

百亚股份 (003006.SZ)

线下外围市场持续快速增长，电商渠道调整后弹性可期

核心观点

2025年业绩略有承压，2026Q1 电商扭亏带动盈利能力修复。2025年公司实现营业收入 34.92 亿/yoy+7.32%；归属于上市公司股东的净利润 2.08 亿/yoy-27.70%；单 Q4 实现营收 8.7 亿/yoy-6.4%，归母净利润亏损 0.37 亿，主要系电商渠道品牌费用及投入成本超预期，其次是 2026 年春节较晚导致 2025Q4 线下渠道经销商发货节奏受影响。2026Q1 公司营业收入为 10.55 亿/yoy+6.0%；归母净利润为 1.44 亿/yoy+10.03%。其中利润端增速快于收入，主要得益于公司对电商渠道的战略调整成效逐步显现，电商业务从去年同期的亏损状态改善至盈亏平衡，带动了整体盈利能力的修复。

分产品看，2026Q1 自由点品牌实现营业收入 10.26 亿/yoy+7.8%。其中，以益生菌、有机纯棉系列为代表的大健康系列产品收入增速更快，收入占比已超过 60%，其中益生菌系列占比超过 50%，产品结构持续优化。**分渠道看**，2026Q1 线下实现营业收入 7.27 亿/yoy+11.8%。其中核心五省在高基数下收入同比小个位数下滑，而外围市场则延续高增长态势，增速约 50%，为公司收入增长的核心驱动力。一季度线上渠道实现营业收入 3.12 亿，同比略有下降，但经营质量得到较大改善，已实现初步盈利，战略调整效果显著。

毛利率和费用率均不断提升。2025年公司综合毛利率为 54.3%/yoy+1.11pct，主要受益于中高端系列产品收入占比增加带来的产品结构优化。销售/管理/研发费用率分别同比+4.08/-0.74/+0.30pct。2026Q1 公司综合毛利率为 58.5%/yoy+5.2pct，毛利率大幅提升主要系产品结构优化、电商及外围市场盈利改善，以及会计口径调整（部分费用重分类至成本，影响约 3 个点），剔除口径调整影响后，同口径毛利率仍有约 2.2pct 的提升。销售/管理/研发费用率分别同比+3.33/+0.69/+0.59pct，销售费用率主要由于公司强化品牌建设和渠道拓展，持续加大投入。存货和应收周转天数基本持平，2026Q1 经营活动产生的现金流量净额为 1.62 亿/yoy+2239.15%。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，舆情事件影响加剧等。

投资建议：2025 年公司由于舆情事件电商渠道调整下阶段性承压，但产品结构整体向中高端升级带动毛利率提升；线下全国化扩张成效显著，外围省份市场成为核心增长引擎。2026 年一季度公司经营逐步回暖，大健康系列增速加快，毛利率持续提升，盈利能力增强，在品牌势能持续强劲下今年有望重回增长趋势。考虑到电商渠道仍在调整中，我们下调公司 2026-2027 年并新增 2028 年归母净利润至 4.02/4.80/5.40（2026-2027 年原值为 4.83/6.27）亿，对应 PE 为 18/15/13x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,254	3,492	4,320	4,973	5,495
(+/--%)	51.8%	7.3%	23.7%	15.1%	10.5%
净利润(百万元)	288	208	402	480	540
(+/--%)	20.7%	-27.7%	93.5%	19.3%	12.5%
每股收益(元)	0.67	0.48	0.94	1.12	1.26
EBIT Margin	8.9%	6.5%	10.2%	10.5%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	19.8%	14.5%	26.3%	29.1%	30.2%
市盈率 (PE)	24.9	34.4	17.8	14.9	13.2
EV/EBITDA	22.3	24.8	16.0	13.9	12.7
市净率 (PB)	4.93	5.00	4.67	4.33	4.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·个护用品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

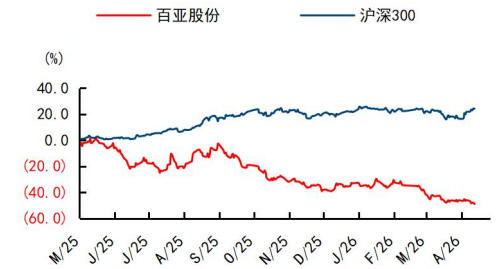
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.66 元
总市值/流通市值	7158/7140 百万元
52 周最高价/最低价	34.99/16.52 元
近 3 个月日均成交额	106.88 百万元

市场走势

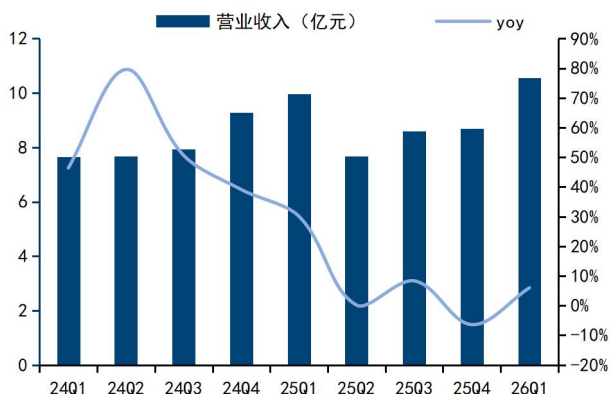


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

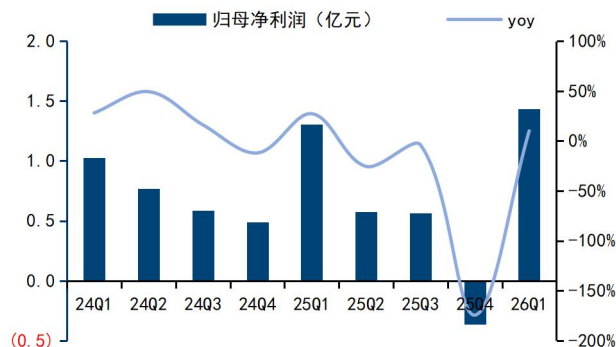
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 外围市场持续快速增长，期待下半年新品销售表现》——2025-08-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 舆情影响有望逐步淡化，线下外围市场持续高速增长》——2025-04-21
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 2024 全年收入表现依旧强劲，舆情事件影响短期盈利水平》——2025-03-24
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年实现收入增速 52%，短期行业舆情事件不改长期发展趋势》——2025-01-23
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 三季度营收同比增长 51%，产品升级及渠道扩张稳步推进》——2024-10-20

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



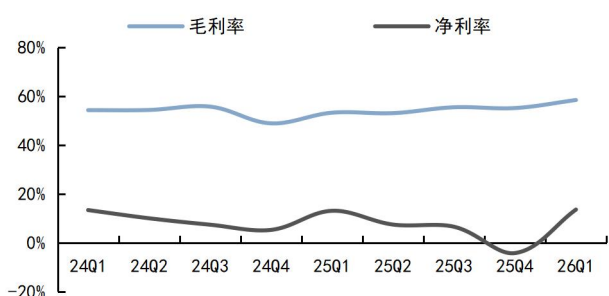
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



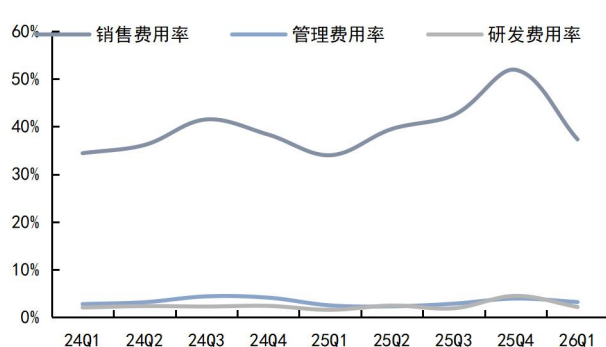
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



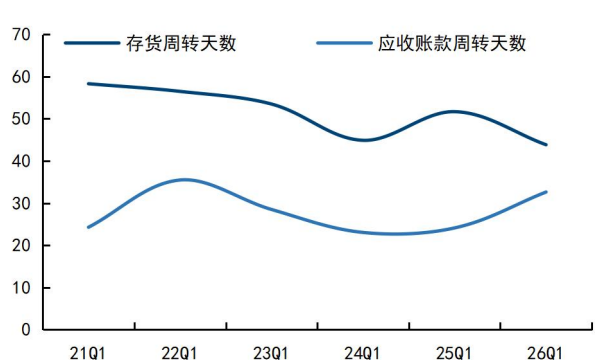
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



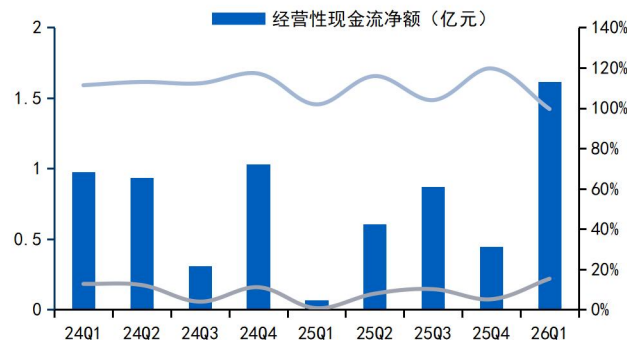
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-4-17)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	(26E)	
003006.SZ	百亚股份	16.66	71.58	0.48	0.94	1.12	1.26	45.12	17.79	14.90	13.25	14.52	0.19	优于大市
600223.SH	福瑞达	6.74	68.52	0.18	0.21	0.24	0.25	39.85	31.74	28.62	26.66	4.44	2.12	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	395	310	621	799	981	营业收入	3254	3492	4320	4973	5495
应收款项	235	313	423	490	557	营业成本	1523	1596	1784	2034	2231
存货净额	283	235	275	302	326	营业税金及附加	26	25	37	42	47
其他流动资产	82	88	117	134	148	销售费用	1226	1458	1862	2163	2401
流动资产合计	1328	1204	1693	1983	2270	管理费用	117	99	103	102	107
固定资产	660	700	682	654	617	研发费用	72	88	95	109	121
无形资产及其他	63	69	66	64	62	财务费用	(2)	0	(11)	(18)	(22)
投资性房地产	79	91	91	91	91	投资收益	5	0	9	9	9
长期股权投资	21	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	15	7	16	17	17
资产总计	2151	2084	2552	2812	3060	其他收入	18	17	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	28	46	2	2	2	营业利润	329	251	474	566	637
应付款项	309	228	389	445	489	营业外净收支	10	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	301	307	557	640	706	利润总额	339	250	473	565	636
流动负债合计	638	581	948	1087	1197	所得税费用	51	42	71	85	95
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	71	72	73	75	归属于母公司净利润	288	208	402	480	540
长期负债合计	63	71	72	73	75	现金流量表 (百万元)					
负债合计	701	652	1020	1160	1272	净利润	288	208	402	480	540
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(18)	1	0	(0)	(0)
股东权益	1450	1432	1533	1653	1788	折旧摊销	62	88	71	75	77
负债和股东权益总计	2151	2084	2552	2812	3060	公允价值变动损失	(15)	(7)	(16)	(17)	(17)
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	0	(11)	(18)	(22)
每股收益	0.67	0.48	0.94	1.12	1.26	营运资本变动	(10)	(115)	234	27	7
每股红利	0.30	0.55	0.70	0.84	0.94	其它	18	(1)	(0)	0	0
每股净资产	3.38	3.33	3.57	3.85	4.16	经营活动现金流	326	174	692	565	607
ROIC	24.05%	16.37%	34%	46%	53%	资本开支	0	(134)	(35)	(27)	(20)
ROE	19.84%	14.52%	26%	29%	30%	其它投资现金流	91	75	0	0	0
毛利率	53%	54%	59%	59%	59%	投资活动现金流	90	(58)	(35)	(27)	(20)
EBIT Margin	9%	6%	10%	11%	11%	权益性融资	(1)	6	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	12%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	52%	7%	24%	15%	10%	支付股利、利息	(129)	(236)	(302)	(360)	(405)
净利润增长率	21%	-28%	94%	19%	12%	其它融资现金流	(118)	267	(44)	0	0
资产负债率	33%	31%	40%	41%	42%	融资活动现金流	(377)	(200)	(346)	(360)	(405)
股息率	1.8%	3.3%	4.2%	5.0%	5.7%	现金净变动	38	(84)	311	178	182
P/E	24.9	34.4	17.8	14.9	13.2	货币资金的期初余额	356	395	310	621	799
P/B	4.9	5.0	4.7	4.3	4.0	货币资金的期末余额	395	310	621	799	981
EV/EBITDA	22.3	24.8	16.0	13.9	12.7	企业自由现金流	0	28	643	519	564
						权益自由现金流	0	295	608	534	583

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032