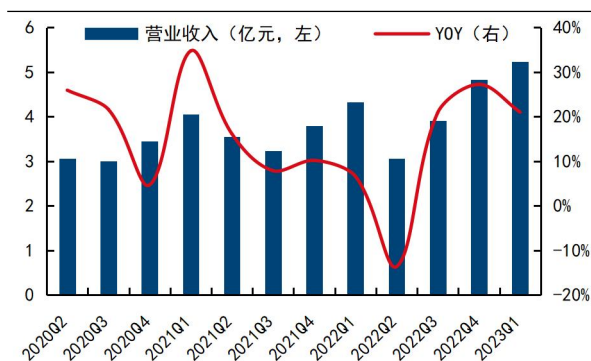


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼》——2023-03-26
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年业绩预计下滑 17%，四季度延续景气增长》——2023-01-19
- 《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

图1：公司分季度营业收入及增速



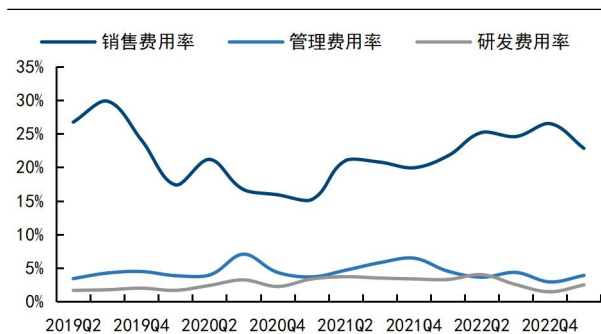
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



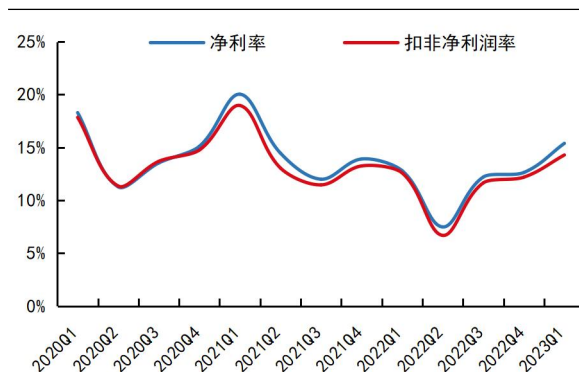
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



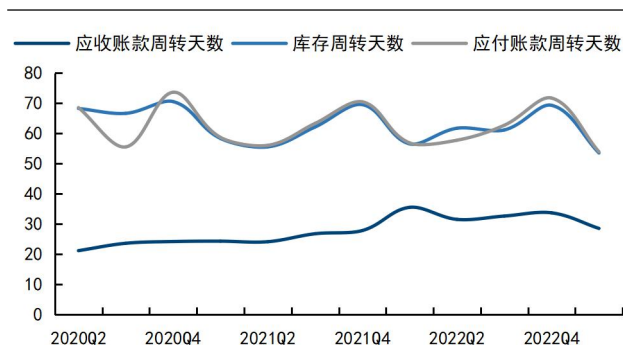
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度净利率/扣非净利率



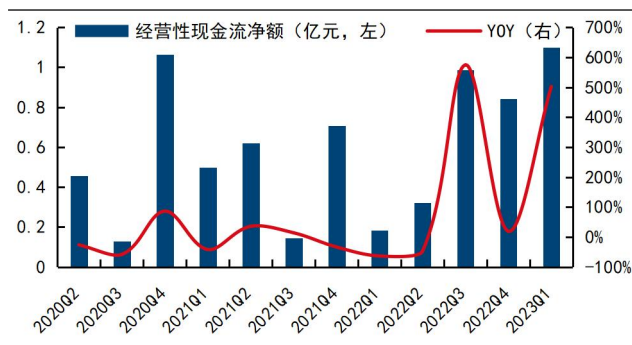
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：看好区域个护龙头品牌力加持下市场渠道扩张空间

