

百亚股份 (003006.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩超预期，看好长期成长

25Q1 公司营业收入/归母净利润同比增长 30%/27%，业绩表现亮眼。分产品看，中高端产品占比持续提升，分渠道看，外围省份收入同比增长 125%，增长提速。毛利率因渠道结构与收入占比变化同比下降 1 pct，期间费用率同比优化。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 3.65/4.73/5.93 亿元，对应 PE 为 32/24/20 x，维持“强烈推荐”评级。

- 营收净利双增长，业绩表现超预期。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+27.27%，扣非归母净利润 1.29 亿元/同比+32.4%，业绩增长超预期。经营性现金流净额 691 万/同比-92.92%，推测或因下游账期、费用投放节奏等影响存在季度短期波动。
- 全国化步伐坚定，外围市场增速亮眼。分渠道看，线下渠道收入 6.50 亿元/同比+49.0%，其中外围省份收入同比增长 125.1%，外围省份增长提速，全国化扩张成效显著；电商渠道收入 3.22 亿元/同比+8.6%。
- 高端品占比持续提升，产品结构优化。25Q1 自由点产品营业收入 9.52 亿元/同比+35.8%，高端系列收入占比持续提升，公司加大抖音新品宣传同时，也加强了白领女性占比更高的小红书渠道种草，推动益生菌 Pro 进一步放量。
- 期间费用率优化，盈利能力稳健。25Q1 公司实现毛利率 53.32%/同比-1.04pct，要系公司渠道结构和收入占比变化所致，净利润率 13.12%/同比-0.29pct。25Q1，公司期间费用率为 37.95%/同比-1.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 33.99/2.45/1.52/-0.01%，同比分别-0.43/-0.27/-0.48/+0.14pct。
- 盈利预测及投资评级：公司及时积极应对 315 舆情，重回抖音卫生巾品类第一，短期影响逐步消退，长期看好公司通过全国化与品类创新持续提升市场份额。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 42.85/54.13/66.04 亿元，归母净利润 3.65/4.73/5.93 亿元，对应 PE 为 32/24/20 x，维持“强烈推荐”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、舆情风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2144	3254	4285	5413	6604
同比增长	33%	52%	32%	26%	22%
营业利润(百万元)	281	329	428	554	695
同比增长	30%	17%	30%	29%	25%
归母净利润(百万元)	238	288	365	473	593
同比增长	27%	21%	27%	30%	25%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.85	1.10	1.38
PE	48.5	40.2	31.7	24.4	19.5
PB	8.3	8.0	7.3	6.3	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

当前股价：26.92 元

基础数据

总股本(百万股)	429
已上市流通股(百万股)	428
总市值(十亿元)	11.6
流通市值(十亿元)	11.5
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	20.0
资产负债率	29.5%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	8	56
相对表现	22	12	50



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《百亚股份(003006)——2024 年收入高增，全国拓展与中高端化稳步推进》2025-03-24
- 《百亚股份(003006)——Q3 收入维持高增，渠道拓展产品升级高效推进》2024-10-19
- 《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

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1214	1328	1442	1737	2178
现金	356	395	399	510	757
交易性投资	423	332	332	332	332
应收票据	21	0	0	0	0
应收款项	167	219	236	298	363
其它应收款	13	16	21	26	32
存货	173	283	346	435	528
其他	61	82	108	136	166
非流动资产	671	823	935	1033	1119
长期股权投资	19	21	21	21	21
固定资产	491	626	745	849	940
无形资产商誉	65	63	57	51	46
其他	95	113	112	112	112
资产总计	1884	2151	2376	2770	3297
流动负债	479	638	735	875	1021
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	231	309	402	505	613
预收账款	53	99	128	161	196
其他	195	230	205	209	212
长期负债	19	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	63	63	63	63
负债合计	498	701	798	938	1084
股本	429	429	429	429	429
资本公积金	254	265	265	265	265
留存收益	703	755	884	1138	1519
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1387	1450	1578	1832	2213
负债及权益合计	1884	2151	2376	2770	3297

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	331	325	430	495	619
净利润	239	288	365	473	593
折旧摊销	56	63	83	97	109
财务费用	(0)	1	(3)	(3)	(4)
投资收益	(9)	(5)	(31)	(27)	(32)
营运资金变动	36	(31)	15	(45)	(48)
其它	10	10	0	0	0
投资活动现金流	(136)	(45)	(164)	(168)	(164)
资本支出	(84)	(151)	(195)	(195)	(195)
其他投资	(52)	106	31	27	32
筹资活动现金流	(145)	(237)	(261)	(216)	(209)
借款变动	(28)	(29)	(28)	0	0
普通股增加	(1)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(2)	11	0	0	0
股利分配	(129)	(236)	(236)	(219)	(213)
其他	14	17	3	3	4
现金净增加额	50	43	4	111	247

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2144	3254	4285	5413	6604
营业成本	1065	1523	1977	2484	3018
营业税金及附加	19	26	35	44	53
营业费用	669	1226	1637	2046	2476
管理费用	72	117	154	195	238
研发费用	54	72	88	119	158
财务费用	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)
资产减值损失	(24)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	5	11	4	6	6
其他收益	22	27	19	14	20
投资收益	9	5	7	7	6
营业利润	281	329	428	554	695
营业外收入	0	13	5	6	8
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	280	339	430	558	700
所得税	41	51	65	85	107
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	238	288	365	473	593

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	52%	32%	26%	22%
营业利润	30%	17%	30%	29%	25%
归母净利润	27%	21%	27%	30%	25%
获利能力					
毛利率	50.3%	53.2%	53.9%	54.1%	54.3%
净利率	11.1%	8.8%	8.5%	8.7%	9.0%
ROE	17.9%	20.3%	24.1%	27.7%	29.3%
ROIC	17.6%	19.3%	23.6%	27.3%	28.9%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	32.6%	33.6%	33.8%	32.9%
净负债比率	0.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1
速动比率	2.2	1.6	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.6	1.9	2.1	2.2
存货周转率	6.1	6.7	6.3	6.4	6.3
应收账款周转率	11.4	16.0	18.8	20.3	20.0
应付账款周转率	5.1	5.6	5.6	5.5	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.55	0.67	0.85	1.10	1.38
每股经营净现金	0.77	0.76	1.00	1.15	1.44
每股净资产	3.23	3.38	3.68	4.27	5.15
每股股利	0.55	0.55	0.51	0.50	0.48
估值比率					
PE	48.5	40.2	31.7	24.4	19.5
PB	8.3	8.0	7.3	6.3	5.2
EV/EBITDA	32.2	27.4	20.8	16.4	13.3

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。