

百亚股份(003006)

报告日期: 2025 年 10 月 24 日

# 线上承压、线下外围优异，中期壁垒仍深厚

## ——百亚股份 2025Q3 业绩点评报告

### 投资要点

#### 百亚股份披露 2025Q3 业绩

2025Q1-Q3 公司实现营业收入 26 亿元，同比+13%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比+2.5%；其中 25Q3 单季公司实现营业收入 8.6 亿元，同比+8%，实现归母净利润 0.57 亿元，同比-4%，实现扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比+2%。线上渠道受平台流量政策变化、双十一费用前置、ROI 下滑等因素影响为主要拖累项。

#### 线下外围省份增长亮眼，线上渠道仍承压

- 线下渠道:** 2025Q3 公司线下渠道实现营业收入 4.91 亿元，同比+27%，其中外围省份收入同比+94%，高基数下仍兑现高增长，华东华南等沿海经济发达地区成长尤为突出。同时伴随外围省份收入规模扩大，渠道成本摊薄效应显现，外围省份盈利有望逐步提升。未来公司仍将加速外围省份开拓，并积极布局即时零售等新兴渠道。公司战略重视即时零售渠道，持续追加资源投入，即时零售渠道占比呈逐季提升趋势。
- 线上渠道:** 2025Q3 公司线上渠道实现收入 3.4 亿元，同比-11%。我们认为公司线上渠道成长短期承压主要与线上平台流量政策调整以及公司主动优化线上平台结构有关。未来公司对于抖音会保持一定投入力度，在追求经营结构优化的基础上追求良性增长。同时加大对于小红书等新平台的投入力度，期待公司线上成长及盈利能力逐步修复。
- 产品升级:** 公司产品结构优化仍在持续。25Q3 单季公司高单价&高利润率的大健康系列收入同比+35.5%，增速远快于公司大盘。同时大健康系列的收入占比已超 50%。具体来看，核心单品益生菌系列仍延续优异增长表现，同时有机纯棉系列表现突出，前三季度有机纯棉系列营收同比增长翻倍，未来成长潜力突出。新品万里挑 E 系列目前仍在上市前的内部测试阶段，未来上市后有望进一步丰富公司大健康系列产品矩阵，加快公司产品结构优化升级进度。

#### 毛利率基本平稳，销售费用率受线上 ROI 下滑等影响进一步提升

**利润率&费用率:** 2025Q3 单季公司毛利率为 55.55%，同比-0.25pct，基本保持平稳。2025Q3 单季公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 42.43%/ 4.64%/ 0.01%，分别同比+0.92/ -1.90/ +0.06pct。我们认为公司销售费用率受部分双十一费用前置以及公司线上平台 ROI 下滑等因素影响进一步提升。综合影响下，2025Q3 公司单季归母净利率 6.58%，同比-0.84pct。

#### 我们仍然坚定看好公司成长修复及未来盈利提升

短期维度跟踪当前公司双十一表现，公司品牌自由点于天猫平台预售榜单排名卫生巾品牌第 2 名，于抖音开门红排名卫生巾品牌第 1 名，排名仍然优异。同时受益去年同期低基数，公司线上渠道成长有望修复。中长期维度，公司产品&渠道力仍突出，全国扩张仍处于加速阶段，伴随规模效应的释放外围省份盈利有望逐步向上，且策略上已开始重视盈利，看好公司盈利逐步修复。

#### 盈利预测与估值

中期维度，公司产品&渠道能力突出，全国扩张仍处加速阶段、线下竞争壁垒深厚，我们仍然看好公司成长和盈利修复。我们预计 25-27 年公司收入 37.36/ 44.84/ 53.09 亿元，同比+14.80%/ +20.02%/ +18.40%；归母净利润 3.28/ 4.35/ 5.67 亿元，

### 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      | ¥ 23.22  |
| 总市值(百万元) | 9,976.42 |
| 总股本(百万股) | 429.65   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《25Q2 业绩符合预期，利空出尽看好经营拐点》 2025.08.17
- 《盈利拐点有望兑现，成长迎来求质新篇》 2025.08.09
- 《25Q1 业绩表现大超预期，品牌势能进入收获期》 2025.04.21

同比+14.08%/ +32.61%/ +30.22%。当前市值对应 PE 分别为 30X/ 23X/ 18X，维持“买入”评级。

#### ❑ 风险提示

渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；消费需求疲弱，线上流量政策调整风险。

### 财务摘要

| (百万元)     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 3,254  | 3,736  | 4,484  | 5,309  |
| (+/-) (%) | 51.77% | 14.80% | 20.02% | 18.40% |
| 归母净利润     | 288    | 328    | 435    | 567    |
| (+/-) (%) | 20.74% | 14.08% | 32.61% | 30.22% |
| 每股收益(元)   | 0.67   | 0.76   | 1.01   | 1.32   |
| P/E       | 34.68  | 30.40  | 22.92  | 17.61  |

