

# 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

优于大市

### 核心观点

**收入延续前期高速增长态势。**公司前三季度实现营收 23.25 亿/yoy+57.5%，实现归母净利润 2.39 亿/yoy+30.8%。单三季度，公司实现营收 7.93 亿/yoy+50.6%，实现归母净利润 0.59 亿/yoy+16.1%。受益于线上和外围市场持续快速拓展，公司收入延续前期高速增长，但由于营销支出及其他一次性费用增加，公司单 Q3 利润增速有所放缓。

**分产品看，中高端产品升级持续推进。**单三季度，自由点品牌实现营收 7.53 亿/yoy+59.1%，产品结构优化推动毛利率提升 2.7pct 至 58.1%，中高端大健康系列占卫生巾比重达 47%+，其中益生菌 Pro 系列单 Q3 预计实现营收 5100-5200 万元，占比达 6-7%。

**分渠道看，电商及线下外围市场扩张迅猛。**单 Q3 公司线下渠道实现营收 3.86 亿/yoy+25.6%，其中外围省区市场实现收入增长 91.0%，较上半年的 65.6% 再次提速；电商渠道实现营业收入 3.85 亿/yoy+96.8%，其中抖音和拼多多等新兴平台保持 100%+同比增长，天猫同比增长约 50%。

**毛利率持续提高，销售费用率由于投放增加而提升较多。**2024Q3 实现毛利率/净利率分别为 55.80%/7.42%，分别同比+4.20/-2.21pct，中高端益生菌系列等占比持续提升，推动毛利率持续向好。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 41.51%/4.34%/2.21%，同比+7.32%/+1.26%/-0.62pct。销售费用率增加较多主要由于双 11 费用前置、推广益生菌 Pro 系列投放增加，以及新工厂租赁费和咨询费等较多一次性支出影响；管理费用率系职工薪酬增加而略有提升。

**营运能力和现金流均处于稳步提升态势。**公司 2024 前三季度存货周转天数 46 天，同比减少 8 天；应收账款周转天数 23 天，同比减少 8 天；2024Q3 公司经营性现金流净额为 0.31 亿元，同比增长 26.91%。

**风险提示：**宏观环境风险，渠道扩张不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**公司作为细分个护赛道卫生巾行业国货龙头，通过产品升级以及渠道扩张实现业绩持续稳定快速增长。未来一方面随着公司通过新兴电商平台以及线下全国化扩张的持续推进，市场份额有望进一步提升；另一方面依托中高端产品升级，公司品牌势能有望进一步夯实，市场竞争力持续加强，且带动盈利能力继续上行。考虑到公司高费率线上渠道占比不断提升，同时公司不断加大品牌投放以扩大自身市场份额，我们略下调 2024-2026 年归母净利润至 3.21/4.22/5.34（原值为 3.35/4.54/5.57）亿，对应当前 PE 分别为 34/26/21x，维持公司“优于大市”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·个护用品

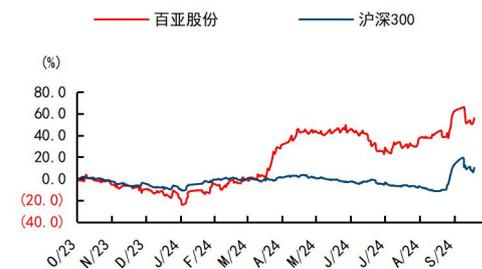
证券分析师：张峻豪  
021-60933168  
zhangjh@guosen.com.cn  
S0980517070001

证券分析师：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	25.69 元
总市值/流通市值	11029/11012 百万元
52 周最高价/最低价	29.36/11.80 元
近 3 个月日均成交额	75.25 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) - 二季度营收增长 80%，全国化扩张带动市场份额持续提升》——2024-08-12
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 品牌升级叠加渠道破局，区域个护龙头迎来成长期》——2023-05-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 一季度净利润增长 45%，产品升级推动毛利率提升》——2023-04-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼》——2023-03-26
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年业绩预计下滑 17%，四季度延续景气增长》——2023-01-19

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,201	4,178	5,005
(+/-%)	10.2%	33.0%	49.3%	30.5%	19.8%
净利润(百万元)	187	238	321	422	534
(+/-%)	-17.8%	27.2%	34.5%	31.6%	26.6%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.75	0.98	1.24
EBIT Margin	13.1%	12.4%	10.5%	10.7%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	14.6%	17.2%	21.8%	26.8%	31.3%
市盈率 (PE)	59.0	46.3	34.4	26.1	20.6
EV/EBITDA	43.9	36.0	30.1	23.7	19.2
市净率 (PB)	8.64	7.95	7.52	7.01	6.47

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

**收入延续前期高速增长态势。**公司前三季度实现营收 23.25 亿/yoy+57.5%，实现归母净利润 2.39 亿/yoy+30.8%。单三季度，公司实现营收 7.93 亿/yoy+50.6%，实现归母净利润 0.59 亿/yoy+16.1%。受益于线上和外围市场持续快速拓展，公司收入延续前期高速增长，但同时由于营销支出及其他一次性费用增加，公司单 Q3 利润增速有所放缓。

**分产品看，**前三季度自由点产品实现营收 21.53 亿/yoy+65.9%，毛利率提升 4.1pct 至 57.8%；单三季度，自由点实现营收 7.53 亿/yoy+59.1%，毛利率提升 2.7pct 至 58.1%，同时中高端大健康系列占卫生巾比重达 47%+，益生菌 Pro 系列单 Q3 预计实现营收 5100-5200 万元，占卫生巾营收 6-7%。

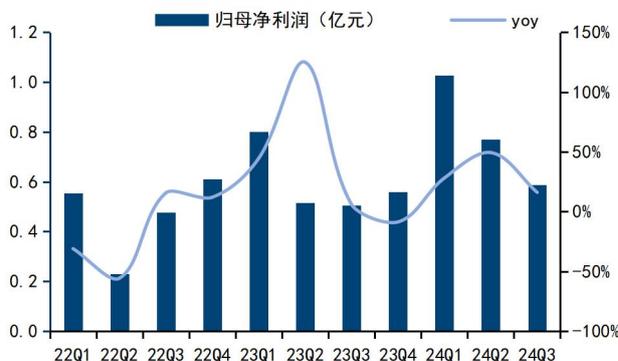
**分渠道看，**单 Q3 公司线下渠道实现营收 3.86 亿/yoy+25.6%，其中外围市场实现收入增速 91.0%，较上半年 65.6%再次提速；电商渠道实现营业收入 3.85 亿/yoy+96.8%，其中抖音和拼多多保持 100%+同比增长，天猫同比增长约 50%。

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

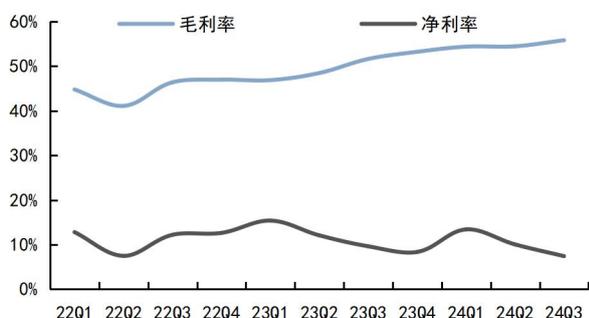
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

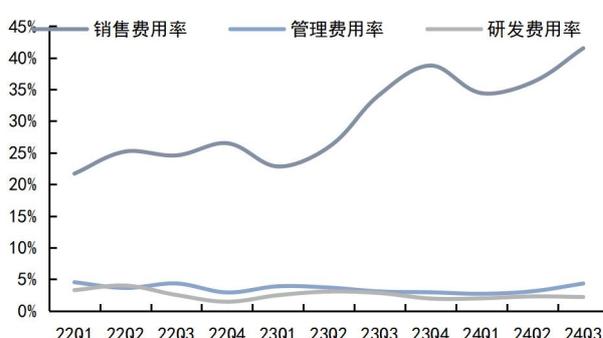
**盈利能力方面，**2024Q3 实现毛利率/净利率分别为 55.80%/7.42%，分别同比 +4.20pct/-2.21pct，随着高毛利中高端益生菌系列占比持续提升，公司毛利率持续向好。2024Q3 销售/管理/研发费用率分别为 41.51%/4.34%/2.21%，同比 +7.32pct/+1.26pct/-0.62pct。销售费用率增加较快主要由于双 11 费用前置、推广益生菌 Pro 系列品牌投放增加，以及新工厂租赁费和咨询费等较多一次性支出；管理费用率由于职工薪酬增加而略有提升。

图3：公司单季度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：公司单季度费用率情况

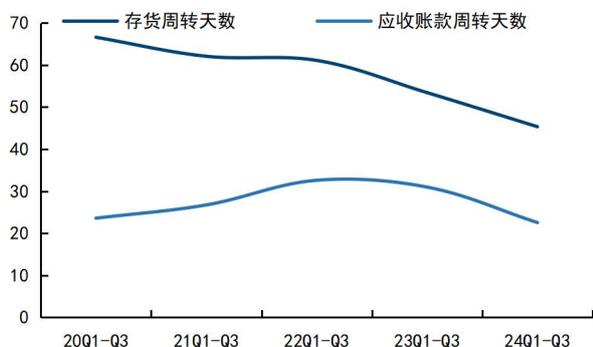


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**营运能力及现金流方面，**公司 2024 前三季度存货周转天数 46 天，同比减少 8 天；

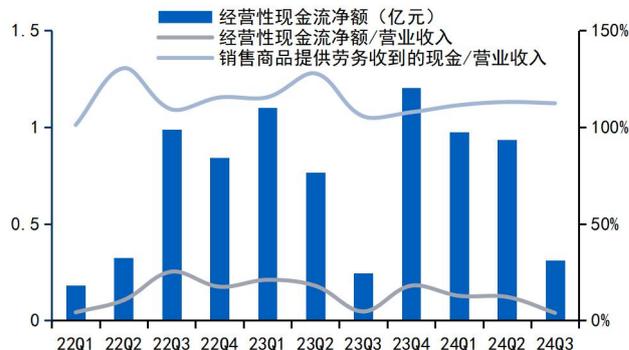
应收账款周转天数 23 天，同比减少 8 天；2024Q3 公司经营性现金流净额为 0.31 亿元，同比增长 26.91%，公司营运能力和现金流均处于稳步提升态势。

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：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

公司作为细分个护赛道卫生巾行业国货龙头，通过产品升级以及渠道扩张实现业绩持续稳定快速增长。未来一方面随着公司通过新兴电商平台以及线下全国化扩张的持续推进，市场份额有望进一步提升；另一方面依托中高端产品升级，公司产品势能有望进一步夯实，市场竞争力持续加强，且带动盈利能力继续上行。考虑到公司高费率线上渠道占比不断提升，同时公司不断加大品牌投放以扩大自身市场份额，我们略下调 2024-2026 年归母净利润至 3.21/4.22/5.34（原值为 3.35/4.54/5.57）亿，对应当前 PE 分别为 34/26/21x，维持公司“优于大市”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
营收增速	49.3%	47.1%	30.5%	31.5%	公司大力发展电商渠道和线下外围市场，整体收入有望快速发展。
销售费用率	37.5%	36.9%	38.2%	37.3%	公司电商高销售费率渠道收入占比不断提升结构性拉动整体销售费用率上行，同时为扩大品牌知名度公司加大品牌投放带动销售费用率上行。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-10-18)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
003006.SZ	百亚股份	25.69	110	0.55	0.75	0.98	1.24	27.32	34.41	26.15	20.65	4.08	1.00	优大于市
603605.SH	珀莱雅	97.93	389	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	24.62	19.65	16.44	27.45	0.76	优大于市

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	302	356	504	665	840	营业收入	1612	2144	3201	4178	5005
应收款项	208	200	313	412	507	营业成本	885	1065	1463	1885	2244
存货净额	178	173	226	281	330	营业税金及附加	15	19	29	38	45
其他流动资产	43	61	86	113	135	销售费用	395	669	1200	1598	1902
<b>流动资产合计</b>	<b>1090</b>	<b>1214</b>	<b>1553</b>	<b>1895</b>	<b>2236</b>	管理费用	62	72	99	117	134
固定资产	509	513	510	498	478	研发费用	44	54	75	91	106
无形资产及其他	66	65	63	61	59	财务费用	(4)	(4)	(11)	(15)	(19)
投资性房地产	47	74	74	74	74	投资收益	7	9	9	9	9
长期股权投资	19	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	6	15	16	17	17
<b>资产总计</b>	<b>1732</b>	<b>1884</b>	<b>2218</b>	<b>2547</b>	<b>2866</b>	其他收入	(12)	(12)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1	4	2	2	2	营业利润	217	281	372	489	619
应付款项	188	231	319	414	495	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	254	244	410	537	640	<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>280</b>	<b>371</b>	<b>488</b>	<b>618</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>442</b>	<b>479</b>	<b>731</b>	<b>953</b>	<b>1137</b>	所得税费用	25	41	50	66	83
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0	1
其他长期负债	9	19	20	21	23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>321</b>	<b>422</b>	<b>534</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>451</b>	<b>498</b>	<b>751</b>	<b>974</b>	<b>1159</b>	净利润	187	238	321	422	534
少数股东权益	1	0	0	0	0	资产减值准备	9	11	1	(0)	(1)
股东权益	1280	1387	1467	1573	1706	折旧摊销	50	55	55	58	60
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1732</b>	<b>1884</b>	<b>2218</b>	<b>2547</b>	<b>2866</b>	公允价值变动损失	(6)	(15)	(16)	(17)	(17)
						财务费用	(4)	(4)	(11)	(15)	(19)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7)	23	65	42	18
每股收益	0.44	0.55	0.75	0.98	1.24	其它	(9)	(11)	(1)	1	1
每股红利	0.30	0.55	0.56	0.74	0.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>224</b>	<b>302</b>	<b>425</b>	<b>505</b>	<b>595</b>
每股净资产	2.97	3.23	3.42	3.66	3.97	资本开支	0	(83)	(35)	(27)	(20)
ROIC	21.67%	25.02%	32%	45%	59%	其它投资现金流	(28)	(64)	0	0	0
ROE	14.63%	17.18%	22%	27%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(27)</b>	<b>(148)</b>	<b>(35)</b>	<b>(27)</b>	<b>(20)</b>
毛利率	45%	50%	54%	55%	55%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	12%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(129)	(236)	(240)	(316)	(401)
收入增长	10%	33%	49%	30%	20%	其它融资现金流	104	373	(2)	0	0
净利润增长率	-18%	27%	35%	32%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(154)</b>	<b>(100)</b>	<b>(242)</b>	<b>(316)</b>	<b>(401)</b>
资产负债率	26%	26%	34%	38%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>147</b>	<b>162</b>	<b>174</b>
股息率	1.2%	2.1%	2.2%	2.9%	3.6%	货币资金的期初余额	259	302	356	504	665
P/E	59.0	46.3	34.4	26.1	20.6	货币资金的期末余额	302	356	504	665	840
P/B	8.6	8.0	7.5	7.0	6.5	企业自由现金流	0	222	376	461	555
EV/EBITDA	43.9	36.0	30.1	23.7	19.2	权益自由现金流	0	594	383	474	571

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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