

百亚股份 (003006.SZ)

Q1 增速亮眼，产品结构升级驱动业绩提升

- 公司发布 2023 年第一季度报告。23 年 Q1 公司实现营业收入 5.23 亿元，同比+20.99%，归母净利润 0.80 亿元，同比+44.60%，毛利率 46.86%，同比+2.10pct。23Q1 公司线下整体恢复较快，线上 38 节促销活动延续高增长，线上盈利能力逐步释放。
- 费控建设取得成效。23Q1 公司期间费用率 29.15%，同比-0.24pct，销售费用率 22.83%，同比+1.13pct，管理费用率 3.90%，同比-0.64pct，净利率 15.39%，同比+2.59pct。公司在加强对电商渠道及外围省份产品和品牌推广的同时加强费控建设，净利率较大幅度提升。
- 持续推动产品结构优化及中高端品牌建设。公司“自由点”系列产品定位中高端，引领当前消费者需求，销量增速明显，产品单价逐年提升，高端产品毛利率达 60%。公司对“自由点”品牌进行核心系列升级，优化结构同时配套产品迭代，巩固竞争力。
- 聚焦重点外围省份进行有效突破。公司在巩固在现有核心省份的市场地位的同时，有序拓展外围省份市场，在部分省份进行重点突破，拓展经销商布局，覆盖更多渠道，整体外围省份增速较快，伴随营收规模提升，预计外围省份盈利能力将逐步增强。根据尼尔森的统计数据，目前公司销售份额在本土卫生巾品牌中整体排名第三，其中，在川渝市场排名第一，云贵陕市场排名第二。
- 电商渠道延续快速增长态势，推动品牌触及更多消费者。公司抓住直播电商平台发展机遇，电商渠道仍处于快速增长期，公司对电商促销方式进行调整，通过产品升级推动价格带上移，带动电商渠道毛利率提升。公司将持续加强电商渠道建设，通过电商渠道提高品牌知名度，触及更多外围省份及年轻消费者，扩大公司产品销售覆盖面，推动线上线下协同发展。
- 盈利预测与投资建议。公司“自由点”品牌力持续提升，渠道开拓有序推进，我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.49 亿元、3.14 亿元和 4.13 亿元，分别同比增长 33%、26%、31%，当前股价对应 23 年 PE 为 34X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：市场竞争日益加剧，限售股解禁的风险，营销网络拓展未达预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1463	1612	1999	2499	3124
同比增长	17%	10%	24%	25%	25%
营业利润(百万元)	255	217	287	361	474
同比增长	20%	-15%	33%	26%	31%
归母净利润(百万元)	228	187	249	314	413
同比增长	25%	-18%	33%	26%	31%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.58	0.73	0.96
PE	36.7	44.7	33.6	26.6	20.3
PB	6.9	6.5	6.0	5.1	4.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：19.45 元

基础数据

总股本(万股)	43033
已上市流通股(万股)	21562
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	24.2%
主要股东	重庆复元商贸有限公司
主要股东持股比例	41.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	123	67
相对表现	1	115	68



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《百亚股份(003006)——电商渠道助推销量增长，中高端品类驱动盈利提升(更新)》2023-03-26
- 《百亚股份(003006)——电商渠道助推销量增长，中高端品类驱动盈利提升》2023-03-25
- 《百亚股份(003006.SZ)-向 410 战略加速进发，新渠道加速弯道超车》2023-02-01

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn
王月 研究助理
✉ wangyue20@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	917	1090	1277	1601	2017
现金	259	302	420	620	885
交易性投资	332	359	359	359	359
应收票据	0	23	28	35	44
应收款项	134	167	185	232	289
其它应收款	8	18	22	28	34
存货	162	178	210	262	322
其他	22	43	53	66	82
非流动资产	636	642	631	622	614
长期股权投资	20	19	19	19	19
固定资产	451	447	443	440	437
无形资产商誉	66	67	60	54	49
其他	100	109	109	109	109
资产总计	1553	1732	1909	2223	2631
流动负债	330	442	500	575	665
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	164	188	231	288	355
预收账款	50	58	71	89	110
其他	116	196	197	198	200
长期负债	8	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	9	9	9	9
负债合计	339	451	509	584	673
股本	428	430	430	430	430
资本公积金	250	256	256	256	256
留存收益	535	594	714	954	1272
少数股东权益	1	1	0	(1)	(2)
归属于母公司所有者权益	1213	1280	1400	1640	1959
负债及权益合计	1553	1732	1909	2223	2631

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	197	234	275	301	384
净利润	224	187	249	314	412
折旧摊销	43	50	55	54	53
财务费用	0	(1)	(3)	(4)	(6)
投资收益	(13)	(7)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	(59)	16	(15)	(56)	(71)
其它	2	(11)	3	8	10
投资活动现金流	(58)	(74)	(30)	(30)	(30)
资本支出	(121)	(28)	(44)	(44)	(44)
其他投资	63	(45)	14	14	14
筹资活动现金流	(129)	(116)	(127)	(71)	(88)
借款变动	6	(1)	(1)	0	0
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	(11)	6	0	0	0
股利分配	(128)	(128)	(129)	(75)	(94)
其他	4	5	3	4	6
现金净增加额	10	43	118	200	265

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1463	1612	1999	2499	3124
营业成本	809	885	1089	1357	1671
营业税金及附加	14	15	18	23	29
营业费用	279	395	490	612	765
管理费用	75	62	77	96	120
研发费用	51	44	54	67	84
财务费用	(3)	(4)	(3)	(4)	(6)
资产减值损失	(5)	(13)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	9	9	9	9	9
投资收益	13	7	7	7	7
营业利润	255	217	287	361	474
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	255	212	283	357	470
所得税	31	25	34	43	57
少数股东损益	(4)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	228	187	249	314	413

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	17%	10%	24%	25%	25%
营业利润	20%	-15%	33%	26%	31%
归母净利润	25%	-18%	33%	26%	31%
获利能力					
毛利率	44.7%	45.1%	45.5%	45.7%	46.5%
净利率	15.6%	11.6%	12.5%	12.6%	13.2%
ROE	19.5%	15.0%	18.6%	20.7%	23.0%
ROIC	18.8%	14.9%	18.6%	20.6%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	26.1%	26.6%	26.3%	25.6%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	2.5	2.6	2.8	3.0
速动比率	2.3	2.1	2.1	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转率	5.2	5.2	5.6	5.8	5.7
应收账款周转率	12.9	9.9	9.9	10.4	10.4
应付账款周转率	5.1	5.0	5.2	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	0.53	0.44	0.58	0.73	0.96
每股经营净现金	0.46	0.54	0.64	0.70	0.89
每股净资产	2.82	2.97	3.25	3.81	4.55
每股股利	0.30	0.30	0.17	0.22	0.29
估值比率					
PE	36.7	44.7	33.6	26.6	20.3
PB	6.9	6.5	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	25.9	29.1	22.4	18.5	14.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。