

**评级：买入（维持）**

市场价格：14.80 元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

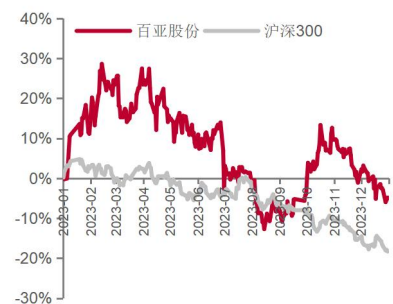
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,463	1,612	2,087	2,587	3,150
增长率 yoy%	17.0%	10.2%	29.5%	23.9%	21.8%
净利润（百万元）	228	187	240	309	387
增长率 yoy%	24.9%	-17.8%	28.4%	28.6%	25.2%
每股收益（元）	0.53	0.44	0.56	0.72	0.90
每股现金流量	0.46	0.54	0.61	0.74	0.88
净资产收益率	18.8%	14.6%	17.3%	20.2%	22.8%
P/E	27.9	33.9	26.4	20.6	16.4
P/B	5.2	5.0	4.6	4.1	3.7

备注：股价信息为 2024 年 01 月 10 日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	428
市价(元)	14.80
市值(百万元)	6,355
流通市值(百万元)	6,333

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 核心观点：2023 年公司重点发力线上渠道、产品力&品牌力持续拉升，外围市场亦稳步拓展，2024 年持续成长可期。我们认为“益生菌”系列的成功放量反映公司产品升级及品牌塑造卓有成效、核心竞争力提升；2024 年公司战略清晰，短期产能及渠道结构变化不改公司长期成长逻辑。看好公司从区域走向全国、高速成长，重申“买入”评级。**
- 产品力&品牌势能向上，助力国货破圈。**2023 年，公司在产品迭代及品牌营销端成果显著，核心竞争力提升。
- ①在产品结构上，2023 年新推“益生菌”系列，Q2 起全渠道铺开并倾斜营销资源，以益生菌为卖点的大健康产品占比迅速提升，“双十一”期间销售突破 3800 万片（官方战报）。前三季度，公司营收 14.76 亿元（+30.7%），Q3 单季度营收 5.26 亿元（+34.65%），其中自由点收入 4.73 亿元（+40.7%），毛利率 55.4%（+4.4pct.），高端系列产品收入占比持续增加，拉升整体毛利率、产品结构升级逻辑持续兑现。2024 年，我们预估产品推新围绕益生菌系列升级展开，巩固产品竞争力与品牌心智。**
- ②在品牌投入上，2023 年看重抖音等新渠道品宣价值，带动其他平台及线下市场品牌认知加深。2020 年以来，公司持续加大品牌建设，销售费用率从 17.7%（2020 年）提升至 27.8%（2023 前三季度），考虑电商业务及外围渠道拓展，公司品牌战略投入加大。我们认为，短期品宣费用投入增加符合公司全国扩张战略，长期看，盈利中枢有望抬升。**
- 电商：增长持续超预期，把握新兴直播平台崛起下弯道超车机遇，2024 年巩固直播平台份额。**2023 年，公司重点投入抖快等新兴电商渠道，带动线上业务实现超预期增长。电商渠道 2023 年前三季度收入 4.33 亿元（+93.8%），其中，Q1/Q2/Q3 单季度收入分别增长 86%/60%/129.5%，持续超预期，“双十一”期间自由点抖快直播排名第一（官方战报）。从平台表现看，抖音等直播平台增长靓丽，抖音渠道外围省份贡献核心收入，展望 2024 年，电商渠道有望突破 10 亿。
- 线下：外围市场以点带面，重视品牌心智辐射与终端动销、看好 2024 年有序扩张。**2023 年，疫后经营恢复常态背景下，公司重新梳理内部架构、集中资源突破重点省市，拓展外围市场。前三季度收入 9.64 亿元（+17.4%），其中，Q3 单季度收入 3.07 亿元（+8.2%），分区域看，Q3 单季度核心区域以外省份收入增长 32.3%、环比提速。2024 年，我们预估公司围绕现有重点省市以点带面向外辐射，伴随前期投入区域渠道动销模式跑通，公司外围区域有望形成良性循环、助力全国扩张。
- 投资建议：在产品升级及流量向线上渗透的趋势下、公司把握流量红利多渠道协同发展，有望从区域走向全国，开启高速成长。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 20.87、25.87、31.5 亿元，同增 29.5%、23.9%、21.8%，归母净利润 2.4、3.09、3.87 亿元（考虑电商高增及费用投入加大，调整盈利预测，前次预测值为归母净利润 2.52、3.13、3.9 亿元），同增 28.4%、28.6%、25.2%，EPS 为 0.56、0.72、0.9 元，维持“买入”评级。**
- 风险提示：原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险**

**图表 1：百亚股份三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	302	397	487	606	营业收入	1,612	2,087	2,587	3,150
应收票据	23	7	11	17	营业成本	885	1,092	1,341	1,621
应收账款	167	175	228	289	税金及附加	15	21	26	31
预付账款	22	14	18	24	销售费用	395	563	692	840
存货	178	224	274	329	管理费用	62	84	107	129
合同资产	0	0	0	0	研发费用	44	61	80	94
其他流动资产	398	417	418	430	财务费用	-4	-9	-11	-11
流动资产合计	1,090	1,233	1,436	1,696	信用减值损失	-4	-2	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	-4	-5	-6
长期股权投资	19	13	17	16	公允价值变动收益	-2	0	-1	-1
固定资产	447	459	479	487	投资收益	7	7	9	8
在建工程	62	75	79	78	其他收益	9	9	9	9
无形资产	66	61	56	52	营业利润	217	284	360	450
其他非流动资产	47	34	37	40	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	642	641	667	673	营业外支出	5	2	3	3
资产合计	1,732	1,874	2,103	2,369	利润总额	212	282	358	448
短期借款	0	0	0	0	所得税	25	42	54	67
应付票据	0	0	0	0	净利润	187	240	305	381
应付账款	188	233	282	340	少数股东损益	0	-1	-5	-6
预收款项	0	23	7	11	归属母公司净利润	187	240	309	387
合同负债	58	63	98	109	NOPLAT	184	233	295	371
其他应付款	123	85	91	100	EPS (按最新股本摊薄)	0.44	0.56	0.72	0.90
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	73	69	86	102					
流动负债合计	442	474	564	662	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	9	9	9	9	营业收入增长率	10.2%	29.5%	23.9%	21.8%
非流动负债合计	9	9	9	9	EBIT增长率	-17.3%	31.1%	27.0%	25.8%
负债合计	451	483	573	671	归母公司净利润增长率	-17.8%	28.4%	28.6%	25.2%
归属母公司所有者权益	1,280	1,391	1,535	1,708	获利能力				
少数股东权益	1	0	-4	-11	毛利率	45.1%	47.7%	48.1%	48.5%
所有者权益合计	1,281	1,391	1,530	1,698	净利率	11.6%	11.5%	11.8%	12.1%
负债和股东权益	1,732	1,874	2,103	2,369	ROE	14.6%	17.3%	20.2%	22.8%
					ROIC	24.8%	27.8%	31.1%	34.1%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	26.1%	25.8%	27.3%	28.3%
					债务权益比	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
					流动比率	2.5	2.6	2.5	2.6
					速动比率	2.1	2.1	2.1	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3
					应收账款周转天数	34	29	28	30
					应付账款周转天数	72	69	69	69
					存货周转天数	69	66	67	67
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.44	0.56	0.72	0.90
					每股经营现金流	0.54	0.61	0.74	0.88
					每股净资产	2.97	3.23	3.57	3.97
					估值比率				
					P/E	33.9	26.4	20.6	16.4
					P/B	5.0	4.6	4.1	3.7
					EV/EBITDA	64.1	50.5	41.2	33.6

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。