

2025 年 11 月 07 日

收购 ORA 贡献增量，小客户储备奠定未来增长

百合股份(603102)

► 投资建议

我们分析，1) 短期来看，Ora 并表带来增量空间，整合后有望抓住海外市场及跨境品牌心智；代工业务软糖与饮品持续高景气，大客户品类拓展及渠道多元化有望推动收入增长；2) 中期来看，公司募投项目逐渐投产放量，Ora 伴随公司加大投入及整合管理有望实现扩产及盈利能力改善；3) 长期来看，保健品代工环节集中度提升趋势明确，头部有望增份额，配合宠物营养新赛道，有望打开第二增长曲线。我们预计 25-27 年公司收入分别为 9.29/12.38/14.27 亿元，归母净利润分别为 1.33/1.67/1.95 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 2.07/2.61/3.05 元，25 年 11 月 7 日公司收盘价 43.51 元对应 PE 为 21/17/14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 传统主业：自有品牌承压，代工业务增量可期

根据欧睿数据，25 年中国市场规模 2691 亿元，2011-2025 年行业规模 CAGR 为 8.46%，行业增速高于全球。2C 端中国市场中品牌的增速显著超越头部品牌，17-24 年中国长尾品牌市占率从 36% 提升至 42%。渠道端 2019 年线上占比开始超过直销，2019-2025 年线上占比从 35% 提升至 63%。我们分析，公司代工优势在于：1) 柔性供应链，小单快反利润高；2) 具备研发优势，近年持续加大研发投入，批文数量优势明显。未来随着功能饮料增量+渠道拓展+宠物布局，带来收入增量空间。公司自主品牌采取“平价快销”模式，25 年受药房渠道低迷拖累。公司自主品牌业务布局完善，今年推出药食同源专业品牌膳宝特。25 年药房渠道保健品品类销售额仍处下滑趋势，导致自主品牌收入下滑。

► 收购 Ora，新产能预计带来翻倍空间

25 年 8 月公司收购新西兰保健品公司 Ora56% 股权，Ora24 年公司收入/净利达 1.83/0.27 亿元，同比增长 102%/177%，净利率提升 4pct 至 14.5%，我们分析百合股份加持后，有望通过流程管理、原料管理等继续降成本，带来净利率进一步提升。

► 风险提示：

项目建设进度不及预期风险；行业竞争加剧风险；自有品牌市场拓展不及预期风险；系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格(元)：	
最新收盘价(元)：	43.51
股票代码：	603102
52 周最高价/最低价(元)：	54.48/33.35
总市值(亿元)	27.85
自由流通市值(亿元)	27.85
自由流通股数(百万)	64.00



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

联系人：王鹤钰

邮箱：wanghk@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	871	801	929	1,238	1,427
YoY(%)	20.1%	-8.0%	15.9%	33.3%	15.2%
归母净利润(百万元)	169	139	133	167	195
YoY(%)	22.7%	-17.6%	-4.7%	26.1%	16.6%
毛利率(%)	37.4%	36.5%	36.0%	35.2%	35.9%
每股收益(元)	2.64	2.18	2.07	2.61	3.05
ROE	11.2%	8.7%	8.0%	9.1%	9.6%

市盈率	16.48	19.96	20.98	16.64	14.28
-----	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介：代工+品牌双轮驱动，保健食品行业第一股	5
1.1. 发展历程：深耕行业 20 余年，代工强研发+品牌多元布局	5
1.2. 股权结构：股权集中，两次回购拟用于员工激励	12
1.3. 资本市场表现：PE 估值最低 12X，最高 33X	14
2. 行业分析：代工环节集中度提升，2C 端长尾品牌市占率提升	15
2.1. 保健品代工端趋于集中	17
2.2. 保健品品牌端趋于分散及线上化	20
3. 自有品牌承压，代工业务增量可期	25
3.1. 柔性供应链，小单快反利润高	25
3.2. 研发优势：持续加大研发投入，批文数量优势明显	26
3.3. 成长驱动：功能饮料增量+渠道拓展+宠物布局	26
3.4. 品牌矩阵完善，平价快销	28
4. 收购 Ora，新产能预计带来翻倍空间	30
5. 盈利预测和投资建议	31
5.1. 盈利预测	31
5.2. 投资建议	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1 公司历年收入及增速	9
图 2 公司历年归母净利及增速	9
图 3 分产品收入增速	9
图 4 分产品销量及增速	9
图 5 分产品单价及增速	10
图 6 分业务收入（亿元）及增速	10
图 7 分地区收入（亿元）及增速	10
图 8 公司历年分季度毛利率	11
图 9 公司历年分季度归母净利率	11
图 10 公司分产品毛利率	11
图 11 公司分业务毛利率（合同和自主品牌）	11
图 12 公司期间费用率	12
图 13 上市至今股价走势（前复权）	15
图 14 公司 PE Band	15
图 15 营养保健食品行业全球规模（亿美元）	16
图 16 营养保健食品行业中国规模（亿元）	16
图 17 全球营养保健食品分品类市场规模（百万美元）	16
图 18 20-25VDS 各国市场规模（百万美元）及 CAGR	16
图 19 VDS 全球规模	17
图 20 VDS 中国规模	17
图 21 中美营养保健品代工市场规模（亿美元）	17
图 22 同业毛利率对比	20
图 23 同业净利率对比	20
图 24 国内保健品分渠道占比	21
图 25 同业毛利率对比	25
图 26 同业净利率对比	25
图 27 百合股份与同业 CR5 客户占比	26
图 28 公司历年研发投入及研究费用率	26

图 29 各公司保健品注册及备案数量	26
图 30 公司功能饮品收入占比	27
图 31 代工五个女博士产品	27
图 32 盒补补 Acarer 产品软糖	28
图 33 盒补补 Acarer 产品百合康蛋白粉	28
图 34 Ora 收入（亿元）	31
图 35 Ora 净利（亿元）及净利率	31
表 1 百合产品概况	5
表 2 公司大事记	6
表 3 公司十大股东	12
表 4 公司管理层介绍	12
表 5 公司历史股份回购介绍	14
表 6 2024 营养健康食品行业代工端企业收入对比	18
表 7 2024 营养健康食品行业代工公司盈利能力分析	19
表 8 国内保健品市场份额	20
表 9 2024 营养健康食品行业品牌企业收入对比	22
表 10 百合六大品牌矩阵	29
表 11 新西兰 VDS 市场行业竞争格局（占比%）	30
表 12 收入拆分	32
表 13 可比公司估值	34

1. 公司简介：代工+品牌双轮驱动，25 年 8 月收购 ORA 打开空间

1.1. 历史回顾：传统业务受行业渠道转型拖累，Q3 重新捕获小客户，奠定未来增长点

百合股份是一家专注于营养保健食品和特膳食品的研发、生产和销售的公司。公司前身鸿洋神成立于 1996 年、生产出中国第一代鱼油产品，2005 年百合股份成立，2022 年 1 月在上交所主板上市，为营养保健食品行业主板上市第一股。公司现拥有 2 大生产厂区，8 大数字化智能生产工厂，可生产软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、滴剂、瓶饮、软饮、口服液、软糖等 10 余种剂型，4000 余种产品。作为健字号拥有量行业领先的企业，连续三年保健食品备案凭证数量全国第一，超 3000+原料数据库，超 4000+配方数据库，产品出口欧美等 70 多个国家和地区。公司业务合同代工为主，自有品牌销售为辅，24 年 2B/2C 业务占比 84%/16%，1) 公司代工业务拥有丰富的批文储备以及柔性化的供应链；2) 2010 年成立品牌事业部，采取“平价快消”的策略，拥有 6 大主力品牌，形成完善的品牌矩阵。公司于 23 年 9 月成立全资子公司威海华宠生物科技有限责任公司，正式进军宠物营养食品赛道。25 年 8 月公司收购新西兰保健品公司 Ora56%股权，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。

25H1 公司营业收入/归母净利润分别为 4.2/0.72 亿元，同比增长 2.06%/-13.37%，净利下降主要由于公司自有品牌战略转型，毛利率相对较高的品牌业务收入下降，导致毛利率短期承压。1) 分产品，25H1 软胶囊/功能饮料/粉剂/片剂/硬胶囊/组合及其他（主要为礼盒产品）分别实现营业收入 1.51/1.2/0.58/0.46/0.22/0.2 亿元，同比增长-6.03%/18.41%/35.99%/-20.11%/-33.94%/61.92%，传统剂型有所下降，新兴渠道客户带动订单功能饮品、粉剂、组合及其他剂型有所增长。2) 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%，主要由于线下传统保健品渠道受到线上新兴渠道分流影响，公司自有品牌主要售卖的药房渠道有所下滑。

25Q3 公司收入/净利为 2.25/0.27 亿元，同比增长 15.71%/-19.54%，我们分析 Q3 收入增长迎来拐点主要由于公司重新捕获小客户资源，Q3 净利率下滑主要受公司策略上注重新兴小客户的储备、短期影响效率，我们预计有望为 Q4 及明年收入及净利率提升奠定基础。

表 1 百合产品概况

品类	系列	系列产品示例	种类	收入及占比 (2024)
保健食品	注册制保健食品	大豆磷脂软胶囊、左旋肉碱粉等	软胶囊	3.19 亿元 占比 39.86%
	备案制保健食品	多种维生素矿物质片、鱼油软胶囊等		
营养食品	营养软糖系列	钙 VD 凝胶糖果等	功能饮品	1.93 亿元 占比 24.03%
	女性魅力系列	胶原蛋白系列、抗氧化系列等		

特膳食品	男士能量系列	解酒护肝、缓解体力疲劳等	粉剂	0.99 亿元 占比 12.33%
	孕婴童关爱系列	基础营养、免疫力、护眼、益生菌、药食同源、健脑益智等		
	中老年颐养系列	骨骼健康、舒压助眠、护眼、缓解疲劳等	片剂	1.03 亿元 占比 12.88%
	辅食营养补充品	铁锌多维营养包、DHA 多维多矿营养包等		
	孕妇及乳母营养补充食品	孕妇乳母营养包	硬胶囊	0.6 亿元 占比 7.47%
	运动营养补充品	补充能量类、补充蛋白类等		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司大事记

时间	事件
2005 年	威海百合生物技术股份有限公司成立。
2006 年	产品出口日本，打入国际市场。
2007 年	建设水产品和农副产品的精深加工、还早功能食品及保健品生产项目。
2009 年	通过 ISO、欧盟、美国 FDA、美国 NSF、英国 BRC 等多项国际质量体系注册和认证。
2011 年	百合股份吸收合并麦金利生物，为整合鸿洋神海洋生物旗下与营养保健食品相关资产以扩大生产规模，同时解决与百合股份存在的同业竞争问题。
2011 年	由加工型企业向多元型企业转变，开启品牌发展战略。
2013 年	投资 4 亿元建立二期营养保健食品工厂，多剂型发展。
2013 年	与新疆普济堂开始合作。
2015 年	在威海市成立检测研发中心。
2016 年	口服液、泡腾片、饮料、软糖等新剂型工厂建立。
2020 年	携手天猫医药，通过直播带货探索线上新营销模式。
2021 年	建设第三期智能化新工厂，全力打造新业态健康产品。
2022 年	成功登陆 A 股，募集资金净额 6 亿元，用于投资“总部生产基地建设项目”（将新增年产软胶囊/硬胶囊/片剂/粉剂产能各 15.2 亿粒/2 亿粒/10 亿片/650 吨，预计增加收入 3.42 亿元）“新型海洋功能成分饮料项目、口服液智能工厂”（本项目达产后将实现年产 50mL 玻璃瓶装饮品 7,500 万瓶/年、30mL 袋装饮品 6000 万瓶/年、25mL 塑料瓶装饮品 3000 万瓶/年、10mL 口服液 3000 万瓶/年、滴剂 1500 万瓶/年、10mL 条包饮品 3000 万瓶/年；预计增加收入 2.9 亿元）等项目，该项目已于 23 年达到可使用状态，24 年实现收入 1.7 亿元，暂未打满。
2023 年	公司发布回购预案，拟以不超过 50 元/股价格回购金额 3000-6000 万元，拟未来用于员工持股计划或股权激励，24 年 4 月完成回购，以 38.07 元/股均价回购 102 万股，回购金额 3884 万元； 23/2/28 股东广发信德以 42.23 元/股减持 121.6 万股，减持金额 5135 万元； 2023/3/2 -2023/5/29 监事郑志海以 42.63-47.01 元/股减持 30 万股，减持金额 1342 万元； 2023/3/24 -2023/8/11 广发信德以 43.90-47.27 元/股减持 64 万股，减持金额 2917 万元； 2023/12/25 股东广发信德以 37.99-37.99 元/股减持 64 万股，减持金额 2447 万元。
2024 年	与全亿健康签署战略合作书，全亿健康产业集团是一家以线下连锁药房为基础，集线上 B2C、O2O、B2B、自营商城、自有品牌等服务为一体的集团化企业，本次合作全亿健康全力以赴推广百合股份黄金大单品，共同推动双方合作互利共赢。

