



买入 (维持)

所属行业: 轻工制造
当前价格(元): 19.9

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱: bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.52	-24.96	-10.98
相对涨幅(%)	-5.89	-25.54	-7.60

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《百亚股份(003006.SZ): 产品升级, 扩区域扩渠道驱动新成长》, 2021.4.30

百亚股份 (003006.SZ): 费用投放影响短期利润, Q4 业绩有望放量

投资要点

- **事件:** 公司 2021 前三季度实现营业收入 10.84 亿元, 同比增长 19.56%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 33.31%; 实现扣非归母净利润 1.60 亿元, 同比增长 23.85%; 其中, 2021Q3 单季实现营业收入 3.23 亿元, 同比增长 7.85%, 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比增长 1.14%, 实现扣非归母净利润 0.37 亿元, 同比下降 9.69%。
- **高基数影响 Q3 业绩增速, 双十一将至 Q4 业绩有望放量。** 公司 21Q3 业绩增速较 21Q1、21Q2 略有放缓, 主要受 20 年上半年疫情影响, 消费需求延续至三季度补偿, 导致 20Q3 基数较高。三季度为卫生巾行业传统淡季, 消费者偏好等候“双十一”促销活动进行集中囤货, 叠加 21 年暑期暴雨及疫情反复, 三季度营收个位数增长, 预计四季度将迎来公司营收放量。
- **产品结构优化带动毛利率稳步上行, 销售费用投放夯实品牌力。** 公司 21 三季报毛利率 45.21%, 较 20 年全年毛利率增加 2.55pct, 主要系自由点卫生巾占比提升, 且高值单品安睡裤的占比提升显著。随着结构不断优化, 公司毛利率实现稳步上行。公司 21Q3 销售、管理、研发费用率分别为 20.8%、5.8%、3.5%, 同比分别变动 +4.1pct、-1.3pct、+0.3pct, 公司加大营销投入构筑强品牌力, 研发投入助力产品迭代扩 sku, 同时伴随收入规模不断扩张, 管理费用摊薄, 盈利能力优化。费用投放节奏前置影响下, 公司净利率由上半年的 17.4% 下降至 Q3 的 12.0%, 随着公司营销效果不断兑现及双十一临近, 公司净利率有望显著回升。
- **电商渠道助力公司弯道超车, 全国布局打开增长空间。** 公司渠道运营精细化, 电商渠道快速渗透, 四季度电商促销季电商改革成效有望兑现; 线下川渝地区维持头部市占率, 积极布局全国渠道建设, 在云贵陕 Q3 实现 15-20% 突破性增长, 华北、华东、华南地区从核心区域由点及面扩展品牌辐射半径。
- **盈利预测及投资建议。** 我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 15.31、19.25、24.06 亿元, 同比增长 22.44%、25.69%、25.00%, 2021~2023 年归母净利润分别为 2.28、2.88、3.61 亿元, 同比增长 25.07%、26.07%、25.51%, 对应 2021-2023 年 PE 分为 37.29X、29.58X、23.57X, 2021-2023 年 EPS 分别为 0.53、0.67、0.84 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧; 原材料大幅波动; 新冠疫情反复。

股票数据

总股本(百万股):	427.78
流通 A 股(百万股):	215.47
52 周内股价区间(元):	16.76-28.59
总市值(百万元):	8,499.94
总资产(百万元):	1,466.68
每股净资产(元):	2.73

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,149	1,251	1,531	1,925	2,406
(+/-)YOY(%)	19.6%	8.8%	22.4%	25.7%	25.0%
净利润(百万元)	128	183	228	288	361
(+/-)YOY(%)	43.4%	42.4%	25.1%	26.1%	25.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.43	0.53	0.67	0.84
毛利率(%)	45.9%	42.7%	44.8%	45.1%	45.1%
净资产收益率(%)	18.3%	16.2%	14.0%	15.0%	15.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.53	0.67	0.84
每股净资产	2.63	3.82	4.50	5.34
每股经营现金流	0.59	0.56	0.88	1.03
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	58.95	37.29	29.58	23.57
P/B	9.57	5.20	4.43	3.73
P/S	6.81	6.11	4.87	3.89
EV/EBITDA	42.61	30.21	23.69	20.10
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.7%	44.8%	45.1%	45.1%
净利润率	14.6%	14.9%	15.0%	15.0%
净资产收益率	16.2%	14.0%	15.0%	15.8%
资产回报率	12.5%	11.5%	12.1%	12.7%
投资回报率	16.0%	13.3%	14.3%	15.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.8%	22.4%	25.7%	25.0%
EBIT 增长率	43.2%	20.9%	26.5%	26.6%
净利润增长率	42.4%	25.1%	26.1%	25.5%
偿债能力指标				
资产负债率	23.3%	17.7%	18.9%	20.0%
流动比率	2.7	2.8	2.3	1.9
速动比率	2.3	2.2	1.8	1.4
现金比率	0.7	0.7	0.5	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.8	24.4	25.1	25.4
存货周转天数	76.4	76.8	76.6	76.6
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	3.2	1.9	1.7	1.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	183	228	288	361
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
非现金支出	40	48	65	50
非经营收益	3	1	2	3
营运资金变动	25	-38	22	27
经营活动现金流	251	240	376	441
资产	-97	-528	-382	-477
投资	-380	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-477	-528	-382	-477
债权募资	0	0	0	0
股权募资	238	43	0	0
其他	7	240	0	0
融资活动现金流	245	283	0	0
现金净流量	18	-6	-6	-36

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为10月19日
 资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,251	1,531	1,925	2,406
营业成本	717	846	1,057	1,322
毛利率%	42.7%	44.8%	45.1%	45.1%
营业税金及附加	12	15	19	24
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	222	344	417	511
营业费用率%	17.7%	22.5%	21.7%	21.2%
管理费用	60	46	74	96
管理费用率%	4.8%	3.0%	3.8%	4.0%
研发费用	30	27	37	48
研发费用率%	2.4%	1.7%	1.9%	2.0%
EBIT	210	253	321	406
财务费用	-3	-8	-8	-9
财务费用率%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	212	265	334	420
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	212	265	334	420
EBITDA	247	302	385	456
所得税	30	37	47	59
有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.1%
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属母公司所有者净利润	183	228	288	361

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	248	243	237	200
应收账款及应收票据	92	110	136	173
存货	150	178	222	277
其它流动资产	419	422	426	430
流动资产合计	909	952	1,020	1,081
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	391	827	1,102	1,488
在建工程	63	83	94	117
无形资产	67	90	119	134
非流动资产合计	556	1,035	1,350	1,774
资产总计	1,465	1,987	2,370	2,855
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	188	233	288
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	182	158	208	277
流动负债合计	334	345	441	565
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债总计	341	352	448	572
实收资本	428	471	471	471
普通股股东权益	1,125	1,636	1,923	2,285
少数股东权益	-1	-1	-1	-2
负债和所有者权益合计	1,465	1,987	2,370	2,855

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

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，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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。