

增持 (维持)

百亚股份 (003006)

23Q1 业绩略超预期，电商表现延续靓丽

2023年04月23日

市场数据

日期	2023-04-23
收盘价(元)	18.46
总股本(百万股)	430.33
流通股本(百万股)	215.62
净资产(百万元)	1353.66
总资产(百万元)	1786.95
每股净资产(元)	3.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《百亚股份 2022 年度报告点评: 22Q4 收入超预期, 盈利能力稳中有升》2023-03-26

《百亚股份 2022 年业绩预告点评: 22Q4 收入超预期, 盈利能力稳中有升》2023-01-31

《百亚股份 2022 年三季度报点评: Q3 业绩超预期, 经营韧性彰显》2022-11-03

《百亚股份 2022 年半年度报告点评: 收入利润短期承压, 长期逻辑仍在兑现》2022-08-15

《百亚股份 2021 年报点评: 产品结构持续优化, 全国化拓展可期》2022-03-27

《百亚股份: 走向全国的一次性卫生用品领先企业》2022-01-11

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

侯宜芳

houyifang@xyzq.com.cn

S0190522100001

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报。①23Q1, 公司实现收入 5.23 亿元(+20.99%), 归母净利润 0.8 亿元(+44.6%), 扣非归母净利润 0.75 亿元(+37.26%)。
- **盈利能力持续提升。** 23Q1 公司毛利率为 46.86%, 同比+2.10pct, 得益于: ①自由点占比提升, 23Q1 自由点收入+25.3%; ②自由点的安睡裤、敏感肌等中高端系列占比也在提升, 带动自由点毛利率同比+1pct; ③三八大促线下渠道的费用投入效率提高, 22H2 开始为应对渠道流量结构变化影响, 公司加大对 O2O、流通小店等渠道投入。归母净利率为 15.33%, 同比+2.5pct; 销售/管理/财务费用率分别为 22.83%/3.9%/-0.06%, 同比+1.13/-0.64/+0.08pct。
- **电商渠道延续高增。** 23Q1 电商收入+86%左右, 保持较高增速, 得益于公司从 22 年初开始优化渠道和产品结构, 逐步提升高售价及高毛利产品占比, 投放效率持续优化。利润方面, 23Q1 电商毛利率约 46%, 同比环比均有提升。今年开始, 电商工作重点除了继续聚焦品牌、产品力构建打造外, 会从渠道结构的优化转向产品结构的优化, 加强目前较弱势的京东、猫超。
- **经销渠道表现亮眼, 云贵陕贡献主要增长。** 尼尔森数据显示, 23Q1 自由点在核心五省的市场份额保持较好增长。23Q1 线下渠道收入+11%左右, ①分渠道来看, 主要贡献来自经销渠道, KA/经销渠道收入分别约-14%/+23%, KA 渠道下滑主要是 22 年 4 月开始个别系统出现经营问题, 公司收缩对其供货量和收紧供货条件后导致 22Q1 高基数, 但二季度后影响边际减少。②分地区来看, 川渝、云贵陕收入均实现双位数增长, 外围省份收入同比个位数下滑, 若剔除个别 KA 系统影响, 则外围省份收入保持双位数增长。
- **自由点占比持续提升。** 分品类来看, 23Q1 公司自由点收入+25.3%, 尿裤和 ODM 略有下滑, 其中, 婴裤产品同比下降、成人失禁用品快速增长。
- **股权激励绑定核心团队, 全国化拓展逻辑持续兑现。** 公司对 21 年股票期权与限制性股票激励计划进行修改, 22 年受疫情等不可抗力因素影响, 无法完成当年考核目标, 23/24 年收入目标下修为 19.39/23.14 亿元, 同比+20.25%/+19.35%; 归母净利润目标下修为 2.15/2.46 亿元, 同比+14.99%/+14.41%, 下修后考核目标更符合实际情况, 激励总人数为 568 人, 有望提高团队积极性, 助力公司业绩增长。
- **盈利预测:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司 2023-2024 年营业收入为 19.73、23.69 亿元, 同比增长 22.4%、20.1%; 归属于母公司净利润为 2.48、2.98 亿元, 同比增长 32.6%、20.2%; 对应 4 月 21 日股价 P/E 分别为 32 和 27 倍。维持“增持”评级。

- 风险提示：行业竞争加剧风险，外围市场拓展不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1612	1973	2369	2843
同比增长	10.2%	22.4%	20.1%	20.0%
归母净利润(百万元)	187	248	298	359
同比增长	-17.8%	32.6%	20.2%	20.2%
毛利率	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
ROE	14.6%	17.5%	19.3%	21.1%
每股收益(元)	0.44	0.58	0.69	0.83
市盈率	42.4	32.0	26.6	22.1

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1 2022 年至今公司单季度营收及增速

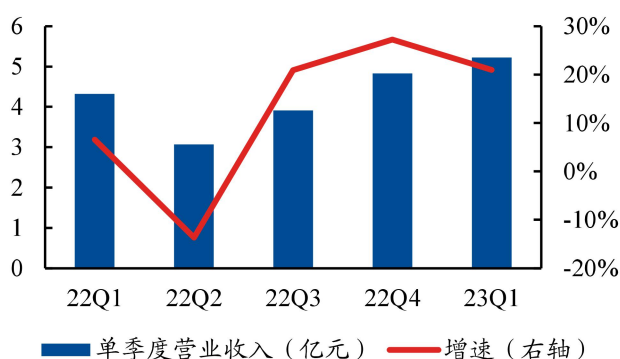
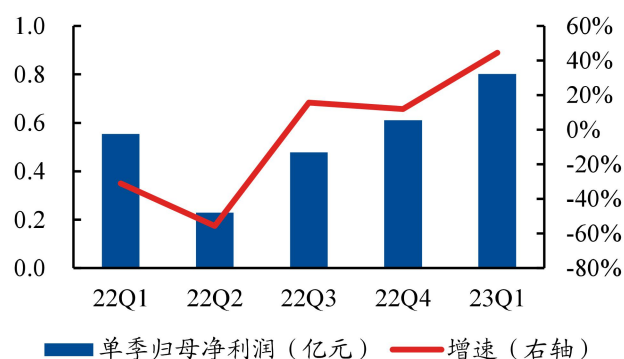


