

2025 年 06 月 13 日

百亚股份(003006.SZ)

投资评级：买入（首次）

——国内优质卫生巾品牌 大单品持续放量

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 11 日

收盘价（元）	29.21
一年内最高/最低（元）	34.99/19.97
总市值（百万元）	12,551.12
流通市值（百万元）	12,518.62
总股本（百万股）	429.69
资产负债率（%）	29.47
每股净资产（元/股）	3.68

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **国内一次性卫生用品行业领先的本土品牌。**公司成立于 2010 年，其主营业务为一次性个人卫生用品的研发、生产和销售，产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，旗下拥有“自由点”、“好之”、“丹宁”等具备较高品牌知名度的品牌。公司销售渠道以经销商、KA 及电商为主，坚持多品牌发展战略，致力为各年龄段消费者提供安全舒适的个人健康护理产品。根据尼尔森，以 2024 年全国销售份额计，公司自由点品牌卫生巾产品的市占率在本土卫生巾品牌中位居第二。
- **“渠道+品牌+研发”构筑核心竞争优势。**1) 渠道：深耕核心优势地区，加快电商和新兴渠道建设，以“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”营销策略，稳步拓展全国市场。分模式来看，公司主要通过经销、KA 及电商渠道进行销售，此外，公司以 ODM 模式为消费品企业设计、开发及生产卫生巾、纸尿裤等产品。分地区来看，深耕川渝云贵陕核心市场，同时加快外围省份市场拓展节奏。基于不同区域市场的开发程度及特点，公司针对性采取差异化因地制宜、协调发展，持续优化产品及渠道结构，带动公司营收的持续增长。根据尼尔森，以 2024 年全国销售份额计，在重庆、四川和云南市场销售份额位居第一，在贵州和陕西市场份额排名第二，核心五省竞争优势明显；2) 品牌：聚焦大健康系列产品，持续迭代升级以增强品牌势能。聚焦大健康系列产品，持续迭代升级以增强品牌势能。品牌建设方面，公司仍以大健康系列作为重点，以益生菌系列为代表的大健康系列产品营收增速更快，24 年公司推出益生菌 Pro 系列，用户画像层面对比来看，益生菌基础款的消费者群体以 Z 世代、小镇青年等年轻化人群为主，益生菌 Pro 更聚焦于新锐白领及资深中产等目标消费者人群。根据 C 端用户反馈及市场调研，益生菌 Pro 市场反馈及销售表现较好，迭代升级产品矩阵可扩大消费人群，实现广泛的市场覆盖，以进一步提升产品竞争力；3) 研发：加大研发投入力度，巩固行业领先的研发优势。公司针对定位中高端品牌的自由点卫生巾，除旗下无感七日、无感无忧及舒睡等核心产品系列外，公司也重点推广平衡私处微生态的益生菌系列、方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列、天然健康有机的有机纯棉系列、天然蚕丝敏感肌系列产品，在扩充中高端产品矩阵的同时也带动自主品牌卫生巾产品销售持续增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25–27 年营收 44.8/55.0/65.7 亿元，同比增速分别为 37.5%/23.0%/19.3%，归母净利润 3.8/5.0/6.1 亿元，同比增速分别为 33.8%/28.9%/23.0%，当前股价对应 PE 分别为 33/25/21 倍。我们选取同为个护公司的中顺洁柔、豪悦护理、可靠股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 63 倍，考虑到公司作为国内领先卫生巾品牌，在持续巩固核心五省优势的基础上，大力发展电商及外省区域，同时深耕大健康产品系列，中高端品类驱动均价上行，带动综合毛利率持续增长，未来随着公司持续产品创新升级及扩张品类矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争日益加剧的风险；原材料价格波动的风险；营销网络拓展的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,144	3,254	4,475	5,504	6,567
同比增长率（%）	33.00%	51.77%	37.52%	22.98%	19.33%
归母净利润（百万元）	238	288	385	496	610
同比增长率（%）	27.21%	20.74%	33.79%	28.92%	23.02%
每股收益（元/股）	0.55	0.67	0.90	1.15	1.42
ROE（%）	17.18%	19.84%	25.33%	30.98%	35.84%
市盈率（P/E）	52.68	43.63	32.61	25.30	20.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年营收 44.8/55.0/65.7 亿元,同比增速分别为 37.5%/23.0%/19.3%,归母净利润 3.8/5.0/6.1 亿元,同比增速分别为 33.8%/28.9%/23.0%,当前股价对应 PE 分别为 33/25/21 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

关键假设

卫生巾业务作为公司营收基本盘,预计 25-27 年卫生巾业务营收增速为 40%/24%/20%,基于公司积极优化卫生巾产品结构及迭代扩充产品矩阵,中高端系列产品占比持续提升,卫生巾业务毛利率或呈稳步提升趋势,预计 25-27 年卫生巾毛利率水平为 55.9%/56.1%/56.3%。

投资逻辑要点

我们选取同为个护公司的中顺洁柔、豪悦护理、可靠股份作为可比公司,根据 wind 一致预期,可比公司 2025 年 PE 为 63 倍,考虑到公司作为国内领先卫生巾品牌,在持续巩固核心五省优势的基础上,大力发展电商及外省区域,同时深耕大健康产品系列,中高端品类驱动均价上行,带动综合毛利率持续增长,未来随着公司持续产品创新升级及扩张品类矩阵,或有望进一步打开业绩增长空间。

核心风险提示

市场竞争日益加剧的风险;原材料价格波动的风险;营销网络拓展的风险。

内容目录

1. 国内领先卫生巾品牌，深耕行业十余载	5
2. “渠道+品牌+研发”构筑核心竞争优势	7
2.1. 渠道：精耕川渝优势区域，有序拓展国内市场，电商渠道建设并举	7
2.2. 品牌：聚焦大健康系列产品，持续迭代升级以增强品牌势能	8
2.3. 研发：加大研发投入力度，巩固行业领先的研发优势	9
3. 盈利预测与评级	10
3.1. 盈利预测	10
3.2. 相对估值	11
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司主要产品系列	5
图表 2: 2020-2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy	6
图表 3: 2020-2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy	6
图表 4: 2020-2025Q1 公司销售毛利率及销售净利率	6
图表 5: 2020-2025Q1 公司期间费用率情况	6
图表 6: 分产品拆分公司营收(亿元)	7
图表 7: 分产品拆分公司毛利率	7
图表 8: 公司按渠道拆分营收(亿元)	8
图表 9: 公司按渠道拆分营收(亿元)	8
图表 10: 产品益生菌 PRO 优势	9
图表 11: 产品益生菌 PRO 专利情况	9
图表 12: 公司在研项目情况	10
图表 13: 2020-2024 年公司研发人员(人)及研发人员数量占总员工比重	10
图表 14: 2016-2025Q1 研发费用(亿元)及研发费用率情况	10
图表 15: 分产品拆分公司营收预测(百万元)	11
图表 16: 公司盈利预测(百万元)	11
图表 17: 可比公司估值表	12

1. 国内领先卫生巾品牌，深耕行业十余载

国内一次性卫生用品行业领先的本土品牌。公司成立于 2010 年，其主营业务为一次性个人卫生用品的研发、生产和销售，产品包括卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，旗下拥有“自由点”（卫生巾品牌）、“好之”（婴儿纸尿裤品牌）、“丹宁”（成人失禁用品品牌）等具备较高知名度的品牌。公司销售渠道以经销商、KA 及电商为主，坚持多品牌发展战略，实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，致力为各年龄段消费者提供安全舒适的个人健康护理产品。根据尼尔森，以 2024 年全国销售额份额计，公司自由点品牌卫生巾产品的市占率在本土卫生巾品牌中位居第二，已发展为国内一次性卫生用品行业领先的本土品牌之一。

