

百亚股份(003006)

报告日期: 2025 年 08 月 09 日

盈利拐点有望兑现，成长迎来求质新篇

——百亚股份点评报告

投资要点

□ 一句话逻辑

公司是加速全国扩张的区域卫生巾龙头，线上渠道格局拐点+线下渠道规模效应释放驱动公司业绩增长超预期。

□ 超预期点

1、公司线上策略优化经营质量提升，线上收入和盈利修复或超预期

市场担心：线上竞争持续加剧，扰动公司线上渠道成长的同时迫使公司持续加大流量投入，线上渠道盈利难有提升。

我们认为 618 是卫生巾赛道线上竞争压力最大的窗口期、后续格局趋于优化，叠加公司线上打法优化，盈利有望修复：

1) 为什么我们看好线上竞争趋缓？线上“投流税”限制非理性流量投入。政策规定企业产生的线上投流费用被归为广告&业务宣传费，其税前扣除额度不得超过年度营业收入的 15%，超出部分预计征企业所得税。一方面前期部分企业将投流费用计入营业成本科目如技术服务费、获客成本等，后续这部分企业的投流行为将得到规范；同时前期部分企业不理性的投流行为也将得到限制，烧钱买流量将面临高昂税费。因此从竞争角度看，利好投流规范且运营能力优异的头部品牌，且线上平台的 ROI 有望回归，带动线上盈利提升。

2) 为什么我们看好百亚线上盈利修复？公司线上策略优化，对 ROI 的重视度明显上升。我们认为公司上半年线上增长承压也有部分受策略调整影响。公司今年线上策略更重视 ROI，对于电商渠道追求高质量增长，进一步构建公司在线上的运营能力壁垒。从最新表现来看，根据蝉妈妈数据，7 月抖音 GMV 同比+5%，8 月至今同比+50%+，表现已现回暖趋势。同时我们预计公司线上平台的 ROI 水平也处于持续修复趋势之中。

2、外围省份规模效应释放兑现盈利拐点，驱动公司未来业绩增长超预期

市场担心：线上渗透率提升挤压线下份额，同时线上的竞争加剧后续会传导至线下渠道。

我们认为线下渠道仍为女性卫品基本盘和下半场的主战场，且线下经营壁垒明显高于线上，百亚凭借在线下渠道的精耕和深厚卡位全国扩张有望加速，帮助外围省份规模效应释放兑现盈利弹性。

1) 为什么我们认为线下仍为主战场？线下外卖平台大战，或催化消费者购买由线上向线下即时零售转移。近期美团、京东、饿了么等外卖平台促销力度加大，通过外卖即时零售形式购买商品可享受大额补贴。在外卖大额补贴下，部分商品在线上平台已无明显价格优势，且在配送时效方面还落后于即时零售。因此我们认为线下外卖平台大战或催化一部分消费者的购买行为由线上向线下即时零售切换，互联网品牌在线下布局不足的劣势被放大，更利好百亚这类在线下渠道卡位深厚的品牌。

2) 为什么我们认为公司线下有望兑现盈利拐点？线下盈利提升非线性，伴随规模迈过盈亏平衡点盈利弹性有望加速兑现。线下渠道的多数费用为固定费用，可被规模充分摊薄。因此线下外围省份的盈利提升非线性。从目前外围省份增长趋势看，25Q1 公司外围省份同比+125%，仍处于高速增长期。因此我们预计伴随

投资评级：买入(维持)

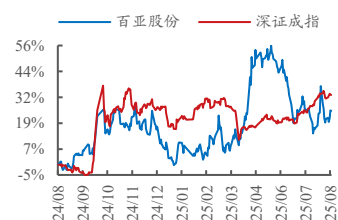
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：褚远熙
执业证书号：S1230524090009
chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.75
总市值(百万元)	11,493.08
总股本(百万股)	429.65

股票走势图



相关报告

- 1 《25Q1 业绩表现大超预期，品牌势能进入收获期》 2025.04.21
- 2 《舆情致业绩短期承压，看好公司品牌势能修复》 2025.03.24
- 3 《收入延续强势能，看好 Q4 旺季费用率回落、盈利改善》 2024.10.21

外围省份规模的快速增长，重点外围省份市场于今年有望迈过盈亏平衡点，后续伴随规模效应的逐步释放，盈利弹性有望兑现，驱动公司迎来盈利拐点。

□ 检验指标与催化剂

检验指标：公司线上平台 ROI、外围省份增速、外围省份净利率；

催化剂：公司中高端益生菌新品上市、公司抖音、天猫高频数据修复、公司财报表现超预期等。

□ 盈利预测及估值

公司为川渝走向全国的国产卫生巾龙头，伴随线上策略优化&经营质量提升以及线下渠道的规模效应逐步释放，我们认为公司有望迎来盈利弹性释放的发展新篇。从短期节奏上看，我们认为 25Q2 受制于舆情的影响、线上竞争加剧、公司策略仍处于优化调整期等多重因素，为全年业绩低点。目前从线上渠道高频数据等多角度看，均已看到明显积极变化，因此我们认为若股价对 Q2 业绩有反应则为绝佳布局时机。我们预计 25-27 年公司收入 41.11/ 51.84/ 64.86 亿元，同比 +26.33%/ +26.10%/ +25.11%；归母净利润 3.69/ 5.21/ 7.16 亿元，同比 +28.20%/ +41.27%/ +37.43%。当前市值对应 PE 分别为 31X/ 22X/ 16X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

渠道拓展不及预期；新品推广效果不及预期；行业竞争加剧；消费需求疲弱等

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,254	4,111	5,184	6,486
(+/-) (%)	51.77%	26.33%	26.10%	25.11%
归母净利润	288	369	521	716
(+/-) (%)	20.74%	28.20%	41.27%	37.43%
每股收益(元)	0.67	0.86	1.21	1.67
P/E	39.95	31.17	22.06	16.05

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,328	1,396	1,546	1,727
现金	395	343	270	287
交易性金融资产	332	352	362	372
应收账款	219	339	394	509
其它应收款	16	20	25	30
预付账款	30	36	42	50
存货	283	273	406	420
其他	52	33	47	58
非流动资产	823	918	958	945
金融资产类	22	22	22	22
长期投资	21	21	21	21
固定资产	626	727	771	763
无形资产	63	61	59	57
在建工程	34	31	28	25
其他	56	56	56	56
资产总计	2,151	2,314	2,504	2,672
流动负债	638	802	992	1,160
短期借款	0	0	0	0
应付款项	309	354	463	526
预收账款	0	0	0	0
其他	329	448	529	633
非流动负债	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0
其他	63	63	63	63
负债合计	701	865	1,055	1,222
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,450	1,449	1,449	1,449
负债和股东权益	2,151	2,314	2,504	2,672

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	325	472	546	775
净利润	288	369	521	716
折旧摊销	66	55	60	63
财务费用	1	0	0	0
投资损失	(5)	(14)	(16)	(15)
营运资金变动	(31)	49	(38)	2
其它	6	13	18	9
投资活动现金流	(45)	(155)	(97)	(42)
资本支出	(151)	(149)	(103)	(47)
长期投资	106	(20)	(10)	(10)
其他	0	14	15	15
筹资活动现金流	(237)	(369)	(521)	(716)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(237)	(369)	(521)	(716)
现金净增加额	42	(52)	(73)	17

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,254	4,111	5,184	6,486
营业成本	1,523	1,901	2,360	2,880
营业税金及附加	26	36	44	54
营业费用	1,226	1,553	1,927	2,404
管理费用	117	149	186	232
研发费用	72	92	115	143
财务费用	(2)	(20)	(17)	(13)
资产减值损失	(3)	(7)	(7)	(6)
公允价值变动损益	11	0	0	0
投资净收益	5	14	16	15
其他经营收益	27	33	46	51
营业利润	329	433	617	841
营业外收支	10	2	(3)	3
利润总额	339	435	614	844
所得税	51	66	93	128
净利润	288	369	521	716
少数股东损益	0	(0)	0	(0)
归属母公司净利润	288	369	521	716
EBITDA	378	476	667	894
EPS（最新摊薄）	0.67	0.86	1.21	1.67

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	51.77%	26.33%	26.10%	25.11%
营业利润	17.17%	31.58%	42.45%	36.33%
归属母公司净利润	20.74%	28.20%	41.27%	37.43%
获利能力				
毛利率	53.19%	53.77%	54.48%	55.59%
净利率	8.84%	8.97%	10.05%	11.04%
ROE	19.84%	25.44%	35.95%	49.40%
ROIC	17.86%	24.12%	34.78%	47.58%
偿债能力				
资产负债率	32.60%	37.37%	42.12%	45.75%
净负债比率	-25.03%	-21.45%	-16.43%	-17.60%
流动比率	2.08	1.74	1.56	1.49
速动比率	1.55	1.31	1.06	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.61	1.84	2.15	2.51
应收账款周转率	16.87	17.97	18.45	18.33
应付账款周转率	5.64	5.73	5.77	5.82
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.86	1.21	1.67
每股经营现金	0.76	1.10	1.27	1.80
每股净资产	3.37	3.37	3.37	3.37
估值比率				
P/E	39.95	31.17	22.06	16.05
P/B	7.93	7.93	7.93	7.93
EV/EBITDA	26.26	23.49	16.86	12.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>