



## 核心观点

### ❖ 增长稳健，专注于研发代工

公司是国内唯一一家以营养健康食品研发代工为主营业务的上市公司，在相关市场具有较大知名度。核心业务稳定增长，2020年Q1-3软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品收入分别占比45.49%、14.36%、15.46%、14.33%、8.81%，各产品毛利率提升明显。2020年前三季度，公司实现营业收入和净利润分别为14.53、1.86亿元，分别同比增长24.49%、55.90%。海外业务突出，2016年收购德国Ayanda后，欧洲营收增长明显，2020上半年中国大陆、欧洲营收分别占比56.76%、27.47%。

### ❖ 保健品行业市场空间大，发展前景可观

全球营养保健品行业稳健发展，2018年市场规模为3848亿美元，2010-2018年CAGR为9.33%。中国已经成为全球第二大保健品市场，市场占比为16%。中国保健品行业发展迅速，市场规模从2013年的993亿元增长至2019年的2227亿元，CAGR为14.41%。人口老龄化和人均医疗保健消费支出持续增长为我国保健品行业提供发展机会。我国人均保健品消费支出仍低于欧美，市场集中度较低，2019年CR3为13.8%，具备较大发展潜力，有利于代工企业的发展。

### ❖ 核心技术构建公司竞争力，长期看新剂型增长可期

公司以合同生产模式为主，为商业客户提供一站式服务，合作客户多为知名企业，具有较高粘度。研发投入逐年增长，公司拥有14项自主研发的核心技术以及超4000个配方，其产品具有高附加值，产品单价持续攀升。短期看行业逐渐规范，公司业绩修复确定性高；长期看软糖、粉剂等新剂型成为发展趋势，随着公司募投项目投产，新剂型产能释放为公司带来持续增量，业绩确定性较高。

### ❖ 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为21.08、25.39、30.34亿元；归属于母公司股东的净利润分别为2.51、3.30、4.44亿元；对应2020-2022年EPS分别为2.09、2.75、3.70元/股，对应PE分别为47.66、36.17、26.88倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动影响；行业竞争加剧。

## 盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1579.56	2108.14	2539.33	3034.34
+/-%	-0.99	33.46	20.45	19.49
净利润(百万)	142.53	250.58	330.22	444.32
+/-%	-29.87	75.81	31.78	34.55
EPS(元)	1.19	2.09	2.75	3.70
PE	83.80	47.66	36.17	26.88

资料来源：招股说明书，预测截止日期2021年02月04日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 公司深度  
所属行业 | 食品饮料  
报告时间 | 2021/02/04

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
ouyangyujian@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034  
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120  
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、增长稳健，专注于研发代工 .....	5
1.1 国内唯一以营养健康食品研发代工为主营业务的上市公司 .....	5
1.2 核心业务稳定增长，海外业务突出 .....	6
1.3 股权集中，股权激励计划激发员工积极性 .....	8
二、保健品行业市场空间大，发展前景可观 .....	9
2.1 全球营养保健品稳健发展，中国为全球第二大市场 .....	9
2.2 我国保健品行业市场空间广阔 .....	10
三、产品力构建公司核心竞争能力 .....	13
3.1 公司研发投入高，具有较强技术壁垒 .....	13
3.2 合同生产模式带来较强业绩确定性 .....	17
3.3 产销稳定，产能利用率高，产品单价持续攀升 .....	21
四、短期业绩确定性修复，长期看好公司新产品增长 .....	23
4.1 短期看行业逐渐规范，公司业绩修复确定性高 .....	23
4.2 长期看公司产能扩张，新产品符合行业趋势预计带来高增量 .....	26
五、投资建议 .....	30
风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1:	仙乐健康发展历程.....	5
图 2:	仙乐健康主要发展阶段一览.....	6
图 3:	软胶囊占比最高, 有所下降, 粉剂片剂占比上升.....	7
图 4:	片剂和软糖毛利率较高.....	7
图 5:	中国大陆收入占比最高, 欧洲提升明显.....	8
图 6:	华东、华南地区为国内最大市场.....	8
图 7:	仙乐健康股权结构清晰、集中.....	8
图 8:	全球营养保健品稳健发展.....	9
图 9:	中国为第二大保健品市场.....	9
图 10:	我国人均保健品消费支出仍较低.....	10
图 11:	2014-2019 人均保健品 CAGR 中国最高.....	10
图 12:	中国保健品行业发展迅速.....	11
图 13:	维生素和膳食补充类占比最大.....	11
图 14:	我国人口老龄化问题日趋严重.....	11
图 15:	老年人口保健品消费比例较高.....	11
图 16:	我国人均医疗保健品消费支出持续提升.....	12
图 17:	身心健康为国人最关心的事情.....	12
图 18:	行业无明显集中趋势.....	12
图 19:	中国保健品牌市场集中度较低.....	12
图 20:	我国保健品发展开始向需求驱动转变.....	13
图 21:	研发人员充足.....	13
图 22:	研发投入持续增加.....	13
图 23:	仙乐健康研发投入占比行业中处于领先.....	14
图 24:	公司在中、德均有研发中心.....	14
图 25:	公司配方资源行业领先.....	14
图 26:	公司核心技术收入占比超 90%.....	14
图 27:	仙乐健康主要提供产品解决方案.....	18
图 28:	新成立保健品公司持续增加(注册资本 1000 万以上).....	18
图 29:	合同生产占比超过 97%.....	19
图 30:	合同生产模式的分类情况.....	19
图 31:	仙乐健康主要业务模式.....	19
图 32:	仙乐健康期间费用率行业领先.....	21
图 33:	仙乐健康销售费用率较低.....	21
图 34:	各线产品平均销售价均呈上涨趋势.....	23
图 35:	2019 年行业营收增速下滑.....	25
图 36:	2019 年行业扣非归属于母公司净利润下滑.....	25
图 37:	预收款项持续增加.....	26
图 38:	存货变化情况.....	26
图 39:	美国非片剂剂型细分情况.....	27
图 40:	全球营养软糖销量增长迅速.....	27
图 41:	全球口服美容产品保持高增速.....	27
图 42:	中国口服美容补充剂增长迅速.....	27

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

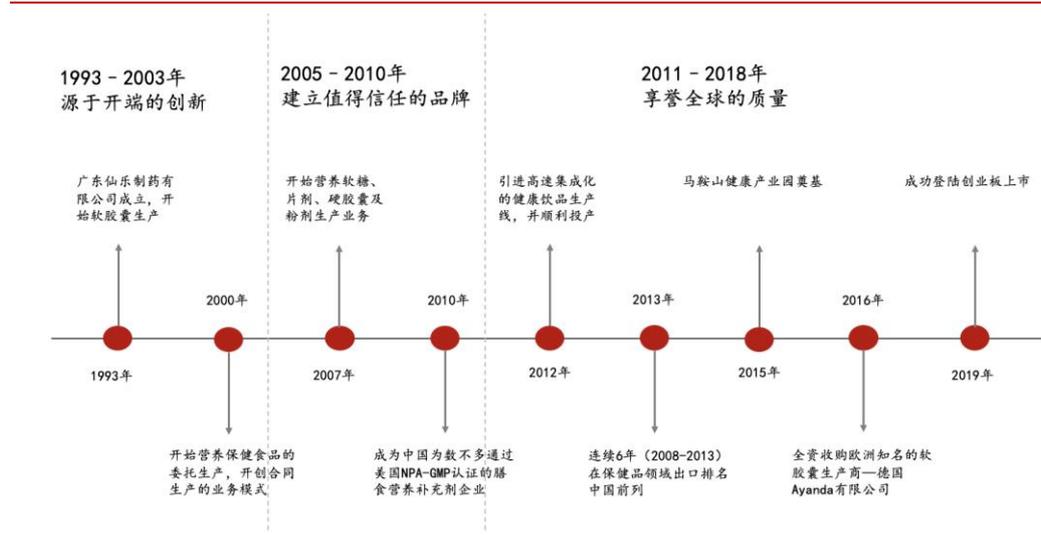
图 43:	软糖、功能饮品营收增长迅速.....	28
图 44:	软糖销量增长迅速 .....	28
图 45:	功能饮品销量增长迅速.....	28
图 46:	软糖、粉剂为单价最高产品.....	29
图 47:	软糖、粉剂单价整体增长.....	29
表格 1.	仙乐健康 2020 年限制性股票激励计划.....	9
表格 2.	仙乐健康掌握 14 项核心技术.....	14
表格 3.	截至 2019 年上半年公司在研项目.....	15
表格 4.	公司获得国内外共计 11 项认证.....	16
表格 5.	公司与广东药科大学研发成果.....	17
表格 6.	仙乐健康募资新建研发中心情况.....	17
表格 7.	公司前五大客户销售情况.....	20
表格 8.	仙乐健康产品产销情况.....	21
表格 9.	仙乐健康产品产能利用情况.....	22
表格 10.	百日行动以来国家发布的相关规定.....	24
表格 11.	仙乐健康募资新建产能情况.....	29
表格 12.	仙乐健康产能情况 .....	30
表格 13.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	30

## 一、增长稳健，专注于研发代工

### 1.1 国内唯一以营养健康食品研发代工为主营业务的上市公司

公司在营养健康食品领域具备较强竞争力和品牌力。仙乐健康成立于1993年，是国内唯一一家以营养健康食品研发代工为主营业务的上市公司，在相关市场具有较强影响力和知名度。公司专注营养健康食品代工业务，为客户提供从产品线规划、产品配方开发及升级、产品注册支持、产品生产与包装、产品交付及营销支持的一站式解决方案。公司在广东汕头、安徽马鞍山和德国法尔肯哈根均拥有研发中心和生产基地，在汕头、上海、广州、美国、德国均设有营销中心。

图 1：仙乐健康发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

经过近30年的发展，公司已经成为保健品行业的头部企业，2015-2018年公司出口额均保持行业第二名。复盘公司发展历史，可以发现公司营业收入、归属于母公司净利润具有明显波动性。经过梳理，我们将公司发展阶段分为以下几个阶段：

**平稳发展阶段（1993-2016年）：**公司自成立以来便实现稳定发展，建立了值得信任的品牌，2016年出售广东千林，自此便专注于代工业务。2012-2016年公司实现营业收入和扣非归属于母公司净利润CAGR分别为9.14%、16.59%。

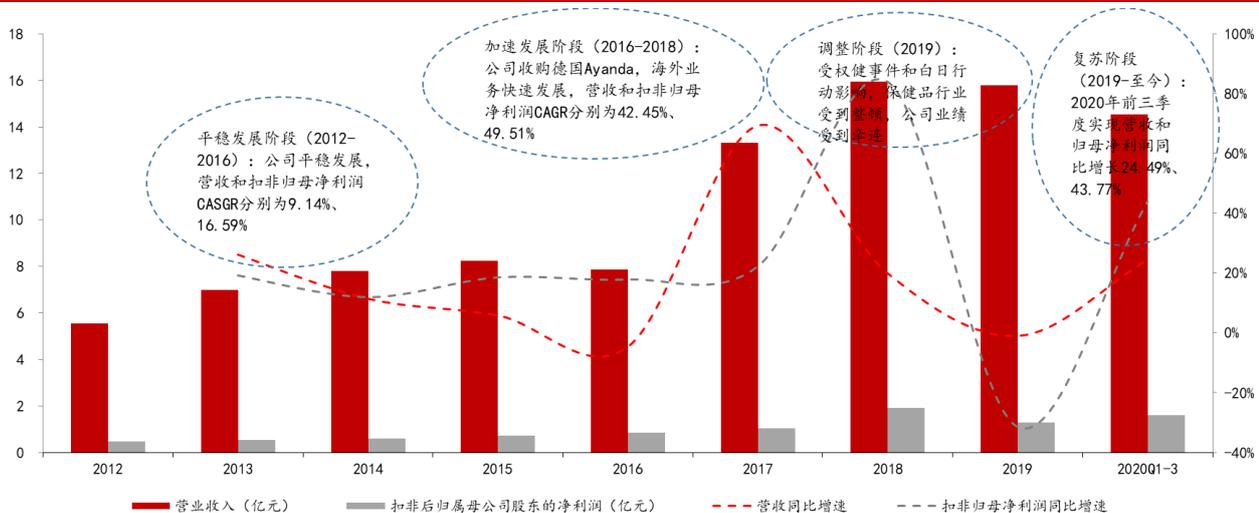
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**加速发展阶段（2016-2018年）：**公司将广东千林转让给辉瑞制药，并与其建立深度合作关系，双方相关协议保障了公司享有广东千林为期十年的指定产品独家供应权。2016年公司收购直接竞争对手德国 Ayanda 公司，实现了国际化发展战略，生产技术水平显著提升。2016-2018年国际业务加速发展，营业收入和扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 CAGR 分别为 42.45%、49.51%。

**调整阶段（2019年）：**由于发生“权健事件”，2019年2月由13部门联合在全国范围内集中开展为期100天的整治保健品市场乱象的“百日行动”，整个营养健康食品行业均受到波及，公司营业收入和扣非归属于母公司净利润分别同比下降0.99%、31.51%。

**复苏阶段（2019-至今）：**虽然受到新冠疫情爆发影响，公司积极开拓业务，稳抓生产，业绩实现较大提升。2020年前三季度，公司实现营业收入和扣非归属于母公司净利润分别为14.53、1.86亿元，分别同比增长24.49%、55.90%。

图 2：仙乐健康主要发展阶段一览



资料来源：招股说明书、公司公告，川财证券研究所

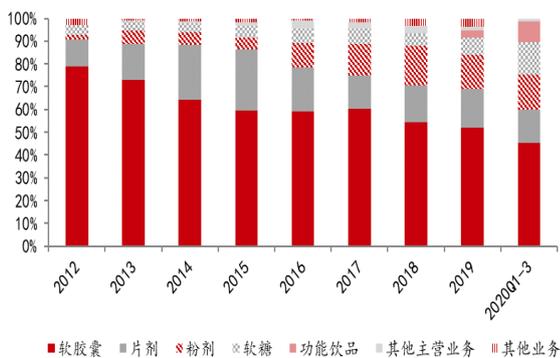
## 1.2 核心业务稳定增长，海外业务突出

软胶囊为核心产品，2020 前三季度各产品毛利率提升明显。软胶囊为公司最为核心产品，2020 年 Q1-3 软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品收入分别占比 45.49%、14.36%、15.46%、14.33%、8.81%。其中软胶囊和片剂整体

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

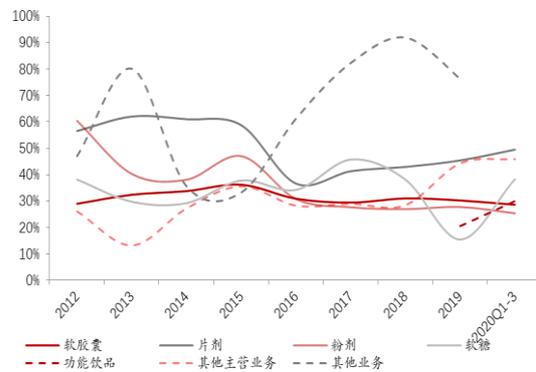
营收占比有所下滑，粉剂、软糖、功能饮品收入占比提升，功能饮料由于马鞍山新建生产线投产，产量增加导致营收增长。近年来，营养健康食品正在悄然经历从传统的硬胶囊、软胶囊等药品形态向营养软糖、饮品、咀嚼片等食品形态转变，叠加马鞍山生产基地一期软糖项目达产，软糖营收和毛利率实现同比增长。2020年Q1-3软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品毛利率分别为28.55%、49.48%、25.36%、38.35%、30.11%。

图 3：软胶囊占比最高，有所下降，粉剂片剂占比上升



资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

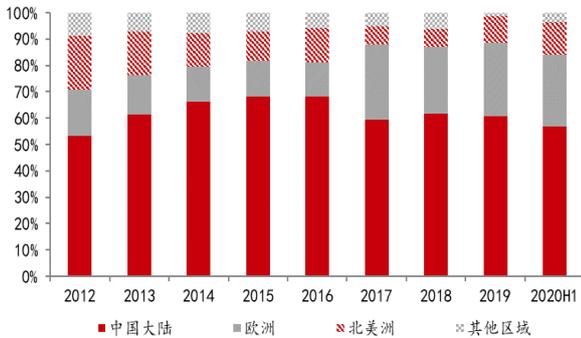
图 4：片剂和软糖毛利率较高



资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

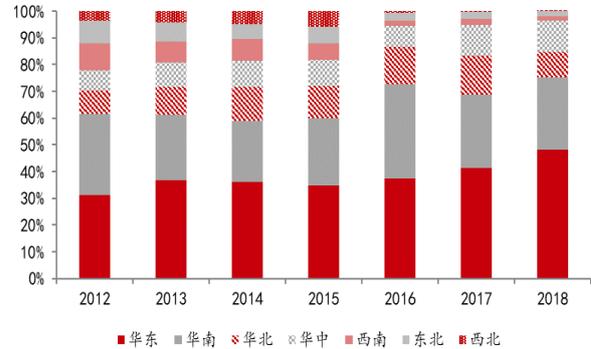
公司实现了海内外布局，海外业务提升明显。公司中国大陆营收占比 2016 年以前持续提升，2016 年收购德国 Ayanda 后，欧洲营收增长明显。2020 上半年公司在中国大陆实现营收为 5.20 亿元，占比 56.76%，欧洲、北美洲、其他区域实现营收分别为 2.52、1.13、0.32 亿元，占比分别为 27.47%、12.29%、3.48%。从国内市场看华东和华南地区为国内最大市场，2018 年华东、华南、华北、华中、西南、东北、西北分别实现营收 4.74、2.67、0.92、1.18、0.16、0.17、0.01 亿元，占国内营收比例分别为 48.07%、27.10%、9.35%、11.99%、1.64%、1.75%、0.09%，其中华东和华中增长较为显著。

图 5：中国大陆收入占比最高，欧洲提升明显



资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

图 6：华东、华南地区为国内最大市场



资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

### 1.3 股权集中，股权激励计划激发员工积极性

公司股权集中，股权激励计划激发员工积极性。仙乐健康实际控制人为林培青和陈琼夫妇，分别直接持有公司 7.2%、7.49% 的股份。另外林培青和陈琼控股的广东光辉投资有限公司持有仙乐健康 43.2% 的股权，林培青和陈琼夫妇通过直接和间接合计持有公司 41.57% 的股份，林培青先生为公司实际控制人。为了有效调动公司及下属子公司的中高层管理层人员的积极性，吸引和留住人才，提升核心竞争力，公司设立了股权激励计划，共计授予 85.81 万股普通股以激发员工的积极性。

图 7：仙乐健康股权结构清晰、集中



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 仙乐健康 2020 年限制性股票激励计划

项目	主要内容
激励人数	公司董事、高级管理人员、公司管理人员及核心技术（业务）人员共计 49 人
授予股票的数量	共计 85.81 万股，占公司股本总额的 0.72%。其中首次授予 68.65 万股，预留 17.16 万股，预留部分占本激励计划草案拟授予限制性股票总数的 20%。
激励对象及分配情况	董事、副总经理杨睿授予 6.43 万股，占计划的 7.49%；董事会秘书、财务总监授予 4.82 万股，占计划的 5.62%；其余管理人员、核心技术（业务）人员授予 57.4 万股，占计划的 66.89%。
授予价格	30.20 元/股
业绩考核要求	首次授予：以 2019 年营业收入为基数，2020、2021、2022 年营业收入增长率分别不低于 20%、45%、70% 预留部分：以 2019 年营业收入为基数，2021、2022 年营业收入增长率分别不低于 45%、70%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 二、保健品行业市场空间大，发展前景可观

### 2.1 全球营养保健品稳健发展，中国为全球第二大市场

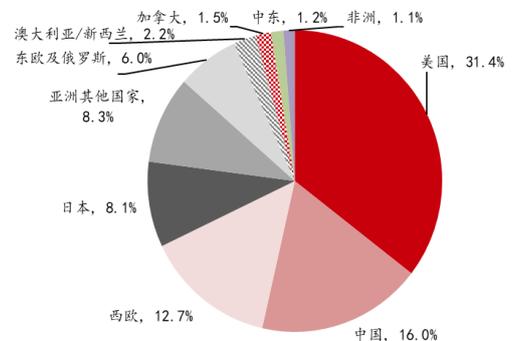
全球保健品行业发展较为平稳，中国为第二大市场。保健品行业经过多年发展，现在已经逐步成熟，全球行业规模呈现缓慢增长态势，部分地区仍具较大发展潜力。2018 年全球营养保健品行业市场规模为 3848 亿美元，同比增长 7.25%，2010-2018 年 CAGR 为 9.33%。中国已经成为全球第二大保健品市场，市场份额不断提升，市场占比为 16%，美国为全球最大保健品市场，西欧和日本分列第三和第四，占比分别为 31.4%、12.7%、8.1%。

图 8：全球营养保健品稳健发展



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 9：中国为第二大保健品市场

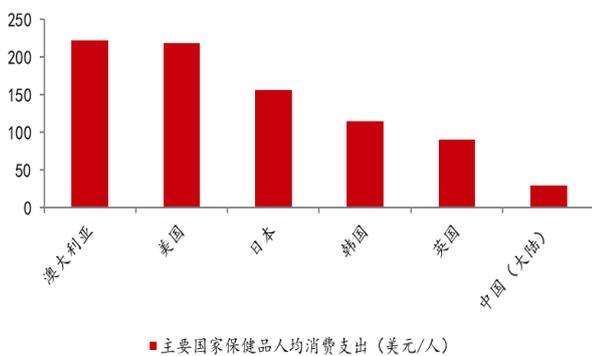


资料来源：营养商务杂志，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

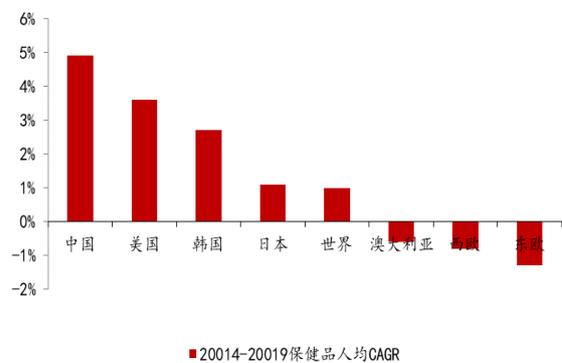
我国保健品消费支出较低，人均增长较快，具备较强发展潜力。我国由于保健品行业发展较晚，总体上离世界主要国家还有有一定差距。从人均来看，我国人均保健品消费支出每年为 30 美元/人，仍处于较低位置，远低于排名第一和第二的澳大利亚和美国的 222、219 美元/人。由于我国保健品消费支出较低，具有较大的发展空间和潜力。从增速来看，20014-2019 年人均保健品 CAGR 中国最高，保持在 4.9%左右，人均消费支出较高的澳大利亚增速为负。

图 10：我国人均保健品消费支出仍较低



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 11：2014-2019 人均保健品 CAGR 中国最高



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

## 2.2 我国保健品行业市场空间广阔

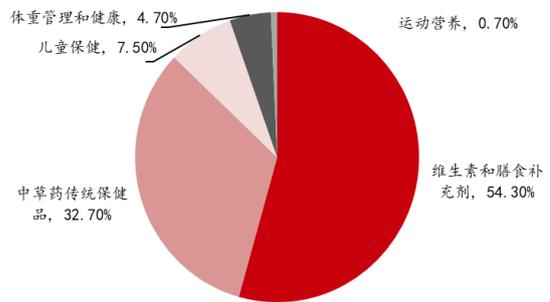
我国保健品行业发展规模较快，市场空间广阔。中国保健品行业市场规模从 2013 年的 993 亿元增长至 2019 年的 2227 亿元，CAGR 为 14.41%，保持较高增速。从类别来看，根据 Euromonitor 数据，国内维生素和膳食补充类保健品占比最高，市场规模约为 54.3%，其次是中草药传统类保健品，占比 32.7%，儿童保健品、体重管理类保健品和运动营养占比分别为 7.5%、4.7%、0.7%。

图 12： 中国保健品行业发展迅速



资料来源：营养商务杂志，川财证券研究所

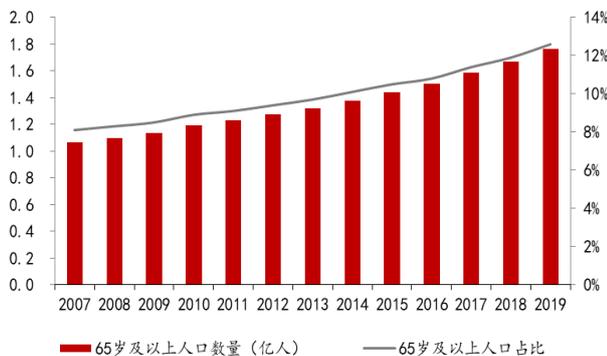
图 13： 维生素和膳食补充剂占比最大



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

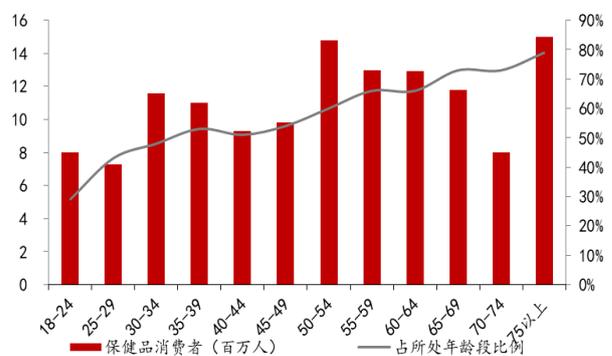
人口结构的改变为保健品行业提供巨大机会。我国人口结构逐渐转变，老龄化问题日趋严重。根据国家统计局数据，我国65岁及以上人口数量逐渐增多，2019年为1.76亿人，占我国总人口比例为12.6%，创下历史新高。在保健品消费的人口结构来看，老年人的保健品消费比例是最高的，75岁以上保健品的消费者占所处年龄段比例为79%，65岁以上消费者占所处年龄段比例均超过70%。老龄化结构的发展为保健品行业提供良好的发展契机。

图 14： 我国人口老龄化问题日趋严重



资料来源：国家统计局，wind，川财证券研究所

图 15： 老年人口保健品消费比例较高



资料来源：NBL，川财证券研究所

我国人均医疗保健品消费支出不断增长，身心健康成为国人最为关心的事情。我国人均医疗保健品消费支出从2014年的1045元/人提升至2019年的1902元/人，CAGR为12.72%。随着收入的增加，人民生活水平的提升，我国居民越来越关注健康问题。根据2019年国民洞察报告，各年龄段的人均把身体健康排在第一位，心理健康也高居第三位置，随着身心健康越来越受到国人重视，保健品行业潜在的消费者越来越多，具备较大发展潜力。

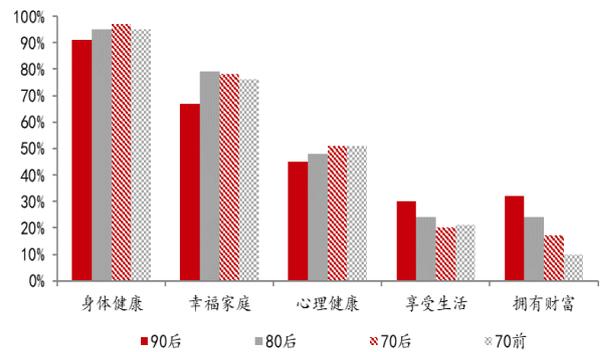
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16：我国人均医疗保健品消费支出持续提升



资料来源：国家统计局，wind，川财证券研究所

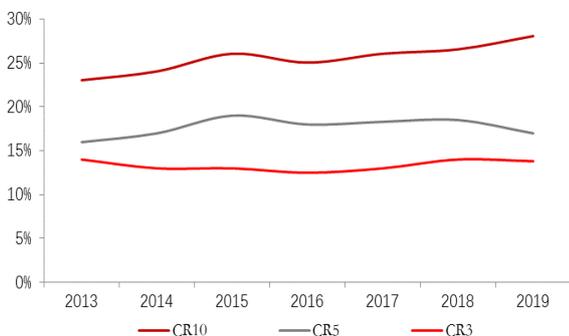
图 17：身心健康为国人最关心的事情



资料来源：2019 国民健康洞察报告，川财证券研究所

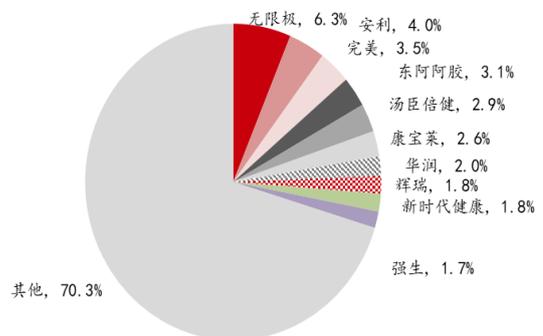
我国保健品市场集中度较低，行业发展向需求驱动转变。我国保健品市场集中程度较低，暂无明显集中趋势，多品牌现状有利于代工企业的发展。2019年CR3为13.8%，无限极、安利、完美排名前三，占比分别为6.3%、3.0%、3.5%，国内保健品行业头部企业汤臣倍健市占率为2.9%。国内保健品行业逐渐开始从供给侧转变为需求侧驱动，随着国外保健品进入，我国保健品市场开始迅速成长，保健品消费额逐渐向日常消费发展。随着人口结构和经济基础的发展，对保健品不断提出新的需求，相关公司也积极研发新产品满足市场的需求。我国保健品行业发展已经开始向需求驱动进行转变，精细化、多样化发展的趋势将不断加强，针对不同消费群体诉求，产品渗透率不断提高。

图 18：行业无明显集中趋势



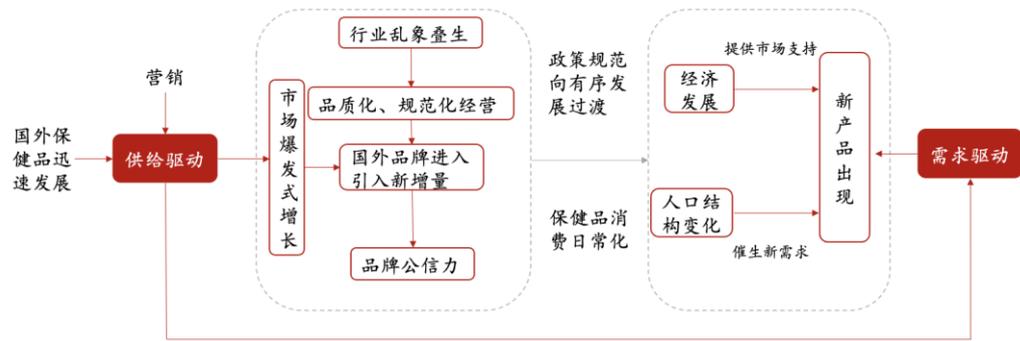
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 19：中国保健品牌市场集中度较低



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 20：我国保健品发展开始向需求驱动转变



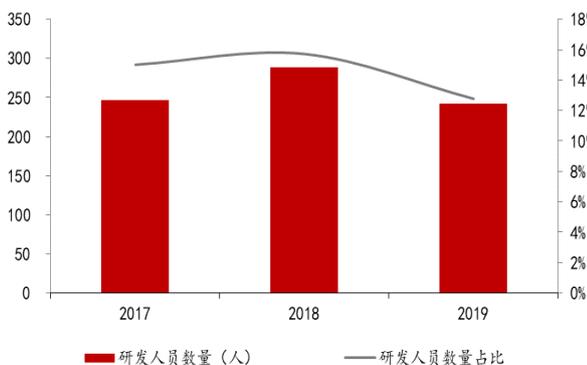
资料来源：wind，川财证券研究所

### 三、产品力构建公司核心竞争能力

#### 3.1 公司研发投入高，具有较强技术壁垒

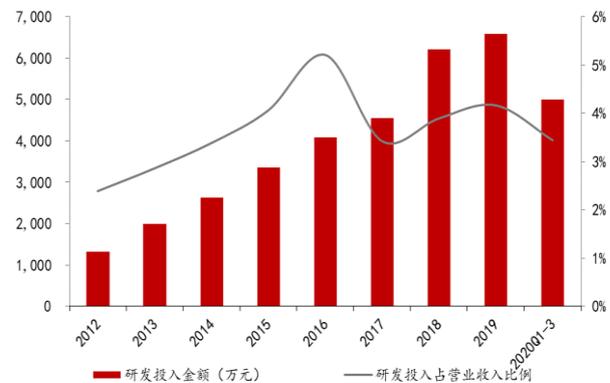
研发投入逐年增长，占营收比长期处于高位。公司拥有具备行业竞争优势的产品研发能力，在广东汕头、安徽马鞍山和德国法尔肯哈根均拥有研发中心和生产基地，在汕头、上海、广州、美国、德国设有营销中心。2017-2020Q1-3 研发费用占营业收入比例分别为 3.42%、3.89%、4.16%、3.44%，与国内同行相比处于较高水平，汤臣倍健、金达威、西王食品、新诺威 2020 前三季度研发投入占营收比分别为 1.48%、1.92%、1.64%、0.80%。截至 2019 年末公司拥有研发人员 242 人，占总人数比为 12.78%。

图 21：研发人员充足



资料来源：公司公告，川财证券研究所

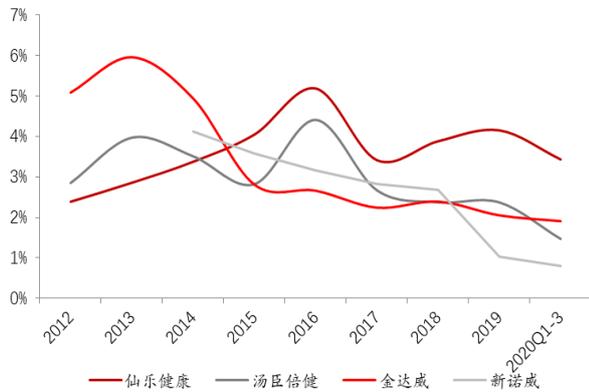
图 22：研发投入持续增加



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 23: 仙乐健康研发投入占比行业中处于领先



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

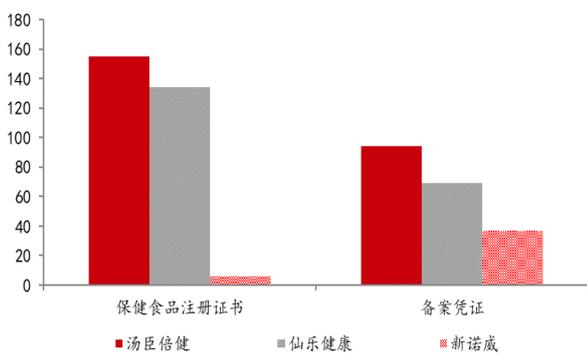
图 24: 公司在中、德均有研发中心



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

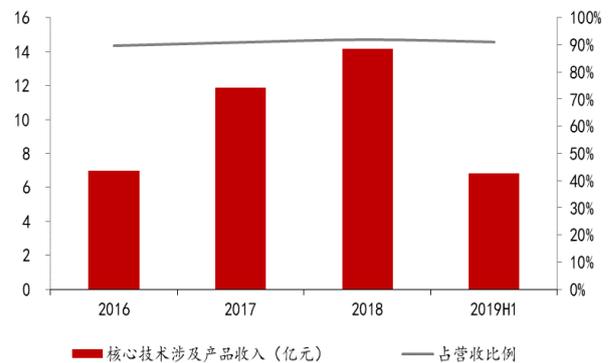
拥有核心技术, 配方资源储备丰富。截至 2020 年 6 月, 公司拥有超过 4000 个成熟产品配方, 134 个保健食品注册批准证书及 69 款保健食品备案凭证, 所取得的保健食品注册证书和备案凭证行业领先。在核心技术上, 公司掌握 14 项自主研发的核心技术, 主要应用于保健食品和膳食补充剂, 核心技术涉及产品收入金额占营收总额比重超过 90%, 构成公司强有力的技术壁垒。公司另有 8 项在研项目, 均已进入试验阶段或部分产品实现销售, 随着在研项目的成功研制投产, 业绩有望得到进一步释放。

图 25: 公司配方资源行业领先



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 26: 公司核心技术收入占比超 90%



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

表格 2. 仙乐健康掌握 14 项核心技术

核心技术	产品应用	技术优势
功能性油脂软胶囊低过氧	保健食品、膳食补充剂	有效隔绝功能性油脂与氧气的接触, 使产品过氧化值远低于国家标

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

化值控制技术		准要求，确保产品的稳定性、质量及功效。
混悬软胶囊均匀分散及稳定生产技术	保健食品、膳食补充剂	使油不溶性及油悬性功能成分均匀、稳定分散在内容物中，确保产品的均一性、稳定性。
微乳化软胶囊生产技术	用于含水溶性差的活性成分的软胶囊制剂以提高吸收率	该技术产品将水难溶的活性成分采用特定的乳化系统进行乳化，有助于快速吸收，提高功效。
咀嚼软胶囊生产技术	保健食品、膳食补充剂	掩盖功效成分的不愉快气味，方便食用。
肠溶软胶囊生产技术	保健食品、膳食补充剂	针对软胶囊的柔软性及对热的敏感性，研究出适合软胶囊产品的包衣配方、参数，产品可以满足主要市场肠溶制剂的要求。适合于气味重易引起反胃或在胃酸中不稳定的产品。
高固含量软胶囊生产技术	保健食品、膳食补充剂	提高混悬类软胶囊产品中内容物的固含量，在相同大小的产品中包含更高含量的功效成分，达到易于吞服、减少使用量等目的。
营养软糖生产技术	保健食品、膳食补充剂	将软糖作为维生素、矿物质、叶黄素等功能性成分的新载体，确保功能性成分的均匀性、稳定性，确保产品的有效性。
低腥味 Omega-3 软糖生产技术	保健食品、膳食补充剂	掩盖鱼油、藻油的腥味，制得口感好的 Omega-3 软糖产品。
高含量片剂生产技术	保健食品、膳食补充剂	该技术使每个片剂中包含高含量的功能性成分，达到易于吞服、减少使用量、降低成本等目的。
泡腾片生产技术	保健食品、膳食补充剂	制得的泡腾片可快速崩解，溶液透明澄清。
口感提升技术	保健食品、膳食补充剂	该技术制成咀嚼片或固体饮料，掩盖功能性成分的不良气味，提升产品口感。
直饮粉生产技术	保健食品、膳食补充剂	产品可以直接放入口腔中快速溶解，无需用水，方便使用和携带。
高活性益生菌生产技术	保健食品、膳食补充剂	技术确保较少益生菌活性损失，确保益生菌产品的稳定性、质量及功效。
新型功能性饮料生产技术	保健食品、膳食补充剂	通过特定工艺优化确保产品在有效内微生物指标符合要求，同时减少功效成分的损失，提升产品口感，确保产品质量及稳定性。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 3. 截至 2019 年上半年公司在研项目

新产品名称	启动时间	项目简介与目标	目前所处阶段
降糖类产品研发	2017.01.08	以肉桂、桑叶、铬、锌、硒为主要原料，通过多靶点多通道作用，控制餐后血糖水平，降低前驱糖尿病转化为糖尿病的风险，同时改善营养状况，预防糖尿病并发症的发生和发展。	小试试验阶段
维生素矿物质新型胶基软糖的研发	2017.1.10	采用植物性胶体，开发不同于明胶软糖，提高软糖耐温、外观等性能，同时将维生素矿物质与软糖结合。	试验阶段
植物胶软胶囊研究及改进	2017.01.01	突破传统明胶软胶囊局限，采用植物来源的物料，多种方案，替代明胶，制作成植物来源的软胶囊胶皮。同时不断进行工艺优化，提高生产效率及收率。	已有部分产品实现销售
咀嚼软胶囊的研究及改进	2017.01.01	研究适合咀嚼、口感优良的软胶囊配方，使软胶囊可以直接咀嚼使用，方便使用，更受消费者的喜爱。同时不断进行配方工艺的优化研究，提升口感，提高生产效率。	已有部分产品实现销售
袋装功能性口服液	2017.01.01	开发具有特定功能的袋装口服液及果冻，配方中不添加防腐	已有部分产品

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

及果冻的研制		剂，通过先进工艺确保产品功能性成分的稳定性及微生物等指标符合要求。具有良好的口感及轻便、容易携带的优势。	实现销售
植物提取物健康产品的研制	2018.09.01	通过植物提取物的制剂研究，功能验证，开发具有抗氧化、缓解体力疲劳等功能的植物提取物产品。	小试试验阶段
粉剂产品的粉体学、风味及工艺研究	2018.09.01	通过对粉体、粉体学的研究，结合产品风味、生产工艺与设备匹配性，分析产品的粉体特性与生产参数的关系，确认适配生产的配方组成。准确检测原料、产品的粉体特性参数并进行科学分析，结合生产工艺，改善产品的流动性、风味、均匀性，开发出风味良好、生产适配的新产品	小试试验阶段
成人免疫健康产品的研制	2018.09.01	从新原料调查、配方设计、剂型筛选、工艺技术等方面开展研发工作，研制出针对成人的安全高效、剂型多样、质量稳定的免疫健康产品。	小试试验阶段

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 公司获得国内外共计 11 项认证

认证名称	认证机构	认证有效时间
BRC 认证	英国零售商协会	2007 年至今
ISO9001:2015 证书	UKAS MANAGEMENT SYSTEM	2008 年至今
欧盟水产品认证	欧盟健康和消费者保护总司	2010 年至今
NPA-ULGMP 认证	UL Registrar LLC	2016 年至今
HACCP 认证（一厂、二厂）	CQC	2016 年至今
CNAS 实验室认可	中国合格评定国家认可委员会	2017 年至今
AEO	中华人民共和国汕头海关	2016 年至今
IFS 证书（Ayanda）	DQS CFS GmbH	2017 年至今
有机证书（Ayanda）	LACON GmbH	2016 年至今
食品补充剂注册证书（Ayanda）	Landkreis Pringnitz Der Landrat 普利希尼茨县地方委员会 District of Pringnitz The district council	2017 年至今
MSC 证书	海洋管理委员会	2017 年至今

资料来源：公司公告，川财证券研究所

引入高校科研团队和其他企业合作研发提高公司科研能力。高校合作方面，公司与广东药科大学、华南理工大学、江南大学、广东以色列理工学院合作，共同开展膳食补充剂用原料、保健食品、营养食品的稳定性、营养健康食品相关动物学实验等研究。企业合作方面，公司与优秀供应商开展外部创新项目 10 项，与凯美瑞集团签署战略合作协议，双方通过原料、配方开发，风味和工艺的全面共享，在益生菌领域开展广泛合作。

表格 5. 公司与广东药科大学研发成果

专利名称	授权时间/申请日期	专利类型
一种益生菌软胶囊及其制备方法	2013.12.18	发明专利
一种植物型肠溶软胶囊	2015.11.29	发明专利
通便软胶囊	2014.1.2	发明专利
一种咀嚼植物软胶囊及其制备方法	2017.6.26	发明专利
瓶	2015.3.18	外观设计
包装瓶	2016.9.14	外观设计
包装盒	2016.9.14	外观专利
泡罩	2016.9.14	外观专利
专利名称	授权时间/申请日期	专利类型

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**募资新建两大研发中心，提供技术支撑。**公司十分注重研发能力和投入，在近期两次募资新建研发中心提高研发能力。两大研发中心分别位于广东汕头市和安徽马鞍山市，分别投资 8973.56、10531.66 万元，将大幅提升公司的研发设计能力，拓宽产品种类，促进公司产品结构的进一步优化升级，以满足市场需求变化。公司通过研发中心项目建设引进研发高端人才，提升技术研发团队能力，并加强在功效物料研究、配方研究与功效体感方面的科研能力，实现对客户新增需求的科学提案和快速响应能力。

表格 6. 仙乐健康募资新建研发中心情况

	仙乐健康研发中心建设项目（首发募资项目）	华东研发中心建设项目（新募投项目）
募资时间	2019.09	2021.01
建设地址	广东省汕头市	安徽省马鞍山市
建设内容	项目拟将仙乐健康现有行政楼四楼、五楼改造成研发中心，总面积为 2000 平方米，建设期为 12 个月。	研发中心建筑占地面积为 3000 平方米，规划有研发办公室和小试实验室、细胞实验室、功效体感实验室、功效物料实验室、体外消化实验室、发酵实验室。
投资总额	8973.56 万元	10531.66 万元

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3.2 合同生产模式带来较强业绩确定性

公司以 ODM 生产模式为主，为商业客户提供一站式服务。ODM（Original Design Manufacturer）模式即公司提供产品开发设计并从事相关生产，为品牌企业提供产品线规划、配方开发、产品生产和营销支持等服务。作为产业链的重要一环，与传统的纯代工工厂有着本质的区别。我国保健品市场集中

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

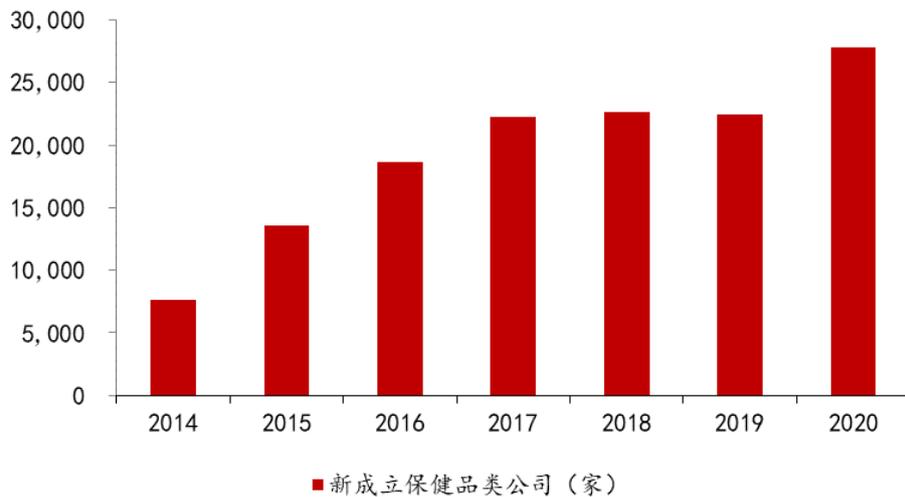
度较低新锐品牌不断涌现，这类品牌需要与具备良好产品研发和产能储备的代工企业进行合作；随着消费趋势从“药品态”向“食品态”发展，传统品牌企业在新品类产品上也需与代工企业合作，减少研发和生产成本并快速进入市场。

图 27：仙乐健康主要提供产品解决方案



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

图 28：新成立保健品公司持续增加（注册资本 1000 万以上）



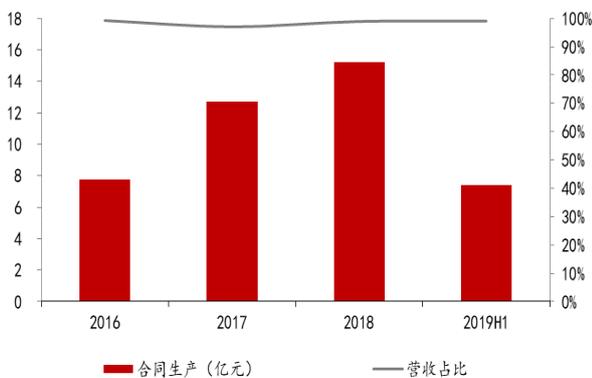
资料来源：天眼查，川财证券研究所

公司以合同生产为主要经营模式。公司以合同生产为主，根据招股说明书，2019 年 H1 合同生产实现营收 7.42 亿元，占总营收比重为 99.11%，公司合同生产占比长期超过 97%。品牌产品销售主要系“维乐维”牌营养保健食品以及代理销售“KR”牌营养保健食品。合同生产模式中自有保健食品注册证书及

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

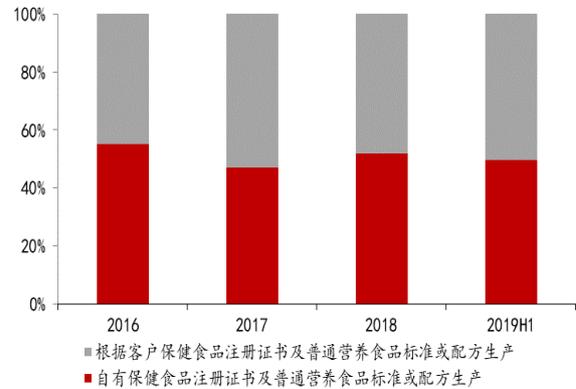
普通营养食品标准或配方生产占比呈下降趋势，根据客户保健食品注册证书及普通营养食品标准或配方生产占比有所提升，2019年H1分别为49.71%、50.29%。公司合同生产主要有三种模式，即（1）自主开发产品合同生产服务：公司根据市场调研进行产品研发，并根据客户订单进行生产；（2）客户开发产品合同生产服务：公司按照客户提供的产品配方，根据双方签订的委托生产合同进行生产。（3）为客户进行定制化产品开发并提供合同生产服务：公司根据客户的特定要求进行定制化产品开发，并提供定制化保健食品的注册或备案支持，向客户收取开发费用。

图 29：合同生产占比超过 97%



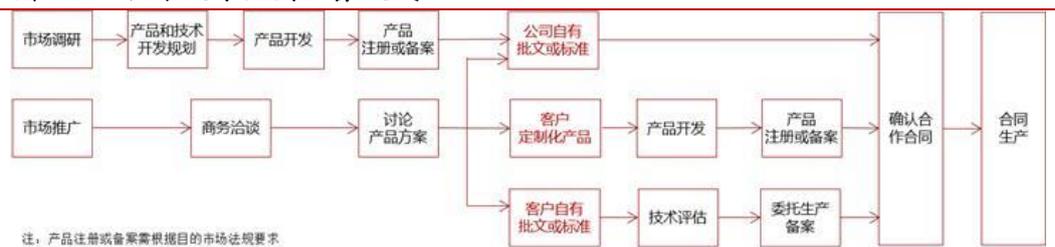
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 30：合同生产模式的分类情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31：仙乐健康主要业务模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

合作客户多为知名企业，客户具有较高粘度。公司客户主要分布于中国、欧洲和北美洲，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌公司、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、食品以及化妆品企业等各种不同类型和经营模式的头部企业，包括辉瑞制药、葆婴、安琪酵母、Now Foods 等，这些企业共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。前五名

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

客户较为稳定，其中辉瑞、美乐家、HTC 长期居于前五大客户之列，具有较高粘性。前五大客户销售收入占公司各期销售收入比重 2016-2019 年分别为 35.08%、29.75%、31.91%和 33.81%。

表格 7. 公司前五大客户销售情况

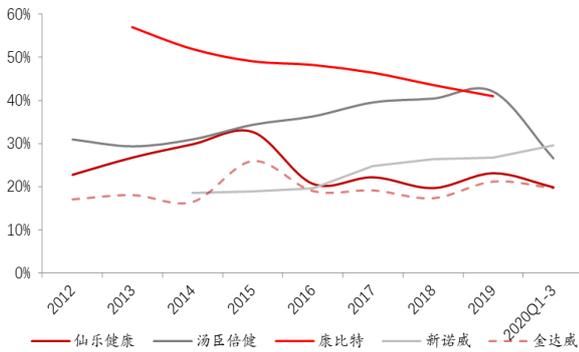
	客户名称	销售金额 (万元)	占比
2019 年	/	53412.33	33.81%
2019 年 1-6 月	Pfizer Inc.	12836.47	16.35%
	Now Health Group, Inc.	4668.95	5.95%
	美乐家 (中国) 日用品有限公司	3571.31	4.55%
	HTC Group Ltd.	3534.37	4.50%
	安琪酵母股份有限公司	3037.26	3.87%
	合计	27648.36	35.22%
2018 年	Pfizer Inc.	23185.86	14.53%
	玫琳凯 (中国) 有限公司	7873.49	4.94%
	美乐家 (中国) 日用品有限公司	7623.15	4.78%
	Now Health Group, Inc.	6341.39	3.97%
	HTC Group Ltd.	5879.42	3.69%
	合计	50903.31	31.91%
2017 年	Pfizer Inc.	18404.55	13.83%
	HTC Group Ltd.	6575.23	4.94%
	美乐家 (中国) 日用品有限公司	6252.33	4.70%
	葆婴有限公司	4175.85	3.14%
	安琪酵母股份有限公司	4170.01	3.14%
	合计	39577.96	29.75%
2016 年	Pfizer Inc.	12881.95	16.39%
	HTC Group Ltd.	5666.9	7.21%
	美乐家 (中国) 日用品有限公司	4090.99	5.20%
	Now Health Group, Inc.	2585.8	3.29%
	葆婴有限公司	2347.12	2.99%
	合计	27572.75	35.08%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**ODM 模式期间费用率显著低于行业。**由于公司是 ODM 生产模式，其下游均为企业客户，因此费用率特别是销售费用率在行业中处于相对低位。销售费用率呈下降趋势，2020 年前三季度为 6.94%，显著低于可比公司。期间费用率来看，受到销售费用下降的影响，期间费用整体呈下降趋势，2020 年前三季度为 19.83%，在行业中处于较低位置。

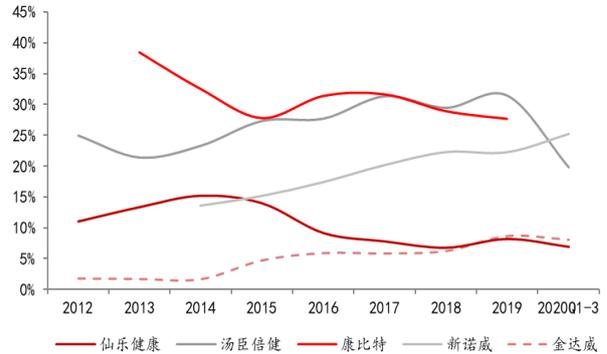
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 32：仙乐健康期间费用率行业领先



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：仙乐健康销售费用率较低



资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3.3 产销稳定，产能利用率高，产品单价持续攀升

产销稳定，产销比较高。公司生产和销售主要根据客户订单进行，因此产销比常年稳定在 100%左右。2020 年随着产能释放，前三季度软胶囊、片剂、粉剂、软糖、口服液产销比分别为 98.51%、100.36%、95.98%、95.64%、97.07%。其中 2018 年软糖产销率有所下降，主要系由于安徽仙乐 2018 年第四季度按订单开始生产未完成销售所致。2019 年粉剂产量、销量下滑主要受市场需求影响，客户粉剂订单量减少所致，产销率较高，主要系粉剂期初存货较多并于当期实现销售所致。2019 年口服液产量和销量大幅增长，主要系汕头生产基地新投产袋装口服液生产线，产量相应增长。

表格 8. 仙乐健康产品产销情况

产品	产销情况	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
软胶囊	销售量 (亿粒)	45.89	61.8	61.46	55.23	42.72
	生产量 (亿粒)	44.66	63.96	60.64	55.18	43.36
	产销率	102.75%	96.62%	101.35%	100.09%	98.51%
片剂	销售量 (亿片)	11.79	14.56	16.77	15.11	12.83
	生产量 (亿片)	11.95	14.89	17.25	14.28	12.78
	产销率	98.66%	97.78%	97.20%	105.77%	100.36%
粉剂	销售量 (吨)	886.35	1468.56	1931.66	1283.47	1970.52
	生产量 (吨)	956.89	1504.78	2005.77	1114.37	2053.11
	产销率	92.63%	97.59%	96.30%	115.18%	95.98%
软糖	销售量 (亿粒)	2.64	4.52	4.49	5.53	11.45
	生产量 (亿粒)	2.91	4.32	5.02	5.63	11.97
	产销率	90.72%	104.63%	89.57%	98.23%	95.64%
口服液	销售量 (万瓶/万袋)	/	/	1191.82	1813.41	4593.24

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

生产量 (万瓶/万袋)	/	/	1285.16	2082.25	4731.97
产销率	/	/	92.74%	87.09%	97.07%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**主要产品产能、产量持续增长，产能利用率较高。**公司产能利用率较高，基本处于满负荷运转之中。其中 2018、2019 年软糖产能增加主要系 2018 年四季度马鞍山生产基地一期项目建成；2019 年软糖产能利用率降低主要系原汕头生产基地生产的营养软糖产品订单逐步转移至马鞍山，转移需要经过中间环节影响生产，从而产能利用率有所下降；2020 年 1-9 月软糖产能利用率大幅提升主要系公司软糖订单同比增加较多。粉剂产能逐步增加主要系公司新增粉剂生产线所致。2019 年粉剂产量有所下降主要系公司当期 1-2g 小包装粉剂生产数量占比上升，按照重量计算的产量有所下降；2019 年粉剂产销率较高主要系粉剂期初存货较多并于当期实现销售所致。2020 年 1-9 月，功能饮品产能较 2019 年增加较多，主要系新增产线投产；2020 年 1-9 月产能利用率较高，主要系公司功能饮品订单同比增加较多。

