

百合股份 (603102)

百合生幽谷，久有凌云志

买入 (首次)

2025年03月20日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	725.33	871.25	830.63	945.96	1,065.92
同比 (%)	9.59	20.12	(4.66)	13.89	12.68
归母净利润 (百万元)	137.84	169.07	155.74	177.26	201.82
同比 (%)	(6.89)	22.65	(7.88)	13.82	13.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.15	2.64	2.43	2.77	3.15
P/E (现价&最新摊薄)	18.09	14.75	16.01	14.07	12.36

股价走势



投资要点

- **砥砺前行二十载，成就保健品巨头。**百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神，2005年威海百合正式成立，砥砺前行二十载，现已打造保健品代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵。公司战略连贯、基本面稳健：2016-2023年营收/归母净利润 CAGR 分别为 13.23%/15.53%。
- **保健品行业长坡厚雪，代工有望集中。**(1) 2010-2023年全球维生素和膳食补充剂零售额 CAGR 为 4%，同期我国增速为 9%，高于世界平均水平。考虑到老龄化支撑、居民健康意识提升以及行业向着年轻化、下沉化方向发展，据欧睿国际，预计未来三年保健品市场规模增速有望维持在 6%左右。(2) 构建渠道优势是关键，我国保健品行业的核心销售渠道经历了直销-药房-电商三次切换，2019年以来线上转型更明确：2010-2024年线上电商销售额占比已由 3.1%提升 58%。(3) 2023年我国营养保健品代工市场规模约 35 亿美元，但 CR5 低于 20%，随着产业链效率及专业性提升，保健品代工环节有望趋向集中，看好头部代工厂份额增长。
- **合同代工：研发领航，增量可期。**(1) 公司研发端高举高打，特设专家团队进行批文维护：截至 2023 年，百合股份保健品批文数量国内第一，共计 1302 个，其中 2023 年新增备案 147 个。(2) 错位竞争，公司主动降低市场准入门槛，为中小品牌提供小批量、定制化服务，下游客户类型多元且分散，2023 年前五大客户收入占比仅 15.67%，公司议价权强、订单利润率高。(3) 公司拥有稀缺的柔性供应链，能够实现多剂型、多规格产品的快速切换，有望赋能以电商品牌、线下连锁药店、会员商超等为代表的新客户开拓。
- **自主品牌：错位竞争，打开局面。**公司旗下现有百合康、鸿洋神等六大品牌，下游结构同样分散（线下直营合作方多为小体量的区域性连锁药房），公司采取“平价快销”的模式，平价销售、让利渠道，实现自主品牌收入的逆势增长：2024H1 自有品牌营收增长 1.34%，同期实体药店整体零售额/保健品类销售额同比分别-3.70%/-30%，药房渠道的费用补贴有望常态化，或带动自主品牌逆势提升份额。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.56/1.77/2.02 亿元，同比增速为 -7.88%/13.82%/13.85%，EPS 分 2.43/2.77/3.15 元，对应当前 PE 为 16.01x、14.07x、12.36x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	37.95
一年最低/最高价	28.06/42.85
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	1,361.06
总市值(百万元)	2,428.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.74
资产负债率(% ,LF)	10.12
总股本(百万股)	64.00
流通 A 股(百万股)	35.86

相关研究

内容目录

概述：百合生幽谷，久有凌云志	4
1.1. 砥砺二十载，成就保健品巨头	5
1.2. 管理层稳定，市场化激励可期	6
1.3. 报表健康，盈利能力亮眼	7
2. 保健品行业长坡厚雪，代工有望集中	10
2.1. 我国保健品行业增速快、空间大	10
2.2. 构建渠道优势是关键，线上转型更明确	12
2.3. 品牌端趋于分散，代工端走向集中	13
3. 代工业务：研发领航，增量可期	15
3.1. 研发投入高，批文数量多	15
3.2. 错位竞争，订单利润率高	16
3.3. 柔性生产，新客户在途	17
4. 自主品牌：错位竞争，打开局面	18
4.1. 品牌多元，平价快消	18
4.2. 客户结构分散，公司自主品牌具备比较优势	20
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1. 盈利预测	21
5.2. 估值与投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1:	百合股份历史复盘.....	6
图 2:	股权结构 (截至 2024Q3)	6
图 3:	2016-2023 年公司营收增长稳健, CAGR 达 13.23%.....	8
图 4:	2018-2023 年合同生产及自主品牌收入占比	8
图 5:	2016-2023 年各剂型产品的收入占比	8
图 6:	中国大陆贡献营收基本盘.....	9
图 7:	2018-2023 年费用端优化明显	9
图 8:	销售净利率处行业较高水平.....	9
图 9:	全球 VDS 市场规模, 2010-2023 年 CAGR=4%	10
图 10:	中国 VDS 市场规模, 2010-2023 年 CAGR=9%	10
图 11:	65 岁以上人口占比 (单位: %)	11
图 12:	不同年龄人群的健康消费金额占比 (2021 年)	11
图 13:	人均医疗保健支出占可支配收入比重上行.....	11
图 14:	平淡的收入预期与稳健的健康消费.....	11
图 15:	2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速.....	12
图 16:	低线城市消费者为高潜用户 (2023 年为例)	12
图 17:	2023 年主要市场保健品规模及人均消费额.....	12
图 18:	各年龄段渗透率均存空间.....	12
图 19:	2010-2024 年我国保健品销售渠道结构变化 (按零售额计)	13
图 20:	中国市场前 30 及长尾品牌市占率变化.....	14
图 21:	中国保健品行业长尾品牌销售额增速领先.....	14
图 22:	中美营养保健品代工市场规模 (亿美元)	14
图 23:	2023 年我国营养保健品代工市场格局.....	14
图 24:	2023 年研发人员数量占比.....	15
图 25:	2023 年研发费用率对比.....	15
图 26:	2023 年头部企业注册&备案批文新增量 (个)	16
图 27:	截至 2023 年, 保健品企业注册及备案总量.....	16
图 28:	五个女博士合作产品.....	18
图 29:	功能饮品收入占比持续提升.....	18
图 30:	线下药房流量下滑, 店均服务人数下降.....	18
图 31:	药房渠道品类毛利率对比案例.....	18
图 32:	2024H1 百合自主品牌收入逆势增长.....	20
表 1:	董事会背景节选 (截至 2024Q3)	7
表 2:	2023 年以来两次回购及计划用途.....	7
表 3:	百合股份合同代工业务客户类型多元.....	16
表 4:	百合股份代工业务客户单体销售额相对偏小、营收占比较低 (2018 年为例)	17
表 5:	百合自主品牌及其定位.....	19
表 6:	自有品牌的客户结构.....	20
表 7:	公司营收测算汇总 (百万元)	21
表 8:	可比公司估值对比 (估值日 2025/3/19)	22

概述：百合生幽谷，久有凌云志

我国保健品行业长坡厚雪，代工有望集中。考虑到老龄化支撑、居民健康意识提升以及行业向着年轻化、下沉化方向发展，据欧睿国际，未来三年我国保健品行业市场规模的增速有望维持在6%左右。其中，中游代工环节的市场规模约35亿美元，但CR5低于20%，我们认为随着产业链效率及专业性提升，代工环节有望趋向集中，看好头部代工厂份额提升。

百合生幽谷，馥郁天下知。百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神，2005年威海百合正式成立，砥砺二十载，现已打造保健品代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵：

(1) 合同代工业务增量可期：公司拥有丰富的批文储备（批文数量国内第一）以及稀缺的柔性化供应链，满足客户小批量、定制化需求，有望在行业转型期（下文详述）获益，电商品牌、线下连锁药店、会员商超等新类型客户开拓可期；

(2) 自主品牌攻守兼备，份额有望提升：公司现有百合康等六大品牌，采取“平价快销”的模式，平价销售、让利渠道，2024H1逆势实现收入的正增长。

1.1. 砥砺前行二十载，成就保健品巨头

百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神，2005年威海百合正式成立，砥砺前行二十载，现已形成保健品合同代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵：（1）公司拥有丰富的批文储备以及柔性化的供应链，代工业务稳健徐行，有望在行业转型期（下文详述）获益；（2）自主品牌采取“平价快消”的策略，在线下渠道的销售中打开局面，有望逆势提升份额。