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,328 | 1,302 | 1,426 | 1,488 |
| 现金             | 395   | 356   | 251   | 291   |
| 交易性金融资产        | 332   | 352   | 362   | 372   |
| 应收账款           | 219   | 288   | 347   | 393   |
| 其它应收款          | 16    | 16    | 22    | 23    |
| 预付账款           | 30    | 33    | 36    | 41    |
| 存货             | 283   | 224   | 361   | 309   |
| 其他             | 52    | 33    | 47    | 58    |
| <b>非流动资产</b>   | 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    |
| <b>资产总计</b>    | 2,151 | 2,220 | 2,384 | 2,432 |
| <b>流动负债</b>    | 638   | 708   | 872   | 920   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 309   | 296   | 409   | 396   |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 329   | 412   | 462   | 524   |
| <b>非流动负债</b>   | 63    | 63    | 63    | 63    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 63    | 63    | 63    | 63    |
| <b>负债合计</b>    | 701   | 771   | 934   | 983   |
| 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 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,151 | 2,220 | 2,384 | 2,432 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 325   | 446   | 430   | 651   |
| 净利润            | 288   | 328   | 435   | 567   |
| 折旧摊销           | 66    | 55    | 60    | 63    |
| 财务费用           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | (5)   | (13)  | (13)  | (12)  |
| 营运资金变动         | (31)  | 62    | (70)  | 25    |
| 其它             | 6     | 13    | 17    | 9     |
| <b>投资活动现金流</b> | (45)  | (156) | (99)  | (45)  |
| 资本支出           | (151) | (149) | (103) | (47)  |
| 长期投资           | 106   | (20)  | (10)  | (10)  |
| 其他             | 0     | 13    | 13    | 12    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (237) | (329) | (435) | (567) |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (237) | (329) | (435) | (567) |
| <b>现金净增加额</b>  | 42    | (39)  | (105) | 40    |

### 利润表

| (百万元)           | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3,254 | 3,736 | 4,484 | 5,309 |
| 营业成本            | 1,523 | 1,734 | 2,036 | 2,345 |
| 营业税金及附加         | 26    | 32    | 38    | 44    |
| 营业费用            | 1,226 | 1,431 | 1,697 | 2,009 |
| 管理费用            | 117   | 127   | 152   | 179   |
| 研发费用            | 72    | 82    | 97    | 115   |
| 财务费用            | (2)   | (20)  | (18)  | (12)  |
| 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     | 13    | 13    | 12    |
| 其他经营收益          | 27    | 37    | 36    | 35    |
| <b>营业利润</b>     | 329   | 385   | 516   | 665   |
| 营业外收支           | 10    | 2     | (3)   | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 339   | 387   | 513   | 668   |
| 所得税             | 51    | 59    | 78    | 101   |
| <b>净利润</b>      | 288   | 328   | 435   | 567   |
| 少数股东损益          | 0     | (0)   | 0     | (0)   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 288   | 328   | 435   | 567   |
| EBITDA          | 378   | 429   | 568   | 721   |
| EPS（最新摊薄）       | 0.67  | 0.76  | 1.01  | 1.32  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | 51.77%  | 14.80%  | 20.02%  | 18.40%  |
| 营业利润           | 17.17%  | 17.04%  | 33.89%  | 28.95%  |
| 归属母公司净利润       | 20.74%  | 14.08%  | 32.61%  | 30.22%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 53.19%  | 53.60%  | 54.59%  | 55.83%  |
| 净利率            | 8.84%   | 8.78%   | 9.71%   | 10.67%  |
| ROE            | 19.84%  | 22.64%  | 30.03%  | 39.10%  |
| ROIC           | 17.86%  | 21.45%  | 29.07%  | 37.71%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 32.60%  | 34.71%  | 39.20%  | 40.42%  |
| 净负债比率          | -25.03% | -22.37% | -15.14% | -17.87% |
| 流动比率           | 2.08    | 1.84    | 1.64    | 1.62    |
| 速动比率           | 1.55    | 1.43    | 1.13    | 1.17    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 1.61    | 1.71    | 1.95    | 2.20    |
| 应收账款周转率        | 16.87   | 18.00   | 18.52   | 18.41   |
| 应付账款周转率        | 5.64    | 5.73    | 5.77    | 5.82    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.67    | 0.76    | 1.01    | 1.32    |
| 每股经营现金         | 0.76    | 1.04    | 1.00    | 1.52    |
| 每股净资产          | 3.37    | 3.37    | 3.37    | 3.37    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 34.68   | 30.40   | 22.92   | 17.61   |
| P/B            | 6.88    | 6.88    | 6.88    | 6.88    |
| EV/EBITDA      | 26.26   | 22.47   | 17.18   | 13.47   |

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>