

百合股份（603102）

2025 年中报点评：内生短期承压，外延整合向好

买入（维持）

2025 年 08 月 31 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	871.25	801.40	954.42	1,393.00	1,613.76
同比（%）	20.12	(8.02)	19.09	45.95	15.85
归母净利润（百万元）	169.07	139.31	156.83	203.75	231.97
同比（%）	22.65	(17.60)	12.58	29.92	13.85
EPS-最新摊薄（元/股）	2.64	2.18	2.45	3.18	3.62
P/E（现价&最新摊薄）	16.18	19.63	17.44	13.42	11.79

投资要点

- **事件：**百合股份发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入 4.20 亿元，同比增长 2.06%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比-13.37%。其中 25Q2 实现收入 2.13 亿元，同比-4.44%；归母净利润 0.37 亿元，同比-23.79%。
- **分拆收入：**（1）分产品，25H1 软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊/组合及其他分别实现收入 1.51/1.20/0.46/0.58/0.22/0.20 亿元，同比分别-6.03%/+18.41%/-20.11%/+35.99%/-33.94%/+61.92%。其中，功能饮品、粉剂及组合及其他表现更佳，我们认为功能饮品、软糖或系大客户订单修复、新增合作品项拉动；传统剂型或受竞争格局影响；（2）分业务，25H1 合同生产/自主品牌分别实现收入 3.66/0.52 亿元，同比分别+10.71%/-33.61%；合同生产整体表现稳健、自主品牌下滑主要受渠道影响，25H1 药房渠道保健品品类销售额仍呈下滑态势（降幅收窄）；（3）分市场，25H1 境内/境外分别实现收入 3.79/0.39 亿元，同比分别-1.73%/+66.43%。
- **25Q2 公司毛利率 36.24%，同比-2.70pct，毛利率退坡或主要系低毛利剂型的收入占比略有提升、产品结构短期有所调整。展望未来，Ora 并表或带来盈利结构优化修复。25Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别+0.50pct/0.96pct/+0.40pct 至 9.21%/5.30%/3.66%，25Q2 净利率同比-4.36pct 至 17.19%。**
- **子公司整合顺利，内外协同向好。**新西兰子公司奥拉交割完成、且整合顺利。盈利角度考虑，跨境品牌的消费者心智强、盈利空间偏大，且百合或在原料、管理方面对奥拉进行指导赋能，后续奥拉净利率提升仍有空间。内生方面，2025 年 4 月公司举办“千人大会”、业内反响较好，预计订单逐步向好。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到部分传统剂型略有承压、以及产品结构短期调整，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 1.57/2.04/2.32 亿元（前值 1.74/1.98/2.25 亿元），同比增长 12.58%/29.92%/13.85%，对应当前 PE17.44x/13.42x/11.79x，考虑到随着子公司并表，盈利结构有望迎来优化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.73
一年最低/最高价	28.11/54.48
市净率(倍)	1.63
流通 A 股市值(百万元)	2,734.72
总市值(百万元)	2,734.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.17
资产负债率(%，LF)	10.52
总股本(百万股)	64.00
流通 A 股(百万股)	64.00

相关研究

《百合股份(603102)：2024 年年报 & 25Q1 季报&收并购公告点评：收购事项落地，海外蓝图已现》

2025-04-16

《百合股份(603102)：百合生幽谷，久有凌云志》

2025-03-20

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,354	1,506	1,756	1,992	营业总收入	801	954	1,393	1,614
货币资金及交易性金融资产	1,135	1,259	1,409	1,576	营业成本(含金融类)	509	617	915	1,066
经营性应收款项	98	84	129	161	税金及附加	7	7	11	13
存货	115	156	211	247	销售费用	79	94	134	154
合同资产	0	0	0	0	管理费用	36	44	61	69
其他流动资产	6	8	7	8	研发费用	36	43	62	72
非流动资产	462	450	448	446	财务费用	(15)	(23)	(25)	(28)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	15	22	26
固定资产及使用权资产	348	373	384	388	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	53	26	13	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	49	49	49	49	减值损失	(4)	(4)	(4)	(4)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	160	184	254	291
其他非流动资产	11	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	1,816	1,956	2,204	2,438	利润总额	161	184	254	292
流动负债	193	246	343	402	减:所得税	22	24	33	38
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	139	160	221	253
经营性应付款项	106	128	188	221	减:少数股东损益	0	3	17	21
合同负债	42	63	79	94	归属母公司净利润	139	157	204	232
其他流动负债	45	55	76	87	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.18	2.45	3.18	3.62
非流动负债	17	0	0	0	EBIT	144	161	229	263
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	185	162	231	266
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.50	35.33	34.30	33.95
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	17.38	16.43	14.63	14.37
其他非流动负债	17	0	0	0	收入增长率(%)	(8.02)	19.09	45.95	15.85
负债合计	210	246	343	402	归母净利润增长率(%)	(17.60)	12.58	29.92	13.85
归属母公司股东权益	1,606	1,706	1,841	1,995					
少数股东权益	0	3	20	42					
所有者权益合计	1,606	1,710	1,862	2,036					
负债和股东权益	1,816	1,956	2,204	2,438					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	128	236	272	299	每股净资产(元)	25.09	26.66	28.77	31.17
投资活动现金流	(80)	(39)	(53)	(53)	最新发行在外股份(百万股)	64	64	64	64
筹资活动现金流	(50)	(73)	(69)	(79)	ROIC(%)	7.98	8.46	11.14	11.74
现金净增加额	(1)	124	150	168	ROE-摊薄(%)	8.67	9.19	11.07	11.63
折旧和摊销	41	1	2	2	资产负债率(%)	11.55	12.60	15.54	16.49
资本开支	(95)	(50)	(55)	(55)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.63	17.44	13.42	11.79
营运资本变动	(41)	20	(8)	(14)	P/B (现价)	1.70	1.60	1.49	1.37

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>