

百亚股份 (003006.SZ)

26 年有望走出压力，业绩底部向上

核心观点：

- **百亚股份发布 2025 年报与 2026 一季报**，2025 年收入 34.92 亿元，同比增长 7.3%，归母净利 2.08 亿元，同比下降 27.7%。2026Q1 收入 10.55 亿元，同比增长 6.0%，归母净利 1.44 亿元，同比增长 10.0%，Q1 利润表现较好。
- **五省高基数上收入波动，线下外围保持高增**。2025 年核心五省收入同比+4%，H2 有一定降速，与季度波动相关，公司核心五省基本盘相对稳定，产品结构提价且细分市场份额提升。2025 年外围市场收入同比+92%，保持高速增长，线上前期增速快、排名靠前从而打响知名度、形成品牌影响力，对线下吸引新客也有效果，结合积极扩张门店与经销商、因地制宜磨合打法，拉动线下外围市场扩张。
- **电商 25 年压力较大，后续有望改善**。2025 年电商收入同比-12%，前期受到 315 舆情影响，平台竞争也相对加剧，公司投入资金转化率降低，因而在收入下滑过程中也产生亏损。当前公司控制费用投入，而且后续几个季度基数降低，电商具备改善契机。
- **25 盈利具备压力，26 有望改善**。公司 2025 年毛利率同比提升 1.1pct 至 54.3%，其中核心五省、外围省份、电商毛利率分别提升 0.3、3.7、1.0pct，产品结构持续升级，高价值单品益生菌占比提升。公司销售费用率同比提升 4.1pct，其他费用率变动不大，销售费用主要系电商超额投放，后续有望收紧。公司 2026Q1 毛利率提升 5.2pct，费用率合计提升 4.7pct，有核算口径差异，但毛销差依然向上。
- **盈利预测与投资建议**。预计 26-28 年公司每股收益分别为 0.91/1.09/1.31 元/股，自主品牌"自由点"渠道扩张放量，产品升级提升毛利，费用率下行释放利润弹性，参考历史估值中位数 34xPE、高位近 49xPE，给予公司 26 年 25xPE 估值，合理价值 22.79 元/股，给予"买入"评级。
- **风险提示**。净利率下行、扩张不及预期、原材料价格波动等风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,254	3,492	4,191	5,029	5,934
增长率 (%)	51.8%	7.3%	20.0%	20.0%	18.0%
EBITDA	383	349	532	629	740
归母净利润	288	208	392	468	561
增长率 (%)	20.7%	-27.7%	88.3%	19.6%	19.9%
EPS (元/股)	0.67	0.48	0.91	1.09	1.31
市盈率 (P/E)	35.8	45.1	21.4	17.9	14.9
ROE (%)	19.8%	14.5%	25.9%	29.2%	32.7%
EV/EBITDA	25.8	26.0	14.8	12.3	10.3

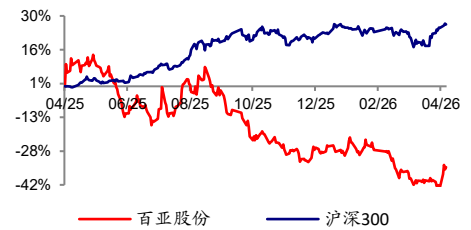
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.22 元
合理价值	22.79 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-23

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002

SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

相关研究：

百亚股份 (003006.SZ) : 提前终止减持计划，关注未来改善	2025-12-26
百亚股份 (003006.SZ) : 25Q1 利润超预期，看好后续盈利空间	2025-04-27

一、盈利预测和投资建议

收入端, 预计2026-2028年公司营业收入分别为41.91/50.29/59.34亿元, 同比分别+20.0%/+20.0%/+18.0%。分品类看: (1) 自主品牌卫生巾: 预计2026-2028年收入分别为40.47/48.89/57.98亿元, 同比分别+21.1%/+20.8%/+18.6%, 公司旗下自主品牌"自由点"持续加大渠道拓展与品牌投入力度, 电商渠道保持快速增长, 线下外围市场加速拓展, 产品结构向中高端升级带动均价持续提升; (2) 婴儿纸尿裤: 预计2026-2028年收入分别为0.47/0.45/0.43亿元, 同比分别-8.0%/-5.0%/-5.0%, 公司战略性收缩该品类, 聚焦资源发展核心卫生巾业务; (3) 成人失禁用品: 预计2026-2028年收入分别为0.12/0.12/0.12亿元, 规模较小保持平稳; (4) ODM产品: 预计2026-2028年收入分别为0.85/0.83/0.82亿元, 同比持续小幅下降, 公司主动压缩ODM代工业务, 集中资源发展自主品牌。

