

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

百亚股份(003006)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师  
执业编号: S1500522020003  
邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

百亚股份(003006): 收入高增营销蓄势, 产品结构持续优化

上半年业绩亮眼, 产品渠道并进渠道产品同发力, Q2 业绩预告高增

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 产品渠道协同成长, 高分红重视股东回报

2024年03月24日

**事件:** 百亚股份发布 2023 年年报, 公司 2023 年实现营业收入 21.44 亿元, 同比增长 33.0%, 实现归母净利润 2.38 亿元, 同比增长 27.21%, 扣非归母净利润 2.16 亿元, 同比增长 20.33%; 单 Q4 实现收入 6.68 亿元, 同比增长 38.4%, 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比下降 8.65%。2023 年向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元 (含税)。

**点评:**

➤ **2023 年线上线下各渠道协同增长, 自由点品牌市占率持续提升。**公司 2023 年实现营业收入 21.44 亿元, 同比增长 33.0%, 单 Q4 实现收入 6.68 亿元, 同比增长 38.4%。**产品方面**, 2023 年公司卫生巾、纸尿裤分别实现收入 19.05 亿元、1.18 亿元, 分别同比+40.27%、-4.52%。其中自由点产品收入 18.9 亿元, 同比+41.15%; 以有机纯棉、敏感肌、益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快, 大健康系列产品收入占卫生巾比重达 26.17%。**分地区方面**, 2023 年川渝、云贵陕、其他地区、电商、ODM 分别实现营业收入 6.78 亿元、3.59 亿元、2.38 亿元、7.48 亿元、1.21 亿元, 分别同比+17.1%、+7.2%、+21.2%、+101.5%、-7.3%。**市占率方面**, 公司自由点产品在核心五省的市场占有率持续提升, 据尼尔森, 2023 年自由点品牌卫生巾市场份额在全国卫生巾品牌中排名第五, 本土卫生巾品牌排名第二, 在重庆和四川市场销售份额排名第一, 在云贵陕市场份额排名第二, 线上多月在抖音平台卫生巾品牌排名第一。同时, 公司继续加速外围省份市场拓展节奏, 重点锁定广东、湖南、河北等省份作为重点区域; 尤其是聚焦资源借助直播电商渠道加大营销和品牌投入力度, 快速提升公司产品知名度, 协同推动了线下渠道各区域市场的业务拓展。**生产方面**, 2023 年度, 公司引进新的安睡裤卫生巾生产线及智能化配套设备, 并对部分现有生产线增加了智能化配套设备扩大产能。2023 年 Q4, 公司部分畅销品产能较为紧张, 公司已订购新生产设备及对现有产线进行改造, 有序安排生产确保产品稳定供给。

➤ **大健康产品推动毛利率显著提升, 品牌投入助力可持续成长。**1) **毛利率:** 2023 年公司实现毛利率 50.32%, 同比+5.21pct。分地区看, 2023 年川渝、云贵陕、其他地区、电商、ODM 分别实现毛利率 55.19%、52.44%、42.83%、52.53%, 分别同比+5.75pct、+0.96pct、-1.00pct、+8.66pct。产品结构的不断优化进一步提升了公司毛利率水平。2) **期间费用:** 2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 31.2%、3.36%、2.52%, 分别同比+6.7pct、-0.48pct、-0.17pct。公司销售费用投入 6.69 亿元, 营销类推广费用投入 4.01 亿元, 同比增长 126.81%, 后续公司仍将保持一定力度的品牌资源投入, 进一步提高产品知名度和美誉度。3) **净利润:** 2023 年公司实现归母净利润 2.38 亿元, 同比增长 27.21%, 净利率为 11.1%, 同比-0.5pct。单 Q4 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比下降 8.65%, 净利率为 8.36%, 同比-4.3pct。4) **现金流:** 2023 年

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

公司实现经营活动现金流 33.14 亿元，同比增长 41.88%，主要是公司本期销售回款增加；实现投资活动现金流-1.36 亿元，同比-84.50%，主要是公司购买的理财产品于本期到期赎回；实现筹资活动现金流-1.45 亿元，同比-24.52%。**5) 分红方面：**公司 2023 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元（含税），分红总额约 2.36 亿元，对应当前市值股息率约 3.4%。

