

分析师: 龙羽洁  
登记编码: S0730523120001  
longyj@ccnew.com 0371-65585753

## 产品升级带动盈利提升, 电商渠道增长提速

——百亚股份(003006)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(首次)

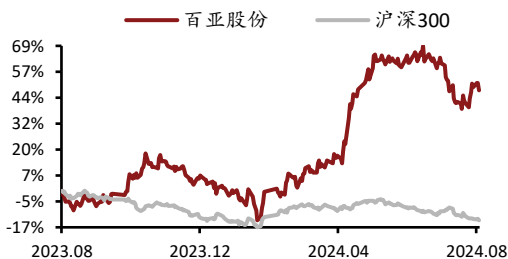
#### 市场数据(2024-08-14)

收盘价(元)	21.53
一年内最高/最低(元)	24.62/12.87
沪深 300 指数	3,309.24
市净率(倍)	6.90
流通市值(亿元)	92.29

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	3.12
每股经营现金流(元)	0.44
毛利率(%)	54.40
净资产收益率_摊薄(%)	13.41
资产负债率(%)	27.98
总股本/流通股(万股)	42,932.34/42,864.64
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 15 日

#### 事件:

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年实现营业收入 15.32 亿元, 同比+61.31%, 实现归母净利润 1.80 亿元, 同比+36.41%, 扣非归母净利润 1.72 亿元, 同比+38.59%; 经营活动产生的现金流量净额 1.91 亿元, 同比+2.34%; 基本每股收益 0.42 元, 同比+35.48%; 加权平均净资产收益率 12.81%, 同比+2.74pct。

#### 投资要点:

● 卫生巾产品营收增速加快, 占收入比重提升至 90% 以上。

2024H1 公司卫生巾、纸尿裤、ODM 产品分别实现收入 14.07、0.57、0.68 亿元, 收入增速同比分别+68.79%、-5.30%、+21.59%。卫生巾产品是公司营业收入的主要来源, 且收入增速加快, 占营业收入比重由 2023 年的 88.87% 提升至 91.84%。ODM 产品收入也实现了稳健增长, 纸尿裤收入略有下滑。

● 优化卫生巾产品结构, 提高中高端产品占比带动盈利水平提升。

2024H1, 公司卫生巾自由点产品实现营业收入 14 亿元, 较去年同期+69.70%; 以益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快, 大健康系列产品收入占卫生巾比重达 42.30%, 较去年同期增长 255.20%。公司卫生巾产品结构不断优化, 产品片单价持续提升, 2024H1 卫生巾产品毛利率达 57.37%, 较上年同期+5.30pct, 公司综合毛利率达 54.40%, 较上年同期+6.83pct。公司主动对产品结构进行优化调整, 加大中高端产品的研发和营销拓展力度, 以更好地满足消费者需求。针对定位于中高端品牌的自由点卫生巾, 除公司旗下无感七日、无感无忧和舒睡等核心产品系列外, 公司亦重点推广了平衡私处微生态的益生菌系列、方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列、天然健康有机的有机纯棉系列、天然蚕丝敏感肌系列产品, 进一步丰富了公司的中高端产品品类, 带动自主品牌卫生巾产品销售的不断增长, 同时提升了公司的盈利水平。

● 多渠道融合发展, 电商渠道增长提速, 有序拓展全国市场。

公司形成了线上线下多渠道协同发展的良好态势, 根据不同区域市场的开发程度和特点采取差异化因地制宜、协调发展, 带动销售收入持续增长。2024H1 公司在渠道上继续深耕核心优势区域、推进线下外围区域拓展并加快电商和新兴渠道建设, 线上线下渠道都取得了较好的增长, 线下渠道实现营业收入 8.11 亿元, 较上年同期增长 23.40%, 线上渠道实现营业收入 6.53 亿元, 较上年同期增长 175.99%。线上渠道方面, 公司通过抖音直播电商和在天猫、拼多多、京东等电商平台上开设官方旗舰店或专营店向消