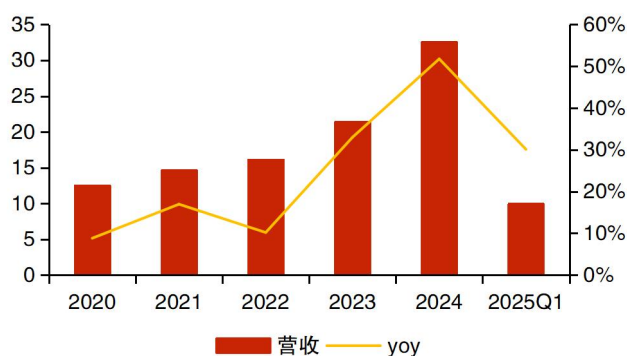
图表 1：公司主要产品系列

品类	品牌	系列名称	主要特点
卫生巾	FREEMORE	益生菌系列	产品添加可改善女性私处环境的专利益生菌 LA88，该益生菌可平衡私处微生态。
		益生菌 PRO 系列	产品表层添加天然蚕丝，3D 超导亲肤，添加专利女性益生菌 LA88+N13+益生元，促生私处有益菌、抑制私处有害菌。
		有机纯棉系列	产品采用有机纯棉表层，天然健康，极薄柔软，亲肤透气。
		敏感肌系列	产品采用天然蚕丝添加表层，含雪绒花精华，天然健康，为 0 敏而生。
	自由点	无感 7 日系列	产品具有薄、柔、吸的特性，采用超薄复合芯体结构，产品轻薄，蓬松柔软，超强吸收。
		无感无忧系列	产品采用独创的 Y 型芯体结构，结合立体悬浮设计，产品更加贴合人体股沟，减少摩擦感。
好之	婴儿纸尿裤	舒睡系列	产品具有超长超吸收的特性，舒睡 430 长度保持着行业内最长的巾身设计。
		乳木果系列	产品采用珍贵乳木果油添加面层，天然植物萃取减少皮肤刺激，温和滋润呵护宝宝肌肤。
		超薄全能系列	产品采用双层超薄柔软面层和轻薄柔韧的复合芯体结构具有超薄、透气、柔软的特性。
	丹宁	不要紧系列	（内裤式）产品采用超声波工艺设计的无束缚弹柔腰围，让婴幼儿穿着更舒适。
		健康系列	产品解决成人失禁期间的困扰，具有抑制异味、吸收性好、超强防漏的特性。
好来康	好来康	医用护理垫系列	获市药监局批准上市，尿裤型结构，多重防漏，瞬吸锁水，添加抑菌 SAP，抑味防臭。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

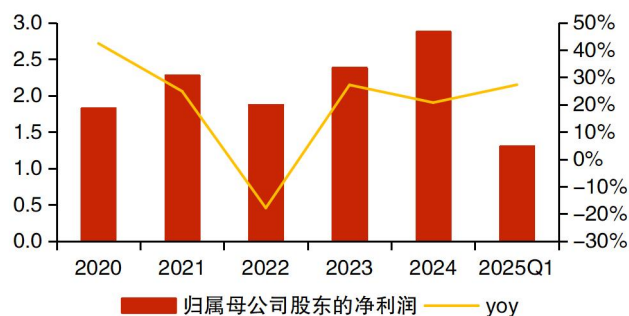
产品迭代叠加拓展渠道驱动营收及利润稳健增长。公司持续优化迭代产品，有序拓展全国市场，2020–2024 年公司营收由 12.5 亿元增长至 32.5 亿元，营业收入 CAGR 为 27.0%，同期归母净利润由 1.8 亿元增长至 2.9 亿元，归母净利润 CAGR 为 12.0%。25Q1 公司实现营收 10.0 亿元，同比增长 30.1%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 27.3%，综合毛利率为 53.3%，同比下滑小幅 1.0pct，主因系渠道结构及收入占比变化影响，从产品端看，25Q1 公司自由点卫生巾实现营收 9.51 亿元，同比增长 35.8%，高于公司整体营收增速，且定位中高价位的大健康系列产品增速更快。

图表 2：2020-2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy



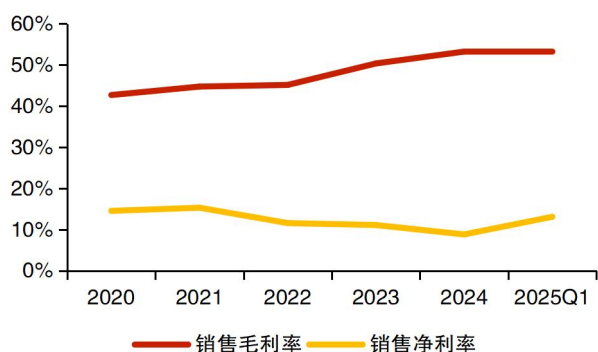
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 3：2020-2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy



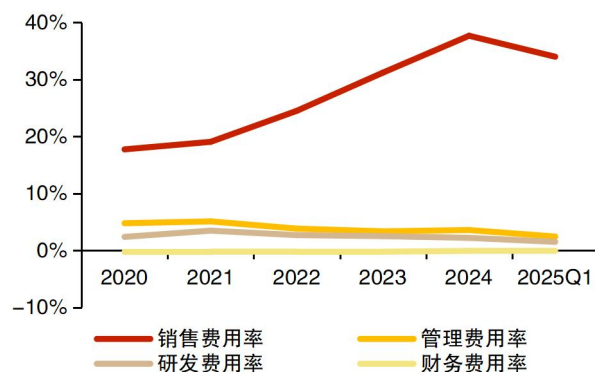
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 4：2020-2025Q1 公司销售毛利率及销售净利率



资料来源：wind, 华源证券研究所

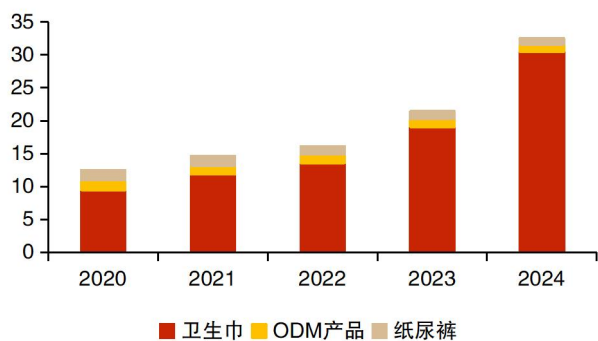
图表 5：2020-2025Q1 公司期间费用率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

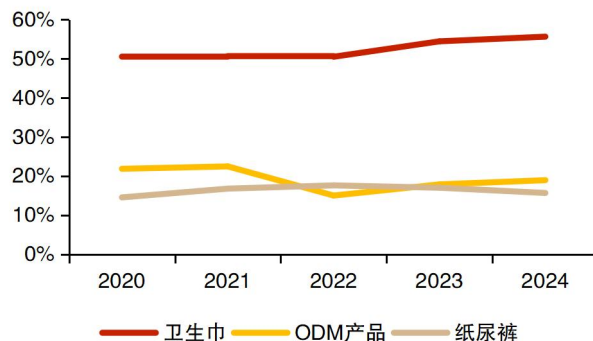
持续聚焦卫生巾系列产品，持续优化产品结构提升盈利水平。拆分营收来看，2024 年卫生巾/ODM/纸尿裤分别贡献营收 30.5/1.1/0.9 亿元，分别同比变动+59.9%/-6.1%/-20.5%，卫生巾系列构成公司收入基本盘，其营收占比由 2020 年的 75.7%增长至 2024 年的 93.6%；**拆分毛利率来看**，2024 年卫生巾/ODM/纸尿裤毛利率分别为 55.6%/19.0%/15.7%，分别同比变动+1.2pct/+1.1pct/-1.3pct，公司持续优化卫生巾产品结构，中高端系列产品占比持续提升驱动综合毛利率稳健增长。

图表 6：分产品拆分公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：分产品拆分公司毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. “渠道+品牌+研发” 构筑核心竞争优势

2.1. 渠道：精耕川渝优势区域，有序拓展国内市场，电商渠道建设并举

深耕核心优势地区，加快电商和新兴渠道建设，以“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”营销策略，稳步拓展全国市场。

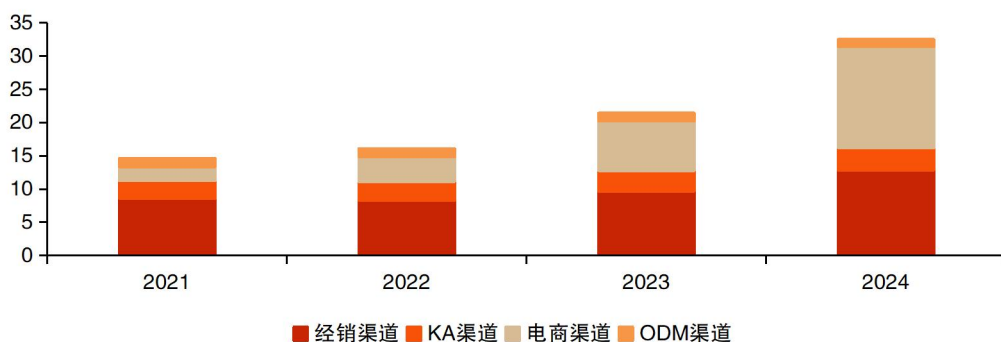
分模式来看，公司主要通过经销、KA 及电商渠道进行销售，此外，公司以 ODM 模式为消费品企业设计、开发及生产卫生巾、纸尿裤等产品。

1) **经销模式**：公司与经销客户签订经销合同，以卖断方式向经销商销售产品，经销商在合同约定的地域内通过其下游零售终端将产品销售给终端消费者。经销渠道贡献营收由 2021 年的 8.6 亿元增至 2024 年的 12.8 亿元，CAGR 为 14.5%，2024 年经销渠道占总营收比重达 39.5%，基于经销模式，公司凭借经销商的渠道资源开拓市场，迅速提升品牌知名度，实现快速扩张。

2) **KA 模式**：公司与 KA 客户的总部或区域性总部洽谈合作事宜，签订年度框架销售合同，由 KA 客户主要采用委托代销的方式直接向终端消费者销售公司产品。KA 渠道贡献营收由 2021 年的 2.7 亿元增至 2024 年的 3.3 亿元，CAGR 为 7.6%，2024 年 KA 渠道占总营收比重为 10.2%，当前公司 KA 客户涵盖永辉超市、沃尔玛、重庆百货、华润万家等国内外知名的大型连锁超市及大卖场，KA 渠道通过绑定优质头部客户持续提升品牌广域度。

3) **电商模式**：公司通过抖音直播电商和在天猫、拼多多、京东等电商平台上开设官方旗舰店或专营店向消费者销售商品，并拓展电商平台分销体系，此外，公司仍通过美团、饿了么等 O2O 即时零售平台，进一步拓展营销渠道以实现更广的市场覆盖。公司聚焦资源，加大主要电商平台的营销及品牌投入，快速提升品牌知名度，持续推动电商渠道快速增长，电商渠道贡献营收由 2021 年的 2.1 亿元增至 2024 年的 15.2 亿元，CAGR 为 93.7%，2024 年电商渠道占总营收比重为 46.9%。

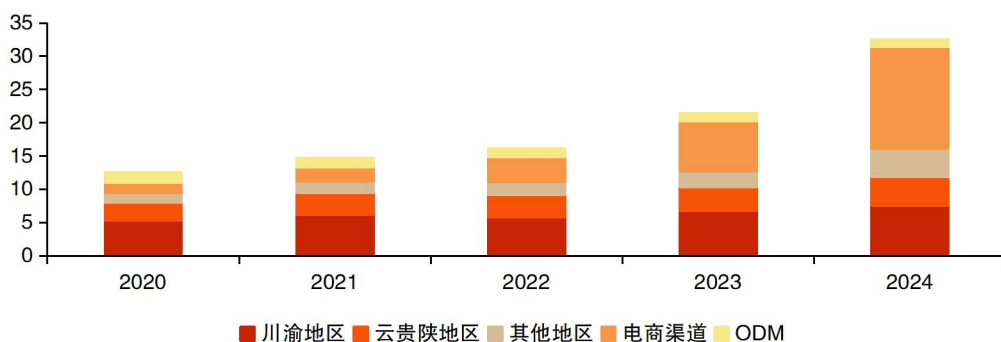
图表 8：公司按渠道拆分管收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

