

上半年业绩稳健，中期延续高比例分红

核心观点

事件：公司公布 2024 年中报，2024 年上半年公司实现营收 13.13 亿元，同比下降 3.24%，实现归母净利润 1.94 亿元，同比下降 2.86%；二季度公司实现营收 6.73 亿元，同比下降 7.13%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比下降 10.02%。

- **婴儿卫生用品收入受调价影响短期承压，其他产品收入延续高增。**分产品来看，2024 年上半年公司婴儿卫生用品/成人卫生用品/其他产品分别实现营业收入 8.98/2.63/1.52 亿元，同比分别-9.9%/+0.3%/+54.9%，其中婴儿卫生用品收入下降主要系公司在原材料价格下降的情况下调低了销售价格，预计产品结构的变化亦对收入造成一定影响；成人卫生用品收入基本维稳，其他产品收入延续高增，推测主要系厨房湿巾、湿厕纸等自主品牌产品表现亮眼。分地区来看，2024 年上半年公司境内/境外业务分别实现营收 11.26/1.87 亿元，同比分别-6.8%/+25.1%。
- **原材料降价带动毛利率改善，自主品牌推广导致费比提升。**2024 年上半年公司毛利率提升 3.3pct，其中婴儿卫生用品/成人卫生用品毛利率分别提升 2.7pct/0.7pct。单二季度公司毛利率为 30.30%，同比提升 2.2pct，推测主要系原材料价格较去年同期有回落，此外自主品牌占比的提升亦对毛利率有正向贡献。费用端，二季度公司期间费用率为 12.77%，同比提升 4.1pct，其中销售费用率提升 2.4pct，主要系公司加大了自主品牌推广力度。二季度公司归母净利率为 16.08%，同比下降 0.5pct。
- **延续高比例中期分红，积极分享公司发展成果。**公司发布半年度利润分配方案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.50 元（含税），合计派发现金红利约 1.32 亿元，占 2024 年上半年归母净利润的 68%。公司继 2023 年以后再次推出中期分红计划，且分红比率延续高位，彰显了公司积极与股东分享发展成果的决心。

盈利预测与投资建议

- 结合终端需求适当调整公司收入增速假设、同时根据自主品牌推进情况调整费用率假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/5.24/5.79 亿元（此前预计 2024-2025 年为 5.74/6.56 亿元），对应 EPS 分别为 3.10/3.37/3.73 元。可比公司 2024 年调整后平均 PE 为 19 倍，给予 30% 估值折价，对应 PE 为 13 倍，对应目标价 40.30 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；婴童出生率大幅回落的风险；成人卫生用品市场增长不及预期的风险；客户集中度相对较高的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,802	2,757	3,063	3,274	3,520
同比增长(%)	13.8%	-1.6%	11.1%	6.9%	7.5%
营业利润(百万元)	456	508	557	606	671
同比增长(%)	13.6%	11.4%	9.7%	8.9%	10.6%
归属母公司净利润(百万元)	423	439	481	524	579
同比增长(%)	16.6%	3.7%	9.7%	8.9%	10.6%
每股收益(元)	2.72	2.83	3.10	3.37	3.73
毛利率(%)	23.2%	26.9%	28.0%	28.7%	29.3%
净利率(%)	15.1%	15.9%	15.7%	16.0%	16.5%
净资产收益率(%)	14.1%	14.1%	14.2%	13.9%	13.9%
市盈率	11.8	11.3	10.3	9.5	8.6
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

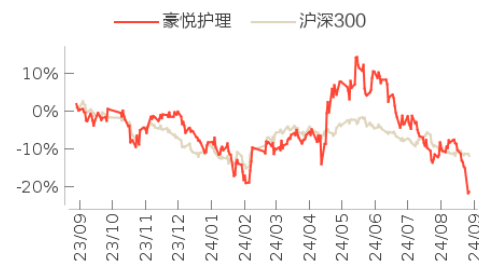
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月27日）	32.05 元
目标价格	40.3 元
52 周最高价/最低价	47/31.03 元
总股本/流通 A 股（万股）	15,523/15,466
A 股市值（百万元）	4,975
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 08 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-9.59	-11.24	-25.18	-17.89
相对表现%	-8.77	-8.19	-16.09	-7
沪深 300%	-0.82	-3.05	-9.09	-10.89



证券分析师

李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001
香港证监会牌照：BSW124

联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

研发、制造能力突出，卫生用品 ODM 龙头 2023-12-28
行稳致远

投资建议

结合终端需求适当调整公司收入增速假设、同时根据自主品牌推进情况调整费用率假设，我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 4.81/5.24/5.79 亿元（此前预计 2024-2025 年为 5.74/6.56 亿元），对应 EPS 分别为 3.10/3.37/3.73 元。2024 年可比公司调整后平均市盈率为 19 倍，根据可比公司我们给予公司 2024 年 13 倍市盈率估值（考虑到可比公司大多为自有品牌商，公司主营业务为 ODM 模式，给予 30% 的估值折价），对应目标价 40.30 元，维持“买入”评级

表 1：2024 年可比公司调整后平均市盈率为 19 倍

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/27	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
百亚股份	003006	21.37	0.55	0.75	0.97	1.21	38.51	28.39	22.14	17.59
可靠股份	301009	7.22	0.07	0.17	0.21	0.26	97.30	41.54	34.19	27.39
恒安国际	01044	21.91	2.41	2.48	2.61	2.81	9.09	8.85	8.38	7.80
洁雅股份	301108	23.19	1.42	1.52	1.77	1.90	16.35	15.24	13.11	12.24
诺邦股份	603238	9.10	0.47	0.64	0.83	0.98	19.54	14.17	10.99	9.28
	最大值						97.30	41.54	34.19	27.39
	最小值						9.09	8.85	8.38	7.80
	平均数						36.16	21.64	17.76	14.86
	调整后平均						24.80	19.26	15.41	13.04

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险。
- 婴童出生率大幅回落的风险。
- 成人卫生用品市场增长不及预期的风险。
- 客户集中度相对较高的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,876	2,296	2,551	2,727	2,956	营业收入	2,802	2,757	3,063	3,274	3,520
应收票据、账款及款项融资	306	133	147	158	169	营业成本	2,154	2,014	2,205	2,335	2,489
预付账款	10	11	13	14	15	营业税金及附加	15	20	22	24	26
存货	306	277	304	321	343	销售费用	97	137	161	182	196
其他	57	51	51	52	53	管理费用及研发费用	159	170	187	197	212
流动资产合计	2,554	2,768	3,066	3,272	3,535	财务费用	(41)	(53)	(32)	(29)	(33)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	4	9	5	5
固定资产	1,380	1,417	1,486	1,401	2,208	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	111	200	454	754	0	投资净收益	19	0	0	0	0
无形资产	98	131	128	124	121	其他	24	44	46	46	46
其他	21	130	130	130	130	营业利润	456	508	557	606	671
非流动资产合计	1,610	1,879	2,198	2,409	2,459	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	4,165	4,647	5,263	5,681	5,994	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	350	539	523	350	利润总额	456	508	557	606	671
应付票据及应付账款	841	738	808	855	912	所得税	33	69	76	83	92
其他	195	194	203	209	216	净利润	423	439	481	524	579
流动负债合计	1,036	1,282	1,550	1,588	1,479	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	423	439	481	524	579
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.72	2.83	3.10	3.37	3.73
其他	115	147	147	147	147						
非流动负债合计	115	147	147	147	147						
负债合计	1,151	1,429	1,697	1,735	1,625						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本 (或股本)	155	155	155	155	155						
资本公积	1,323	1,330	1,330	1,330	1,330						
留存收益	1,534	1,725	2,074	2,454	2,876						
其他	2	8	8	8	8						
股东权益合计	3,014	3,217	3,566	3,946	4,369						
负债和股东权益总计	4,165	4,647	5,263	5,681	5,994						

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	423	439	481	524	579
折旧摊销	81	100	120	128	167
财务费用	(41)	(53)	(32)	(29)	(33)
投资损失	(19)	0	0	0	0
营运资金变动	(14)	164	34	22	26
其它	163	135	(6)	2	2
经营活动现金流	592	784	597	647	743
资本支出	(365)	(256)	(431)	(340)	(217)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	634	(104)	0	0	0
投资活动现金流	269	(360)	(431)	(340)	(217)
债权融资	72	(68)	0	0	0
股权融资	(178)	7	0	0	0
其他	(248)	72	90	(131)	(297)
筹资活动现金流	(355)	10	90	(131)	(297)
汇率变动影响	9	7	-0	-0	-0
现金净增加额	515	442	255	176	229

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.8%	-1.6%	11.1%	6.9%	7.5%
营业利润	13.6%	11.4%	9.7%	8.9%	10.6%
归属于母公司净利润	16.6%	3.7%	9.7%	8.9%	10.6%
获利能力					
毛利率	23.2%	26.9%	28.0%	28.7%	29.3%
净利率	15.1%	15.9%	15.7%	16.0%	16.5%
ROE	14.1%	14.1%	14.2%	13.9%	13.9%
ROIC	12.8%	11.9%	11.8%	11.6%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	27.6%	30.8%	32.2%	30.5%	27.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.46	2.16	1.98	2.06	2.39
速动比率	2.16	1.93	1.77	1.85	2.14
营运能力					
应收账款周转率	12.0	17.8	41.7	40.9	41.0
存货周转率	7.1	6.6	7.2	7.1	7.1
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)					
每股收益	2.72	2.83	3.10	3.37	3.73
每股经营现金流	3.82	5.05	3.84	4.17	4.78
每股净资产	19.42	20.73	22.98	25.42	28.14
估值比率					
市盈率	11.8	11.3	10.3	9.5	8.6
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.1	5.5	4.7	4.3	3.8
EV/EBIT	7.3	6.6	5.8	5.2	4.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。