



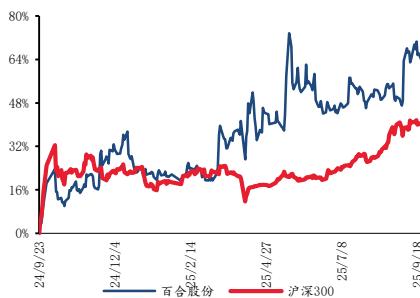
百合股份(603102)

目标价:

昨收盘:46.50

## 百合股份:客户结构变化影响盈利表现,外延并购高成长标的

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	0.64/0.64
总市值/流通(亿元)	29.76/29.76
12个月内最高/最低价(元)	54.48/28.95

### 相关研究报告

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件:**近期公司发布2025年半年报,2025H1公司实现收入4.20亿元,同比+2.06%,实现归母净利润0.72亿元,同比-13.37%。其中2025Q2实现收入2.13亿元,同比-4.44%,实现归母净利润0.37亿元,同比-23.79%。

**渠道结构变化导致自主品牌收入承压,新型剂型保持快增势头。**分地区来看,2025H1公司境内/境外分别实现收入3.79/0.39亿元,分别同比-1.73%/+66.43%,海外扩张快速。分剂型来看,25H1公司软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊/组合及其他分别实现收入1.5/1.2/0.5/0.6/0.2/0.2亿元,分别同比-6.0%/+18.4%/-20.1%/+36.0%/-33.9%/+61.9%;分业务来看,25H1公司合同生产/自主品牌分别实现收入3.7/0.5亿元,分别同比+10.7%/-33.6%,线下传统保健品渠道受到线上新兴渠道分流影响,上半年传统剂型以及公司自有品牌主要售卖的药房渠道有所下滑,新兴渠道客户订单带动下功能饮品、粉剂、组合及其他剂型表现亮眼。

**新类型客户订单增长较快,客户结构变化致净利率下滑。**2025H1/Q2公司毛利率分别为36.2%/36.2%,分别同比-3.3%/-2.7pct,新兴渠道客户订单占比提升,导致毛利率短期承压。费用方面,25Q2公司销售/管理/研发费用率分别为9.2%/5.3%/3.7%,分别同比+0.5%/+1.0%/+0.4pct,Q2净利率同比-4.4pct至17.2%。

**新收购新西兰保健品公司,并购标的主业收入成长表现亮眼。**近期公司收购的新西兰保健品公司Ora已交割结束,公司持有Ora56%股权,该公司成立于2016年,主营保健品剂型涵盖水剂(包括滴剂、口服液、饮品等)、片剂、粉剂以及软胶囊等,并可以为客户提供定制化服务。2024年Ora实现营收4228万新西兰元(约1.8亿人民币),同比增长102%,实现利润613万新西兰元(约0.26亿人民币),同比+178%。新并购标的业务收入增速快于公司主业增速,目前收购标的新产能亦在建设中,后续随新产能投产收入有望保持快速增长势头。

**投资建议:**我们预计公司2025-2027年实现收入9.7/13.5/15.5亿元,分别同比+20.5%/+40.2%/+14.3%,实现归母净利1.5/2.0/2.3亿元,分别同比+8.3%/+33.0%/+15.6%。

**风险提示:**消费需求疲软;行业竞争加剧;渠道开拓不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	801	966	1,354	1,547
营业收入增长率(%)	-8.02%	20.50%	40.20%	14.30%
归母净利(百万元)	139	151	201	232
净利润增长率(%)	-17.60%	8.29%	32.97%	15.64%
摊薄每股收益(元)	2.18	2.36	3.13	3.62
市盈率(PE)	16.10	19.73	14.84	12.83

资料来源: 携宁,太平洋证券,注:摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,136	1,135	1,258	1,418	1,612	营业收入	871	801	966	1,354	1,547
应收和预付款项	52	81	84	124	140	营业成本	545	509	623	877	1,003
存货	125	115	141	199	227	营业税金及附加	7	7	8	11	13
其他流动资产	13	23	24	33	36	销售费用	80	79	96	135	154
流动资产合计	1,326	1,354	1,507	1,774	2,016	管理费用	39	36	44	68	75
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-15	-15	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-3	0	0	0
固定资产	320	345	312	276	237	投资收益	1	1	1	2	2
在建工程	31	53	42	34	27	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	45	49	53	57	60	营业利润	194	160	173	231	267
长期待摊费用	0	1	1	1	1	其他非经营损益	-1	1	0	1	1
其他非流动资产	1,341	1,367	1,519	1,785	2,026	利润总额	193	161	174	231	267
资产总计	1,736	1,816	1,928	2,153	2,352	所得税	24	22	23	31	35
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	169	139	151	201	232
应付和预收款项	109	106	128	181	207	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	169	139	151	201	232
其他负债	113	104	124	163	182						
负债合计	222	210	252	344	389	预测指标					
股本	64	64	64	64	64		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	655	655	655	655	655	毛利率	37.41%	36.50%	35.50%	35.20%	35.20%
留存收益	834	926	1,026	1,159	1,313	销售净利率	19.40%	17.38%	15.62%	14.82%	14.99%
归母公司股东权益	1,514	1,606	1,676	1,809	1,963	销售收入增长率	20.12%	-8.02%	20.50%	40.20%	14.30%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	24.09%	-19.10%	20.66%	33.11%	15.60%
股东权益合计	1,514	1,606	1,676	1,809	1,963	净利润增长率	22.65%	-17.60%	8.29%	32.97%	15.64%
负债和股东权益	1,736	1,816	1,928	2,153	2,352	ROE	11.16%	8.67%	9.00%	11.09%	11.82%
现金流量表 (百万)						ROA	9.95%	7.84%	8.06%	9.83%	10.30%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	10.26%	7.76%	9.00%	11.08%	11.81%
经营性现金流	194	128	204	231	275	EPS(X)	2.64	2.18	2.36	3.13	3.62
投资性现金流	-81	-80	-3	-4	-3	PE(X)	14.69	16.10	19.73	14.84	12.83
融资性现金流	-78	-50	-77	-67	-78	PB(X)	1.64	1.40	1.78	1.65	1.52
现金增加额	36	-1	123	160	194	PS(X)	2.85	2.80	3.08	2.20	1.92
						EV/EBITDA(X)	6.26	6.01	7.79	5.58	4.32

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。