

电商保持亮眼增长，销售费用投放力度加大

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2022 年一季报，2022 年一季度公司实现营收 4.3 亿元，同比增长 6.6%；实现归母净利润 5541.6 万元，同比减少 31%。实现扣非归母净利润 5439.4 亿元，同比减少 29.2%。由于国内疫情反复和销售费用投放力度同比加大，一季度盈利能力暂时承压。
- 营销投放力度加大，拉动销售费用率同比上行，盈利能力暂时承压。** 22Q1 毛利率为 44.8%，同比下滑 0.5pp，毛利率仍保持在较高水平。总体费用率 29.4% (+7.2pp)，主要由于 21 年下半年开始公司加大广告宣传、电商推广等方面的营销费用投放，22Q1 公司销售费用为 21.7%，同比增长 6.6pp；管理费用率 4.5%，同比增长 0.9pp，主要由于股权激励费用摊销所致，财务/研发费用率分别为 3.3%(-0.1pp)/-0.1%(+0.1pp)。综合来看公司 22Q1 实现净利率为 12.8%，同比下滑 7pp。22Q1 末公司应收账款 2.1 亿元，同比增长 62.4%，主要是公司一季度促销活动对 KA 客户的应收账款未在一季度回款所致。经营性现金流净额约为 1825 万元，同比下降 63%，主要由于期公司未结算的货款增加、以及采购原材料及员工薪酬支出增加所致。
- 自主品牌增长稳健，产品结构持续优化。** 22Q1 公司自有品牌保持较高增速，自由点品牌增长超过 10%，高于平均水平。2021 年公司卫生巾实现营收 11.8 亿元，同比增长 25.1%，占比由原来的 75.7% 上涨至 81%，其中中高端产品自由点卫生巾收入占公司卫生巾收入的比例超过 95%，中高端卫生巾产品增长成为公司业绩增长的驱动力。公司持续加大中高端系列产品的市场推广力度，提升了重点品类的销售占比。预计未来随市场消费理念不断升级，产品结构调整有望带动自主品牌卫生巾销售不断增长，同时提升公司的整体盈利水平。
- 电商渠道保持亮眼增长，线上线下协同效应持续显现。** 2021 年起公司改革线下渠道运营模式，建立传统天猫官方旗舰店品牌影响力，通过电商分销渠道和直播电商扩展用户覆盖范围，形成直营+经销+直播的多元电商流量入口。22Q1 在疫情影响线渠道销售的情况下，公司电商渠道保持 70%+ 以上高增长，形成有效补充。线下来看，2022 年 Q1 由于疫情反复，部分地区的物流运输受限，云贵陕地区线下销售受到短期影响略下滑，外围省份增长平稳。预计伴随全国疫情影响减弱，公司区域拓展有望持续推进。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元、0.97 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍、10 倍，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险，终端销售不及预期的风险，电商渗透率提升不及预期的风险。

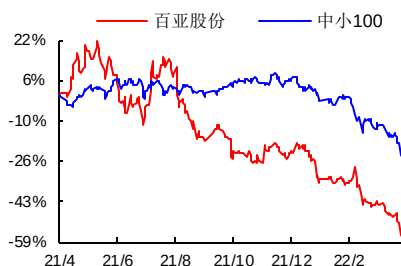
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1463.06	1821.36	2255.54	2755.99
增长率	16.97%	24.49%	23.84%	22.19%
归属母公司净利润(百万元)	227.92	271.55	338.22	418.11
增长率	24.89%	19.14%	24.55%	23.62%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.63	0.79	0.97
净资产收益率 ROE	18.45%	19.58%	21.10%	22.53%
PE	19	16	13	10
PB	3.51	3.08	2.66	2.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.30
流通 A 股(亿股)	2.15
52 周内股价区间(元)	9.26-28.4
总市值(亿元)	42.65
总资产(亿元)	15.53
每股净资产(元)	2.84

