

百亚股份 (003006.SZ)

优于大市

全年实现收入增速 52%，短期行业舆情事件不改长期发展趋势

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 个护用品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001

事项：

公司发布业绩快报，2024 年全年实现营业收入 32.55 亿，同比增长 51.8%，归母净利润 2.85 亿，同比增长 19.69%，扣非归母净利润 2.51 亿，同比增长 16.27%。

国信零售观点：虽然在 2024 年年末由于行业舆情事件对于公司业绩产生短期影响，但整体来看，2024 年公司在渠道端依托线上以及线下外围市场持续扩张，带动收入快速增长市场份额持续提升；在产品端通过优化产品结构，中高端产品占比进一步提升带动盈利能力继续上行，并持续夯实公司品牌势能和市场竞争力，未来随着上述渠道和产品战略的稳定持续推进，整体业绩有望稳步提升。考虑到公司受到卫生巾行业舆情事件短期影响 2024 年业绩，同时在线上流量成本持续走高下预计后续销售费用仍将高企。我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 2.85/3.68/4.79 亿元（原值为 3.21/4.22/5.34），对应 PE 为 36/28/21x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司发布年度业绩快报，受行业舆情事件影响业绩短期扰动

公司发布 2024 年业绩快报，2024 年全年实现营业收入 32.55 亿/yoy+51.80%，归母净利润 2.85 亿/yoy+19.69%，扣非归母净利润 2.51 亿/yoy+16.27%。单 Q4 实现营收 9.30 亿/yoy+39.18%；归母净利润 0.47 亿/yoy+16.49%，扣非归母净利润 0.25 亿/yoy-43.18%。主要受 11-12 月卫生巾行业舆情事件影响较大，为应对该事件，公司支付品牌、公关费用大几百万，同时由于该时期 ROI 低为保证一定 GMV 公司加大投放，粗略预计上述因素带来新增成本超过 3000 万。

图1：公司营收及增速（亿、%）

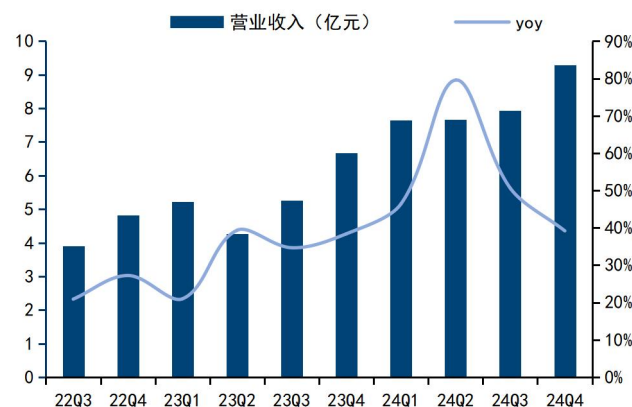
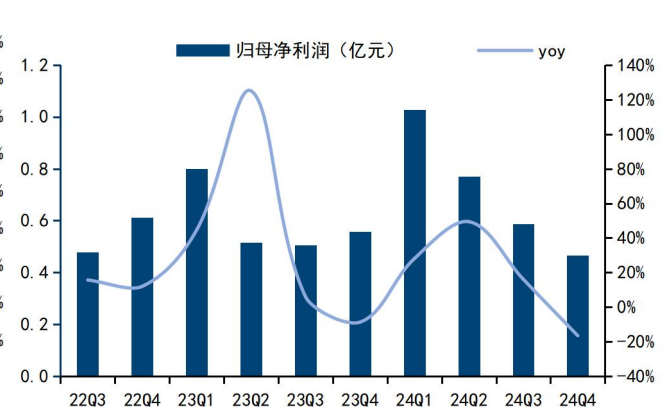


图2：公司归母净利润及增速（亿、%）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

从产品结构来看，2024 年全年自由点产品实现营业收入 30.37 亿/yoy+60.7%，以益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快。2024 年益生菌系列占卫生巾比重 41%左右，2024Q4 预计提升至 46-47%。同时由于中高端系列产品收入占比持续增加，24 全年平均客单价大约增长 5%。

从渠道结构来看，2024 年全年线上收入 15.25 亿/yoy+104%，Q4 由于行业舆情影响，营收同比增速在 54%左右；线下全年实现收入约 16.2 亿/yoy+26.8%，其中核心 5 省实现稳定增长，全年增速约 14.1%，外围省份全年营收同比增长约 82%，单四季度实现倍数增长。

从盈利水平来看，全年公司毛利率和自由点产品毛利率分别为 53.1%和 55.7%，分别同比+2.8pct/0.9pct，主要是由于产品结构优化，高毛利产品自由点系列占比提升。但 Q4 将电商渠道中的部分销售费用（仓储费为主）列入成本项，预计全年影响报表端毛利率 1pct。从销售费用来看，24 全年销售费用投入 12.26 亿/yoy+83.3%，销售费用率提升 6.5pct，Q4 继续延续 Q3 投放节奏，主要由于行业舆情事件影响。

