

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)	16.95
总股本/流通股本(亿股)	4.29 / 4.28
总市值/流通市值(亿元)	73 / 73
52周内最高/最低价	19.83 / 12.87
资产负债率(%)	26.4%
市盈率	30.27
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)

自由点&电商渠道增长亮眼，毛利率提升明显

● 事件

公司发布2023年度报告，2023年公司实现收入21.44亿元，同比+33.00%；实现归母净利润2.38亿元，同比+27.21%。

其中，2023Q4收入为6.68亿元，同比+38.39%；实现归母净利润0.56亿元，同比-8.65%，收入端增长环比提速，利润端受费用投放等影响同比有所下滑。

● 自由点延续高增，电商渠道表现靓丽

分产品看，2023年公司卫生巾、纸尿裤、ODM业务分别实现收入19.05、1.17、1.21亿元，同比分别+40.27%、-4.52%、-7.26%。公司继续聚焦卫生巾业务，持续优化产品结构，其中，自由点产品收入18.90亿元，同比+41.15%；且以有机纯棉、敏感肌、益生菌系列为代表的大健康系列产品收入占卫生巾业务比重达26.17%，占比不断提升。得益于业务结构的优化，公司卫生巾业务毛利率达54.43%，同比+3.94pct。

分渠道看，2023年线下、电商、ODM渠道实现收入分别为12.75、7.48、1.21亿元，同比分别+14.83%、+101.52%、-7.26%，线下渠道稳步增长，电商渠道延续高增。其中，线下分地区看，川渝地区、云贵陕地区、其他地区分别实现收入6.78、3.59、2.38亿元，同比分别+17.09%、+7.17%、+21.23%，川渝市场精耕，其他地区有序拓展；分销售模式看，经销渠道、KA渠道分别实现收入9.66、3.09亿元，同比分别+16.81%、+9.04%，均保持良好增长。

● Q4毛利率大幅提升，营销费用投放力度加大

2023年公司毛利率、净利率分别为50.32%、11.12%，同比分别+5.21pct、-0.47pct。其中，2023Q4公司毛利率、净利率分别为53.20%、8.36%，同比分别+6.24pct、-4.27pct。受益于公司中高端产品占比提升，产品结构持续优化，毛利率提升明显；净利率同比有所下滑，主要系品牌推广费用加大。

费用端来看，2023年公司期间费用率为36.88%，同比+6.07pct，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31.20%、3.36%、2.52%、-0.21%，分别同比+6.70pct、-0.48pct、-0.17pct、+0.02pct。其中，2023Q4公司期间费用率为43.53%，同比+12.84pct，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38.77%、2.95%、1.96%、-0.15%，分别同比+12.27pct、+0.02pct、+0.50pct、+0.05pct。公司销售费用率同比大幅提升，主要为公司加大市场推广和品牌宣传力度，扩大消费者人群和产品销售覆盖，2023

年公司销售费用 6.69 亿元，同比+69.36%，其中营销类推广费用投入 4.01 亿元，同比+126.81%。

● 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。预计公司 2024-2026 年收入分别为 27.08/33.81/41.61 亿元，同比分别+26.30%/+24.84%/+23.07%；归母净利润分别为 3.03/3.80/4.69 亿元，同比分别+27.06%/+25.37%/+23.57%，对应 PE 分别为 24/19/16 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2144	2708	3381	4161
增长率	33.00%	26.30%	24.84%	23.07%
EBITDA（百万元）	325	374	464	564
归属母公司净利润（百万元）	238	303	380	469
增长率	27.21%	27.06%	25.37%	23.57%
EPS（元/股）	0.55	0.70	0.88	1.09
市盈率（P/E）	30.87	24.30	19.38	15.69
市净率（P/B）	5.30	4.35	3.55	2.90
EV/EBITDA	18.95	18.61	13.84	10.98

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2144	2708	3381	4161	营业收入	33.0%	26.3%	24.8%	23.1%
营业成本	1065	1339	1664	2042	营业利润	29.7%	24.1%	25.4%	23.6%
税金及附加	19	25	31	39	归属于母公司净利润	27.2%	27.1%	25.4%	23.6%
销售费用	669	867	1082	1331	获利能力				
管理费用	72	91	113	139	毛利率	50.3%	50.6%	50.8%	50.9%
研发费用	54	68	85	105	净利率	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%
财务费用	-4	-9	-10	-16	ROE	17.2%	17.9%	18.3%	18.5%
资产减值损失	-10	0	0	0	ROIC	16.5%	16.9%	17.5%	17.6%
营业利润	281	348	437	540	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	26.4%	27.8%	26.9%	27.5%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	2.54	2.57	2.81	2.90
利润总额	280	348	437	540	营运能力				
所得税	41	46	57	71	应收账款周转率	12.85	10.29	10.29	10.29
净利润	239	303	379	469	存货周转率	12.21	10.40	10.45	10.48
归母净利润	238	303	379	469	总资产周转率	1.19	1.28	1.31	1.31
每股收益(元)	0.55	0.70	0.88	1.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.55	0.70	0.88	1.09
货币资金	356	399	943	1169	每股净资产	3.23	3.93	4.82	5.91
交易性金融资产	423	423	423	423	估值比率				
应收票据及应收账款	188	376	328	539	PE	30.87	24.30	19.38	15.69
预付款项	28	27	33	41	PB	5.30	4.35	3.55	2.90
存货	173	348	299	495	现金流量表				
流动资产合计	1214	1623	2086	2740	净利润	239	303	379	469
固定资产	491	527	540	541	折旧和摊销	56	45	47	49
在建工程	21	31	46	61	营运资本变动	15	-215	192	-227
无形资产	65	65	65	65	其他	21	-10	-10	-10
非流动资产合计	671	716	744	760	经营活动现金流净额	331	123	609	282
资产总计	1884	2340	2830	3501	资本开支	-84	-90	-75	-65
短期借款	0	0	0	0	其他	-52	10	10	10
应付票据及应付账款	231	327	366	484	投资活动现金流净额	-136	-80	-65	-55
其他流动负债	248	304	376	459	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	479	631	742	944	债务融资	0	0	0	0
其他	19	19	19	19	其他	-145	0	0	0
非流动负债合计	19	19	19	19	筹资活动现金流净额	-145	0	0	0
负债合计	498	650	761	962	现金及现金等价物净增加额	50	43	544	226
股本	429	429	429	429					
资本公积金	266	266	266	266					
未分配利润	583	840	1162	1561					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	109	154	211	281					
所有者权益合计	1387	1690	2069	2538					
负债和所有者权益总计	1884	2340	2830	3501					

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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