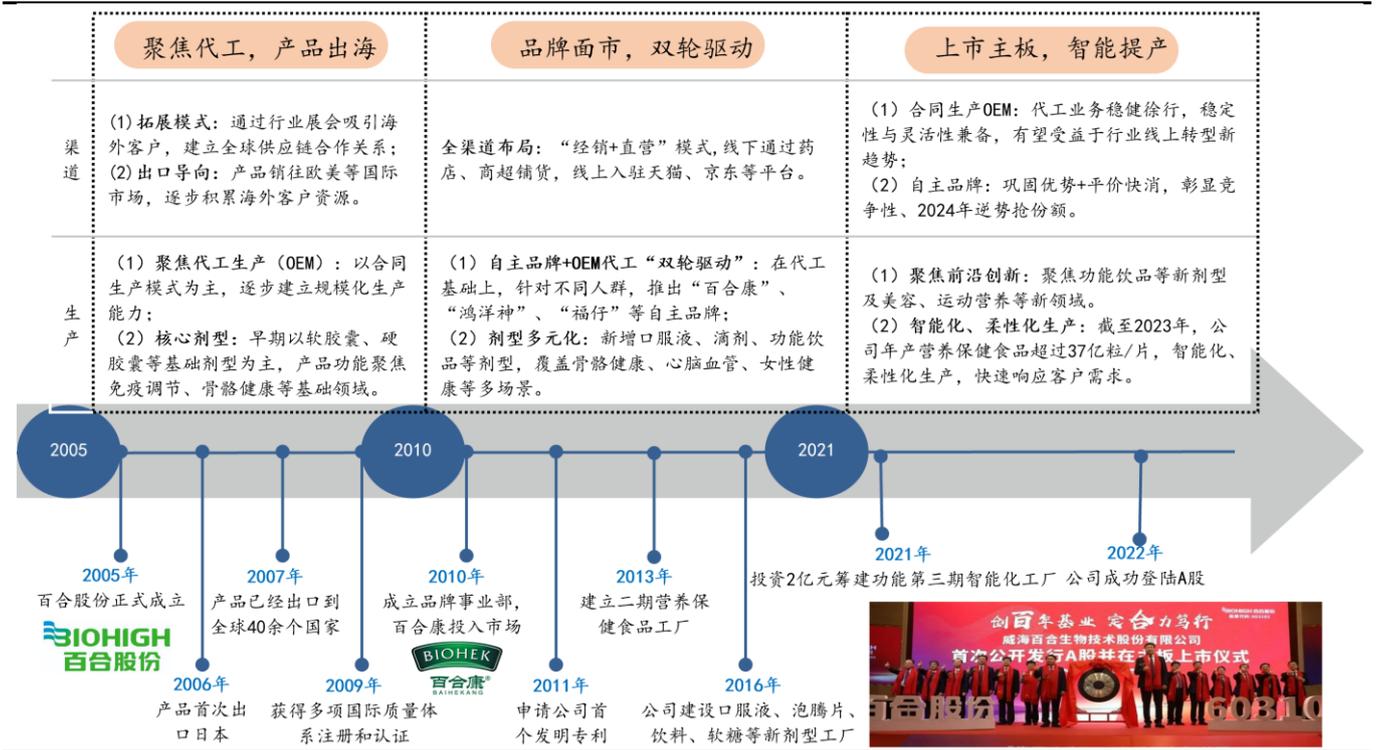
复盘公司历史，大致可分为几个阶段：

2005-2009年：公司成立，产品出海。1996年公司前身鸿洋神海洋生物技术产业有限公司成立，同年生产出中国的第一代鱼油产品，正式进军保健品行业。2005年11月威海百合生物技术股份有限公司（下称：百合股份）正式成立，2006年百合股份的产品首次出口日本，标志着公司正式开启国际化布局，至2007年产品已经出口至全球40余个国家。2009年公司获得包括美国FDA、美国NSF、英国BRC在内的多项国际质量体系注册和认证，进军欧美高端市场。

2010-2020年：启动自有品牌，开启双轮驱动新局面。2010年百合股份成立品牌事业部，自有品牌“百合康”正式投入市场。2011年品牌发展战略正式确定，公司由加工型企业向多元型企业切换。同年，公司申请了首个发明专利，加大研发投入。2013年公司投资4亿元建立了二期营养保健食品工厂，开启多剂型发展之路。2016年公司建设口服液、泡腾片、饮料、软糖等新剂型工厂，提升产能、丰富产品矩阵。

2021年至今：主板上市，智能提产。2021年百合股份投资2亿元筹建功能口服液第三期智能化工厂，完善健康产品矩阵；2022年1月公司成功登陆A股，继往开来，再续华章。

图1: 百合股份历史复盘



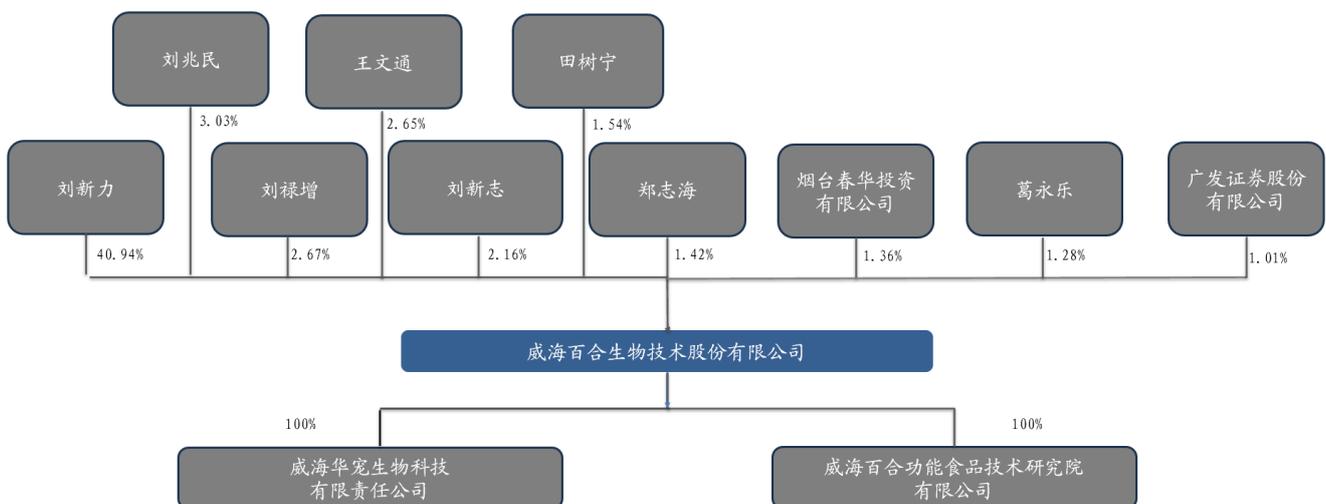
数据来源: 公司官网, 招股说明书, 公司公告、东吴证券研究所

1.2. 管理层稳定, 市场化激励可期

股权结构清晰、稳定。自然人刘新力为公司的第一大股东, 上市前第一大股东持股占比 61.78%, 上市后稀释为 40.94%, 截至 2024 年三季报, 该比例没有发生变化, 实控人共持有 2619.88 万股。

百合股份实控人持股比例较高、对整体战略的把控性强, 公司战略稳定且连贯。

图2: 股权结构 (截至 2024Q3)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

管理层稳定且从业经验丰富。百合股份多位高管自公司成立之初便任职于此，具备近 20 年的从业经验：目前刘新力先生任公司董事长，副总裁王文通先生负责销售线，副总裁王丽娜女士负责研发线，副总裁刘海涛先生负责生产线。人均薪酬高于行业平均水平，十年以上员工较多、人员稳定。

表1: 董事会背景节选 (截至 2024Q3)

姓名	职务	年龄	最新持股数 (万股)	履历
刘新力	董事长、总经理	62	2619.88	曾任荣成市蒲家泊渔业公司船厂厂长、综合处处长、总经理、副董事长、董事长；曾任鸿洋神海洋生物董事长、总经理；现任威海百合生物技术股份有限公司董事长、总经理，同时兼任鸿洋神水产科技董事长、荣成市福祥盛产食品有限公司董事长、威海市栎昊生物技术有限公司董事
王丽娜	董事	43	10.43	曾任山东省食品药品职业学院教师；2009 年加入威海百合生物技术股份有限公司，曾任威海百合生物技术股份有限公司研发检测中心主任、质量研发管理部总监；现任威海百合生物技术股份有限公司董事、副总经理，同时兼任百合研究院执行董事兼经理
王文通	董事	51	169.75	曾任荣成市粮食局供应公司办公室主任、鸿洋神海洋生物副总经理；2005 年加入威海百合生物技术股份有限公司，现任威海百合生物技术股份有限公司董事、副总经理
刘海涛	董事	47	10.85	曾任鸿洋神水产科技行政办公室职员；2005 年加入威海百合生物技术股份有限公司，曾任威海百合生物技术股份有限公司采购部总监、威海百合生物技术股份有限公司职工代表监事、生产部总监；现任威海百合生物技术股份有限公司董事、副总经理

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

新一轮员工持股/激励计划可期。公司于 2024 年 8 月 8 日再次宣布开展股份回购，预计回购资金总额为 3000-6000 万元，拟用于员工持股计划或股权激励。上一轮回购为 2023 年 3 月 23 日-2024 年 3 月 23 日，共回购 102.04 万股，占公司总股本的 1.59%，同样拟用于股权激励。常态化、市场化激励计划有望充分调动员工积极性，赋能未来发展。

表2: 2023 年以来两次回购及计划用途

时间	预计回购数量	计划回购金额	预计回购金额	实际回购数量	占总股本比重	实际回购金额	公告用途
2023 年 3 月 23 日- 2024 年 3 月 23 日	60 万股-120 万股	不超过 50 元/股 (含)	3000 万-6000 万元	102.04 万股	1.59%	3,884.32 万元	员工持股计划或股权激励
2024 年 8 月 8 日- 2025 年 8 月 8 日	71.43 万股- 142.86 万股	不超过 42 元/股 (含)	3000 万-6000 万元	截至 2025 年 3 月 11 日公告，累计回购 9.24 万股，回购金额 321.81 万元			员工持股计划或股权激励

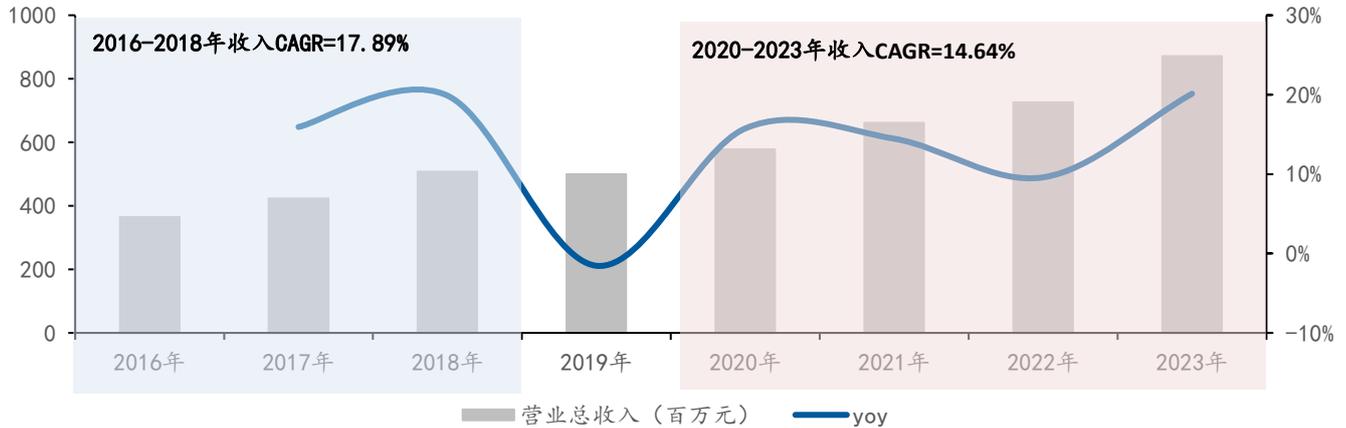
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 报表健康，盈利能力亮眼

营收增长稳健。2016-2023 年公司营业收入稳步增长，由 3.65 亿元增至 8.71 亿元，

CAGR 达 13.23%，其中：2016-2018 年 CAGR 高达 17.89%，2019 年受权健事件及其他负面舆情影响，单年度收入略下滑 1.55%，2020-2023 年公司营收恢复稳健正增长，CAGR 修复至 14.64%，2023 年受居民保健意识提升、功能饮品大订单落地拉动，收入增速提升至 20.12%。

图3: 2016-2023 年公司营收增长稳健，CAGR 达 13.23%

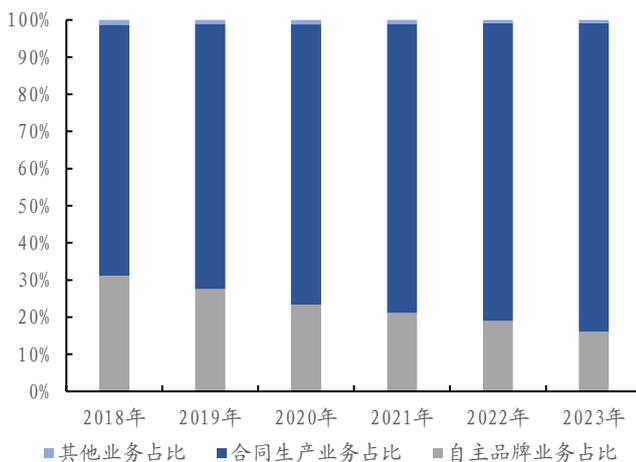


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

合同生产为公司主营业务，2023 年收入占比高达 83%。2018-2023 年公司合同生产业务的收入由 3.43 亿元增至 7.25 亿元，CAGR 达 16.14%，收入占比提升 16pct 至 83%。

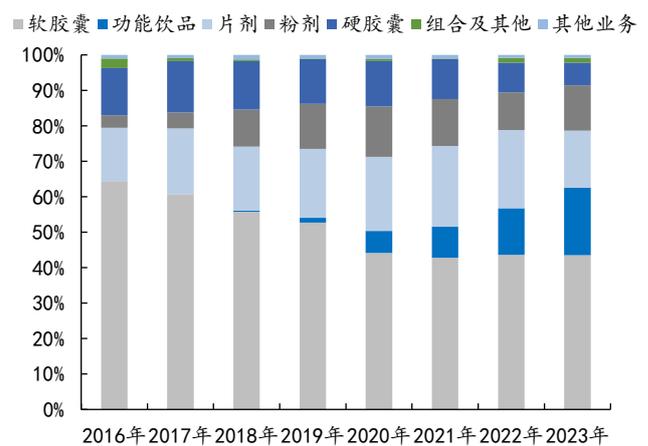
功能饮品加速放量，新剂型打造成功。功能饮品剂型自 2018 年面市后表现亮眼，在五个女博士为代表的大客户带动下，收入占比由 2018 年的 0.28% 增至 2023 年的 18.96%，2023 年录得营收 1.65 亿元，同比增长 72.71%。

图4: 2018-2023 年合同生产及自主品牌收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5: 2016-2023 年各剂型产品的收入占比

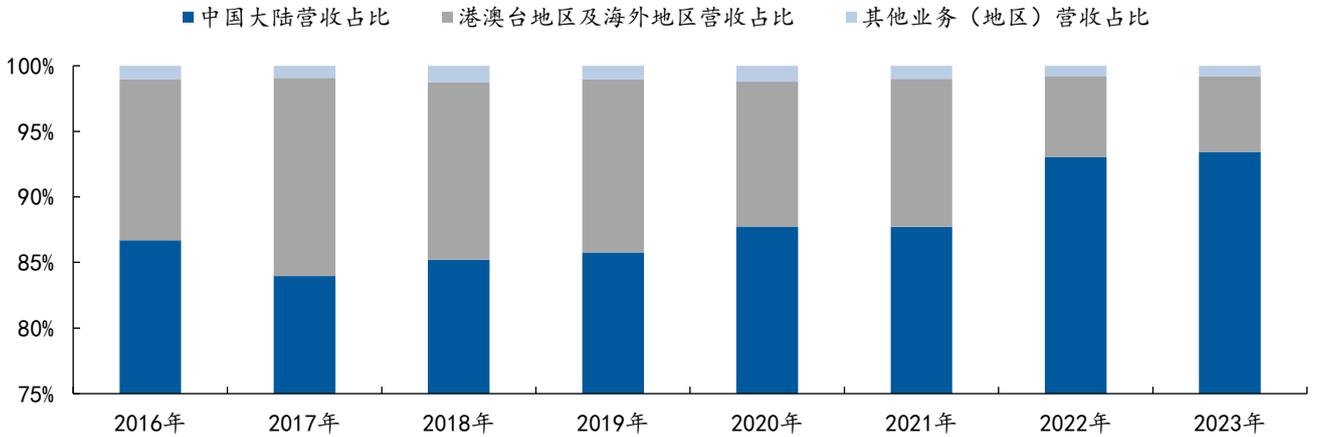


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

中国大陆贡献主要营收，海外市场想象空间大。中国大陆贡献营收基本盘，2023 年达 8.14 亿元，同比增长 20.64%，占总收入的 93.44%。公司早在 2006 年进军海外市场，

但彼时主要以出口贸易为主，2019-2022 年特殊时期海运受阻，致境外收入明显退坡，收入占比由 2019 年的 13.19% 降至 2023 年的 5.76%，2023 年已呈恢复性增长，录得营收 0.5 亿元，同比增长 12.7%，收入占比为 5.76%。随着收并购环境优化，我们认为公司有望通过资本手段布局海外市场，实现内外协同、抬升收入中枢。

图6：中国大陆贡献营收基本盘

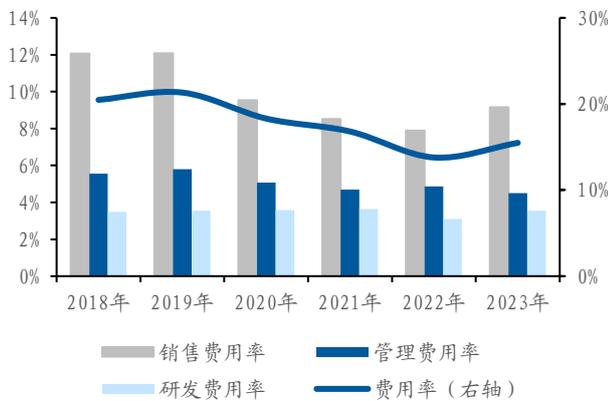


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司毛利率短期受到会计准则切换、原材料（如鱼油）价格、新工厂折旧摊销等因素影响，存在小幅波动，但 2016-2023 年基本稳定在 36%-44% 区间。同时公司降本不辍，不断优化其供应链管理、打造智慧工厂，费用端优化明显：费用率由 2018 年的 20.48% 降至 2023 年的 15.48%。

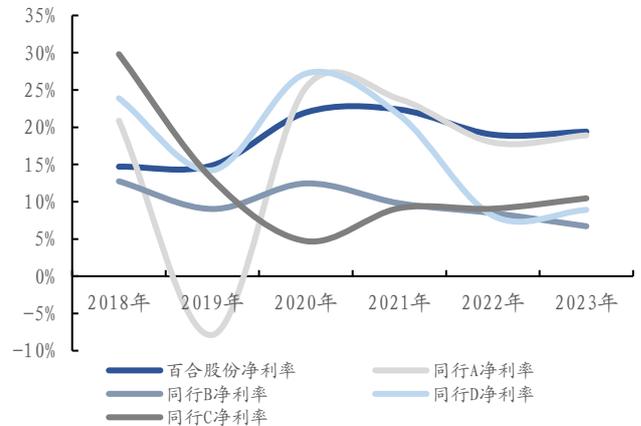
盈利水平表现亮眼。公司业绩穿越周期，韧性充足，归母净利润由 2016 年的 0.62 亿元增至 2023 年的 1.69 亿元，CAGR 达 15.53%，略快于收入。横向对比，公司销售净利率处行业上游水平，盈利能力突出。

