

百亚股份 (003006.SZ)

2024 全年收入表现依旧强劲，舆情事件影响短期盈利水平

优于大市

核心观点

受行业舆情事件影响扰动短期业绩。公司 2024 全年实现营收 32.54 亿/yoy+51.8%，归母净利润 2.88 亿/yoy+20.7%；扣非归母净利润 2.54 亿/yoy+17.8%。单 Q4 实现营收 9.29 亿/yoy+39.1%，归母净利润 0.49 亿/yoy-12.0%，扣非归母净利润 0.28 亿/yoy-36.8%。主要受 11-12 月卫生巾行业舆情事件影响，公司加大营销公关费用等投放开支。

分产品看，自由点产品全年实现营业收入 30.36 亿元，较上年同期增长 60.6%，中高端益生菌系列占卫生巾整体 41%左右，其中 Pro 系列全年占卫生巾比重 5.6%，产品结构升级带动 2024 年卫生巾客单价同比提升 5%左右。后续公司将持续加大推新力度，预计 2025 二三季度分别推出焕新有机棉表层产品和益生菌新品系列。**分渠道看**，2024 年线下渠道实现 16.16 亿/yoy+26.7%，其中外围市场实现营收 4.34 亿/yoy+82.1%，预计 2025 年外围市场延续高双位数增长。2024 年电商收入 15.25 亿/yoy+103.8%，目前天猫仍是盈利水平最高平台，今年战略延续投入不变。

产品结构优化带动毛利率上行，销售费用率持续高企。2024 全年实现毛利率/净利率分别同比+2.9/-2.3pct，产品结构优化带动毛利率持续提升；销售/管理/研发费用率分别同比+6.47pct/+0.23pct/-0.31pct。公司持续加大营销投放以及舆情事件影响，导致销售费率上行。

而针对近期 315 事件，公司立即成立品牌组、线上业务组、线下业务组、工厂组分头处理，并制定一个月内恢复到 315 前日销方案，目前各大直播间陆续恢复直播，影响面逐步缓解，退款率基本恢复到 315 之前。而针对残次品，此前外包给三方废品回收公司在现场处理，15 号凌晨公司团队接手，将残次品直接送到三方环境下属的焚烧发电厂焚烧处理，并向市监和公安报案。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，舆情事件影响加剧等。

投资建议：虽然受到 2024 年末以及 315 行业舆情事件影响，公司短期业绩有所波动，但公司快速反应并采取有效措施，目前来看相关影响正逐步趋弱。未来公司将继续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；在产品端通过不断推新优化产品结构，持续夯实公司品牌势能和市场竞争能力，整体业绩有望稳步提升。考虑到 315 事件影响产品销售同时产生较高公关营销费用，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 3.40/4.45/5.72 亿元 (2025/2026 年原值为 3.68/4.79 亿元)，对应 PE 为 30/23/18x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,144	3,254	4,236	5,269	6,273
(+/-%)	33.0%	51.8%	30.2%	24.4%	19.0%
净利润(百万元)	238	288	340	445	572
(+/-%)	27.2%	20.7%	18.0%	31.0%	28.6%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.79	1.04	1.33
EBIT Margin	12.4%	8.9%	8.6%	9.1%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	19.8%	22.1%	27.0%	32.0%
市盈率 (PE)	42.8	35.4	30.0	22.9	17.8
EV/EBITDA	33.3	30.9	26.0	20.8	16.7
市净率 (PB)	7.34	7.02	6.64	6.19	5.69

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·个护用品

证券分析师: 张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师: 孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

证券分析师: 柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.72 元
总市值/流通市值	10184/10166 百万元
52 周最高价/最低价	29.36/16.00 元
近 3 个月日均成交额	96.39 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

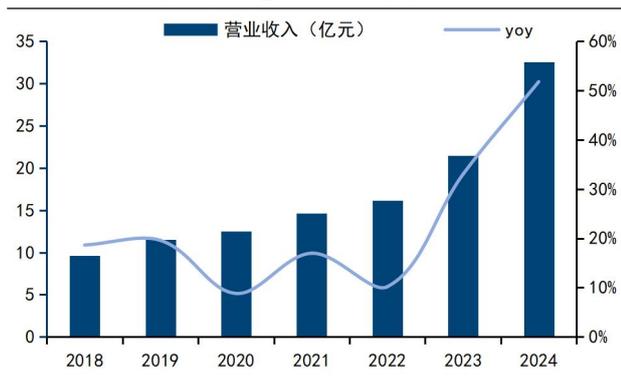
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年实现收入增速 52%，短期行业舆情事件不改长期发展趋势》——2025-01-23
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 三季度营收同比增长 51%，产品升级及渠道扩张稳步推进》——2024-10-20
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 二季度营收增长 80%，全国化扩张带动市场份额持续提升》——2024-08-12
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期》——2023-05-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 一季度净利润增长 45%，产品升级推动毛利率提升》——2023-04-18

