

百亚股份 (003006.SZ)

强烈推荐 (维持)

25Q4 业绩承压, 26Q1 盈利修复趋势向好

公司电商渠道调整进行中, Q1 盈利能力进入修复通道, 线下外围省份扩张势头依旧强劲, 有望成为未来核心增长驱动力, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **25Q4 业绩承压明显, 26Q1 已现盈利修复趋势。**2025 年公司实现营业收入 34.92 亿元/同比+7.32%, 归母净利润 2.08 亿元/同比-27.70%。其中, 公司单 Q4 实现营收 8.70 亿元/同比-6.40%, 归母净利润-0.37 亿元/同比-174.44%, 25 年业绩下滑主要受电商渠道短期舆情冲击及平台策略调整影响, 相关费用投入未能带来预期收入增长。26Q1 公司实现营业收入 10.55 亿元 /同比+6.01%, 归母净利润 1.44 亿元 /同比+10.03%, 高基数下业绩稳健增长, 盈利能力环比显著改善。

□ **外围省份延续较快增速, 线上渠道战略调整进行中。**公司精耕核心五省市场, 同时加速拓展外围省份, 重点锁定广东、湖南、湖北等九省作为重点区域。

1) 2025 年线下核心五省实现营收 12.29 亿元/同比+3.91%; 外围省份实现营收 8.34 亿元/同比大幅增长 92.30%, 26Q1 公司线下渠道实现营业收入 7.27 亿元/同比+11.8%, 其中外围省份营业收入仍保持快速增长

2) 公司持续推进电商渠道策略调整, 25 年电商渠道收入 13.43 亿元/同比-11.91%, 主要受电商渠道短期舆情冲击及平台策略调整影响。26Q1 电商渠道营业收入 3.12 亿元, 同比略降, 公司积极推进电商渠道策略调整, 优化营销体系和强化品牌建设, 经营质量得到改善

□ **大健康系列占比提升, 毛利率持续改善, 盈利能力稳步提升。**25 年毛利率 54.30%/同比+1.11pct, 26Q1 毛利率为 58.52%/同比+5.20pct, 受益于公司大健康系列等高毛利产品占比提升, 毛利率持续改善。公司持续强化品牌建设及渠道投入, 销售费用率同比增长较快, 26Q1 销售费用率为 37.32%/同比+3.33pct, 管理费用率为 3.14%/同比+0.69pct, 财务费用率为 0.05%/同比+0.06pct, 研发费用率为 2.10%/同比+0.58pct。26Q1 实现净利率为 13.62%/同比+0.50pct, 净利率环比显著提升。随着公司电商渠道经营质量改善及外围省份渠道拓展深化, 销售费用投放效率优化, 盈利能力有望稳步提升。

□ **盈利预测及投资建议:**公司电商渠道调整进行中, Q1 盈利能力进入修复通道, 线下外围省份扩张势头依旧强劲, 有望成为未来核心增长驱动力, 我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 4.10/4.87/5.77 亿元, 对应 PE 估值分别为 20.4/17.2/14.5x, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:**市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新区域市场拓展不及预期、电商渠道恢复不及预期

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3254	3492	4137	4850	5615
同比增长	52%	7%	18%	17%	16%
营业利润(百万元)	329	251	488	584	691
同比增长	17%	-24%	95%	20%	18%
归母净利润(百万元)	288	208	410	487	577
同比增长	21%	-28%	97%	19%	19%
每股收益(元)	0.67	0.48	0.96	1.13	1.34
PE	29.1	40.3	20.4	17.2	14.5

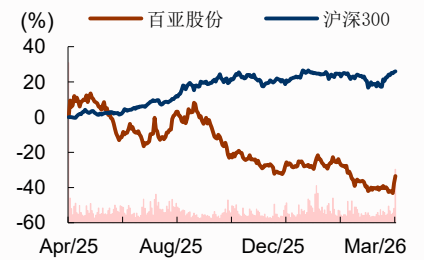
消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 19.49 元

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)	8.4
流通市值 (十亿元)	8.4
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	14.0
资产负债率	32.8%
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	10	-14	-26
相对表现	5	-17	-52



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《百亚股份 (003006) — 外围省份维持高增, 期待电商渠道盈利修复》2025-10-26
- 《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

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

---

PB	5.8	5.8	5.0	4.6	4.2
----	-----	-----	-----	-----	-----

---

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1328	1204	1420	1613	1844
现金	395	310	417	487	585
交易性投资	332	258	258	258	258
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	219	299	354	415	480
其它应收款	16	14	16	19	22
存货	283	235	272	314	360
其他	82	88	104	121	139
<b>非流动资产</b>	823	880	905	926	944
长期股权投资	21	20	20	20	20
固定资产	626	663	695	722	746
无形资产商誉	63	69	62	56	50
其他	113	128	128	128	128
<b>资产总计</b>	<b>2151</b>	<b>2084</b>	<b>2325</b>	<b>2540</b>	<b>2789</b>
<b>流动负债</b>	638	581	583	640	701
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	309	228	264	305	350
预收账款	99	76	88	102	117
其他	230	277	232	233	234
<b>长期负债</b>	63	71	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他	63	71	71	71	71
<b>负债合计</b>	<b>701</b>	<b>652</b>	<b>654</b>	<b>710</b>	<b>772</b>
股本	429	430	430	430	430
资本公积金	265	275	275	275	275
留存收益	755	727	966	1124	1312
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1450	1432	1671	1829	2017
<b>负债及权益合计</b>	<b>2151</b>	<b>2084</b>	<b>2325</b>	<b>2540</b>	<b>2789</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	325	199	413	503	592
净利润	288	208	410	487	577
折旧摊销	63	89	98	102	105
财务费用	1	1	1	1	1
投资收益	(5)	(0)	(35)	(19)	(18)
营运资金变动	(31)	(87)	(61)	(67)	(72)
其它	10	(12)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(45)	(51)	(88)	(104)	(104)
资本支出	(151)	(134)	(123)	(123)	(123)
其他投资	106	83	35	19	18
<b>筹资活动现金流</b>	(237)	(236)	(218)	(329)	(390)
借款变动	(29)	(16)	(46)	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	11	10	0	0	0
股利分配	(236)	(236)	(172)	(328)	(390)
其他	17	5	(1)	(1)	(1)
<b>现金净增加额</b>	<b>43</b>	<b>(88)</b>	<b>107</b>	<b>70</b>	<b>98</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	3254	3492	4137	4850	5615
营业成本	1523	1596	1846	2135	2450
营业税金及附加	26	25	29	34	40
营业费用	1226	1458	1597	1872	2168
管理费用	117	99	112	124	140
研发费用	72	88	91	114	135
财务费用	(2)	0	1	1	1
资产减值损失	(6)	(7)	(8)	(5)	(10)
公允价值变动收益	11	5	6	6	4
其他收益	27	27	24	10	8
投资收益	5	0	5	3	6
<b>营业利润</b>	329	251	488	584	691
营业外收入	13	2	6	3	4
营业外支出	3	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	339	250	492	584	692
所得税	51	42	81	97	114
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>288</b>	<b>208</b>	<b>410</b>	<b>487</b>	<b>577</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	52%	7%	18%	17%	16%
营业利润	17%	-24%	95%	20%	18%
归母净利润	21%	-28%	97%	19%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.2%	54.3%	55.4%	56.0%	56.4%
净利率	8.8%	6.0%	9.9%	10.0%	10.3%
ROE	20.3%	14.4%	26.5%	27.8%	30.0%
ROIC	19.3%	14.2%	25.9%	27.8%	30.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.6%	31.3%	28.1%	28.0%	27.7%
净负债比率	1.3%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.1	2.4	2.5	2.6
速动比率	1.6	1.7	2.0	2.0	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.6	1.9	2.0	2.1
存货周转率	6.7	6.2	7.3	7.3	7.3
应收账款周转率	16.0	13.5	12.7	12.6	12.5
应付账款周转率	5.6	5.9	7.5	7.5	7.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.67	0.48	0.96	1.13	1.34
每股经营净现金	0.76	0.46	0.96	1.17	1.38
每股净资产	3.37	3.33	3.89	4.26	4.69
每股股利	0.55	0.40	0.76	0.91	1.07
<b>估值比率</b>					
PE	29.1	40.3	20.4	17.2	14.5
PB	5.8	5.8	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	22.2	25.5	14.7	12.5	10.8

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。