分地区来看，深耕川渝云贵陕核心市场，同时加快外围省份市场拓展节奏。基于不同区域市场的开发程度及特点，公司针对性采取差异化因地制宜、协调发展，持续优化产品及渠道结构，带动公司营收的持续增长。一方面深耕川渝云贵陕核心市场，2024 年川渝地区/云贵陕收入分别为 7.6/4.3 亿元，分别占总营收比重为 23.2%/13.1%。根据尼尔森，以 2024 年全国销售额份额计，在重庆、四川和云南市场销售份额位居第一，在贵州和陕西市场份额排名第二，核心五省竞争优势明显；另一方面加快外围省份市场拓展节奏，公司锁定广东、湖南、湖北、河北、江苏等省份作为重点区域，2024 年线下外围省份实现营收 4.3 亿元，同比大幅增长 82.1%。

图表 9：公司按渠道拆分管收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 品牌：聚焦大健康系列产品，持续迭代升级以增强品牌势能

聚焦大健康系列产品，持续迭代升级以增强品牌势能。品牌建设方面，公司仍以大健康系列作为重点，以益生菌系列为代表的大健康系列产品营收增速更快，24 年公司推出益生菌 Pro 系列，用户画像层面对比来看，益生菌基础款的消费者群体以 Z 世代、小镇青年等年轻化人群为主，益生菌 Pro 更聚焦于新锐白领及资深中产等目标消费者人群。根据 C 端用户反

馈及市场调研，益生菌 Pro 市场反馈及销售表现较好，迭代升级产品矩阵可扩大消费人群，实现广泛的市场覆盖，以进一步提升产品竞争力。

图表 10：产品益生菌 PRO 优势



资料来源：淘宝，华源证券研究所

图表 11：产品益生菌 PRO 专利情况



资料来源：淘宝，华源证券研究所

2.3. 研发：加大研发投入力度，巩固行业领先的研发优势

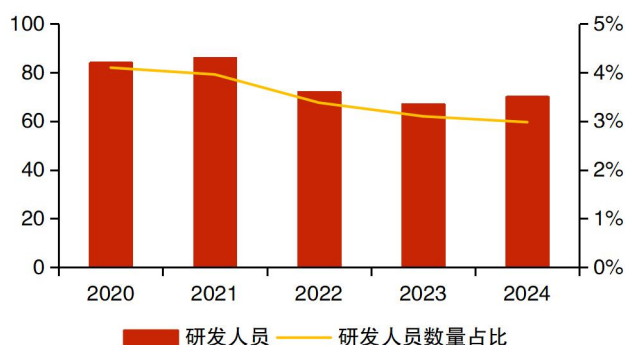
持续加大研发投入力度，巩固行业领先的研发优势。公司依托持续多年的行业经验，深度洞察消费者细分需求，优化调整产品结构，并加大中高端产品的研发力度。具体而言，公司针对定位中高端品牌的自由点卫生巾，除旗下无感七日、无感无忧及舒睡等核心产品系列外，公司也重点推广平衡私处微生态的益生菌系列、方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列、天然健康有机的有机纯棉系列、天然蚕丝敏感肌系列产品，在扩充中高端产品矩阵的同时也带动自主品牌卫生巾产品销售持续增长。25Q1 公司投入研发费用 0.15 亿元，研发费用率达 1.5%，24 年新增各类专利 15 项。公司持续研发创新并升级迭代多款产品，巩固行业领先的研发优势，为公司长期稳健发展注入动能。

图表 12：公司在研项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
益生菌升级产品研究	对益生菌系列产品进行升级，提升益生菌功效，为女性带来更科学专业的经期护理体验	完结	调解菌群微生态平衡，改善女性私处菌群状况	培育高端卫生巾业务，丰富公司卫生巾产品线
穿脱便捷安睡裤研究	减轻安睡裤腰部、腿部压力负担，升级穿脱体验	完结	采用特殊工艺设计，实现穿戴稳定性的同时，显著提升整体穿着体验	提升产品竞争力，优化用户体验
新型芯体探索研究	开展防变形发泡芯体研究，提升产品使用体验	在研	开发应用于高端卫生巾产品的新型吸收芯体	提高核心系列产品专业化技术竞争力
舒适度裤型产品研究	对现有裤型产品进行产品结构升级研究	在研	开发不同场景下的卫生护理用品，提高产品舒适度	培育高端卫生巾业务，丰富公司卫生巾产品线
高性能材料应用研究	对高倍透气防水材料、高吸收性无纺布材料等在新产品中的应用研究	在研	新材料应用，以提高产品透气性、提高吸收速度	培育高端卫生巾业务，丰富公司卫生巾产品线
功能性卫生用品开发研究	开发可缓解女性经期疼痛、调理经期生态的功能性卫生巾产品	在研	开发功能性卫生巾系列产品，丰富公司产品线	培育高端卫生巾业务，丰富公司卫生巾产品线
智能化产品探索研究	智能监控健康型卫生巾探索研究	在研	利用当前的智能化技术，探索新应用领域	培育高端卫生巾业务，丰富公司卫生巾产品线