公司 2024 全年实现营业收入 32.54 亿/yoy+51.8%，归母净利润 2.88 亿/yoy+20.7%；扣非归母净利润 2.54 亿/yoy+17.8%。单 Q4 实现营收 9.29 亿/yoy+39.10%，归母净利润 0.49 亿/yoy-12.00%，扣非归母净利润 0.28 亿/yoy-36.80%。主要受 11-12 月卫生巾行业舆情事件影响。

分产品看，自由点产品全年实现营业收入 30.36 亿元，较上年同期增长 60.6%，中高端益生菌系列占卫生巾整体 41%左右，单 Q4 占比达 46.6%，其中 Pro 系列全年占卫生巾比重 5.6%，其中三四季度分别销售约 5000 万、1.2 亿，单 Q4 占比高达 13.6%，产品结构升级带动 2024 年卫生巾客单价同比提升 5%左右。后续公司将持续加大推新力度，预计 2025 二三季度分别推出焕新有机棉表层产品和益生菌新品系列。

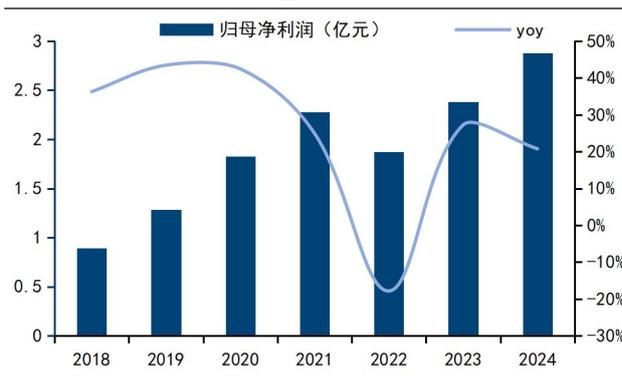
分渠道看，2024 年线下渠道实现 16.16 亿/yoy+26.7%，其中外围市场实现营收 4.34 亿/yoy+82.1%，2024 年三四季度线下外围省份营收增速环比逐步上升，预计 2025 年外围市场延续高双位数增长，其中广东、江苏、湖南、湖北、河北仍是重点外围省份，河南、安徽、山东为第二梯队。2024 年电商收入 15.25 亿/yoy+103.8%，目前天猫仍是盈利水平最高平台，今年战略延续投入不变，整体运营打法存在一定壁垒，ROI 仍是公司天猫平台重要指标，不会盲目牺牲去追求相关排名。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

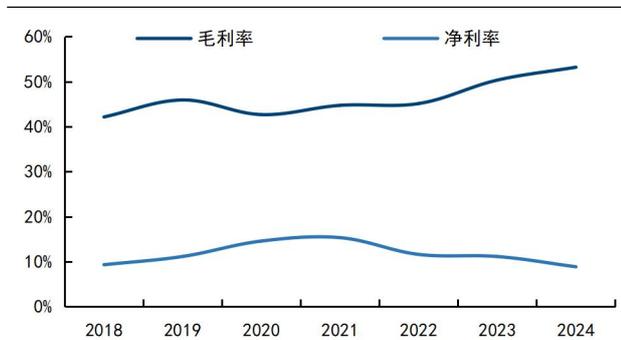
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

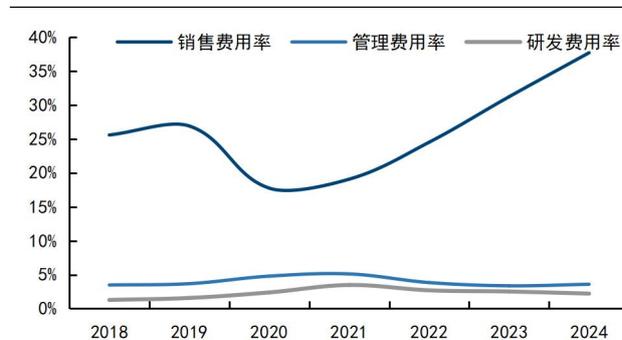
盈利能力方面，2024 全年实现毛利率/净利率分别为 53.2%/8.8%，分别同比+2.9/-2.3pct，产品结构优化带动毛利率持续提升；销售/管理/研发费用率分别为 37.67%/3.59%/2.22%，同+6.47pct/+0.23pct/-0.31pct。公司持续加大营销投放以及舆情事件影响，导致销售费率上行。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

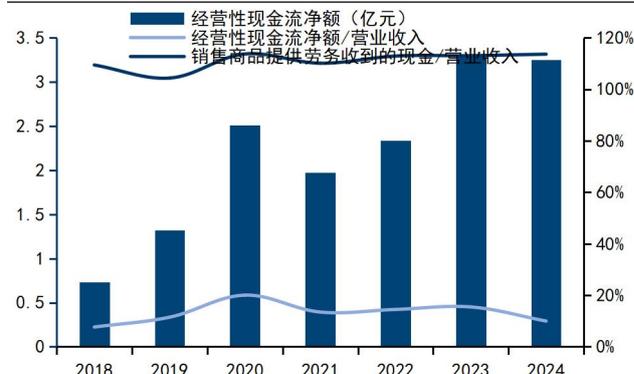
营运能力及现金流方面，公司 2024 全年存货周转天数 54 天，同比减少 6 天；应收账款周转天数 21 天，同比减少 7 天；2024 年公司经营性现金流净额为 3.25 亿元，同比下降 1.9%，公司营运能力和现金流较为稳定。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

