

百亚股份 (003006.SZ)

二季度营收增长 80%，全国化扩张带动市场份额持续提升

优于大市

核心观点

产品结构优化叠加渠道拓展实现业绩大幅增长。上半年公司实现营收 15.32 亿/yoy+61.3%；归母净利润 1.80 亿/yoy+36.4%；其中单 Q2 实现营收 7.67 亿/yoy+79.6%；实现归母净利润 0.77 亿/yoy+49.4%。**分产品看**，卫生巾上半年实现营收 14.07 亿/yoy+68.8%，其中核心产品大健康系列营收同比增长 255.2%，收入占卫生巾业务比重达 42.3%；纸尿裤/ODM 分别实现收入 0.57/0.68 亿，同比-5.3%/+21.6%。**分渠道看**，公司上半年线下渠道实现营业收入 8.11 亿/yoy+23.4%。其中，川渝及云贵陕核心地区同比增长 11.1%/19.8%，外围省份在公司持续全国扩张下，营收同比增长 65.6%至 1.92 亿；线上渠道上半年实现营收 6.53 亿/yoy+176.0%，公司通过在兴趣电商等线上渠道积极投流，持续带动市场份额快速提升。

产品结构优化带动毛利率增长，销售费用率提升明显。2024Q2 实现毛利率/净利率分别为 54.44%/10.05%，分别同比+5.98pct/-2.03pct，公司产品结构持续优化，定位中高端的大健康系列占比不断提升，带动上半年产品片单价提升近 8%，推动毛利率上行。销售/管理/研发费用率分别为 36.14%/3.11%/2.30%，同比+10.23pct/-0.58pct/-0.77pct。品牌宣传和市场推广费用增加带动销售费用率大幅提升，后续公司仍将保持一定品牌资源投入，以此带动市场规模和份额提升。

营运能力有所提升，现金流保持稳定。公司 2024 上半年存货周转天数 44 天，同比减少 10 天；应收账款周转天数 22 天，同比减少 7 天，受益于供应链水平与市场竞争力增强，公司营运水平大幅提升。2024Q2 公司经营性现金流净额为 0.93 亿元，同比增长 21.85%，收入增长带动整体现金流提升。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司作为国内个护龙头，在产品升级和渠道扩张双重共振下实现业绩快速提升。渠道端，利用前期深耕川渝地区稳定线下基本盘，并通过线上渠道进行全国化快速扩张提升市场份额；产品端，通过优化产品结构，提升中高端产品占比，带动整体盈利水平提升。考虑到公司电商渠道快速发展，以及中高端产品占比持续提升带动产品结构持续优化，我们上调公司 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润至 3.35/4.54/5.57（原值为 3.10/3.86）亿，对应当前 PE 分别为 28/21/17x，综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价 23.8-25.9 元/股，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,154	4,147	4,988
(+/-%)	10.2%	33.0%	47.1%	31.5%	20.3%
净利润(百万元)	187	238	335	454	557
(+/-%)	-17.8%	27.2%	40.6%	35.6%	22.7%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.78	1.06	1.30
EBIT Margin	13.1%	12.4%	11.2%	11.7%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	14.6%	17.2%	22.8%	28.7%	32.3%
市盈率 (PE)	50.0	39.2	27.9	20.6	16.8
EV/EBITDA	37.5	30.7	24.7	18.9	15.9
市净率 (PB)	7.31	6.73	6.35	5.90	5.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·个护用品

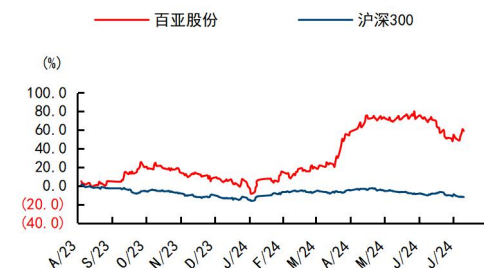
证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.75 元
总市值/流通市值	9338/9323 百万元
52 周最高价/最低价	24.87/11.80 元
近 3 个月日均成交额	70.36 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百亚股份 (003006.SZ) - 品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期》——2023-05-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 一季度净利润增长 45%，产品升级推动毛利率提升》——2023-04-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼》——2023-03-26
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年业绩预计下滑 17%，四季度延续景气增长》——2023-01-19
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 三季度电商引领收入增长，毛利率回升》——2022-10-26

