



买入（维持）

所属行业：美容护理/个护用品
当前价格(元)：21.75

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

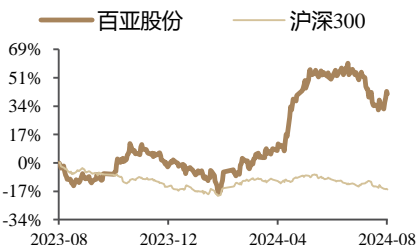
邮箱：bixl3@tebon.com.cn

研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.72	-5.97	-3.76
相对涨幅(%)	-3.66	0.82	4.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《百亚股份(003006.SZ)：产品升级渠道拓展，Q2业绩延续高增》，2023.8.12

百亚股份(003006.SZ)：Q2业绩超预期，电商+区域拓展动能十足

投资要点

- 事件：**百亚股份发布2024年半年报。公司坚持既定发展战略，聚焦优势资源，持续打造品牌力和产品力，渠道上深耕核心优势地区，加快电商和新兴渠道建设，有序拓展全国市场，Q2业绩表现超预期。2024H1公司实现营业收入15.3亿元，同比增长61.3%；归母净利润1.8亿元，同比增长36.4%；扣非归母净利润1.7亿元，同比增长38.6%。其中，2023Q2单季实现营业收入7.7亿元，同比增长79.6%；归母净利润0.8亿元，同比增长49.4%；扣非归母净利润0.8亿元，同比增长50.6%。
- 中高端产品占比提升，电商渠道表现亮眼。分产品来看：**24H1卫生巾/纸尿裤/ODM营收分别为14.1/0.6/0.7亿元，同比+68.8%/-5.3%/+21.6%。公司加大了中高端产品的研发和营销拓展力度，2024年5月自由点益生菌Pro+卫生巾重磅上市，产品升级驱动公司卫生巾营收快速增长。**分渠道来看：**24H1川渝/云贵陕/其他地区/电商渠道营收分别为3.7/2.4/1.9/6.5亿元，同比增长11.1%/19.8%/65.6%/176.0%。公司深耕西南主销区，基本盘增长稳健，以直播电商为主的新兴渠道增速靓丽，天猫、线上分销等业务也保持了较快增长。
- 拓展市场加大营销投入，盈利水平显著改善。**2024H1公司综合毛利率54.4%，相比去年同期提升6.8pcts；净利率为11.7%，相比去年同期下降2.2pcts。24Q2单季度公司综合毛利率为54.4%，同比提升6.0pct。受益于产品结构不断优化，产品片单价持续提升，24H1公司自由点产品实现营业收入14.0亿元，同比提升69.7%；大健康系列营收占比达42.3%，同比提升255.2%。**期间费用方面，**2024H1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为35.3%/2.9%/2.1%/-0.1%，分别同比变动+11.1pcts/-0.9pcts/-0.6pcts/+0.04pcts。其中销售费用率有所提升，主要原因是公司根据发展规划和市场竞争环境持续提升品牌影响力、扩大消费者人群。
- 品牌力不断提升，618表现亮眼，多平台协同发展。**近年来公司顺应卫生巾产品升级的消费趋势，加大了中高端产品的研发和营销拓展力度，2024年618期间自由点全域曝光量达15亿+，品牌搜索度同比增加330%，其中益生菌卫生巾618期间售出140万套，荣登各平台618大促卫生巾爆款榜单。分平台来看2024年618期间自由点在抖音618大促位列第一名；天猫个护销售榜位列第二名；天猫超市新锐品牌榜位列第一位；拼多多卫生巾品牌销售榜位列第二名；2次登顶京东个人护理竞速榜TOP1。
- 盈利预测和投资建议：**作为国内一次性卫生用品行业的领先企业，公司在品牌知名度、渠道建设等方面优势显著。随着渠道持续拓展和产品结构升级，看好公司中长期市占率提升。我们预计24-26年公司营业收入分别为29.7/37.3/45.7亿元，分别同比增长38.4%/25.5%/22.5%；归母净利润分别为3.2/4.0/4.9亿元，分别同比增长34.6%/24.6%/22.6%；EPS分别为0.75/0.93/1.14元，当前股价对应24-26年PE为29.1/23.4/19.1X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料上涨超预期，外围区域拓展不及预期，市场竞争加剧。

