

## 电商逐步改善, 全国化与高端化成长可期

### 投资要点

- 业绩摘要:** 2025 公司实现营收 34.9 亿元, 同比+7.3%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比-27.7%; 实现扣非净利润 2.0 亿元, 同比-23.1%。利润端承压主要系电商业务投入较大。25Q4 营收 8.7 亿元, 同比-6.4%; 归母净利润-0.37 亿元。2026Q1 营收 10.6 亿元, 同比+6%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比+10%; 扣非净利润 1.4 亿元, 同比+7.1%, 盈利质量改善。
- 结构优化驱动毛利率上行, 26Q1 费效改善下盈利修复。** 2025 年公司整体毛利率为 54.3%, 同比+1.1pp, 主要受益于中高端及大健康系列产品占比提升。25 年总费用率为 47.1%, 同比+3.7pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 41.8%/2.8%/0%/2.5%, 同比+4.1pp/-0.7pp/+0.1pp/+0.3pp。综合来看, 2025 年净利率约为 6%, 同比-2.9pp。26Q1 毛利率为 58.5%, 同比+5.2pp; 总费用率为 42.6%, 同比+4.7pp; 净利率为 13.6%, 同比+0.5pp, 随着产品结构升级及费用投放效率改善, 公司盈利能力进入修复通道。
- 外围省份持续高增, 电商 Q1 环比改善。** 分渠道来看, 2025 年电商渠道/核心五省/外围省份分别实现收入 13.4/12.3/8.3 亿元, 占总收入比例 38.5%/35.2%/23.9%。其中外围省份收入持续高增, 25 年同比+92.3%, 截至 25 年底外围重点市场布局已扩展至十余个省, 且全年外围省份整体已实现盈利, 26Q1 外围新市场保持快速增长。电商渠道 25 年收入同比-11.9%, 主要受短期舆情、平台策略调整等因素影响, 阶段性承压。公司已采取优化渠道结构、提升费用投入产出比、优化产品结构等措施, 推动电商策略调整。26Q1 来看, 电商业务已实现较大改善。整体来看, 公司“线下扩张+产品升级”双轮驱动清晰, 长期全国化扩张及品牌力提升有望持续释放业绩弹性。
- 聚焦核心品类, 高端化驱动增长。** 2025 年自由点产品实现营业收入 33.4 亿元, 同比+10.0%, 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, 同比+36.3%。公司卫生巾产品结构不断优化, 25 年大健康系列产品收入占比已超过 50%。2026Q1 延续该趋势, 自由点产品实现营业收入 10.3 亿元, 同比+7.8%。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.94 元、1.2 元、1.48 元, 对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、13 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新品开发不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3492.46	4246.87	5022.47	5816.40
增长率	7.32%	21.60%	18.26%	15.81%
归属母公司净利润(百万元)	207.98	403.39	515.73	636.23
增长率	-27.70%	93.96%	27.85%	23.37%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.94	1.20	1.48
净资产收益率 ROE	14.52%	24.29%	27.72%	30.31%
PE	39	20	16	13
PB	5.68	4.90	4.37	3.88

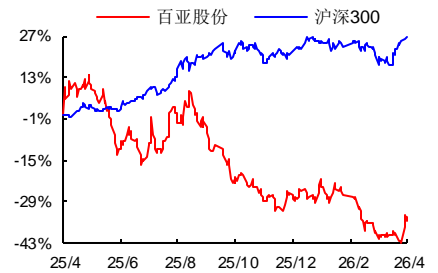
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 沈琪  
执业证号: S1250525070006  
电话: 023-67506873  
邮箱: shenq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.30
流通 A 股(亿股)	4.29
52 周内股价区间(元)	16.66-33.27
总市值(亿元)	81.33
总资产(亿元)	23.43
每股净资产(元)	3.67

### 相关研究

- 百亚股份(003006):线上渠道战略调整, 外围省份延续高增 (2025-10-28)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司持续聚焦资源锁定广东、湖南、湖北、河北、江苏、浙江、山东、安徽、河南等省份作为重点区域，2026-2028 年外围省份收入增速分别为 60%、40%、30%。

假设 2：公司深耕核心市场，持续推进产品和渠道结构优化，2026-2028 年核心五省收入保持每年 5% 增速；

假设 3：电商渠道逐步通过优化渠道结构，提升费用投入产出比、进一步优化产品结构等措施持续改善经营质量，2026-2028 年电商收入增速分别为 15%、12%、10%；毛利率稳步增长，2026-2028 年分别为 54%、54.5%、55%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>合计</b>				
营业收入	3492.5	4,246.9	5,022.5	5,816.4
yoy	7.3%	21.6%	18.3%	15.8%
营业成本	1595.9	1,931.1	2,265.9	2,592.5
毛利率	54.3%	54.5%	54.9%	55.4%
<b>核心五省</b>				
收入	1228.5	1290.0	1354.5	1422.2
yoy	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	500.8	521.1	541.8	566.0
毛利率	59.2%	59.6%	60.0%	60.2%
<b>外围省份</b>				
收入	833.8	1334.0	1867.6	2427.9
yoy	92.3%	60.0%	40.0%	30.0%
成本	400.2	633.7	877.8	1,116.9
毛利率	52.0%	52.5%	53.0%	54.0%
<b>电商渠道</b>				
收入	1343.0	1544.4	1729.8	1902.7
yoy	-11.9%	15%	12%	10%
成本	622.24	710.4	787.0	856.2
毛利率	53.7%	54.0%	54.5%	55.0%
<b>ODM</b>				
收入	87.2	78.4	70.6	63.5
yoy	-23.4%	-10%	-10%	-10%
成本	72.7	65.9	59.3	53.4
毛利率	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3492.46	4246.87	5022.47	5816.40	净利润	207.98	403.54	515.80	636.34
营业成本	1595.92	1931.14	2265.92	2592.48	折旧与摊销	89.15	76.07	80.10	81.37
营业税金及附加	24.70	32.65	37.92	40.13	财务费用	0.45	2.12	1.53	0.90
销售费用	1458.20	1605.32	1858.31	2140.43	资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.47	203.85	251.12	290.82	经营营运资本变动	-112.35	-15.25	-32.76	-41.66
财务费用	0.45	2.12	1.53	0.90	其他	16.64	-6.49	-4.91	-5.18
资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>199.36</b>	<b>460.00</b>	<b>559.76</b>	<b>671.77</b>
投资收益	0.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-40.00	-50.00	-40.00	-20.00
公允价值变动损益	4.99	7.13	6.42	6.65	其他	-11.29	7.13	6.42	6.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-51.30</b>	<b>-42.87</b>	<b>-33.58</b>	<b>-13.35</b>
<b>营业利润</b>	<b>250.91</b>	<b>478.93</b>	<b>614.08</b>	<b>758.28</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.30	2.47	2.47	1.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>249.61</b>	<b>481.39</b>	<b>616.54</b>	<b>760.12</b>	股权融资	5.35	0.00	0.00	0.00
所得税	41.63	77.85	100.75	123.78	支付股利	-171.86	-174.53	-316.22	-397.76
净利润	207.98	403.54	515.80	636.34	其他	-69.45	-48.22	-1.53	-0.90
少数股东损益	0.00	0.16	0.07	0.11	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-235.96</b>	<b>-222.75</b>	<b>-317.74</b>	<b>-398.65</b>
归属母公司股东净利润	207.98	403.39	515.73	636.23	<b>现金流量净额</b>	<b>-88.30</b>	<b>194.37</b>	<b>208.43</b>	<b>259.77</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	310.29	504.67	713.10	972.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	353.48	399.43	473.88	553.51	销售收入增长率	7.32%	21.60%	18.26%	15.81%
存货	234.74	309.25	353.09	407.80	营业利润增长率	-23.75%	90.88%	28.22%	23.48%
其他流动资产	304.99	280.16	284.30	288.53	净利润增长率	-27.70%	94.04%	27.82%	23.37%
长期股权投资	20.26	20.26	20.26	20.26	EBITDA 增长率	-12.60%	63.61%	24.88%	20.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	700.36	682.67	650.95	597.96	毛利率	54.30%	54.53%	54.88%	55.43%
无形资产和开发支出	68.66	60.37	52.08	43.79	三费率	44.61%	42.65%	42.03%	41.82%
其他非流动资产	91.06	90.97	90.88	90.79	净利率	5.95%	9.50%	10.27%	10.94%
<b>资产总计</b>	<b>2083.85</b>	<b>2347.77</b>	<b>2638.54</b>	<b>2975.51</b>	ROE	14.52%	24.29%	27.72%	30.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.98%	17.19%	19.55%	21.39%
应付和预收款项	291.34	413.11	469.14	533.24	ROIC	21.03%	36.53%	44.59%	52.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.75%	13.12%	13.85%	14.45%
其他负债	360.50	273.64	308.79	343.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>651.84</b>	<b>686.75</b>	<b>777.93</b>	<b>876.32</b>	总资产周转率	1.65	1.92	2.01	2.07
股本	429.65	429.65	429.65	429.65	固定资产周转率	5.42	6.31	7.53	9.47
资本公积	275.48	275.48	275.48	275.48	应收账款周转率	13.21	13.10	13.40	13.17
留存收益	726.89	955.74	1155.25	1393.72	存货周转率	6.15	7.09	6.83	6.81
归属母公司股东权益	1432.01	1660.87	1860.38	2098.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.16	0.23	0.34	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1432.01</b>	<b>1661.03</b>	<b>1860.60</b>	<b>2099.19</b>	资产负债率	31.28%	29.25%	29.48%	29.45%
负债和股东权益合计	2083.85	2347.77	2638.54	2975.51	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.07	2.43	2.58	2.76
					速动比率	1.67	1.92	2.08	2.25
					股利支付率	82.63%	43.27%	61.31%	62.52%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	340.51	557.12	695.71	840.55	每股收益	0.48	0.94	1.20	1.48
PE	39.11	20.16	15.77	12.78	每股净资产	3.33	3.87	4.33	4.89
PB	5.68	4.90	4.37	3.88	每股经营现金	0.46	1.07	1.30	1.56
PS	2.33	1.92	1.62	1.40	每股股利	0.40	0.41	0.74	0.93
EV/EBITDA	22.09	13.07	10.17	8.11					
股息率	2.11%	2.15%	3.89%	4.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---