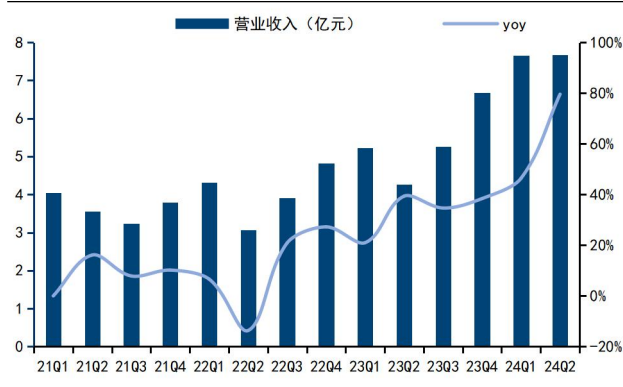
2024 年中报点评

产品结构优化叠加渠道拓展实现业绩大幅增长。上半年公司实现营业收入 15.32 亿，同比增长 61.3%；归母净利润 1.80 亿元，同比增长 36.4%；其中单 Q2 实现营收 7.67 亿元，同比+79.6%；实现归母净利 0.77 亿元，同比+49.4%；扣非归母净利润 0.75 亿元，同比增长 50.6%。

分产品看，卫生巾业务上半年实现营业收入 14.07 亿，同比增长 68.8%，营收占比达 91.84%，主要品牌自由点实现营收 14.0 亿，同比增长 69.7%，其中核心单品大健康系列产品营收同比增长 255.2%，收入占卫生巾比重达 42.3%。此外，纸尿裤/ODM 分别实现收入 0.57/0.68 亿，同比-5.3%/+21.6%。

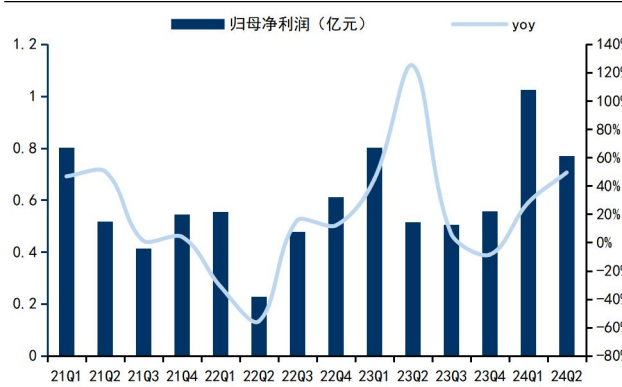
分渠道看，公司上半年线下渠道实现营业收入 8.11 亿元，同比增长 23.4%。其中，川渝/云贵陕地区同比增长 11.1%/19.8%，占营业收入 24.6%/15.8%。外围省份依托全国扩张逻辑持续兑现，营业收入同比增长 65.6%，取得良好成效。在线上渠道方面，公司积极通过投流手段提升品牌影响力，上半年实现营业收入 6.53 亿元，较上年同期增长 176.0%。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

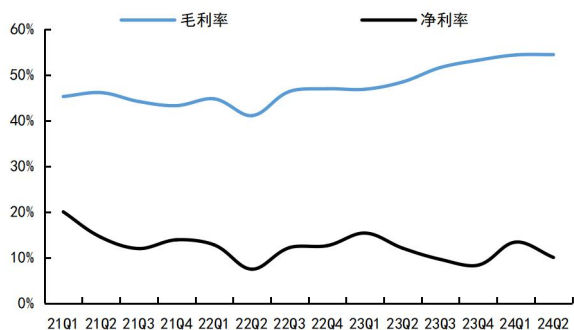
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