相关研究

- 百亚股份(003006): 加强品牌投入, 渠道扩张步伐坚实 (2022-03-28)
- 百亚股份(003006): 股权激励范围扩, 彰显中长期稳健发展信心 (2021-12-02)
- 百亚股份(003006): 品牌力持续强化, 渠道稳步扩张 (2021-10-19)
- 百亚股份(003006): 渠道扩张稳步推进, 盈利能力持续提升 (2021-08-03)
- 百亚股份(003006): 渠道持续深耕, Q2 业绩超预期 (2021-07-13)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1463.06	1821.36	2255.54	2755.99	净利润	224.09	271.55	338.22	418.11
营业成本	808.92	984.87	1198.20	1444.12	折旧与摊销	42.80	46.88	46.88	46.88
营业税金及附加	13.63	17.64	21.65	19.02	财务费用	-2.84	-0.62	-1.05	-1.80
销售费用	278.92	355.17	451.11	564.98	资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.77	152.99	198.49	250.80	经营营运资本变动	-52.69	-9.45	-20.18	-9.13
财务费用	-2.84	-0.62	-1.05	-1.80	其他	-11.62	-0.37	-0.05	-0.16
资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	197.25	307.99	363.81	453.90
投资收益	12.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.85	-60.00	-60.00	0.00
公允价值变动损益	-0.58	0.37	0.05	0.16	其他	18.94	0.37	0.05	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.91	-59.63	-59.95	0.16
营业利润	255.23	311.69	387.20	479.05	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	-0.09	-0.11	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.14	311.60	387.10	478.95	股权融资	-10.80	0.00	0.00	0.00
所得税	31.06	40.05	48.88	60.84	支付股利	-128.33	-98.96	-122.60	-164.94
净利润	224.09	271.55	338.22	418.11	其他	9.75	-0.39	1.05	1.80
少数股东损益	-3.84	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-129.38	-99.34	-121.54	-163.14
归属母公司股东净利润	227.92	271.55	338.22	418.11	现金流量净额	9.87	149.02	182.33	290.93
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	258.51	407.52	589.85	880.77	成长能力				
应收和预付款项	149.70	166.62	211.18	259.63	销售收入增长率	16.97%	24.49%	23.84%	22.19%
存货	162.12	200.30	242.50	292.74	营业利润增长率	20.15%	22.12%	24.23%	23.72%
其他流动资产	346.42	335.44	336.33	337.35	净利润增长率	23.07%	21.18%	24.55%	23.62%
长期股权投资	19.62	19.62	19.62	19.62	EBITDA 增长率	19.80%	21.26%	20.97%	21.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	530.55	550.92	571.29	531.66	毛利率	44.71%	45.93%	46.88%	47.60%
无形资产和开发支出	65.73	58.53	51.33	44.13	三费率	23.98%	27.87%	28.75%	29.53%
其他非流动资产	20.55	20.50	20.45	20.40	净利率	15.32%	14.91%	15.00%	15.17%
资产总计	1553.19	1759.44	2042.54	2386.30	ROE	18.45%	19.58%	21.10%	22.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.43%	15.43%	16.56%	17.52%
应付和预收款项	209.79	279.19	328.29	397.69	ROIC	28.92%	30.38%	34.02%	38.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.18%	19.65%	19.20%	19.02%
其他负债	129.04	93.31	111.68	132.87	营运能力				
负债合计	338.84	372.50	439.97	530.56	总资产周转率	0.97	1.10	1.19	1.24
股本	427.78	430.33	430.33	430.33	固定资产周转率	3.47	4.22	5.76	7.83
资本公积	250.28	247.72	247.72	247.72	应收账款周转率	12.95	12.89	13.40	13.11
留存收益	535.24	707.84	923.46	1176.64	存货周转率	5.18	5.44	5.41	5.40
归属母公司股东权益	1213.30	1385.89	1601.51	1854.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.11%	—	—	—
少数股东权益	1.05	1.05	1.05	1.05	资本结构				
股东权益合计	1214.35	1386.94	1602.57	1855.74	资产负债率	21.82%	21.17%	21.54%	22.23%
负债和股东权益合计	1553.19	1759.44	2042.54	2386.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.77	3.05	3.20	3.39
					速动比率	2.28	2.50	2.64	2.83
					股利支付率	56.31%	36.44%	36.25%	39.45%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.63	0.79	0.97
					每股净资产	2.82	3.22	3.72	4.31
					每股经营现金	0.46	0.72	0.85	1.05
					每股股利	0.30	0.23	0.28	0.38
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	295.19	357.95	433.03	524.13					
PE	18.71	15.70	12.61	10.20					
PB	3.51	3.08	2.66	2.30					
PS	2.91	2.34	1.89	1.55					
EV/EBITDA	12.30	9.79	7.67	5.78					
股息率	3.01%	2.32%	2.87%	3.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn