

百亚股份 (003006.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

4Q 收入表现靓丽，线上+外围成长动能充足

业绩简评

1月19日公司发布业绩快报，23年实现营收21.4亿元，同比+32.7%，归母净利润2.33亿元，同比+24.6%。其中23Q4实现营收6.6亿元，同比+37.5%，归母净利润0.51亿元，同比-16.7%，扣非归母净利润0.35亿元，同比-41.3%。

经营分析

电商+线下外围省份加速成长，核心区域高基数下稳健成长。公司深耕优势地区、有序拓展全国市场，同时加快电商渠道建设，23年线下/电商营收12.75/7.44亿元，同比+14.8%/+100.3%，其中23Q4线下/电商营收3.11/3.11亿元，同比+7.6%/+110.2%，部分产能短缺情况下仍实现高速增长，借助抖音强化品牌投入，“双十一”期间自由点抖快直播排名第一（官方战报）；Q4线下核心区域以外省份营收增速+61%，组织架构调整后多渠道突围，逐季提速效果显著。

产品结构优化带动毛利率提振显著，加大品宣投入短期净利率环比收窄。23年自由点品牌营收18.87亿元，同比+40.9%，综合毛利率/自由点毛利率分别50.3%/54.8%（同比+5.2/+3.6pct）。其中，4Q自由点品牌营收5.89亿元，同比+46.8%，高端系列产品收入占比增加，4Q毛利率57.5%（同比/环比+3.9/+2.1pct），创单季度历史新高。受线下核心区域外销售团队扩张、加大市场推广/品牌宣传力度影响，23年销售费用率31.4%（同比+6.9pct），4Q销售费用率同比+12.8pct至39.3%，扣非归母净利率5.2%（同/环比-7/-3.8pct），4Q非经常性损益0.16亿元，预计主要为上市补贴、增值税加计扣除费等。

品牌势能向上，外围市场重点突围成长动能充沛，优质国产品牌扬帆起航。渠道端，公司对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，且在24年开拓新增重点省份湖北、江苏等，以点带面精细化运营。产品端，大健康系列矩阵不断完善，“益生菌”、“有机纯棉”、“敏感肌”等系列不断升级，产品竞争力不断强化，看好中期份额持续提升空间。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为本土头部区域品牌借助产品优化、渠道开拓持续成长动能，预计公司24-25年归母净利分别为3.1、3.88亿元，当前股价对应PE分别为20、16X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；跨区域扩张不及预期的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险。

轻工组

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

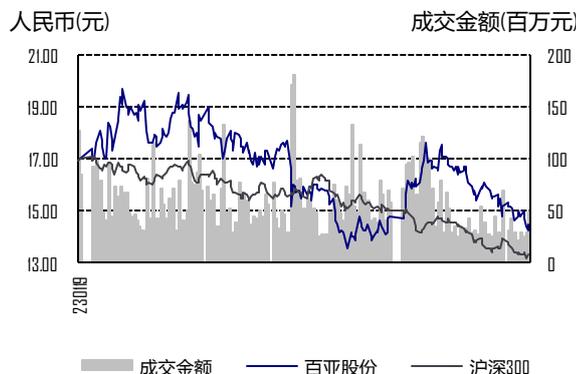
分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.45元

相关报告：

- 《百亚股份公司点评：3Q收入超预期，线上+外围加速扩张，成长动...》，2023.10.22
- 《百亚股份公司点评：2Q表现靓丽，持续看好国货份额提升》，2023.8.12
- 《百亚股份公司点评：线上延续靓丽成长，优质国货扬帆起航》，2023.4.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,140	2,671	3,260
营业收入增长率	16.97%	10.19%	32.72%	24.83%	22.07%
归母净利润(百万元)	228	187	233	310	388
归母净利润增长率	24.89%	-17.83%	24.54%	33.03%	25.10%
摊薄每股收益(元)	0.533	0.435	0.543	0.723	0.904
每股经营性现金流净额	0.46	0.54	0.67	0.85	1.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.79%	14.63%	16.72%	20.02%	22.26%
P/E	33.65	31.73	26.60	20.00	15.98
P/B	6.32	4.64	4.45	4.00	3.56

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,251	1,463	1,612	2,140	2,671	3,260
增长率		17.0%	10.2%	32.7%	24.8%	22.1%
主营业务成本	-717	-809	-885	-1,063	-1,313	-1,590
%销售收入	57.3%	55.3%	54.9%	49.7%	49.1%	48.8%
毛利	534	654	727	1,076	1,358	1,670
%销售收入	42.7%	44.7%	45.1%	50.3%	50.9%	51.2%
营业税金及附加	-12	-14	-15	-21	-25	-31
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-222	-279	-395	-674	-801	-978
%销售收入	17.7%	19.1%	24.5%	31.5%	30.0%	30.0%
管理费用	-60	-75	-62	-71	-107	-130
%销售收入	4.8%	5.1%	3.8%	3.3%	4.0%	4.0%
研发费用	-30	-51	-44	-52	-85	-104
%销售收入	2.4%	3.5%	2.7%	2.4%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	210	236	212	258	339	427
%销售收入	16.8%	16.1%	13.1%	12.1%	12.7%	13.1%
财务费用	3	3	4	7	9	13
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-3	-4	-13	-2	-3	-2
公允价值变动收益	2	-1	-2	-2	-1	-1
投资收益	0	13	7	2	5	3
%税前利润	0.0%	5.0%	3.5%	0.7%	1.4%	0.7%
营业利润	212	255	217	266	356	446
营业利润率	17.0%	17.4%	13.4%	12.5%	13.3%	13.7%
营业外收支	0	0	-4	1	2	2
税前利润	212	255	212	267	358	448
利润率	17.0%	17.4%	13.2%	12.5%	13.4%	13.7%
所得税	-30	-31	-25	-34	-48	-60
所得税率	14.2%	12.2%	12.0%	12.8%	13.3%	13.3%
净利润	182	224	187	233	310	388
少数股东损益	0	-4	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	183	228	187	233	310	388
净利率	14.6%	15.6%	11.6%	10.9%	11.6%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	182	224	187	233	310	388
少数股东损益	0	-4	0	0	0	0
非现金支出	40	48	64	60	69	77
非经营收益	3	-9	-17	12	-7	-5
营运资金变动	25	-65	-1	-20	-6	-3
经营活动现金净流	251	197	234	286	366	457
资本开支	-97	-121	-28	-69	-87	-47
投资	-380	63	-45	-2	-1	-1
其他	0	0	0	2	5	3
投资活动现金净流	-477	-58	-74	-69	-83	-45
股权募资	238	0	22	23	0	0
债权募资	0	0	0	-9	0	0
其他	7	-129	-139	-140	-155	-194
筹资活动现金净流	245	-129	-116	-127	-155	-194
现金净流量	18	10	44	90	128	218

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	248	259	302	391	519	737
应收款项	121	154	225	228	282	344
存货	150	162	178	213	263	319
其他流动资产	390	342	385	369	372	374
流动资产	909	917	1,090	1,201	1,436	1,774
%总资产	62.0%	59.0%	62.9%	65.2%	68.4%	73.5%
长期投资	0	20	39	39	39	39
固定资产	454	531	509	532	557	533
%总资产	31.0%	34.2%	29.4%	28.9%	26.5%	22.1%
无形资产	68	66	67	69	68	67
非流动资产	556	636	642	640	664	639
%总资产	38.0%	41.0%	37.1%	34.8%	31.6%	26.5%
资产总计	1,465	1,553	1,732	1,841	2,100	2,413
短期借款	0	1	1	0	0	0
应付款项	219	229	311	309	378	458
其他流动负债	115	100	131	137	172	210
流动负债	334	330	442	445	550	668
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	9	0	0	0
负债	341	339	451	445	550	668
普通股股东权益	1,125	1,213	1,280	1,395	1,550	1,744
其中：股本	428	428	430	429	429	429
未分配利润	380	456	495	588	743	937
少数股东权益	-1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	1,465	1,553	1,732	1,841	2,100	2,413

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.427	0.533	0.435	0.543	0.723	0.904
每股净资产	2.629	2.836	2.974	3.248	3.610	4.062
每股经营现金净流	0.586	0.461	0.543	0.666	0.853	1.065
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.326	0.361	0.452
回报率						
净资产收益率	16.23%	18.79%	14.63%	16.72%	20.02%	22.26%
总资产收益率	12.46%	14.67%	10.82%	12.67%	14.77%	16.09%
投入资本收益率	16.00%	17.04%	14.56%	16.15%	18.97%	21.20%
增长率						
主营业务收入增长率	8.82%	16.97%	10.19%	32.72%	24.83%	22.07%
EBIT增长率	43.21%	12.54%	-10.15%	21.96%	31.28%	25.74%
净利润增长率	42.41%	24.89%	-17.83%	24.54%	33.03%	25.10%
总资产增长率	47.37%	6.02%	11.49%	6.36%	14.09%	14.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.5	28.2	34.1	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	71.5	70.4	70.2	74.0	74.0	74.0
应付账款周转天数	74.6	71.4	72.6	74.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	114.1	112.5	101.2	76.7	62.1	51.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.10%	-48.52%	-51.58%	-53.81%	-56.69%	-62.89%
EBIT利息保障倍数	-67.2	-83.0	-57.7	-36.0	-36.0	-32.8
资产负债率	23.28%	21.82%	26.05%	24.19%	26.17%	27.69%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-05	买入	9.91	12.50~12.50
2	2022-08-13	买入	10.93	N/A
3	2022-10-25	买入	8.46	N/A
4	2023-01-18	买入	16.05	N/A
5	2023-04-17	买入	19.20	N/A
6	2023-08-12	买入	15.28	N/A
7	2023-10-22	买入	15.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究