

电商+外围渠道增长亮眼，成长动能充足

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2024年一季报，2024年一季度公司实现营收7.7亿元，同比+46.4%；实现归母净利润1亿元，同比+28.1%；实现扣非后归母净利润1亿元，同比+30.6%。Q1收入利润超预期，收入连续4个季度单季度增长超过30%，增长动能延续。
- 毛利率继续优化，营销推广保持较高投放。** 24Q1毛利率为54.4%，同比+7.5pp，受益于公司益生菌等高毛利单品占比持续提升，毛利率持续改善。总费用率为39%，同比+9.8pp，公司对品牌推广、电商推广等方面保持投放，销售费用率同比增长较快，24Q1公司销售费用率为34.4%，同比+11.6pp；管理费用率为2.7%，同比-1.2pp；财务费用率为-0.1%，同比-0.1pp；研发费用率为2%，同比-0.5pp。综合来看公司24Q1实现净利率为13.4%，同比-1.9pp，24Q1净利率优于2023年全年水平。随着公司电商渠道及外围省份品牌力稳固，复购率提升，公司销售费用投放效率优化，盈利能力有望逐步回升。
- 自由点品牌高速增长，产品结构持续优化。** 24Q1公司自由点品牌实现营收7.0亿元，同比+54.6%。一季度公司持续加大中高端系列产品的市场推广力度，以益生菌为主的大健康系列产品在电商渠道及外围省份的收入占比较快提升，带动客单价和毛利率上行。2024年公司将进一步升级益生菌系列产品，增强产品力，形成大健康系列的品牌势能。随着公司大单品持续迭代，产品力有望助推电商渠道及外围省份品牌力扩张。
- 电商渠道保持亮眼增长，线上线下协同效应持续显现。** 2024Q1公司线下渠道实现营业收入4.4亿元，同比+16.7%，其中核心区域以外省份的营业收入较上年同期增长52%，外围省份拓展节奏加快；2024Q1电商渠道实现营业收入3亿元，同比+150.5%，电商渠道保持高速增长，其中抖音、天猫、拼多多等各渠道增长均在三位数以上。公司通过聚焦抖音渠道的品牌推广及流量获取，品牌知名度不断提升，并外溢到其他电商平台增加成交，形成电商平台之间的协同效应，复购率稳步提升，品牌力逐渐稳固。随着公司品牌势能提升，电商渠道有望赋能线下，助力线下外围省份的渠道建设和新客户获取。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.72元、0.93元、1.18元，对应PE分别为25倍、20倍、16倍。考虑到公司产品结构持续优化，区域扩张步伐稳健，电商渠道保持高增，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、原材料价格大幅波动、新品开发不及预期等风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2144.15 | 2721.32 | 3344.55 | 4073.63 |
| 增长率 | 33.00% | 26.92% | 22.90% | 21.80% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 238.25 | 308.90 | 398.26 | 505.52 |
| 增长率 | 27.21% | 29.65% | 28.93% | 26.93% |
| 每股收益EPS(元) | 0.55 | 0.72 | 0.93 | 1.18 |
| 净资产收益率ROE | 17.20% | 19.95% | 2.89% | 25.48% |
| PE | 33 | 25 | 20 | 16 |
| PB | 5.66 | 5.09 | 4.51 | 3.96 |

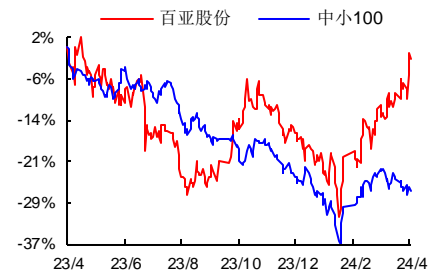
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zht@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) | 4.29 |
| 流通A股(亿股) | 4.28 |
| 52周内股价区间(元) | 12.87-19.06 |
| 总市值(亿元) | 78.49 |
| 总资产(亿元) | 20.64 |
| 每股净资产(元) | 3.47 |

