



# 2021年仙乐健康科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2021年仙乐健康科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
仙乐转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”或“公司”，股票代码:300791.SZ）是国内为数不多的营养健康食品合同生产商，具备规模化的营养健康食品生产及制造能力，跟踪期内公司通过收购 Best Formulations LLC(以下简称“BF”)实现中美欧生产基地布局，主要产品供应能力增强，营收规模及净利润均实现增长，公司下游客户群体优质，回款及时使得经营现金生成能力较强，且公司债务结构较为合理，偿债能力表现良好；同时中证鹏元也关注到公司软胶囊车间技术升级改造项目在2023年下半年陆续投产，加之子公司 BF 主要生产线于2023年二季度投产，公司部分产品产能处于爬坡期，新增产能受市场竞争可能面临产能消化风险，收购子公司存在商誉减值等风险因素。

## 评级日期

2024年6月26日

## 联系方式

项目负责人：郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚  
cheng@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	51.27	51.96	41.86	38.20
归母所有者权益	24.17	23.90	27.02	25.45
总债务	14.56	13.76	9.37	8.74
营业收入	9.52	35.82	25.07	23.69
净利润	0.54	2.40	2.12	2.32
经营活动现金流净额	-0.72	3.86	4.45	3.41
净债务/EBITDA	--	1.07	-1.42	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	9.95	12.34	9.91
总债务/总资本	36.10%	34.90%	25.75%	25.57%
FFO/净债务	--	66.48%	-50.78%	-74.71%
EBITDA 利润率	--	18.46%	16.75%	16.95%
总资产回报率	--	7.14%	6.76%	9.06%
速动比率	2.20	1.93	4.68	5.04
现金短期债务比	7.72	10.83	215.57	240.61
销售毛利率	30.62%	30.27%	31.18%	32.72%
资产负债率	49.72%	50.61%	35.46%	33.38%

注：1、2021-2022年末公司净债务为负数。2、2024年3月末公司现金短期债务比的计算未剔除受限货币资金。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **具备规模化的营养健康食品生产与制造能力，BF 并表使得公司产品供应能力增强，经营规模持续扩张。** 依托较强的研发实力及生产制造能力，公司成为业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业，并向功能食品和健康零食领域不断拓展。BF 并表后公司实现中美欧生产基地布局，产品供应能力增强，2023 年市场需求增长使得公司营业收入同比大幅增长 42.87%，净利润规模较上年增长 13.19%。
- **产品技术应用良好，客户群体优质。** 公司营养健康食品多样化丰富、品类齐全，可满足从儿童、青少年、成人到中老年人全生命周期的多样化健康需求；2023 年新取得多项保健食品注册批准证书及备案凭证，拥有超过 6,000 个成熟营养健康食品产品配方。公司客户涵盖国际性的和区域性的医药企业、连锁药店等各种不同类型和经营模式的头部企业，客户群体较为优质且分散。
- **债务结构合理，偿债能力表现良好。** 得益于下游客户及时回款和较强盈利水平，2023 年公司经营活动现金继续净流入；公司债务结构较为合理，以仙乐转债为主，EBITDA 利息保障倍数和现金短期债务比有所下滑但仍表现良好。

## 关注

- **新增产能存在市场消化风险。** 公司软胶囊车间技术升级改造项目在 2023 年下半年陆续投产，软胶囊生产规模化和产出效率得以提升，新增产能规模较大；仙乐转债募投项目完全达产后，软糖、功能饮品和粉剂产能增幅较大，目前市场竞争激烈，部分新推产品市场销售可能面临不确定性，未来若市场拓展不及预期，将面临产能消化风险。
- **可能面临商誉减值风险。** 公司 2023 年完成 BF 公司的收购，截止报告期末，公司商誉账面价值为 42,072.78 万元，占归母所有者权益的比重增至 17.60%。2023 年 BF 净利润亏损，未来若并购子公司经营业绩不及预期，则公司经营业绩受到拖累、商誉面临减值风险。

## 未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。中证鹏元认为公司在营养健康食品行业实现全球化布局，产品供应能力强，客户群体优质，业务具有较好持续性。

## 同行业可比公司（单位：亿元）

类型	金达威 (002626.SZ)	汤臣倍健 (300146.SZ)	百合股份 (603102.SH)	仙乐健康 (300791.SZ)
总资产	53.53	122.42	17.36	51.96
营业收入	31.03	94.07	8.71	35.82
净利润	2.76	17.79	1.69	2.40
销售毛利率	37.33%	68.89%	37.41%	30.27%
资产负债率	26.47%	18.91%	12.77%	50.61%
净营业周期（天）	139.03	78.41	35.64	58.41
销售期间费用率	25.45%	47.59%	15.48%	22.09%

注：以上数据均为 2023 年/2023 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx 2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx 2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
仙乐转债	10.25	10.25	2023-6-16	2027-4-19

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年4月发行6年期10.25亿元可转换公司债券（以下简称“仙乐转债”），募集资金拟用于马鞍山生产基地扩产项目、华东研发中心建设项目、数字信息化建设项目的建设和补充流动资金。公司于2023年3月终止“华东研发中心建设项目”，将原拟投入“华东研发中心建设项目”的募集资金10,531.66万元全部投向“软胶囊车间技术升级改造项目”。截至2023年12月31日，公司尚未使用的仙乐转债的募集资金余额为2.0亿元（其中包含募集资金产生的利息收入0.33亿元）。

2023年仙乐转债未转股。截至2023年末，仙乐转债累计转股6.15万元，累计转股1,075股。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变更。截至2024年3月末，广东光辉投资有限公司（以下简称“光辉投资”）、公司实际控制人林培青、陈琼夫妇分别持有公司42.83%、9.14%和7.42%的股份。光辉投资、陈琼、林培青所持股份均无质押情况。

**表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：万股、%）**

股东名称	持股数量	占总股本比例	持有有限售条件股份数量
广东光辉投资有限公司	7,776.00	42.83	0.00
林培青	1,658.88	9.14	1,244.16
陈琼	1,347.84	7.42	1,010.88
杨睿	587.34	3.23	440.50
高锋	544.00	3.00	0.00
姚壮民	466.56	2.57	349.92
玄元私募基金投资管理（广东）有限公司—玄元科新273号私募证券投资基金	360.99	1.99	0.00
林培娜	329.87	1.82	0.00
#珠海横琴长乐汇资本管理有限公司—专享1号私募证券投资基金	234.42	1.29	0.00
招商银行股份有限公司—兴业兴睿两年持有期混合型证券投资基金	169.00	0.93	0.00
<b>合计</b>	<b>13,474.89</b>	<b>74.22</b>	<b>3,045.46</b>

注：林培青和陈琼是夫妻关系，为公司实际控制人；姚壮民与林培春是夫妻关系，林培春与玄元私募基金投资管理（广东）有限公司—玄元科新 273 号私募证券投资基金系一致行动人关系；广东光辉投资有限公司为公司实际控制人控制的公司。

资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

2023年1月，公司以7.70亿元成本收购BestFormulations 71.41%的股权，形成商誉价值2.41亿元。BF主要从事营养健康食品生产与销售。公司以BF作为拓展美洲区业务的核心海外平台，双方通过战略资源共享、技术研发探讨、业务运营整合等一系列举措进行合作，扩大市场份额。

**表1 2023年BF主要财务数据（单位：亿元）**

名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
Best Formulations LLC	13.42	6.16	6.85	-1.43	-1.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表2 2023年公司合并范围的子公司变动情况**

**1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
Best Formulations LLC	71.41%	1.0亿美元	营养健康食品生产销售	收购
仙乐健康科技(广东)有限公司	100.00%	1,000.00万元	营养健康食品生产销售	新设
仙乐(上海)健康科技有限公司	100.00%	1,000.00万元	营养健康食品生产销售	新设

**2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并范围原因
广州仙乐易简健康产业投资合伙企业	99.99%	1.0亿元	投资	注销

资料来源：公司2023年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加

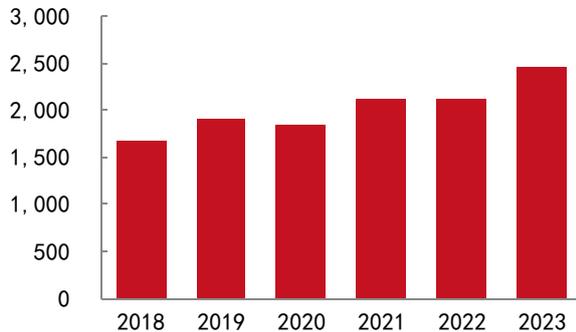
快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

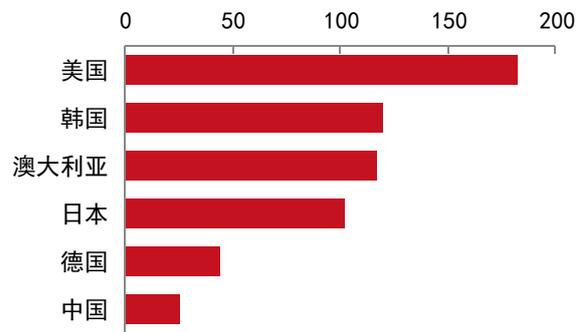
## （二）行业环境

### 全球营养健康食品市场规模持续增长，未来仍具备增长空间

营养健康食品主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品。随着人们生活水平的提高以及对自身健康状况的日益关注，营养保健食品需求日渐旺盛，全球主要市场规模逐年增长。根据欧睿数据，2023年全球营养健康食品零售超过1,870亿美元，过去三年年均复合增长率为6.5%，到2026年全球规模预计2,230亿美元。美国、中国及欧洲仍为全球营养健康食品主要市场。作为全球最大的营养健康食品成熟市场，美国市场2023年规模超过600亿美元，同比增长5.8%，欧睿预计未来增速放缓至4%，保持中低速增长。中国为全球第二大消费市场，2023年市场规模达370亿美元，全年同比增长超过10%，其中片剂、软胶囊及硬胶囊等传统保健食品剂型占比较高。相较于欧美主要发达国家营养健康食品人均支出水平，国内市场具备较大增长空间。营养健康食品行业已列入国家重点发展产业，政府对健康行业的扶持力度持续加大。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，强化质量监管，鼓励发展创新，加强科普宣传及消费者教育等系列改革措施，鼓励和规范营养健康食品行业发展。

**图 1 中国人均医疗消费保健支出（单位：元）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图2 2023年全球主要市场营养健康食品人均消费额（单位：美元）**


资料来源：欧瑞数据，中证鹏元整理

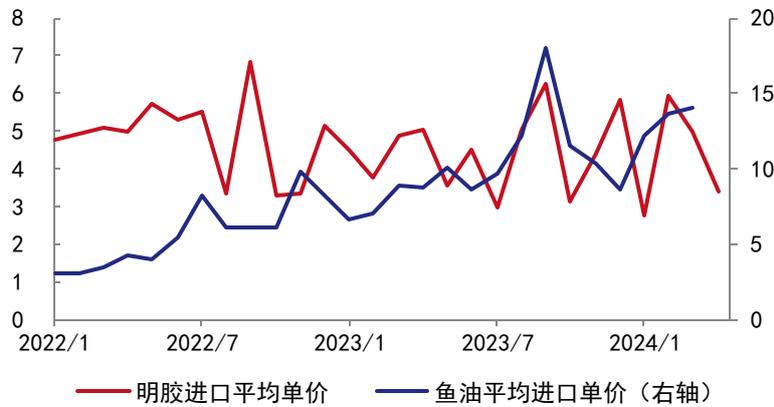
### 营养健康食品业市场集中度仍较低，竞争加剧加速行业出清，具备研发实力及资金优势的企业市场占有率有望提升

中美欧市场均存在大量长尾企业，市场分散度高。全球领域规模较大的保健品生产商主要包括 AYANDA、LIPA、Pharmavite 以及 GNC，国内规模较大的营养健康生产商包括汤臣倍健、仙乐健康、艾兰得、百合股份。随着行业相关政策法规出台，行业发展趋向规范化、科学化，预计部分规模小、设备老旧的企业将逐步退出市场；同时，头部消费品企业、药企等持续并购整合小品牌，大型品牌公司对代工企业的资质、研发、生产等各方面能力的要求更高，水平较低的代工企业可能逐步被市场淘汰。在剂型技术、功能品类等具备特定优势的 B 端企业将有机会通过行业整合、市场扩张等扩大市场份额。未来具备研发实力及规模优势的企业，通过全球布局包括资源整合、扩大投入、投资并购等方式提升自身规模和能力，将有利于提升在行业中的地位，获取更多市场份额。

### 2023年以来明胶价格涨幅缓和，鱼油均价波动增长，相关企业成本端继续面临压力

营养健康食品主要原材料以明胶、鱼油、维生素等为主，其中，明胶和鱼油的成本占比相对较高。明胶、鱼油的市场价格受国际大宗商品价格走势影响较大。中国是明胶进口大国，相关进口需求较大，受宏观环境及下游生产企业活动影响，明胶进口价格涨幅有所缓和，但仍呈现较大波动。挪威等北欧国家是鱼油的主要产出和出口国，受地缘政治冲突和全球通胀压力影响，生产成本及运输成本不断增加，包括鱼油在内的所有海产品价格出现大幅上涨，国内鱼油进口价格重心逐步抬升，2023年10月达到 18.01 美元/千克，创近年来新高，2024 年以来仍维持高位，营养健康食品制造企业成本端持续承压。

图 3 明胶进口均价涨幅放缓、鱼油进口均价波动上升（单位：美元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是全球领先的营养健康食品CDMO龙头企业，具备规模化的营养健康食品生产及制造能力；2023年初收购BF后公司完成中美欧生产基地布局，产品供应能力增强，驱动营收规模实现快速增长；跟踪期内，公司软胶囊和片剂产能利用率因产能爬坡下滑，新增产能市场消化需保持关注，同时对BF的整合管理效果有待观察

公司专注营养健康食品B端业务，是国内第一家规模化生产植物基软胶囊的营养健康食品研发和生产的企业，也是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。受下游需求增长及子公司BF并表，2023年公司营业收入同比增长42.87%，其中软胶囊收入较上年增长54.00%，仍为公司第一大收入来源，其他产品收入均实现不同程度增长。因合并子公司BF产品毛利率偏低，2023年公司销售毛利率较上年小幅下滑。2024年一季度公司营业收入为9.52亿元，同比增长35.51%，当期销售毛利率为30.62%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软胶囊	4.35	45.67%	26.82%	15.27	42.63%	26.01%	9.91	39.54%	28.12%
片剂	0.57	6.04%	45.36%	3.62	10.10%	47.66%	3.41	13.59%	43.09%
粉剂	0.74	7.75%	22.79%	2.93	8.17%	19.99%	1.92	7.65%	20.67%
软糖	2.43	25.57%	45.57%	7.40	20.65%	45.16%	5.93	23.63%	36.14%
饮品	0.68	7.18%	24.35%	4.22	11.78%	26.96%	3.38	13.50%	21.99%
硬胶囊	0.44	4.64%	24.42%	1.52	4.23%	20.64%	0.38	1.51%	47.93%
其他剂型	0.25	2.58%	-29.32%	0.73	2.05%	-44.72%	0.00	-	-
其他业务	0.05	0.57%	14.94%	0.14	0.39%	69.75%	0.14	0.57%	67.64%

合计 9.52 100.00% 30.62% 35.82 100.00% 30.27% 25.07 100.00% 31.18%

注：上表中合计数与各明细数相加之和在尾数上如有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

### 公司重视技术创新和产品研发，技术应用能力保持良好，产品储备充裕

公司在中国汕头、上海、马鞍山、德国法尔肯哈根和美国加利福尼亚州设有五大研发中心，专注于营养健康食品的技术和应用创新、聚焦创新剂型研究与孵化、创新原料研究与孵化、循证营养研究、标准研究与安全验证等关键技术领域的深度研究。2023年公司研发费用同比增长36.89%，新提交专利申请共31项，取得17项保健食品注册证书及41项保健食品备案凭证。2023年末公司拥有115项保健食品注册证书及237项保健食品备案凭证，具备较强的产品储备能力。截至2023年末，公司拥有“广东省营养保健食品国际化工程技术研究中心”、“广东省企业技术中心”、“安徽省企业技术中心”三个平台，设立了“广东省博士工作站”，荣获国家级“高新技术企业”和“绿色工厂”、安徽省“智能工厂”、“绿色工厂”及“专精特新冠军企业”等荣誉。

公司具备精准高效的研发成果落地转化能力，可满足从儿童、青少年、成人到中老年人全生命周期的多样化健康需求，也可满足婴儿、孕妇等特殊人群的健康需求。公司现有超过6,000个成熟营养健康食品配方，均在不同程度上转化为具体产品先后在国内外市场进行销售。

### BF并表后公司产能规模扩张，产品供应能力增强；受产能爬坡影响，需关注产能消化风险

公司具有全剂型生产能力及丰富的产品线，生产模式主要是自主生产。2023年1月子公司BF并表，公司软胶囊、片剂及粉剂的实际产能均有不同程度提升。2023年末公司拥有中国、德国及美国生产基地，基本实现全球化布局，行业规模优势进一步扩大。其中，中国生产基地分为汕头和马鞍山工厂，汕头工厂主要生产软胶囊、片剂等产品，马鞍山工厂主要生产软糖产品和功能饮品。德国工厂主要生产软胶囊产品。美国生产基地主要供应软胶囊及粉剂等产品。

表4 截至 2023 年末公司生产基地布局情况（单位：亿粒、亿片、万瓶/万袋、吨）

生产基地	产品类型	主要产品的实际产能情况					
		软胶囊	片剂	功能饮	粉剂	软糖	硬胶囊
中国	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等剂型	72.00	30.00	32,240.00	4,897.42	47.60	6.08
德国	软胶囊	18.89	-	-	-	-	-
美国	软胶囊、软糖、片剂、粉剂	25.19	6.56	-	691.20	0.30	15.55

注：产能按照当年实际投产的时间折算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产能利用方面，受益于产能释放及市场需求，2023年公司粉剂、软糖和功能饮品的产能利用率均有回升。随着公司软胶囊车间技术升级改造项目在2023年下半年陆续投产，软胶囊生产规模化和产出效率得以提升，加之子公司BF主要生产线于2023年二季度投产，公司新增产能规模较大，考虑到市场竞

争激烈及居民生活水平提升带来的市场需求变动，未来若市场拓展不及预期，将存在产能消化压力。

**表5 近年公司主要产品产能及产能利用率情况**

产品类别	项目	2023年	2022年
软胶囊（亿粒）	年产能	116.08	65.76
	产能利用率	58.17%	92.00%
片剂（亿片）	年产能	36.56	30.00
	产能利用率	50.63%	64.46%
粉剂（吨）	年产能	5,588.62	4,897.42
	产能利用率	37.45%	27.07%
软糖（亿粒）	年产能	47.90	47.60
	产能利用率	74.43%	60.10%
功能饮品（万瓶/ 万袋）	年产能	32,240.00	32,240.00
	产能利用率	62.62%	47.91%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**跟踪期内，公司客户群体较为优质，BF并表带动境外收入快速增长，需对贸易政策及汇率波动风险保持关注**

公司主要销售模式为合同生产。公司对不同的客户采取不同的销售账期政策，跟踪期内，公司对主要客户的信用政策无重大变化。公司深耕中国、美洲和欧洲等营养健康食品的主要市场，积累了稳定优质的客户资源；客户涵盖国际性的和区域性的医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品和化妆品企业等各种不同类型和经营模式的头部企业，群体较为优质且分散、粘度较高，2023年前五大客户销售占比为22.77%。

**表6 2023年公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

排名	客户名称	类型	销售金额	占营业收入比例
1	客户一	饮品、粉剂、片剂	23,345.49	6.52%
2	客户二	软胶囊	17,562.29	4.90%
3	客户三	饮品	14,279.82	3.99%
4	客户四	片剂	13,461.34	3.76%
5	客户五	软胶囊	12,902.14	3.60%
<b>合计</b>			<b>81,551.08</b>	<b>22.77%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受产能释放及市场需求提升，2023年公司境内收入较上年增长24.11%。收购BF后公司在美洲地区产品供应能力得到增强，境外收入快速增长，2023年占主营业务比重为48.33%。德国子公司Ayanda生产的产品主要销售欧洲市场。2022年第四季度以来，公司逐步完成欧洲区域销售团队升级及缩短交付周期，2023年欧洲区域销售收入同比增长33.78%。随着境外收入的增加，需要关注国际贸易政策、地缘政治环境及相关政策变动，以及汇率波动风险。

