

百亚股份 (003006.SZ)

Q3 收入维持高增，渠道拓展产品升级高效推进

Q3 公司营业收入延续高增，利润增速受双 11 费用前置及益生菌 Pro 新品推广投入短期影响。外围市场与电商渠道收入同比增长 90%+，成长势能依旧强劲。产品升级持续，自由点毛利率与公司毛利率同比+4.2/2.7pct。

- **Q3 收入延续高增。**24Q3 公司实现营业收入 7.93 亿元/同比+50.64%，归母净利润 5881 万元/同比+16.10%，我们推测利润增速或受双 11 费用前置及益生菌 Pro 新品推广投入影响。24Q1-3 公司实现营业收入 23.25 亿元/同比+57.51%，归母净利润 2.39 亿元/同比+30.77%。
- **线下渠道有序拓展，电商渠道依旧高增。**分渠道看，24Q3 公司线下渠道实现营业收入 3.86 亿元/同比+25.6%，其中外围省份营业收入同比+91%。据自由点 freemore 微博，Q3 自由点成功入驻 711、盒马鲜生和华东大润发，线下市场拓商积极，有序拓展知名 KA、CVS 等渠道。
24Q3 电商渠道营业收入 3.85 亿元/同比+96.8%，在同期基数偏高的基础上仍实现接近翻倍增长。据久谦数据，Q3 自由点品牌在抖音平台维持第 1 排名，带动天猫、京东、拼多多逐步放量，线上成长空间进一步打开。
- **产品升级持续，毛利率同环比提升。**24Q3 公司自由点产品毛利率 58.1%，得益于大健康产品占比持续提升，自由点毛利率同比+2.7pct。24Q3 公司自由点产品实现营业收入同比+59.1%，同比增速快于公司整体，进一步带动毛利率增长，24Q3 公司毛利率 55.8%/同比+4.2pct/环比+1.36pct。
- **费用投放节奏影响，淡季费用率提涨。**24Q3 公司销售费用率 41.51%/同比+7.31pct，管理费用率 4.34%/同比+1.26pct。我们推测双 11 营销费用前置、益生菌 PRO 新品推广费用投入以及新工厂租赁费、外部咨询费分摊，使得 Q3 费用投入偏高，费用率提涨。
- **双 11 预售表现亮眼。**据天猫大美妆公众号，双 11 预售首日，自由点销售额排名国货卫生巾 TOP1（维持 23 年排名），天猫个护成交榜 TOP4（较 23 年提升 6 位），实现排名跃升。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司核心五省基本盘稳固，外围省份与电商渠道驱动营收高速增长，大健康系列带动毛利表现优化，产品升级与全国拓展逻辑强化。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.16/4.15/5.25 亿元，对应 PE 分别为 35/27/21x，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**外围省份拓展不及预期、新品推广及销售不及预期、电商平台竞争加剧、营销投放效果不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1612	2144	3268	4200	5197
同比增长	10%	33%	52%	29%	24%
营业利润(百万元)	217	281	372	489	619
同比增长	-15%	30%	33%	31%	27%
归母净利润(百万元)	187	238	316	415	525
同比增长	-18%	27%	33%	31%	27%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.74	0.97	1.22
PE	58.9	46.3	34.9	26.6	21.0
PB	8.6	8.0	7.5	6.8	5.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：25.69 元

基础数据

总股本（百万股）	429
已上市流通股（百万股）	429
总市值（十亿元）	11.0
流通市值（十亿元）	11.0
每股净资产（MRQ）	3.3
ROE（TTM）	21.0
资产负债率	27.7%
主要股东	重庆复元商贸有限公司
主要股东持股比例	41.3%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《百亚股份 (003006) — 渠道拓展、产品升级，个护龙头突围全国动能充沛》2024-08-26
- 2、《百亚股份 (003006) — Q2 收入业绩再超预期，全国拓展&产品升级持续推进》2024-08-11
- 3、《百亚股份 (003006) — 23 年业绩亮眼，电商渠道维持高速增长》2024-03-23

