

**评级：买入（维持）**

市场价格：21.75元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,113	4,007	5,019
增长率 yoy%	10.2%	33.0%	45.2%	28.7%	25.3%
净利润(百万元)	187	238	325	428	551
增长率 yoy%	-17.8%	27.2%	36.2%	31.7%	28.8%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.76	1.00	1.28
每股现金流量	0.54	0.77	0.68	0.96	1.22
净资产收益率	14.6%	17.2%	20.5%	23.3%	25.5%
P/E	49.9	39.2	28.8	21.8	17.0
P/B	7.3	6.7	5.9	5.1	4.3

备注：股价信息为2024年08月9日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	429
市价(元)	21.75
市值(百万元)	9,338
流通市值(百万元)	9,323

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件：百亚股份发布2024年中报。**公司2024H1实现营收15.32亿元，同比增长61.31%；实现归母净利润1.8亿元，同比增长36.41%；实现扣非净利润1.72亿元，同比增长38.59%。单季度看，23Q2实现营收7.67亿元，同比增长79.56%；实现归母净利润0.77亿元，同比增长49.37%；实现扣非净利润0.75万元，同比增长50.6%。整体业绩靓丽，收入超预期。
- 总览：Q2收入靓丽，实现淡季与旺季打平，产品、品牌、渠道力向上共振。**
- 1) 单季度看，Q1/Q2分别营收7.65、7.67亿元，Q2为卫生巾消费传统淡季，公司线上及线下同步发力实现营收略超Q1旺季，超出市场预期。**
- 2) 盈利层面，2024H1公司毛利率54.4% (+6.38pct.)，归母净利率为11.73% (-2.14pct.)。单季度看，Q2毛利率54.44% (+5.98pct.)，归母净利率为10.05% (-2.03pct.)**受益规模效应释放、及以益生菌系列为代表的大健康产品占比提升，公司毛利率同环比继续提升。
- 3) 费用端：H1销售/管理/及研发费用率分别为35.28% (+11.07pct.)、2.92% (-0.89pct.)、2.15% (-0.6pct.)。其中营销推广费用投入3.68亿元，同比增长283.1%，考虑强化品牌心智打造，后续公司仍将保持一定力度品牌资源投入。**
- 渠道拆分：产品力&品牌力为基，线上线下空间打开。**自主品牌分渠道来看，
  - 1) 线上：从内容电商向传统电商辐射，Q2延续爆发，看好长期竞争力持续性。**公司电商渠道H1营收6.53亿元(+176%)，毛利率55.93% (+9.16pct.)，我们估算Q1/Q2单季度收入同增150.5%/201%。“6.18”期间自由点品牌抖音、天猫销售分别同比增长290%/120%，京东、猫超、拼多多亦取得突破。我们认为，电商增长持续爆发的背后体现公司产品力、品牌力与销售能力的向上共振，基于全自营能力建设，公司有望抖音+天猫双轮驱动电商增长，我们看好公司长期竞争力持续性。
  - 2) 线下：H1增长23.4%，Q2外围市场增长提速。**H1收入8.11亿元(+23.4%)，毛利率56.3% (+6.05pct.)，我们估算Q1/Q2单季度收入同增16.7%/32.2%。**分区域：**川渝/云贵陕/其他地区上半年分别营收3.76/2.42/1.92亿元，同比+11.1%/+19.8%/+65.6%。**分渠道：**经销商/KA渠道上半年分别营收6.29/1.82亿元，同比+27.6%/+10.8%。外围市场扩张战略卓有成效、Q2增长提速，同时产能瓶颈突破后川渝市场亦明显修复。
- 产品端：卫生巾业务增长68.8%，Q2推出益生菌Pro+系列强化产品力。**1) 卫生巾：上半年卫生巾收入14.07亿元(+68.8%)，毛利率57.37% (+5.3pct.)。公司产品推新围绕益生菌系列升级展开，Q2推出益生菌Pro+系列，我们看好益生菌系列迭代帮助公司进一步强化产品力，同时产品结构升级逻辑持续兑现、提升盈利能力。2) 纸尿裤&DOM：纸尿裤/ODM业务上半年分别营收0.57亿元(-5.3%)/0.68亿元(+21.6%)，婴裤业务收缩，成裤保持增长。
- 投资建议：公司产品力、品牌力与销售能力的向上共振，长期看，公司战略清晰、线上到线下的商业模式闭环逐步形成，我们看好公司从区域走向全国、兑现高速增长，上调盈利预期，继续重点推荐。**我们预计公司2024-2026年实现营收31.1、40.1、50.2亿元，同增45.2%、28.7%、25.3%，归母净利润3.25、4.28、5.51亿元（考虑线上线下高增及费用投入增长，调整盈利预测，24-26年前次预测值为3.20、4.16、5.29亿元），同增36.2%、31.7%、28.8%，EPS为0.76、1.00、1.28元，维

持“买入”评级。

- 风险提示：原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

**图表 1：百亚股份三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	356	567	713	895	营业收入	2,144	3,113	4,007	5,019
应收票据	21	19	30	47	营业成本	1,065	1,402	1,790	2,226
应收账款	167	270	361	450	税金及附加	19	31	40	50
预付账款	28	24	34	48	销售费用	669	1,108	1,419	1,777
存货	173	271	339	415	管理费用	72	127	163	204
合同资产	0	0	0	0	研发费用	54	92	118	146
其他流动资产	469	490	506	533	财务费用	-4	-9	-11	-13
流动资产合计	1,214	1,640	1,984	2,389	信用减值损失	-14	-7	-8	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-7	-8	-8
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	5	1	1	2
固定资产	491	537	549	578	投资收益	9	9	10	10
在建工程	21	28	21	7	其他收益	22	20	16	16
无形资产	65	60	55	51	营业利润	281	377	497	639
其他非流动资产	74	67	71	71	营业外收入	0	1	1	0
非流动资产合计	671	711	716	725	营业外支出	2	2	3	2
资产合计	1,884	2,351	2,699	3,114	利润总额	280	376	495	637
短期借款	0	133	91	35	所得税	41	51	67	86
应付票据	0	0	0	0	净利润	239	325	428	551
应付账款	231	296	377	474	少数股东损益	0	0	1	1
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	238	325	428	551
合同负债	53	113	131	163	NOPLAT	235	318	418	540
其他应付款	133	107	121	120	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.76</b>	<b>1.00</b>	<b>1.28</b>
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	58	96	120	144	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	479	749	845	940	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	33.0%	45.2%	28.7%	25.3%
其他非流动负债	19	19	19	19	EBIT增长率	31.9%	33.4%	31.8%	29.0%
非流动负债合计	19	19	19	19	归母公司净利润增长率	27.2%	36.2%	31.7%	28.8%
负债合计	498	768	863	959	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	1,387	1,583	1,835	2,154	毛利率	50.3%	55.0%	55.3%	55.7%
少数股东权益	0	0	1	2	净利率	11.1%	10.4%	10.7%	11.0%
所有者权益合计	1,387	1,583	1,836	2,156	ROE	17.2%	20.5%	23.3%	25.5%
负债和股东权益	1,884	2,351	2,699	3,114	ROIC	31.1%	30.1%	34.0%	37.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	26.4%	32.7%	32.0%	30.8%
					债务权益比	1.6%	9.8%	6.2%	2.7%
					流动比率	2.5	2.2	2.3	2.5
					速动比率	2.2	1.8	1.9	2.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.1	1.3	1.5	1.6
					应收账款周转天数	28	25	28	29
					应付账款周转天数	71	68	68	69
					存货周转天数	59	57	61	61
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.55	0.76	1.00	1.28
					每股经营现金流	0.77	0.68	0.96	1.22
					每股净资产	3.23	3.69	4.27	5.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.2	28.8	21.8	17.0
					P/B	6.7	5.9	5.1	4.3
					EV/EBITDA	91.6	70.5	55.0	43.8

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。