

百亚股份 (003006.SZ)

舆情影响有望逐步淡化，线下外围市场持续高速增长

优于大市

核心观点

品牌势能扩张带动线下渠道快速增长。公司 2025Q1 实现营业收入 9.95 亿 /yoy+ 30.10%；归母净利润 1.31 亿 /yoy+ 27.27%；扣非归母净利润 1.29 亿 /yoy+ 32.40%。尽管受到 12 月底以及 315 的行业舆情事件影响，公司仍通过营销快速反应以及强劲的产品力带动了整体业绩的高速增长。

分产品看，自由点产品实现营业收入 9.52 亿 /yoy+ 35.8%，其中中高端大健康系列产品表现更为亮眼，一季度收入占比接近 60%，高端系列产品收入占比持续提升。产品结构的持续优化带动 Q1 客单价同比提升约 7%。**分渠道看**，线下渠道表现强劲，一季度实现营业收入 6.50 亿 /yoy+49.0%。其中，核心五省同比增长 26.7%，川渝地区因去年同期缺货影响基数较低，实现较快增速。外围拓展成效显著，营业收入同比增长 125.1%，延续高增长态势。电商渠道受 315 舆情事件短期冲击较大，一季度实现营业收入 3.22 亿 /yoy+ 8.6%，增速明显放缓。同时 Q1 电商渠道预计由于较高投放仍处于亏损状态，但从目前来看 Q2 有望恢复至此前正常节奏。

盈利能力持续优化。2025Q1 实现毛利率/净利率 53.32%/13.12%，分别同比 -1.04/0.29pct，毛利率主要原因由于渠道结构变化（增速更快的外围市场毛利率相对较低）以及会计口径调整（去年年底将部分电商物流包装费用从销售费用调整至营业成本），剔除口径调整影响后毛利率与去年同期基本持平。销售/管理/研发费用率分别下降 0.43/0.27/0.48pct，销售费用率下降主要由于高费率线上渠道收入占比降低，单电商渠道来看销售费用率提升。

营运能力及现金流方面，公司存货及应收账款周转天数变动不大，经营活动产生的现金流量净额同比下降 92.92%，主要由于 38 大促公司动销较好，线下 KA 应收款增加；以及公司为应对舆情影响，适当放长核心经销商账期；同时为应对舆情公司加大线上平台投放，全年来看预计现金流影响不大。

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：由于 315 行业舆情事件影响，公司一季度线上渠道短期增速有望放缓，但公司快速反应并采取有效公关措施，控制了相关负面影响的扩散，预计对即将到来的 618 大促影响有限。同时随着公司品牌势能不断释放，线下渠道外围市场持续高增长，并有望带动利润率稳步提升。考虑到舆情事件影响减弱，公司品牌势能加速由线上外溢到线下渠道，利润率拐点有望加速到来，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 3.68/4.83/6.27（原值为 3.40/4.45/5.72）亿元，对应 PE 为 31/24/18x，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	4,366	5,665	6,995
(+/-%)	33.0%	51.8%	34.1%	29.8%	23.5%
净利润(百万元)	238	288	368	483	627
(+/-%)	27.2%	20.7%	28.0%	31.2%	29.9%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.86	1.13	1.46
EBIT Margin	12.4%	8.9%	9.1%	9.3%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	19.8%	23.9%	29.1%	34.5%
市盈率 (PE)	48.5	40.2	31.4	23.9	18.4
EV/EBITDA	37.6	34.8	27.2	21.7	17.4
市净率 (PB)	8.33	7.97	7.50	6.95	6.35

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	26.92 元
总市值/流通市值	11557/11531 百万元
52 周最高价/最低价	29.36/19.39 元
近 3 个月日均成交额	118.74 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

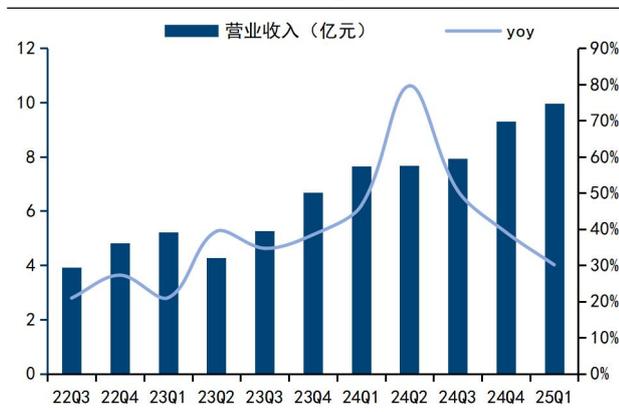
- 《百亚股份 (003006.SZ) -2024 全年收入表现依旧强劲，舆情事件影响短期盈利水平》——2025-03-24
- 《百亚股份 (003006.SZ) -全年实现收入增速 52%，短期行业舆情事件不改长期发展趋势》——2025-01-23
- 《百亚股份 (003006.SZ) -三季度营收同比增长 51%，产品升级及渠道扩张稳步推进》——2024-10-20
- 《百亚股份 (003006.SZ) -二季度营收增长 80%，全国化扩张带动市场份额持续提升》——2024-08-12
- 《百亚股份 (003006.SZ) -品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期》——2023-05-18