自去年三季度起，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，呈现逐季环比改善趋势。二季度起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。长期我们看好公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑，产品升级叠加费用投放优化有望推动盈利能力持续提升。维持盈利预测，预计 2023–2025 年净利润为 2.4/3.1/3.9 亿元，同比增长 25.3%/32.2%/24.5%，考虑公司业绩持续兑现高成长性，疫后环境改善确定性增强，上调公司合理估值为 21.6–23.0 元（原：18.3~20.0 元），对应 2024 年 30~32xPE（原：24–27X PE），维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.2%	24.5%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
经营利润率	16.2%	13.3%	12.7%	13.3%	13.4%
净资产收益率(ROE)	18.8%	14.6%	16.2%	18.7%	20.0%
市盈率(PE)	33.3	40.8	32.5	24.6	19.8
EV/EBITDA	28.4	30.7	26.4	21.2	17.7
市净率(PB)	6.26	5.97	5.29	4.59	3.95

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	259	302	561	772	1046	营业收入	1463	1612	2028	2514	3108
应收款项	143	208	206	275	352	营业成本	809	885	1112	1368	1696
存货净额	162	178	228	279	349	营业税金及附加	14	15	19	23	29
其他流动资产	22	43	44	53	72	销售费用	279	395	503	621	765
流动资产合计	917	1090	1360	1700	2140	管理费用	75	62	85	103	122
固定资产	531	509	522	533	535	研发费用	51	44	55	68	84
无形资产及其他	66	66	64	61	58	财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
投资性房地产	21	47	47	47	47	投资收益	13	7	14	18	22
长期股权投资	20	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(15)	(12)	(15)
资产总计	1553	1732	2012	2360	2800	其他收入	(43)	(45)	(41)	(51)	(64)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	0	0	营业利润	255	217	272	358	446
应付款项	164	188	234	288	362	营业外净收支	(0)	(4)	(5)	(5)	(7)
其他流动负债	165	254	323	399	494	利润总额	255	212	267	352	439
流动负债合计	330	442	558	687	856	所得税费用	31	25	32	42	53
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(0)	0	0	0
其他长期负债	8	9	10	11	12	归属于母公司净利润	228	187	235	310	386
长期负债合计	8	9	10	11	12	现金流量表（百万元）					
负债合计	339	451	568	698	868	净利润	228	187	235	310	386
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	1	9	2	0	0
股东权益	1213	1280	1444	1661	1932	折旧摊销	42	50	53	59	65
负债和股东权益总计	1553	1732	2012	2360	2800	公允价值变动损失	4	5	15	12	15
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
每股收益	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90	营运资本变动	(36)	(7)	69	2	4
每股红利	0.30	0.30	0.16	0.22	0.27	其它	(2)	(9)	(2)	(0)	(0)
每股净资产	2.84	2.97	3.36	3.86	4.49	经营活动现金流	236	235	372	384	471
ROIC	32%	26%	31%	42%	52%	资本开支	0	(30)	(80)	(80)	(80)
ROE	19%	15%	16%	19%	20%	其它投资现金流	51	(28)	38	0	0
毛利率	45%	45%	45%	46%	45%	投资活动现金流	31	(57)	(42)	(80)	(80)
EBIT Margin	16%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	22	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	15%	16%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	17%	10%	26%	24%	24%	支付股利、利息	(128)	(129)	(70)	(93)	(116)
净利润增长率	25%	-18%	25%	32%	25%	其它融资现金流	(0)	101	(0)	(1)	0
资产负债率	22%	26%	28%	30%	31%	融资活动现金流	(257)	(135)	(70)	(94)	(116)
息率	1.5%	1.5%	0.8%	1.1%	1.4%	现金净变动	10	43	260	211	275
P/E	37.2	45.6	36.3	27.5	22.1	货币资金的期初余额	248	259	302	561	772
P/B	7.0	6.7	5.9	5.1	4.4	货币资金的期末余额	259	302	561	772	1046
EV/EBITDA	31.5	34.1	29.3	23.5	19.6	企业自由现金流	0	201	269	275	355
						权益自由现金流	0	301	280	292	379

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