- **盈利预测与投资评级：**公司多年聚焦中高端产品、精细化渠道管理，实现了川渝区域市场占有率的领先，并通过线上渠道快速发展、线下全国扩张进一步打开成长空间；不断强化品牌和产品力，增强消费者粘性，带动毛利率提升。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.91 亿元、3.53 亿元、4.29 亿元，分别同比增长 22.3%、21.0%、21.6%，目前股价对应 2024 年 PE 为 20x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,612	2,144	2,689	3,281	3,981
增长率 YoY %	10.2%	33.0%	25.4%	22.0%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	187	238	291	353	429
增长率 YoY%	-17.8%	27.2%	22.3%	21.0%	21.6%
毛利率%	45.1%	50.3%	52.2%	53.2%	53.8%
净资产收益率ROE%	14.6%	17.2%	19.2%	20.9%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.56	0.68	0.82	1.00
市盈率 P/E(倍)	31.39	27.07	23.91	19.76	16.25
市净率 P/B(倍)	4.64	4.69	4.58	4.13	3.70

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1,090	1,214	1,375	1,635	1,960	
货币资金	302	356	422	571	764	
应收票据	23	21	27	33	40	
应收账款	167	167	208	254	308	
预付账款	22	28	33	40	48	
存货	178	173	207	247	297	
其他	398	469	479	490	503	
<b>非流动资产</b>	642	671	740	754	762	
长期股权投资	19	19	19	19	19	
固定资产(合计)	447	491	517	536	547	
无形资产	66	65	65	65	65	
其他	109	95	138	133	130	
<b>资产总计</b>	1,732	1,884	2,115	2,389	2,722	
<b>流动负债</b>	442	479	576	686	821	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	188	231	279	333	399	
其他	254	248	298	354	423	
<b>非流动负债</b>	9	19	18	18	18	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	9	19	18	18	18	
<b>负债合计</b>	451	498	594	705	840	
少数股东权益	1	0	-1	-1	-2	
归属母公司股东权益	1,280	1,387	1,521	1,685	1,884	
<b>负债和股东权益</b>	1,732	1,884	2,115	2,389	2,722	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,612	2,144	2,689	3,281	3,981	
同比(%)	10.2%	33.0%	25.4%	22.0%	21.4%	
归属母公司净利润	187	238	291	353	429	
同比(%)	-17.8%	27.2%	22.3%	21.0%	21.6%	
毛利率(%)	45.1%	50.3%	52.2%	53.2%	53.8%	
ROE%	14.6%	17.2%	19.2%	20.9%	22.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.56	0.68	0.82	1.00	
P/E	31.39	27.07	23.91	19.76	16.25	
P/B	4.64	4.69	4.58	4.13	3.70	
EV/EBITDA	21.35	18.95	17.67	14.54	11.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	1,612	2,144	2,689	3,281	3,981	
营业成本	885	1,065	1,285	1,535	1,840	
营业税金及附加	15	19	23	29	35	
销售费用	395	669	901	1,125	1,381	
管理费用	62	72	98	131	159	
研发费用	44	54	71	87	111	
财务费用	-4	-4	-6	-7	-9	
减值损失合计	-8	-10	-2	-2	-2	
投资净收益	7	9	13	16	20	
其他	2	13	10	12	13	
<b>营业利润</b>	217	281	337	407	495	
营业外收支	-4	-1	-3	-3	-3	
<b>利润总额</b>	212	280	334	404	492	
所得税	25	41	43	53	64	
<b>净利润</b>	187	239	291	352	428	
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	
<b>归属母公司净利润</b>	187	238	291	353	429	
EBITDA	264	325	371	440	526	
EPS(当年)(元)	0.44	0.56	0.68	0.82	1.00	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	234	331	344	408	490	
净利润	187	239	291	352	428	
折旧摊销	51	56	60	66	72	
财务费用	-1	0	0	0	0	
投资损失	-7	-9	-13	-16	-20	
营运资金变动	-1	15	-2	-3	0	
其它	4	30	9	9	10	
<b>投资活动现金流</b>	-74	-136	-121	-70	-67	
资本支出	-28	-84	-86	-86	-87	
长期投资	-45	-52	0	0	0	
其他	0	0	-36	16	20	
<b>筹资活动现金流</b>	-116	-145	-158	-189	-230	
吸收投资	22	0	-1	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-129	-129	-156	-189	-230	
<b>现金流净增加额</b>	44	50	65	150	193	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。