24 年 8 月公告回购方案，拟以不超过 42 元/股回购 3000-6000 万元，用于员工持股计划或者股权激励，截至 25/7/15 完成回购，实际以 42.53 元/股均价回购 70.57 万股，回购金额 3001.5 万元。

新科研大楼在百合股份总部落成；

2025 年

2025 年 6 月 13 日~2025 年 7 月 16 日董事王文通先生以 44.42~45.55 元/股减持 42.4 万股，减持金额 1914.5 万元；

公司以自有资金 1624 万新西兰元（约 6700 万人民币）正式完成对新西兰奥拉营养 56%股权的收购，对应收购 PE 约 20X，以此完善海外生产基地布局，加速公司的国际化进程。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

回顾公司收入历史，2016-2024 年公司收入 CAGR 为 10.3%：

1) 从收入增速波动来看，公司 16-18 年收入增速 18%左右，主要由于加大自主品牌投入、自主品牌收入快速增长；19 年收入下降 1.5%主要受“百日行动”等行业监管政策变化和中美贸易摩擦不断升级的影响；20-21 年收入增速约 15%主要由于疫情带动；22 年收入增速放缓主要由于受海运影响，境外收入大幅下滑；23 年收入创新高 8.7 亿元，增速超 20%主要受功能饮料大单品增长驱动；24 年收入下降 8%主要受全球宏观经济波动加剧及传统线下药店等主流渠道客流和需求疲软，行业出现渠道分化影响。25H 收入微增主要由于线下传统保健品渠道受到线上新兴渠道分流影响，但在新兴渠道客户订单带动下功能饮品、粉剂、组合及其他剂型实现较好增长。

2) 分产品来看，16-24 年软胶囊/功能饮品/粉剂/片剂/硬胶囊/组合及其他的收入 CAGR 分别为 3.9%/140%（18-24 年）/28.9%/8.2%/2.6%/10.5%。

a) 软胶囊是百合股份传统核心产品，16-24 年收入占比从 64%下降至 40%，主要由于药店等传统线下渠道受到线上分流影响。分量价来看，16-24 年软胶囊销量/单价 CAGR 分别为-0.7%/4.3%，19 年销量下降受监管政策影响，20 年销量下降主要由于在公司毛利率考核政策的推动下，外贸产品结构得到持续优化，公司对鱼油软胶囊等毛利率相对较低的软胶囊产品的接单数量减少。21-23 年销量保持增长主要受益于疫情后免疫类需求扩张；24 年销量下降由于线下药店渠道显著承压，消费偏好向液体、软糖等“零食化”剂型迁移。从价格来看，由于公司产品结构优化，产品价格保持正增长，24 年软胶囊价格下降主要由于竞争加剧、订单承压，价格下降 8%。

b) 功能饮料 18 年推广以来快速增长，18-24 年收入占比从 0.2%上升至 24.1%，主要受益于消费习惯切换、保健群体日益年轻化以及公司与头部品牌合作接单。18-24 年功能饮料销量/单价 CAGR 为 124%/1%；19-20 年，推广初期销量较低，随着市场认可与年轻消费者的进入，销量快速增加。23 年公司 IPO 募集项目新型海洋功能成分饮料、口服液智能工程达到预定可使用状态，带动功能饮品营收大幅提升，同时公司与五个女博士等头部品牌的合作也驱动收入增长。

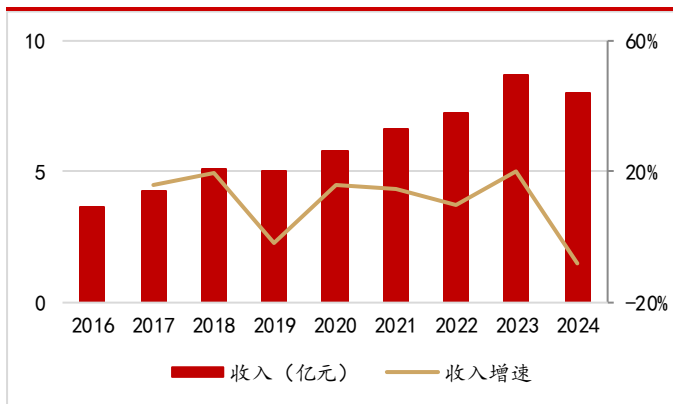
3) 分业务来看，16-24 年合同生产/自主品牌收入 CAGR 分别为 12.6%/2.4%，公司合同生产模式收入占比不断提升，从 2016 年的 71%提升至 2024 年的 84%，自主品牌模式收入占比从 2016 年的 28%下滑至 15%。合同生产占比持续抬升，主要由于行业长尾品牌大量涌入，催生中小客户的定制化代工需求与订单修复，新剂型（功能饮品、软糖等）放量主要发生在公司代工业务；公司自主品牌长期重线下药房渠道、传统剂型承压、费用策略“平价快销+渠道补贴”叠加行业渠道下行，使其增速与占比自 2018 年后更趋弱化。

4) 分地区来看，公司以国内业务为主，24 年国内/海外收入占比为 91%/9%。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%降至 2023 年的 6%，2023 年已呈恢复性增长、营收 0.5 亿元、同比增长 12.7%。未来随着公司海外并购落地，形成内外协同效应，海外收入存在较大增长空间。

回顾利润端：1) 20 年以前公司归母净利大致在 0.6-0.8 亿元之间波动，19 年净利下降主要由于存在一笔 530 万元的罚款支出。2) 20-24 年公司归母净利主要在 1.3-1.7 亿区间波动，20 年净利同比增长 71%至 1.27 亿元，主要由于疫情影响保健品收入高增、片剂、粉剂和功能饮品等高毛利产品占比提升带动毛利率提升、以及期间费用率优化；23 年净利达最高值 1.69 亿元，主要由于功能饮料订单释放带动收入创新高，同时扭转前两年原材料涨价及新投资折旧后的毛利率下滑态势，毛利率提升

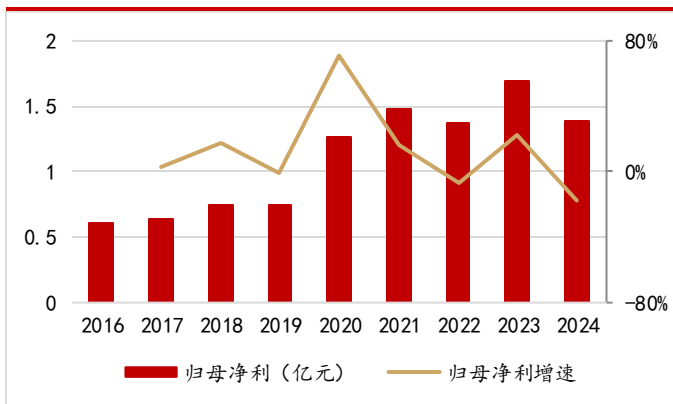
1PCT；24 年净利下降主要由于收入下降、公司正式进军宠物营养领域加大市场推广投入，以及加大研发费用投入，24 年销售及研发费用率增加。

图 1 公司历年收入及增速



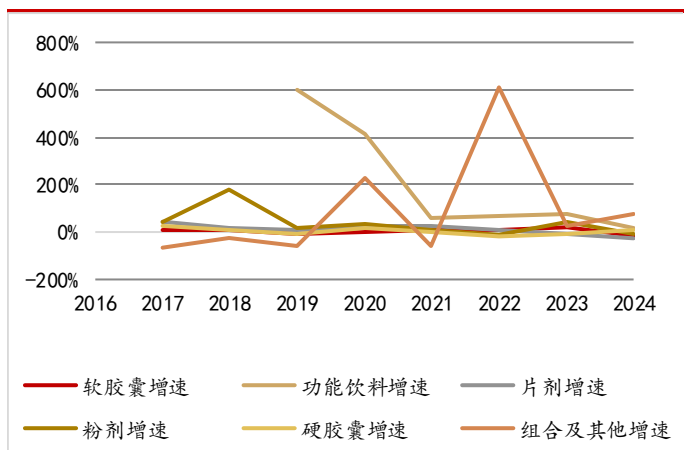
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 2 公司历年归母净利及增速



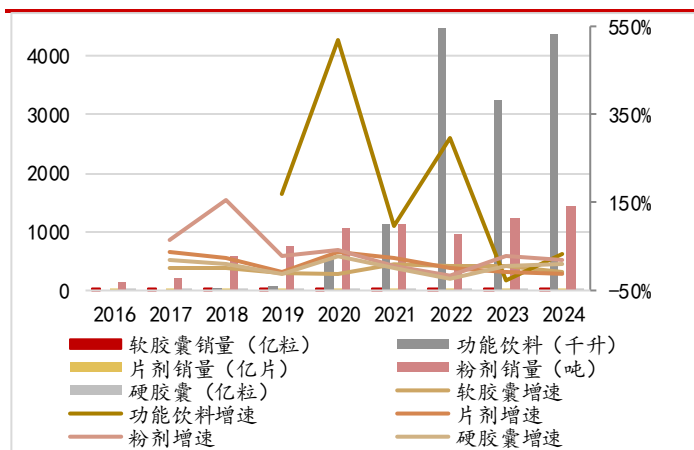
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 3 分产品收入增速



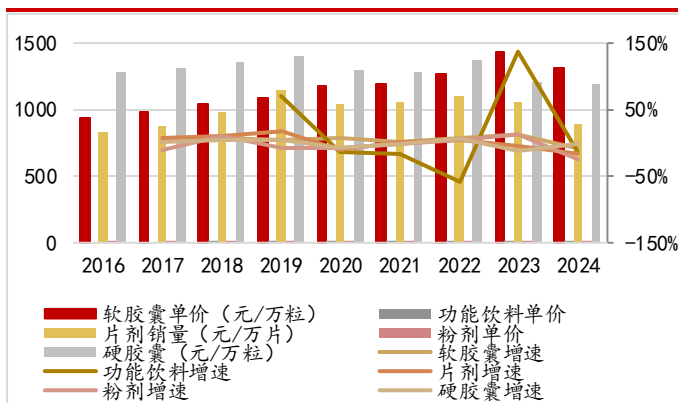
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 4 分产品销量及增速



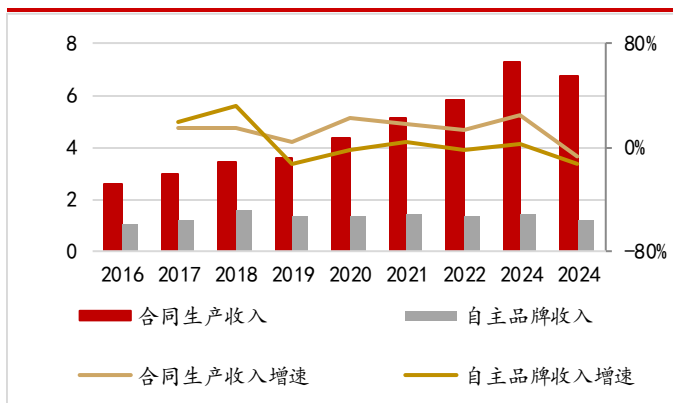
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 分产品单价及增速



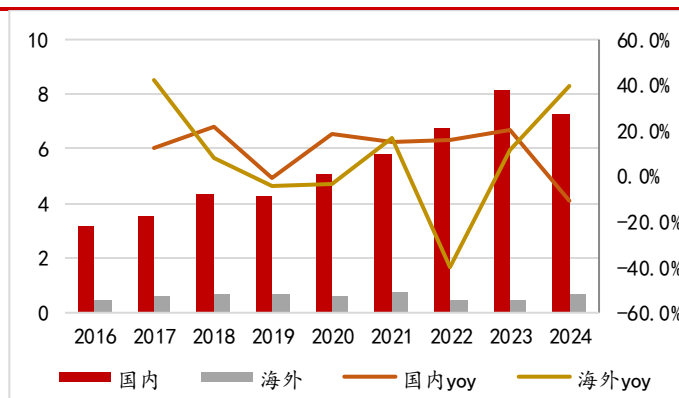
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 分业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 7 分地区收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司毛利率主要在 31%~49% 范围波动，净利率总体来看在 15%~23% 范围波动，分季度来看，公司 Q4 毛利率和净利率一般偏低。21Q4 公司毛利率最低为 31%，主要由于公司 2021 年执行新收入准则将运输费用调整至营业成本。24Q4 公司归母净利润率最低为 11.6%，主要由于毛利率相对较低的粉剂产品收入占比增加，以及 Q4 研发费用率同比增加 3.1PCT。

