

公司研究 | 点评报告 | 百亚股份 (003006.SZ)

百亚股份跟踪：三问三答重申价值

报告要点

本文针对市场关切展开三方面探讨，具体来看：1) 抖音部分品牌加投并非意味着行业竞争全面加剧，且百亚正逐步减少对抖音渠道的依赖；2) 高后悔成本品类全局品控有难度，新进入者仍需自证；3) 贡献公司利润及未来弹性的渠道盈利趋势预期变化不大。公司成长逻辑并未改变，坚定看好。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

百亚股份 (003006.SZ)

2025-07-01

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

百亚股份跟踪：三问三答重申价值

事件描述

近期公司股价有所回调，而公司长期成长路径和趋势并未发生变化。

事件评论

一问：卫生巾行业竞争持续加剧？抖音部分品牌加投并不意味着行业竞争全面加剧，且百亚正逐步减少对抖音渠道的依赖。

- 从去年底开始，以淘淘氧棉、她研社等为代表的业内品牌效仿百亚思路在抖音加投，以及今年艺人黄子韬新推品牌朵薇、东方甄选等亦跨界入局。我们认为：
- 1) 抖音是新品牌起势的重要渠道，但其之于新老品牌势能弯道超车的红利窗口本身存在周期。伴随平台 ROI 逐步下降，以及 GMV 增速趋于放缓，各方在抖音的角逐亦将逐步退坡。2) 以天猫为代表的平台类电商平台与线下渠道的竞争格局延续国货崛起趋势，传统渠道的核心壁垒在于品牌认知下的自然复购，这是非头部品牌难以靠短期加投来达成的，即在抖音起势的品牌如若没有出色的产品与团队承接，将难以形成稳定而持续的转化；百亚在传统渠道的核心竞对仍为势能式微的品牌，公司线下渠道的地推能力强，叠加新品加持，线下正处于快速扩张阶段。3) 百亚正逐步减少对抖音渠道的依赖，公司前期已充分享受抖音 GMV 高增的品宣和拉新等红利，当前电商策略为抖音平台追求高质量增长，在维持第 1 名的前提下优化费效比，并加速拓展天猫等平台及线下渠道。

二问：产品端低壁垒？高后悔成本品类全局品控有难度，新进入者仍需自证；且研发积淀重要。

- 卫生巾产品的使用与女性健康息息相关，因此体现出强品牌粘性。近年来部分品牌创新产品，是在保障卫生巾的基础性能（吸收性、干爽、薄、柔等）的前提下，更侧重健康和使用体验迭代出的新产品，得到了消费者尤其是年轻群体的青睐，其中产品力的提升是核心，而原材料、加工制造、流通渠道等全链条对品质的把控则提供保障。相比之下，部分新进入者的经验积淀相对有限，在营销光环之外的品控能力尚待检验。同时消费者对“功效类”产品仍有扎实拥趸，如百亚益生菌系列具备改善健康功效，而这需要长期持续的研发投入与积累，且可持续推新迭代高势能产品有助于不断强化品牌力。

三问：公司盈利改善节奏受扰动？贡献公司利润及未来弹性的渠道盈利趋势预期变化不大。

- 产品端结构优化持续改善毛利结构，益生菌等大健康系列占比不断提升。渠道端：1) 线下核心五省：贡献利润的主要渠道，后续收入稳步增长、利润率稳步提升预期不变；2) 线下外围地区：规模效应及复购基础改善助推各市场盈利逐步提升，去年湖南已经盈利，今年重点省份有望相继迈入盈亏平衡，第二梯队省份有望超预期；3) 电商：ROI 前期受舆情影响，当前影响或已消除，后续延续盈利改善预期，且抖音占比下降带来结构性贡献。
- 成长逻辑不改，坚定看好。公司数次证明价值，从抖音延续第 1、天猫与线下外围提速、高端产品更快增长、各渠道盈利质量持续优化等。当前正值公司从高速增长到高质量增长阶段切换，中长期维度盈利弹性释放持续可期。预计公司 2025/2026 年归母净利润 3.8/5.1 亿元，对应 PE 31/23x；公司兼具高分红，2024 年分红率 82%，维持“买入”评级。

风险提示

1、舆情缓和进度低于预期；2、行业竞争格局恶化；3、公司渠道拓展不及预期。

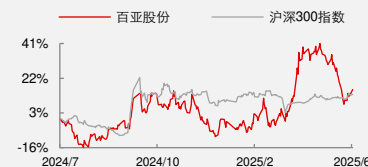
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	27.38
总股本(万股)	42,965
流通A股/B股(万股)	42,857/0
每股净资产(元)	3.68
近12月最高/最低价(元)	34.99/19.97

注：股价为 2025 年 6 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《百亚股份 2025Q1 点评：Q1 业绩超预期，期待规模效应提升后的盈利弹性》2025-04-21
- 《百亚股份 2024A 点评：风物长宜放眼量》2025-03-24
- 《百亚股份 2024Q3 点评：收入高增且亮点纷呈，盈利 Q4 释放可期，必选龙头持续进阶》2024-10-20



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**舆情缓和进度低于预期：**若短期舆情缓和较慢，将对品牌终端动销以及费效比水平产生扰动。
- 2、**行业竞争格局恶化：**若女性卫生用品行业线上线下竞争持续加剧，公司费用端投入力度或维持高位，或对公司盈利改善趋势造成一定影响。
- 3、**公司渠道拓展不及预期：**若公司线上多平台、线下多渠道及由西南至全国的拓展进度不及预期，将影响公司收入增速。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3254	4300	5377	6628	货币资金	395	652	1043	1603
营业成本	1523	1975	2430	2951	交易性金融资产	332	332	332	332
毛利	1731	2325	2947	3678	应收账款	219	289	362	446
%营业收入	53%	54%	55%	55%	存货	283	366	451	548
营业税金及附加	26	35	44	54	预付账款	30	39	48	59
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	68	82	97	114
销售费用	1226	1634	2043	2519	流动资产合计	1328	1761	2334	3102
%营业收入	38%	38%	38%	38%	长期股权投资	21	22	23	25
管理费用	117	146	183	225	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	626	735	833	922
研发费用	72	90	113	139	无形资产	63	61	59	57
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-2	-6	-7	-8	递延所得税资产	24	24	24	24
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	88	108	128	148
加: 资产减值损失	-3	3	3	3	资产总计	2151	2712	3402	4278
信用减值损失	-3	-1	-1	-1	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0	应付款项	309	401	494	599
投资收益	5	2	3	3	预收账款	0	0	0	0
营业利润	329	450	601	789	应付职工薪酬	55	71	87	106
%营业收入	10%	10%	11%	12%	应交税费	2	2	3	3
营业外收支	10	0	0	0	其他流动负债	273	343	413	494
利润总额	339	450	601	789	流动负债合计	638	817	996	1202
%营业收入	10%	10%	11%	12%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	51	68	91	120	应付债券	0	0	0	0
净利润	288	381	510	670	递延所得税负债	29	29	29	29
归属于母公司所有者的净利润	288	381	510	671	其他非流动负债	34	34	34	34
少数股东损益	0	0	0	-1	负债合计	701	879	1059	1264
EPS (元)	0.67	0.89	1.19	1.56	归属于母公司所有者权益	1450	1832	2343	3015
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	-1
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1450	1832	2343	3014
经营活动现金流净额	325	453	588	755	负债及股东权益	2151	2712	3402	4278
取得投资收益收回现金	0	2	3	3	基本指标				
长期股权投资	-1	-1	-1	-1		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-151	-197	-197	-197	每股收益	0.67	0.89	1.19	1.56
其他	107	0	-1	-1	每股经营现金流	0.76	1.06	1.37	1.76
投资活动现金流净额	-45	-196	-196	-196	市盈率	35.81	30.84	23.08	17.53
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.10	6.42	5.02	3.90
股权融资	3	0	0	0	EV/EBITDA	26.26	22.49	16.54	12.18
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	13.4%	14.1%	15.0%	15.7%
筹资成本	-236	0	0	0	净资产收益率	19.8%	20.8%	21.8%	22.3%
其他	-5	0	0	0	净利率	8.8%	8.9%	9.5%	10.1%
筹资活动现金流净额	-237	0	0	0	资产负债率	32.6%	32.4%	31.1%	29.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	43	257	391	560	总资产周转率	1.51	1.59	1.58	1.55

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。