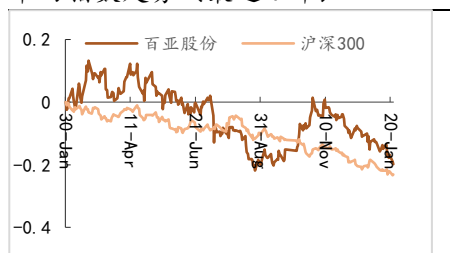


评级： 买入

陈梦  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110521070002  
chenmeng@sczq.com.cn  
电话: 010-81152649

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	13.94
一年内最高/最低价 (元)	20.82/13.50
市盈率 (当前)	24.58
市净率 (当前)	4.50
总股本 (亿股)	4.29
总市值 (亿元)	59.86

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 百亚股份 (003006) 2023 年三季报点评: Q3 收入表现亮眼, 产品结构优化助力毛利率提升
- 百亚股份 (003006) 2023 年中报点评: 电商渠道持续高增, 经营表现符合预期
- 百亚股份 (003006) 2023 年一季报点评: Q1 业绩高增, 2023 开局靓丽

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年业绩快报, 2023 年全年实现营收 21.40 亿元, 同比+32.72%; 归母净利润 2.33 亿, 同比+24.58%; 实现扣非归母净利润 2.06 亿元, 同比+15.06%。

点评:

- Q4 延续靓丽经营, 收入表现超预期。** 单季来看, 2023Q1/Q2/Q3/Q4 公司实现营业收入 5.23/4.27/5.26/6.63 亿元, 同比分别+20.99%/+39.34%/+34.65%/+37.5%; 实现归母净利润 0.80/0.52/0.51/0.51 亿元, 同比分别+44.60%/+124.93%/+6.01%/-16.7%, 其中公司 Q4 单季度营收在去年同期较高基数背景下仍实现快速增长, 表现超预期, 但短期受公司营销投放增加及电商渠道快速增长等影响, 利润同比下滑。
- 产品结构持续优化, 毛利率上行。** 据公司公告, 2023 全年公司综合毛利率同比提升 5.2pct 至 50.3%, 我们认为主要在于产品结构优化, 其中较高毛利率的自由点产品全年实现营收 18.87 亿, 同比高增 40.9%, 毛利率 54.8%, 同比提升 3.6pct, 自由点产品收入占公司总营收比重已经由 2022 年的 83% 提升至 2023 年的 88%。费用方面, 2023 年公司持续加强品牌建设与市场推广及品牌宣传力度, 全年销售费用投入 6.71 亿元, 同比增长 70%, 销售费用率达到了 31.36% (同比+6.86pct), 短期对公司利润率形成一定压力, 我们预计随公司营销投放效率提升以及收入规模快速增长, 公司净利率水平有望逐步回升。
- 2023 年电商渠道收入翻倍, 外围省份高增。** 公司 2023 年线下/电商渠道分别实现营收 12.75/7.44 亿, 同比分别+14.8%/+100.3%, 其中 23Q4 单季度, 公司线下渠道实现营业收入 3.11 亿元 (同比+7.6%), 线下核心区域以外省份的营业收入较去年同期增长 61.0%; 在电商平台大促及公司品牌力持续提升拉动下, 公司 Q4 电商渠道实现营业收入 3.11 亿元 (同比+110.2%)。公司电商渠道快速增长有望加速公司品牌全国竞争力提升, 并助力公司外围省份稳步拓展。
- 投资建议:** 公司高端产品延续亮眼表现, 电商及外围省份有序拓展, 长期发展可期。考虑到公司战略性广宣投放, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 3.09/3.92 亿元 (原预测值 3.17/3.90 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 19/15 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新市场拓展不及预期, 行业竞争加剧, 原料成本大幅波动等。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	16.12	21.40	27.05	33.23
营收增速 (%)	10.2%	32.7%	26.4%	22.9%
归母净利润 (亿元)	1.87	2.33	3.09	3.92
归母净利润增速 (%)	-17.8%	24.6%	32.5%	26.9%
EPS (元/股)	0.44	0.54	0.72	0.91
PE	32	26	19	15

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,090	1,252	1,490	1,796	经营活动现金流	234	328	286	382
现金	302	430	539	696	净利润	187	233	309	392
应收账款	167	179	238	305	折旧摊销	50	55	58	61
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-1	-2	-2	-1
预付账款	22	13	18	24	投资损失	-7	-7	-7	-6
存货	178	218	269	324	营运资金变动	13	47	-73	-65
其他	398	404	414	429	其它	-9	2	0	2
非流动资产	642	687	718	738	投资活动现金流	-74	-100	-90	-80
长期投资	19	19	19	19	资本支出	-29	-100	-90	-80
固定资产	447	489	517	541	长期投资	1	0	0	0
无形资产	66	60	54	48	其他	-46	0	0	0
其他	48	47	46	48	筹资活动现金流	-116	-100	-87	-145
资产总计	1,732	1,939	2,208	2,534	短期借款	0	0	0	0
流动负债	442	546	635	754	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-9	7	77	74
应付账款	188	227	277	335	现金净增加额	43	128	109	157
其他	123	123	123	123					
非流动负债	9	9	9	9	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	9	9	9	9	营业收入	10.2%	32.7%	26.4%	22.9%
负债合计	451	555	644	763	营业利润	-15.2%	26.3%	33.5%	26.8%
少数股东权益	1	1	1	1	归属母公司净利润	-17.8%	24.6%	32.5%	26.9%
归属母公司股东权益	1,280	1,383	1,563	1,770	获利能力				
负债和股东权益	1,732	1,939	2,208	2,534	毛利率	45.1%	50.3%	51.3%	51.9%
					净利率	11.6%	10.9%	11.4%	11.8%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	14.6%	16.9%	19.8%	22.2%
营业收入	1,612	2,140	2,705	3,323	ROIC	20.2%	23.0%	26.1%	28.2%
营业成本	885	1,064	1,318	1,599	偿债能力				
营业税金及附加	15	19	25	31	资产负债率	26.1%	28.6%	29.2%	30.1%
营业费用	395	671	840	1,029	净负债比率	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
研发费用	44	53	70	88	流动比率	2.5	2.3	2.3	2.4
管理费用	62	70	95	121	速动比率	2.1	1.9	1.9	2.0
财务费用	-4	-2	-2	-1	营运能力				
资产减值损失	-8	-4	-5	-5	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1	应收账款周转率	10.7	12.4	13.0	12.2
投资净收益	7	8	8	8	应付账款周转率	5.0	5.1	5.2	5.2
营业利润	217	273	365	463	每股指标(元)				
营业外收入	0	1	1	0	每股收益	0.44	0.54	0.72	0.91
营业外支出	5	2	2	2	每股经营现金	0.54	0.76	0.67	0.89
利润总额	212	272	364	461	每股净资产	2.98	3.22	3.64	4.12
所得税	25	39	55	69	估值比率				
净利润	187	233	309	392	P/E	32	26	19	15
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	5	4	4	3
归属母公司净利润	187	233	309	392					
EBITDA	259	325	420	521					
EPS (元)	0.44	0.54	0.72	0.91					

## 分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现