



股票投资评级

买入 | 维持

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)	15.28
总股本/流通股本(亿股)	4.29 / 2.16
总市值/流通市值(亿元)	66 / 33
52周内最高/最低价	20.01 / 8.43
资产负债率(%)	26.1%
市盈率	34.73
第一大股东	重庆复元商贸有限公司

研究所

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

百亚股份(003006)

产品、渠道结构持续优化，业绩增长符合预期

● 事件：

公司发布 2023 年半年度报告：

2023H1 公司实现收入 9.50 亿元，同比+28.60%；归母净利润 1.32 亿元，同比+68.12%；扣非后归母净利润 1.24 亿元，同比+65.77%。其中，2023Q2 公司实现收入 4.27 亿元，同比+39.34%；归母净利润 0.52 亿元，同比+124.93%；扣非后归母净利润 0.49 亿元，同比+141.43%。收入延续强劲增长动力，利润弹性释放，业绩增长符合预期。

● 卫生巾业务高增，中高端产品占比提升

分产品看，2023H1 卫生巾/纸尿裤/ODM 业务分别实现收入 8.34/0.60/0.56 亿元，分别同比+36.35%/-6.13%/-11.16%，卫生巾业务保持高增长，且收入占比同比+4.98pct 至 87.76%，对公司整体收入贡献提升，此外，公司持续推动产品结构升级，加大对中高端产品的研发和营销拓展力度，自由点卫生巾中高端系列产品增速更高，中高端产品占比提升，2023H1 公司卫生巾产品毛利率 52.07%，同比+3.06pct，毛利率大幅提升。

● 核心地区收入稳增，电商渠道表现亮眼

分渠道看，2023H1 川渝/云贵陕/其他地区/电商渠道分别实现收入 3.39/2.02/1.16/2.37 亿元，同比分别+26.35%/+29.40%/+2.51%/+71.66%，核心地区稳步增长，电商渠道延续高增长态势。其中，电商渠道作为公司向全国拓展的重要渠道，公司加大线上营销资源投入，以直播电商为主的新兴电商渠道实现快速增长，天猫、线上分销等业务也保持较快增长，报告期内，电商渠道对收入贡献同比+6.25pct 至 24.93%，渠道结构进一步优化。毛利率方面，2023H1 川渝/云贵陕/其他地区/电商毛利率分别为 51.64%/52.41%/42.40%/46.77%，同比分别+7.58pct/+1.93pct/-6.47pct/+5.57pct，川渝地区及电商渠道毛利率提升明显。

● 盈利能力同比提升，期间费用率管控良好

2023H1 公司整体毛利率/净利率分别为 47.57%/13.90%，同比分别+4.34pct/+3.30pct。分季度看，2023Q2 毛利率/净利率分别为 48.45%/12.08%，同比分别+7.37pct/+4.60pct，受益于中高端产品占比提升，公司盈利能力提升明显。

期间费用方面，2023H1 公司期间费用率为 30.59%，同比-0.10pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 24.22%/3.81%/2.75%/-0.18%，分别同比+1.07pct/-0.36pct/-

0.84pct/+0.03pct，销售费用率提升主要系营销费用投入加大所致，整体费用率管控良好。

### ● 投资建议：

公司在国内一次性卫生用品市场上建立了良好的品牌形象，专注打造中国一次性卫生用品领域的本土领先品牌，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，维持此前盈利预测，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 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“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或不及预期风险；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	365	442
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）	35.03	27.56	22.12	17.82
市净率（P/B）	5.13	4.75	3.91	3.21
EV/EBITDA	21.35	21.02	16.48	12.74

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
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	608	739	<b>获利能力</b>				
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	-8	-14	ROE	14.6%	17.2%	17.7%	18.0%
资产减值损失	-8	0	0	0	ROIC	14.6%	16.3%	16.9%	17.1%
<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>271</b>	<b>337</b>	<b>418</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	26.1%	27.0%	25.9%	26.4%
营业外支出	5	0	0	0	流动比率	2.47	2.39	2.67	2.81
<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>271</b>	<b>337</b>	<b>418</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	25	32	40	50	应收账款周转率	10.69	10.29	10.29	10.29
<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>297</b>	<b>368</b>	存货周转率	9.47	9.43	9.48	9.54
<b>归母净利润</b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>297</b>	<b>368</b>	总资产周转率	0.98	1.09	1.16	1.16
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>	<b>0.86</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.44	0.55	0.69	0.86
货币资金	302	330	555	928	每股净资产	2.98	3.22	3.91	4.76
交易性金融资产	359	359	359	359	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	190	223	281	329	PE	35.03	27.56	22.12	17.82
预付款项	22	22	26	32	PB	5.13	4.75	3.91	3.21
存货	178	241	268	346	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1090</b>	<b>1203</b>	<b>1541</b>	<b>2037</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>642</b>	<b>691</b>	<b>723</b>	<b>743</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>234</b>	<b>248</b>	<b>293</b>	<b>431</b>
<b>资产总计</b>	<b>1732</b>	<b>1894</b>	<b>2264</b>	<b>2780</b>	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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-74</b>	<b>-82</b>	<b>-68</b>	<b>-58</b>
其他流动负债	254	241	292	351	股权融资	22	-8	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>442</b>	<b>503</b>	<b>576</b>	<b>724</b>	债务融资	0	0	0	0
其他	9	9	9	9	其他	-139	-129	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-116</b>	<b>-137</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>451</b>	<b>512</b>	<b>585</b>	<b>733</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>225</b>	<b>373</b>
股本	430	429	429	429					
资本公积金	278	271	271	271					
未分配利润	495	568	820	1133					
少数股东权益	1	1	1	1					
其他	77	113	157	213					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1281</b>	<b>1382</b>	<b>1678</b>	<b>2047</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1732</b>	<b>1894</b>	<b>2264</b>	<b>2780</b>					

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