图7：2018-2023 年费用端优化明显



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：销售净利率处行业较高水平



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

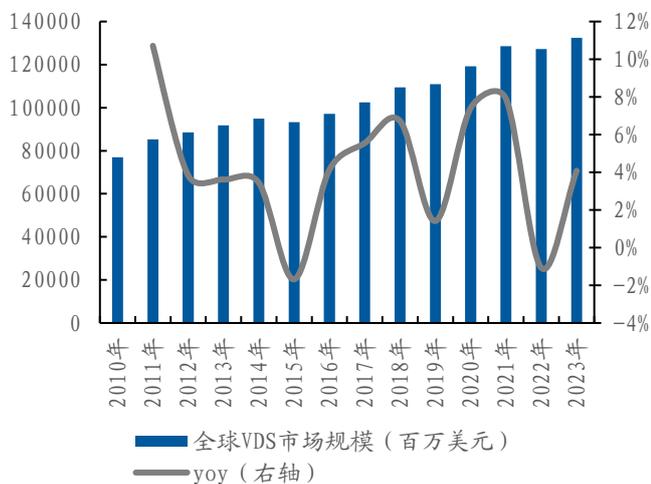
2. 保健品行业长坡厚雪，代工有望集中

2.1. 我国保健品行业增速快、空间大

全球保健品行业增速稳健。 维生素和膳食补充剂（Vitamin & Dietary Supplement，简称 VDS）行业起源于 20 世纪 30 年代，纽崔莱推出首款植物基维生素补充剂，近年来随着发达国家老龄化、健康认知升级，以及新兴市场逐步贡献增量，全球 VDS 市场规模由 2010 年的 770.11 亿美元增至 2023 年的 1324.14 亿美元，CAGR 为 4.26%，增速趋于稳健。

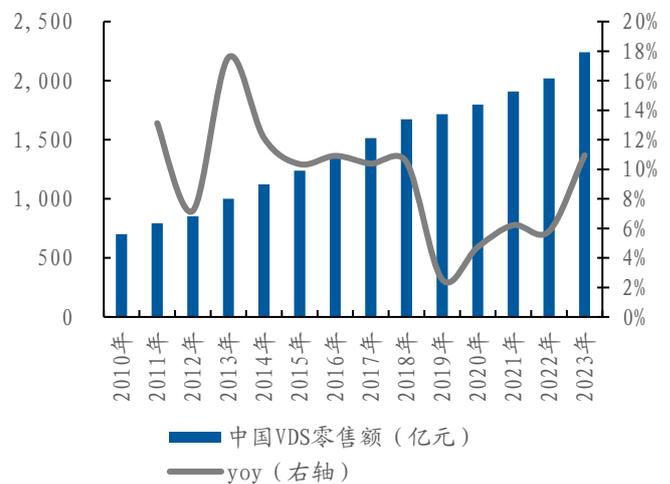
我国保健品行业增速更快。 2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%，增速高于世界平均水平。

图9：全球 VDS 市场规模，2010-2023 年 CAGR=4%



数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

图10：中国 VDS 市场规模，2010-2023 年 CAGR=9%



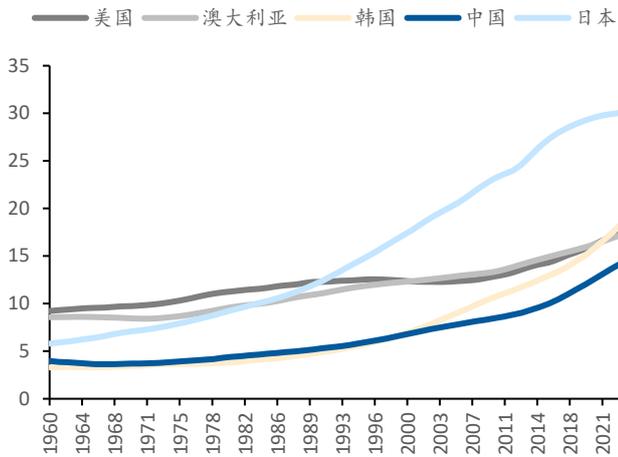
数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

考虑到：（1）老龄化支撑、（2）居民健康意识提升、（3）保健品消费年轻化、下沉化方向渗透，据欧睿数据，预计未来三年我国营养保健品行业市场规模的增速仍有望维持在 6% 左右（数据口径不包括私域和跨境电商，综合考虑全口径行业增速或更快）：

（1）老龄化驱动我国保健品行业的发展进入长周期。 据国家统计局数据，我国 65 岁以上人口占比持续攀升，2023 年占比高达 14.27%（国际对于老龄化社会的定义：7%）。趋势而言，据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测报告》，2021-2050 年我国或进入加速老龄化阶段：伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期第二次生育高峰人群进入老年，我国老年人口或呈加速增长。

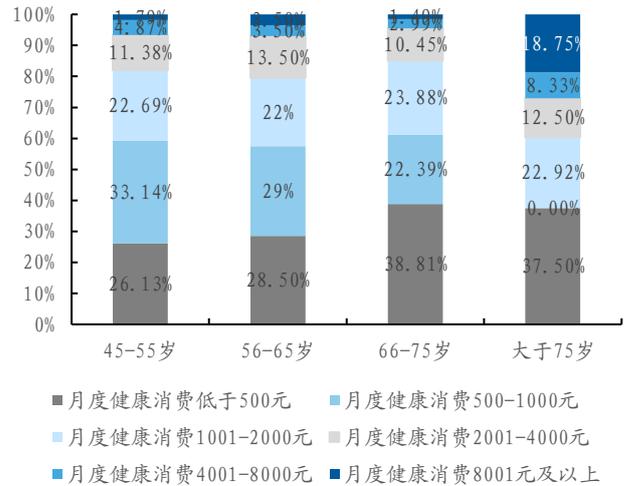
老年人的医疗保健需求有望为我国保健品行业的发展提供底层支撑： 据《2021 中老年群体健康消费现状及趋势调研》白皮书，以 2021 年的横截面数据为例，随着年龄日益增大，月度健康消费在 4001 元以上的人群占比由（45-55 岁）6.66% 增至（大于 75 岁）27.08%，老年人的医疗保健需求相对更为刚性、短期财务状况受经济波动影响小，构成保健品行业的优质客群。

图11: 65岁以上人口占比(单位: %)



数据来源: Wind, 国家统计局、东吴证券研究所

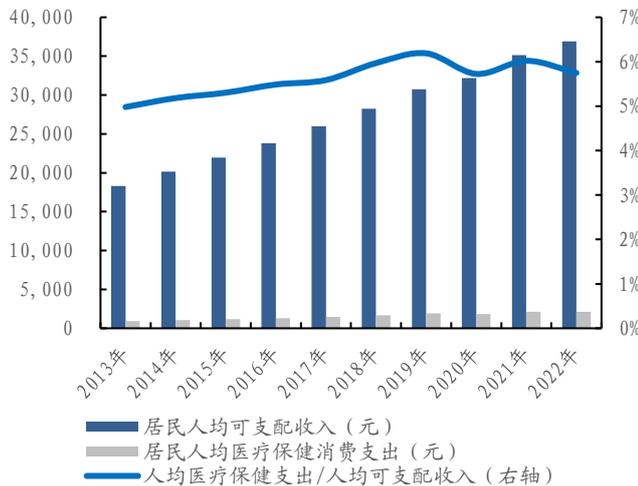
图12: 不同年龄人群的健康消费金额占比(2021年)



数据来源: 基因港、周末南方、东吴证券研究所

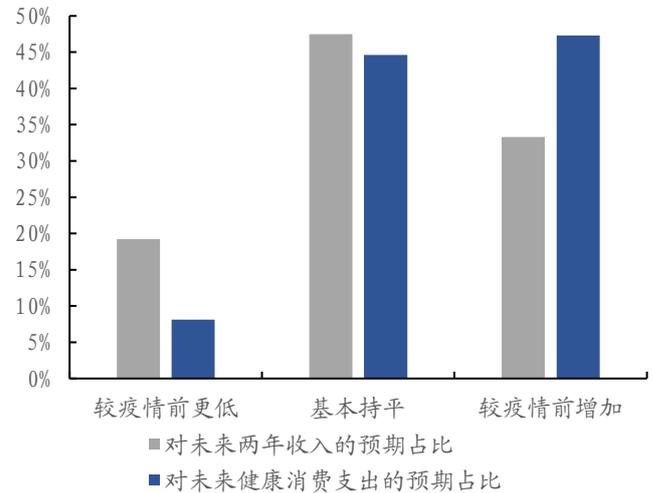
(2) 居民保健意识增强。中国保健品行业的发展具有“脉冲式”特征,即整体发展稳健(2013-2022年人均医疗保健支出占人均可支配收入的比重由4.98%增至5.75%)、常有事件催化:上一轮发展周期为20世纪末-21世纪初,外资品牌如纽崔莱进入中国,加之非典催化、直销渠道发展,保健品行业渗透加速;2022年底以来,本轮发展新周期已至,疫后居民端保健意识明显增强:据《疫情后时代国民健康趋势洞察报告》,虽对于收入预期表现平淡,但接近一半的居民倾向增加健康支出。

图13: 人均医疗保健支出占可支配收入比重上行



数据来源: 艾媒咨询、东吴证券研究所

图14: 平淡的收入预期与稳健的健康消费

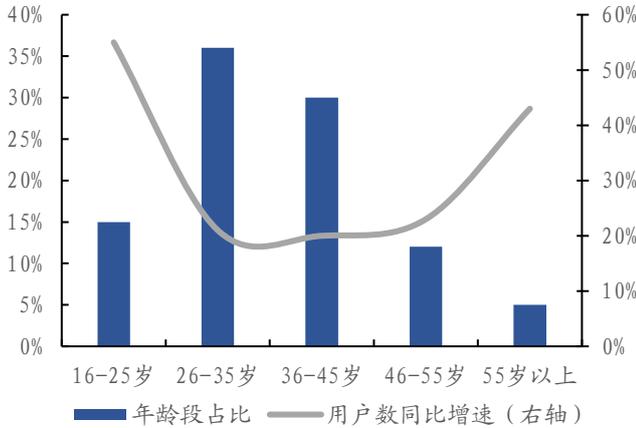


数据来源: 中康消费者研究中心《疫情后时代国民健康趋势洞察报告(2023年)》、东吴证券研究所

(3) 保健品年轻化、下沉化发展。据《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》,京东健康用户数中,16-25岁消费者同比增速最高,接近60%,健康消费年轻化趋势明确。此外,随着低线城市医患科普日益完备、购物渠道及物流便利度提升,小镇青年及中年消费者的同比增速分别超80%、50%,低线城市消费者成为保健品消费的高潜用

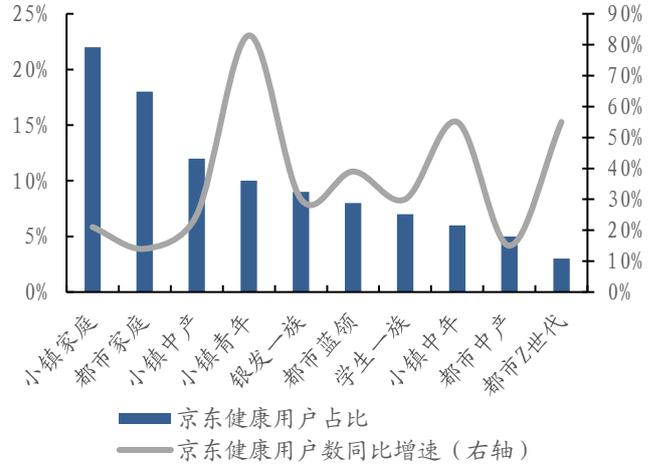
户，地域下沉加速。

图15: 2023年618京东健康消费者年龄分布及增速



数据来源：第一财经、DT 研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》、东吴证券研究所

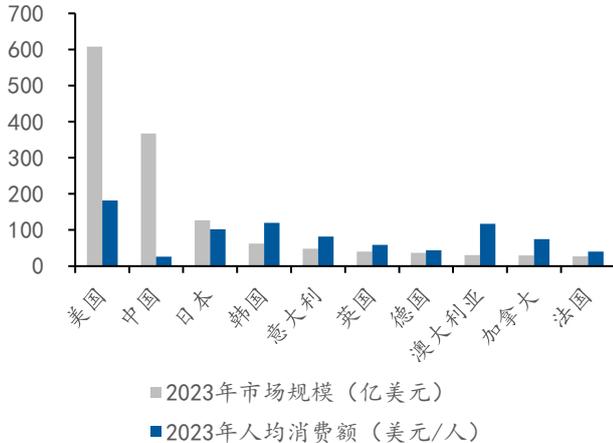
图16: 低线城市消费者为高潜用户 (2023年为例)



数据来源：第一财经、DT 研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》、东吴证券研究所

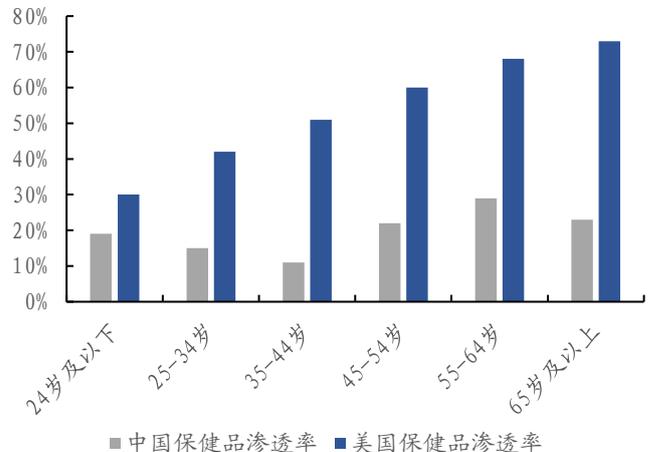
横向对比，我国保健品渗透率提升空间仍旧充足。2023年我国营养健康食品人均消费额为26美元，仅为美国的14%、澳大利亚的22%、日本的25%左右，且各年龄段渗透率均存提升空间。

图17: 2023年主要市场保健品规模及人均消费额



数据来源：欧睿国际、仙乐健康公告、Wind、东吴证券研究所

图18: 各年龄段渗透率均存空间



数据来源：IQVIA，前瞻产业研究院、东吴证券研究所

2.2. 构建渠道优势是关键，线上转型更明确

渠道能力是保健品企业争夺市场的关键。保健品从定义上讲，介于药品和食品之间，兼具药品的专业性与大类消费品属性，品类具有（相对消费品而言）高毛利、（相对药品而言）低技术壁垒、产品同质化的特点，品牌较难通过技术或功效形成长期护城河，因此渠道成了保健品企业的必争之地。

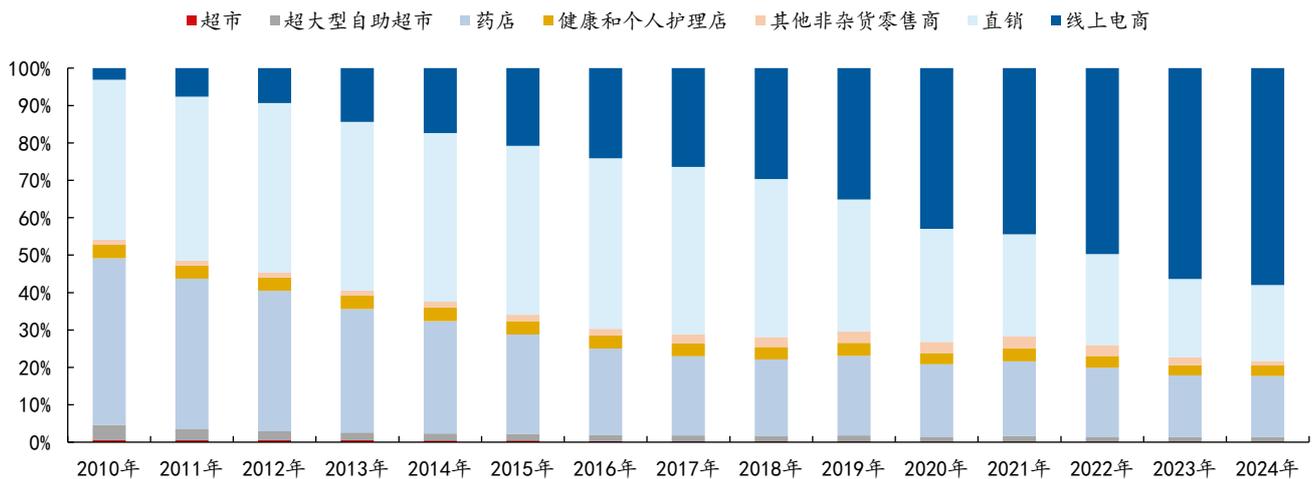
我国保健品行业的核心销售渠道经历了直销-药房-电商三轮切换，竞争格局随之变化：

(1) 2008 年之前：直销为主，人海战术；外资主导，单价较高。由于我国保健品行业的发展相对较晚，早期消费者认知不足，直销渠道凭借其口口相授的模式及直观、互动式的表达占据主流。外资品牌安利、完美等采取“人海战术”，扩充直销员的规模，通过“家庭聚会+层级返利”的模式快速渗透。

(2) 2008-2019 年：直销牌照收紧，连锁药房迎来黄金十年，国内龙头实现赶超。2019 年我国药店连锁企业数量为 6701 家，较 2013 年的 3570 家基本实现翻倍增长。从药店数量来看，2013-2019 年我国连锁药店数量由 15.8 万家增至 29 万家，CAGR 达 10.65%，连锁药店数量占药店整体的比重由 36.6%提升至 55.3%，逐步取代单体店，连锁药房迎来“黄金十年”。药房渠道专业性强、天然适配保健品销售，2010 年为例，药店渠道占保健品销售的比重高达 45%（按销售额计）。恰逢医保政策窗口期，内资企业汤臣倍健把握连锁药房渗透的红利，发展进入快车道，于 2019 年超越直销品牌成为国内龙头。

(3) 2019 年至今：线上转型，结构分化。随着消费者教育不断深化，对于保健品的认知提升、对于渠道专业性要求趋弱，居民在购买行为中更多关注点转向产品价格。电商平台的产品在可得性、性价比方面具备优势，因此我国保健品销售向线上转型已成大势：2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%，同期传统渠道药店/直销/超市（包括超大型自助超市）零售额占比分别-28.3/-22.5/-3.2pct，线上电商已超越传统药房、直销成为我国保健品销售的主要渠道。

图19：2010-2024 年我国保健品销售渠道结构变化（按零售额计）

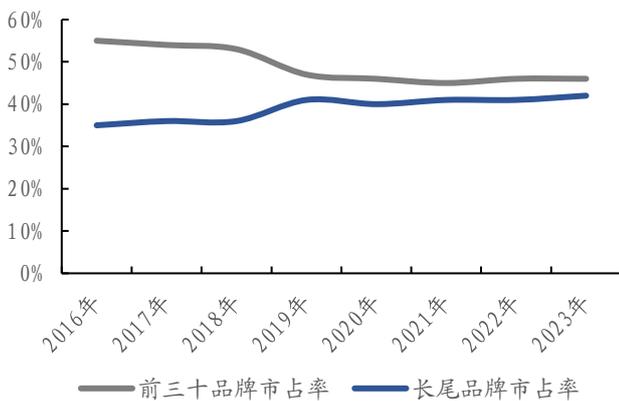


数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

2.3. 品牌端趋于分散，代工端走向集中

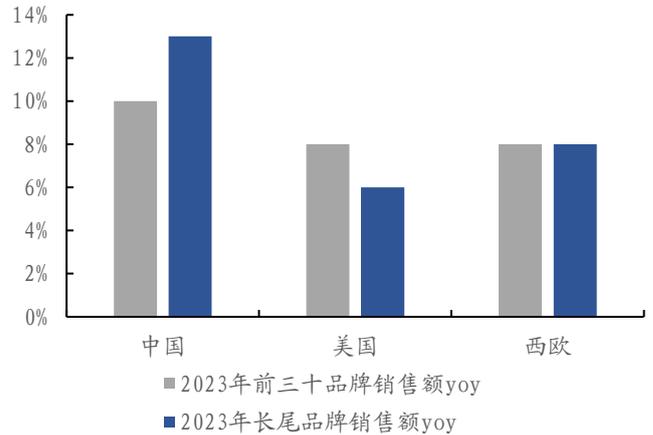
由于线上渠道无批文限制，进入壁垒更低，品牌端集中度有所下滑。电商渠道的保健品无需“蓝帽子”批文即可售卖，生产轻资产化、产品同质化、品牌分散化，品牌企业集中度略有下滑：2023年前三十品牌及长尾品牌市占率分别为46%/42%，分别较2016年-9/+7pct。同年中国前三十品牌/长尾品牌销售额同比增速分别为10%/13%，长尾品牌增速领先。

图20：中国市场前30及长尾品牌市占率变化



数据来源：仙乐健康公司公告、东吴证券研究所
(注：长尾指市占率低于0.01%的公司)

图21：中国保健品行业长尾品牌销售额增速领先



数据来源：仙乐健康公司公告、东吴证券研究所
(注：西欧仅统计英法德意四国作为代表)

竞争加剧、推新加速，产业链的效率及专业性亟待提升，即品牌侧重渠道及营销，代工厂聚焦研发及制造。

与品牌端不同，我们认为保健品代工环节有望趋向集中，看好头部代工厂份额提升。2023年我国营养保健品代工市场规模约35亿美元，但CR5低于20%，其中仙乐健康/百合股份市占率仅为8%/3%，我们看好龙头代工企业市场份额提升：(1)一方面，头部保健品牌面临转型、推新加速，对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高的要求；(2)另一方面，长尾品牌占比提升且更迭加速，传统模式资本开支大、小规模企业难以继，中小企业的代工需求应运走强，具备规模及技术优势的头部代工厂有望获得更高的市场份额。

图22：中美营养保健品代工市场规模(亿美元)

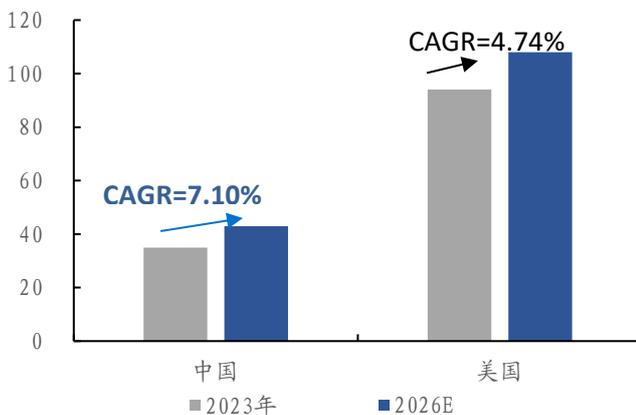
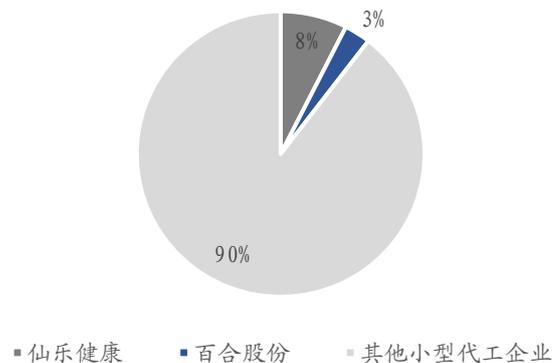


图23：2023年我国营养保健品代工市场格局



数据来源：仙乐健康公司公告、东吴证券研究所

数据来源：仙乐健康公司公告、东吴证券研究所

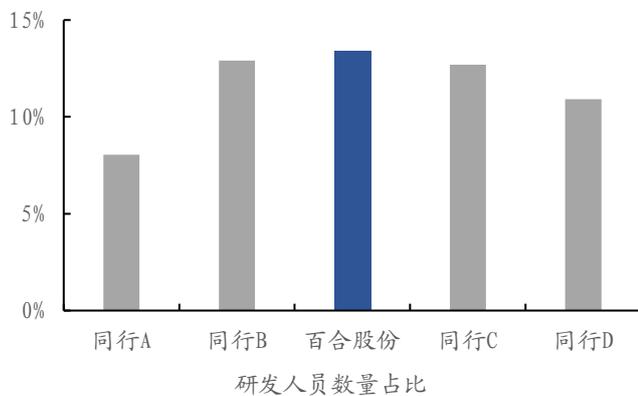
3. 代工业务：研发领航，增量可期

3.1. 研发投入高，批文数量多

百合股份在研发端坚持高举高打的策略。自 1996 年生产中国第一粒鱼油开始，百合股份始终重视研发与创新，2023 年研发费用率/研发人员数量占比分别为 3.55%/13.39%，均处行业上游水平。

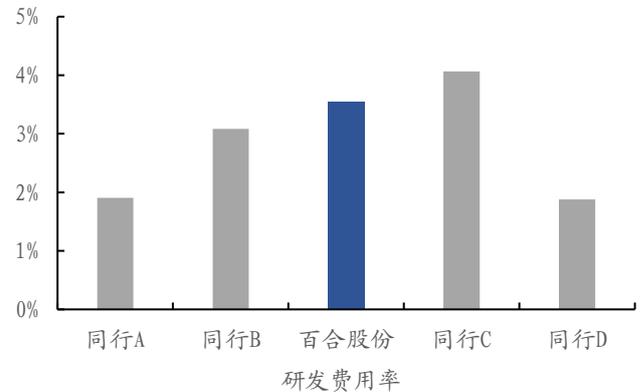
公司目前建有符合 CNAS 实验室认可的检测中心，引进了美国安捷伦气相、液相色谱仪，CEM 微波消解仪，原子荧光光谱仪等全球先进化验检测设备，已通过中国保健食品 GMP、美国 FDA 注册、英国 BRC 及加拿大 NSF 等多项国内外认证。

图24：2023 年研发人员数量占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

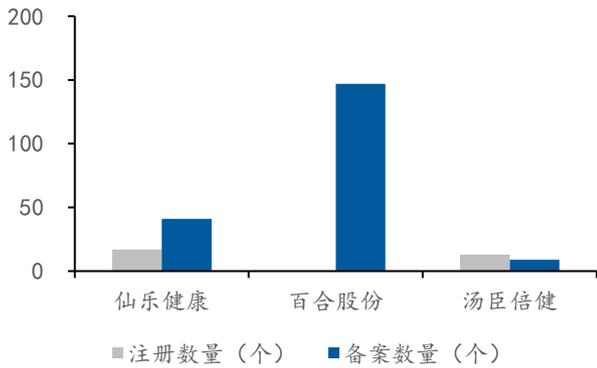
图25：2023 年研发费用率对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

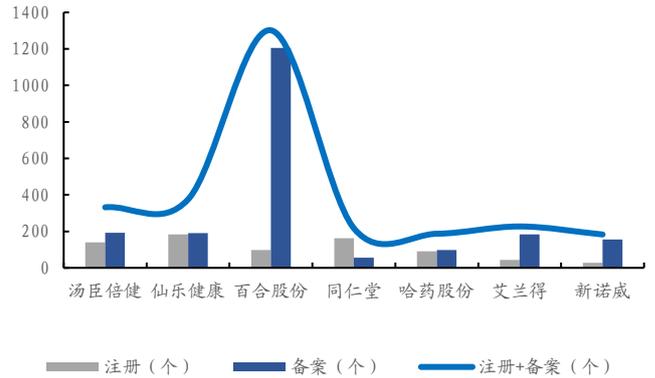
特设专家团队进行批文维护，批文数量优势明显。公司特设专业资质的专家团队进行批文维护，熟知保健食品及营养食品法规条例，能够为客户提供健字号申报以及委托生产服务。据国家市场监督管理总局数据，截至 2023 年，百合股份、仙乐健康、汤臣倍健为国内保健品批文（注册+备案）数量前三甲，数量分别达 1302、375、332 个；其中仙乐健康、同仁堂、汤臣倍健拥有最多的注册批文，分别为 184、162、140 个；百合股份、汤臣倍健、仙乐健康拥有最多的备案批文，分别为 1205、192、191 个。

图26: 2023 年头部企业注册&备案批文新增量 (个)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图27: 截至 2023 年, 保健品企业注册及备案总量



数据来源: 国家市场监督管理总局、东吴证券研究所

3.2. 错位竞争, 订单利润率高

公司对代工订单质量的考核较为严谨、代工业务的毛利率较高, 我们认为主要有两方面原因: (1) 规模化的采购、长期稳定的合作关系、以及现金为主的结算方式, 使得公司对原料供应商具备一定的议价能力, 成本端具备优势; (2) 下游客户分散且类型多元, 公司采取田忌赛马的策略, 实现错位竞争, 强化中小客户覆盖上的优势。

下游客户类型多元。公司合同生产的合作企业类型多元, 涵盖: (1) 保健品客户如诺特兰德、五个女博士、安琪纽特; (2) 医药客户如葵花药业小葵花品牌、吉林敖东、北京同仁堂; (3) 母婴客户如贝因美、合生元; (4) 其他类型如京东京造等。

表3: 百合股份合同代工业务客户类型多元

合同代工客户类型 (节选)						
保健品客户	诺特兰德	汤臣倍健自然唯他	五个女博士	迈尼健特	黄金搭档	安琪纽特
医药客户	葵花药业小葵花	山东昌为医药	吉林敖东药业	北京同仁堂		
母婴客户	贝因美	合生元	星链逸臣			
其他客户	完美简形	青岛轻美	京东京造	郑州桂仁	姿美堂	

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

定位分野, 公司错位突围。保健品代工的头部企业对比来看, 仙乐健康大客户粘性强、国际化布局早, 功在研发、善于开拓; 百合股份中小客户服务到位, 降低门槛、定制生产, 精于降本, 成于效率, 两者错位竞争, 各有千秋。2023 年百合股份/仙乐健康前五大客户收入占比分别为 15.67%/22.77%, 相较而言, 百合的客户结构更为分散。

下游分散, 公司具备更强定价权。百合股份主动降低市场准入门槛, 吸引了较多体量小的新品牌合作, 因此从客户单体销售额及营收占比来看, 均较同行更低。通过给中

小企业提供小批量、定制化的生产服务，公司具备较强定价权。

表4: 百合股份代工业务客户单体销售额相对偏小、营收占比较低（2018 年为例）

百合股份			仙乐健康			
	客户名称	销售金额(万元)	营收占比	客户名称	销售金额(万元)	营收占比
1	Rv Pharma Llc	3219.82	6.34%	Pfizer Inc. (辉瑞)	23185.86	14.53%
2	山东极贝尔生物科技有限公司	1279.69	2.52%	玫琳凯(中国)有限公司	7873.49	4.94%
3	沈阳健每刻科技股份有限公司	1064.51	2.10%	美乐家(中国)	7623.15	4.78%
4	修正健康科技股份有限公司	845.17	1.67%	Now Health Group, In	6341.39	3.97%
5	Entrepreneurs & Associates	783.86	1.54%	HTC Group Ltd	5879.42	3.69%

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所（注：①百合股份仅取合同生产业务的前五大客户；②由于2018年后披露口径差异，故取2018年数据对比）

3.3. 柔性生产，新客户在途

分散的客户结构倒逼公司柔性化生产，快速反应、灵活调整。公司具备稀缺的柔性供应链，即通过智能化改造，实现多剂型、多规格产品生产的快速切换。

（1）生产模式：根据下游需求，采用“备货生产+以销定产”的生产模式，以及并行化的生产流程，设计、采购、生产同步推进，提升生产效率；（2）硬件设备：公司拥有模块化的生产线、高度兼容设备以及多剂型集成车间，共享公共设施、通用中间体制备，大幅提升响应速度、缩短交付周期；（3）智能软件：MES、WMS、ERP等智能信息系统联动，将物料供应、质量控制、仓储物流、销售管理等深度数据交流互联，实现产品全过程数字化流转，从而能够精准跟踪订单并作出销售预测。

保健品行业线上化发展，品牌端多品种、多批次、小批量的采购趋势明显，我们认为公司柔性化的生产能力有望赋能用户挖潜，新客户有望贡献增量：

（1）丰富的批文储备及快速反应的柔性生产能力，较为适配电商客户需求：①公司已与胶原蛋白肽饮品企业五个女博士达成合作，合作产品包括胶原蛋白肽维C饮、胶原蛋白肽EGCG饮及女神装（星形盒）等，带动功能饮品剂型的收入占比迅速提升，2024H1同比+8pct至25%。②2022年7-8月公司与京东京造品牌携手，先后推出钙维生素D维生素K软胶囊以及胶原蛋白肽果汁饮品，预售即火爆，公司持续供货。

图28: 五个女博士合作产品

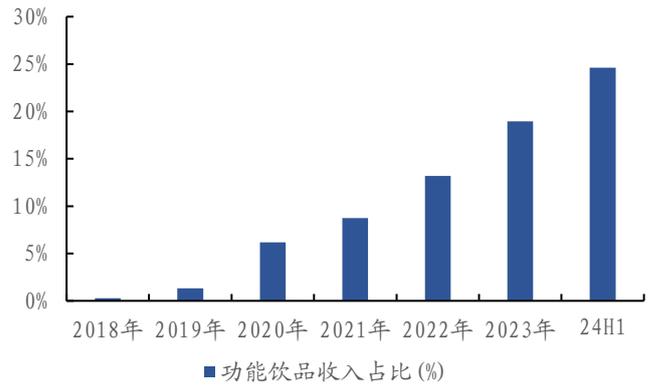


胶原蛋白肽EGCG饮品

胶原蛋白肽维C饮品

数据来源: 五个女博士官网、东吴证券研究所

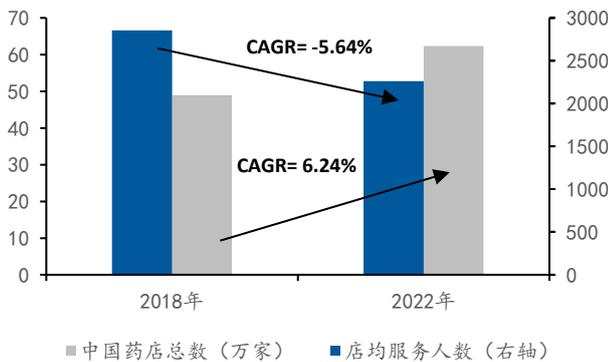
图29: 功能饮品收入占比持续提升



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

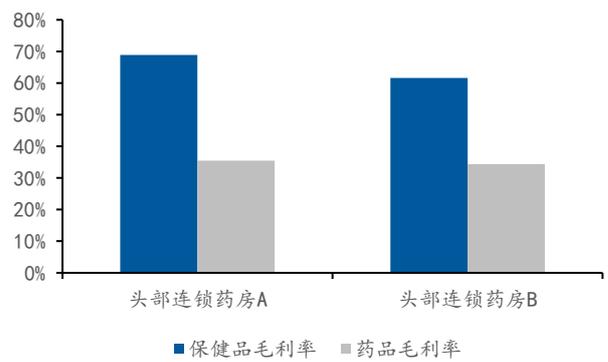
(2) 线下连锁药店面临流量下滑的困境, 公司有望承接其转型需求: 据国家药监局数据, 2018-2022 年我国药店总数/店均服务人数 CAGR 分别为+6.24%/-5.64%, 传统药房流量下滑, 转型迫在眉睫。考虑到保健品较药品而言一般消费品的属性更强, 周转快、毛利高(连锁药店在保健品类上的毛利率可达 50%-60%, 中成药毛利率 30%左右), 愈多的药房入局保健品业务: 公司与国大药房携手, 推出“国致”品牌的植物软胶囊维生素 E 等单品; 与华佗药店合作, 已上市氨糖、褪黑素、蓝莓叶黄素、维生素 C 等产品, 创新备案的蛋白粉、维c含片、维生素 C 维生素 E 片正在推进当中。(3) 会员商超的合作积极洽谈当中, 打开想象空间。2024H2 公司与盒补补品牌达成合作, 更多会员商超及多品类合作订单有望逐步落地。

图30: 线下药房流量下滑, 店均服务人数下降



数据来源: 第一药店财智, 中康产业研究院, 国家药监局、东吴证券研究所

图31: 药房渠道品类毛利率对比案例



数据来源: 智研咨询、东吴证券研究所

4. 自主品牌: 错位竞争, 打开局面

4.1. 品牌多元, 平价快消

消费者的保健需求分化较大，多品牌、多 SKU 成为必然。公司旗下现有百合康、鸿洋神、福仔、足力行、盈养元、能倍健 6 大主力品牌：(1) 百合康为公司核心品牌、驰名商标，全家庭覆盖，出口 65 国；(2) 福仔为公司婴幼儿品牌；(3) 鸿洋神为针对高端人士打造的品牌；(4) 足力行主打呵护骨骼健康；(5) 盈养元定位为连锁药店第一大健康流量品牌；(6) 能倍健为男性健康新品牌。

