

百合股份 (603102.SH)

前瞻布局高潜力赛道，创新构建差异化壁垒

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	725	871	837	985	1,126
增长率 yoy (%)	9.6	20.1	-3.9	17.7	14.3
归母净利润(百万元)	138	169	154	182	205
增长率 yoy (%)	-6.9	22.7	-9.1	18.4	12.6
ROE (%)	9.7	11.2	9.5	10.3	10.7
EPS最新摊薄(元)	2.15	2.64	2.40	2.84	3.20
P/E(倍)	18.1	14.8	16.3	13.7	12.2
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：1) 3月10-12日，公司参加广州开展的 CIBE 美博会，展示多种创新剂型营养保健食品，聚焦女性功能营养食品市场；2) 2月27日，华宠生物携新品亮相第12届北京国际宠物用品博览会。3) 2月12日，公司创新性研究出“植物胶体生物互溶技术”和“精准凝胶成型技术”，优化果冻的质地、风味和口感。

“她经济”：聚焦女性健康市场，抢占营养消费升级红利。根据 Flywheel 飞未数据，基于主流电商平台，2024Q1-Q3 保健品同比增长 11%，保健品人群中女性、孕产妇类增速较快，分别同比增长 33%和 36%。在头部细分品类中，1000 元以上的产品全面增长，尤其是女性健康类产品，增速高达 229%。公司近期推出“女性春季呵护系列”五大产品矩阵：①从拦截热量、轻食代餐、转化沉积、运动辅助、内源调养等多维度精细化打磨体重控制全品类，顺应国家卫健委推出的“体重管理年”行动；②优选英国白番茄浓缩粉、意大利橄榄粉、法国葡萄籽提取物、巴西针叶樱桃粉等世界各地精华原料，以全球优选原料与创新工艺打造肌肤营养新品；③将传统药食同源与现代生物科技融合，推出传统身体营养补充剂系列；④研发出乌鸡肽发酵人参黄芪饮、PQQ 二钠盐石榴饮等一些列营养新品，以“经典+尖端成分”双轨并进，实现精准营养补充；⑤依托专业的研发团队，和多所科研机构院校合作，推出一系列复合配方的小分子肽新品。公司前瞻布局女性健康赛道，有望以多维度创新性产品抢占女性口服营养红利。

“它经济”：进军宠物营养食品赛道，拥抱增长新蓝海。华宠生物开发了营养毛发、综合营养、骨骼健康、肠道健康、排毛安神、心护健康 6 大产品矩阵，坚持“用人类的健康食品高标准来打造宠物营养食品”的经营理念，例如鱼油原料更是采用了人可食用级鱼油，以确保宠物食品的科学健康。华宠生物借助母公司百合股份在营养保健领域的技术积累，产品均在标准允许范围内实现足量营养元素添加，保证实现对宠物的有效营养补充。此外，华宠生物还打造了方案定制、包装设计、生产质检等全链式服务平台，帮助不同业内人士找到适合他们的合作方式。公司进军宠物经济蓝海，有望开辟第二增长曲线，与主品牌形成“人宠健康”双线互补格局。

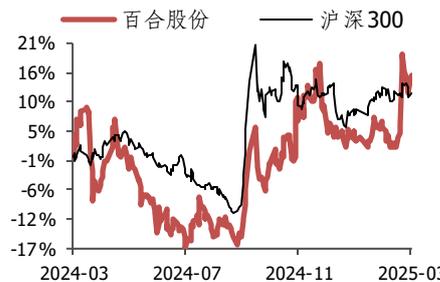
技术突破驱动产品革新，“精准营养+愉悦体验”双向强化。公司创新性研究出“植物胶体生物互溶技术”和“精准凝胶成型技术”，优化果冻的质地与风味。此外，公司在其他剂型亦有技术创新，如咀嚼型凝胶糖果创新性采用新型木薯来源胶基，释放出“一口爆浆”的劲爽口感；夹心软糖采用“精准注芯技术”，严格控制芯料填充偏差，更好地保护其成分活性，减少氧化，还能有效遮蔽异味，实现营养与口感的双重升级。公司坚持以市场为导向的研发体系，及时匹配终端需求，同时也会对未来发展趋势先驱探索。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共获得发明专利 32 项，保健食品批准证书 66 项，保健

买入 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2025年3月24日收盘价(元)	39.06
总市值(百万元)	2,499.84
流通市值(百万元)	1,400.87
总股本(百万股)	64.00
流通股本(百万股)	35.86
近3月日均成交额(百万元)	32.29

股价走势



作者

分析师 刘鹏
执业证书编号：S1070520030002
邮箱：liupeng@cgws.com
分析师 袁紫馨
执业证书编号：S1070524090004
邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

1、《Q3 功能饮品延续高增，进军宠物营养食品赛道》2024-12-02

食品备案凭证 1122 项，是行业内拥有保健食品配方最多的企业之一。

投资建议：百合股份在营养保健品行业有将近 20 年的研发及生产经验，是行业内拥有保健食品配方最多的企业之一，产品出口欧美等 70 多个国家和地区。公司的合同生产业务能够为客户提供涵盖产品定位、配方研究、生产审批及成品生产在内的全流程服务，加工过程柔性化、规划化、数字化。预计公司 2024-2026 年实现营收 8.37/9.85/11.26 亿元，分别同比增长 -4%/18%/14%；实现归母净利润 1.54/1.82/2.05 亿元，分别同比增长 -9%/18%/13%；对应 PE 估值分别为 16/14/12X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；食品安全事件；产品研发不及预期风险，合同生产客户经营风险；国内外需求不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1307	1326	1464	1612	1738
现金	1100	1136	1263	1368	1478
应收票据及应收账款	41	45	31	48	42
其他应收款	6	1	6	2	7
预付账款	6	7	3	10	5
存货	147	125	151	174	196
其他流动资产	7	12	9	10	10
非流动资产	355	410	373	409	439
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	295	320	284	318	341
无形资产	27	45	49	55	62
其他非流动资产	32	46	39	37	35
资产总计	1662	1736	1836	2022	2177
流动负债	217	204	198	245	240
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	99	108	99	146	136
其他流动负债	118	96	99	98	104
非流动负债	23	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	18	18	18	18
负债合计	240	222	216	263	259
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	64	64	64	64	64
资本公积	655	655	655	655	655
留存收益	703	834	944	1075	1222
归属母公司股东权益	1422	1514	1620	1759	1918
负债和股东权益	1662	1736	1836	2022	2177

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	153	194	154	202	208
净利润	138	169	154	182	205
折旧摊销	32	36	29	32	38
财务费用	-15	-15	-15	-14	-14
投资损失	0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-8	-2	-14	3	-20
其他经营现金流	7	7	0	0	0
投资活动现金流	-42	-81	9	-68	-66
资本支出	52	97	-8	69	67
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	10	16	1	1	1
筹资活动现金流	568	-78	-35	-29	-31
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	16	0	0	0	0
资本公积增加	586	0	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-78	-35	-29	-31
现金净增加额	685	36	127	105	110

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	725	871	837	985	1126
营业成本	461	545	533	629	720
营业税金及附加	5	7	6	7	9
销售费用	57	80	80	89	100
管理费用	35	39	39	45	51
研发费用	23	31	32	37	43
财务费用	-15	-15	-15	-14	-14
资产和信用减值损失	-6	-6	-5	-6	-7
其他收益	5	14	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	159	194	177	209	235
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	158	193	176	208	235
所得税	20	24	22	26	30
净利润	138	169	154	182	205
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	138	169	154	182	205
EBITDA	157	196	170	202	230
EPS (元/股)	2.15	2.64	2.40	2.84	3.20

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	9.6	20.1	-3.9	17.7	14.3
营业利润 (%)	-3.1	22.0	-8.9	18.2	12.6
归属母公司净利润 (%)	-6.9	22.7	-9.1	18.4	12.6
获利能力					
毛利率 (%)	36.4	37.4	36.3	36.2	36.1
净利率 (%)	19.0	19.4	18.4	18.5	18.2
ROE (%)	9.7	11.2	9.5	10.3	10.7
ROIC (%)	7.6	9.1	7.5	8.3	8.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.4	12.8	11.8	13.0	11.9
净负债比率 (%)	-75.8	-73.7	-76.8	-76.8	-76.1
流动比率	6.0	6.5	7.4	6.6	7.2
速动比率	5.3	5.8	6.6	5.8	6.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	23.9	25.4	25.2	25.0	25.1
应付账款周转率	4.7	5.3	5.2	5.1	5.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.15	2.64	2.40	2.84	3.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.39	3.03	2.40	3.16	3.25
每股净资产 (最新摊薄)	22.22	23.66	25.31	27.48	29.97
估值比率					
P/E	18.1	14.8	16.3	13.7	12.2
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.0	7.1	7.4	5.7	4.5

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686