图 2 2022 年至今公司单季度归母净利润及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3 2022 年至今公司单季度扣非归母净利润及增速

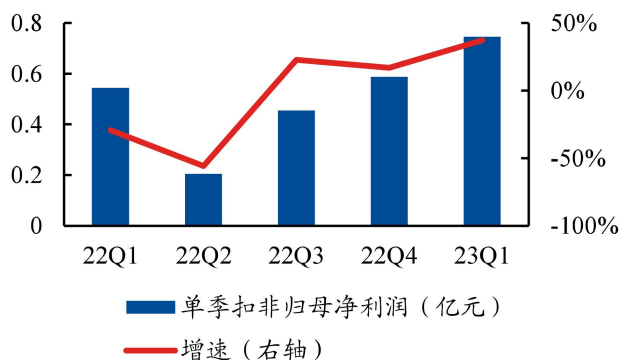
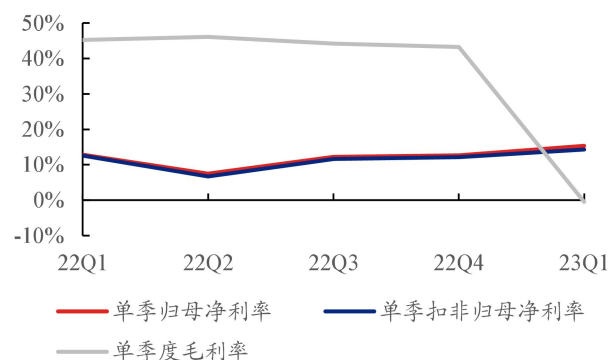


图 4 2022 年至今公司单季度归母净利润及增速



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1090	1251	1458	1699
货币资金	302	364	470	589
交易性金融资产	359	359	359	359
应收票据及应收账款	190	239	287	344
预付款项	22	27	32	38
存货	178	219	263	315
其他	39	43	47	53
非流动资产	642	587	549	510
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	447	415	378	341
在建工程	62	62	62	62
无形资产	66	65	64	63
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-1	-1
其他	47	26	26	26
资产总计	1732	1838	2007	2209
流动负债	442	421	467	523
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	188	230	277	332
其他	254	191	191	191
非流动负债	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	9	0	0	0
负债合计	451	421	467	523
股本	430	430	430	430
资本公积	278	278	278	278
未分配利润	495	589	685	801
少数股东权益	1	-4	-9	-15
股东权益合计	1281	1417	1539	1686
负债及权益合计	1732	1838	2007	2209

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	187	248	298	359
折旧和摊销	50	39	39	39
资产减值准备	13	-10	0	0
资产处置损失	0	1	0	0
公允价值变动损失	2	-2	-1	-1
财务费用	-1	0	0	0
投资损失	-7	-6	-6	-6
少数股东损益	-0	-4	-5	-6
营运资金的变动	-8	-55	-55	-66
经营活动产生现金流量	234	144	271	320
投资活动产生现金流量	-74	26	5	5
融资活动产生现金流量	-116	-108	-171	-206
现金净变动	44	63	105	119
现金的期初余额	253	302	364	470
现金的期末余额	297	364	470	589

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1612	1973	2369	2843
营业成本	885	1085	1303	1564
税金及附加	15	19	23	28
销售费用	395	444	540	648
管理费用	62	83	100	120
研发费用	44	53	64	77
财务费用	-4	0	0	0
其他收益	9	5	5	5
投资收益	7	6	6	6
公允价值变动收益	-2	2	1	1
信用减值损失	-4	-5	0	0
资产减值损失	-8	-2	0	0
资产处置收益	-0	-1	0	0
营业利润	217	293	350	418
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	5	15	15	15
利润总额	212	279	335	403
所得税	25	35	42	50
净利润	187	244	293	353
少数股东损益	-0	-4	-5	-6
归属母公司净利润	187	248	298	359
EPS(元)	0.44	0.58	0.69	0.83

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	10.2%	22.4%	20.1%	20.0%
营业利润增长率	-15.2%	35.3%	19.5%	19.4%
归母净利润增长率	-17.8%	32.6%	20.2%	20.2%
盈利能力				
毛利率	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
归母净利率	15.3%	11.6%	12.6%	12.6%
ROE	14.6%	17.5%	19.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	22.9%	23.3%	23.7%
流动比率	2.47	2.97	3.12	3.25
速动比率	2.06	2.45	2.56	2.65
营运能力				
资产周转率	98%	111%	123%	135%
应收帐款周转率	1040%	1028%	1020%	1019%
存货周转率	520%	547%	542%	541%
每股资料(元)				
每股收益	0.44	0.58	0.69	0.83
每股经营现金	0.54	0.34	0.63	0.74
每股净资产	2.97	3.30	3.60	3.95
估值比率(倍)				
PE	42.4	32.0	26.6	22.1
PB	6.2	5.6	5.1	4.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn