

百亚股份 (003006.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期，外围加速开拓、2H 起 关注盈利弹性兑现

业绩简评

4 月 18 日公司发布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营收 9.95 亿元，同比+30.1%，归母净利润 1.31 亿元，同比+27.3%，扣非归母净利润 1.29 亿元，同比+32.4%，Q1 业绩超出市场预期。

经营分析

外围省份收入增速创新高，核心区域深耕份额进一步提升，电商受舆情影响增速短期波动。

1) 分渠道：25Q1 线下/电商渠道营收 6.50/3.22 亿元（同比+49.0%/+8.6%），外围市场受益于渠道下沉+存量门店动销提升延续爆发式增长，Q1+125.1%，核心区域受低基数效应、产品结构优化，市占率持续攀升，电商渠道受 315 舆情短期扰动阶段性增速放缓，近期抖音品类榜单排名恢复显著，未来线上盈利弹性有望逐步释放；2) 分产品：25Q1 公司持续聚焦卫生巾系列产品升级，自由点营收 9.52 亿元（同比+35.8%），预计大健康系列占比持续提升，裤型产品增速有加快，品类优化、产品升级持续推进。

大健康占比提升，后续关注费效比改善，带动盈利进入弹性释放通道。25Q1 综合毛利率为 53.3%（同比-1.0pct），主因会计准则调整影响（电商物流相关费用重新归类）。费用角度，销售费用 3.38 亿元（同比+28.5%），销售费用率 34.0%（同比-0.5pct），管理/研发费用率同比-0.27/-0.47pct，Q1 净利率 13.1%（-0.47pct）。短期舆论事件导致短期费用投入增加，但收入高增有效摊薄费用，我们预计伴随外围加速开拓收入扩张，费效比有望进一步改善，电商加快天猫/拼多多等的渠道铺设，利润率有望逐步进入改善周期，品牌费用持续投入保持、势能保持持续提升态势。

315 舆情应对及时已进入恢复通道，长期品牌格局集中看好份额提升。前期公司针对 315 舆情事件迅速启动多维应急机制，精准投放策略逐步修复口碑、渠道运营策略不断创新提效，我们仍持续看好优质国货区域走向全国中长期成长逻辑，优质成长同时逐步看好后续利润弹性释放。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为本土头部区域品牌借助产品优化、渠道开拓持续成长动能，预计公司 25-27 年归母净利分别为 4、5.2、6.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 29、22、18X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；跨区域扩张不及预期的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.92 元

相关报告：

1. 《百亚股份公司点评：收入表现靓丽，电商高质成长、外围加速开拓可...》，2025.3.22
2. 《百亚股份公司点评：2Q 收入超预期，电商+线下外围共同发力彰显...》，2024.8.10
3. 《百亚股份更新深度研究》，2024.7.24



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,144	3,254	4,332	5,426	6,667
营业收入增长率	33.00%	51.77%	33.11%	25.26%	22.87%
归母净利润(百万元)	238	288	404	523	654
归母净利润增长率	27.21%	20.74%	40.29%	29.53%	25.10%
摊薄每股收益(元)	0.555	0.670	0.940	1.218	1.523
每股经营性现金流净额	0.77	0.76	1.21	1.46	1.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.18%	19.84%	25.05%	27.92%	29.73%
P/E	27.32	35.80	28.64	22.11	17.67
P/B	4.69	7.10	7.17	6.17	5.25

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,612	2,144	3,254	4,332	5,426	6,667
增长率	33.0%	51.8%	51.8%	33.1%	25.3%	22.9%
主营业务成本	-885	-1,065	-1,523	-2,042	-2,559	-3,114
%销售收入	54.9%	49.7%	46.8%	47.1%	47.2%	46.7%
毛利	727	1,079	1,731	2,290	2,868	3,553
%销售收入	45.1%	50.3%	53.2%	52.9%	52.8%	53.3%
营业税金及附加	-15	-19	-26	-43	-52	-63
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-395	-669	-1,226	-1,559	-1,926	-2,354
%销售收入	24.5%	31.2%	37.7%	36.0%	35.5%	35.3%
管理费用	-62	-72	-117	-156	-201	-247
%销售收入	3.8%	3.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
研发费用	-44	-54	-72	-95	-114	-140
%销售收入	2.7%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	212	265	290	437	575	749
%销售收入	13.1%	12.4%	8.9%	10.1%	10.6%	11.2%
财务费用	4	4	2	7	11	18
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-13	-24	-6	-3	-4	-3
公允价值变动收益	-2	5	11	-2	-1	-1
投资收益	7	9	5	3	5	5
%税前利润	3.5%	3.1%	1.5%	0.6%	0.8%	0.6%
营业利润	217	281	329	473	617	779
营业利润率	13.4%	13.1%	10.1%	10.9%	11.4%	11.7%
营业外收支	-4	-1	10	1	2	2
税前利润	212	280	339	474	619	781
利润率	13.2%	13.0%	10.4%	10.9%	11.4%	11.7%
所得税	-25	-41	-51	-70	-96	-127
所得税率	12.0%	14.7%	15.2%	14.8%	15.5%	16.3%
净利润	187	239	288	404	523	654
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	187	238	288	404	523	654
净利率	11.6%	11.1%	8.8%	9.3%	9.6%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	187	239	288	404	523	654
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	80	73	79	91	102
非经营收益	-17	-2	-5	-10	-4	-7
营运资金变动	-1	15	-31	45	18	19
经营活动现金净流	234	331	325	518	627	768
资本开支	-28	-84	-151	-149	-113	-120
投资	-45	-52	106	-2	-1	-1
其他	0	0	0	3	5	5
投资活动现金净流	-74	-136	-45	-148	-109	-116
股权募资	22	0	3	0	0	0
债权募资	0	0	0	64	-108	-7
其他	-139	-145	-241	-245	-264	-327
筹资活动现金净流	-116	-145	-237	-180	-372	-334
现金净流量	44	50	42	190	146	318

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	302	356	395	583	729	1,047
应收款项	225	228	264	327	406	498
存货	178	173	283	305	382	465
其他流动资产	385	456	386	393	404	415
流动资产	1,090	1,214	1,328	1,608	1,921	2,424
%总资产	62.9%	64.4%	61.7%	64.7%	67.9%	72.3%
长期投资	39	40	43	43	43	43
固定资产	509	513	660	706	731	748
%总资产	29.4%	27.2%	30.7%	28.4%	25.8%	22.3%
无形资产	67	65	65	67	72	78
非流动资产	642	671	823	878	907	931
%总资产	37.1%	35.6%	38.3%	35.3%	32.1%	27.7%
资产总计	1,732	1,884	2,151	2,487	2,828	3,355
短期借款	1	4	28	118	10	3
应付款项	311	364	446	551	689	839
其他流动负债	131	111	165	199	249	305
流动负债	442	479	638	868	948	1,147
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	19	63	7	8	8
负债	451	498	701	876	955	1,155
普通股股东权益	1,280	1,387	1,450	1,611	1,872	2,199
其中：股本	430	429	429	429	429	429
未分配利润	495	583	603	765	1,026	1,353
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,732	1,884	2,151	2,487	2,828	3,355

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.435	0.555	0.670	0.940	1.218	1.523
每股净资产	2.974	3.230	3.377	3.753	4.361	5.123
每股经营现金净流	0.543	0.772	0.758	1.207	1.461	1.790
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.564	0.609	0.762
回报率						
净资产收益率	14.63%	17.18%	19.84%	25.05%	27.92%	29.73%
总资产收益率	10.82%	12.64%	13.37%	16.23%	18.49%	19.49%
投入资本收益率	14.56%	16.26%	16.32%	21.51%	25.81%	28.48%
增长率						
主营业务收入增长率	10.19%	33.00%	51.77%	33.11%	25.26%	22.87%
EBIT 增长率	-10.15%	25.03%	9.31%	50.72%	31.70%	30.34%
净利润增长率	-17.83%	27.21%	20.74%	40.29%	29.53%	25.10%
总资产增长率	11.49%	8.83%	14.14%	15.61%	13.73%	18.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	28.4	21.6	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	70.2	60.2	54.7	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	72.6	71.7	64.7	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	101.2	83.6	70.2	54.9	44.8	37.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.58%	-55.94%	-48.25%	-49.52%	-56.15%	-62.56%
EBIT 利息保障倍数	-57.7	-60.2	-146.1	-60.8	-54.3	-42.6
资产负债率	26.05%	26.40%	32.60%	35.21%	33.79%	34.44%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	17	23	37	64
增持	0	6	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.26	1.21	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-12	买入	15.28	N/A
2	2023-10-22	买入	15.91	N/A
3	2024-01-20	买入	14.45	N/A
4	2024-04-20	买入	18.28	N/A
5	2024-07-24	买入	20.99	26.70~26.70
6	2024-08-10	买入	21.75	N/A
7	2025-03-22	买入	23.72	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究