

百亚股份 (003006.SZ)

外围省份维持高增，期待电商渠道盈利修复

公司 2025Q3 收入稳中有进，线下外围省份维持高增，电商渠道因舆情影响下滑，公司 Q3 业绩略有承压。公司电商渠道正积极调整，线上渠道盈利有望随新品万里挑 E 推广及策略调整迎来恢复，线下外围省份仍维持较高增速，维持公司“强烈推荐”投资评级。

□ 25Q3 收入稳中有进，业绩增速略有承压。2025Q3 公司实现营业收入 8.59 亿元/同比+8.33%，归母净利润 0.57 亿元/同比-3.89%，扣非归母净利润 0.55 亿元/同比+2.27%；2025Q1-Q3 营业收入 26.23 亿元/同比+12.80%，归母净利润 2.45 亿元/同比+2.53%，扣非归母净利润 2.38 亿元/同比+5.15%。

□ 线下渠道加速扩张，外围省份增长迅猛。2025Q1-Q3，公司线下渠道实现营业收入 16.24 亿元，同比+35.7%，其中 Q3 单季实现营业收入 4.91 亿元，同比+27.2%。在持续深耕核心区域的公司通过优化渠道布局及追加资源投入加速全国化拓展，推动外围省份前三季度营业收入同比增长 113.4%，单 Q3 延续高速增长态势实现同比+94.0%。

□ 深化线上线下融合，线上渠道增长有所承压。公司深化线上线下一体化布局，除巩固核心区域优势外，重点通过美团、闪购等即时零售新兴渠道触达下沉市场。2025 年前三季度，公司电商渠道实现营业收入 9.33 亿元，同比-10.2%，其中单 Q3 实现营业收入 3.41 亿元，同比-11.4%；但天猫、拼多多等传统平台盈利能力表现稳定。

□ 产品结构优化，大健康系列增速优于整体。公司聚焦卫生巾系列产品，持续优化产品结构，25Q3 自由点产品实现营业收入 8.20 亿元/同比+8.9%，其中大健康系列同比+35.5%，益生菌、有机纯棉等大健康系列产品收入增速更快。

□ 毛利率同比基本持平，期间费用率有所优化。2025Q3 公司毛利率 55.55%/同比-0.25pct，期间费用率 47.08%/同比-0.93pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.43/2.80/1.84/0.01%，同比分别+0.92/-1.54/-0.37/+0.06pct。

□ 盈利预测与投资建议：考虑舆情对于今年电商渠道表现仍有影响，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.38/4.33/5.63 亿元，对应 PE 分别为 29.0/22.6/17.4x。公司电商渠道积极调整，线上渠道盈利有望随新品万里挑 E 推广及策略调整迎来恢复，线下外围省份仍维持较高增速，维持公司“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新品推广及销售不及预期、电商平台竞争加剧、营销投放效果不及预期、外围省份拓展不及预期、股东减持风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2144	3254	3741	4577	5655
同比增长	33%	52%	15%	22%	24%
营业利润(百万元)	281	329	396	507	659
同比增长	30%	17%	20%	28%	30%
归母净利润(百万元)	238	288	338	433	563
同比增长	27%	21%	17%	28%	30%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.79	1.01	1.31
PE	41.1	34.0	29.0	22.6	17.4

强烈推荐 (维持)

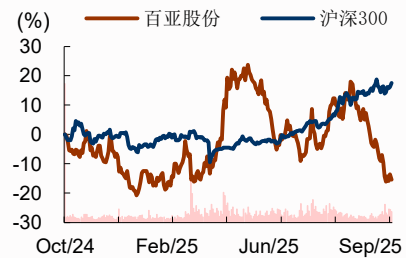
消费品/轻工纺织
目标估值：NA
当前股价：22.77 元

基础数据

总股本 (百万股)	430
已上市流通股 (百万股)	429
总市值 (十亿元)	9.8
流通市值 (十亿元)	9.8
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	20.0
资产负债率	29.9%
主要股东	重庆复元商贸有限公司
主要股东持股比例	41.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	-22	-14
相对表现	-20	-46	-33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《百亚股份 (003006) — 外围省份开拓顺利，看好全国化拓展及盈利能力回升》2025-08-18
- 《百亚股份 (003006) — Q1 业绩超预期，看好长期成长》2025-04-21
- 《百亚股份 (003006) — 2024 年收入高增，全国拓展与中高端化稳步推进》2025-03-24

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

PB	7.1	6.7	6.3	5.5	4.6
----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1214	1328	1345	1579	1992
现金	356	395	393	491	730
交易性投资	423	332	332	332	332
应收票据	21	0	0	0	0
应收款项	167	219	206	252	311
其它应收款	13	16	18	22	27
存货	173	283	302	367	450
其他	61	82	94	115	142
非流动资产	671	823	935	1033	1119
长期股权投资	19	21	21	21	21
固定资产	491	626	745	849	940
无形资产商誉	65	63	57	51	46
其他	95	113	112	112	112
资产总计	1884	2151	2280	2612	3111
流动负债	479	638	666	768	899
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	231	309	350	426	522
预收账款	53	99	112	136	167
其他	195	230	204	206	209
长期负债	19	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	63	63	63	63
负债合计	498	701	729	831	961
股本	429	429	429	429	429
资本公积金	254	265	265	265	265
留存收益	703	755	857	1087	1455
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1387	1450	1551	1781	2150
负债及权益合计	1884	2151	2280	2612	3111

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	331	325	434	466	593
净利润	239	288	338	433	563
折旧摊销	56	63	83	97	109
财务费用	(0)	1	(2)	(3)	(3)
投资收益	(9)	(5)	(21)	(27)	(32)
营运资金变动	36	(31)	36	(34)	(44)
其它	10	10	0	0	0
投资活动现金流	(136)	(45)	(174)	(168)	(164)
资本支出	(84)	(151)	(195)	(195)	(195)
其他投资	(52)	106	21	27	32
筹资活动现金流	(145)	(237)	(261)	(200)	(191)
借款变动	(28)	(29)	(28)	0	0
普通股增加	(1)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(2)	11	0	0	0
股利分配	(129)	(236)	(236)	(203)	(195)
其他	14	17	2	3	3
现金净增加额	50	43	(2)	98	239

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2144	3254	3741	4577	5655
营业成本	1065	1523	1724	2095	2571
营业税金及附加	19	26	30	37	46
营业费用	669	1226	1440	1751	2146
管理费用	72	117	97	124	153
研发费用	54	72	75	92	113
财务费用	(4)	(2)	(2)	(3)	(3)
资产减值损失	(24)	(6)	(1)	(2)	(2)
公允价值变动收益	5	11	4	6	6
其他收益	22	27	9	14	20
投资收益	9	5	7	7	6
营业利润	281	329	396	507	659
营业外收入	0	13	5	6	8
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	280	339	398	510	664
所得税	41	51	60	77	101
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	238	288	338	433	563

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	52%	15%	22%	24%
营业利润	30%	17%	20%	28%	30%
归母净利润	27%	21%	17%	28%	30%
获利能力					
毛利率	50.3%	53.2%	53.9%	54.2%	54.5%
净利率	11.1%	8.8%	9.0%	9.5%	10.0%
ROE	17.9%	20.3%	22.5%	26.0%	28.6%
ROIC	17.6%	19.3%	22.0%	25.6%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	32.6%	32.0%	31.8%	30.9%
净负债比率	0.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2
速动比率	2.2	1.6	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.6	1.7	1.9	2.0
存货周转率	6.1	6.7	5.9	6.3	6.3
应收账款周转率	11.4	16.0	17.6	20.0	20.1
应付账款周转率	5.1	5.6	5.2	5.4	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.55	0.67	0.79	1.01	1.31
每股经营净现金	0.77	0.76	1.01	1.09	1.38
每股净资产	3.23	3.37	3.61	4.15	5.00
每股股利	0.55	0.55	0.47	0.45	0.46
估值比率					
PE	41.1	34.0	29.0	22.6	17.4
PB	7.1	6.7	6.3	5.5	4.6
EV/EBITDA	30.7	26.1	21.2	16.8	13.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。