

**百合股份 (603102)**

**2025 年年报及 2026 年一季报点评: 发展品牌, 布局跨境**

买入 (维持)

2026 年 04 月 17 日

证券分析师 苏轶

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	801.40	910.93	1,099.12	1,241.24	1,406.95
同比 (%)	(8.02)	13.67	20.66	12.93	13.35
归母净利润 (百万元)	139.31	128.43	129.76	138.38	150.80
同比 (%)	(17.60)	(7.81)	1.03	6.65	8.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.18	2.01	2.03	2.16	2.36
P/E (现价&最新摊薄)	18.90	20.50	20.29	19.03	17.46

**投资要点**

- 百合发布 2025 年报及 26Q1 季报, 2025 年收入/归母净利润 9.11/1.28 亿元, 同比分别+13.67%/-7.81%, 25Q4 收入/归母净利润 2.66/0.29 亿元, 同比分别+36.14%/+30.04%。26Q1 公司实现收入/归母净利润 2.52/0.29 亿元, 同比分别 21.71%/-17.91%。
- 2025 年母公司收入/净利润同比+3%/-14%, 与 Q1-3 趋势一致。Q1 ORA 开始并表, 单季度母公司实现收入/利润 2.03/0.25 亿元, 同比-2%/-30%, 收入或系部分客户订单变化、利润受管理费用增加及利息收入减少的综合影响。2025 年软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊收入占比分别 32%/30%/9%/14%/9%, 前五者 25Q4 收入同比分别为 -20%/+143%/-17%/+5%/+235%, 26Q1 收入同比分别为 -26%/+70%/-6%/+62%/+44%, 我们认为片剂及软胶囊下滑主要系传统剂型的主动调整、符合行业趋势; 功能饮品及硬胶囊高增或主要系并表 ORA 影响。26Q1 境内/境外收入分别同增 7%/142%, 合同生产/自主品牌收入分别+28%/-36%。
- 2025 年公司毛利率 35.35%, 同比-1.15pct; 25Q4 毛利率 35.91%, 同比+3.92pct; 26Q1 毛利率 37.75%, 同比+1.55pct。全年毛利率下行或主要系产品结构调整所致 (行业蓝帽子占比下降、功能食品占比提升, 公司订单亦是, 而后者毛利率相对更低); 25Q4-26Q1 毛利率上行或主要受海外子公司 ORA 并表影响, 该部分利润率更高, 提振整体盈利水平。
- 25Q4 销售/管理/研发费用率分别为 11.84%/5.94%/3.15%, 同比分别+0.98/+1.09/-3.57pct, 研发费用率优化明显, 销售净利率同比+1.58pct 至 13.19%。26Q1 销售/管理/研发费用率分别为 9.14%/6.70%/2.88%, 同比分别+0.24/+2.40/-0.38pct, 管理费用率走高或主要系收并购带来的差旅费用以及中介机构费用走高, 由于涉及双国运营, 管理人员来往密切, 前者或为后续常态, 销售净利率同比-4.31pct 至 12.70%。
- 展望后续, 内生及外延均有着力点: ①2025 年完成自有品牌战略升级, 膳宝特已成功进驻胖东来、步步高国内头部商超体系, 同时与家家悦达成战略合作。2026 年聚焦“百合康+福仔+膳宝特”品牌, 2026 年以期提升膳宝特商超覆盖率, 拓展精品超市、健康生活馆等终端。②跨境业务 (ORA): 利用新西兰在乳制品、蜂产品、海洋生物等领域的原料资源优势, 向国内引入 2-3 款具有国际原料优势的创新产品; 为国际品牌客户提供“新西兰原产+跨境合规+一站式通关”的全链路出海服务。
- 盈利预测与投资评级: 考虑到产品结构调整及跨国管理费用增加, 我们调整公司 2026-2027 年归母净利润预测至 1.30/1.38 亿元 (前值 2.04/2.32 亿元), 并新增 2028 年利润预测 1.51 亿元, 对应 PE 为 20/19/17 倍。考虑到自主品牌及跨境业务均有着力点, 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)	40.72
一年最低/最高价	37.33/54.48
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	2,606.08
总市值(百万元)	2,606.08

**基础数据**

每股净资产(元,LF)	26.29
资产负债率(%,LF)	12.54
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): 2025 年中报点评: 内生短期承压, 外延整合向好》  
2025-08-31
- 《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

百合股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>1,420</b>	<b>1,583</b>	<b>1,770</b>	<b>1,974</b>	<b>营业总收入</b>	<b>911</b>	<b>1,099</b>	<b>1,241</b>	<b>1,407</b>
货币资金及交易性金融资产	1,135	1,276	1,422	1,587	营业成本(含金融类)	589	720	825	940
经营性应收款项	128	135	159	180	税金及附加	7	9	10	11
存货	143	159	175	193	销售费用	90	115	129	146
合同资产	0	0	0	0	管理费用	49	77	84	96
其他流动资产	14	14	14	14	研发费用	36	47	52	59
<b>非流动资产</b>	<b>536</b>	<b>505</b>	<b>484</b>	<b>462</b>	财务费用	(10)	(22)	(25)	(28)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	15	17	19
固定资产及使用权资产	437	416	394	373	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	2	1	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	52	52	52	52	减值损失	(10)	(10)	(10)	(10)
商誉	35	35	35	35	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>151</b>	<b>160</b>	<b>174</b>	<b>193</b>
其他非流动资产	9	0	0	0	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,956</b>	<b>2,088</b>	<b>2,253</b>	<b>2,436</b>	<b>利润总额</b>	<b>152</b>	<b>161</b>	<b>175</b>	<b>194</b>
<b>流动负债</b>	<b>240</b>	<b>276</b>	<b>316</b>	<b>359</b>	减:所得税	18	20	22	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>134</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>170</b>
经营性应付款项	118	146	167	190	减:少数股东损益	6	11	14	19
合同负债	56	63	72	82	<b>归属母公司净利润</b>	<b>128</b>	<b>130</b>	<b>138</b>	<b>151</b>
其他流动负债	62	67	77	87	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.03	2.16	2.36
<b>非流动负债</b>	<b>29</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	EBIT	140	138	150	166
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	187	160	171	188
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.35	34.50	33.50	33.20
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	14.10	11.81	11.15	10.72
其他非流动负债	19	0	0	0	收入增长率(%)	13.67	20.66	12.93	13.35
<b>负债合计</b>	<b>269</b>	<b>286</b>	<b>327</b>	<b>370</b>	归母净利润增长率(%)	(7.81)	1.03	6.65	8.98
归属母公司股东权益	1,655	1,760	1,871	1,992					
少数股东权益	31	41	56	75					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,686</b>	<b>1,802</b>	<b>1,927</b>	<b>2,067</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,956</b>	<b>2,088</b>	<b>2,253</b>	<b>2,436</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	186	230	226	248	每股净资产(元)	25.87	27.51	29.24	31.13
投资活动现金流	(110)	(42)	(52)	(52)	最新发行在外股份(百万股)	64	64	64	64
筹资活动现金流	(74)	(47)	(28)	(30)	ROIC(%)	7.44	6.88	6.97	7.24
现金净增加额	(1)	141	146	165	ROE-摊薄(%)	7.76	7.37	7.40	7.57
折旧和摊销	48	22	22	22	资产负债率(%)	13.78	13.72	14.49	15.17
资本开支	(56)	(49)	(54)	(54)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.50	20.29	19.03	17.46
营运资本变动	7	6	(11)	(6)	P/B(现价)	1.59	1.50	1.41	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>