费者销售商品，并拓展电商平台分销体系，亦通过美团、饿了么等 O2O 即时零售平台，进一步拓展营销渠道以实现更广的市场覆盖。近年来，消费者的消费习惯、消费观念、购物方式和交流方式的改变带来了零售业态的变革，直播电商、O2O 即时零售等多元化新零售模式快速发展，消费品零售线上线下融合趋势愈加明显，根据尼尔森数据统计，2023 年卫生巾品类在电商渠道销售额占比已达 32%。区域方面，保持核心优势地区增长的同时，有序拓展全国市场，线下渠道中，核心区域以外省份实现营业收入 1.92 亿元，较上年同期增长 65.57%。

● **加大品牌建设投入，产品市场份额居前。**

2024H1 公司持续强化品牌建设，进一步优化了营销体系，加大了市场拓展和广宣类资源投入，持续提升品牌影响力、扩大消费者人群。2024H1 公司销售费用投入 5.41 亿元，其中营销类推广费用投入 3.68 亿元，同比增长 283.10%。后续公司仍将保持一定力度的品牌资源投入，进一步提高产品知名度和美誉度，以扩大公司经营规模、增加公司产品的市场份额，提升公司的市场竞争力。根据尼尔森的统计数据，在 2024 年上半年度全国销售额份额排名中，公司自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第二，在重庆、四川和云南市场销售份额排名第一，在贵州和陕西市场份额排名第二。

● **毛利率随产品结构变化提升，营销投入大幅提升。**

2024H1 公司毛利率 54.40%，同比+6.83pct，其中卫生巾毛利率 57.37%，同比+5.30%，得益于公司紧跟消费需求的变化进行产品升级和结构调整，提升中高端卫生巾产品收入占比，公司盈利能力进一步提升；2024H1 公司净利率为 11.73%，同比-2.17pct。2024H1 公司期间费用率 40.21%，同比+9.61pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 35.28%、2.92%、2.15%、-0.14%，分别同比+11.06、-0.89、-0.60、+0.04pct，销售费用率明显增加，主要是公司为持续提升品牌影响力、扩大消费者人群，加大了市场拓展和广宣类资源投入。

● **卫生用品消费升级和人口“老龄化”趋势带动市场规模稳健增长。**

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2023 年我国吸收性卫生用品市场规模达到 1160.4 亿元，较 2022 年增长 4.1%。其中，女性卫生用品市场规模 703.4 亿元，较 2022 年增长 8.2%；婴儿卫生用品市场规模 322.6 亿元，较 2022 年有所下降；成人失禁用品市场规模 134.4 亿元，较 2022 年增长 11.1%。女性对卫生用品健康和舒适程度的需求逐渐提高，以及人口“老龄化”趋势下，将带动我国吸收性卫生用品市场规模稳健增长。

具体来看，随着我国女性消费者对健康和舒适需求的提高，女性卫生用品市场朝着个性化、多样化、高端化方向发展，消费者不仅注重产品的品质、功能和用户体验，还更关注产品的安全性和健康性，未来消费者对卫生巾高端化、健康化、个性化的需求将推动女性卫生用品的消费升级。人口“老龄化”趋势带动成人失禁用品市场增长，随着我国居民生活水平的提高以及家庭对于成人失禁用品消费观念及卫生习惯的转变，越来越多的家庭和专业护理机构开始选择成人失禁用品为老年人进行失禁护理，成人失禁用品的使用能够降低护理难度，减轻护理负担，提高中老年人的生活质量和

护理舒适度，成人失禁用品市场将具有较大的发展潜力。

● 首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

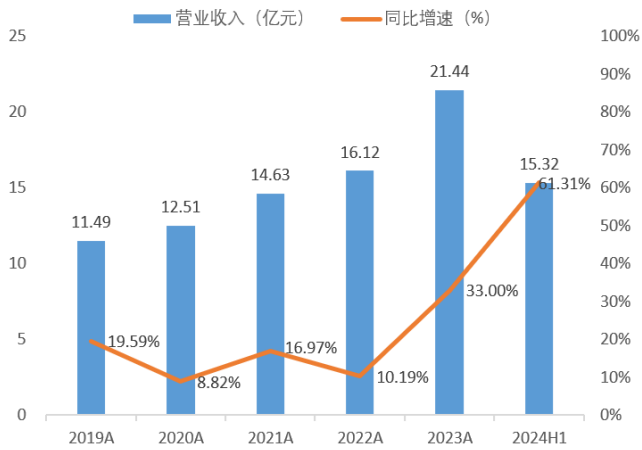
预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 3.20 亿元、4.13 亿元、5.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、0.96 元、1.17 元，对应 PE 分别为 28.92 倍、22.39 倍、18.38 倍。考虑到公司产品市场占有率居前，线上线下渠道拓展情况良好，同时布局新兴渠道发展，2024 年上半年加大了营销力度，后续公司还将进一步优化和丰富产品线、拓展营销网络、提高研发创新能力，扩大公司的经营规模，提高公司产品品牌力和市场份额，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；营销网络拓展不及预期的风险。**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,612	2,144	3,005	3,701	4,224
增长比率（%）	10.19	33.00	40.17	23.14	14.14
净利润（百万元）	187	238	320	413	503
增长比率（%）	-17.83	27.21	34.13	29.20	21.78
每股收益(元)	0.44	0.55	0.74	0.96	1.17
市盈率(倍)	49.35	38.80	28.92	22.39	18.38

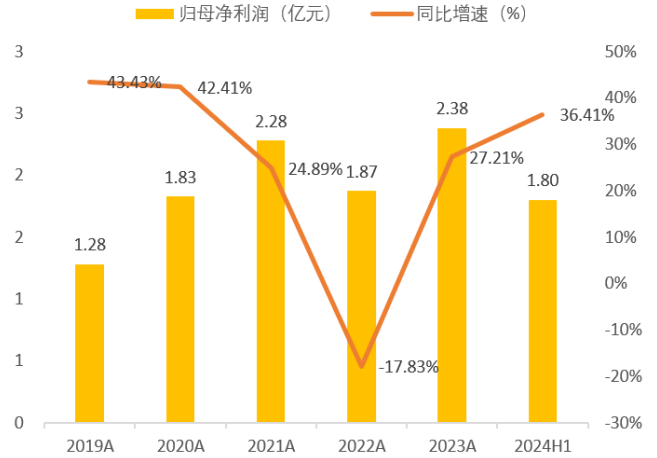
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



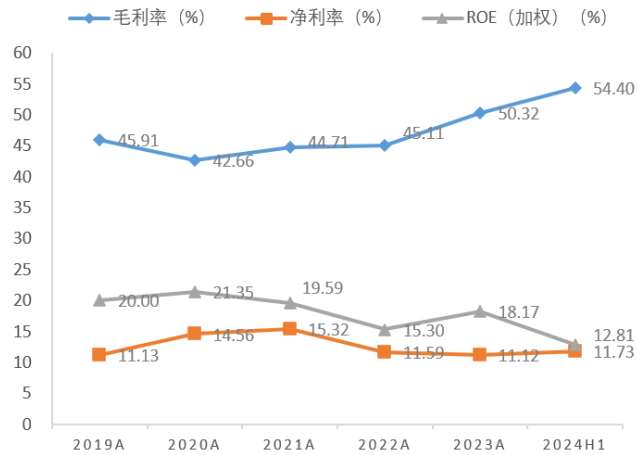
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



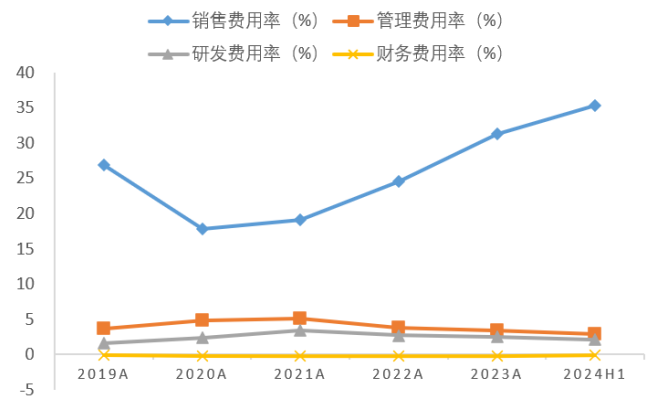
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,090</b>	<b>1,214</b>	<b>1,365</b>	<b>1,700</b>	<b>2,077</b>
现金	302	356	419	630	912
应收票据及应收账款	190	188	237	291	331
其他应收款	18	13	18	23	26
预付账款	22	28	32	42	49
存货	178	173	196	242	280
其他流动资产	381	456	463	472	479
<b>非流动资产</b>	<b>642</b>	<b>671</b>	<b>732</b>	<b>748</b>	<b>762</b>
长期投资	19	19	23	24	26
固定资产	447	491	509	522	535
无形资产	66	65	65	64	63
其他非流动资产	109	95	136	137	138
<b>资产总计</b>	<b>1,732</b>	<b>1,884</b>	<b>2,098</b>	<b>2,448</b>	<b>2,839</b>
<b>流动负债</b>	<b>442</b>	<b>479</b>	<b>603</b>	<b>750</b>	<b>859</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	188	231	256	318	368
其他流动负债	254	248	347	433	491
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	19	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>451</b>	<b>498</b>	<b>625</b>	<b>772</b>	<b>881</b>
少数股东权益	1	0	-1	-2	-2
股本	430	429	429	429	429
资本公积	278	266	268	268	268
留存收益	594	703	788	992	1,276
归属母公司股东权益	1,280	1,387	1,473	1,677	1,961
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,732</b>	<b>1,884</b>	<b>2,098</b>	<b>2,448</b>	<b>2,839</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>331</b>	<b>390</b>	<b>474</b>	<b>556</b>
净利润	187	239	319	412	502
折旧摊销	51	56	50	52	55
财务费用	-1	0	0	0	0
投资损失	-7	-9	-15	-17	-20
营运资金变动	-1	15	32	21	12
其他经营现金流	4	30	5	7	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-74</b>	<b>-136</b>	<b>-98</b>	<b>-53</b>	<b>-53</b>
资本支出	-28	-84	-71	-69	-71
长期投资	-45	-52	-3	-2	-2
其他投资现金流	0	0	-24	17	20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-116</b>	<b>-145</b>	<b>-229</b>	<b>-210</b>	<b>-220</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	-1	0	0	0
资本公积增加	27	-11	2	0	0
其他筹资现金流	-146	-133	-231	-210	-220
<b>现金净增加额</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>211</b>	<b>283</b>

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,612</b>	<b>2,144</b>	<b>3,005</b>	<b>3,701</b>	<b>4,224</b>
营业成本	885	1,065	1,417	1,759	2,036
营业税金及附加	15	19	27	33	38
营业费用	395	669	1,067	1,277	1,394
管理费用	62	72	90	111	127
研发费用	44	54	69	85	97
财务费用	-4	-4	0	0	0
资产减值损失	-8	-10	-4	-4	-4
其他收益	9	22	24	31	36
公允价值变动收益	-2	5	0	0	0
投资净收益	7	9	15	17	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>281</b>	<b>369</b>	<b>478</b>	<b>583</b>
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	5	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>280</b>	<b>368</b>	<b>477</b>	<b>582</b>
所得税	25	41	49	65	80
<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>239</b>	<b>319</b>	<b>412</b>	<b>502</b>
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>320</b>	<b>413</b>	<b>503</b>
EBITDA	264	325	418	529	636
EPS (元)	0.44	0.55	0.74	0.96	1.17

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	10.19	33.00	40.17	23.14	14.14
营业利润 (%)	-15.17	29.71	31.41	29.60	21.88
归属母公司净利润 (%)	-17.83	27.21	34.13	29.20	21.78
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	45.11	50.32	52.85	52.46	51.79
净利率 (%)	11.62	11.11	10.63	11.16	11.90
ROE (%)	14.63	17.18	21.69	24.62	25.64
ROIC (%)	14.63	16.47	21.54	24.51	25.55
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.05	26.40	29.80	31.55	31.01
净负债比率 (%)	35.23	35.87	42.45	46.09	44.95
流动比率	2.47	2.54	2.26	2.27	2.42
速动比率	2.00	2.11	1.88	1.88	2.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.98	1.19	1.51	1.63	1.60
应收账款周转率	10.69	12.85	16.06	16.00	15.49
应付账款周转率	5.02	5.09	5.82	6.14	5.94
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.55	0.74	0.96	1.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	0.77	0.91	1.10	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	2.98	3.23	3.43	3.91	4.57
<b>估值比率</b>					
P/E	49.35	38.80	28.92	22.39	18.38
P/B	7.22	6.66	6.27	5.51	4.71
EV/EBITDA	21.35	18.95	21.14	16.31	13.10



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。