毛利率方面, 预计2026-2028年综合毛利率分别为56.6%/57.6%/58.4%, 逐年稳步提升。分品类看: (1) 自主品牌卫生巾毛利率预计从2025年的56.2%进一步提升至2026年的57%左右, 受益于产品结构向中高端优化及生产端规模效应释放; (2) 婴儿纸尿裤毛利率预计从2025年的8.9%逐步改善, 产品线收缩后产能利用率提升带动固定成本分摊优化; (3) 成人失禁用品毛利率稳定在11%左右; (4) ODM业务毛利率保持相对稳定。自主品牌卫生巾收入占比持续提升是综合毛利率上行的核心驱动力。

表1: 营收拆分 (单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
自主品牌产品					
收入	3140	3405	4106	4946	5852
增长率 (%)	112.8%	8.4%	20.6%	20.5%	18.3%
毛利率 (%)	54.4%	55.3%	56.3%	57.5%	58.6%
其中: 卫生巾					
收入	3047	3341	4047	4889	5798
增长率 (%)	40.3%	9.7%	21.1%	20.8%	18.6%
毛利率 (%)	55.6%	56.2%	57.0%	58.0%	59.0%
其中: 婴儿纸尿裤					
收入	80	51	47	45	43
增长率 (%)	-22.1%	-36.0%	-8.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率 (%)	13.3%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
其中: 成人失禁用品					
收入	13	13	12	12	12
增长率 (%)	-8.8%	-3.4%	-3.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率 (%)	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
ODM 产品					
收入	114	87	85	83	82

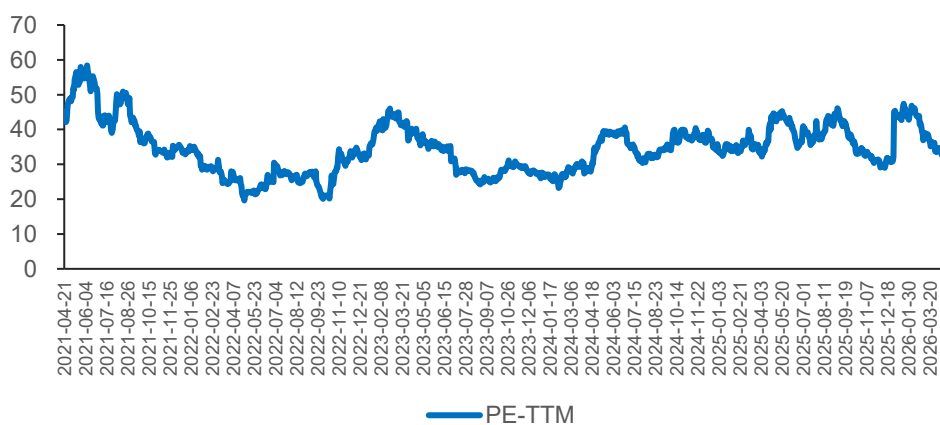
增长率 (%)	-6.1%	-23.4%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
毛利率 (%)	20.9%	16.6%	20.9%	20.9%	20.9%
其中：卫生巾					
收入	85	65	63	62	82
增长率 (%)	-5.9%	-23.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
毛利率 (%)	23.4%	17.7%	23.4%	23.4%	23.4%
其中：纸尿裤					
收入	29	22	21	21	20
增长率 (%)	-6.7%	-24.5%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
毛利率 (%)	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
合计					
收入	3254	3492	4191	5029	5934
增长率 (%)	51.8%	7.3%	20.0%	20.0%	18.0%
毛利率 (%)	53.2%	54.3%	56.6%	57.6%	58.4%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

费用端，预计2026-2028年销售费用率均为39.4%，较2025年的41.8%下降2.4pct，品牌投入边际效应释放带动费用效率提升；管理费用率稳定在2.85%；研发费用率分别为2.52%/3.50%/4.20%，公司持续加大产品创新投入。

综上，预计2026-2028年公司营业收入分别为41.91/50.29/59.34亿元，同比分别+20.0%/+20.0%/+18.0%；归母净利润分别为3.92/4.68/5.61亿元，同比分别+88.3%/+19.6%/+19.9%；EPS分别为0.91/1.09/1.31元。预计26-28年公司每股收益分别为0.91/1.09/1.31元/股，自主品牌"自由点"渠道扩张放量，产品升级提升毛利，费用率下行释放利润弹性，参考历史估值中位数34xPE、高位近49xPE，给予公司26年25xPE估值，合理价值22.79元/股，给予"买入"评级。