◆ 投资建议

虽然在 2024 年年末由于行业舆情事件对于公司业绩产生短期影响，但目前来看行业舆情因素影响逐步趋弱，长期来看有望重塑市场格局，公司凭借持续迭代的产品力及积极灵活的营销应变，有望率先走出影响整体来看，2024 年公司在渠道端依托线上以及线下外围市场持续扩张，带动收入快速增长市场份额持续提升；在产品端通过优化产品结构，中高端产品占比进一步提升带动盈利能力继续上行，并持续夯实公司品牌势能和市场竞争力，未来随着上述渠道和产品战略的稳定持续推进，整体业绩有望稳步提升。考虑到公司受到卫生巾行业舆情事件短期影响 2024 年业绩，同时在线上流量成本持续走高下预计后续销售费用仍将高企。我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 2.85/3.68/4.79 亿元（原值为 3.21/4.22/5.34），对应 PE 为 36/28/21x，维持“优大于市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	现值	2024 原值	现值	2025 原值	原因
营收增速	51.8%	49.3%	29.5%	30.5%	公司大力发展电商渠道和线下外围市场，整体收入有望快速发展。
销售费用率	37.7%	37.5%	38.7%	38.2%	公司为应对行业舆情事件以及提升品牌知名度加大投放，带动销售费用率上行。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-01-22)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)		
003006.SZ	百亚股份	23.55	101	0.55	0.66	0.86	1.12	27.32	35.46	27.49	21.11	4.08	1.80	1.80	优大于市
603605.SH	珀莱雅	82.90	328	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	20.84	16.63	13.91	27.45	0.65	0.65	优大于市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

《百亚股份（003006.SZ）-三季度营收同比增长 51%，产品升级及渠道扩张稳步推进》——2024-10-20
《百亚股份（003006.SZ）-二季度营收增长 80%，全国化扩张带动市场份额持续提升》——2024-08-12
《百亚股份（003006.SZ）-品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期》——2023-05-18
《百亚股份（003006.SZ）-一季度净利润增长 45%，产品升级推动毛利率提升》——2023-04-18
《百亚股份（003006.SZ）-全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼》——2023-03-26

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	302	356	506	656	817	营业收入	1612	2144	3255	4215	5046
应收款项	208	200	318	416	511	营业成本	885	1065	1526	1939	2295
存货净额	178	173	236	289	338	营业税金及附加	15	19	29	38	45
其他流动资产	43	61	88	114	136	销售费用	395	669	1226	1633	1943
流动资产合计	1090	1214	1572	1899	2226	管理费用	62	72	101	123	140
固定资产	509	513	510	498	478	研发费用	44	54	77	96	112
无形资产及其他	66	65	63	61	59	财务费用	(4)	(4)	(11)	(14)	(18)
投资性房地产	47	74	74	74	74	投资收益	7	9	9	9	9
长期股权投资	19	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	6	15	16	17	17
资产总计	1732	1884	2238	2551	2856	其他收入	(12)	(12)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1	4	2	2	2	营业利润	217	281	331	427	555
应付款项	188	231	333	426	506	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	254	244	424	551	654	利润总额	212	280	330	426	554
流动负债合计	442	479	759	980	1163	所得税费用	25	41	45	57	75
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0	1
其他长期负债	9	19	20	21	23	归属于母公司净利润	187	238	285	368	479
长期负债合计	9	19	20	21	23	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	451	498	779	1001	1186	净利润	187	238	285	368	479
少数股东权益	1	0	0	0	0	资产减值准备	9	11	1	(0)	(1)
股东权益	1280	1387	1458	1550	1670	折旧摊销	50	55	55	58	60
负债和股东权益总计	1732	1884	2238	2551	2856	公允价值变动损失	(6)	(15)	(16)	(17)	(17)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(4)	(4)	(11)	(14)	(18)
每股收益	0.44	0.55	0.66	0.86	1.12	营运资本变动	(7)	23	76	44	18
每股红利	0.30	0.55	0.50	0.64	0.84	其它	(9)	(11)	(1)	1	1
每股净资产	2.97	3.23	3.40	3.61	3.89	经营活动现金流	224	302	401	453	540
ROIC	21.67%	25.02%	29%	40%	53%	资本开支	0	(83)	(35)	(27)	(20)
ROE	14.63%	17.18%	20%	24%	29%	其它投资现金流	(28)	(64)	0	0	0
毛利率	45%	50%	53%	54%	55%	投资活动现金流	(27)	(148)	(35)	(27)	(20)
EBIT Margin	13%	12%	9%	9%	10%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	10%	33%	52%	30%	20%	支付股利、利息	(129)	(236)	(214)	(276)	(359)
净利润增长率	-18%	27%	20%	29%	30%	其它融资现金流	104	373	(2)	0	0
资产负债率	26%	26%	35%	39%	42%	融资活动现金流	(154)	(100)	(216)	(276)	(359)
股息率	1.3%	2.3%	2.1%	2.7%	3.6%	现金净变动	43	55	150	150	161
P/E	54.1	42.4	35.5	27.5	21.1	货币资金的期初余额	259	302	356	506	656
P/B	7.9	7.3	6.9	6.5	6.1	货币资金的期末余额	302	356	506	656	817
EV/EBITDA	40.4	33.1	31.0	25.0	19.8	企业自由现金流	0	222	352	409	500
						权益自由现金流	0	594	359	422	516

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032