公司 2025Q1 实现营业收入 9.95 亿元，同比增长 30.10%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 27.27%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比增长 32.40%。尽管受到 12 月底以及 315 的行业舆情事件影响，公司仍通过营销快速反应以及强劲的产品力带动了整体业绩的高速增长。

分产品看，自由点产品实现营业收入 9.52 亿/yoy+ 35.8%，快于公司整体营收增速，其中中高端大健康系列产品表现更为亮眼，一季度收入占比接近 60%，高端系列产品收入占比持续提升。产品结构的持续优化带动 Q1 客单价同比提升约 7%。

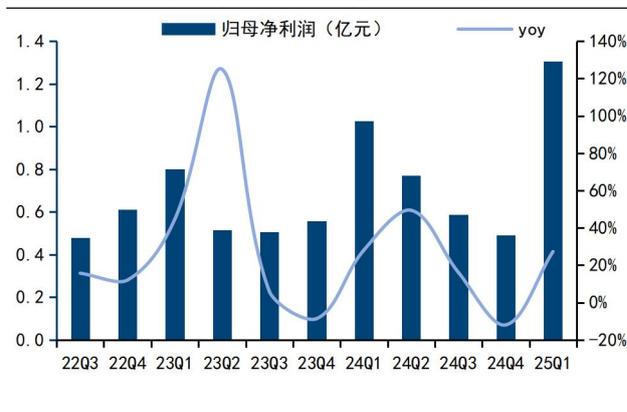
分渠道看，线下渠道表现强劲，一季度实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 49.0%。其中，核心五省同比增长 26.7%，川渝地区因去年同期缺货影响基数较低，实现较快增速。外围拓展成效显著，营业收入同比增长 125.1%，延续高增长态势。电商渠道受 315 舆情事件短期冲击较大，一季度实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 8.6%，增速有所放缓。同时 Q1 电商渠道预计由于较高投放仍处于亏损状态，但从目前来看 Q2 有望恢复至此前正常节奏。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

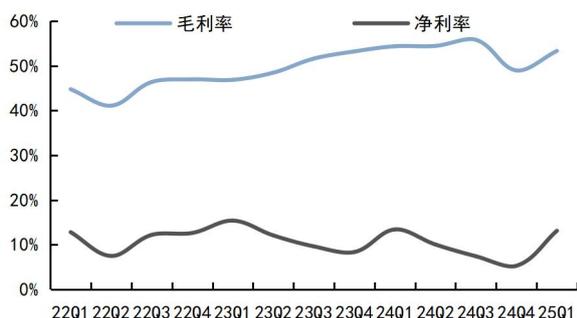
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

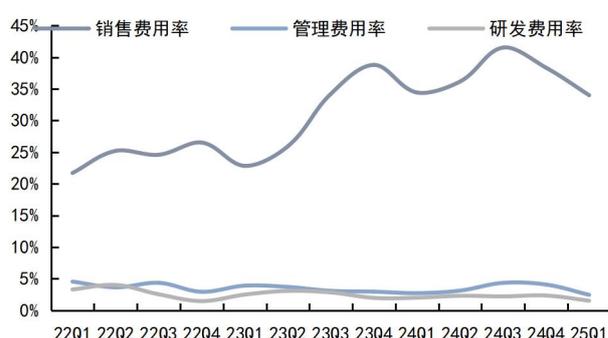
盈利能力方面，2025Q1 实现毛利率/净利率 53.32%/13.12%，分别同比下滑 1.04/0.29pct，毛利率主要原因由于渠道结构变化（增速更快的外围市场毛利率相对较低）以及会计口径调整（去年年底将部分电商物流包装费用从销售费用调整至营业成本），剔除口径调整影响后，毛利率与去年同期基本持平。销售/管理/研发费用率分别为 33.99%/2.45%/1.52%，分别下降 0.43/0.27/0.48pct，销售费用率同比略有下降，主要由于高费率线上渠道由于收入占比降低，单电商渠道来看销售费用率提升。

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

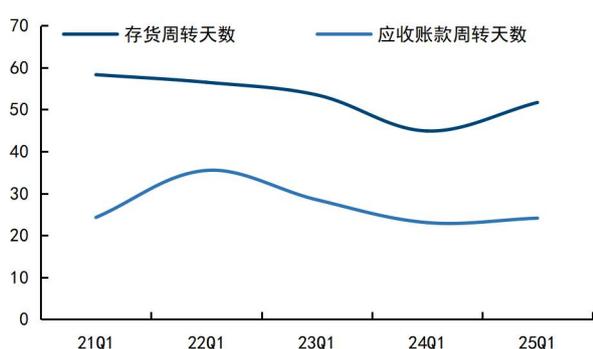
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

