

**投资评级 优于大市 维持**

## 中高端卫生巾稳步增长，市场拓展有序推进

### 股票数据

04月24日收盘价(元)	18.12
52周股价波动(元)	8.35-21.12
总股本/流通A股(百万股)	430/216
总市值/流通市值(百万元)	7798/3907

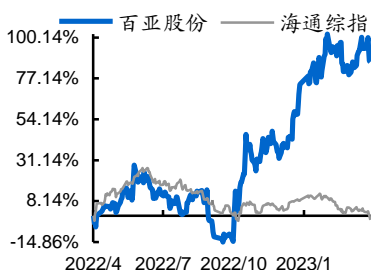
### 相关研究

《22Q3 拓渠道成效释放，利润率显著修复》  
2022.10.27

《业绩短期承压，外围省份市场&电商渠道扩张显著》2022.08.17

《收入增长承压于高基数，销售费用投放力度加大》2022.04.28

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.1	-9.5	5.0
相对涨幅 (%)	3.2	-7.5	9.8

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

- 公司发布 22 年年报：**2022 年全年，公司实现营业收入 16.1 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 1.9 亿元，同比下滑 17.8%；扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比下滑 14.9%。第四季度，公司实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 27.2%；归母净利润 6114 万元，同比增长 12.0%；扣非后归母净利润 5882 万元，同比增长 17.0%。
- 公司发布 23 年一季报：**2023Q1 公司实现营业收入 5.2 亿元，同比增长 21.0%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 44.6%；实现扣非后归母净利润 0.7 亿元，同比增长 37.3%。
- 22H2 卫生巾产品收入实现较高增长，区域开拓进程有序推进。**
- 分产品来看：**1) 2022 年公司卫生巾产品实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 14.7%；2022 年 H2 卫生巾收入 7.5 亿元，同比增长 30.2%。公司卫生巾业务通过顺应中高端化的发展趋势，努力实现产品结构化调整。卫生巾产品推陈出新，利用产品迭代升级实现快速增长，全年来看，公司自由点系列卫生巾收入 13.4 亿元，较 21 年同期增长 15.3%，中高端产品收入增长成为公司业绩提升的主要驱动力；同时公司“国内有序拓展”的策略实现了全国性的区域扩张，逐步提升卫生巾市场份额，助力营收的上涨。2) 纸尿裤产品 2022 年营收同比下滑 17.0%，ODM 产品营收同比增长 0.3%，2022 年 H2 纸尿裤业务收入为 0.6 亿元，同比下滑 14.1%，ODM 业务收入 0.7 亿元，同比增长 12.0%。
- 盈利预测与评级：**我们预计 23-25 年实现净利润 2.50、3.07、3.69 亿元，同比增长 33.3%、23.0%、20.1%，当前收盘价对应 23-24 年 PE 为 31、25 倍，公司作为个人清洁护理领域龙头企业，参考可比公司给予公司 2023 年 35-36 倍 PE 估值，对应合理价值区间 20.31-20.89 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，渠道推广不及预期。

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Email:lkj14091@haitong.com

证书: S0850522060001

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1463	1612	1948	2328	2719
(+/-)YoY(%)	17.0%	10.2%	20.8%	19.5%	16.8%
净利润(百万元)	228	187	250	307	369
(+/-)YoY(%)	24.9%	-17.8%	33.3%	23.0%	20.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.44	0.58	0.71	0.86
毛利率(%)	44.7%	45.1%	46.7%	47.3%	47.8%
净资产收益率(%)	18.8%	14.6%	16.2%	16.5%	16.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **分区域来看:** 公司继续深耕川渝和云贵陕核心地区, 调整优化经销商结构, 销售网络不断拓展。2022 年川渝、云贵陕地区收入分别为 5.8 亿和 3.3 亿元, 同比分别下滑 5.8%和 0.2%; 2022H2 川渝、云贵陕地区营业收入分别达到 3.1、2.8 亿元, 分别同比增长 11.3%、11.7%。外围地区来看, 公司已进入河北、山东、河南、安徽、两湖、两广等地区市场, 国内市场有序拓展, 全年获得收入 2.0 亿元, 同比增长 13.6%; 2022H2 其他地区收入 0.8 亿元, 同比下滑 0.9%。2022 年上半年, 受疫情、原材料价格较高、市场竞争加剧等短期因素影响, 公司部分区域销售收入有所下滑; 通过公司的积极应对与生产经营调整, 2022H2 公司的经营业绩和盈利能力显著修复。此外, 电商及线上渠道实现快速增长, 全年收入 3.7 亿元, 同比增长 76.9%; 2022H2 收入 2.3 亿元, 同比增长 95.9%。电商渠道的增长主要得益于公司加大了线上和新兴渠道的业务投入, 促进线上线下业务的融合发展。根据公司 22 年年报援引尼尔森的统计数据, 2022 年卫生巾品类在商渠道销售占比已增长到 26%, 电商渠道已成为公司业绩增长的主要驱动力之一。
- **公司盈利能力略有波动, 产品升级促发展。** 2022 年 Q4 公司归母净利率达到 12.7%, 同比小幅下滑 1.7pct; 单季度毛利率达到 47.0%, 同比提升 3.7pct。费用率方面, 单四季度公司销售费用率、管理研发费用率、财务费用率分别达到 26.5%、4.4%、-0.2%, 分别同比+6.6pct、-5.5pct、-0.1pct。其中公司销售费用率增幅较大, 与公司在营销方面投入增多有关, 管理研发费用率下降幅度较大。我们认为公司应该迎合消费者需求, 增加研发投入不断实现产品的迭代更新, 促进产品结构调整, 线上线下齐发力, 推动线上线下业务融合, 在中高端产品市场中巩固自身领先地位, 保障公司产品收入稳定增长。
- **股权激励计划调整, 兼具激励性与挑战性。** 2023 年 3 月 24 日晚公司发布调整关于 2021 年股票期权与限制性股票激励计划部分业绩考核指标。公司将非线上业务员工首次获授的 2023-2024 年度业绩考核目标降低, 公司将 2023 年业绩考核目标调整为: 以 2020 年公司营业收入和净利润为基数, 营业收入增长率不低于 55%, 并且净利润增长率不低于 18%。2024 年业绩考核目标调整为: 以 2020 年公司营业收入和净利润为基数, 营业收入增长率不低于 85%, 并且净利润增长率不低于 35%。2022 年受国内外宏观环境、市场竞争加剧、原材料价格处于高位等短期波动因素影响, 经过公司积极应对与快速的调整, 2022 年下半年公司营收及利润得到修复与增长。原股权激励计划中的业绩考核指标已不能与公司目前所处的竞争环境及渠道结构变化等情况相适应。为了充分应对市场环境变化和充分调动员工积极性, 在公司业绩目标保持挑战性的同时增强激励效果, 公司从长远发展的角度出发作出了调整股权激励计划中的业绩考核目标这一决定, 兼具激励性与挑战性, 为公司可持续性发展赋能。
- **主要盈利预测假设:**
  - 川渝地区为公司传统优势区域, 收入体量相对较大, 公司份额相对较高, 主要依赖渠道的内生增长带动, 我们预计 23-25 年川渝地区收入增速达到 5%/4%/3%。
  - 云贵陕地区为公司重点布局地区, 并且随着业务放量逐步走上正轨, 有望实现渠道的协同性, 并且享受到渠道建设完善后的成长红利, 我们预计 23-25 年公司云贵陕地区收入增速分别达到 23%/22%/18%。
  - 两湖及其他地区为公司新开拓区域, 我们预计 23-25 年两湖及其他地区收入增速分别达到 28%/24%/20%。
  - 电商渠道受到电商平台及直播带货的影响, 愈发成为日常消耗品的重要消费渠道, 公司把握机遇布局线上渠道, 我们预计 23-25 年电商收入增速有望分别达到 45%/37%/30%。
  - ODM 业务方面, 下游客户订单是主要带动因素, 我们预计 23-25 年 ODM 业务年收入增速为 7%/4%/1%。
  - 毛利率方面, 公司产品主要为吸收性护理用品, 原材料相似, 因此通过过往产品总产量以及成本情况判断整体毛利率水平, 伴随着公司产品结构升级带动议价能力增强, 我们预计 23-25 年公司销售毛利率分别约为 46.7%/47.3%/47.8%。

表 1 百亚股份分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>川渝地区</b>				
销售收入	579	608	632	651
增长率 (YoY)	-5.8%	5.0%	4.0%	3.0%
<b>云贵陕地区</b>				
销售收入	335	412	503	593
增长率 (YoY)	-0.2%	23.0%	22.0%	18.0%
<b>两湖及其他地区</b>				
销售收入	196	251	312	374
增长率 (YoY)	13.6%	28.0%	24.0%	20.0%
<b>电商</b>				
销售收入	371	537	736	955
增长率 (YoY)	76.9%	44.6%	37.1%	29.7%
<b>ODM</b>				
销售收入	131	140	145	146
增长率 (YoY)	0.3%	7.2%	3.6%	0.7%
<b>合计</b>				
销售收入	1612	1948	2328	2719
增长率 (YoY)	10.2%	20.8%	19.5%	16.8%
销售成本	885	1038	1228	1420
毛利率	45.1%	46.7%	47.3%	47.8%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
可靠股份	301009.SZ	成人、婴儿、宠物卫生护理用品 (代工为主)	11.35	30.9
依依股份	001206.SZ	宠物卫生护理用品及个人卫生护理用品 (代工为主)	23.78	18.1
中顺洁柔	002511.SZ	生活用纸企业	11.40	23.5
平均				24.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 04 月 24 日收盘价

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1612</b>	<b>1948</b>	<b>2328</b>	<b>2719</b>
每股收益	0.44	0.58	0.71	0.86	营业成本	885	1038	1228	1420
每股净资产	2.97	3.58	4.33	5.21	毛利率%	45.1%	46.7%	47.3%	47.8%
每股经营现金流	0.54	0.79	0.90	1.07	营业税金及附加	15	18	22	25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	395	487	584	685
P/E	41.63	31.23	25.40	21.15	营业费用率%	24.5%	25.0%	25.1%	25.2%
P/B	6.09	5.06	4.19	3.48	管理费用	62	75	89	104
P/S	4.84	4.00	3.35	2.87	管理费用率%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	21.35	20.53	16.37	13.12	EBIT	213	279	343	413
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-4	-4	-5	-6
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	45.1%	46.7%	47.3%	47.8%	资产减值损失	-8	-8	-8	-8
净利润率	11.6%	12.8%	13.2%	13.6%	投资收益	7	7	7	7
净资产收益率	14.6%	16.2%	16.5%	16.4%	<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>283</b>	<b>348</b>	<b>418</b>
资产回报率	10.8%	12.5%	12.8%	12.9%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	14.6%	15.9%	16.2%	16.2%	<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>283</b>	<b>348</b>	<b>418</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	264	353	426	510
营业收入增长率	10.2%	20.8%	19.5%	16.8%	所得税	25	34	42	50
EBIT 增长率	-11.7%	31.1%	23.0%	20.1%	有效所得税率%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-17.8%	33.3%	23.0%	20.1%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>187</b>	<b>250</b>	<b>307</b>	<b>369</b>
资产负债率	26.1%	23.1%	22.6%	21.8%					
流动比率	2.47	3.02	3.26	3.46	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.01	2.52	2.76	2.96	货币资金	302	560	826	1105
现金比率	0.68	1.23	1.54	1.79	应收账款及应收票据	190	144	175	209
<b>经营效率指标</b>					存货	178	217	256	296
应收账款周转天数	37.85	27.00	27.50	28.00	其它流动资产	420	448	487	525
存货周转天数	73.56	76.20	76.10	76.00	流动资产合计	1090	1368	1743	2135
总资产周转率	0.93	0.97	0.97	0.95	长期股权投资	19	19	19	19
固定资产周转率	3.61	4.58	5.35	5.55	固定资产	447	426	435	490
					在建工程	62	72	82	92
					无形资产	66	73	79	84
					非流动资产合计	642	636	662	733
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1732</b>	<b>2005</b>	<b>2406</b>	<b>2867</b>
净利润	187	250	307	369	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	188	222	259	296
非现金支出	64	86	95	110	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-17	-5	-5	-5	其它流动负债	254	232	276	321
营运资金变动	-1	9	-10	-13	流动负债合计	442	454	535	616
<b>经营活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>339</b>	<b>387</b>	<b>460</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-28	-69	-109	-169	其它长期负债	9	9	9	9
投资	-45	-18	-18	-18	非流动负债合计	9	9	9	9
其他	0	5	5	5	<b>负债总计</b>	<b>451</b>	<b>463</b>	<b>544</b>	<b>625</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-74</b>	<b>-81</b>	<b>-121</b>	<b>-181</b>	实收资本	430	430	430	430
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1280	1542	1862	2243
股权募资	22	0	0	0	少数股东权益	1	0	-1	-1
其他	-139	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1732</b>	<b>2005</b>	<b>2406</b>	<b>2867</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-116</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>44</b>	<b>258</b>	<b>266</b>	<b>279</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居,明月镜片,乖宝宠物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。