

百亚股份 (003006)

证券研究报告
2024年08月22日

荣获天猫金妆奖，电商接力势能聚积

2024年8月19日，自由点荣获2024年天猫金妆奖“年度中国品牌奖”

天猫金妆奖被誉为美妆届“奥斯卡”，根据快消品网，今年为第十届，参会品牌较去年翻番，规模为近年来最大，奖项也更为细分，更具行业、消费者参考性。自由点与自然堂、薇诺娜、珀莱雅、可复美、立白等知名品牌同获荣誉，彰显公司天猫平台品牌实力！

电商成长接力，深耕份额提升

从电商结构来看，24H1公司抖音平台占比近一半、天猫平台超过20%、拼多多近10%；此前抖音成长势能持续外溢至线上其他平台，对于天猫平台，公司有意愿继续保持在品牌和平台资源的投入力度，推动公司电商业务从抖音驱动转变为抖音和天猫双驱动，我们预计电商有望延续靓丽表现。

根据公司618战报，自由点位列抖音类目TOP1、天猫个护销售榜TOP2，我们预计后续成长空间充足，平台份额有望持续提升。

复购提升、结构优化，电商盈利能力有望改善

公司电商业务近年处于高速发展期，品牌和渠道费用投入较大，电商整体利润率不高，伴随业务规模逐步扩大、产品结构持续优化，电商利润率未来将会有较大提升空间。

根据公司各平台费用投放情况，我们预计天猫平台盈利能力较高，且老客占比相对抖音更高、呈现持续提升趋势，有望驱动电商净利率改善，同时为平台份额扩张奠定基础。

看好新品益生菌 Pro 放量，赋能全渠道开拓

5月20日公司官宣上市自由点益生菌 PRO+系列，从产品试销期数据看，新品销售评价整体较好；从产品定位看，益生菌基础款聚焦 Z 世代、小镇青年等年轻人群，益生菌 Pro 更聚焦于新锐白领和资深中产等，我们预计新品有望拓宽消费群体、加大天猫等平台消费者覆盖力度。

维持盈利预测，维持“买入”评级

展望未来，我们认为，一方面，卫生巾品类天然大市场、低市占，提供充沛增量市场蛋糕；另一方面，品类用户粘性强，益生菌推广成功，复购提升+结构优化加强盈利。我们预计24-26年归母净利润分别为3.4/4.4/5.5亿元，对应PE分别为27/21/17X。

风险提示：下游需求不及预期；外围省份拓展不及预期；新产品扩张进度缓慢等。

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 美容护理/个护用品 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 21.84元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 429.32 |
| 流通A股股本(百万股) | 428.65 |
| A股总市值(百万元) | 9,376.42 |
| 流通A股市值(百万元) | 9,361.64 |
| 每股净资产(元) | 3.12 |
| 资产负债率(%) | 27.98 |
| 一年内最高/最低(元) | 24.87/11.80 |

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 | |
| sunhaiyang@tfzq.com | |
| 张彤 | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《百亚股份-半年报点评:Q2超预期,把握稀缺高潜力消费品》2024-08-12
- 《百亚股份-公司点评:把握稀缺成长,预计Q2靓丽》2024-08-08
- 《百亚股份-公司点评:618奠定Q2成长,团队执行力持续强化》2024-07-22