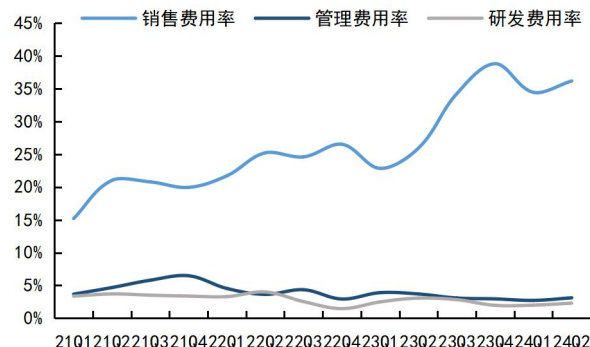
盈利能力方面，2024Q2 实现毛利率/净利率分别为 54.44%/10.05%，分别同比 +5.98pct/-2.03pct，公司产品结构持续优化，定位中高端的大健康系列占比不断提升，带动上半年产品片单价提升近 8%，推动毛利率上行。销售/管理/研发费用率分别为 36.14%/3.11%/2.30%，同比+10.23pct/-0.58pct/-0.77pct。品牌宣传和品牌推广费用增加带动销售费用率大幅提升，后续公司仍将保持一定品牌资源投入，以此带动市场规模和份额提升。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

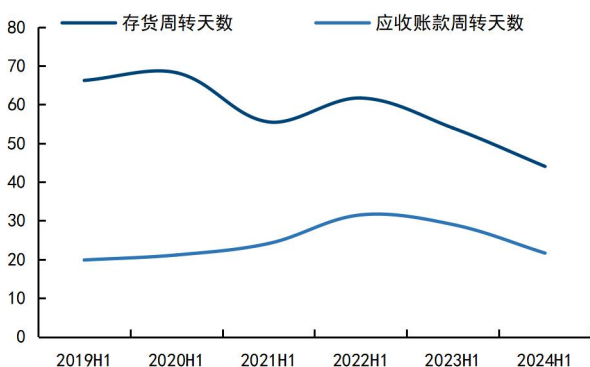
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

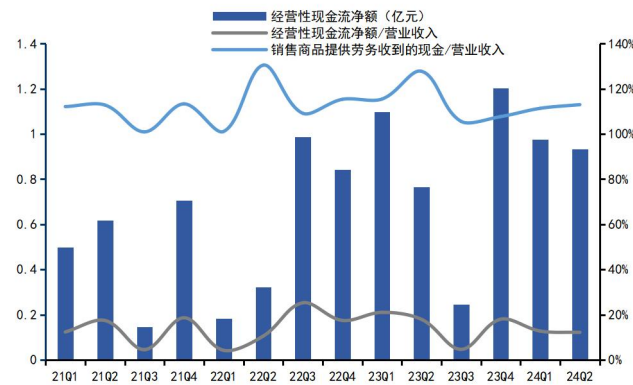
营运能力及现金流方面，公司 2024 上半年存货周转天数 44 天，同比减少 10 天；应收账款周转天数 22 天，同比减少 7 天，受益于供应链水平与市场竞争力增强，公司营运水平大幅提升。2024Q2 公司经营性现金流净额为 0.93 亿元，同比增长 21.85%，收入增长带动整体现金流提升。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

收入端，我们分渠道进行分拆预测：

1) **川渝地区**：公司目前主要收入来源，2023 年收入占比 31.6%。公司品牌在川渝地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度和市场占有率，2023 年旗下卫生巾主要品牌“自由点”在川渝地区份额排名第一，预计未来公司在川渝地区营收保持稳定发展趋势，预期 2024-2026 年川渝地区收入增速分别为 8.5%/6.1%/4.3%。

2) **云贵陕地区**：借鉴川渝市场的成功经验，公司稳健布局云贵陕市场，通过经销商和大型卖场、商超、便利店等终端渠道以及 ODM 渠道不断拓展公司的销售网络，云贵陕地区营收由 2019 年的 2.3 亿元提升至 2023 年的 3.59 亿元，CAGR 达 11.72%，2023 年，自由点品牌在云贵陕地区份额排名第二，并有持续上升趋势，通过渠道优化及经销商结构改良，公司在云贵陕市场份额仍有提升空间，预期 2024-2026

年云贵陕地区收入增速分别为 17.9%/13.8%/11.4%。

3) 外围拓展地区：公司在 2023 年将广东、湖南、河北等省份作为重点外围区域进行拓展，与部分连锁系统保持合作，有序拓展经销渠道。2023 年线下外围省份实现营业收入 2.38 亿元，同比增长 21.23%，占公司营收的 11.1%。2024 年，公司持续拓展拓展湖北、北京、江苏等外围省份，重点省份范围持续扩大。公司通过电商渠道曝光与外围市场的逐步拓展，产品知名度持续提升，将推动外围省份业绩较快增长，预期 2024-2026 年其他地区收入增速分别为 48.1%/29.4%/22.9%。

4) 电商渠道：2019 年开始公司通过全资子公司杭州百亚搭建专业电商团队，2019-2023 年电商业务快速发展，CAGR 达到 61.3%，2023 年电商渠道销售额占营业收入的比重为 34.9%。目前公司在主流电商平台均有所布局，在 2024 年 618 期间天猫/京东/拼多多/抖音分别实现+120%/+230%/+380%/+290%的增长，销售额位居多平台个护榜单前列。随着品牌知名度的提升以及公司营销能力的增强，预期线上渠道继续实现快速放量，2024-2026 年收入增速分别为 103.2%/51.7%/28.1%。

5) ODM 渠道：公司凭借较先进的生产设备和工艺技术，为部分消费品企业进行代工生产卫生巾、纸尿裤等产品。2023 年实现收入 1.21 亿/yoy-7.3%，预计未来整体保持平稳发展，预期 2024-2026 年收入增速分别为 1.0%/0.5%/0%。

表1: 公司核心假设与盈利预测拆分表

单位（万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	14.6	16.1	21.4	31.54	41.47	49.88
YOY	17.0%	10.2%	33.0%	47.1%	31.5%	20.3%
毛利率	44.7%	45.1%	50.3%	54.4%	55.0%	55.2%
川渝地区	6.14	5.79	6.78	7.35	7.80	8.14
YOY	15.7%	-5.8%	17.1%	8.5%	6.1%	4.3%
毛利率	50.7%	49.4%	55.2%	58.4%	58.6%	58.7%
云贵陕地区	3.36	3.35	3.59	4.23	4.82	5.36
YOY	24.9%	-0.2%	7.2%	17.9%	13.8%	11.4%
毛利率	52.1%	51.5%	52.4%	57.2%	57.4%	57.5%
其他地区	1.73	1.96	2.38	3.53	4.56	5.61
YOY	16.4%	13.6%	21.2%	48.1%	29.4%	22.9%
毛利率	38.2%	43.8%	42.8%	49.60%	50.30%	50.70%
电商渠道	2.10	3.71	7.48	15.20	23.06	29.54
YOY	36.8%	76.9%	101.5%	103.2%	51.7%	28.1%
毛利率	34.5%	43.9%	52.5%	55.7%	56.1%	56.3%
ODM 渠道	1.30	1.31	1.21	1.22	1.23	1.23
YOY	-12.7%	0.3%	-7.3%	1.0%	0.50%	0%
毛利率	22.5%	15.0%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润端预测：

1) 毛利率方面：公司中高端品牌自由点收入占比不断提升，以及自由点旗下高客单的大健康产品系列占比持续上行，带动毛利率不断提高，未来随着公司品牌知名度的强化，核心单品系列占比的进一步提高，有望带动整体毛利率继续上行。预计 2024-2026 年毛利率分别为 54.4%/55.0%/55.2%。

2) 费用率方面：公司通过线上平台把尤其抖音直播加大品牌资源投放和宣传力度，实现品牌知名度提升和市场份额获取，预计未来一段时间，公司整体营销投放仍处于加大态势，预计 2024-2026 年销售费用率为 36.9%/37.3%/37.5%；同时随着

公司规模效应的突显，预计管理费用率和研发费用不断下行，2024–2026 年管理费用率为 3.0%/2.8%/2.6%，研发费用率为 2.3%/2.2%/2.1%。

表2: 未来 3 年盈利预测表

单位（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1612	2144	3154	4147	4988
营业成本	885	1065	1439	1868	2232
营业税金及附加	15	19	28	37	45
销售费用	395	669	1162	1549	1871
管理费用	62	72	97	117	134
研发费用	44	54	74	90	105
财务费用	(4)	(4)	(11)	(15)	(19)
利润总额	212	280	388	526	645
所得税费用	25	41	52	71	87
归属于母公司净利润	187	238	335	454	557

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

综上，根据以上假设预测，公司 2024–2026 年分别实现营收 31.54/41.47/49.88 亿，同比+47.1%/31.5%/20.3%；实现归母净利润 3.35/4.54/5.57 亿元，分别同比+40.6%/35.6%/22.7%，EPS 为 0.78/1.06/1.30 元/股。

盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多，此处我们分析中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入毛利率和销售费用率。其中 2024–2026 年乐观场景下毛利率提升 0.5pct，销售费用率降低 0.5pct；悲观情况下毛利率降低 0.5pct，销售费用率提升 0.5pct，敏感性测试结果如下表所示：

表3: 盈利预测的敏感性分析

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,154	4,147	4,988
(+/-%)	10.2%	33.0%	47.1%	31.5%	20.3%
净利润(百万元)	187	238	362	490	601
(+/-%)	-17.8%	27.2%	52.1%	35.3%	22.6%
摊薄 EPS	0.44	0.55	0.84	1.14	1.40
中性预测					
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,154	4,147	4,988
(+/-%)	10.2%	33.0%	47.1%	31.5%	20.3%
净利润(百万元)	187	238	335	454	557
(+/-%)	-17.8%	27.2%	40.6%	35.6%	22.7%
摊薄 EPS	0.44	0.55	0.78	1.06	1.30
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,154	4,147	4,988
(+/-%)	10.2%	33.0%	47.1%	31.5%	20.3%
净利润(百万元)	187	238	308	418	514
(+/-%)	-17.8%	27.2%	29.2%	35.9%	22.9%
摊薄 EPS	0.44	0.55	0.72	0.97	1.20

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：22.9-30.3 元/股

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司通过线上营销推广以及逐步拓展外围市场，带动公司从地域性卫生巾龙头企业不断实现全国化发展；同时公司中高端核心单品大健康系列占比不断提升，实现量价共振提升。而成人纸尿裤等品类红利释放有望帮助建立公司第二增长曲线。而毛利率将在产品结构不断优化下而持续上行；销售费用率预计受推广宣传力度加强而有所上升，管理费用率和研发费用率随着经营杠杆释放而稳步下行。

表4：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	10.19%	33.00%	47.09%	31.50%	20.28%	8.00%	5.00%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.00%
营业成本/营业收入	54.89%	49.68%	45.61%	45.05%	44.75%	44.75%	44.75%	44.75%	44.75%	44.75%	44.75%	44.75%
管理费用/营业收入	3.72%	3.27%	3.0%	2.8%	2.6%	2.45%	2.45%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%
研发费用/营业收入	2.70%	2.52%	2.3%	2.2%	2.1%	2.00%	2.00%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%
销售费用/销售收入	24.50%	31.20%	36.9%	37.3%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%
所得税税率	11.99%	14.67%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用 0.85；无风险利率取 2.50%；股票风险溢价 6.20%；债务成本采用 5.30%，由此计算得出公司的 WACC 为 7.77%。

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	13.50%
无风险利率	2.50%	Ka	7.77%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	0.85
公司股价（人民币）	21.75	Ke	7.77%
发行在外股数	429	E/(D+E)	99.98%
股票市值(E)	9339	D/(D+E)	0.02%
债务总额(D)	2	WACC	7.77%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设，注：股价采用 8 月 9 日收盘价

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

按以上分析，并采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间 22.9-30.3 元/股，中值为 25.9 元/股。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		WACC 变化				
		6.8%	7.3%	7.77%	8.3%	8.8%
永续 增长 率变 化	3.0%	36.82	32.58	29.23	26.52	24.27
	2.5%	33.75	30.25	27.42	25.08	23.12
	2.0%	31.32	28.37	25.93	23.88	22.13
	1.5%	29.36	26.81	24.67	22.85	21.28
	1.0%	27.73	25.50	23.60	21.96	20.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