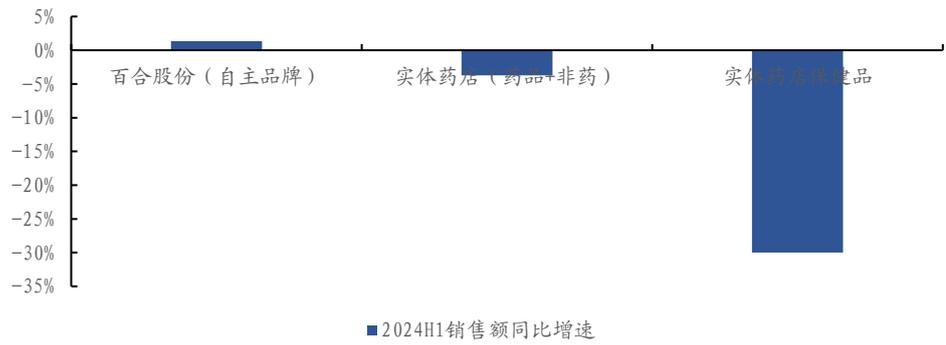
表5: 百合自主品牌及其定位

品牌	图片	品牌定位	品牌定位	产品
百合康		核心品牌，全家庭覆盖	全家型基础营养保健食品品牌。 OTC 渠道发展增速黑马，与全国百余家主流连锁药店及代理商合作	
鸿洋神		高端人士	平价快销营养保健食品品牌。 走快销模式之路，对渠道持续让利、对消费者实行平价销售，业内树立平价优质的品牌美誉度	
盈养元		女性健康	女性营养保健食品品牌。 创新营养保健食品品牌，为女性提供创新营养保健食品，致力成为连锁药店第一大流量品牌	
福仔		婴幼儿品牌	孕婴童优质营养保健食品品牌。 福仔为百合股份旗下专注婴童营养品牌，提供专业孕婴童营养补充剂	
足力行		骨骼健康	骨骼健康营养保健食品品牌。	
能倍健		男性健康	男士营养保健食品品牌。 以将男性健康营养保健食品做精、做专、做强为目标	

数据来源：招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

公司的自主品牌采取“平价快销”模式，即平价销售、让利渠道。公司自主品牌价格实惠，且 2024 年以来增加了重点药房渠道的费用补贴，将销售额的一定比例作为渠道助推费，2024H1 公司自主品牌收入逆势增长 1.34%（其中 2024Q2 同增 47.8%）；同期实体药店（药品+非药）整体零售额/实体药店保健品品类销售额同比分别-3.70%/-30%。药房渠道的费用补贴有望常态化，或带动自主品牌逆势抢份额。

图32: 2024H1 百合自主品牌收入逆势增长



数据来源: 公司公告、米内网, 东吴证券研究所

4.2. 客户结构分散, 公司自主品牌具备比较优势

自有品牌的客户结构同样多元且分散, 多为地域性的连锁药房; 公司于该市场同样具备比较优势。自主品牌的销售以线下经销及小部分线下直营为主 (2020 年收入占比分别为 71%/22%), 线下直营合作方多为区域性连锁药房, 公司凭借品牌知名度及其平价快消的策略, 同样享受错位竞争的比较优势。

表6: 自有品牌的客户结构

序号	客户名称	客户类型	注册金额	合作历史
1	重庆中盟医药股份有限公司	经销	2,950.00 万元	2017 年起
2	深圳市汇普康科技有限公司	经销	50.00 万元	2014 年起
3	石家庄东方嘉诚商贸有限公司	经销	500.00 万元	2013 年以前
4	安徽联众健康管理有限公司	经销	500.00 万元	2015 年起
5	河南胜夏贸易有限公司	经销	100.00 万元	2016 年起
6	昆明春康商贸有限公司	经销	500.00 万元	2013 年起
7	河南美莱保健食品销售有限公司	经销	100.00 万元	2015 年起
8	贵州一树连锁药业有限公司	线下直营	2,107.82 万元	2017 年起
9	成都康运来生物科技有限公司	经销	50.00 万元	2017 年起
10	东北制药丹东医药有限公司	线下直营	1,000.00 万元	2018 年起
11	南宁保百康贸易有限公司	经销	50.00 万元	2017 年起
12	承德市九瑞商贸有限公司	经销	10.00 万元	2013 年起
13	惠州市百姓缘医药有限公司	线下直营	1,288.00 万元	2017 年起
14	辽宁人民康泰大药房连锁有限公司	线下直营	2,000.00 万元	2013 年以前
15	四川世纪康健商贸有限公司	经销	1,000.00 万元	2019 年起
16	山东飞跃达医药物流有限公司	线下直营	7,000.00 万元	2020 年起
17	保定联存商贸有限公司	经销	201.00 万元	2019 年起
18	梅河口市王成万和堂医药连锁有限公司	线下直营	300.00 万元	2015 年起

数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

收入预测：新类型客户有望逐步贡献增量，我们看好公司未来发展，预计 2024-2026 年营收同比增速为-4.66%/13.89%/12.68%，其中软胶囊收入虽受客户订单的影响短期略有承压，但中长期有望恢复稳健，营收同比增速为-16%/4.5%/4.5%；功能饮品受益于消费习惯切换、保健群体日益年轻化，营收有望维持双位数高增长，同比增速分别为 35%/45%/30%；传统剂型如片剂、粉剂下游需求趋平淡，预计营收同比增速分别为-22%/-10%/-10%、-20%/-5%/-5%，硬胶囊营收保持稳定，同比增速分别为 10%/8%/8%，在软糖的带动下，组合及其他营收同比增速分别为 80%/50%/50%。

业绩预测：新剂型收入占比提升或对毛利率产生短期影响，但随着规模效应逐步显现，中长期毛利率有望逐步恢复。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 36.39%/36.53%/36.64%。2024-2026 年归母净利润为 1.56/1.77/2.02 亿元，同比增速分别为-7.88%/13.82%/13.85%。

表7：公司营收测算汇总（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	725.33	871.25	830.62	945.96	1065.92
YOY	9.59%	20.12%	-4.66%	13.89%	12.68%
毛利率	36.40%	37.41%	36.39%	36.53%	36.64%
软胶囊					
收入	315.99	379.49	318.77	333.12	348.11
YOY	11.61%	20.10%	-16.00%	4.50%	4.50%
功能饮品					
收入	95.62	165.15	222.95	323.28	420.27
YOY	65.09%	72.71%	35%	45%	30%
片剂					
收入	159.97	140.27	109.41	98.47	88.62
YOY	5.89%	-12.31%	-22%	-10%	-10%
粉剂					
收入	76.92	111.65	89.32	84.85	80.61
YOY	-12.09%	45.15%	-20%	-5%	-5%
硬胶囊					
收入	60.67	55.22	60.74	65.60	70.85
YOY	-18.32%	-8.98%	10%	8%	8%
组合及其他					
收入	10.14	12.46	22.43	33.64	50.46
YOY	609.09%	22.88%	80%	50%	50%
其他业务					
收入	6.01	7.00	7.00	7.00	7.00
YOY	-8.24%	16.47%	0	0	0

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 8.31/9.46/10.66 亿元，同比增速分别为-4.66%/13.89%/12.68%，2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.56/1.77/2.02 亿元，同比增速为-7.88%/13.82%/13.85%。

对应当前，2024-2026 年 PE 为 16.01x、14.07x、12.36x，公司处于保健品赛道，可比公司包括仙乐健康、汤臣倍健、金达威等，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值对比 (估值日 2025/3/19)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300791.SZ	仙乐健康	28.27	66.68	1.22	1.51	1.88	2.28	23.20	18.75	15.00	12.41
300146.SZ	汤臣倍健	12.33	209.71	1.06	0.45	0.66	0.78	11.62	27.63	18.66	15.76
002626.SZ	金达威	15.23	92.00	0.45	0.57	0.85	1.13	33.84	26.71	18.02	13.51
	平均							22.78	24.25	17.15	13.82
603102.SH	百合股份	24.92	38.93	2.64	2.43	2.77	3.15	14.75	16.01	14.07	12.36

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

6. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨: 若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险: 如若单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

百合股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,326	1,424	1,561	1,717	营业总收入	871	831	946	1,066
货币资金及交易性金融资产	1,136	1,221	1,333	1,477	营业成本(含金融类)	545	528	600	675
经营性应收款项	61	56	67	74	税金及附加	7	6	7	8
存货	125	142	154	160	销售费用	80	76	86	96
合同资产	0	0	0	0	管理费用	39	37	43	48
其他流动资产	4	6	7	6	研发费用	31	29	34	38
非流动资产	410	436	450	460	财务费用	(15)	(23)	(24)	(27)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	6	7	8
固定资产及使用权资产	323	343	355	361	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	31	19	14	11	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	45	52	59	66	减值损失	(5)	(5)	(5)	(5)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	194	177	203	231
其他非流动资产	11	21	21	21	营业外净收支	(1)	1	0	0
资产总计	1,736	1,861	2,011	2,177	利润总额	193	178	203	231
流动负债	204	228	254	276	减:所得税	24	23	26	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	169	156	177	202
经营性应付款项	109	118	128	143	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	45	57	68	68	归属母公司净利润	169	156	177	202
其他流动负债	48	50	57	63	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.64	2.43	2.77	3.15
非流动负债	18	17	17	17	EBIT	178	156	179	204
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	215	199	226	254
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.41	36.39	36.53	36.64
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.40	18.75	18.74	18.93
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	20.12	(4.66)	13.89	12.68
负债合计	222	245	272	294	归母净利润增长率(%)	22.65	(7.88)	13.82	13.85
归属母公司股东权益	1,514	1,616	1,739	1,884					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,514	1,616	1,739	1,884					
负债和股东权益	1,736	1,861	2,011	2,177					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	194	208	226	261	每股净资产(元)	23.66	25.25	27.18	29.43
投资活动现金流	(81)	(68)	(59)	(59)	最新发行在外股份(百万股)	64	64	64	64
筹资活动现金流	(78)	(54)	(53)	(56)	ROIC(%)	10.58	8.67	9.29	9.85
现金净增加额	36	85	113	144	ROE-摊薄(%)	11.16	9.64	10.19	10.71
折旧和摊销	38	44	47	50	资产负债率(%)	12.77	13.17	13.51	13.48
资本开支	(96)	(59)	(60)	(60)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.75	16.01	14.07	12.36
营运资本变动	(2)	5	(3)	5	P/B(现价)	1.65	1.54	1.43	1.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>