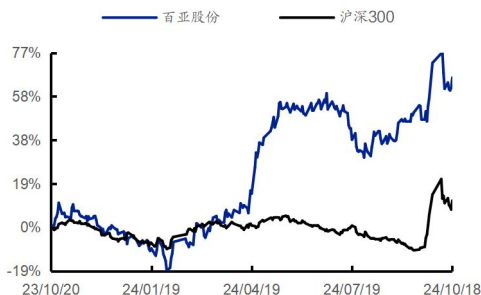


研究所：  
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005  
 linxy01@ghzq.com.cn  
 证券分析师：赵兰亭 S0350524080004  
 zhaolt@ghzq.com.cn  
 联系人：孙馨竹 S0350124060027  
 sunxz@ghzq.com.cn

## 电商渠道持续高增，产品升级带动盈利稳步提升 ——百亚股份（003006）2024 年三季度报点评

### 最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/10/18		
表现	1M	3M	12M
百亚股份	7.9%	15.7%	65.8%
沪深 300	23.8%	11.5%	8.7%

市场数据	2024/10/18
当前价格(元)	25.69
52 周价格区间(元)	11.80-29.36
总市值(百万)	11,029.32
流通市值(百万)	11,011.93
总股本(万股)	42,932.34
流通股本(万股)	42,864.64
日均成交额(百万)	125.61
近一月换手(%)	1.16

### 相关报告

《百亚股份（003006）2024 年半年报点评：Q2 收入利润超预期，看好产品结构持续优化下的长期成长（增持）\*个护用品\*林昕宇》——2024-08-11  
 《百亚股份（003006）公司深度研究：立足大单品策略，电商渠道加速弯道超车（增持）\*个护用品\*林昕宇》——2024-07-30  
 《百亚股份（003006）2023Q3 业绩点评：产品升级渠道有序拓展，Q3 收入快速增长（增持）\*个护用品\*林昕宇》——2023-10-22  
 《百亚股份（003006）2023H1 业绩点评：业绩符

### 事件：

2024 年 10 月 18 日，百亚股份发布 2024 年第三季度报告：2024Q1-Q3，公司实现营业收入 23.25 亿元/同比+57.5%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.39 亿元/同比+30.8%，实现扣非后归母净利润 2.26 亿元/同比 31.8%。2024Q3，公司实现营业收入 7.93 亿元/同比+50.6%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿元/同比+16.1%，实现扣非后归母净利润 0.54 亿元/同比+13.91%。

### 投资要点：

- **聚焦核心优势品类，产品结构不断优化。**公司聚焦自由点卫生巾系列，优化产品结构不断优化，其中高端系列产品收入占比持续增加，带动毛利率提升。2024Q1-Q3，自由点产品实现营业收入 21.53 亿元/同比+65.9%，自由点毛利率达 57.8%/同比+4.1pct。2024Q3，自由点实现营业收入 7.53 亿元/同比+59.1%，自由点毛利率为 58.1%/同比+2.7%。
- **深耕优势核心五省，电商渠道表现亮眼，有序拓展外围市场。**2024Q1-Q3，线下渠道实现营业收入 11.97 亿元/同比+24.1%，其中核心区域以外省份的营业收入同比+73.8%，电商渠道实现营业收入 10.39 亿元/同比+140.1%。2024Q3，线下渠道实现营业收入 3.86 亿元/同比+25.6%，其中核心区域以外省份的营业收入同比+91.0%，电商渠道实现营业收入 3.85 亿元/同比+96.8%。
- **盈利能力稳步上升，品牌投入持续增加。**公司不断加大市场推广和品牌宣传力度，持续提升品牌影响力、扩大消费者人群。2024Q1-Q3，公司销售费用投入 8.70 亿元/同比+112.1%，公司毛利率为 54.9%/同比+5.9pct。2024Q3，公司销售费用投入 3.30 亿元/同比+82.9%，毛利率为 55.8%/同比+4.2pct。
- **盈利预测和投资评级：**公司在进一步巩固核心五省优势基础上，持续发力电商和外围省份，深耕大健康产品助推产品升级，中高端品类带动均价上行，毛利率表现持续优化。我们预计 2024-2026 年公司营业收入 31.19/39.08/48.83 亿元，归母净利润 3.22/4.05/5.05 亿

合预期，盈利能力持续改善（增持）\*个护用品\*林昕宇》——2023-08-14

元，对应 PE 估值为 34/27/22x。维持“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动；市场竞争日益加剧；全国化拓展不及预期；营销网络拓展不及预期；经营业绩波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2144	3119	3908	4883
增长率(%)	33	45	25	25
归母净利润（百万元）	238	322	405	505
增长率(%)	27	35	26	24
摊薄每股收益（元）	0.55	0.75	0.94	1.18
ROE(%)	17	22	25	28
P/E	27.07	34.27	27.21	21.86
P/B	4.69	7.48	6.83	6.14
P/S	3.04	3.54	2.82	2.26
EV/EBITDA	18.95	25.18	20.14	16.20

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：百亚股份盈利预测表

证券代码:	003006				股价:	25.69	投资评级:	增持		日期:	2024/10/18
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	17%	22%	25%	28%	EPS	0.56	0.75	0.94	1.18		
毛利率	50%	51%	52%	53%	BVPS	3.23	3.44	3.76	4.18		
期间费率	34%	36%	37%	37%	<b>估值</b>						
销售净利率	11%	10%	10%	10%	P/E	27.07	34.27	27.21	21.86		
<b>成长能力</b>					P/B	4.69	7.48	6.83	6.14		
收入增长率	33%	45%	25%	25%	P/S	3.04	3.54	2.82	2.26		
利润增长率	27%	35%	26%	24%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
总资产周转率	1.19	1.52	1.66	1.81	营业收入	2144	3119	3908	4883		
应收账款周转率	12.85	13.84	12.21	12.20	营业成本	1065	1522	1878	2310		
存货周转率	6.07	6.63	5.87	5.87	营业税金及附加	19	29	38	48		
<b>偿债能力</b>					销售费用	669	1012	1278	1619		
资产负债率	26%	33%	36%	38%	管理费用	72	125	164	201		
流动比	2.54	2.09	2.04	2.01	财务费用	-4	-3	-3	-3		
速动比	2.11	1.64	1.58	1.55	其他费用/(-收入)	54	85	113	161		
					<b>营业利润</b>	<b>281</b>	<b>372</b>	<b>468</b>	<b>582</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-1	-2	-2	-2		
现金及现金等价物	780	771	892	1055	<b>利润总额</b>	<b>280</b>	<b>370</b>	<b>466</b>	<b>580</b>		
应收款项	188	327	410	512	所得税费用	41	48	60	75		
存货净额	173	286	353	434	<b>净利润</b>	<b>239</b>	<b>322</b>	<b>406</b>	<b>505</b>		
其他流动资产	73	93	115	142	少数股东损益	0	0	0	1		
<b>流动资产合计</b>	<b>1214</b>	<b>1477</b>	<b>1770</b>	<b>2144</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>238</b>	<b>322</b>	<b>405</b>	<b>505</b>		
固定资产	491	517	533	541							
在建工程	21	12	7	5	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
无形资产及其他	139	184	183	182	经营活动现金流	331	319	449	547		
长期股权投资	19	19	19	19	净利润	238	322	405	505		
<b>资产总计</b>	<b>1884</b>	<b>2209</b>	<b>2513</b>	<b>2892</b>	少数股东损益	0	0	0	1		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	56	58	63	68		
应付款项	231	321	396	487	公允价值变动	-5	0	0	0		
合同负债	53	99	123	154	营运资金变动	15	-53	-9	-12		
其他流动负债	195	286	349	426	<b>投资活动现金流</b>	<b>-136</b>	<b>-125</b>	<b>-77</b>	<b>-72</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>479</b>	<b>706</b>	<b>869</b>	<b>1068</b>	资本支出	-84	-77	-79	-78		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-52	-14	-14	-14		
其他长期负债	19	28	28	28	其他	0	-34	16	20		
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-145</b>	<b>-217</b>	<b>-266</b>	<b>-325</b>		
<b>负债合计</b>	<b>498</b>	<b>734</b>	<b>897</b>	<b>1095</b>	债务融资	0	14	0	0		
股本	429	429	429	429	权益融资	0	3	0	0		
股东权益	1387	1476	1616	1797	其它	-145	-234	-266	-325		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1884</b>	<b>2209</b>	<b>2513</b>	<b>2892</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>50</b>	<b>-22</b>	<b>107</b>	<b>150</b>		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【轻工小组介绍】

林昕宇，轻工行业首席分析师，8年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

赵兰亭，轻工行业分析师，4年卖方研究经验，伦敦国王学院硕士，曾就职于西南证券研究所，紧密跟踪覆盖出口链和个护板块。

孙馨竹，轻工行业研究助理，对外经济贸易大学金融硕士，紧密跟踪家居、造纸、个护板块。

## 【分析师承诺】

林昕宇，赵兰亭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。