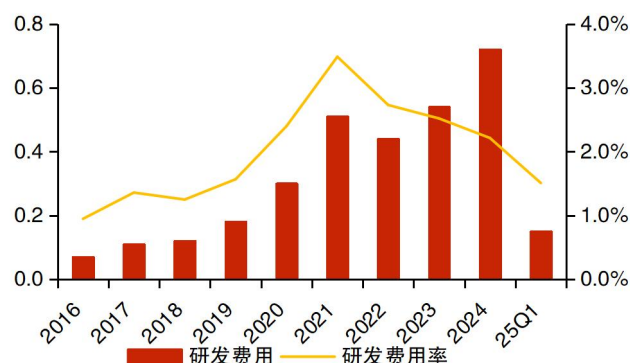
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2020-2024 年公司研发人员（人）及研发人员数量占总员工比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2016-2025Q1 研发费用（亿元）及研发费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

关键假设：卫生巾业务作为公司营收基本盘，预计 25-27 年卫生巾业务营收增速为 40%/24%/20%，基于公司积极优化卫生巾产品结构及迭代扩充产品矩阵，中高端系列产品占比持续提升，卫生巾业务毛利率或呈稳步提升趋势，预计 25-27 年卫生巾毛利率水平为 55.9%/56.1%/56.3%。

图表 15：分产品拆分公司营收预测（百万元）

时间	2023	2024	2025E	2026E	2027E
卫生巾					
收入	1,905.47	3,047.01	4,265.82	5,289.61	6,347.54
yoy	40.27%	59.91%	40.00%	24.00%	20.00%
毛利率	54.43%	55.62%	55.90%	56.10%	56.30%
ODM					
收入	121.15	113.74	116.02	119.50	124.28
yoy	-7.26%	-6.11%	2.00%	3.00%	4.00%
毛利率	17.87%	18.95%	19.10%	19.20%	19.30%
纸尿裤					
收入	117.53	93.48	93.48	94.42	95.36
yoy	-4.52%	-20.46%	0.00%	1.00%	1.00%
毛利率	17.02%	15.68%	15.60%	15.60%	15.60%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 25-27 年营收 44.8/55.0/65.7 亿元，同比增速分别为 37.5%/23.0%/19.3%，归母净利润 3.8/5.0/6.1 亿元，同比增速分别为 33.8%/28.9%/23.0%，当前股价对应 PE 分别为 33/25/21 倍。

图表 16：公司盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2144.15	3254.24	4475.32	5503.53	6567.17
营业收入 yoy	33.00%	51.77%	37.52%	22.98%	19.33%
归母净利润	238.25	287.67	384.87	496.17	610.37
归母净利润 yoy	27.21%	20.74%	33.79%	28.92%	23.02%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同为个护公司的中顺洁柔、豪悦护理、可靠股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 63 倍，考虑到公司作为国内领先卫生巾品牌，在持续巩固核心五省优势的基础上，大力发展电商及外省区域，同时深耕大健康产品系列，中高端品类驱动均价上行，带动综合毛利率持续增长，未来随着公司持续产品创新升级及扩张品类矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/6/11	25E	26E	27E		25E	26E	27E
002511.SZ	中顺洁柔	7.05	0.20	0.24	0.25		35.25	29.38	28.20
605009.SH	豪悦护理	68.70	3.14	3.59	4.12		21.88	19.14	16.67
301009.SZ	可靠股份	15.74	0.12	0.16	0.20		131.17	98.38	78.70
平均值							62.77	48.96	41.19
003006.SZ	百亚股份	29.21	0.90	1.15	1.42		32.61	25.30	20.56

