

评级：买入（维持）

市场价格：16.26元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	2,675	3,283	3,982
增长率 yoy%	10.2%	33.0%	24.8%	22.7%	21.3%
净利润(百万元)	187	238	301	381	481
增长率 yoy%	-17.8%	27.2%	26.3%	26.5%	26.5%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.70	0.89	1.12
每股现金流量	0.54	0.77	0.67	0.89	1.09
净资产收益率	14.6%	17.2%	19.3%	21.5%	23.6%
P/E	37.3	29.3	23.2	18.3	14.5
P/B	5.5	5.0	4.5	3.9	3.4

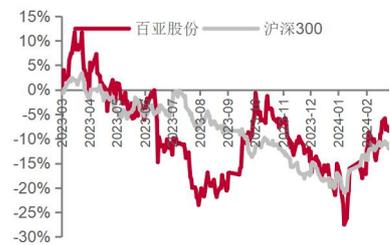
备注：股价信息为2024年03月22日收盘价

投资要点

- 事件：百亚股份发布2023年报及利润分配预案。**2023年公司实现营业收入21.44亿元，同比增长33%，归母净利润2.38亿元，同比增长27.2%，扣非后净利润2.16亿元，同比增长20.3%。单季度看，Q4实现营业收入6.68亿元，同比增长38.4%，归母净利润0.56亿元，同比下滑8.6%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利5.5元（含税），合计拟派发现金红利2.36亿元（含税），占2023年度归母净利润比例为99.13%。
- 电商靓丽带动Q4收入高增，产品力及品牌力向上。**2023年，公司Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入增速分别为21.0%、39.3%、34.6%、38.4%，电商持续超预期带动高基数下Q4增长环比提速。**盈利能力上：**2023年公司毛利率50.32%（+5.21pct.），归母净利率为11.11%（-0.51pct.），产品结构优化与品牌势能向上带动毛利率向好。**单季度看，Q4毛利率53.2%（+6.24pct.），归母净利率为8.36%（-4.3pct.）**我们判断Q4盈利短期波动主要系：1)前期区域大客户应收款及少量产线减值影响；2)益生菌系列产能紧张，公司调整不同渠道订单发货优先级，上述影响伴随公司技改、外协及新产线到位在2024年有望消退。
- 自由点2023年增长41%，着眼长期、建设产品与品牌核心竞争力。**
- ①营销端：注重品牌建设，着眼长期成长。**2023年销售/管理/及研发费用率分别为31.2%（+6.7pct.）、3.36%（-0.48pct.）、2.52%（-0.17pct.）。品牌投入上，2023年公司销售费用投入6.69亿元，其中营销类推广费用投入4.01亿元，同比增长126.81%，公司看重抖音等新渠道品宣价值，在电商及外围市场营销费用投入加大，带动其他平台及线下市场品牌认知加深。
- ②产品端：大健康系列表现突出，打造益生菌系列爆款。**2023年，自由点卫生巾产品营收18.9亿元（+41.15%），其中Q4单季度营收5.89亿（+47%）；全年自由点产品毛利率为54.8%（+3.6pct.），大健康系列占卫生巾收入比重26.17%，产品结构升级逻辑持续兑现。2024年，我们预估产品推新围绕益生菌系列升级展开，巩固产品竞争力与品牌心智。
- 电商强势，线下渠道关注24年外围市场有序扩张。**
- 1)线上：全年翻倍增长，盈利爬坡。**2023年公司电商渠道营收7.48亿元（+101.5%），毛利率52.5%（+8.66pct.）。其中，Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别增长86%/60%/129.5%/113.2%，持续超预期。公司重点投入抖音等直播平台，展望2024年，电商渠道有望突破10亿。
- 2)线下：全年增长14.8%、外围市场增长21.2%，看好2024年有序扩张。**2023年线下收入12.75亿元（+14.8%），毛利率52.1%（+3.04pct.），Q4单季度收入3.11亿元（+7.6%）。**分区域：**川渝/云贵陕/其他地区全年分别营收6.78/3.59/2.38亿元，同比+17.1%/+7.2%/+21.2%，Q4外围市场增长提速。**分渠道：**经销商/KA渠道全年分别营收9.66/3.09亿元，同比+16.8%/+9%。
- 投资建议：**2023年公司重点发力线上渠道、产品力&品牌力持续拉升，外围市场亦稳步拓展，2024年持续成长可期。我们认为“益生菌”系列的成功放量反映公司产品升级及品牌塑造卓有成效、核心竞争力提升；2024年公司战略清晰，短期产能及渠道结构变化不改公司长期成长逻辑，看好公司从区域走向全国、高速成长。我们预计公司2024-2026年实现营收26.75、32.83、39.82亿元，同增24.8%、22.7%、21.3%，归母净利润3.01、3.81、4.81亿元（年报更新，调整盈利预测，24-25年前次预测值为归母净利润3.02、3.75亿元），同增26.3%、26.5%、26.5%，EPS为0.7、0.89、1.12元，维持“买

基本状况

总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	428
市价(元)	16.26
市值(百万元)	6,982
流通市值(百万元)	6,958

股价与行业-市场走势对比

相关报告

入”评级。

- 风险提示：原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

图表 1: 百亚股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	356	487	601	809	营业收入	2,144	2,675	3,283	3,982
应收票据	21	16	25	37	营业成本	1,065	1,306	1,586	1,906
应收账款	167	232	296	357	税金及附加	19	27	33	40
预付账款	28	22	30	41	销售费用	669	834	1,016	1,227
存货	173	253	300	356	管理费用	72	108	131	163
合同资产	0	0	0	0	研发费用	54	75	102	119
其他流动资产	469	481	491	510	财务费用	-4	-9	-12	-14
流动资产合计	1,214	1,490	1,743	2,111	信用减值损失	-14	-7	-8	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-7	-8	-8
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	5	1	1	2
固定资产	491	537	549	578	投资收益	9	9	10	10
在建工程	21	28	21	7	其他收益	22	20	16	16
无形资产	65	60	55	51	营业利润	281	350	436	549
其他非流动资产	74	67	71	71	营业外收入	0	1	1	0
非流动资产合计	671	711	716	725	营业外支出	2	2	3	2
资产合计	1,884	2,201	2,458	2,836	利润总额	280	348	434	547
短期借款	0	55	0	0	所得税	41	47	59	74
应付票据	0	0	0	0	净利润	239	301	375	473
应付账款	231	276	334	405	少数股东损益	0	0	-6	-8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	238	301	381	481
合同负债	53	97	108	129	NOPLAT	235	293	365	462
其他应付款	133	107	121	120	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.70	0.89	1.12
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	58	84	101	119					
流动负债合计	479	623	668	778	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	19	19	19	19	营业收入增长率	33.0%	24.8%	22.7%	21.3%
非流动负债合计	19	19	19	19	EBIT增长率	31.9%	23.3%	24.3%	26.6%
负债合计	498	642	687	797	归母公司净利润增长率	27.2%	26.3%	26.5%	26.5%
归属母公司所有者权益	1,387	1,559	1,777	2,053	获利能力				
少数股东权益	0	0	-5	-13	毛利率	50.3%	51.2%	51.7%	52.1%
所有者权益合计	1,387	1,559	1,772	2,039	净利率	11.1%	11.3%	11.4%	11.9%
负债和股东权益	1,884	2,201	2,458	2,836	ROE	17.2%	19.3%	21.5%	23.6%
					ROIC	31.1%	30.4%	33.3%	34.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	26.4%	29.2%	27.9%	28.1%
					债务权益比	1.6%	5.0%	1.3%	1.1%
					流动比率	2.5	2.4	2.6	2.7
					速动比率	2.2	2.0	2.2	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4
					应收账款周转天数	28	27	29	30
					应付账款周转天数	71	70	69	70
					存货周转天数	59	59	63	62
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.55	0.70	0.89	1.12
					每股经营现金流	0.77	0.67	0.89	1.09
					每股净资产	3.23	3.63	4.14	4.78
					估值比率				
					P/E	29.3	23.2	18.3	14.5
					P/B	5.0	4.5	3.9	3.4
					EV/EBITDA	54.7	45.1	37.1	30.1

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。