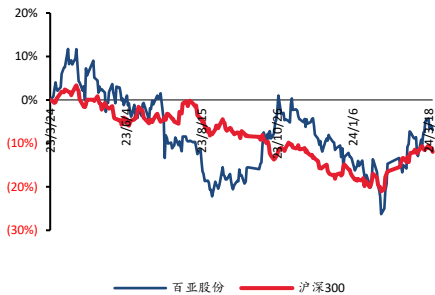


百亚 24Q1 点评：增长再超预期，看好小额刚需升级+渠道拓张

■ 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

<<百亚股份 2023 年报点评：大健康兼外围市场驱动收入增长，结构持续优化扩增盈利>>—2024-03-26

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 2024 年第一季度公告，增长亮眼再超预期：公司 2024Q1 实现营业收入 7.65 亿元/+46.40%，归母净利润 1.03 亿元/+28.07%，扣非归母净利润 0.98 亿元/+30.63%，基本每股收益 0.24 元/+26.32%。

益生菌等大健康产品结构性驱增盈利：产品角度，自由点系列当期收入 7.01 亿元/+54.6%，其中片单价更高的益生菌等大健康系列占比持续增加，结构性驱动自由点品牌和公司整体毛利率提升 5.8pct、7.5pct 至 57.7%、54.4%；尤其是益生菌系列自 23H2 推出以来销量快速爬坡，我们估计会贡献公司卫生巾收入近 3 成，如不考虑去年 Q4 以来的产能不足问题，预计对整体业绩的提振更加明显。展望全年，公司业绩有望保持增势，一是产能问题预计在 5-6 月得以解决，二是益生菌迭代新品，三是新市场的切入主要以大健康系列作为抓手，随着销售规模扩大盈利结构也将进一步得以优化。

高营销投入在电商和外围持续兑现：收入端，公司在深耕优势核心五省的基础上，借助线上势能外溢和线下渠道拓张，持续稳步推进全国化，24Q1 线下线上分别实现营业收入 4.36 亿元、2.96 亿元，同比增长 16.7%和 150.5%，线上渠道是增长的主要驱动，其中外围线下收入同比增长 52%成为线下增长的主驱力。**费用端**，公司持续投入营销以协同全国化的脚步，24Q1 销售费用 2.63 亿元/+120.7%，销售/管理/研发/财务费率分别为 34.42%/2.72%/1.99%/-0.14%，同比 +11.59pct/-1.18pct/-0.50pct/-0.80pct；一方面，在线下我们估计目前公司在川渝地区市占超过 30%，云贵陕市占约 20%，网点数接近全国性头部品牌的水平，但在外围省份无论是市占率还是渠道渗透程度都有较大成长空间，另一方面，线上抖音平台引流拉新获客效果明显，公司去年开始聚焦抖音不断投放品牌流量，保持抖音类目 TOP1；预计今年公司将持续保持高投放政策，快速攫取市场份额，加快建设全国性品牌的脚步。

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 28/35/43 亿元，归母净利润 3.14/3.89/4.94 亿元，对应 EPS（摊薄）0.73/0.91/1.15 元，当前股价对应 PE 为 28/22/17 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	2,809	3,487	4,312
营业收入增长率(%)	33.00%	31.02%	24.12%	23.65%
归母净利润（百万元）	238	314	389	494
净利润增长率(%)	27.21%	31.81%	24.02%	26.89%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.73	0.91	1.15
市盈率（PE）	27.07	27.50	22.17	17.47

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	718	1,134	1,663
应收和预付款项	212	216	258	306	363
存货	178	173	189	208	230
其他流动资产	398	469	480	492	507
流动资产合计	1,090	1,214	1,645	2,141	2,763
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	1,719	2,215	2,836
资产总计	1,732	1,884	2,316	2,812	3,434
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	188	231	302	375	464
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	263	267	312	346	383
负债合计	451	498	615	721	847
股本	430	429	429	429	429
资本公积	278	266	266	266	266
留存收益	594	703	1,017	1,407	1,901
归母公司股东权益	1,280	1,387	1,701	2,090	2,585
少数股东权益	1	0	1	1	2
股东权益合计	1,281	1,387	1,702	2,092	2,586
负债和股东权益	1,732	1,884	2,316	2,812	3,434
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	356	409	520
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	2,809	3,487	4,312
营业成本	885	1,065	1,368	1,679	2,059
营业税金及附加	15	19	26	31	39
销售费用	395	669	920	1,177	1,470
管理费用	62	72	94	114	138
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	11
公允价值变动	-2	5	0	0	0
营业利润	217	281	363	452	575
其他非经营损益	-4	-1	-2	-2	-2
利润总额	212	280	361	449	573
所得税	25	41	47	59	78
净利润	187	239	315	390	495
少数股东损益	0	0	1	1	1
归母股东净利润	187	238	314	389	494
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%	51.32%	51.85%	52.25%
销售净利率	11.62%	11.11%	11.18%	11.17%	11.46%
销售收入增长率	10.19%	33.00%	31.02%	24.12%	23.65%
EBIT 增长率	-11.65%	26.09%	30.90%	22.19%	26.04%
净利润增长率	-17.83%	27.21%	31.81%	24.02%	26.89%
ROE	14.63%	17.18%	18.46%	18.63%	19.12%
ROA	10.82%	12.64%	13.56%	13.85%	14.39%
ROIC	14.63%	16.47%	17.94%	17.79%	18.06%
EPS (X)	0.44	0.56	0.73	0.91	1.15
PE (X)	31.39	27.07	27.50	22.17	17.47
PB (X)	4.64	4.69	5.08	4.13	3.34
PS (X)	3.69	3.04	3.07	2.48	2.00

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。