股票数据

总股本(百万股):	429.32
流通 A 股(百万股):	428.65
52 周内股价区间(元):	12.53-24.62
总市值(百万元):	9,337.78
总资产(百万元):	1,860.03
每股净资产(元):	3.12

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	2,968	3,725	4,565
(+/-)YoY(%)	10.2%	33.0%	38.4%	25.5%	22.5%
净利润(百万元)	187	238	321	400	490
(+/-)YoY(%)	-17.8%	27.2%	34.6%	24.6%	22.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.44	0.55	0.75	0.93	1.14
毛利率(%)	45.1%	50.3%	52.0%	52.5%	53.0%
净资产收益率(%)	14.6%	17.2%	18.8%	19.0%	18.9%

 资料来源: Wind, 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.75	0.93	1.14
每股净资产	3.23	3.97	4.90	6.04
每股经营现金流	0.77	0.47	1.51	0.63
每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	27.07	29.13	23.37	19.06
P/B	4.69	5.48	4.44	3.60
P/S	4.36	3.14	2.51	2.04
EV/EBITDA	18.95	21.66	16.59	13.28
股息率%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	50.3%	52.0%	52.5%	53.0%
净利润率	11.1%	10.8%	10.7%	10.7%
净资产收益率	17.2%	18.8%	19.0%	18.9%
资产回报率	12.6%	13.2%	13.7%	13.5%
投资回报率	16.5%	18.1%	18.2%	18.2%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	33.0%	38.4%	25.5%	22.5%
EBIT 增长率	26.1%	33.5%	24.8%	22.7%
净利润增长率	27.2%	34.6%	24.6%	22.6%
偿债能力指标				
资产负债率	26.4%	29.8%	28.0%	28.7%
流动比率	2.5	2.5	2.8	2.9
速动比率	2.1	1.9	2.4	2.3
现金比率	0.7	0.7	1.4	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.0	30.8	29.4	30.1
存货周转天数	59.3	64.3	61.8	63.1
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
固定资产周转率	4.4	5.8	7.0	8.4

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	238	321	400	490
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	80	52	50	56
非经营收益	-2	-12	-15	-19
营运资金变动	15	-156	212	-258
经营活动现金流	331	204	647	270
资产	-84	-59	-67	-63
投资	-52	0	0	0
其他	0	13	16	19
投资活动现金流	-136	-46	-52	-44
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	-2	0	0
其他	-145	0	0	0
融资活动现金流	-145	-2	0	0
现金净流量	50	155	596	226

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022A-2023A)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,144	2,968	3,725	4,565
营业成本	1,065	1,424	1,770	2,145
毛利率%	50.3%	52.0%	52.5%	53.0%
营业税金及附加	19	26	33	40
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	669	1,003	1,285	1,575
营业费用率%	31.2%	33.8%	34.5%	34.5%
管理费用	72	104	129	159
管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	54	77	95	137
研发费用率%	2.5%	2.6%	2.6%	3.0%
EBIT	269	359	448	549
财务费用	-4	-4	-4	-4
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-10	-3	-2	-2
投资收益	9	13	16	19
营业利润	281	372	465	570
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	280	372	465	570
EBITDA	325	408	496	603
所得税	41	51	65	80
有效所得税率%	14.7%	13.8%	14.1%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	238	321	400	490

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	356	511	1,107	1,333
应收账款及应收票据	188	372	308	539
存货	173	336	272	480
其它流动资产	497	532	542	585
流动资产合计	1,214	1,752	2,229	2,936
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	491	510	533	543
在建工程	21	11	5	3
无形资产	65	63	61	59
非流动资产合计	671	678	694	701
资产总计	1,884	2,429	2,923	3,637
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	231	333	365	482
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	248	373	434	541
流动负债合计	479	705	799	1,023
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债总计	498	724	818	1,042
实收资本	429	429	429	429
普通股股东权益	1,387	1,705	2,105	2,595
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,884	2,429	2,923	3,637

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

李陌凡：轻工组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。