



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 24 日

基础数据

03 月 21 日收盘价（元）	23.72
总市值（亿元）	101.84
总股本（亿股）	4.29

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证轻工】百亚股份 2024 年三季度报告点评：外围&电商渠道表现靓丽，增长逻辑持续兑现-2024.10.21

【兴证轻工】百亚股份 2024 年半年度报告点评：24Q2 营收拉动利润再超预期，多维度驱动长期增长-2024.08.14

【兴证轻工】百亚股份 2024 年一季报点评：24Q1 业绩超预期，电商&外围市场表现靓丽-2024.04.22

分析师：林寰宇

S0190524080006

linhuanyu@xyzq.com.cn

研究助理：储天舒

chutianshu1@xyzq.com.cn

百亚股份(003006.SZ)

短期扰动影响，看好全年多重增长继续兑现业绩

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年报。①2024 年公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 32.54/2.88/2.54 亿元，分别同比+51.77%/+20.74%/+17.77%。②其中 2024Q4 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.29/0.49/0.28 亿元，分别同比+39.10%/-12.00%/-36.80%，2024Q4 利润承压主要系舆论事件发酵，公司加大费用投入所致。③2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元（含税），分红率达到 82%，股息率为 2.3%（对应 2025 年 3 月 21 日收盘价）。
- **产品端量价齐升。**2024 年自由点品牌收入 30.36 亿元，同比+60.6%，以益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快。随着中高端系列产品收入占比持续增加，判断 2024 年片单价继续保持稳中有升趋势。
- **渠道端电商&外围省份延续高增。（1）线上：**得益于公司加大在电商渠道的投入，线上销售快速增长，2024 年线上渠道收入 15.25 亿元，同比翻倍增长（+103.8%），目前仍以抖音平台为主，天猫平台占比提升较快。展望看，公司会持续投放费用，天猫&小红书等平台继续发力，预计电商渠道收入将延续高增长趋势。（2）线下：核心五省稳增，外围省份增长提速。2024 年公司线下渠道收入 16.16 亿元，同比+26.7%，其中核心五省/外围省份收入分别为 11.82/4.34 亿元，分别同比+14.04%/+82.09%。公司核心五省市占率持续提升，根据尼尔森数据，自由点品牌 2024 年在重庆、四川和云南市场销售份额排名第一；外围市场锁定广东，湖南，湖北，河北，江苏为重点区域，全国化扩张逻辑未来几年有望持续在业绩端得到充分兑现。
- **盈利端产品结构升级拉动毛利率提升。（1）毛利端：**2024 年公司毛利率为 53.19%，同比+2.87pct，自由点毛利率为 55.8%，同比+0.9pct，毛利率提升主要得益于产品结构升级（自由点占比提升至 93%，同比+5pct，大健康系列占比也有所提升）。（2）费用端：2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.67%/3.59%/2.22%/-0.06%，分别同比+6.47/+0.23/-0.31/+0.14pct；其中 2024Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 38.33%/4.07%/2.34%/0.06%，分别同比-0.44/+1.12/+0.37/+0.22pct。2024 年销售费用率大幅上涨主要系公司加大渠道端宣传推广费用投入，以及处理 2024Q4 卫生巾行业舆情所致。（3）综合看，2024 年公司归母净利率为 8.84%，同比-2.27pct，2024Q4 公司归母净利率分别为 5.29%，同比-3.07pct。预计未来公司仍会保持较强的费用投入，实现规模效应后看好公司盈利提升。
- **舆情影响逐步消除，长期公司份额有望提升。**针对 315 所报道的卫生巾非法回收利用事件，公司在 315 当晚便成立多个工作小组，对内提升废品废料的管控力度，对外与各地经销商积极沟通，对临过期产品加强监管（临期产品补贴经销商助力促销，过期产品协助经销商销毁）。我们认为，舆情过后，消费者对卫生巾产品的健康属性以及安全诉求提升，公司作为头部品牌有望凭借生产制造端的优势以及大健康产品的先发优势，进一步抢占消费者心智，提升市场份额。
- **盈利预测：**公司加大推广力度，电商渠道高速发展，线下业务积极拓展全国，具备高成长属性。我们调整了此前的盈利预测，预计 2025-2026 年公司实现归母净利润 3.62/4.82 亿元，同比+25.9%/+33.1%，对应 2025 年 3 月 21 日收盘价的 PE 分别为 28.1/21.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，卫生舆情事件风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3254	4288	5360	6432
同比增长	51.8%	31.8%	25.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	288	362	482	611
同比增长	20.7%	25.9%	33.1%	26.8%
毛利率	53.2%	53.5%	53.6%	53.7%
ROE	19.8%	23.9%	30.1%	35.7%
每股收益（元）	0.67	0.84	1.12	1.42
市盈率	35.4	28.1	21.1	16.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1328	1524	1789	2125
货币资金	395	358	447	591
交易性金融资产	332	333	324	291
应收票据及应收账款	219	311	375	458
预付款项	30	47	58	66
存货	283	365	441	543
其他	68	111	145	176
非流动资产	823	897	910	885
长期股权投资	21	22	23	24
固定资产	626	711	730	708
在建工程	34	25	20	17
无形资产	63	62	61	60
商誉	0	0	0	0
其他	79	78	77	76
资产总计	2151	2421	2700	3010
流动负债	638	843	1033	1231
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	309	420	523	620
其他	329	423	510	611
非流动负债	63	65	67	69
长期借款	0	0	0	0
其他	63	65	67	69
负债合计	701	908	1099	1300
股本	429	429	429	429
未分配利润	603	613	627	645
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1450	1514	1600	1710
负债及权益合计	2151	2421	2700	3010

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	288	362	482	611
折旧和摊销	66	97	108	117
营运资金的变动	-31	-29	6	-27
经营活动产生现金流量	325	430	596	702
资本支出	-151	-167	-117	-87
长期投资	106	-2	7	31
投资活动产生现金流量	-45	-171	-112	-58
债权融资	0	2	2	2
股权融资	3	0	0	0
融资活动产生现金流量	-237	-295	-394	-500
现金净变动	42	-37	90	144

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3254	4288	5360	6432
营业成本	1523	1994	2489	2981
税金及附加	26	34	48	58
销售费用	1226	1629	1994	2354
管理费用	117	154	198	241
研发费用	72	92	118	141
财务费用	-2	-8	-7	-9
投资收益	5	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0
营业利润	329	426	567	719
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	339	426	567	719
所得税	51	64	85	108
净利润	288	362	482	611
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	288	362	482	611
EPS(元)	0.67	0.84	1.12	1.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	51.8%	31.8%	25.0%	20.0%
营业利润增长率	17.2%	29.5%	33.1%	26.8%
归母净利润增长率	20.7%	25.9%	33.1%	26.8%
盈利能力				
毛利率	53.2%	53.5%	53.6%	53.7%
归母净利率	8.8%	8.4%	9.0%	9.5%
ROE	19.8%	23.9%	30.1%	35.7%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	37.5%	40.7%	43.2%
流动比率	2.08	1.81	1.73	1.73
速动比率	1.55	1.27	1.19	1.17
营运能力				
资产周转率	161.3%	187.6%	209.3%	225.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.67	0.84	1.12	1.42
每股经营现金	0.76	1.00	1.39	1.63
估值比率(倍)				
PE	35.4	28.1	21.1	16.7
PB	7.0	6.7	6.4	6.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn