

仙乐健康(300791)

报告日期: 2023年05月05日

# 内生亮眼 BF 有望逐季加速, 长逻辑坚实 23 年高弹性

## ——仙乐健康 2022 年报 2023 一季报点评

### 事件

公司 22 年营收 25.1 亿元, 同增 5.8%, 归母净利润 2.1 亿元, 同减 8.4%, 扣除收购 Best Formulations 相关费用的净利润为 2.7 亿, 同增+16.5%。23Q1 年实现营收 7.0 亿, 同增+66.7%, 归母净利润 2940.0 万, 同增+100.8%。

### 投资要点

#### □ 22 年业绩稳健增长, 23Q1 业绩增速超预期翻番

22 年还原收购相关费用后业绩稳健增长, (1) 分地区看: 境内/境外业务分别实现销售收入 14.9/10.2 亿元, 同比增长 2.3%/11.5%。其中中国/欧洲/美洲/其他地区分别实现 14.9/4.0/5.4/0.8 亿元, 同比+2.3%/-9.2%/+35.9%/+2.8%。

(2) 分产品看: 软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/其他剂型/其他业务分别实现收入 9.9/3.4/1.9/5.9/3.4/0.4/0.1 亿元, 同比+9.8%/+6.4%/-41.7%/+25.6%/+35.5%/-33.1%/-62.7%。

23Q1 收入同增 67%, 其中: 我们预计内生收入同增 30%+, BF 收入贡献 (较仙乐 22Q1 同增算) 30%+。

#### □ 22 年内生盈利能力提升, 23Q1 内生净利率亮眼, 持续降本增效

22 年毛利率 31.2%(-1.5pct), 净利率 8.5%(-1.3pct), 还原回收收购 BF 相关费用后内生净利率 10.8% (+1pct)。22 年毛利率波动我们判断主要受到原材料大幅上涨影响, 公司对于大部分产品能实现成本传导但传导会有滞后。内生净利率亮眼主因公司持续降本增效。

22 年整体费用率和 21 年基本持平: 销售费用 5.2% (-1.1pct); 管理费用率 12.1% (+1.8pct); 研发费用率 3.2% (-0.3pct); 财务费用率 0.3% (-0.8pct), 主因可转债利息费用化金额增加与汇兑收益增加。

23Q1 毛利率 27.7%(-0.4pct), 净利率 2.7%(-0.8pct)。我们测算 23Q1 内生收入约 5.6 亿, 其中: 中国区同比强劲增长、欧洲区同比快速增长、美国区受渠道去库存影响同比下滑。我们预计 23Q1 内生净利率约 9%, 同比 22Q1+6pct。表观净利率同比下滑主因: (1) 23Q1 BF 亏损 (2) 销售费用率提升, 主因营销活动恢复、收购 BF 合并销售费用以及无形资产增值摊销费用所致 (我们测算 23Q1 约记 1000 万) 所致。

#### □ 盈利预测与估值

##### (1) 长逻辑: 带头提升全球产业链 B 端集中度, 优享老龄化趋势下赛道红利

作为中国营养健康食品 CDMO 龙头公司, 通过布局中美欧三大生产基地扣上全球供应链体系闭环后, 扩产提效服务全球品牌, 从而带头提升全球营养健康食品产业链 B 端集中度。在中美欧三地提份额的同时, 有望优享中国人口老龄化趋势带来的营养健康食品赛道红利。

##### (2) 23 年作为全球布局元年: 内生+外延双贡献, 业绩弹性可期

展望未来, 我们判断美国保健品渠道 23Q2 去库存结束, 我们预计 BF 业绩 23Q2 减亏、23Q3 转正、23Q4 快增, 逐季加速, 后续业绩弹性值得期待。预计公司 23-25 年收入分别为 38.8、48.3、60.2 亿元, 增速 55%、25%、25%; 归母净利润分别为 3.1、4.1、5.3 亿元, 增速 46%、33%、28%; 维持买入评级。

#### □ 风险提示

市场竞争加剧; 原材料成本波动。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 孙天一  
 执业证书号: S1230521070002  
 suntianyi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 35.19
总市值(百万元)	6,351.70
总股本(百万股)	180.50

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《单 Q3 略超预期, 23 年增速有望上台阶 ——仙乐健康三季报点评》 2022.10.26
- 2 《收入业绩逐季改善开启, 毛利率有望逐季改善 ——仙乐健康 2022 中报点评》 2022.08.29
- 3 《【浙商食品饮料】仙乐健康: 困境反转, 弹性可期》 2022.07.04

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2507	3877	4833	6021
(+/-) (%)	5.84%	54.65%	24.63%	24.59%
归母净利润	212	310	411	526
(+/-) (%)	-8.43%	46.12%	32.56%	27.92%
每股收益(元)	1.18	1.72	2.28	2.91
P/E	28.86	19.75	14.90	11.65

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2433	2290	2256	2722
现金	1502	1068	710	896
交易性金融资产	79	79	79	79
应收账款	460	617	841	1009
其它应收款	4	7	8	11
预付账款	16	31	32	42
存货	233	367	464	564
其他	139	121	121	121
<b>非流动资产</b>	1753	2439	2946	3325
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1235	1678	2098	2487
无形资产	178	178	178	178
在建工程	69	313	399	389
其他	271	271	271	271
<b>资产总计</b>	4186	4729	5202	6047
<b>流动负债</b>	470	702	765	1083
短期借款	0	0	0	0
应付款项	259	422	425	637
预收账款	0	0	0	0
其他	210	280	339	446
<b>非流动负债</b>	1015	1015	1015	1015
长期借款	0	0	0	0
其他	1015	1015	1015	1015
<b>负债合计</b>	1484	1717	1780	2098
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2702	3012	3423	3949
<b>负债和股东权益</b>	4186	4729	5202	6047

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	445	425	344	778
净利润	212	310	411	526
折旧摊销	136	149	180	210
财务费用	16	46	46	46
投资损失	(23)	(36)	(45)	(56)
营运资金变动	75	(58)	(262)	39
其它	29	13	13	13
<b>投资活动现金流</b>	284	(812)	(655)	(546)
资本支出	(294)	(849)	(700)	(602)
长期投资	0	0	0	0
其他	578	36	45	56
<b>筹资活动现金流</b>	(78)	(46)	(46)	(46)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(78)	(46)	(46)	(46)
<b>现金净增加额</b>	681	(434)	(358)	186

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2507	3877	4833	6021
营业成本	1726	2699	3326	4136
营业税金及附加	15	23	29	36
营业费用	130	252	314	391
管理费用	304	415	532	662
研发费用	81	125	156	194
财务费用	7	31	36	39
资产减值损失	(5)	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	23	36	45	56
其他经营收益	8	12	15	19
<b>营业利润</b>	265	381	501	637
营业外收支	(14)	(14)	(14)	(14)
<b>利润总额</b>	252	368	487	623
所得税	39	57	76	97
<b>净利润</b>	212	310	411	526
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	212	310	411	526
EBITDA	387	526	671	829
EPS (最新摊薄)	1.18	1.72	2.28	2.91

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.84%	54.65%	24.63%	24.59%
营业利润	-8.54%	43.77%	31.41%	27.17%
归属母公司净利润	-8.43%	46.12%	32.56%	27.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.18%	30.40%	31.17%	31.29%
净利率	8.47%	8.00%	8.51%	8.74%
ROE	7.86%	10.30%	12.01%	13.32%
ROIC	5.81%	8.04%	9.51%	10.70%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.46%	36.31%	34.21%	34.69%
净负债比率	54.94%	57.01%	51.99%	53.12%
流动比率	5.18	3.26	2.95	2.51
速动比率	4.39	2.52	2.14	1.84
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.87	0.97	1.07
应收账款周转率	6.26	7.58	7.16	6.95
应付账款周转率	7.59	7.92	7.85	7.78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.18	1.72	2.28	2.91
每股经营现金	2.46	2.35	1.90	4.31
每股净资产	14.97	16.69	18.96	21.88
<b>估值比率</b>				
P/E	28.86	19.75	14.90	11.65
P/B	2.27	2.03	1.79	1.55
EV/EBITDA	15.70	11.81	9.78	7.69

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>