

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 买入（维持）

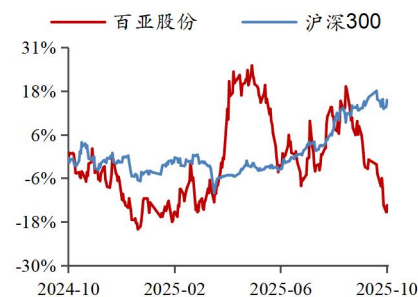
当前价格： 22.6元

市场数据

总股本(百万股)	429.65
A 股股本(百万股)	429.65
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	34.99/21.40
第一大股东	重庆复元商贸有限公司
第一大股东持股比例(%)	41.27
上证综指/沪深 300	3913.76/4592.57

数据来源：聚源 注：2025 年 10 月 22 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-21.29	-26.12	-31.65
绝对收益	-19.74	-14.62	-15.61

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）- 百亚股份-003006.SZ：益生菌系列龙头品牌，非核心市场拓展正当时 - 2025.10.17

百亚股份 003006.SZ

美容护理行业

2025 年三季报点评：线下外围市场延续高增，静待线上平台恢复增长

事件：

公司发布 2025 年三季度业绩报告。报告显示，百亚股份实现营业收入 26.23 亿元，同比增长 12.80%；实现归母净利润 2.45 亿元，同比增长 2.53%，实现扣非归母净利润 2.38 亿元，同比增长 5.15%。从单季度来看，2025 年单三季度公司实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 8.33%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比下滑 3.89%，实现扣非归母净利润 0.55 亿元，同比增长 2.27%。

投资要点：

◆公司持续优化产品结构，大健康系列产品实现较好增长。2025 年前三季度，以益生菌和有机纯棉系列为代表的大健康系列产品收入增速高于公司自由点产品整体营业收入增速，从单三季度来看，大健康系列产品收入同比增长 35.5%，而自由点产品整体营业收入增速为 8.9%。

◆线上渠道受制于短期舆情和平台策略调整影响，线下渠道延续高增。2025 年前三季度，公司线上渠道营业收入 9.33 亿元，同比下滑 10.2%，其中单三季度实现营业收入 3.41 亿元，同比下滑 11.4%。同期公司线下渠道营业收入 16.24 亿元，同比增长 35.7%，其中单三季度实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 27.2%。线下核心区域以外省份增长明显，其中华东和华南沿海经济发达地区表现更为突出。2025 年前三季度线下核心区域以外省份营业收入同比增长 113.4%，其中单三季度营业收入同比增长 94.0%。未来公司仍将继续扩大对核心区域以外省份的资源投入，实现全国化扩展，

◆盈利能力小幅下降，销售费用投入加码影响净利率。2025 年前三季度公司毛利率 54.00%/同比-0.88pct，净利率 9.33%/同比-0.93pct。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 38.38%/2.50%/1.88%，分别同比 +0.97pct/-0.90pct/-0.29pct。2025 年前三季度公司销售费用投入 10.06 亿元，同比增长 15.7%，其中单三季度销售费用投入 3.64 亿元，同比增长 10.7%。销售费用率提升主要系公司持续加强品牌和渠道建设投入，以进一步提高品牌知名度。

◆估值和投资建议：公司作为益生菌产品系列行业龙头，目前持续拓展核心区域以外的省份，产品结构持续升级。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 36.80/44.43/55.08 亿元，同比增长 13.1%/20.7%/24.0%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.23/4.15/5.46 亿元，同比增长 12.4%/28.2%/31.7%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 34.2/26.7/20.3 倍。

◆风险提示：市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，市场拓展风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,144.15	3,254.24	3,679.59	4,442.68	5,507.66
增长率（%）	33.00%	51.77%	13.07%	20.74%	23.97%
归母净利润（百万元）	238.25	287.67	323.44	414.50	545.95
增长率（%）	27.21%	20.74%	12.43%	28.15%	31.71%
ROE（%）	17.20%	19.84%	20.97%	23.43%	25.77%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.55	0.67	0.75	0.96	1.27

P/E (倍)	46.40	38.43	34.18	26.67	20.25
P/B (倍)	7.97	7.63	7.19	6.25	5.22

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1214	1328	1354	1676	1860
现金	356	395	446	539	668
应收票据及应收账款	188	219	241	315	374
其他应收款	13	16	16	22	25
预付账款	28	30	35	44	54
存货	173	283	230	372	353
其他流动资产	456	385	385	385	385
非流动资产	671	823	887	1029	1219
长期股权投资	19	21	21	21	22
固定资产	491	626	690	824	1005
无形资产	65	63	60	58	55
其他非流动资产	95	113	116	126	137
资产总计	1884	2151	2241	2704	3079
流动负债	479	638	643	875	900
短期借款	0	0	12	107	51
应付票据及应付账款	231	309	299	414	444
其他流动负债	248	329	332	353	404
非流动负债	19	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	63	63	63	63
负债合计	498	701	705	938	962
少数股东权益	0	0	-1	-2	-3
股本	429	429	429	429	429
资本公积	266	270	270	270	270
留存收益	703	755	830	906	989
归属母公司股东权益	1387	1450	1537	1769	2119
负债和股东权益	1884	2151	2241	2704	3079

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	331	325	407	374	642
净利润	239	288	322	414	545
折旧摊销	56	63	61	74	94
财务费用	-4	-2	-10	-9	-11
投资损失	-9	-5	-8	-7	-7
营运资金变动	17	-36	37	-105	10
其他经营现金流	34	19	6	8	11
投资活动现金流	-136	-45	-114	-204	-272
资本支出	84	151	125	215	284
长期投资	-52	106	-0	-0	-1
其他投资现金流	0	0	11	11	13
筹资活动现金流	-145	-237	-253	-173	-185
短期借款	0	0	12	96	-56
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	-11	4	0	0	0
其他筹资现金流	-133	-241	-265	-269	-128
现金净增加额	50	42	40	-3	186

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2144	3254	3680	4443	5508
营业成本	1065	1523	1716	2010	2419
营业税金及附加	19	26	29	36	44
销售费用	669	1226	1435	1755	2203
管理费用	72	117	92	111	138
研发费用	54	72	66	80	99
财务费用	-4	-2	-10	-9	-11
资产和信用减值损失	-24	-6	-9	-12	-17
其他收益	22	27	17	19	21
公允价值变动收益	5	11	3	4	6
投资净收益	9	5	8	7	7
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	281	329	371	479	633
营业外收入	0	13	4	4	5
营业外支出	2	3	3	3	2
利润总额	280	339	372	480	636
所得税	41	51	50	66	91
净利润	239	288	322	414	545
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	238	288	323	414	546
EBITDA	330	398	422	544	718
EPS (元)	0.55	0.67	0.75	0.96	1.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	33.0	51.8	13.1	20.7	24.0
营业利润(%)	29.7	17.2	12.8	29.1	32.3
归属于母公司净利润(%)	27.2	20.7	12.4	28.2	31.7
获利能力					
毛利率(%)	50.3	53.2	53.4	54.8	56.1
净利率(%)	11.1	8.8	8.8	9.3	9.9
ROE(%)	17.2	19.8	21.0	23.4	25.8
ROIC(%)	16.6	19.0	19.8	21.3	24.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.4	32.6	31.5	34.7	31.3
净负债比率(%)	-24.1	-23.5	-26.6	-22.9	-27.9
流动比率	2.5	2.1	2.1	1.9	2.1
速动比率	2.1	1.6	1.7	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.6	1.7	1.8	1.9
应收账款周转率	12.8	16.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.6	11.1	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.67	0.75	0.96	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.76	0.95	0.87	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.37	3.58	4.12	4.93
估值比率					
P/E	46.4	38.4	34.2	26.7	20.2
P/B	8.0	7.6	7.2	6.2	5.2
EV/EBITDA	31.2	26.0	24.4	18.9	14.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。