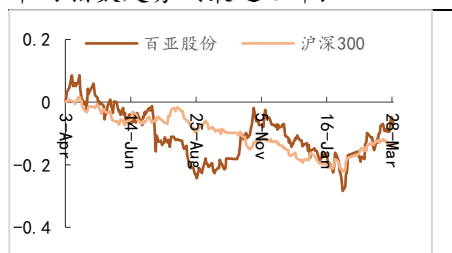


评级： 买入

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)	16.91
一年内最高/最低价 (元)	20.82/11.80
市盈率 (当前)	30.42
市净率 (当前)	5.23
总股本 (亿股)	4.29
总市值 (亿元)	72.61

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 百亚股份 (003006) 2023 年业绩快报点评: 全国市场拓展稳步推进, 2023 年营收表现超预期
- 百亚股份 (003006) 2023 年三季度报点评: 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

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年全年实现营收 21.44 亿元, 同比 +33.00%; 归母净利润 2.38 亿, 同比 +27.21%; 实现扣非后归母净利润 2.16 亿元, 同比 +20.33%; 拟每 10 股派发现金红利 5.5 元 (含税)。

点评:

- 2023 营收靓丽收官, 卫生巾主业高增。** 据公司公告 2023Q4 公司实现营业收入 6.68 亿元, 同比 +38.39%; 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比 -8.65%, 经营数据超出前期公司快报数据。**分品类来看,** 公司 2023 年卫生巾/纸尿裤/ODM 分别实现营收 19.05/ 1.18/ 1.21 亿元, 同比 +40.27%/ -4.52%/ -7.26%, 其中在有机纯棉、敏感肌、益生菌系列等大健康产品快速增长助力下, 全年自由点卫生巾产品营收 18.90 亿, 同比 +41.15%。
- 产品&渠道结构优化, 毛利率上行。** 2023 年公司综合毛利率 50.32%, 同比 +5.21pct, 我们认为主因公司产品&渠道结构优化及效率提升, 其中较高毛利率水平的自由点产品 (2023 年毛利率 54.84%) 占公司总收入比重已经由 2022 年的 83% 提升至 88%; 2023 年公司经销/KA/电商渠道毛利率分别 +2.56pct/+4.62pct/+8.66pct 至 51.14%/55.11%/52.53%。2023 年全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别 +6.70pct/-0.48pct/-0.18pct/+0.02pct 至 31.20%/3.36%/2.52%/-0.21%, 销售费用率同比提升主要在于公司持续加强品牌建设与市场推广及品牌宣传力度。综合影响下, 2023 年净利率同比 -0.47pct 至 11.12%, 我们预计未来随产品结构升级以及电商渠道盈利能力持续改善, 公司净利率水平有望逐步回升。
- 营销体系持续优化, 电商渠道收入翻倍。** 据公司年报, 2023 年自主品牌川渝/云贵陕/其他地区/电商分别实现营收 6.78/3.59/2.38/7.48 亿元, 分别同比 +17.09%/+7.17%/+21.23%/+101.52%, 外围省份稳步拓展, 电商渠道多平台同步发力表现出亮眼增长, 目前公司电商渠道收入占比已经由 2022 年的 23.03% 提升至 2023 年的 34.89%, 且电商渠道毛利率不断提升, 预计随电商渠道营收规模增长, 电商渠道盈利弹性可期。
- 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。我们维持公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.09/3.92/4.82 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 23/18/15 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

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	21.44	27.05	33.22	40.02
营收增速 (%)	33.0%	26.2%	22.8%	20.4%
归母净利润 (亿元)	2.39	3.09	3.92	4.82
归母净利润增速 (%)	27.2%	29.7%	27.0%	22.8%
EPS (元/股)	0.55	0.72	0.92	1.12
PE	30	23	18	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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,214	1,323	1,548	1,805	经营活动现金流	331	268	375	471
现金	356	316	397	503	净利润	238	309	392	482
应收账款	167	234	298	357	折旧摊销	56	62	66	67
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	0	-4	-4	-5
预付账款	28	22	30	41	投资损失	-9	-10	-10	-8
存货	173	253	299	351	营运资金变动	23	-83	-73	-71
其他	469	482	499	515	其它	23	-6	4	6
非流动资产	670	708	732	744	投资活动现金流	-136	-100	-90	-80
长期投资	19	19	19	19	资本支出	-58	-100	-90	-80
固定资产	491	525	545	563	长期投资	0	0	0	0
无形资产	65	59	53	47	其他	-78	0	0	0
其他	74	74	74	74	筹资活动现金流	-145	-209	-204	-286
资产总计	1,884	2,031	2,280	2,549	短期借款	3	0	0	0
流动负债	478	553	645	752	长期借款	3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-19	27	116	127
应付账款	231	276	333	401	现金净增加额	50	-40	81	105
其他	133	133	133	133					
非流动负债	19	19	19	19	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	19	19	19	19	营业收入	33.0%	26.2%	22.8%	20.4%
负债合计	497	572	664	771	营业利润	29.7%	29.3%	27.3%	22.8%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	27.2%	29.7%	27.0%	22.8%
归属母公司股东权益	1,387	1,459	1,616	1,778	获利能力				
负债和股东权益	1,884	2,031	2,280	2,549	毛利率	50.3%	51.7%	52.4%	52.9%
					净利率	11.1%	11.4%	11.8%	12.0%
					ROE	17.2%	21.2%	24.3%	27.1%
					ROIC	25.8%	31.0%	34.3%	37.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	2,144	2,705	3,322	4,002	资产负债率	26.4%	28.2%	29.2%	30.3%
营业成本	1,065	1,307	1,582	1,883	净负债比率	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
营业税金及附加	19	24	30	36	流动比率	2.5	2.4	2.4	2.4
营业费用	669	871	1,067	1,281	速动比率	2.2	1.9	1.9	1.9
研发费用	54	68	86	106	营运能力				
管理费用	72	93	118	148	总资产周转率	1.1	1.3	1.5	1.6
财务费用	-4	-4	-4	-5	应收账款周转率	12.8	13.5	12.5	12.2
资产减值损失	-10	-5	-5	-5	应付账款周转率	5.1	5.2	5.2	5.1
公允价值变动收益	5	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	9	9	9	8	每股收益	0.55	0.72	0.92	1.12
营业利润	281	363	462	567	每股经营现金	0.77	0.63	0.87	1.10
营业外收入	1	1	1	1	每股净资产	3.23	3.40	3.76	4.14
营业外支出	2	1	1	1	估值比率				
利润总额	280	363	462	567	P/E	30	23	18	15
所得税	41	54	70	85	P/B	5	5	4	4
净利润	239	309	392	482					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	239	309	392	482					
EBITDA	331	421	523	630					
EPS (元)	0.55	0.72	0.92	1.12					

## 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