公司毛利率主要受产品结构、原材料价格等因素影响：

1) **产品结构影响**：分产品来看，软胶囊（毛利率在 37%~42%）、片剂（毛利率在 38%~46%）、硬胶囊（毛利率在 50%~60%）毛利率较高；功能饮料（毛利率近年在 21%~44%）、粉剂（毛利率在 20%~32%）毛利率相对较低。19-20 年毛利率提升主要由于片剂和粉剂产品的毛利率及收入占比均有所提升。21-24 年毛利率低于 40% 主要由于功能饮料毛利率下降但占比提升、以及毛利率最高的硬胶囊产品占比快速下降。

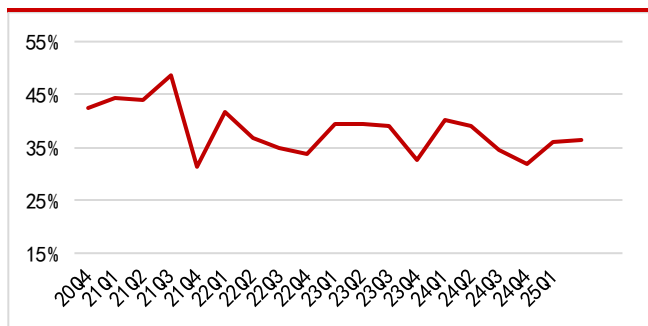
公司各产品毛利率主要受其产品结构及原材料采购成本影响：1) 如硬胶囊产品中氨基葡萄糖硫酸软骨素钙胶囊等毛利率相对较高；功能饮品 19-20 年毛利率提升主

要受滴剂、瓶装饮品等毛利率相对较高产品收入占比提升影响；粉剂产品毛利率 17-20 年提升主要由于高毛利率蛋白粉占比增加。2) 23 年公司成本结构中直接材料占比高达约 74.73%，公司各产品毛利率受明胶、鱼油、硫酸软骨素、大豆分离蛋白等原材料采购价格影响，其中鱼油占比接近 10%，19 年由于受鱼油、硫酸软骨素等原材料采购单价下降公司各剂型产品的毛利率均有所回升；22 年毛利率下滑也受原材料价格上涨影响。

2) 业务结构影响：分业务来看，合同生产（毛利率在 34%~42%）毛利率相对较低、自主品牌（毛利率在 43%~55%）毛利率相对较高，近几年自主品牌收入占比持续下降，也在一定程度影响整体毛利率下降。

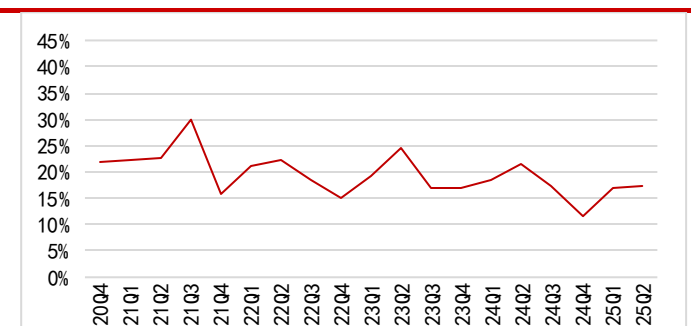
净利率主要受毛利率、期间费用率等影响。1) 销售费用率总体呈高位—优化—再投入阶段性回升趋势，16-19 年公司销售费用率 12%附近波动；疫情期间降至 7.9%；23-24 年销售费用率提升至 9.2-9.9%，主要由于新品推广及渠道拓展影响。2) 公司管理费用率 20 年以前在 5-6%区间波动，21 年开始降至 4.5%-5%范围波动；3) 公司研发费用率基本在 3.6%~4.5%区间波动。4) 财务费用率主要受汇兑收益影响，22-24 年人民币贬值带来汇兑收益。

图 8 公司历年分季度毛利率



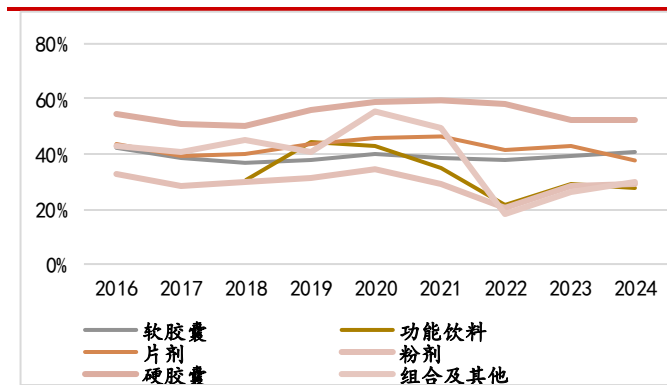
资料来源：Wind，华西证券研究所（18-20 年为年数据）

图 9 公司历年分季度归母净利率



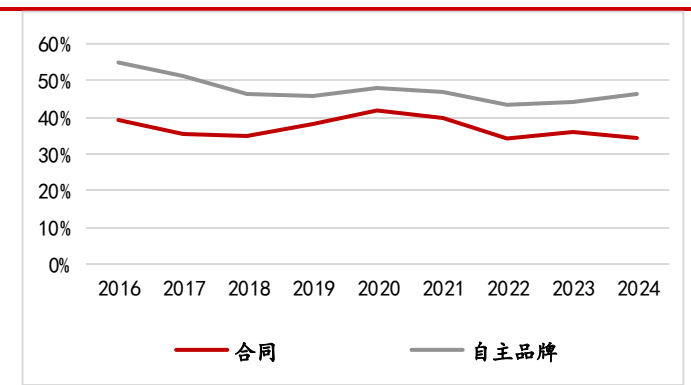
资料来源：Wind，华西证券研究所（18-20 年为年数据）

图 10 公司分产品毛利率



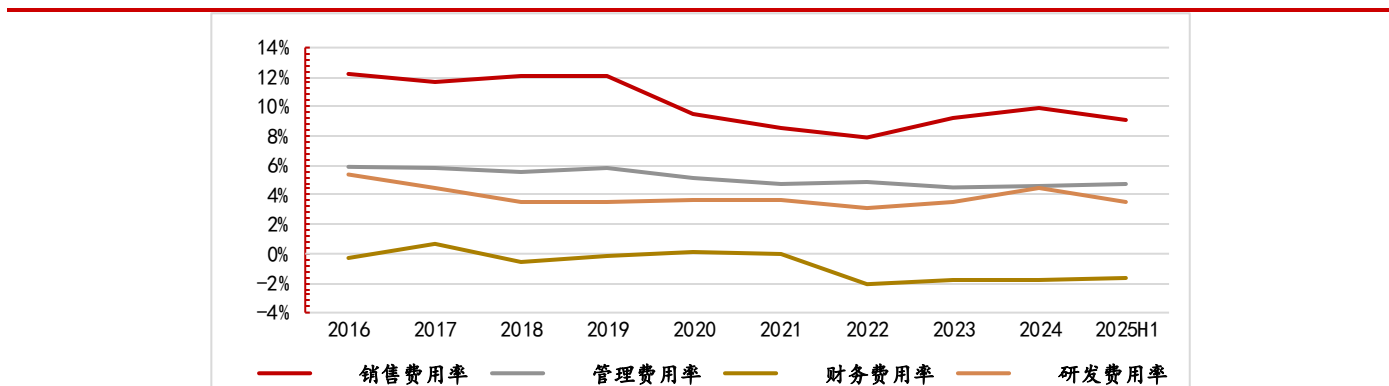
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 11 公司分业务毛利率（合同和自主品牌）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 12 公司期间费用率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中，两次回购拟用于员工激励

刘新力为实控人，股权相对集中。公司管理团队经验丰富。截至 2025Q3，公司第一大股东刘新力持股比例 40.94%（上市前第一大股东持股占比 61.78%），股权相对集中，对公司战略主导权高，管理稳定连贯。其中刘新力与刘兆民（刘新力配偶的兄长）为关联方，两人合计持股比例 43.97%。

多位高管任职时期长，董事长刘新力等专注营养保健食品领域 20 余年。副总裁王丽娜负责研发与创新工作，高管分工清晰，覆盖研发、生产及销售业务，形成高效管理体系。

表 3 公司十大股东（截至 25Q3）

股东名称	介绍	进入时间	持股数量（万股）	持股比例
刘新力	实控人、董监高	上市前	2619.9	40.9%
刘兆民	监事	上市前	193.7	3.0%
刘禄增	监事会主席	上市前	171.1	2.7%
王文通	董事、副总经理	上市前	127.4	2.0%
刘新志		上市前	99.5	1.6%
郑志海		上市前	91.0	1.4%
田树宁		上市前	72.2	1.1%
岳德杭		24Q4	59.4	0.9%
荣成市永利投资管理 有限公司		25Q2	57.3	0.9%
徐志刚		25Q3	46.5	0.7%
合 计			3537.9	55.3%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 公司管理层介绍

姓名	职位	简介
刘新力	董事长, 董事, 总经理	大专学历。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, 艾玫凯董事长, 威海市桢昊生物技术有限公司董事。
王丽娜	董事, 副总经理	硕士研究生学历, 高级工程师。曾任山东省食品药品职业学院教师; 2009 年加入公司, 曾任公司研发检测中心主任, 质量研发管理部总监; 现任公司董事, 副总经理, 同时兼任百合研究院执行董事兼经理。王丽娜为公司核心技术人员, 主要负责公司营养保健食品的研发与创新工作, 并取得了丰硕的成果。
刘旭东	董事	本科学历。历任鸿洋神水产科技职工, 办公室主任, 副总经理, 董事兼总经理; 现任公司董事, 同时兼任威海国际海洋商品交易中心有限公司董事。
王文通	董事, 副总经理	1973 年出生, 中国国籍, 无永久境外居留权, 大专学历。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 年加入公司, 现任公司董事, 副总经理。
刘海涛	董事	1977 年出生, 中国国籍, 无境外居留权, 大专学历。曾任鸿洋神水产科技行政办公室职员; 2005 年加入公司, 曾任公司采购部总监, 职工代表监事; 现任公司生产部总监。
李秉胜	独立董事	1962 年出生, 中国国籍, 无永久境外居留权, 博士研究生学历。曾任济南军区总医院医师, 主任医师, 现任解放军 960 医院主任医师; 现任公司独立董事。
孙同波	董事会秘书	本科学历, 经济师。曾任山东省龙口市芦头镇政府职员, 龙口市秋林城市信用社办公室主任, 龙口市秋林城市信用社证券交易营业部副主任, 山东证券公司龙口营业部 (后更名为天同证券公司龙口营业部) 副总经理, 咨询部经理, 山东科亿达集团有限公司董事会秘书, 山东南山建设发展股份有限公司董事会秘书; 2011 年 7 月加入公司, 现任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

公司多次实施回购拟用于股权激励, 充分调动员工积极性。公司两次股份回购, 均用于员工持股计划或股权激励。1) 2023/03/25 公司发布回购预案, 拟以不超过 50 元/股价格回购金额 3000-6000 万元, 拟未来用于员工持股计划或股权激励, 24 年 4 月完成此次回购, 以 38.07 元/股均价回购 102 万股, 回购金额 3884.3 万元。2) 截止 25H1, 威海百合生物技术股份有限公司回购专用证券账户持有回购股份 111.28 万股, 拟用于员工持股计划或股权激励。

表 5 公司历史股份回购介绍

时间	回购用途	预计回购数量	回购价格	计划回购资金总额	已回 购数 量	实际回 购金额	占股 本比 例
2023/03/25- 2024/03/05	用于员工持 股计划或股 权激励	60 万股至 120 万股	不超过人民 币 50 元/股 (含)	3,000 万元至 6,000 万 元	102.0 4 万股	3884.3 2 万元	1.59%
2024/08/09- 25/07/16	用于员工持 股计划或者 股权激励	71.43 万股至 142.86 万股	不超过人民 币 42.00 元 /股 (含)	3,000 万元至 6,000 万 元	70.57 万股	3001.5 4 万元	1.10%