针对近期的 315 产品舆情事件，公司立即成立品牌组、线上业务组、线下业务组、工厂组分头处理，目前舆情已逐步平息，对线下业务影响不大，电商尤其是抖音短期影响较大，因此公司制定一个月内恢复到 315 前日销方案，其中抖音为核心重点投入渠道，小红书作为第二战场正在恢复投放，费用预算占比不到 20%；天猫重点突破站内资源位，安排头部达播和淘客等渠道工厂溯源活动。目前工厂已复播，各大直播间陆续恢复直播，影响面逐步缓解，但仍需爬坡期，退款率基本恢复到 315 之前。而针对残次品，此前外包给三方废品回收公司在现场处理，15 号凌晨公司团队接手，将残次品直接送到三方环境下属的焚烧发电厂焚烧处理，并向市监和公安报案。

投资建议：

虽然受到 2024 年末以及 315 行业舆情事件影响，公司短期业绩有所波动，但公司快速反应并采取有效措施，目前来看相关影响正逐步趋弱。未来公司将继续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；在产品端通过不断推新优化产品结构，持续夯实公司品牌势能和市场竞争力，整体业绩有望稳步提升。考虑到 315 事件影响产品销售同时产生较高公关营销费用，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 3.40/4.45/5.72 亿元（2025/2026 年原值为 3.68/4.79 亿元），对应 PE 为 30/23/18x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-3-21)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
003006.SZ	百亚股份	23.72	102	0.55	0.67	0.79	1.04	27.32	35.40	29.99	22.89	4.08	1.70	优于大市
603605.SH	珀莱雅	84.83	336	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.32	17.02	14.24	27.45	0.66	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	356	395	613	796	996	营业收入	2144	3254	4236	5269	6273
应收款项	200	235	414	520	636	营业成本	1065	1523	1925	2370	2794
存货净额	173	283	298	354	411	营业税金及附加	19	26	36	45	53
其他流动资产	61	82	114	142	169	销售费用	669	1226	1675	2087	2465
流动资产合计	1214	1328	1771	2144	2544	管理费用	72	117	144	171	197
固定资产	513	660	646	622	588	研发费用	54	72	93	116	138
无形资产及其他	65	63	61	59	57	财务费用	(4)	(2)	(12)	(18)	(22)
投资性房地产	74	79	79	79	79	投资收益	9	5	9	9	9
长期股权投资	19	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	15	15	16	17	17
资产总计	1884	2151	2578	2924	3289	其他收入	(12)	18	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	4	28	2	2	2	营业利润	281	329	401	524	674
应付款项	231	309	421	521	616	营业外净收支	(1)	10	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	244	301	557	690	815	利润总额	280	339	400	523	673
流动负债合计	479	638	979	1213	1434	所得税费用	41	51	60	78	101
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	63	64	65	66	归属于母公司净利润	238	288	340	445	572
长期负债合计	19	63	64	65	66	现金流量表 (百万元)					
负债合计	498	701	1043	1278	1500	净利润	238	288	340	445	572
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	11	(18)	0	(0)	(0)
股东权益	1387	1450	1535	1646	1789	折旧摊销	55	62	67	71	73
负债和股东权益总计	1884	2151	2578	2924	3289	公允价值变动损失	(15)	(15)	(16)	(17)	(17)
关键财务与估值指标						财务费用	(4)	(2)	(12)	(18)	(22)
每股收益	0.55	0.67	0.79	1.04	1.33	营运资本变动	23	(10)	142	45	21
每股红利	0.30	0.55	0.59	0.78	1.00	其它	(11)	18	(0)	0	0
每股净资产	3.23	3.38	3.57	3.83	4.17	经营活动现金流	302	326	533	544	649
ROIC	25.02%	24.05%	31%	46%	61%	资本开支	0	(205)	(35)	(27)	(20)
ROE	17.18%	19.84%	22%	27%	32%	其它投资现金流	(64)	91	0	0	0
毛利率	50%	53%	55%	55%	55%	投资活动现金流	(65)	(115)	(35)	(27)	(20)
EBIT Margin	12%	9%	9%	9%	10%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	10%	10%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	33%	52%	30%	24%	19%	支付股利、利息	(129)	(236)	(255)	(334)	(429)
净利润增长率	27%	21%	18%	31%	29%	其它融资现金流	75	297	(26)	0	0
资产负债率	26%	33%	40%	44%	46%	融资活动现金流	(183)	(172)	(280)	(334)	(429)
股息率	1.3%	2.3%	2.5%	3.3%	4.2%	现金净变动	55	38	218	183	200
P/E	42.8	35.4	30.0	22.9	17.8	货币资金的期初余额	302	356	395	613	796
P/B	7.3	7.0	6.6	6.2	5.7	货币资金的期末余额	356	395	613	796	996
EV/EBITDA	33.3	30.9	26.0	20.8	16.7	企业自由现金流	0	93	484	498	606
						权益自由现金流	0	390	468	513	625

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提及的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