相关研究

- 百亚股份(003006): 产品高端化成效良好, 电商+外围市场持续扩张 (2024-03-25)
- 百亚股份(003006): 发力外围省份成效显著, 电商渠道保持高增 (2023-10-24)
- 百亚股份(003006): 结构改善持续兑现, 区域扩张步伐坚实 (2023-08-17)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 2144.15 | 2721.32 | 3344.55 | 4073.63 | 净利润 | 238.53 | 307.03 | 397.32 | 504.31 |
| 营业成本 | 1065.28 | 1317.35 | 1588.80 | 1905.41 | 折旧与摊销 | 55.65 | 56.49 | 60.02 | 61.29 |
| 营业税金及附加 | 18.68 | 24.47 | 29.91 | 28.11 | 财务费用 | -4.40 | 0.35 | 0.03 | -1.51 |
| 销售费用 | 669.01 | 830.00 | 1003.37 | 1201.72 | 资产减值损失 | -10.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 72.09 | 193.21 | 260.87 | 354.41 | 经营营运资本变动 | 19.13 | -72.20 | -2.24 | -18.50 |
| 财务费用 | -4.40 | 0.35 | 0.03 | -1.51 | 其他 | 32.61 | -0.52 | 2.39 | 1.03 |
| 资产减值损失 | -10.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 331.39 | 291.16 | 457.52 | 546.62 |
| 投资收益 | 8.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -6.52 | -50.00 | -40.00 | -20.00 |
| 公允价值变动损益 | 4.54 | 2.21 | 2.99 | 2.73 | 其他 | -129.48 | 2.21 | 2.99 | 2.73 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -136.00 | -47.79 | -37.01 | -17.27 |
| 营业利润 | 280.83 | 358.15 | 464.56 | 588.21 | 短期借款 | 0.00 | 49.39 | -49.39 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -1.28 | -2.05 | -2.15 | -1.97 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 279.55 | 356.10 | 462.41 | 586.25 | 股权融资 | -12.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 41.02 | 49.06 | 65.09 | 81.94 | 支付股利 | -128.96 | -154.93 | -200.49 | -261.28 |
| 净利润 | 238.53 | 307.03 | 397.32 | 504.31 | 其他 | -3.85 | -4.25 | -0.03 | 1.51 |
| 少数股东损益 | 0.28 | -1.86 | -0.94 | -1.22 | 筹资活动现金流净额 | -144.94 | -109.80 | -249.91 | -259.77 |
| 归属母公司股东净利润 | 238.25 | 308.90 | 398.26 | 505.52 | 现金流量净额 | 50.48 | 133.57 | 170.60 | 269.57 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 356.27 | 489.84 | 660.43 | 930.01 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 228.12 | 323.25 | 389.14 | 470.99 | 销售收入增长率 | 33.00% | 26.92% | 22.90% | 21.80% |
| 存货 | 172.86 | 231.00 | 271.67 | 328.58 | 营业利润增长率 | 29.71% | 27.53% | 29.71% | 26.62% |
| 其他流动资产 | 456.31 | 430.09 | 431.61 | 433.37 | 净利润增长率 | 27.64% | 28.72% | 29.41% | 26.93% |
| 长期股权投资 | 19.42 | 19.42 | 19.42 | 19.42 | EBITDA 增长率 | 26.24% | 24.97% | 26.42% | 23.52% |
| 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 | 512.73 | 513.77 | 501.27 | 467.51 | 毛利率 | 50.32% | 51.59% | 52.50% | 53.23% |
| 无形资产和开发支出 | 65.31 | 57.79 | 50.26 | 42.74 | 三费率 | 34.36% | 37.61% | 37.80% | 38.16% |
| 其他非流动资产 | 73.46 | 73.46 | 73.46 | 73.46 | 净利率 | 11.12% | 11.28% | 11.88% | 12.38% |
| 资产总计 | 1884.47 | 2138.61 | 2397.26 | 2766.07 | ROE | 17.20% | 19.95% | 22.89% | 25.48% |
| 短期借款 | 0.00 | 49.39 | 0.00 | 0.00 | ROA | 12.66% | 14.36% | 16.57% | 18.23% |
| 应付和预收款项 | 283.46 | 360.22 | 436.17 | 520.82 | ROIC | 26.98% | 31.28% | 35.75% | 41.59% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 15.49% | 15.25% | 15.69% | 15.91% |
| 其他负债 | 214.08 | 189.96 | 225.22 | 266.35 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 497.53 | 599.57 | 661.39 | 787.17 | 总资产周转率 | 1.19 | 1.35 | 1.47 | 1.58 |
| 股本 | 429.40 | 429.40 | 429.40 | 429.40 | 固定资产周转率 | 4.57 | 5.42 | 6.59 | 8.59 |
| 资本公积 | 266.32 | 266.32 | 266.32 | 266.32 | 应收账款周转率 | 12.11 | 12.48 | 11.83 | 11.91 |
| 留存收益 | 703.36 | 857.33 | 1055.09 | 1299.34 | 存货周转率 | 6.07 | 6.52 | 6.32 | 6.35 |
| 归属母公司股东权益 | 1386.94 | 1540.91 | 1738.68 | 1982.92 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.05% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | -1.86 | -2.80 | -4.02 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1386.94 | 1539.05 | 1735.87 | 1978.90 | 资产负债率 | 26.40% | 28.04% | 27.59% | 28.46% |
| 负债和股东权益合计 | 1884.47 | 2138.61 | 2397.26 | 2766.07 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 8.24% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.54 | 2.54 | 2.73 | 2.82 |
| | | | | | 速动比率 | 2.17 | 2.14 | 2.31 | 2.39 |
| | | | | | 股利支付率 | 54.13% | 50.16% | 50.34% | 51.69% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 332.08 | 414.98 | 524.61 | 648.00 | 每股收益 | 0.55 | 0.72 | 0.93 | 1.18 |
| PE | 32.95 | 25.41 | 19.71 | 15.53 | 每股净资产 | 3.23 | 3.59 | 4.05 | 4.62 |
| PB | 5.66 | 5.09 | 4.51 | 3.96 | 每股经营现金 | 0.77 | 0.68 | 1.07 | 1.27 |
| PS | 3.66 | 2.88 | 2.35 | 1.93 | 每股股利 | 0.30 | 0.36 | 0.47 | 0.61 |
| EV/EBITDA | 21.08 | 16.66 | 12.76 | 9.91 | | | | | |
| 股息率 | 1.64% | 1.97% | 2.55% | 3.33% | | | | | |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| 上海 | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 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 |
| 北京 | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@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 |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