图 1：百亚股份历史估值情况



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

二、风险提示

（一）原材料价格波动

铝材采购成本维持相对高位，产品提价传导存在时滞效应，并表后产品结构变化叠加竞争定价压力，短期毛利率承压，公司通过供应链优化与集中采购应对成本波动。

（二）并购整合不及预期

收购中粮包装推高期间费用，并购贷款利息与中介费用短期侵蚀利润，灌装业务持续亏损，海外产能（东南亚、中亚）处于建设期，协同效应释放节奏存在不确定性。

（三）盈利水平波动

毛利率阶段性处于历史低位，扣非净利润短期下滑，受原材料成本高位与并表影响，随中粮包装整合推进与议价能力提升，价格传导逐步兑现，盈利能力底部改善。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	1,328	1,204	1,474	1,642	1,853
货币资金	395	310	509	629	751
应收及预付	249	340	339	364	396
存货	283	235	303	320	370
其他	400	319	324	329	335
非流动资产总额	823	880	841	836	825
长期股权投资	21	20	19	19	19
固定资产	626	663	651	645	636
在建工程	34	37	36	35	34
使用权资产	13	8	8	8	8
无形资产	63	69	69	69	69
其他	65	83	58	59	59
资产总额	2,151	2,084	2,316	2,477	2,677
流动负债总额	638	581	735	802	891
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	408	304	474	542	631
其他	230	277	261	261	261
非流动负债总额	63	71	71	71	70
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	63	71	71	71	70
负债总额	701	652	805	873	961
股本	429	430	430	430	430
其他	1,020	1,002	1,081	1,174	1,287
归母权益合计	1,450	1,432	1,510	1,604	1,716
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,151	2,084	2,316	2,477	2,677

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,254	3,492	4,191	5,029	5,934
营业成本	1,523	1,596	1,818	2,132	2,469
营业税金及附加	26	25	31	38	45
销售费用	1,226	1,458	1,651	1,981	2,338
管理费用	117	99	119	143	169
研发费用	72	88	106	176	249
财务费用	-2	0	-4	-6	-7
资产信用减值损失	-6	-7	-8	-11	-11
公允价值变动收益	11	5	0	0	0
投资收益	5	0	1	1	2
营业利润	329	251	463	554	663
营业外收支	10	-1	-2	-3	-3
利润总额	339	250	461	551	660
所得税费用	51	42	69	83	99
合并净利润	288	208	392	468	561
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	288	208	392	468	561
EPS (元/股)	0.67	0.48	0.91	1.09	1.31

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	325	199	560	564	640
合并净利润	288	208	392	468	561
折旧摊销	66	96	66	70	74
营运资金变动	-36	-92	77	16	-5
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-45	-51	-39	-69	-68
资本性开支	-151	-134	-57	-67	-67
投资	106	82	0	-3	-3
其他	0	1	17	1	2
融资活动现金流净额	-237	-236	-313	-375	-450
股本融资	3	6	0	0	0
债权融资	0	0	0	0	-1
股利分配与偿付利息	-236	-236	-313	-375	-449
其他	-5	-6	0	0	0
现金净增加额	42	-88	207	120	122
期初现金余额	347	390	301	509	629
期末现金余额	390	301	509	629	751

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	51.8%	7.3%	20.0%	20.0%	18.0%
营业利润增长率	17.2%	-23.7%	84.4%	19.7%	19.7%
归母净利润增长率	20.7%	-27.7%	88.3%	19.6%	19.9%
获利能力					
毛利率	53.2%	54.3%	56.6%	57.6%	58.4%
净利率	8.8%	6.0%	9.3%	9.3%	9.5%
ROE	19.8%	14.5%	25.9%	29.2%	32.7%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	31.3%	34.8%	35.2%	35.9%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1
利息保障倍数	309.0	112.4			
营运能力					
应收账款周转率	16.9	13.5	14.4	16.4	18.0
存货周转率	5.4	6.8	6.0	6.7	6.7
应付账款周转率	4.9	7.0	5.2	5.5	5.5
每股指标					
每股收益	0.67	0.48	0.91	1.09	1.31
每股净资产	3.38	3.33	3.52	3.73	3.99
每股经营现金流	0.76	0.46	1.30	1.31	1.49
估值比率					
PE	35.8	45.1	21.4	17.9	14.9
PB	7.1	6.6	5.5	5.2	4.9
EV/EBITDA	25.8	26.0	14.8	12.3	10.3

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。