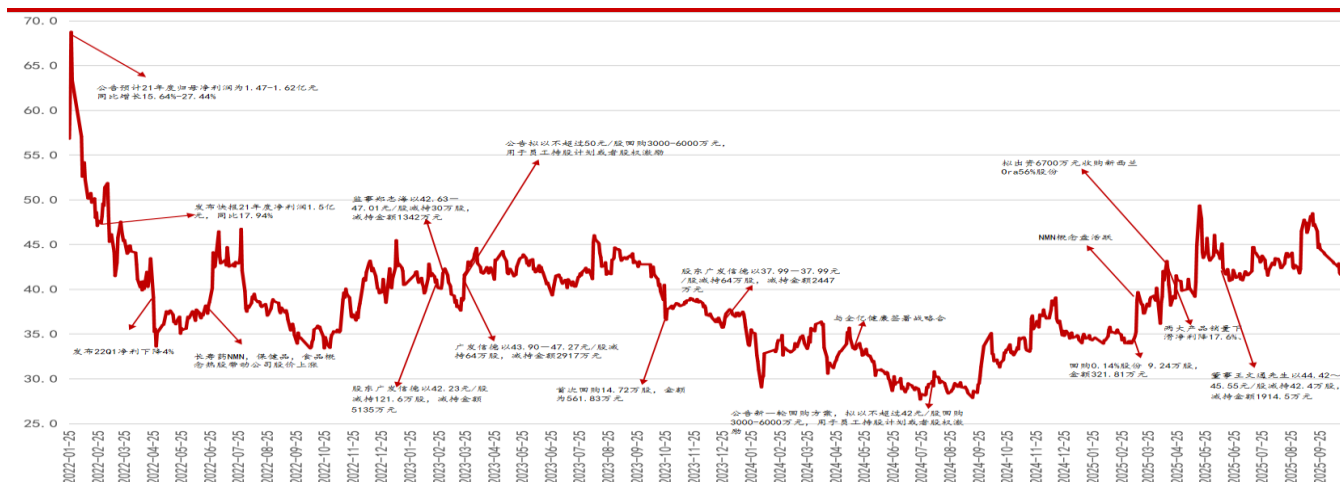
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 资本市场表现：PE 估值最低 12X，最高 33X

2022 年 1 月上市至今（截至 2025 年 10 月 23 日），公司股价下跌 24.78%，跑输上证指数 38.8PCT，总市值为 27.36 亿元。公司上市以来累计融资金额 6.74 亿，累计现金分红金额为 1.64 亿元，上市以来平均分红率为 24.67%，21 年分红率低于平均值在 21.62%，后逐年提升 24 年达 33.53%。

2019 年公司首次递交创业板招股书，同年 10 月终止审查；2020 年公司转向上交所主板，再次递交招股书，21 年 11 月首次上会，被暂缓审议；12 月成功过会；22 年 1 月正式上市，成为“保健食品主板第一股”，发行价 42.24 元/股，开盘后股价涨停，较发行价上涨 44%；2022/1/28 公司最高股价达到最高 75.65 元/股（对应最高市值 48 亿元），对应 PE 为 33X；22Q1 公司净利下降 4%，2022/4/28 公司跌至 33.38 元/股（对应最高市值 48 亿元），对应 PE 为 15X；6 月开始受长寿药 NMN（NMN 作为烟酰胺腺嘌呤二核苷酸（NAD+）的前体物质，广泛应用于营养保健品、功能食品及相关行业），保健品，食品概念热股带动公司股价上涨至 48.04 元/股，对应 PE 为 22X；22Q3 公司净利下降 29%，2022/10/25 公司跌至 33.41 元/股。23/10 月 5 股价下跌至 36.8 元/股，对应 PE 为 14X，公司完成首次回购 15 万股；24 年开始受公司业绩影响，24/7/24 股价最低下跌至 27.59 元/股，对应 PE 为 12X。25 年 3 月 NMN 概念走高、消费向上、4 月公司公告分红率提升至新高 33.5%，以及公告拟收购新西兰 Ora75% 股权等将公司股价推至最高 53.57 元/股（2025/5/20），对应 PE 为 25X；8 月公司完成跨境并购，公司股价涨至 51.84 元/股（2025/9/17）；10 月股价调整至 42 元附近，对应估值 20X 左右，处于估值中枢。

图 13 上市至今股价走势（前复权）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司 PE Band



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 行业分析：代工环节集中度提升，2C 端长尾品牌市占率提升

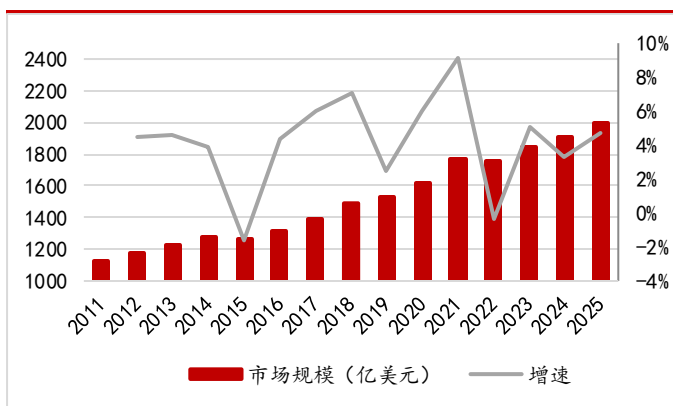
根据欧睿数据，2025 年营养保健食品行业全球市场规模达 2000 亿美元，2011-2025 年行业规模 CAGR 为 4.18%。25 年中国市场规模 2691 亿元，2011-2025 年行业规模 CAGR 为 8.46%，其中 2013 年行业增速达 17%，我们分析主要由于 2012 年跨境电商试点启动，Swisse、Blackmores 等海外品牌进入国内，促进行业高增。

分品类来看，VDS 占据主导地位。根据欧睿数据，2025 年 VDS（维生素和膳食补充剂）/运动营养/体重管理/睡眠补剂分别占比 71%/16%/10%/3%。全球 VDS 市场规模

由 2011 年的 848.09 亿美元增长到 2025 年的 1423.13 亿美元，CAGR 为 3.8%。中国 VDS 市场规模从 2011 年的 793.40 亿元增长到 2025 年的 2404.96 亿元，CAGR 为 8.2%，增速高于全球。

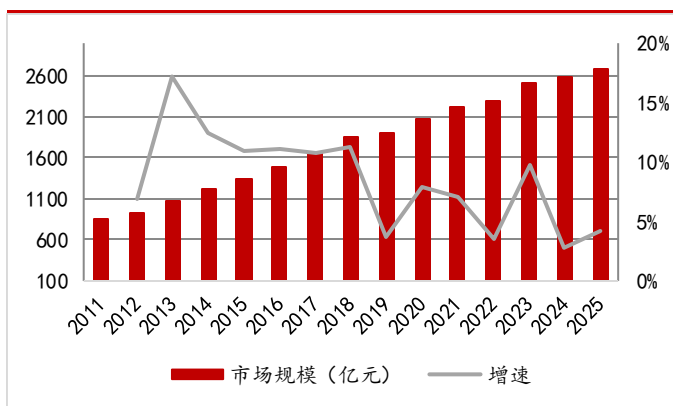
从剂型来看，传统剂型胶囊与片剂份额占比较大，零食态剂型软糖与饮料正在崛起。营养保健食品的剂型包括软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、饮料、软糖等。传统剂型胶囊与片剂占比仍较大，根据观研天下，23 年胶囊/片剂/口服药/颗粒剂/粉剂/其他占比分别为 39%/37%/8%/5%/4%/8%。相比传统剂型，软糖、口服液等更偏食品态、零食态的新剂型，在提供与传统剂型类似功效的基础上，提供更好的适口性与便利性，利于培养消费者日常服用习惯，目前在市场中的占比不断提升。根据共研网，24 年全球维生素软糖市场规模大约为 114 亿元，25-31CAGR 预计为 4.5%。

图 15 营养保健食品行业全球规模（亿美元）



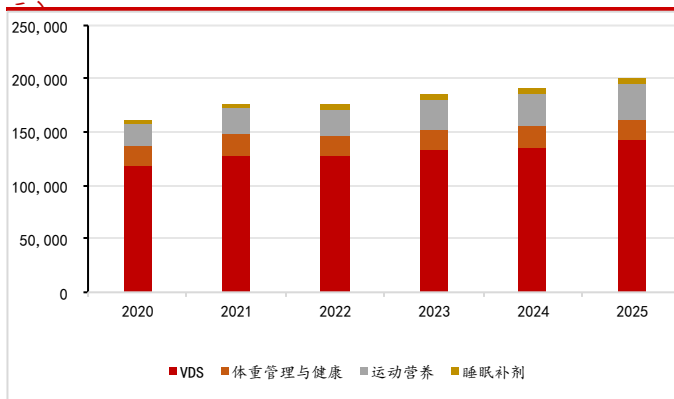
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 16 营养保健食品行业中国规模（亿元）



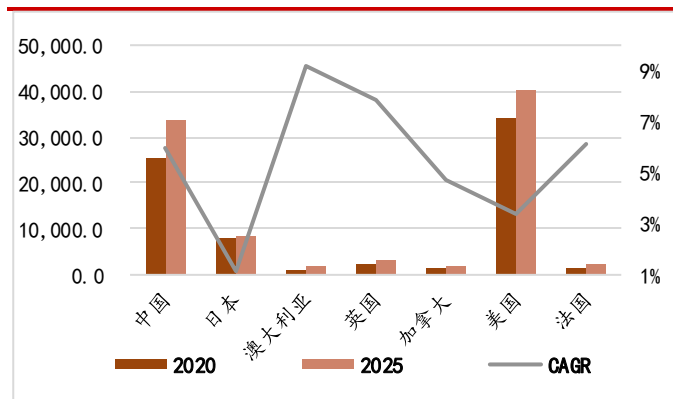
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 17 全球营养保健食品分品类市场规模（百万美元）



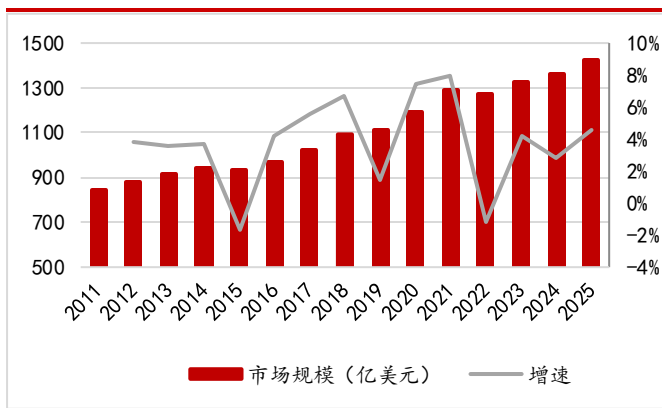
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 18 20-25VDS 各国市场规模（百万美元）及 CAGR



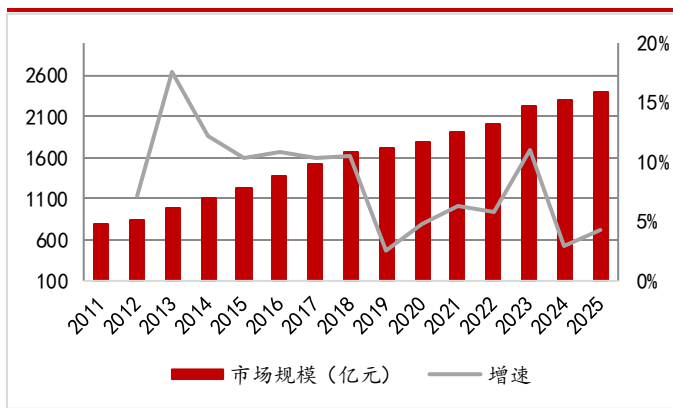
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 19 VDS 全球规模



资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 20 VDS 中国规模

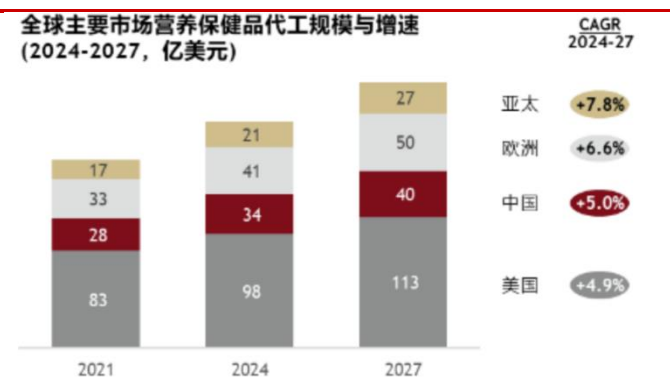


资料来源：欧睿、华西证券研究所

2.1. 保健品代工端同业对比：仙乐健康规模领先，百合股份小单高利

2024 年我国营养保健品代工市场规模约 34 亿美元，CR5 不足 20%。随着行业相关政策法规的陆续出台，部分规模较小、设备陈旧的企业将逐步被淘汰出局；同时，头部消费品企业、药企等正持续推进对小品牌的并购整合；零售端的中大型品牌对代工生产商的资质、研发能力与生产能力提出了更高的要求，具备技术创新能力和规模优势的企业将获得更大的市场份额。

