

百亚股份 (003006.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q 外围开拓表现靓丽，看好线上提效/全国化加速扩张

业绩简评

8 月 15 日，公司披露 2025 年半年报，25H1 实现营收 17.64 亿元，同比+15.12%；归母净利润 1.88 亿元，同比+4.64%。其中 Q2 单季度实现营收 7.7 亿元，同比+0.18%；归母净利润 0.57 亿元，同比-25.5%；归母净利率 7.5%，同比-2.58pct。

经营分析

健康&裤型品类亮眼，外围省份扩张成效显著。1) 从产品端看，25H1 自由点产品实现营收 16.87 亿元，同比+20.5%，主要源于高附加值产品放量，益生菌、有机纯棉等大健康系列增速领先，卫生裤产品凭借薄型舒适特性获市场认可，裤型卫生巾收入贡献显著提升。2) 分渠道来看，25H1 川渝/云贵陕/外围/电商渠道营收 4.26/2.78/4.3/5.92 亿元（同比 13.07%/+14.65%/+124.15%/-9.44%），核心区域以外省份爆发式增长；线上收入同比下降主要系 315 期间舆情扰动&边际竞争加剧，Q3 已逐步恢复常态。

舆论事件短期线上 ROI 承压、盈利能力短期承压，但品牌及渠道建设力度延续。25H1 毛利率 53.2%，同比-1.2pct，销售费用 6.42 亿元，其中营销推广 4.64 亿元（同比+26.1%），其中 25Q2 销售/管理/研发费用率分别为 39.5%/13.6%/2.4%，同比+3.38pct/-0.56pct/+0.11pct，公司正加码品牌与渠道投入力度，预计后续有望进一步提升线上销售运营效率、保持又好又快的发展。

短期依托新品渗透，中长期依旧看好线下外围渠道开拓进程加速。公司短期预计可依托长期持续研发&推新迭代强化品牌力，2H 新品或加速对增量人群/价格带的进一步渗透，目前线上已试销新品仍聚焦大健康赛道（含天然维 E 角鲨烷）；中长期核心在于加速全国布局渗透&中高端品牌升级，我们认为线下渠道成长进程仍在加速，百亚具备优秀而灵活的组织机制和能力，在构建和加强中的外围经销渠道体系，在国货卫生巾品牌中仍具备稀缺性。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为本土头部区域品牌借助产品优化、渠道开拓持续成长动能，预计公司 25-27 年归母净利分别为 3.6、4.6、6.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 32、25、19X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；跨区域扩张不及预期的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：29.68 元

相关报告：

1. 《百亚股份公司点评：业绩超预期，外围加速开拓、2H 起关注盈利弹...》，2025.4.20
2. 《百亚股份公司点评：收入表现靓丽，电商高质成长、外围加速开拓可...》，2025.3.22



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,144	3,254	3,974	4,752	5,703
营业收入增长率	33.00%	51.77%	22.12%	19.58%	20.01%
归母净利润(百万元)	238	288	358	459	599
归母净利润增长率	27.21%	20.74%	24.44%	28.24%	30.54%
摊薄每股收益(元)	0.555	0.670	0.834	1.069	1.396
每股经营性现金流净额	0.77	0.76	1.09	1.30	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.18%	19.84%	22.47%	25.19%	28.24%
P/E	27.32	35.80	32.28	25.17	19.28
P/B	4.69	7.10	7.26	6.34	5.45

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,612	2,144	3,254	3,974	4,752	5,703
增长率	33.0%	51.8%	22.1%	19.6%	20.0%	
主营业务成本	-885	-1,065	-1,523	-1,875	-2,249	-2,664
%销售收入	54.9%	49.7%	46.8%	47.2%	47.3%	46.7%
毛利	727	1,079	1,731	2,099	2,503	3,039
%销售收入	45.1%	50.3%	53.2%	52.8%	52.7%	53.3%
营业税金及附加	-15	-19	-26	-39	-45	-54
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-395	-669	-1,226	-1,447	-1,682	-1,996
%销售收入	24.5%	31.2%	37.7%	36.4%	35.4%	35.0%
管理费用	-62	-72	-117	-143	-176	-211
%销售收入	3.8%	3.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
研发费用	-44	-54	-72	-87	-100	-120
%销售收入	2.7%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	212	265	290	383	500	658
%销售收入	13.1%	12.4%	8.9%	9.6%	10.5%	11.5%
财务费用	4	4	2	7	10	16
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-13	-24	-6	-3	-2	-2
公允价值变动收益	-2	5	11	-2	-1	-1
投资收益	7	9	5	3	5	5
%税前利润	3.5%	3.1%	1.5%	0.7%	0.9%	0.7%
营业利润	217	281	329	419	541	707
营业利润率	13.4%	13.1%	10.1%	10.5%	11.4%	12.4%
营业外收支	-4	-1	10	1	2	2
税前利润	212	280	339	420	543	709
利润率	13.2%	13.0%	10.4%	10.6%	11.4%	12.4%
所得税	-25	-41	-51	-62	-84	-110
所得税率	12.0%	14.7%	15.2%	14.8%	15.5%	15.5%
净利润	187	239	288	358	459	599
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	187	238	288	358	459	599
净利率	11.6%	11.1%	8.8%	9.0%	9.7%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	187	239	288	358	459	599
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	80	73	79	91	101
非经营收益	-17	-2	-5	-11	-5	-7
营运资金变动	-1	15	-31	40	12	13
经营活动现金净流	234	331	325	467	557	707
资本开支	-28	-84	-151	-149	-113	-120
投资	-45	-52	106	-2	-1	-1
其他	0	0	0	3	5	5
投资活动现金净流	-74	-136	-45	-148	-109	-116
股权募资	22	0	3	0	0	0
债权募资	0	0	0	41	-92	0
其他	-139	-145	-241	-217	-231	-300
筹资活动现金净流	-116	-145	-237	-176	-323	-300
现金净流量	44	50	42	143	124	291

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	302	356	395	537	660	951
应收款项	225	228	264	300	356	426
存货	178	173	283	280	336	397
其他流动资产	385	456	386	390	397	406
流动资产	1,090	1,214	1,328	1,506	1,749	2,180
%总资产	62.9%	64.4%	61.7%	63.2%	65.8%	70.1%
长期投资	39	40	43	43	43	43
固定资产	509	513	660	706	731	748
%总资产	29.4%	27.2%	30.7%	29.6%	27.5%	24.1%
无形资产	67	65	65	67	72	78
非流动资产	642	671	823	878	907	931
%总资产	37.1%	35.6%	38.3%	36.8%	34.2%	29.9%
资产总计	1,732	1,884	2,151	2,385	2,656	3,111
短期借款	1	4	28	95	3	3
应付款项	311	364	446	506	605	717
其他流动负债	131	111	165	183	219	262
流动负债	442	479	638	785	827	981
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	19	63	7	7	7
负债	451	498	701	792	834	989
普通股股东权益	1,280	1,387	1,450	1,593	1,822	2,122
其中：股本	430	429	429	429	429	429
未分配利润	495	583	603	747	976	1,276
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,732	1,884	2,151	2,385	2,656	3,111

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.435	0.555	0.670	0.834	1.069	1.396
每股净资产	2.974	3.230	3.377	3.710	4.245	4.943
每股经营现金净流	0.543	0.772	0.758	1.087	1.296	1.647
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.500	0.535	0.698
回报率						
净资产收益率	14.63%	17.18%	19.84%	22.47%	25.19%	28.24%
总资产收益率	10.82%	12.64%	13.37%	15.01%	17.28%	19.27%
投入资本收益率	14.56%	16.26%	16.32%	19.33%	23.13%	26.18%
增长率						
主营业务收入增长率	10.19%	33.00%	51.77%	22.12%	19.58%	20.01%
EBIT 增长率	-10.15%	25.03%	9.31%	32.18%	30.50%	31.77%
净利润增长率	-17.83%	27.21%	20.74%	24.44%	28.24%	30.54%
总资产增长率	11.49%	8.83%	14.14%	10.86%	11.38%	17.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	28.4	21.6	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	70.2	60.2	54.7	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	72.6	71.7	64.7	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	101.2	83.6	70.2	59.9	51.2	44.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.58%	-55.94%	-48.25%	-48.60%	-54.29%	-60.32%
EBIT 利息保障倍数	-57.7	-60.2	-146.1	-53.6	-50.2	-41.1
资产负债率	26.05%	26.40%	32.60%	33.20%	31.39%	31.78%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

市场中相关报告评级比率分析说明：

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内	一年中
买入	1	4	11	16	3	58
增持	0	0	2	3	0	0
中性	0	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.15	1.16	1.00	1.00

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

0.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性； 3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-22	买入	15.91	N/A
2	2024-01-20	买入	14.45	N/A
3	2024-04-20	买入	18.28	N/A
4	2024-07-24	买入	20.99	26.70~26.70
5	2024-08-10	买入	21.75	N/A
6	2025-03-22	买入	23.72	N/A
7	2025-04-20	买入	26.92	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究