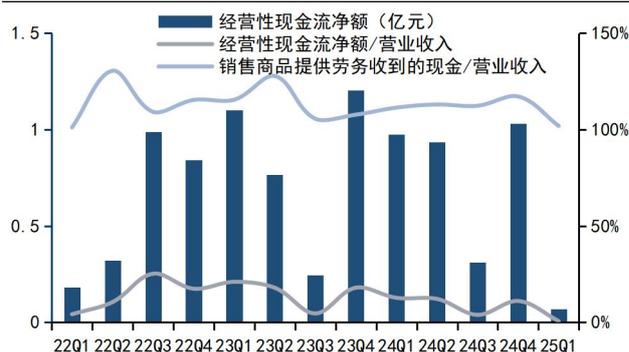
营运能力及现金流方面，公司 Q1 存货周转天数 52 天，同比增加 7 天，应收账款周转天数 25 天，同比增加 1 天。公司 Q1 经营活动产生的现金流量净额为 691 万元，同比下降 92.92%，主要由于 38 大促公司动销较好，线下 KA 应收款增加，以及公司为应对舆情影响，适当放长核心经销商账期，应收账款在 4 月份已陆续收回，同时为应对舆情公司加大线上平台投放，全年来看预计现金流影响不大。

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

投资建议：

由于 315 行业舆情事件影响，公司一季度线上渠道短期增速有望放缓，但公司快速反应并采取有效公关措施，控制了相关负面影响的扩散，预计对即将到来的 618 大促影响有限。同时随着公司品牌势能不断释放，线下渠道外围市场持续高增长，并有望带动利润率稳步提升。考虑到舆情事件影响减弱，公司品牌势能加速由线上外溢到线下渠道，利润率拐点有望加速到来，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 3.68/4.83/6.27 (原值为 3.40/4.45/5.72) 亿元，对应 PE 为 31/24/18x，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 (2025-4-18)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
003006.SZ	百亚股份	26.92	116	0.67	0.86	1.13	1.46	40.18	31.40	23.92	18.42	19.84	1.12	优于大市
600223.SH	福瑞达	7.76	79	0.24	0.29	0.32	0.35	32.39	26.95	24.44	22.27	5.93	1.33	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	624	831	1060	营业收入	2144	3254	4366	5665	6995
应收款项	200	235	427	559	709	营业成本	1065	1523	2027	2608	3194
存货净额	173	283	314	390	471	营业税金及附加	19	26	37	48	59
其他流动资产	61	82	118	153	189	销售费用	669	1226	1661	2175	2679
流动资产合计	1214	1328	1815	2265	2761	管理费用	72	117	148	183	219
固定资产	513	660	646	622	588	研发费用	54	72	96	125	154
无形资产及其他	65	63	61	59	57	财务费用	(4)	(2)	(12)	(18)	(24)
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	2622	3045	3506	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	434	569	739
应付款项	231	309	444	574	706	营业外净收支	(1)	10	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	244	301	571	742	912	利润总额	280	339	433	568	738
流动负债合计	479	638	1016	1318	1620	所得税费用	41	51	65	85	111
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	368	483	627
长期负债合计	19	63	64	65	66	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	498	701	1080	1383	1687	净利润	238	288	368	483	627
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	1542	1662	1819	折旧摊销	55	62	67	71	73
负债和股东权益总计	1884	2151	2622	3045	3506	公允价值变动损失	(15)	(15)	(16)	(17)	(17)
						财务费用	(4)	(2)	(12)	(18)	(24)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	23	(10)	147	60	36
每股收益	0.55	0.67	0.86	1.13	1.46	其它	(11)	18	(0)	0	0
每股红利	0.30	0.55	0.64	0.84	1.10	经营活动现金流	302	326	566	596	719
每股净资产	3.23	3.38	3.59	3.87	4.24	资本开支	0	(205)	(35)	(27)	(20)
ROIC	25%	24%	34%	50%	70%	其它投资现金流	(64)	91	0	0	0
ROE	17%	20%	24%	29%	34%	投资活动现金流	(65)	(115)	(35)	(27)	(20)
毛利率	50%	53%	54%	54%	54%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBIT Margin	12%	9%	9%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(129)	(236)	(276)	(362)	(471)
收入增长	33%	52%	34%	30%	23%	其它融资现金流	75	297	(26)	0	0
净利润增长率	27%	21%	28%	31%	30%	融资活动现金流	(183)	(172)	(302)	(362)	(471)
资产负债率	26%	33%	41%	45%	48%	现金净变动	55	38	230	207	229
股息率	1.1%	2.0%	2.4%	3.1%	4.1%	货币资金的期初余额	302	356	395	624	831
P/E	48.5	40.2	31.4	23.9	18.4	货币资金的期末余额	356	395	624	831	1060
P/B	8.3	8.0	7.5	7.0	6.4	企业自由现金流	0	93	517	550	675
EV/EBITDA	37.6	34.8	27.2	21.7	17.4	权益自由现金流	0	390	501	565	695

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