图 21 中美营养保健品代工市场规模（亿美元）



资料来源：仙乐健康公司公告、华西证券研究所

对比营养保健食品行业代工上市公司收入规模：1) 仙乐健康以“中美欧三地+多剂型”形成全链路供给，为国内保健品代工龙头，收入规模具有绝对优势，同时仙乐健康近几年 CAGR 高于同业，主要来自 BF (Best Formulations, 美国营养补充剂生产企业，专注于维生素、矿物质及植物基产品的研发与制造，拥有软胶囊、硬胶囊等多种剂型生产能力) 并购及海外业务高增；大江生医以生产功能食品见长，收入规模基本是百合股份的 2 倍；但百合股份由于同时包含 2B+2C 业务，盈利能力相对更强，剔除仙乐健康 BF 亏损影响后，24 年仙乐健康净利率较百合股份低 6pct。2)

从产品结构来看，百合股份产品以软胶囊、功能饮品为主，仙乐健康以软胶囊和软糖为主；从产能来看，仙乐健康软胶囊产能超百合股份 3 倍，产地分布中美欧三地，百合股份生产基地以国内+新西兰为主；从产品价格来看，仙乐健康产品价格超百合股份的 2 倍，我们分析主要在于客户结构，仙乐健康主要服务于国内外的大型客户，如葛兰素史克公司、NowHealth Group, Inc.、美乐家（中国）日用品有限公司等，百合股份主要为中小客户。

表 6 2024 营养健康食品行业代工端企业收入对比

公司名称	收入（亿元）/22-24cagr	产品结构/22-24CAGR	产能/22-24CAGR	价格	大客户	CR5 占比	生产基地	收入分地区占比
百合股份	8.01 (5.11%)	软胶囊：39.86% (-4.34%) 功能饮品：24.03% (37.17%) 片剂：12.88% (-23.57%) 粉剂：12.33% (7.82%) 硬胶囊：7.47% (-5.48%) 组合即其他：2.69% (38.78%)	软胶囊：24.28 亿粒(-1.28%) 功能饮品：4442.84 千升 (-2.05%) 片剂：11.67 亿粒 (-11.03%) 粉剂：0.15 亿吨 (23.74%) 硬胶囊：5.01 亿粒(10.83%)	软胶囊：1310.19 元/万粒 功能饮品：44164.65 元/千升 片剂：884.80 元/万粒 粉剂：67.93 元/千克 硬胶囊：1192.44 元/万粒	青岛博恩高科生物技术有限公司、和优良品(苏州)科技有限公司、Rv Pharma Llc、湖南益丰医药有限公司 GMP Global Nutrition Ltd.	16.61%	2 大生产产区，8 大数字化智能生产工厂 奥拉营养在新西兰的奥克兰有两大厂区	境内：91.22% 境外：8.78%
仙乐健康	42.11(29.60%)	软胶囊：47.10% (9.15%) 饮品：5.89% (-31.36%) 片剂：7.73% (-24.58%) 粉剂：5.50% (-15.22%) 硬胶囊：5.29% (87.16%) 软糖：23.63%(0%) 其他剂型：4.21% 其他业务：0.65% (6.79%)	软胶囊：78.54 亿粒(13.94%) 功能饮品：14823.14 万袋 (-2.04%) 片剂：17.678 亿粒 (-4.38%) 粉剂：1.26 亿吨 (-2.58%) 硬胶囊：5.32 亿粒 营养软糖：46.49 亿粒 (27.47%)	软胶囊：2506.82 元/万粒 饮品：16728.7 元/万瓶（袋） 片剂：1840.74 元/万粒 粉剂：182.13 元/千克 硬胶囊：4244.45 元/万粒	Pfizer Inc.、Now Health Group, Inc.、美乐家（中国）日用品有限公司、HTC Group Ltd.、安琪酵母股份有限公司	27.60%	汕头、马鞍山、珠海、德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚州	中国：39.44% 欧洲：14.35% 美洲：39.56% 其他地区：6.65%
大江生医	16.79(-1.30%)	-	-	-	出口到全球超过 63 个国家	6.02%		

资料来源：公司公告、华西证券研究所（1 台币=0.2318 人民币）

对比营养保健食品行业代工上市公司盈利能力：1) 大江生医毛利率高于百合股份主要由于其产品聚焦美容保养、体重管理等高附加值的品类；百合股份代工业务毛利率高于仙乐健康主要由于百合股份客户结构更分散、定制化与柔性供应链带来更强定价权与效率，而仙乐健康中低毛利软胶囊(24 年仙乐健康/百合股份软胶囊毛

利率为 25.6%/40.4%) 占比高，以及美洲业务处于爬坡期；2) 从单位生产成本来看，仙乐健康生产软胶囊、粉剂产品单位成本超百合股份的 2 倍，但价格未超高 2 倍；3) 从期间费用率来看，销售费用率高于百合主要由于公司自有品牌业务推广费用，管理费用率低于仙乐健康主要由于公司管理人员职工薪酬与折旧摊销费用占营业收入的比例较低。

表 7 2024 营养健康食品行业代工公司盈利能力分析

公司	净利(亿元/22-24cagr)	毛利率	净利率	主营业成本	主营业务成本构成	分产品单位成本	期间费用率	研发费用
百合股份	1.39 (-0.53%)	2B 毛利率 34.42% 软胶囊: 40.36% 功能饮品: 27.78% 片剂: 37.63% 粉剂: 29.28% 硬胶囊: 52.41% 组合即其他: 30.15%	17.35%	5.07	直接材料: 72.35% 直接人工: 8.09% 制造费用: 17.65% 运输费用: 1.91%	软胶囊: 0.08 元/粒 功能饮品: 31.89 元/L 片剂: 0.06 元/粒 粉剂: 48.04 元/kg 硬胶囊: 0.57 元/粒	销售费用: 9.85% 管理费用: 4.55% 财务费用: -1.82% 研发费用: 4.47%	0.36 亿元
仙乐健康	3.25 (23.74%)	31.46% 软胶囊: 25.57% 饮品: 5.89% 片剂: 45.73% 粉剂: 22.30% 硬胶囊: 16.84% 软糖: 48.88% 其他剂型: 0.84% 其他业务: 94.73%	7.71%	28.85	材料: 68.50% 直接人工: 9.93% 制造费用: 19.59% 物流费及其他: 1.93%	胶囊: 0.19 元/粒 功能饮品: 1.23 元/袋 片剂: 0.10 元/粒 粉剂: 143.01 元/kg 硬胶囊: 0.35 元/粒 软糖: 0.11 元/粒	销售费用: 8.39% 管理费用: 9.92% 财务费用: 1.89% 研发费用: 2.99%	1.26 亿元
大江生医	1.98 (9.24%)	43.89%	11.76%	9.42			推销费用: 10.13% 管理费用: 10.49% 财务成本: 0.62%	1.43 亿元



资料来源：公司公告、华西证券研究所，（1 台币=0.2318 人民币）

图 22 同业毛利率对比

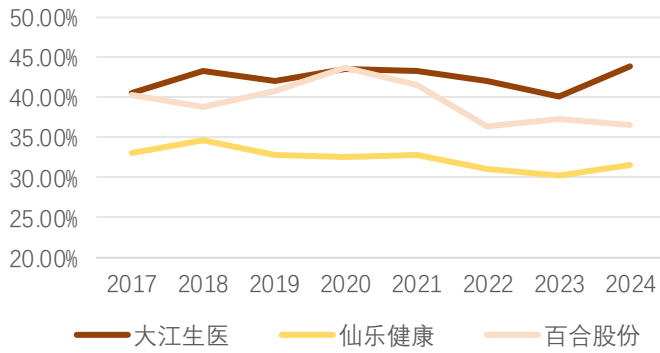
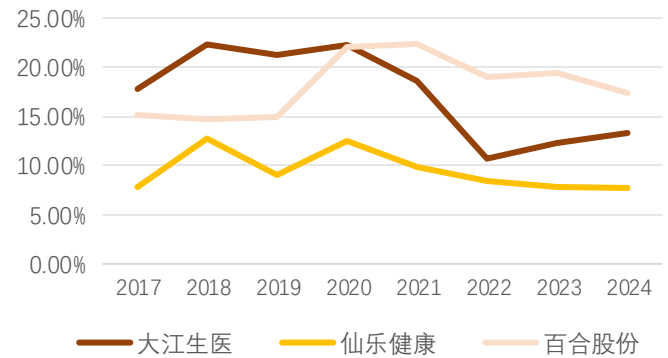


图 23 同业净利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

2.2.品牌端竞争格局：海外品牌国内中小品牌增速更高

保健品 C 端长尾品牌市占率逐年提升：相较于代工企业，保健品品牌端进入壁垒低。对于“非蓝帽子”产品而言，线上渠道监管相对宽松，新锐品牌进入门槛低。加上 2023 年营养健康食品相关政策文件接连出台，通过扩大备案范围，简化审批流程，细化分类管理等，吸引了医药、食品、化妆品等领域的众多企业跨界涌入，大量轻资产新锐健康消费品牌持续涌现。从 C 端企业集中度来看，国内 CR10 头部品牌市场份额基本保持在 24%-27%，22 年开始呈下降趋势，其中国内龙头品牌汤臣倍健近几年市占率有所下降，但海外品牌 Swisse 呈增长趋势；中小品牌均保持着活跃的增长态势，中国市场中小品牌的增速显著超越头部品牌，17-24 年中国长尾品牌市占率从 36%提升至 42%。

表 8 国内保健品市场份额

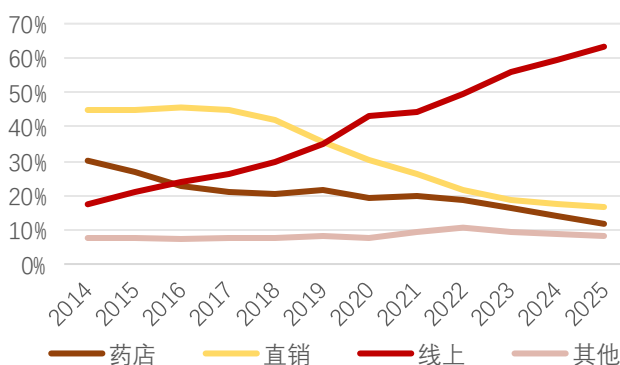
品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025
汤臣倍健	10.2%	10.0%	9.5%	9.5%	7.6%	6.4%
Swisse (H&H Group)	2.9%	3.3%	3.6%	4.1%	4.3%	4.6%
无极限	5.0%	4.2%	3.9%	3.6%	3.5%	3.4%
东阿阿胶	1.9%	2.2%	2.1%	2.1%	2.6%	2.9%
钙尔奇			1.7%	1.4%	1.4%	1.4%

燕之屋	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
USANA	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
善存			0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
美乐家	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	0.9%
合生元 (H&H Group)	1.6%	1.1%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%
CR 10	25.9%	25.2%	26.9%	26.5%	24.9%	24.0%

资料来源：欧睿，华西证券研究所

渠道端线上占比增长强劲：保健食品的销售，可分为线下和线上两种渠道。线下以直销、药店、商超等传统渠道为主，在疫情的影响和网络平台的冲击下，线下消费场景有所萎靡。线上销售则以电商为主，包括线上直销、跨境电商和海外代购等，近年增长十分强劲。1) 2018 年 8 月“权健事件”持续发酵，商务部停止新直销牌照的发放。我国直销渠道占比自 2018 年后开始下降，18-25 年从 42%下降至 17%；2) 自 2019 年起，为防止定点零售药店为参保人员盗刷医保卡购买保健品，多地一刀切要求“定点零售药店”不得销售保健品等非医疗产品。2020 年 8 月，国家医保局正式发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，明确自 2020 年 9 月起保健品等不纳入医保，2020 年以来药店渠道份额持续下降，2020-2025 年药店渠道占比从 19%下降至 12%。3) 线上占比逐步超过线下，2019 年线上占比开始超过直销，2019-2025 年线上占比从 35%提升至 63%。我们分析主要由于线上 SKU 广、价格透明、履约便捷，叠加内容电商“种草+直播”降低认知门槛、强化转化效率，能够构建信任与复购心智。同时跨境电商免注册备案降低进口保健品上市门槛，带来海外“新技术/高质量”保健品供给，线上大量“非蓝帽子”功能食品与新剂型快速迭代，贴合年轻客群的“悦己/场景化”诉求，加快产品周期。

图 24 国内保健品分渠道占比



资料来源：欧睿，华西证券研究所

对比保健品品牌行业公司：1) H&H 在国内保健品收入规模最大，主要由于其在中国市场在三大业务线均形成“高确定性+多渠道放量”的合力：成人营养 (Swisse) 以电商为核心引擎持续扩张、婴配粉在新国标完成后高端份额抬升并重回增长、宠物营养在中国高端化重组兑现盈利改善；汤臣倍健为收入规模最大的国产保健品品牌，

公司多品牌矩阵+全渠道覆盖+高频迭代，形成规模与心智优势；百合股份以合同生产为主，品牌为辅，其品牌收入规模相对较小。2) 对比价格来看，对比淘天平台，汤臣倍健产品均价高于百合股份 50%，主要由于百合股份采取“平价快销”与“药房渠道让利”的价格策略，其自主品牌强调以较低价格获取流量与份额；而汤臣倍健以“强品牌+强科技”构筑溢价，单品价格显著高于百合产品。

表 9 2024 营养健康食品行业品牌企业收入对比

公司名称	收入（亿元） /22-24cagr	产品结构	产能/产量	价格	品牌矩阵	收入分地区占比
百合股份	8.01 (5.11%) 自主品牌: 1.22 (-5.69%)	软胶囊: 39.86% 功能饮品: 24.03% 片剂: 12.88% 粉剂: 12.33% 硬胶囊: 7.47% 组合及其他: 2.69%	软胶囊: 24.28 亿粒 功能饮品: 4442.84 千升 片剂: 11.67 亿粒 粉剂: 0.15 亿吨 硬胶囊: 5.01 亿粒	软胶囊: 1310.19 元/ 万粒 功能饮品: 44164.65 元/ 千升 片剂: 884.80 元/ 万粒 粉剂: 67.93 元/千克 硬胶囊: 1192.44 元/ 万粒	百合康、鸿 洋神、盈养 元、福仔、 足立行、能 倍健	境内: 91.22% 境外: 8.78%
汤臣倍健	68.38 (-6.73%) 经销: 49.84 (-8.53%) 直营: 17.96 (-2.01%)	片剂: 15.34% 粉剂: 9.14% 胶囊: 16.13% 其他: 32.28%	片剂: 133.5 亿片 胶囊: 58.5 亿粒 粉剂: 0.53 亿罐/桶/瓶 粉剂: 4.33 亿包 软糖: 3.00 亿粒 液体饮料: 1.02 亿条包/瓶 滴剂: 0.12 亿瓶	片剂: 3084.85 元/ 万粒 粉剂: 193.81 元/ 千克 胶囊: 6655.60 元/ 万粒 其他: 78.69 元/个、套	汤臣倍健、 健力多、健 视佳、 Yep、健安 适、舒百 宁、维满 C、钙达、 健乐多、益 倍适、天然 博士、自然 唯他	境内: 83.34% 境外: 16.66%
金达威	32.40 (3.76%)	维生素 A 系列: 8.42% 辅酶 Q10 系列: 22.39% 营养保健食品: 60.63% 其他: 8.56			ZIPFIZZ、 金达威、 DOCTOR 'S BEST、 LABRADA、 PROSUPPS 舞昆、金乐 心	境内: 20.82% 境外: 79.18%

康恩贝	65.15 (4.20%) 品牌业务: 7.48 (15.39%)	特色健康消费品: 9.96% 全品类中药: 51.89% 特色化学药: 37.56%	片剂: 41.62 亿片 胶囊剂: 15.59 亿粒 丸剂: 9.09 亿丸 口服液体制剂: 4.10 亿瓶		康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、金笛、至心研、金康、金艾康、天施康、金康速力、希陶、汉威、Conbiuty	东部: 69.73% 中部: 12.90% 西部: 11.11% 其他 6.26%
H&H	130.52 (1.07%) 中国区收入 86.85 亿元	维生素、草本及矿物补充剂产品: 51.0% 宠物补充品: 10.4% 婴幼儿益生菌及营养补充品: 6.3% 婴幼儿配方奶粉: 25.5% 其他: 6.8%			Blostime (合生元)、Swisse、Zesty Paws、solid gold、dodie、Aurelia、GOOD GOUT	中国内地: 66.6% 澳新: 15.4% 北美: 12.4% 其他地区: 5.6%

资料来源: 公司公告、华西证券研究所。

对比营养保健食品行业品牌端上市公司盈利能力: 1) 百合股份品牌业务毛利率低于同业, 主要由于其自有品牌采取“平价快销+让利渠道”的经营策略, 主要依靠药房等线下渠道分销, 并通过按销售额比例的费用补贴推动动销, 导致价格带较低、渠道毛销差被压缩; 汤臣倍健毛利率高出百合股份 20PCT, 主要由于其为强品牌运营商, 通过全渠道覆盖与高价格带、高含量迭代新品形成持续的品牌溢价与价格权, 且线上平台与产品结构优化直接抬升渠道毛利率; 2) 从期间费用率来看, 百合股份研发费用率较高, 销售及管理费用率远低于汤臣倍健, 主要由于百合股份 C 端占比较小以及 C 端轻投放, 而汤臣倍健是重营销的品牌商, 全渠道直面 C 端、平台费与广告投放强度高, 叠加多品牌、全球运营带来的管理摊销与组织费用, 销售费用率与管理费用率显著更高。

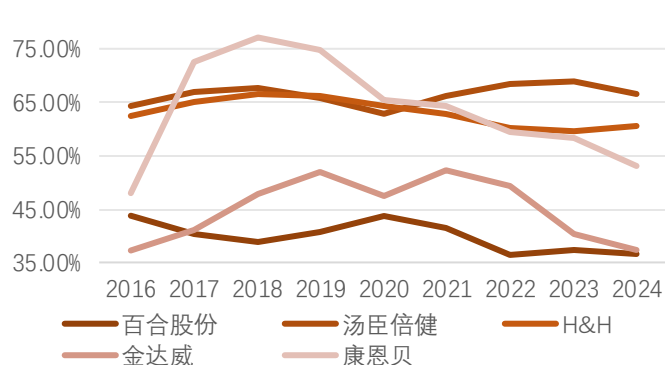
表 10 2024 营养保健食品行业品牌公司成本费用对比

公司名称	净利 (亿元) /22- 24cagr	毛利率	净利率	主营业务成本构成	分产品单位成本	期间费用率
百合股份	1.39 (-0.53%)	品牌毛利率: 34.42%	17.35%	直接材料: 72.35% 直接人工: 8.09% 制造费用: 17.65% 运输费用: 1.91%	软胶囊: 0.1 元/粒 功能饮品: 31.9 元/L 片剂: 0.1 元/粒	销售费用: 9.85% 管理费用: 4.55% 财务费用: -1.82% 研发费用: 4.47%

					粉剂：48.0 元/kg 硬胶囊：0.6 元/粒	
汤臣倍健	6.53 (-31.37%)	66.7% 片剂：74.74% 粉剂：73.44% 胶囊：60.10% 其他：63.01%	9.55%	直接材料：70.82% 直接人工：4.70% 制造费用：15.40% 其他：3.05%	片剂：0.2 元/粒 粉剂：103.5 元/kg 胶囊：0.4 元/粒 其他：47.7 元/个、套	销售费用：44.33% 管理费用：8.15% 财务费用：-0.72% 研发费用：2.17%
H&H	0.53 (-70.55%)	60.65%	0.41%		成人营养及护理用品：26.0 (38.8%) 婴幼儿营养及护理用品：19.3 (43.9%) 宠物营养及护理用品：8.7 (29.7%)	销售费用：42.67% 管理费用：5.97% 财务费用：6.66% 研发费用：1.9%
金达威	3.42 (15.27%)	38.5% 维生素 A 系列：38.59% 辅酶 Q10 系列：32.83% 营养保健食品：48.20% 其他：35.24%	11.36%	材料：12.27% 直接人工：1.84% 制造费用：3.18% 包装物：0.09% 燃动力：1.56% 外购（营养保健品（成品）：16.21%	营养保健品（食品原料）：520.7 元/kg 营养保健品（维生素原料）：61.4 元/kg 营养保健品（成品）：40.6 元/kg	销售费用：9.77% 管理费用：11.85% 财务费用：-0.58% 研发费用：2.14%
康恩贝	6.22 (31.83%)	品牌毛利率：57.88%	9.55%	直接材料：64.87% 直接人工：6.25% 制造费用：10.89% 燃料费用：3.37% 运输费：0.86% 采购成本：11.71%		销售费用：29.40% 管理费用：8.66% 财务费用：-0.29% 研发费用：4.61%

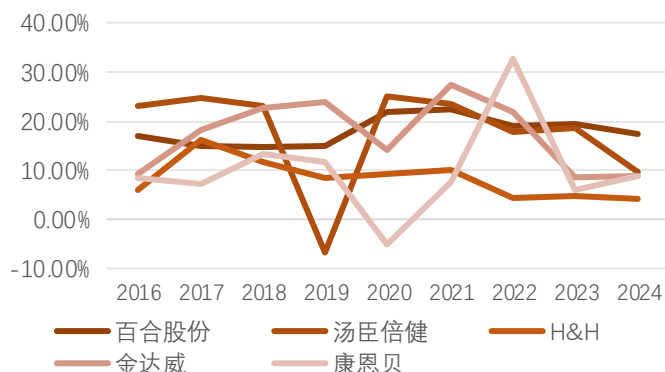
资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 25 同业毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 26 同业净利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

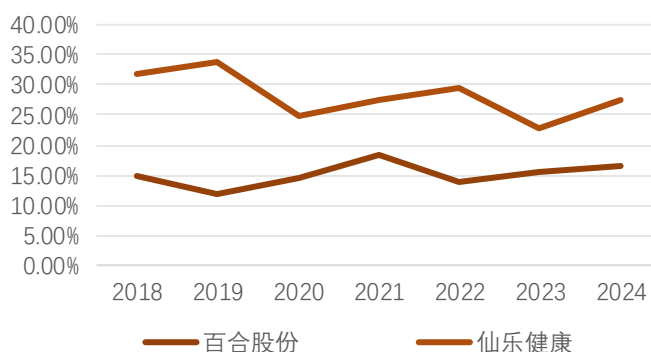
3. 传统业务：自有品牌承压，代工业务增量可期

3.1. 生产优势：具备柔性供应链小单快反能力

具备柔性化生产能力，实现小单快反。营养保健食品行业下游客户对产品种类、配方、外观等具有较强的非标准化特点，公司能够快速反应的低成本柔性化生产方式成为解决小品种产品生产问题的有效途径。公司通过“备货生产+以销定产”相结合的模式开展生产经营，以及并行化生产流程保障效率，同时依托八大智能化生产基地与百余条产线，实现跨剂型的敏捷制造与全链路质量追溯，确保大规模、多品种生产的品质与精准交付。

近年新锐的线上品牌发展迅速，对小批量、快速交付的需求显著提升，公司凭借其快反能力能够赢得大量中小客户的订单。对比传统大客户，给中小企业提供小批量、高定制化产品及服务，公司具备更强定价权，获得更高盈利能力。2024 年百合股份/仙乐健康前五大客户收入占比分别为 16.6%/27.6%，百合的客户结构更为分散。