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,612.14 | 2,144.15 | 3,140.71 | 3,983.59 | 4,865.98 |
| 增长率(%) | 10.19 | 33.00 | 46.48 | 26.84 | 22.15 |
| EBITDA(百万元) | 318.54 | 397.82 | 468.25 | 580.81 | 709.23 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 187.29 | 238.25 | 343.67 | 438.24 | 545.33 |
| 增长率(%) | (17.83) | 27.21 | 44.25 | 27.52 | 24.44 |
| EPS(元/股) | 0.44 | 0.55 | 0.80 | 1.02 | 1.27 |
| 市盈率(P/E) | 50.06 | 39.36 | 27.28 | 21.40 | 17.19 |
| 市净率(P/B) | 7.33 | 6.76 | 6.15 | 5.53 | 4.89 |
| 市销率(P/S) | 5.82 | 4.37 | 2.99 | 2.35 | 1.93 |
| EV/EBITDA | 16.44 | 14.23 | 18.02 | 14.12 | 11.31 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 301.68 | 356.27 | 470.54 | 704.66 | 875.82 |
| 应收票据及应收账款 | 189.91 | 187.87 | 287.25 | 393.03 | 457.74 |
| 预付账款 | 21.62 | 27.75 | 9.07 | 44.86 | 28.36 |
| 存货 | 178.33 | 172.86 | 291.81 | 344.47 | 414.68 |
| 其他 | 398.41 | 468.81 | 469.50 | 474.92 | 486.40 |
| 流动资产合计 | 1,089.95 | 1,213.55 | 1,528.16 | 1,961.94 | 2,263.00 |
| 长期股权投资 | 18.99 | 19.42 | 19.42 | 19.42 | 19.42 |
| 固定资产 | 447.02 | 491.25 | 468.57 | 434.74 | 408.85 |
| 在建工程 | 61.89 | 21.49 | 6.49 | 6.49 | 6.49 |
| 无形资产 | 66.39 | 65.15 | 63.18 | 61.22 | 59.25 |
| 其他 | 47.36 | 73.63 | 43.87 | 46.20 | 52.70 |
| 非流动资产合计 | 641.66 | 670.93 | 601.53 | 568.06 | 546.70 |
| 资产总计 | 1,731.60 | 1,884.47 | 2,129.69 | 2,530.00 | 2,809.70 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 187.86 | 230.93 | 263.73 | 418.46 | 407.81 |
| 其他 | 196.20 | 194.80 | 330.66 | 404.76 | 474.58 |
| 流动负债合计 | 384.06 | 425.73 | 594.39 | 823.22 | 882.39 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 8.98 | 18.86 | 10.82 | 11.78 | 12.61 |
| 非流动负债合计 | 8.98 | 18.86 | 10.82 | 11.78 | 12.61 |
| 负债合计 | 451.10 | 497.53 | 605.21 | 835.00 | 895.00 |
| 少数股东权益 | 0.64 | 0.00 | (0.70) | (1.72) | (2.37) |
| 股本 | 430.33 | 429.40 | 429.32 | 429.32 | 429.32 |
| 资本公积 | 277.52 | 266.32 | 266.32 | 266.32 | 266.32 |
| 留存收益 | 593.74 | 703.36 | 840.83 | 1,016.12 | 1,234.25 |
| 其他 | (21.71) | (12.13) | (11.28) | (15.04) | (12.82) |
| 股东权益合计 | 1,280.51 | 1,386.94 | 1,524.48 | 1,695.00 | 1,914.70 |
| 负债和股东权益总计 | 1,731.60 | 1,884.47 | 2,129.69 | 2,530.00 | 2,809.70 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 186.87 | 238.53 | 343.67 | 438.24 | 545.33 |
| 折旧摊销 | 50.23 | 55.65 | 59.64 | 60.89 | 62.63 |
| 财务费用 | (0.63) | (0.01) | (5.96) | (8.91) | (11.39) |
| 投资损失 | (7.37) | (8.67) | (9.61) | (8.55) | (8.95) |
| 营运资金变动 | (18.89) | (26.27) | (60.81) | 27.54 | (76.92) |
| 其它 | 23.36 | 72.16 | (0.81) | (1.92) | (0.72) |
| 经营活动现金流 | 233.57 | 331.39 | 326.12 | 507.28 | 509.98 |
| 资本支出 | 28.03 | 48.51 | 28.04 | 24.14 | 33.95 |
| 长期投资 | (0.62) | 0.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (101.11) | (184.94) | (39.38) | (41.30) | (60.69) |
| 投资活动现金流 | (73.71) | (136.00) | (11.34) | (17.16) | (26.74) |
| 债权融资 | 3.19 | 7.78 | 3.86 | 9.18 | 11.91 |
| 股权融资 | (121.02) | (238.72) | (204.37) | (265.18) | (323.99) |
| 其他 | 1.43 | 86.00 | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (116.40) | (144.94) | (200.51) | (256.00) | (312.08) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 43.45 | 50.45 | 114.27 | 234.12 | 171.16 |