相对估值: 22.6–25.0 元/股

由于百亚股份为国内一次性卫生用品龙头企业, 2023 年卫生巾收入占比高达 88.9%, 成为 A 股首个以卫生巾细分赛道上市龙头企业。因此我们选取与公司主营业务类似的可靠股份、中顺洁柔以及个护细分龙头公司润本股份作为可比公司, 其中 1) 可靠股份以婴儿和成人护理产品为主, 2023 年收入占比合计高达 88%, 同时公司以“自主品牌+ODM 双轮驱动”, 其中 2023 年 ODM 业务占比 51.90%; 2) 中顺洁柔为生活用纸龙头并拓展个人卫生护理用品, 2023 年生活用纸收入占比高达 98.58%; 3) 润本股份作为个护驱蚊和婴童护理细分小赛道龙头企业, 目前受益于线上渠道进行快速放量。

相关财务数据如下表所示: 公司整体收入和利润体量在可比公司中处于中等水平, 远小于全国生活用纸企业中顺洁柔。2022 年由于疫情线下渠道受到影响, 多数以线下为主的个护公司业绩承压, 润本股份由于线上渠道占比较高而持续增长。2023 年公司通过线上渠道转型而实现业绩稳健快速增长, 优于其他以线下渠道为主的个护公司, 可靠股份由于 2022 亏损而在低基数下利润增速较快。

从盈利水平的角度来看, 公司由于目前以自有品牌销售为主, 因此毛利率高于 ODM 占比较高的可靠股份; 而由于生活用纸行业盈利水平普遍低于个人护理行业, 所以公司盈利能力优于中顺洁柔。同时由于公司目前仍处于线上电商渠道和线下外围市场拓展期, 因此盈利水平低于已有成熟渠道布局的润本股份。

表7: 可比公司财务数据

	百亚股份	润本股份	可靠股份	中顺洁柔	
2022	营收 (亿)	16.12	8.56	11.86	85.70
	yoy	10%	47%	0%	-6%
	归母净利润 (亿)	1.87	1.6	-0.43	3.50
	yoy	-18%	33%	-209%	-40%
	毛利率	45%	54%	13%	32%
	净利润率	12%	19%	-5%	4%
2023	营收 (亿)	21.44	10.33	10.81	98.01
	yoy	33%	21%	-9%	14%
	归母净利润 (亿)	2.38	2.26	0.20	3.33
	yoy	27%	41%	147%	-5%
	毛利率	50%	56%	18%	33%
	净利润率	11%	22%	2%	3%
24Q1	营收 (亿)	7.65	1.67	2.83	18.45
	yoy	46.4%	10.0%	-11.2%	-10.5%
	归母净利润 (亿)	0.98	0.35	0.18	0.95
	yoy	30.6%	67.9%	65.2%	6.7%
	毛利率	54.4%	55.8%	20.4%	34.5%
	净利润率	12.7%	21.3%	6.5%	5.2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从可比公司估值情况来看，可比公司 24-26 年平均 PE 水平分别为 29/24/20 倍，综合考虑公司目前的成长性和盈利水平均位于可比公司前列状态，我们给予公司 2024 年 PE 为 29-32x，对应市值为 97.2-107.2 亿，股价为 22.6-25.0 元/股，中值为 23.8 元/股。

表8: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
		2024/8/9	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603193.SH	润本股份	17.26	0.56	0.74	0.92	1.14	30.90	23.40	18.78	15.18
301009.SZ	可靠股份	7.60	0.07	0.17	0.21	0.26	102.36	43.73	35.98	28.83
002511.SZ	中顺洁柔	7.39	0.25	0.35	0.41	0.47	28.90	21.11	18.20	15.75
	平均值						54.05	29.41	24.32	19.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:

公司作为川渝地区个护龙头企业，在产品升级和渠道扩张双重共振下实现业绩快速提升。产品端，通过优化产品结构，提升中高端产品占比，带动整体盈利水平提升；渠道端，利用前期深耕川渝地区稳定线下基本盘，并通过线上渠道进行全国化快速扩张提升市场份额。考虑到公司电商渠道快速发展，以及中高端产品占比持续提升带动产品结构持续优化，我们上调公司 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润至 3.35/4.54/5.57(原值为 3.10/3.86)亿，对应当前 PE 分别为 28/21/17x，最终综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为 23.8-25.9 元/股，维持公司“优大于市”评级。

表9: 盈利预测主要调整项

	现值	2024	现值	2025	原因
		原值		原值	
营收增速	47.1%	24.0%	31.5%	23.6%	公司大力发展线上电商渠道和线下外围市场，通过线上推广宣传带动品牌全国知名度提升，带动整体收入上行。
销售费用率	36.9%	24.6%	37.3%	24.8%	线上整体流量成本较高，随着线上渠道收入占比增加，整体销售费用率上行，同时线下外围市场处于开拓中，会有较大前期投入。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	302	356	502	670	852	营业收入	1612	2144	3154	4147	4988
应收款项	208	200	308	409	506	营业成本	885	1065	1439	1868	2232
存货净额	178	173	222	279	328	营业税金及附加	15	19	28	37	45
其他流动资产	43	61	85	112	135	销售费用	395	669	1162	1549	1871
流动资产合计	1090	1214	1541	1893	2244	管理费用	62	72	97	117	134
固定资产	509	513	510	498	478	研发费用	44	54	74	90	105
无形资产及其他	66	65	63	61	59	财务费用	(4)	(4)	(11)	(15)	(19)
投资性房地产	47	74	74	74	74	投资收益	7	9	9	9	9
长期股权投资	19	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	6	15	16	17	17
资产总计	1732	1884	2207	2545	2874	其他收入	(12)	(12)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1	4	2	2	2	营业利润	217	281	389	527	646
应付款项	188	231	314	410	493	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	254	244	401	527	633	利润总额	212	280	388	526	645
流动负债合计	442	479	716	939	1128	所得税费用	25	41	52	71	87
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	1	1
其他长期负债	9	19	20	21	23	归属于母公司净利润	187	238	335	454	557
长期负债合计	9	19	20	21	23	现金流量表 (百万元)					
负债合计	451	498	736	960	1150	净利润	187	238	335	454	557
少数股东权益	1	0	0	0	0	资产减值准备	9	11	1	(0)	(1)
股东权益	1280	1387	1471	1584	1724	折旧摊销	50	55	55	58	60
负债和股东权益总计	1732	1884	2207	2545	2874	公允价值变动损失	(6)	(15)	(16)	(17)	(17)
						财务费用	(4)	(4)	(11)	(15)	(19)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7)	23	60	40	20
每股收益	0.44	0.55	0.78	1.06	1.30	其它	(9)	(11)	(1)	1	1
每股红利	0.30	0.55	0.59	0.79	0.97	经营活动现金流	224	302	434	535	621
每股净资产	2.97	3.23	3.42	3.69	4.01	资本开支	0	(83)	(35)	(27)	(20)
ROIC	21.67%	25.02%	34%	48%	61%	其它投资现金流	(28)	(64)	0	0	0
ROE	14.63%	17.18%	23%	29%	32%	投资活动现金流	(27)	(148)	(35)	(27)	(20)
毛利率	45%	50%	54%	55%	55%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	12%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(129)	(236)	(251)	(341)	(418)
收入增长	10%	33%	47%	32%	20%	其它融资现金流	104	373	(2)	0	0
净利润增长率	-18%	27%	41%	36%	23%	融资活动现金流	(154)	(100)	(253)	(341)	(418)
资产负债率	26%	26%	33%	38%	40%	现金净变动	43	55	146	167	183
股息率	1.4%	2.5%	2.7%	3.6%	4.5%	货币资金的期初余额	259	302	356	502	670
P/E	50.0	39.2	27.9	20.6	16.8	货币资金的期末余额	302	356	502	670	852
P/B	7.3	6.7	6.4	5.9	5.4	企业自由现金流	0	222	385	491	580
EV/EBITDA	37.5	30.7	24.7	18.9	15.9	权益自由现金流	0	594	393	504	597

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032