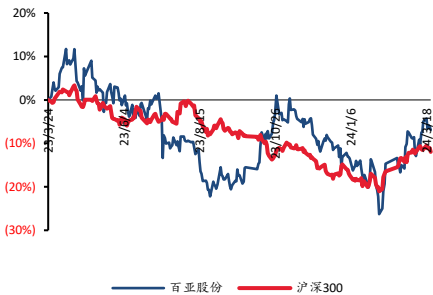


大健康兼外围市场驱动收入增长，结构持续优化扩增盈利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4/4
总市值/流通(亿元)	70/70
12个月内最高/最低价(元)	21/12

相关研究报告

证券分析师: 刘洁冰

电话: 19521279561

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523090001

公司发布 2023 年度业绩公告，收入利润增速亮眼：全年实现营业收入 21.44 亿元/+33.00%，归母净利润 2.38 亿元/+27.21%，扣非归母净利润 2.16 亿元 2.16/+20.33%，基本每股收益 0.56 元/+27.27%。

其中，23Q4 营业收入 6.68 亿元/+38.39%，归母净利润 0.56 亿元/-8.65%，扣非归母净利润 0.44 亿元/-25.19%，基本每股收益 0.13 元/-8.44%。

大健康产品驱增收入，外围市场快速成长。产品端，自由点产品收入 18.90 亿元/+41.15%，贡献总收入的 88.15%，尤其是主打有机纯棉、敏感肌、益生菌的大健康产品收入增速更快，占卫生巾比重达 26.17%，是公司收入增长的主要驱动。渠道端，公司持续精进“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，电商渠道上紧抓各重大营销节点，发力直播电商，取得优秀的销售成绩，自由点连续多月位居抖音卫生巾 TOP1 品牌，电商全年收入 7.48 亿元/+101.52%，收入贡献约 3 成；线下渠道则发力外围市场，推进全国化，全年核心五省收入 10.37 亿元/+13.45%，外围省份 2.38 亿元/+21.23%。

盈利结构持续优化，品牌投入逐渐变现：公司盈利向好，主系益生菌为主的中高端系列产品快速增长，片单价持续提升，驱动公司整体盈利空间扩大。2023 全年整体毛利率为 50.32%/+5.21pct，自由点毛利率达 54.84%，净利率为 11.12%/-0.47pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 31.20%/+6.70pct、3.36%/-0.48pct、2.52%/-0.18pct、-0.21%/+0.02pct；单季度来看，23Q4 毛利率 53.20%/+6.24pct，净利率 8.36%/-4.27pct，销售/管理/研发/财务费率为 38.77%/+12.26pct、2.95%/+0.02pct、1.96%/+0.50pct、-0.15%/+0.05pct。一方面，公司加大研发投入，支撑新品推出和老品迭代，2023 年新增专利 28 项；另一方面，重视品牌兼渠道建设，大力投入营销支撑新品上市和新市场新渠道的快速打开，全年 6.69 亿元销售费用中，营销推广类费用达 4.01 亿元，占 59.94%。

投资建议：公司作为西南老牌卫生巾龙头，近年来借助大健康新品和大力营销投放，不断拓展渠道、推进全国化，线上线下均取得亮眼的成绩，展望未来，卫生巾行业属于小额刚需产品，具备局部升级的潜力，今年大健康产品的优秀表现也有所验证，随着公司未来拓展新产线、纳入新省份，有望进一步持续扩增收入，同时，公司的品牌壁垒逐渐铸就提升费用投放效率，产品结构不断优化提升盈利空间，我们预计公司 24-26 年营业收入 28/34/41 亿元，归母净利润 3.09/3.78/4.67 亿元，对应 EPS (摊薄) 0.72/0.88/1.09 元，当前股价对应 PE 为 23/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发和推广遇阻；竞争激烈超预期，原材料成本大幅上涨；新产线投产进度不理想等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,144	2,770	3,388	4,065
营业收入增长率(%)	33.00%	29.18%	22.30%	20.00%
归母净利润（百万元）	238	309	378	467
净利润增长率(%)	27.21%	29.85%	22.34%	23.27%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.72	0.88	1.09
市盈率（PE）	27.07	22.57	18.45	14.96

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	302	356	713	1,115	1,612
应收和预付款项	212	216	254	298	342
存货	178	173	186	202	217
其他流动资产	398	469	480	491	502
流动资产合计	1,090	1,214	1,632	2,106	2,673
长期股权投资	19	19	19	19	19
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	447	491	491	491	491
在建工程	62	21	21	21	21
无形资产开发支出	66	65	65	65	65
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,137	1,287	1,706	2,180	2,746
资产总计	1,732	1,884	2,303	2,777	3,344
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	188	231	298	364	438
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	263	267	308	337	363
负债合计	451	498	606	701	801
股本	430	429	429	429	429
资本公积	278	266	266	266	266
留存收益	594	703	1,013	1,391	1,858
归母公司股东权益	1,280	1,387	1,696	2,075	2,541
少数股东权益	1	0	1	1	2
股东权益合计	1,281	1,387	1,697	2,076	2,543
负债和股东权益	1,732	1,884	2,303	2,777	3,344
现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表 (百万)	3078	3580	4352	5289	6455
投资性现金流	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	234	331	350	396	487
投资性现金流	-74	-136	6	7	9
融资性现金流	-116	-145	0	0	0

现金增加额

利润表 (百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,612	2,144	2,770	3,388	4,065
营业成本	885	1,065	1,349	1,631	1,942
营业税金及附加	15	19	25	31	36
销售费用	395	669	907	1,143	1,385
管理费用	62	72	92	111	130
财务费用	-4	-4	-10	-20	-31
资产减值损失	-8	-10	0	0	0
投资收益	7	9	8	9	10
公允价值变动	-2	5	0	0	0
营业利润	217	281	358	439	543
其他非经营损益	-4	-1	-2	-2	-2
利润总额	212	280	356	437	541
所得税	25	41	46	58	74
净利润	187	239	310	379	467
少数股东损益	0	0	1	1	1
归母股东净利润	187	238	309	378	467
预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
预测指标					
毛利率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	45.11%	50.32%	51.31%	51.85%	52.24%
销售净利率	11.62%	11.11%	11.17%	11.17%	11.48%
销售收入增长率	10.19%	33.00%	29.18%	22.30%	20.00%
EBIT 增长率	-11.65%	26.09%	28.90%	20.47%	22.28%
净利润增长率	-17.83%	27.21%	29.85%	22.34%	23.27%
ROE	14.63%	17.18%	18.24%	18.24%	18.36%
ROA	10.82%	12.64%	13.43%	13.63%	13.95%
ROIC	14.63%	16.47%	17.71%	17.40%	17.30%
EPS (X)	0.44	0.56	0.72	0.88	1.09
PE (X)	31.39	27.07	22.57	18.45	14.96
PB (X)	4.64	4.69	4.12	3.37	2.75
PS (X)	3.69	3.04	2.52	2.06	1.72

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。