

# 百合股份 (603102.SH)

## 需求逐步回暖, 2023Q1 业绩超预期

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	662	725	859	1,002	1,151
增长率 yoy (%)	14.5	9.6	18.4	16.7	14.9
归母净利润 (百万元)	148	138	174	205	236
增长率 yoy (%)	16.5	-6.9	26.2	18.1	14.9
ROE (%)	20.7	9.7	11.2	11.9	12.2
EPS 最新摊薄 (元)	2.31	2.15	2.72	3.21	3.69
P/E (倍)	20.3	21.8	17.3	14.7	12.8
P/B (倍)	4.2	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价

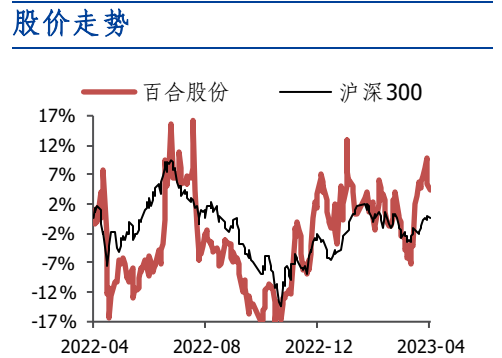
**事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 7.25 亿元、1.38 亿元; 2023 年 Q1 公司实现营业收入、归母净利润分别为 2.32 亿元、0.45 亿元。

**需求回暖, 基本面筑底回升, 2023 年一季度业绩超预期。** 根据公司 2022 年年报, 公司实现营业收入、归母净利润分别为 7.25 亿元、1.38 亿元, 同比增长 9.59%、下降 6.89%。其中, 合同生产、自主品牌的毛利率分别为 34.21%、43.40%, 同比减少 5.41pct、3.38pct, 主要系受原材料价格上涨以及新型海洋功能成分饮料、口服液智能工厂投入使用导致制造费用增加的共同影响, 导致公司各类产品毛利率同比出现下降。根据公司 2023 年一季报, 公司实现营业收入、归母净利润分别为 2.32 亿元、0.45 亿元, 同比增长 58.73%、43.99%。其中, 合同生产、自主品牌营业收入分别为 1.87 亿元、0.43 亿元, 同比增长 62.61%、43.33%。

**研发优势持续强化, 助力公司长期发展。** 根据公司 2022 年年报, 2022 年, 公司获批保健食品备案凭证 134 项, 授权发明专利 1 项, 公司被评为“山东省专精特新中小企业”、“山东省科技成果转化中试基地”以及“国家知识产权优势企业”, 在同行业中的研发竞争优势显著。截止报告期, 公司共获得发明专利 26 项, 保健食品批准证书 64 项, 保健食品备案凭证 791 项, 是行业内拥有保健食品配方最多的企业之一。

**后疫情时代下, 我国人民健康管理意愿不断增强、健康意识和素养不断提升, 保健食品行业发展潜力巨大。** 根据京东健康及第一财经的调查报告, 85.28% 的受访者表示, 相比疫情前, 他们增加了购买健康产品的频率, 更有 16% 的受访者明确表示其购买频率大幅增加; 多于半数的受访者每月至少购买一次健康产品, 更有超 14% 的受访者每月多次购买健康产品。根据罗兰贝格, 2021 年我国营养健康消费品市场规模达 2,370 亿元, 预计将以 7.69% 的复合增速增至 2025 年的 3,188 亿元。与全球主要国家和地区人均营养保健食品消费水平相比, 我国的营养保健食品市场还存在着较大的上升空间。根据 Nutrition Business Journal 和世界银行, 2019 年美国、澳大利亚与新西兰、日本及欧洲的人均膳食补充剂消费规模分别为 148.38 美元/人、98.92 美元/人、89.30 美元/人、56.86 美元/人, 而同期我国的人均膳食补充剂消费水平仅为 15.07

买入 (维持评级)	
<b>股票信息</b>	
行业	食品饮料
2023 年 4 月 11 日收盘价 (元)	44.15
总市值 (百万元)	2,825.56
流通市值 (百万元)	1,337.36
总股本 (百万股)	64.00
流通股本 (百万股)	30.29
近 3 月日均成交额 (百万元)	48.37



**作者**

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

分析师 蔡航  
执业证书编号: S1070522050002  
邮箱: caihang@cgws.com

**相关研究**

1.《合同生产+自主品牌双轮驱动—百合股份(603102)公司动态点评》2023-03-14

美元/人，低于全球平均水平。

**投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别 8.59 亿元、10.02 亿元和 11.51 亿元，实现归母净利润分别为 1.74 亿元、2.05 亿元、2.36 亿元，同比增长 26.2%、18.1%、14.9%，对应 EPS 分别为 2.72 元、3.21 元、3.69 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 17X、15X、13X。2023 年可比公司平均 PE 为 21X，考虑到公司作为国内领先的营养保健食品企业，研发、品控等方面竞争优势明显，给予“买入”评级。

**风险提示：**核心人才流失的风险，募投项目不及预期的风险，产品研发不及预期的风险，原材料价格波动的风险，股东减持股份风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	567	1307	1436	1594	1790
现金	414	1100	1264	1322	1557
应收票据及应收账款	32	41	31	58	43
其他应收款	1	6	0	6	0
预付账款	3	6	2	8	4
存货	112	147	131	192	179
其他流动资产	5	7	8	7	8
<b>非流动资产</b>	349	355	381	411	437
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	294	295	323	354	379
无形资产	22	27	27	28	30
其他非流动资产	32	32	30	29	28
<b>资产总计</b>	916	1662	1817	2005	2226
<b>流动负债</b>	178	217	237	254	277
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	100	99	105	132	139
其他流动负债	79	118	132	122	137
<b>非流动负债</b>	24	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	202	240	260	277	299
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	48	64	64	64	64
资本公积	68	655	655	655	655
留存收益	597	703	839	993	1173
归属母公司股东权益	714	1422	1558	1728	1927
<b>负债和股东权益</b>	916	1662	1817	2005	2226

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	169	153	244	144	323
净利润	148	138	174	205	236
折旧摊销	23	32	29	34	39
财务费用	-0	-15	-13	-13	-13
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-8	-8	55	-83	60
其他经营现金流	6	7	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-123	-42	-54	-63	-64
资本支出	125	52	55	63	65
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	10	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-16	568	-26	-23	-24
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	16	0	0	0
资本公积增加	0	586	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-35	-26	-23	-24
<b>现金净增加额</b>	29	685	164	58	234

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	662	725	859	1002	1151
营业成本	387	461	526	605	690
营业税金及附加	5	5	6	8	9
销售费用	56	57	77	93	109
管理费用	31	35	36	41	46
研发费用	24	23	26	31	36
财务费用	-0	-15	-13	-13	-13
资产和信用减值损失	-4	-6	6	6	6
其他收益	10	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	164	159	200	237	272
营业外收入	7	0	2	2	3
营业外支出	2	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	169	158	201	237	273
所得税	21	20	27	32	37
<b>净利润</b>	148	138	174	205	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	148	138	174	205	236
EBITDA	180	157	194	233	269
EPS (元/股)	2.31	2.15	2.72	3.21	3.69

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.5	9.6	18.4	16.7	14.9
营业利润 (%)	11.3	-3.1	25.6	18.5	15.1
归属母公司净利润 (%)	16.5	-6.9	26.2	18.1	14.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	41.6	36.4	38.8	39.6	40.0
净利率 (%)	22.4	19.0	20.3	20.5	20.5
ROE (%)	20.7	9.7	11.2	11.9	12.2
ROIC (%)	18.6	7.6	9.1	9.9	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	22.1	14.4	14.3	13.8	13.4
净负债比率 (%)	-54.9	-75.8	-79.8	-75.3	-79.7
流动比率	3.2	6.0	6.1	6.3	6.5
速动比率	2.5	5.3	5.5	5.5	5.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	27.1	23.9	26.8	25.9	25.9
应付账款周转率	5.1	4.7	5.2	5.1	5.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.31	2.15	2.72	3.21	3.69
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.64	2.39	3.82	2.25	5.04
每股净资产 (最新摊薄)	11.15	22.22	24.34	27.00	30.11
<b>估值比率</b>					
P/E	20.3	21.8	17.3	14.7	12.8
P/B	4.2	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.6	12.3	9.1	7.3	5.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价

### 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		

### 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