**表7 近年公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	18.51	51.67%	14.91	59.48%
境外	17.31	48.33%	10.15	40.52%
欧洲	5.29	14.77%	3.95	15.78%
美洲	10.44	29.15%	5.41	21.57%
其他地区	1.58	4.41%	0.79	3.17%
合计	35.82	100.00%	25.06	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

### 2023年公司原料成本占比有所回落，仍需关注原料价格波动风险

公司产品线完整，所需原料种类众多；其次，公司单一原料占生产成本的比重通常均在10%以下，其中鱼胶、鱼油类、维生素类等占比相对较高。受产品结构调整及原料协同采购，2023年公司原料成本占主营业务成本的比重为70.06%，较上年减少2.45个百分点，其中明胶及鱼油类成本占生产成本比重均有所下降。公司具备产能规模优势，拥有一定的成本转移能力，但受国际贸易及大宗商品价格波动影响，公司产品价格调整存在滞后的可能，继而影响当期利润，需对原料价格波动保持持续关注。

**表8 2022-2023 年公司部分原料占生产成本比重情况**

项目	2023 年	2022 年
鱼油类	7.59%	10.47%
明胶	4.46%	6.40%
维生素类	2.42%	2.36%
硫酸软骨素	1.16%	2.06%
鳕鱼肝油	0.20%	0.17%

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告和德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围子公司变动情况见表1。其中，广州仙乐易简健康产业投资合伙企业（有限合伙）自成立以来未开展实质性运营，注销该子公司对公司整体业务运营无重大影响。

### 资本实力及资产质量

### 受对外扩张及营收规模扩大，公司总资产规模实现快速增长，需关注商誉减值风险

2023年1月公司收购BF后，负债规模增速较快，期末所有者权益对负债的保障程度有所削弱。公司所有者权益中未分配利润占比较高，需关注所有者权益稳定性。

图 4 公司资本结构

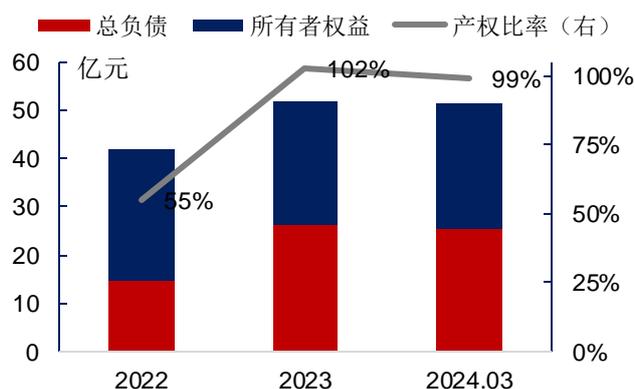
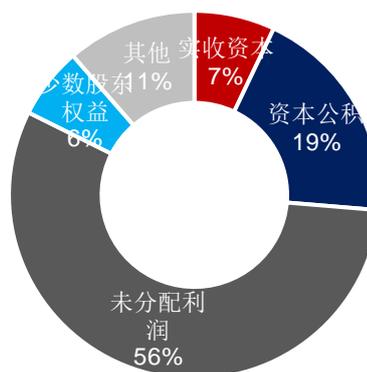


图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因支付收购BF股权交割款，公司账面货币资金大幅减少。交易性金融资产系公司使用闲置募集资金购买的短期银行理财产品。

应收账款主要为合同生产模式产生的业务款项，账龄主要集中在1年以内，欠款客户相对分散。2023年末坏账准备计提比例为3.33%，公司回款较为及时，整体回收风险可控。存货主要为原材料和库存商品，期末存货跌价准备规模较小。

2023年因BF并表，公司商誉及无形资产规模快速增长。跟踪期内公司进行了商誉减值测试，测试结果为不存在商誉减值。但我们注意到2023年BF经营亏损，若未来BF及德国Ayanda经营不及预期，公司存在一定的资产减值风险。

固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，随着企业合并、在建工程转固及机器设备购置，期末账面价值实现增长。2023年末账面价值为0.35亿元的马鞍山生产基地一期项目房屋建筑物和2.69亿元的马鞍山生产基地扩产项目房屋建筑物未办证。在建工程主要为德国工厂包装线等项目。

截至2023年末，公司受限的资产为货币资金、固定资产、无形资产及应收款项融资，账面价值合计为0.95亿元，受限资产规模较小。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.14	8.07%	5.34	10.29%	15.02	35.87%

交易性金融资产	1.90	3.71%	2.01	3.86%	0.79	1.89%
应收账款	6.24	12.17%	6.13	11.79%	4.60	10.98%
存货	5.00	9.76%	4.81	9.26%	2.33	5.56%
<b>流动资产合计</b>	<b>18.45</b>	<b>35.99%</b>	<b>19.33</b>	<b>37.20%</b>	<b>24.33</b>	<b>58.11%</b>
固定资产	14.47	28.21%	14.40	27.71%	12.35	29.51%
在建工程	1.90	3.71%	1.87	3.60%	0.69	1.66%
无形资产	5.30	10.34%	5.45	10.49%	1.78	4.26%
商誉	4.17	8.14%	4.21	8.10%	1.63	3.90%
<b>非流动资产合计</b>	<b>32.82</b>	<b>64.01%</b>	<b>32.63</b>	<b>62.80%</b>	<b>17.53</b>	<b>41.89%</b>
<b>资产总计</b>	<b>51.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>41.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

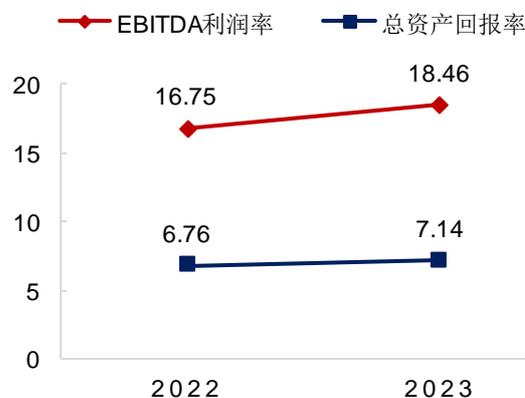
## 盈利能力

**跟踪期内，公司通过内生外延式扩张，营业收入和利润均实现增长，盈利能力指标有所改善**

公司通过内生外延式扩张，叠加下游需求增长支撑，2023年公司营业收入规模实现较快增长。因合并子公司BF产品毛利率偏低，2023年公司销售毛利率较上年小幅下滑，但仍维持较好水平，整体利润规模扩大，公司EBITDA利润率有所回升。公司通过对外并购扩大经营规模，利息支出增加较多，同期公司总资产规模涨幅有限，综合影响下，公司总资产回报率略有提升。受市场营销活动恢复和收购 BF 产生的期间费用上升，导致公司2023年期间费用率增至22.09%，对盈利水平有所削弱。

目前公司营养健康食品产能实现全球化布局，下游市场需求规模持续增长，且公司客户群体稳定优质，综合盈利水平预计维持稳定，但随着公司软胶囊车间技术升级改造项目在2023年下半年陆续投产，软胶囊生产规模化和产出效率得以提升，加之收购BF后软胶囊等产品新增产能较大，部分剂型处于产能爬坡阶段；同时2023年BF净利润亏损，对公司整体盈利形成拖累，受政治环境及政策变动影响，公司对BF的整合与协同经营效果应保持关注。

**图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

因对外扩张使得杠杆率快速抬升，公司债务仍以仙乐转债为主，偿债能力表现良好

公司总债务仍以仙乐转债为主，短期借款规模很小。租赁负债系应付融资租赁及经营租赁款，因收购 BF 公司租赁负债规模快速增长。应付账款主要系应付供应商的原材料采购款。其他非流动负债系公司满足特定条件时需购买 BF 剩余少数股权所需支付的对价的最佳估计金额的现值。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.19	0.74%	0.00	0.00%	0.00	0.01%
应付账款	3.29	12.89%	3.92	14.90%	2.59	17.47%
一年内到期的非流动负债	0.70	2.74%	0.64	2.44%	0.07	0.49%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.11</b>	<b>23.97%</b>	<b>7.51</b>	<b>28.56%</b>	<b>4.70</b>	<b>31.64%</b>
长期借款	1.03	4.03%	0.83	3.15%	0.00	0.00%
应付债券	9.82	38.54%	9.66	36.74%	9.08	61.20%
租赁负债	2.82	11.07%	2.56	9.74%	0.21	1.42%
其他非流动负债	4.77	18.72%	4.77	18.15%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.38</b>	<b>76.03%</b>	<b>18.78</b>	<b>71.44%</b>	<b>10.15</b>	<b>68.36%</b>
<b>负债合计</b>	<b>25.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.84</b>	<b>100.00%</b>
总债务	14.56	57.12%	13.76	52.31%	9.37	63.12%
其中：短期债务	0.89	3.48%	0.70	2.68%	0.07	0.50%
长期债务	13.67	53.64%	13.05	49.64%	9.29	62.62%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，因合并BF及业务规模扩大，公司杠杆水平有所抬升，但相对可控。受益于利润持续积累和回款及时，2022年公司经营活动现金流保持净流入，EBITDA及FFO规模增加，现金生成能力仍较强，EBITDA对利息的保障倍数表现良好。公司募集资金能够较好地保障扩产项目的资本支出，整体资金需求不大。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

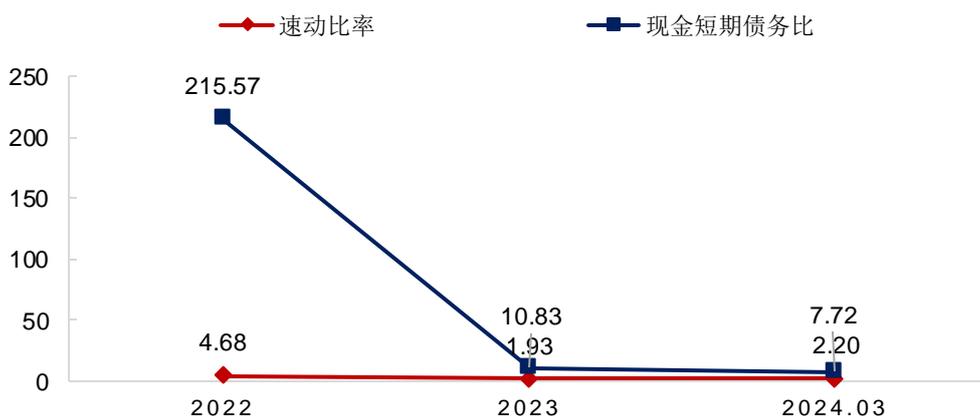
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.72	3.86	4.45
FFO（亿元）	--	4.70	3.03
资产负债率	49.72%	50.61%	35.46%
净债务/EBITDA	--	1.07	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	9.95	12.34
总债务/总资本	36.10%	34.90%	25.75%
FFO/净债务	--	66.48%	-50.78%
经营活动现金流净额/净债务	-9.08%	54.65%	-74.67%

自由现金流/净债务	-22.33%	-9.29%	-25.37%
-----------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，因对外支付股权交割款，公司账面货币资金大幅减少，但总债务以仙乐转债为主，现金短债比仍表现良好。作为上市公司，公司融资渠道相对丰富，生产设备和厂房等大部分未抵押，银行授信额度较充足，具有一定融资弹性。

**图 7 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

社会方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

2023 年公司副总经理、董事会秘书、财务负责人郑丽群因个人原因辞去财务负责人职务，仍继续担任公司副总经理、董事会秘书职务。公司新聘任夏凡为财务总监。根据公开信息查询和公司提供的相关情况说明，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至2024年5月31日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

作为国内为数不多的营养健康食品合同生产商，公司具备规模化的营养健康食品生产及制造能力，产品多样化丰富，收购BF后公司形成中美欧生产基地布局，主要产品供应能力增强，规模优势突出，同时全球营养健康食品市场需求规模持续增长，为业务拓展奠定良好基础，公司经营规模有望保持增长。公司下游客户以国际性的和区域性的医药企业等头部企业为主，客户群体较为优质。公司整体盈利能力较强，现金生成能力较好，融资需求较小，且债务结构合理，偿债能力表现良好。同时中证鹏元也关注到，受产能爬坡影响，新增产能若市场开拓不及预期，可能面临产能消化风险和商誉减值风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持仙乐转债信用等级为AA-。

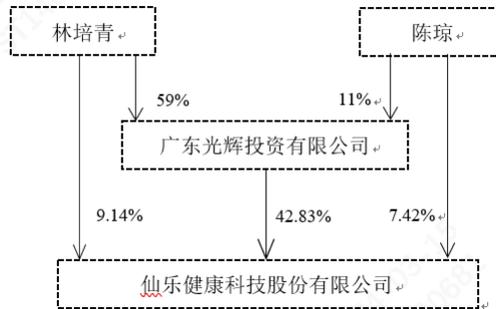
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.14	5.34	15.02	7.16
交易性金融资产	1.90	2.01	0.79	5.31
应收账款	6.24	6.13	4.60	3.42
存货	5.00	4.81	2.33	2.40
其他流动资产	0.24	0.27	0.12	0.40
流动资产合计	18.45	19.33	24.33	19.15
固定资产	14.47	14.40	12.35	7.86
在建工程	1.90	1.87	0.69	3.65
无形资产	5.30	5.45	1.78	1.61
商誉	4.17	4.21	1.63	1.59
长期待摊费用	1.91	1.69	0.21	0.06
非流动资产合计	32.82	32.63	17.53	19.06
资产总计	51.27	51.96	41.86	38.20
短期借款	0.19	0.00	0.00	0.00
应付账款	3.29	3.92	2.59	1.96
其他应付款	0.61	1.12	1.05	0.45
一年内到期的非流动负债	0.70	0.64	0.07	0.05
流动负债合计	6.11	7.51	4.70	3.32
长期借款	1.03	0.83	0.00	0.00
应付债券	9.82	9.66	9.08	8.52
租赁负债	2.82	2.56	0.21	0.17
其他非流动负债	4.77	4.77	0.00	0.00
非流动负债合计	19.38	18.78	10.15	9.43
负债合计	25.49	26.30	14.84	12.75
总债务合计	14.56	13.76	9.37	8.74
其中：短期债务	0.89	0.70	0.07	0.05
所有者权益	25.78	25.66	27.02	25.45
营业收入	9.52	35.82	25.07	23.69
营业利润	0.73	2.82	2.65	2.90
净利润	0.54	2.40	2.12	2.32
经营活动产生的现金流量净额	-0.72	3.86	4.45	3.41
投资活动产生的现金流量净额	-0.77	-11.58	2.84	-7.35
筹资活动产生的现金流量净额	0.28	-0.91	-0.78	9.06
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	--	6.61	4.20	4.02
FFO（亿元）	--	4.70	3.03	2.56

净债务（亿元）	7.96	7.07	-5.96	-3.43
销售毛利率	30.62%	30.27%	31.18%	32.72%
EBITDA 利润率	--	18.46%	16.75%	16.95%
总资产回报率	--	7.14%	6.76%	9.06%
资产负债率	49.72%	50.61%	35.46%	33.38%
净债务/EBITDA	--	1.07	-1.42	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	9.95	12.34	9.91
总债务/总资本	36.10%	34.90%	25.75%	25.57%
FFO/净债务	--	66.48%	-50.78%	-74.71%
经营活动现金流净额/净债务	-9.08%	54.65%	-74.67%	-99.53%
自由现金流/净债务	-22.33%	-9.29%	-25.37%	53.44%
速动比率	2.20	1.93	4.68	5.04
现金短期债务比	7.72	10.83	215.57	240.61

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2023 年末）

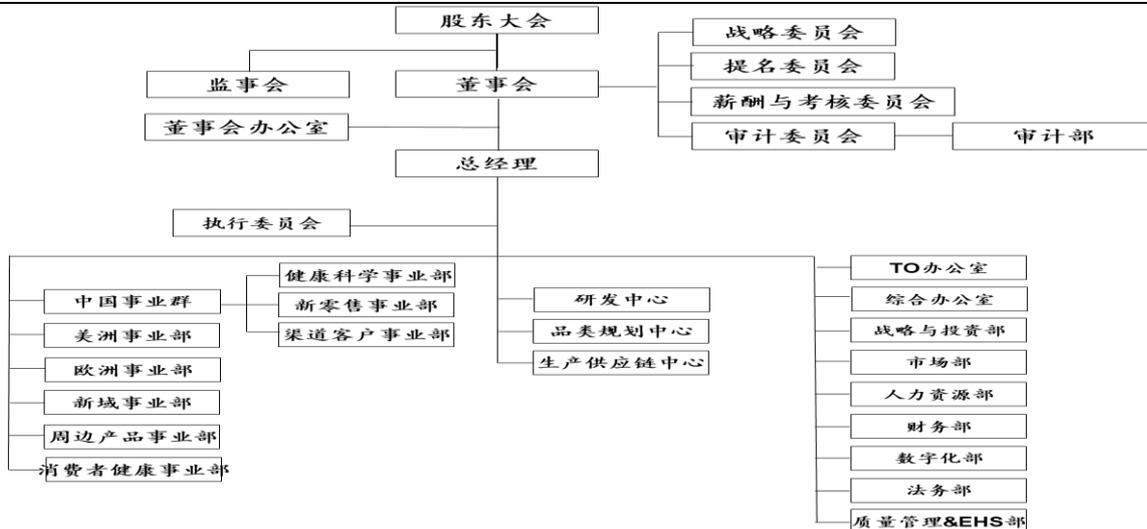


注：1、2023 年公司及公司控股股东广东光辉的原股东林奇雄先生去世，根据林奇雄先生和林培青先生签署的信托合同，林培青先生作为信托受托人继承林奇雄先生持有的公司股份 3,628,800 股以及广东光辉 7.778% 股权，上述股份和股权登记到林培青先生名下，林培青先生仅作为信托受托人对该等股份享有表决权，该等股份及其派生股份（若有）的全部经济利益由信托合同项下的受益人享有。

2、截至 2023 年 12 月 31 日，林培青先生本人和作为信托受托人合计持有 16,588,800 股公司股份（占公司股本比例为 9.14%）和 59% 广东光辉股权，其中，林培青先生本人直接持有公司股份 12,960,000 股，占公司股本比例为 7.14%，直接持有广东光辉 51.222% 股权并通过广东光辉间接持有公司股份 39,830,227 股，占公司股本比例为 21.94%；其作为信托受托人，直接持有公司股份 3,628,800 股，占公司股本比例为 2%，直接持有广东光辉 7.778% 股权并通过广东光辉间接持有公司股份 6,048,173 股，占公司股本比例为 3.35%。

资料来源：公司 2023 年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
Sirio Nutrition Co. Ltd	100.00%	营养健康食品销售
仙乐健康科技（安徽）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
仙乐生物科技（上海）有限公司	100.00%	营养健康食品销售
Sirio Holding Limited	100.00%	投资
Sirio International Limited	100.00%	投资
Sirio Europe Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Sirio Europe GmbH & Co.KG	100.00%	投资、营养保健食品销售
Ayanda Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Ayanda GmbH	100.00%	营养健康食品生产销售
维乐维健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
广东仟佰大健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
仙乐（上海）生命技术有限公司	100.00%	营养科技、保健科技、美容科技等的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让
广东合世生物科技有限公司	100.00%	原料加工
嘉美（广东）管理有限公司	100.00%	投资
仙乐健康科技（珠海）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
Sirio Americas Holdings, Inc	100.00%	投资
Sirio Healthcare Holdings LLC.	100.00%	投资
Best Formulations LLC	71.41%	营养健康食品生产销售
仙乐健康科技（广东）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
仙乐（上海）健康科技有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录五主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/〔（本年资产总额+上年资产总额）/2〕×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。