图 27 百合股份与同业 CR5 客户占比

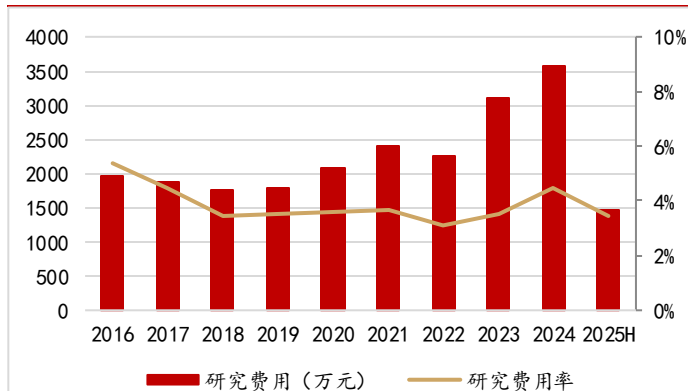


资料来源: wind, 华西证券研究所

3.2.研发优势：批文数量优势明显

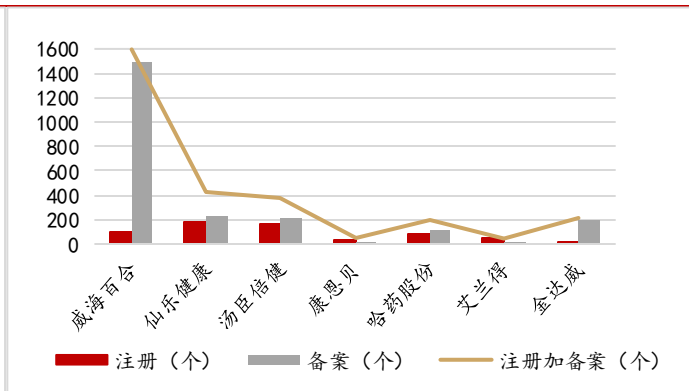
公司年研发新品超过 500 种以上，授权专利近百项。1) 22 年以来公司研发费用率稳步提升，24 年研发费用率提升至 4.47%，2018-2023 年公司连续六年实现保健食品备案制批文数量位居行业第一，据国家市场监督管理总局数据，截至 2025 年 10 月，百合股份、仙乐健康、汤臣倍健为国内保健品批文（注册+备案）数量前三，数量分别达 1596/421/385 个，百合股份批文数量具有明显优势。2) 公司注重研发合作及人才培养，与中国科学院青岛生物能源研究所、北京化工大学、中国海洋大学等多所高校的十余位专家及高级工程师合作，24 年研发人员占比 13.26%。3) 公司配备美国 Agilent、waters 德国塞卡姆等进口研发检验设备 70 余台套拥有电感耦合等离子体质谱仪（ICP-MS）、液相质谱仪（LC/MS）、液相色谱仪（HPLC）、气相色谱仪（GC）、气质联用仪、氨基酸分析仪、瑞士步琪凯氏定氮仪、水活度测定仪、原子吸收分光光度计、RGF-7800 原子荧光分光光度计等先进检测设备，及智能拉力机、顶空气体分析仪等包材检测设备。

图 28 公司历年研发投入及研究费用率



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 29 各公司保健品注册及备案数量



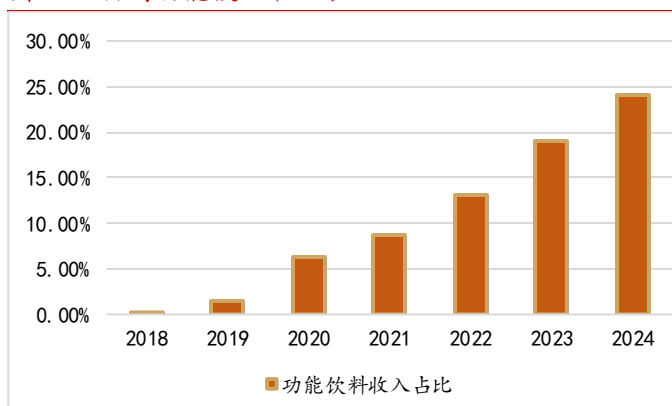
资料来源: 国家市场监督管理总局、华西证券研究所

3.3.成长驱动：功能饮料增量+渠道拓展+宠物布局

公司于 2018 年切入功能饮品领域，积极把握行业机遇，研发并生产了口服液、滴剂、瓶装及袋装饮品等一系列兼具安全、方便、有效特点的食品态营养保健食品。为巩固此布局，公司在 2022 年 IPO 募集中重点投入了“新型海洋功能成分饮料、口服液智能工厂项目”，以实现产能扩张。其具体扩产成果包括：50mL 玻璃瓶装饮品年产 7500 万瓶、30mL 袋装饮品年产 6000 万瓶、25mL 塑料瓶装饮品年产 3000 万瓶、10mL 口服液年产 3000 万瓶、滴剂年产 1500 万瓶，以及 10mL 条包饮品年产 3000 万瓶，该项目预计达产后实现收入 2.9 亿元，内部收益率 21.09%。该项目已于 23 年开始投产，24 年实现收入 1.7 亿元。项目投产后，公司在口服液、滴剂、瓶装及袋装饮品等产品的产能和生产效率得到显著提升，智能化水平迈上新台阶，从而为重要客户的稳定供货提供了充足保障。

百合与头部客户五个女博士合作，带动功能饮品收入占比快速上升。保健品行业线上电商渠道兴起，品牌端需求多样。五个女博士创立于 2019 年，根据魔镜数据，24 年五个女博士线上销售额合计达 16 亿元，同比增长 21%，品牌主要以小分子胶原蛋白肽为核心，率先在抖音进行渠道和营销布局，成功找到合适的推广运营方法，迅速发展在口服美容领域细分市场位居前列。旗下产品包括胶原蛋白肽维 C 饮品、胶原蛋白肽 EGCG 饮品等，多次登顶天猫、抖音、京东三大平台胶原蛋白肽销售榜。2021 年 12 月至 2023 年 12 月的销量达到 2 亿多瓶。主要由百合股份、纽斯葆广赛生物科技股份有限公司、天津创源生物技术有限公司等企业完成代工。其中百合代工生产胶原蛋白肽 EGCG 饮升级肽口服液、富铁软糖、胶原蛋白肽口服液小分子肽维 C 饮品等产品。

图 30 公司功能饮品收入占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 31 代工五个女博士产品



资料来源：公司官网、华西证券研究所

开始与商超合作，拓展新渠道。新零售以自有品牌切入保健品赛道，其中盒马旗下高端养生和健康品牌盒补补成立于 2020 年，初期以中式滋补商品为主，24 年开始布局大健康赛道，扩展更多保健食品。百合股份代工生产软糖、蛋白粉等，我们分析未来有望有更多会商超合作订单逐步落地。

图 32 盒补补 Acarer 产品软糖



资料来源：盒马 APP、华西证券研究所

图 33 盒补补 Acarer 产品百合康蛋白粉



资料来源：盒马 APP、华西证券研究所

24 年成立威海华宠生物科技有限责任公司，正式进军宠物营养品。公司以用人类食物标准打造高品质的宠物营养食品为经营理念，按照 GMP 生产质量规范标准，建立了 4000 余平方米净化车间，10 余条自动化生产线，并与业界多所科研院校合作。公司首期将开发营养毛发、综合营养、骨骼健康、肠道健康、排毛安神、心护健康等 6 大系列产品矩阵，依托现有保健食品研发平台和创新实力，实现宠物产品功效成分复配技术创新，构建产品方案定制、包装设计、生产质检等全链式服务平台。随着公司收购 ORA 落地，未来有机会在新西兰拓展宠物营养品业务。

同时公司募投项目“总部生产基地建设项目”建成达产后，将新增年产软胶囊/硬胶囊/片剂/粉剂产能各 15.2 亿粒/2 亿粒/10 亿片/650 吨，公司预计达产后实现收入 3.42 亿元，内部收益率 16.33%，预计 25 年底达到可使用状态。

3.4. 品牌矩阵完善，平价快销

保健品细分需求分化较大，百合多品牌不同定位满足市场需求。公司有百合康、鸿洋神、福仔、足力行、盈养元、能倍健 6 大主力品牌。公司自主品牌采取“平价快销”模式，25 年受药房渠道低迷拖累。公司自主品牌以线下经销为主，下游销售渠道一般为药店、商超等；其次为线下直营模式，与大参林、益丰大药房、老百姓大药房、重庆万和、贵州一树等全国大型连锁零售机构建立合作关系。公司对自主品牌客户通过实物形式进行返利，返利占自主品牌成本比例接近 20%。25 年药房渠道保健品品类销售额仍处下滑趋势，导致自主品牌收入下滑。

表 10 百合六大品牌矩阵

品牌	图片	品牌定位	产品	理念
百合康		全家型基础 营养保健食品 品牌	百合康牌蛋白粉、百合 牌氨基葡萄糖硫酸软骨 素钙胶囊、百合康牌辅 酶 Q10 软胶囊、百合康 牌蓝莓叶黄素β-胡萝卜 素软胶囊、	针对不同阶段、不同年龄层的消费者 群体，不断完善产品架构，满足多样 化健康需求。OTC 渠道品牌发展增速黑 马之一。目前已与全国百余家主流连 锁药店及代理商合作，销售网区域覆 盖面广，在连锁药店保持多年高回购 率，是深受消费者青睐的保健食品品 牌。
鸿洋神		平价快销营 养保健食品 品牌	鸿阳神牌 B 族维生素咀 嚼片（菠萝味）、鸿阳 神牌氨基葡萄糖软骨素 钙片、鸿洋神百合康牌 苦瓜西洋参铬软胶囊	鸿洋神品牌秉承着“平价销售，惠及 万家”的营销理念，以优势单品为核 心、特色品种作班底、复方新品为补 充，打造具备竞争优势的产品体系。 坚定不移走快销模式之路，在确保产 品品质前提下，对渠道持续让利、对 消费者实行平价销售，让更多消费者 买得起、吃得起保健食品，在行业内 树立平价优质的品牌美誉度。
盈养元		魅力女性营 养保健食品 品牌	盈养元鱼油软胶囊、盈 养元维生素 C 片（草莓 味）、盈养元维生素 E 软胶囊、盈养元钙维生 素 D 软胶囊。	健康新常态下，百合股份创新营养保 健食品品牌，秉承“优材、优质、优 品”的产品开发设计理念，为中国女 性提供更多创新营养保健食品，致力 成为中国连锁药店第一大流量品牌。
福仔		孕婴童优质 营养保健食 品品牌	福仔钙滴剂、福仔铁滴 剂、福仔锌滴剂、福仔 牌维生素 D 滴剂	福仔为百合股份旗下专注婴童营养品 牌，秉持“关爱成长 营养相伴”的健 康理念，以科学营养配比、精准设计 定位、专业研发生产，提供专业孕婴 童营养补充剂，旨在把优质营养带给 中国妈妈和孩子，致力打造中国孕婴 童营养补充剂领导品牌。
足立行		骨骼健康营 养保健食品 品牌	足立行鸿洋神氨基葡萄 糖硫酸软骨素钙片、足 立行鸿洋神牌钙维生 素 D 维生素 K 咀嚼片	以产品配方设计为主导，创新骨健康 精准营养，在产品研发、营养配比、 配方含量、产品口味等方面加大投入 与升级。

能倍健



活力男士营
养保健食品
品牌

能倍健百合康牌蛋白粉

百合股份男性健康新品牌，细致营
养，精心专研，以市场需求为导向，
以将男性健康营养保健食品做精、做
专、做强为目标，为中国男性健康营
养保健食品行业赋能。

膳宝特



药食同源专
业品牌

膳宝特鹿鞭肽肉苁蓉黑
参饮、肉苁蓉饮、黄芪
饮

以“循证为本、慢病为锚、亚洲为
基”为战略方针，开启对传统草本价
值的系统性重塑，价值锚点从“快速
迭代的流量产品”向“基于科学深度
的慢产品”战略转型，决心以十年为
周期构建亚洲人专属营养健康体系，
瞄准慢病管理。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 收购 Ora，新产能预计带来翻倍空间

新西兰保健品零食市场份额较为集中，市场份额前十中，Douglas Pharmaceuticals Ltd、Good Health Products Ltd 为新西兰本地企业。Ebos Group Ltd、Homart Group、Pharmacare Laboratories Pty Ltd 为澳洲企业，其中 Ebos Group Ltd 在新西兰证券交易所上市。整体来看，行业集中化明显，且近五年呈上升趋势。

表 11 新西兰 VDS 市场行业竞争格局（占比%）

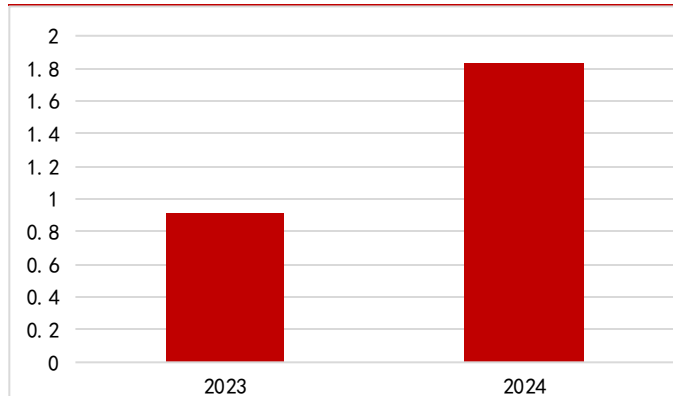
公司名称	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nestlé SA (雀巢)	-	0.1	9.4	9.8	10.2	10.4
上海医药	7.0	6.7	7.8	7.8	8.3	9.1
Douglas Pharmaceuticals Ltd	7.1	7.1	7.2	7.1	7.1	7.0
H&H Group	3.5	3.7	4.9	4.5	5.2	5.9
Good Health Products Ltd	6.5	6.5	6.6	6.5	6.1	5.7
Ebos Group Ltd	3.5	3.7	4.9	4.5	5.1	5.7
Bayer AG	4.7	4.6	5.5	5.2	5.2	5.3
Homart Group	-	-	-	-	4.6	4.5
Kirin Holdings Co Ltd	-	-	-	5.0	4.4	4.5
Pharmacare Laboratories Pty Ltd	4.2	4.1	4.3	4.4	4.3	4.5
CR 10	32.30	36.5	50.6	54.8	60.5	62.6