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,612.14 | 2,144.15 | 3,140.71 | 3,983.59 | 4,865.98 |
| 营业成本 | 884.90 | 1,065.28 | 1,419.22 | 1,782.59 | 2,170.96 |
| 营业税金及附加 | 14.91 | 18.68 | 28.56 | 35.93 | 43.51 |
| 销售费用 | 395.02 | 669.01 | 1,118.09 | 1,426.12 | 1,737.16 |
| 管理费用 | 61.88 | 72.09 | 105.21 | 133.05 | 161.06 |
| 研发费用 | 43.51 | 54.11 | 78.52 | 103.57 | 125.06 |
| 财务费用 | (3.67) | (4.40) | (5.96) | (8.91) | (11.39) |
| 资产/信用减值损失 | (12.70) | (23.90) | (13.44) | (16.68) | (18.01) |
| 公允价值变动收益 | (2.44) | 4.54 | 0.95 | 0.62 | 0.92 |
| 投资净收益 | 7.37 | 8.67 | 9.61 | 8.55 | 8.95 |
| 其他 | 6.86 | (0.77) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 216.51 | 280.83 | 394.19 | 503.72 | 631.48 |
| 营业外收入 | 0.86 | 0.23 | 0.74 | 0.60 | 0.61 |
| 营业外支出 | 5.03 | 1.51 | 2.17 | 2.35 | 2.77 |
| 利润总额 | 212.33 | 279.55 | 392.75 | 501.97 | 629.32 |
| 所得税 | 25.46 | 41.02 | 50.84 | 66.27 | 85.63 |
| 净利润 | 186.87 | 238.53 | 341.91 | 435.70 | 543.69 |
| 少数股东损益 | (0.42) | 0.28 | (1.76) | (2.54) | (1.63) |
| 归属于母公司净利润 | 187.29 | 238.25 | 343.67 | 438.24 | 545.33 |
| 每股收益(元) | 0.44 | 0.55 | 0.80 | 1.02 | 1.27 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 10.19% | 33.00% | 46.48% | 26.84% | 22.15% |
| 营业利润 | -15.17% | 29.71% | 40.36% | 27.79% | 25.36% |
| 归属于母公司净利润 | -17.83% | 27.21% | 44.25% | 27.52% | 24.44% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 45.11% | 50.32% | 54.81% | 55.25% | 55.38% |
| 净利率 | 11.62% | 11.11% | 10.94% | 11.00% | 11.21% |
| ROE | 14.63% | 17.18% | 22.53% | 25.83% | 28.45% |
| ROIC | 30.98% | 41.17% | 62.86% | 72.97% | 102.45% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.05% | 26.40% | 28.42% | 33.00% | 31.85% |
| 净负债率 | -23.52% | -25.41% | -30.75% | -41.45% | -45.61% |
| 流动比率 | 2.47 | 2.54 | 2.57 | 2.38 | 2.56 |
| 速动比率 | 2.06 | 2.17 | 2.08 | 1.96 | 2.09 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 9.94 | 11.35 | 13.22 | 11.71 | 11.44 |
| 存货周转率 | 9.47 | 12.21 | 13.52 | 12.52 | 12.82 |
| 总资产周转率 | 0.98 | 1.19 | 1.56 | 1.71 | 1.82 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.44 | 0.55 | 0.80 | 1.02 | 1.27 |
| 每股经营现金流 | 0.54 | 0.77 | 0.76 | 1.18 | 1.19 |
| 每股净资产 | 2.98 | 3.23 | 3.55 | 3.95 | 4.47 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 50.06 | 39.36 | 27.28 | 21.40 | 17.19 |
| 市净率 | 7.33 | 6.76 | 6.15 | 5.53 | 4.89 |
| EV/EBITDA | 16.44 | 14.23 | 18.02 | 14.12 | 11.31 |
| EV/EBIT | 19.50 | 16.53 | 20.65 | 15.78 | 12.41 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |