

百亚股份 (003006.SZ)

渠道调整拖累短期业绩，外围市场延续较快增长

优于大市

核心观点

核心五省渠道调整拖累 Q3 收入，公司单季度出现亏损。前三季度公司实现营收 26.89 亿元/yoy+2.5%，归母净利润 1.37 亿元/yoy-43.9%，扣非归母净利润 1.37 亿元/yoy-42.2%；其中 Q3 实现营收 8.19 亿元/yoy-4.6%，归母净利润-0.42 亿元，同比由盈转亏，扣非归母净利润-0.33 亿元。Q3 核心五省渠道改革及库存调整仍在推进，收入下降叠加费用投入较为刚性，对当期利润形成较大影响；同时资产处置损失约 0.13 亿元，进一步拖累表现利润。

核心五省主动调整，外围市场为主要收入增量。线下 Q3 实现收入 4.66 亿元/yoy-5.1%。核心五省 Q3 收入同比下降超过 30%，主要系公司推进渠道改革并调整经销商库存。外围省份 Q3 同比增长 33.7%，其中华东、华南表现较好，北方市场较 Q2 有所改善；Q3 外围市场实现小幅盈利，随着收入规模扩大，渠道投入的摊薄效应有望逐步显现。

电商收入短期放缓，调整后盈利能力有所改善。电商 Q3 收入同比基本持平。传统淡季及双 11 提前投入导致电商业务单季度小幅亏损，但亏损幅度较此前明显收窄。分平台看，抖音仍有一定压力，拼多多、京东保持较快增长，天猫表现相对平稳。双 11 第一阶段销售基本达到公司预期，预计 Q4 电商收入及盈利环比改善。

原材料涨价叠加费用率提升，Q3 盈利能力明显承压。Q3 公司毛利率为 52.0%/yoy-3.6pct，其中原材料价格上涨影响约 2pct；销售/管理/研发费用率分别为 48.8%/3.4%/3.0%，同比+6.4/+0.6/+1.2pct，毛销差同比收窄 10.0pct 至 3.1%。核心五省收入下降导致固定费用摊薄不足，同时电商及外围市场占比提升带动渠道费用增加。

风险提示：宏观环境风险，渠道恢复不及预期，公司减持风险等。

投资建议：虽然公司核心五省渠道改革及库存调整影响短期出货，叠加原材料价格上涨和费用投入增加，导致 Q3 盈利有所承压，但核心市场终端动销及市场份额仍保持增长，外围省份延续快速增长，电商渠道亏损也明显收窄。预计随着核心五省渠道库存逐步恢复健康，叠加外围市场规模效应释放、电商经营效率改善以及 2027 年新品上市，公司收入和盈利水平有望逐步修复。考虑到核心五省渠道调整仍需一定时间，且短期毛利率及费用率仍有压力，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 2.18/2.65/3.04 亿（原值为 4.02/4.80/5.40），对应 PE 为 47/38/34x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,254	3,492	3,622	3,995	4,294
(+/-%)	51.8%	7.3%	3.7%	10.3%	7.5%
净利润(百万元)	288	208	218	265	304
(+/-%)	20.7%	-27.7%	5.0%	21.6%	14.4%
每股收益(元)	0.67	0.48	0.51	0.62	0.71
EBIT Margin	8.9%	6.5%	6.1%	6.8%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	19.8%	14.5%	14.7%	17.1%	18.6%
市盈率 (PE)	35.4	49.0	46.6	38.4	33.5
EV/EBITDA	30.9	34.4	37.7	32.3	28.8
市净率 (PB)	7.02	7.11	6.85	6.56	6.25

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

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：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

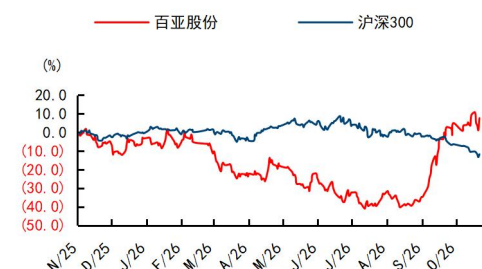
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.70 元
总市值/流通市值	10183/10157 百万元
52 周最高价/最低价	24.98/12.51 元
近 3 个月日均成交额	529.62 百万元

市场走势

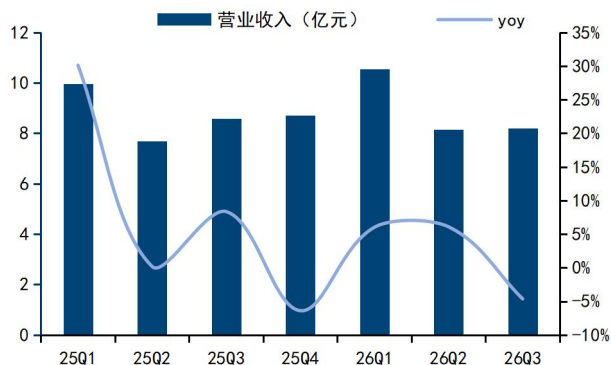


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

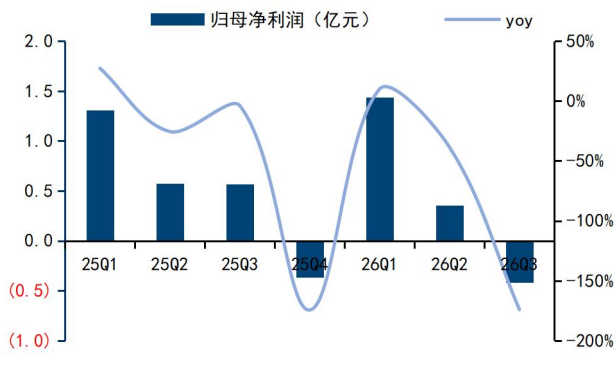
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 线下外围市场持续快速增长，电商渠道调整后弹性可期》——2026-04-20
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 外围市场持续快速增长，期待下半年新品销售表现》——2025-08-18
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 舆情影响有望逐步淡化，线下外围市场持续高速增长》——2025-04-21
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 2024 全年收入表现依旧强劲，舆情事件影响短期盈利水平》——2025-03-24
- 《百亚股份 (003006.SZ) - 全年实现收入增速 52%，短期行业舆情事件不改长期发展趋势》——2025-01-23

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



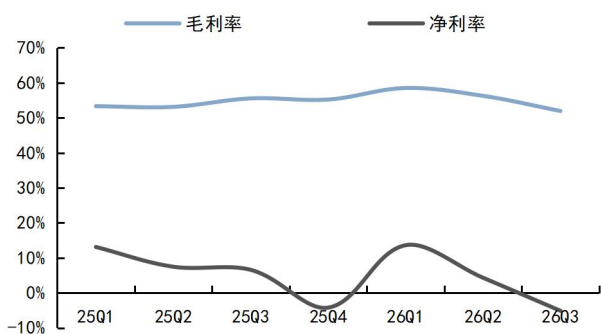
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



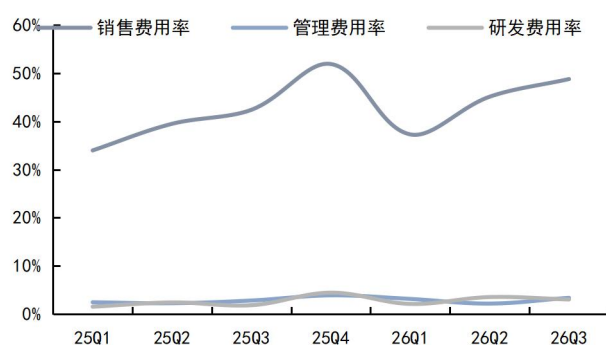
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



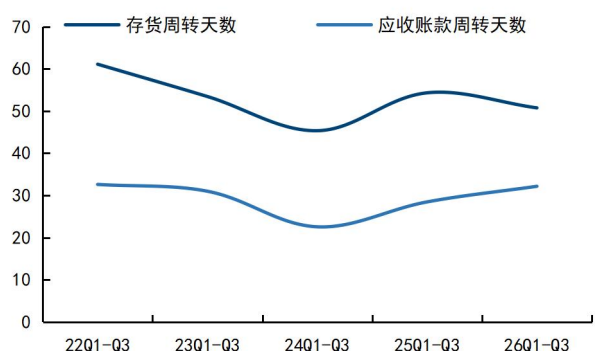
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



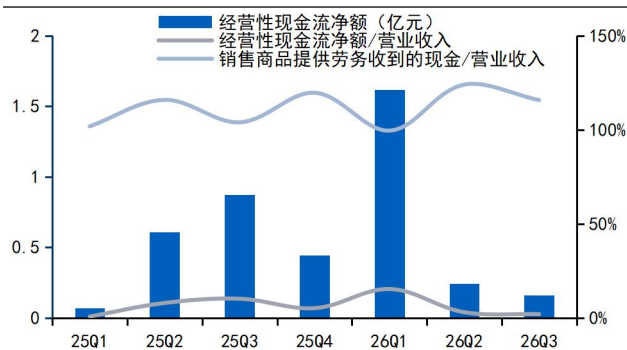
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-10-23)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)		PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)		
003006.SZ	百亚股份	23.70	102	0.48	0.51	0.62	0.71	45.12	46.65	38.36	33.54	14.52	9.40	优于大市
001328.SZ	登康口腔	32.51	56	1.05	1.26	1.48	1.68	37.54	25.76	22.00	19.36	12.03	1.29	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 盈利预测主要调整项

		2026		2027		原因
		现值	原值	现值	原值	
营收增速	-8.45%	23.7%	18.23%	15.1%		核心五省仍处于渠道改革及经销商库存调整阶段，Q3 收入同比下降超过 30%，虽然终端动销及市场份额保持增长，但报表收入恢复预计仍需一定时间；同时电商渠道 Q3 收入同比基本持平，其中抖音仍有压力，短期收入弹性相对有限。 预计原材料成本压力短期仍将延续，且外围市场和电商渠道处于扩张及调整阶段，产品结构升级暂时难以完全抵消成本及渠道投入增加的影响。因此，我们下调 26 年公司毛利率假设，此后随着原材料影响减弱、大健康系列占比提升及渠道经营效率改善，毛利率再逐步恢复。
毛利率	54.7%	58.7%	55.3%	59.1%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 宏观环境风险, 渠道恢复不及预期, 公司减持风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	395	310	582	698	816	营业收入	3254	3492	3622	3995	4294
应收款项	235	313	354	394	435	营业成本	1523	1596	1641	1786	1894
存货净额	283	235	252	263	275	营业税金及附加	26	25	31	34	37
其他流动资产	82	88	98	108	116	销售费用	1226	1458	1561	1734	1872
流动资产合计	1328	1204	1543	1721	1899	管理费用	117	99	87	82	84
固定资产	660	700	682	654	617	研发费用	72	88	80	88	94
无形资产及其他	63	69	66	64	62	财务费用	(2)	0	(10)	(16)	(19)
投资性房地产	79	91	91	91	91	投资收益	5	0	9	9	9
长期股权投资	21	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	15	7	16	17	17
资产总计	2151	2084	2403	2550	2689	其他收入	18	17	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	28	46	2	2	2	营业利润	329	251	258	313	358
应付款项	309	228	356	388	412	营业外净收支	10	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	301	307	487	534	571	利润总额	339	250	257	312	357
流动负债合计	638	581	845	924	985	所得税费用	51	42	39	47	54
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	71	72	73	75	归属于母公司净利润	288	208	218	265	304
长期负债合计	63	71	72	73	75	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	701	652	917	997	1060	净利润	288	208	218	265	304
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(18)	1	0	(0)	(0)
股东权益	1450	1432	1487	1553	1629	折旧摊销	62	88	71	75	77
负债和股东权益总计	2151	2084	2403	2550	2689	公允价值变动损失	(15)	(7)	(16)	(17)	(17)
						财务费用	(2)	0	(10)	(16)	(19)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(10)	(115)	241	18	2
每股收益	0.67	0.48	0.51	0.62	0.71	其它	18	(1)	(0)	0	0
每股红利	0.30	0.55	0.38	0.46	0.53	经营活动现金流	326	174	515	342	365
每股净资产	3.38	3.33	3.46	3.61	3.79	资本开支	0	(134)	(35)	(27)	(20)
ROIC	24.05%	16.37%	18%	24%	29%	其它投资现金流	91	75	0	0	0
ROE	19.84%	14.52%	15%	17%	19%	投资活动现金流	90	(58)	(35)	(27)	(20)
毛利率	53%	54%	55%	55%	56%	权益性融资	(1)	6	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(129)	(236)	(164)	(199)	(228)
收入增长	52%	7%	4%	10%	8%	其它融资现金流	(118)	267	(44)	0	0
净利润增长率	21%	-28%	5%	22%	14%	融资活动现金流	(377)	(200)	(208)	(199)	(228)
资产负债率	33%	31%	38%	39%	39%	现金净变动	38	(84)	272	116	118
股息率	1.3%	2.3%	1.6%	2.0%	2.2%	货币资金的期初余额	356	395	310	582	698
P/E	35.4	49.0	46.6	38.4	33.5	货币资金的期末余额	395	310	582	698	816
P/B	7.0	7.1	6.8	6.6	6.3	企业自由现金流	0	28	467	297	325
EV/EBITDA	30.9	34.4	37.7	32.3	28.8	权益自由现金流	0	295	431	310	341

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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