资料来源：欧睿，华西证券研究所

为完善公司海外生产基地布局，加速公司国际化进程，25/4/14 公司拟以 6700 万元于香港新设一家全资子公司用于收购 NZ Healthy Wealthy Limited 持有的 Ora 56% 股权，对应收购 PE 约为 20X。

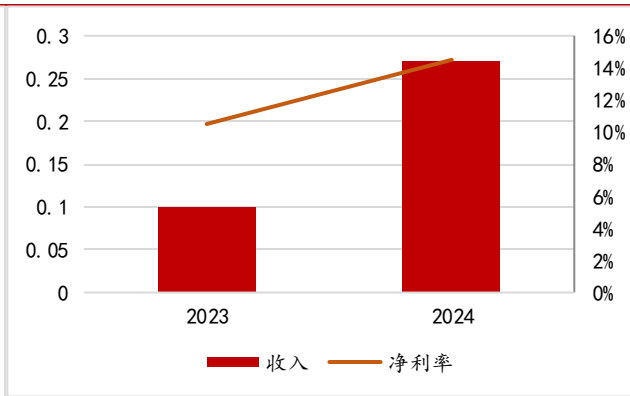
Ora 成立于 2016 年，现拥有营养保健品、配方奶粉两大厂区，共约 3.6 万 m²。目前已通过 RMP、HACCP、NZDMADE、BRC、NFS、ISO22000、GMP、TGA 等认证，产品可以直接出口至美国、澳大利亚、德国、韩国、俄罗斯、中国大陆等国家或地区。公司提供一站式产品 OEM 服务方案，可 OEM 生产滴剂、片剂、粉剂、口服液、调制乳粉、软硬胶囊、果胶软糖等营养品。各类型产品均为独立厂房制造，厂房按照万级 GMP 洁净标准制造。瓶装产能 80 万瓶/天，袋装产能 180 万袋/天，粉剂产能 190 万袋/天，软胶囊产能 200 万粒/天，片剂产能 500 万粒/天。Ora 5 年内为中国 350 个客户交付累计 1213 个品牌产品。24 年公司收入/净利达 1.83/0.27 亿元，同比增长 102%/177%，净利率提升 4pct 至 14.5%，我们分析百合股份加持后，有望通过流程管理、原料管理等继续降成本，带来净利率进一步提升。我们分析，ORA 未来空间主要来自：1) 扩产；2) 扩品类，从婴儿到成人。

图 34 Ora 收入（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 35 Ora 净利（亿元）及净利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2025-2027 公司收入分别为 9.29/12.38/14.27 亿元，同比增长 15.9%/33.3%/15.2%，归母净利润分别为 1.33/1.67/1.95 亿元，同比增长 -4.7%/25.9%/16.6%，我们基于分区域及分品类进行盈利预测：

分品类来看：1) 我们预计，2025-2027 软胶囊收入预计为 3.07/3.01/2.95 亿元，增速为 -4.0%/-2.0%/-2.0%，其中销量分别为 23.89/23.65/23.42 亿粒，单价分别为 1284.11/1271.27/1258.56 元/万粒。2) 预计 2025-2027 功能饮料收入分别为 2.48/2.95/3.45 亿元，增速为 28.7%/18.8%/16.8%，其中销量分别为 5699.44/6803.33/8027.93 千升，单价分别为 4.38/4.34/4.29 万元/千升。3) 预计 2025-2027 片剂收入分别为 0.86/0.89/0.91 亿元，增速为 -16.7%/4.0%/2.0%，其中销量分别为

9.92/10.42/10.73 亿片，单价分别为 867.03/858.36/849.78 元/万片。4) 预计 2025-2027 粉剂收入分别为 1.35/1.70/2.15 亿元，增速为 36.4%/26.3%/26.3%，其中销量分别为 1963.49/2454.37/3067.96 吨，单价分别为 6.87/6.94/7.01 万元/吨。5) 预计 2025-2027 硬胶囊收入分别为 0.41/0.35/0.33 亿元，增速为-31.4%/-15.9%/-6.0%，其中销量分别为 3.51/2.99/2.84 亿粒，单价分别为 1169.12/1157.43/1145.85 元/万粒 6) 预计 2025-2027 组合及其他分别为 0.32/0.39/0.47 亿元，增速为 50.0%/20.0%/20.0%。

按业务模式拆分：1) 合同生产：我们预计 2025-2027 收入分别为 7.67/8.67/9.75 亿元，增速为 14.0%/13.0%/12.50%。2) 自主品牌：我们预计 2025-2027 收入分别为 0.82/0.62/0.50 亿元，增速为-32.44%/-24.7%/-20.2%。

Ora：我们预计 2025-2027 收入分别为 2.38/3.09/4.02 亿元，增速为 30.0%/30.0%/30.0%。假设 Ora 收入 2025-2027 年净利率分别为 15.0%/16.0%/17.0%，我们预计净利润分别为 0.36/0.49/0.68 亿元，持股比例为 56%，预计归母净利分别为 0.07/0.28/0.38 亿元。

表 12 收入拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	8.01	9.29	12.38	14.27
YOY(%)	-8.0%	15.9%	33.3%	15.2%
分产品拆分				
一、软胶囊收入 (亿元)	3.19	3.07	3.01	2.95
yoy	-15.8%	-4.0%	-2.0%	-2.0%
销量 (亿粒)	24.38	23.89	23.65	23.42
yoy	-8.3%	-2.00%	-1.00%	-1.00%
单价 (元/万粒)	1310.32	1284.11	1271.27	1258.56
yoy	-8.2%	-2.00%	-1.00%	-1.00%
二、功能饮料收入 (亿元)	1.93	2.48	2.95	3.45
yoy	16.6%	28.7%	18.8%	16.8%
销量 (千升)	4361.11	5669.44	6803.33	8027.93
yoy	34.2%	30.00%	20.00%	18.00%
单价 (万元/千升)	4.43	4.38	4.34	4.29
yoy	-12.9%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
三、片剂收入 (亿元)	1.03	0.86	0.89	0.91
yoy	-26.4%	-16.7%	4.0%	2.0%
销量 (亿片)	11.67	9.92	10.42	10.73
yoy	-14.0%	-15.0%	5.0%	3.0%
单价 (元/万片)	884.73	867.03	858.36	849.78
yoy	-16.17%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
四、粉剂收入 (亿元)	0.99	1.35	1.70	2.15
yoy	-11.5%	36.4%	26.3%	26.3%

销量 (吨)	1454.44	1963.49	2454.37	3067.96
yoy	17.6%	35.0%	25.0%	25.0%
单价 (万元/吨)	6.81	6.87	6.94	7.01
yoy	-24.6%	1.0%	1.0%	1.0%
五、硬胶囊收入 (亿元)	0.60	0.41	0.35	0.33
yoy	8.5%	-31.4%	-15.9%	-6.0%
销量 (亿粒)	5.02	3.51	2.99	2.84
yoy	8.3%	-30.0%	-15.0%	-5.0%
单价 (元/万粒)	1192.98	1169.12	1157.43	1145.85
yoy	-1.3%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
六、组合及其他收入 (亿元)	0.22	0.32	0.39	0.47
yoy	75.2%	50.0%	20.0%	20.0%
分业务模式拆分				
一、合同生产收入 (亿元)	6.73	7.67	8.67	9.75
yoy	-7.1%	14.0%	13.0%	12.5%
二、自主品牌收入 (亿元)	1.22	0.82	0.62	0.50
yoy	-12.5%	-32.4%	-24.7%	-20.2%
Ora				
收入 (亿元)	1.83	2.38	3.09	4.02
yoy	101.8%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	14.5%	15.0%	16.0%	17.0%
净利 (亿元)	0.27	0.36	0.49	0.68
归母净利润	1.39	1.33	1.67	1.95
yoy	-17.6%	-4.7%	25.9%	16.6%
净利率	17.4%	14.3%	13.5%	13.6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2.投资建议

我们分析，1) 短期来看，Ora 并表带来增量空间，整合后有望抓住海外市场及跨境品牌心智；代工业务软糖与饮品持续高景气，大客户品类拓展及渠道多元化有望推动收入增长；2) 中期来看，公司募投项目逐渐投产放量，Ora 伴随公司加大投入及整合管理有望实现扩产及盈利能力改善；3) 长期来看，保健品代工环节集中度提升趋势明确，头部有望增份额，配合宠物营养新赛道，有望打开第二增长曲线。我们预计 25-27 年公司收入分别为 9.29/12.38/14.27 亿元，归母净利润分别为 1.33/1.67/1.95 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 2.07/2.61/3.05 元，25 年 11 月 7 日公司收盘价 43.51 元对应 PE 为 21/17/14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13 可比公司估值

公司名称	收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2025E
		EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	净利增速	PEG
仙乐健康	24.24	1.17	1.49	1.73	20.65	16.29	14.02	11.00	1.88
汤臣倍健	12.68	0.45	0.53	0.61	28.01	24.11	20.69	17.30	1.62
金达威	20.20	0.82	1.09	1.34	24.57	18.61	15.11	46.62	0.53
康恩贝	4.74	0.26	0.27	0.29	18.38	17.47	16.58	4.59	4.00
H&H	12.25	0.82	1.07	1.25	13.69	10.45	8.93	1080.63	0.01
平均值					21.06	17.39	15.07		

资料来源：wind，华西证券研究所，注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 11 月 3 日

6. 风险提示

项目建设进度不及预期风险：如果募投项目中产能投放不及预期，公司业绩增长将受到不利影响；

行业竞争加剧风险：行业竞争加剧，从而使得公司业务扩展受阻；

自有品牌市场拓展不及预期风险：公司自有品牌市场拓展不及预期，公司业绩增长将受到不利影响；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	801	929	1,238	1,427	净利润	139	133	167	195
YoY (%)	-8.0%	15.9%	33.3%	15.2%	折旧和摊销	41	29	29	29
营业成本	509	595	802	914	营运资金变动	-41	-56	-28	5
营业税金及附加	7	8	11	12	经营活动现金流	128	104	166	226
销售费用	79	91	120	138	资本开支	-95	0	1	1
管理费用	36	59	81	102	投资	0	0	0	0
财务费用	-15	0	0	0	投资活动现金流	-80	2	3	3
资产减值损失	36	41	55	64	股权募资	0	-30	0	0
投资收益	-3	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1	1	2	2	筹资活动现金流	-50	-77	0	0
营业外收支	160	153	193	225	现金净流量	-1	29	169	229
利润总额	1	0	1	1	主要财务指标				
所得税	161	153	193	225	成长能力				
净利润	22	21	26	30	营业收入增长率	-8.0%	15.9%	33.3%	15.2%
归属于母公司净利润	139	133	167	195	净利润增长率	-17.6%	-4.7%	26.1%	16.6%
YoY (%)	139	133	167	195	盈利能力				
每股收益	-17.6%	-4.7%	26.1%	16.6%	毛利率	36.5%	36.0%	35.2%	35.9%
资产负债表 (百万元)					净利率	17.4%	14.3%	13.5%	13.7%
货币资金	1,135	1,164	1,333	1,562	总资产收益率 ROA	7.7%	7.3%	8.2%	8.7%
预付款项	14	0	0	0	净资产收益率 ROE	8.7%	8.0%	9.1%	9.6%
存货	115	188	201	230	偿债能力				
其他流动资产	90	40	100	84	流动比率	7.01	9.54	8.56	8.96
流动资产合计	1,354	1,392	1,633	1,876	速动比率	6.31	8.21	7.48	7.84
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	5.88	7.98	6.98	7.46
固定资产	345	322	297	272	资产负债率	11.6%	8.9%	10.2%	10.0%
无形资产	49	49	49	49	经营效率				
非流动资产合计	462	433	404	374	总资产周转率	0.45	0.51	0.64	0.67
资产合计	1,816	1,825	2,037	2,250	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.18	2.07	2.61	3.05
应付账款及票据	106	138	183	201	每股净资产	25.09	25.97	28.58	31.63
其他流动负债	87	8	8	8	每股经营现金流	1.99	1.63	2.60	3.54
流动负债合计	193	146	191	209	每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	17	17	17	17	PE	19.79	20.80	16.50	14.16
非流动负债合计	17	17	17	17	PB	1.40	1.66	1.51	1.36
负债合计	210	163	208	226					
股本	64	63	63	63					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,606	1,662	1,829	2,024					
负债和股东权益合计	1,816	1,825	2,037	2,250					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。