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价及 eps 为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，百亚股份盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

1) 市场竞争日益加剧的风险：一次性卫生用品行业市场化竞争程度较高，叠加电商渠道营销方式多元化，若公司不能及时把握消费者需求及营销趋势变化，并制定相应发展战略，或对公司业绩产生不利影响；

2) 原材料价格波动的风险：公司生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子、膜、胶、无尘纸和浆板等，合计占公司采购总额的比重在 60%左右，若未来浆板或石油价格出现大幅波动，或将增加公司成本压力，进而对公司盈利能力造成不利影响；

3) 营销网络拓展的风险：公司在川渝及周边地区一次性卫生用品市场享有较高品牌知名度，若公司未来不能持续发挥品牌优势持续在核心五省区域维持增长，或拓展其他市场未达到预期，可能对公司业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	395	449	528	645
应收票据及账款	248	319	359	387
预付账款	30	37	41	45
其他应收款	16	20	23	25
存货	283	338	376	405
其他流动资产	356	368	382	396
流动资产总计	1,328	1,529	1,709	1,903
长期股权投资	21	21	21	22
固定资产	639	660	673	680
在建工程	34	30	26	21
无形资产	63	76	102	128
长期待摊费用	2	6	5	5
其他非流动资产	64	82	86	90
非流动资产合计	823	874	914	947
资产总计	2,151	2,404	2,623	2,850
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	309	405	479	550
其他流动负债	329	417	481	536
流动负债合计	638	822	960	1,086
长期借款	4	3	3	2
其他非流动负债	59	59	59	59
非流动负债合计	63	62	61	61
负债合计	701	885	1,021	1,147
股本	429	430	430	430
资本公积	270	276	276	276
留存收益	750	814	896	998
归属母公司权益	1,450	1,519	1,602	1,703
少数股东权益	0	0	0	-1
股东权益合计	1,450	1,519	1,602	1,703
负债和股东权益合计	2,151	2,404	2,623	2,850

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	288	361	472	586
折旧与摊销	66	82	95	102
财务费用	-2	-1	-2	-2
投资损失	-5	-7	-7	-7
营运资金变动	-36	54	47	59
其他经营现金流	15	28	28	28
经营性现金净流量	325	517	634	766
投资性现金净流量	-45	-148	-141	-141
筹资性现金净流量	-237	-314	-413	-508
现金流量净额	42	54	79	117

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,254	4,475	5,504	6,567
营业成本	1,523	2,054	2,498	2,955
税金及附加	26	39	48	57
销售费用	1,226	1,674	2,053	2,450
管理费用	117	157	187	217
研发费用	72	103	132	164
财务费用	-2	-1	-2	-2
资产减值损失	-3	-16	-20	-24
信用减值损失	-3	-15	-19	-22
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	7	7	7
公允价值变动损益	11	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	27	19	19	19
营业利润	329	446	575	707
营业外收入	13	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	339	447	576	709
所得税	51	62	80	99
净利润	288	385	496	610
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	288	385	496	610
EPS(元)	0.67	0.90	1.15	1.42

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	51.77%	37.52%	22.98%	19.33%
营业利润增长率	17.17%	35.40%	29.02%	23.08%
归母净利润增长率	20.74%	33.79%	28.92%	23.02%
经营现金流增长率	-1.86%	58.88%	22.62%	20.92%
盈利能力				
毛利率	53.19%	54.10%	54.60%	55.01%
净利率	8.84%	8.60%	9.01%	9.29%
ROE	19.84%	25.33%	30.98%	35.84%
ROA	13.37%	16.01%	18.92%	21.42%
估值倍数				
P/E	43.63	32.61	25.30	20.56
P/S	3.86	2.80	2.28	1.91
P/B	8.66	8.26	7.84	7.37
股息率	1.88%	2.56%	3.30%	4.05%
EV/EBITDA	24	23	18	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。