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1090	1214	1378	1609	2014
现金	302	356	316	379	598
交易性投资	359	423	423	423	423
应收票据	23	21	32	42	52
应收款项	167	167	254	326	404
其它应收款	18	13	19	25	30
存货	178	173	245	302	368
其他	43	61	89	113	139
非流动资产	642	671	702	730	754
长期股权投资	19	19	19	19	19
固定资产	447	491	529	563	592
无形资产商誉	67	65	59	53	48
其他	109	95	95	95	95
资产总计	1732	1884	2081	2339	2768
流动负债	442	479	595	691	802
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	188	231	327	404	492
预收账款	58	53	75	93	113
其他	196	195	193	195	197
长期负债	9	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	19	19	19	19
负债合计	451	498	614	710	821
股本	430	429	429	429	429
资本公积金	256	254	254	254	254
留存收益	594	703	783	945	1262
少数股东权益	1	0	0	1	1
归属于母公司所有者权益	1280	1387	1467	1629	1946
负债及权益合计	1732	1884	2081	2339	2768

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	234	331	258	378	489
净利润	187	239	316	415	525
折旧摊销	50	56	65	69	72
财务费用	(1)	(0)	(4)	(4)	(4)
投资收益	(7)	(9)	(35)	(31)	(31)
营运资金变动	16	36	(99)	(83)	(87)
其它	(11)	10	15	12	13
投资活动现金流	(74)	(136)	(62)	(66)	(67)
资本支出	(28)	(84)	(98)	(98)	(98)
其他投资	(45)	(52)	35	31	31
筹资活动现金流	(116)	(145)	(236)	(249)	(203)
借款变动	(1)	(28)	(4)	0	0
普通股增加	3	(1)	0	0	0
资本公积增加	6	(2)	0	0	0
股利分配	(128)	(129)	(236)	(253)	(207)
其他	5	14	4	4	4
现金净增加额	43	50	(41)	63	219

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1612	2144	3268	4200	5197
营业成本	885	1065	1508	1862	2271
营业税金及附加	15	19	28	37	45
营业费用	395	669	1212	1596	1985
管理费用	62	72	100	130	161
研发费用	44	54	86	122	151
财务费用	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
资产减值损失	(13)	(24)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	5	5	5	5
其他收益	9	22	22	18	18
投资收益	7	9	9	9	9
营业利润	217	281	372	489	619
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	212	280	371	488	618
所得税	25	41	55	73	92
少数股东损益	(0)	0	0	0	1
归属于母公司净利润	187	238	316	415	525

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	10%	33%	52%	29%	24%
营业利润	-15%	30%	33%	31%	27%
归母净利润	-18%	27%	33%	31%	27%
获利能力					
毛利率	45.1%	50.3%	53.9%	55.7%	56.3%
净利率	11.6%	11.1%	9.7%	9.9%	10.1%
ROE	15.0%	17.9%	22.1%	26.8%	29.4%
ROIC	14.9%	17.6%	21.9%	26.6%	29.2%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	26.4%	29.5%	30.3%	29.6%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.5	2.3	2.3	2.5
速动比率	2.1	2.2	1.9	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.6	1.9	2.0
存货周转率	5.2	6.1	7.2	6.8	6.8
应收账款周转率	9.9	11.4	13.8	12.8	12.6
应付账款周转率	5.0	5.1	5.4	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.44	0.55	0.74	0.97	1.22
每股经营净现金	0.54	0.77	0.60	0.88	1.14
每股净资产	2.98	3.23	3.42	3.79	4.53
每股股利	0.30	0.55	0.59	0.48	0.61
估值比率					
PE	58.9	46.3	34.9	26.6	21.0
PB	8.6	8.0	7.5	6.8	5.7
EV/EBITDA	46.8	37.0	28.2	22.1	17.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。