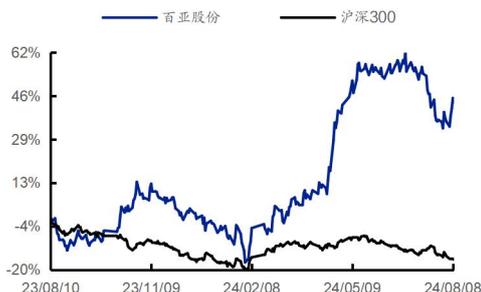


研究所：
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn

Q2 收入利润超预期，看好产品结构持续优化下的长期成长

——百亚股份（003006）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现 2024/08/09

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 百亚股份 | -7.1% | -5.4% | 41.6% |
| 沪深 300 | -3.1% | -9.1% | -16.0% |

市场数据 2024/08/09

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 21.75 |
| 52周价格区间(元) | 11.80-24.87 |
| 总市值(百万) | 9,337.78 |
| 流通市值(百万) | 9,323.06 |
| 总股本(万股) | 42,932.34 |
| 流通股本(万股) | 42,864.64 |
| 日均成交额(百万) | 75.70 |
| 近一月换手(%) | 0.71 |

相关报告

《百亚股份(003006)公司深度研究：立足大单品策略，电商渠道加速弯道超车(增持)*个护用品*林昕宇》——2024-07-30

《百亚股份(003006)2023Q3业绩点评：产品升级渠道有序拓展，Q3收入快速增长(增持)*个护用品*林昕宇》——2023-10-22

《百亚股份(003006)2023H1业绩点评：业绩符合预期，盈利能力持续改善(增持)*个护用品*林昕宇》——2023-08-14

事件：

2024年8月9日，百亚股份发布2024年半年度业绩报告：2024H1公司实现营业收入15.32亿元，同比增长61.31%，归属于上市公司股东的净利润1.80亿元，同比增长36.41%，实现扣非归母净利润1.72亿元，同比增长38.59%。2024Q2公司实现营业收入7.67亿元，同比增长79.56%，归属于上市公司股东的净利润0.77亿元，同比增长49.37%，实现扣非归母净利润0.75亿元，同比增长50.60%。

投资要点：

- **品牌渠道齐发力，Q2 营收利润超预期。**2024H1公司实现营业收入15.32亿元/同比+61.31%，实现归母净利润1.80亿元/同比+36.41%。2024Q2公司实现营业收入7.67亿元/同比+79.56%，实现归母净利润0.77亿元/同比+49.37%，Q2业绩增速亮眼，超出我们的预期。公司坚持既定发展战略，聚焦优势资源，持续打造品牌力和产品力，渠道上深耕核心优势地区，同时加快电商和新兴渠道建设，从而有序拓展全国市场，实现营收利润双增长。
- **卫生巾产品同比高增，大健康占比持续提升。**2024H1公司卫生巾产品实现营业收入14.07亿元/同比+68.79%，ODM产品/纸尿裤产品实现营业收入0.68/0.57亿元，同比+21.59%/-5.30%。公司持续聚焦卫生巾系列产品，公司自由点产品实现营业收入14.0亿元/同比+69.7%，以益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快，大健康系列产品收入占卫生巾比重达42.3%/同比增长+255.2%，卫生巾产品结构不断优化，持续提升盈利水平。
- **外围省份增速亮眼，电商渠道持续高增。**2024H1线下渠道实现营业收入8.11亿元/同比+23.37%，其中，核心五省实现营收6.19亿元/同比+14.35%，外围省份营收同比增长65.57%；线上渠道实现营业收入6.53亿元/同比+175.99%。公司坚持“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，在保证核心五省优势地位的基础上，持续拓展外围省份，并通过抖音直播电商和在天猫、拼多多、京东等拓展电商平台分销，亦通过美团、饿了么等O2O即时零

售平台，进一步拓宽营销渠道。

- **产品结构升级，盈利能力持续优化。**2024H1 公司综合毛利率水平达 54.4% 同比+6.8pct，其中自由点产品毛利率水平达 57.6%，高于综合毛利水平。主要得益于公司卫生巾产品结构不断优化，产品片单价持续提升，随着以益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速加快，占比持续提升，公司盈利能力有望持续优化。
- **维持品牌资源投放，助推规模增长。**2024H1 公司期间费用率 40.20%/ 同比+9.61pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.28%/2.92%/2.15%/-0.14%，同比分别 +11.07/-0.89/-0.60/+0.04pct。2024H1 公司销售费用投入 5.41 亿元，后续公司仍将保持一定力度的品牌资源投入，进一步提高产品知名度和美誉度，以扩大公司经营规模、增加公司产品市场份额。
- **盈利预测和投资评级：**公司在进一步巩固核心五省优势基础上，持续发力电商和外围省份，深耕大健康产品助推产品升级，中高端品类带动均价上行，毛利率表现持续优化。我们预计 2024-2026 年公司营业收入 28.33/36.00/45.73 亿元，归母净利润 3.08/3.91/4.90 亿元，对应 PE 估值为 30/24/19x。维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；市场竞争日益加剧；全国化拓展不及预期；营销网络拓展不及预期；经营业绩波动风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2144 | 2833 | 3600 | 4573 |
| 增长率(%) | 33 | 32 | 27 | 27 |
| 归母净利润（百万元） | 238 | 308 | 391 | 490 |
| 增长率(%) | 27 | 29 | 27 | 25 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.55 | 0.72 | 0.91 | 1.14 |
| ROE(%) | 17 | 21 | 25 | 28 |
| P/E | 27.07 | 30.28 | 23.87 | 19.04 |
| P/B | 4.69 | 6.39 | 5.87 | 5.31 |
| P/S | 3.04 | 3.30 | 2.59 | 2.04 |
| EV/EBITDA | 18.95 | 22.04 | 17.52 | 13.98 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：百亚股份盈利预测表

| 证券代码: | 003006 | | | | 股价: | 21.75 | | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2024/08/09 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | |
| ROE | 17% | 21% | 25% | 28% | EPS | 0.56 | 0.72 | 0.91 | 1.14 | | | | |
| 毛利率 | 50% | 51% | 52% | 53% | BVPS | 3.23 | 3.40 | 3.71 | 4.10 | | | | |
| 期间费率 | 34% | 36% | 37% | 37% | 估值 | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 11% | 11% | 11% | 11% | P/E | 27.07 | 30.28 | 23.87 | 19.04 | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 4.69 | 6.39 | 5.87 | 5.31 | | | | |
| 收入增长率 | 33% | 32% | 27% | 27% | P/S | 3.04 | 3.30 | 2.59 | 2.04 | | | | |
| 利润增长率 | 27% | 29% | 27% | 25% | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 总资产周转率 | 1.19 | 1.42 | 1.59 | 1.77 | 营业收入 | 2144 | 2833 | 3600 | 4573 | | | | |
| 应收账款周转率 | 12.85 | 13.35 | 12.29 | 12.29 | 营业成本 | 1065 | 1379 | 1719 | 2143 | | | | |
| 存货周转率 | 6.07 | 6.38 | 5.90 | 5.90 | 营业税金及附加 | 19 | 26 | 35 | 45 | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 669 | 904 | 1177 | 1516 | | | | |
| 资产负债率 | 26% | 31% | 34% | 36% | 管理费用 | 72 | 113 | 142 | 188 | | | | |
| 流动比 | 2.54 | 2.19 | 2.11 | 2.05 | 财务费用 | -4 | -3 | -3 | -3 | | | | |
| 速动比 | 2.11 | 1.73 | 1.65 | 1.59 | 其他费用/(-收入) | 54 | 77 | 104 | 151 | | | | |
| | | | | | 营业利润 | 281 | 357 | 452 | 566 | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | -1 | -2 | -2 | -2 | | | | |
| 现金及现金等价物 | 780 | 751 | 862 | 1012 | 利润总额 | 280 | 355 | 450 | 564 | | | | |
| 应收款项 | 188 | 297 | 378 | 480 | 所得税费用 | 41 | 46 | 58 | 73 | | | | |
| 存货净额 | 173 | 259 | 323 | 403 | 净利润 | 239 | 309 | 392 | 491 | | | | |
| 其他流动资产 | 73 | 85 | 106 | 133 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 1 | | | | |
| 流动资产合计 | 1214 | 1392 | 1669 | 2028 | 归属于母公司净利润 | 238 | 308 | 391 | 490 | | | | |
| 固定资产 | 491 | 517 | 533 | 541 | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 21 | 12 | 7 | 5 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 无形资产及其他 | 139 | 179 | 178 | 177 | 经营活动现金流 | 331 | 305 | 435 | 532 | | | | |
| 长期股权投资 | 19 | 19 | 19 | 19 | 净利润 | 238 | 308 | 391 | 490 | | | | |
| 资产总计 | 1884 | 2119 | 2406 | 2771 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 1 | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 56 | 58 | 63 | 68 | | | | |
| 应付款项 | 231 | 291 | 362 | 452 | 公允价值变动 | -5 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 合同负债 | 53 | 90 | 114 | 145 | 营运资金变动 | 15 | -53 | -10 | -13 | | | | |
| 其他流动负债 | 195 | 255 | 316 | 391 | 投资活动现金流 | -136 | -119 | -78 | -73 | | | | |
| 流动负债合计 | 479 | 635 | 792 | 987 | 资本支出 | -84 | -77 | -78 | -78 | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | -52 | -14 | -14 | -14 | | | | |
| 其他长期负债 | 19 | 22 | 22 | 22 | 其他 | 0 | -28 | 14 | 18 | | | | |
| 长期负债合计 | 19 | 22 | 22 | 22 | 筹资活动现金流 | -145 | -229 | -260 | -323 | | | | |
| 负债合计 | 498 | 657 | 813 | 1009 | 债务融资 | 0 | 2 | 0 | 0 | | | | |
| 股本 | 429 | 429 | 429 | 429 | 权益融资 | 0 | 2 | 0 | 0 | | | | |
| 股东权益 | 1387 | 1462 | 1593 | 1761 | 其它 | -145 | -233 | -260 | -323 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 1884 | 2119 | 2406 | 2771 | 现金净增加额 | 50 | -43 | 97 | 137 | | | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。