**表格 9. 仙乐健康产品产能利用情况**

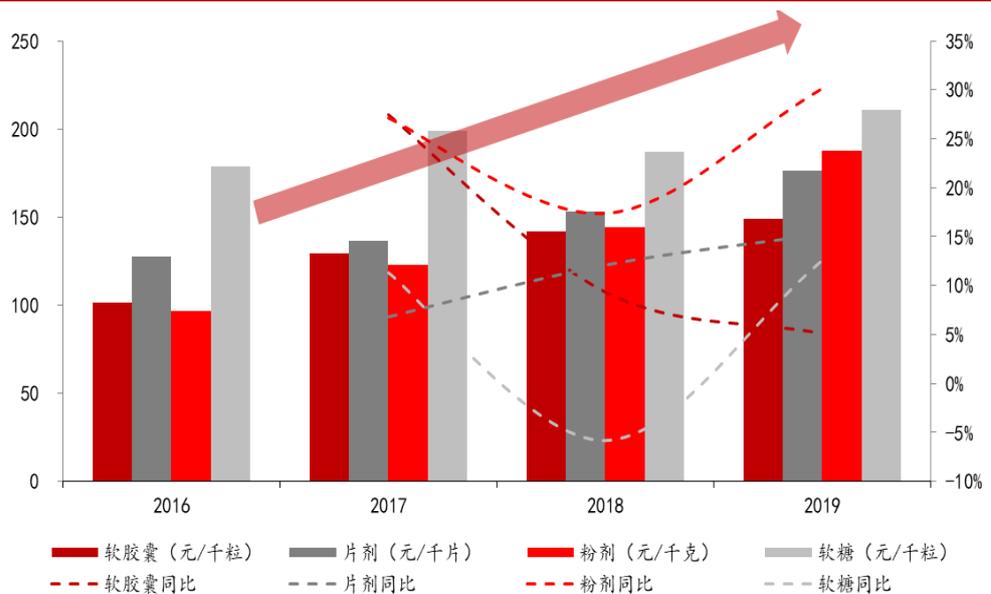
		产能	产量	产能利用率
2020 年 1-9 月	软胶囊 (亿粒)	49.32	43.36	87.92%
	片剂 (亿片)	10	12.78	127.87%
	粉剂 (吨)	1352.22	2053.11	151.83%
	软糖 (亿粒)	7.7	11.97	155.44%
	功能饮品 (万袋)	3250	4731.97	145.60%
2019 年	软胶囊 (亿粒)	65.76	55.18	83.91%
	片剂 (亿片)	13.33	14.28	107.14%
	粉剂 (吨)	1669.62	1114.37	69.59%
	软糖 (亿粒)	10.27	5.63	56.65%
	功能饮品 (万袋)	1466.67	1715.09	116.94%
2018 年	软胶囊 (亿粒)	65.76	60.64	92.22%
	片剂 (亿片)	13.33	17.25	129.41%
	粉剂 (吨)	1549.19	2005.77	129.47%
	软糖 (亿粒)	4.27	5.02	117.48%
	功能饮品 (万袋)	1466.67	844.74	57.60%
2017 年	软胶囊 (亿粒)	65.76	63.96	97.26%
	片剂 (亿片)	13.33	14.89	111.70%
	粉剂 (吨)	1289.23	1504.78	116.72%
	软糖 (亿粒)	2.27	4.32	190.69%
	功能饮品 (万袋)	-	-	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产品均为高附加值，单价持续攀升。公司产品单价持续攀升，2019年软胶囊、片剂、粉剂、软糖平均销售价分别为148.93元/千粒、176.11元/千片、187.45元/千克、210.94元/千粒，分别同比增长5.16%、15.22%、30.13%、12.63%。其中软胶囊平均销售价格增长，主要系子公司Ayanda为欧洲高端保健食品制造商，专注于复杂软胶囊配方的研发，其软胶囊通过个性化的复杂配方定制，获得较高的产品溢价。软糖价格上升主要系公司软糖产品附加值较高，市场需求旺盛；同时子公司维乐维主要销售自有品牌软糖类产品，终端销售价格较合同生产模式高。片剂销售单价持续上升主要由于单价较高的氨基葡萄糖类和栀子类的片剂产品销售占比持续增加。粉剂平均价格持续上升，主要系细分产品结构性变动所致，其中在100元以上的高单价粉剂产品销售占比逐年增长，2019年达到70%左右。

图 34：各线产品平均销售价均呈上涨趋势



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 四、短期业绩确定性修复，长期看好公司新产品增长

### 4.1 短期看行业逐渐规范，公司业绩修复确定性高

国内行业监管趋严，促进行业更加规范。2019年由13部门联合在全国范围内集中开展为期100天的整治保健品市场乱象的“百日行动”，是“保健品”

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

行业的新起点。百日行动以来我国发布多项法律法规对保健品市场进行整顿和规范，在《健康中国 2030》、《国民营养计划》这些国家政策的大背景下，我国保健品行业监管进入常态化和规范化。随着我国相关法律法规的完善，保健品行业将会更加规范，有利于行业以及公司的发展。

**表格 10. 百日行动以来国家发布的相关规定**

时间	政策	主要内容
2019.01	《假冒伪劣重点领域治理工作方案（2019—2021）》	2019 至 2021 年，市场监管总局将“聚焦‘一老一小’，加大对保健食品和婴幼儿配方食品的抽检力度，还将“开展保健食品质量安全提升行动，重点检查保健食品标签标识、宣传材料、广告等未经批准声称保健功能、宣称具有疾病预防或治疗功能、含有虚假宣传功效等违法行为，以及不按照批准内容组织生产、擅自改变生产工艺、非法添加非食用物质（药物）等违法行为，并依法从严处罚。”
2019.03	《市场监管总局征求调整保健食品保健功能意见的公告》	调整、取消和进一步论证的功能共计 45 项，其中 27 项为现有审评审批范围内的产品。
2019.05	《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	实施保健食品行业专项清理整治行动。全面开展严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告等违法犯罪行为。加大联合执法力度，大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为，打击传销。完善保健食品标准和标签标识管理。
2019.06	《2019 年食品安全重点工作安排的通知》	严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告、传销等违法犯罪行为。开展以老年人识骗、防骗为主要内容的宣传教育活动。大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为。
2019.06	《2019 网络市场监管专项行动（网剑行动）方案的通知》	决定于 6-11 月联合开展网剑行动。通知强调，本次行动以食品（含保健食品）、药品……等社会反映集中、关系健康安全的消费品为重点，加强监管执法和刑事司法……。通知还强调，要深入开展互联网广告整治工作，……针对医疗、药品、保健食品、房地产、金融投资理财等关系人民群众身体健康和财产安全的虚假违法广告，加大案件查处力度，查办一批大案要案。
2020.04	《保健食品行业清理整治行动方案（2020-2021 年）》	重点任务包括“加强生产经营许可审查”、“严厉查处未取得产品注册证书或备案凭证、未经许可生产经营保健食品行为”，力争“在 2021 年年底前有效净化保健食品市场，不断提高人民群众对保健食品消费市场的获得感、幸福感、安全感”。

资料来源：国务院官网、市场监管总局官网，川财证券研究所

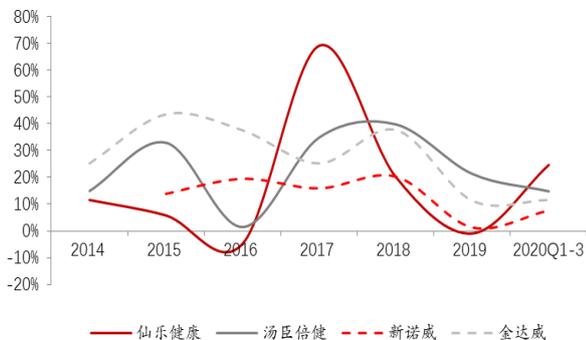
**监管趋严，既是挑战同时存在机遇。**2019 年随着百日行动的展开，营养健康食品行业受到波及，整个保健品行业发展速度放缓。2019 年保健品行业营收、利润均受到不同程度影响。具体来看，2019 年仙乐健康、汤臣倍健、新诺威、金达威营业收入同比增速分别较 2018 年下降 21.17、18.54、19.04、26.40 个百分点，扣非归属于母公司净利润同比增速分别较 2018 年下降

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

115.35、189.00、0.28、80.70 个百分点。其中仙乐健康下降幅度较大主要原因是部分客户因无法预计“百日行动”对行业短期影响程度而收缩或取消推广计划。行业调整也为公司的恢复性增长提供了较强的预期。

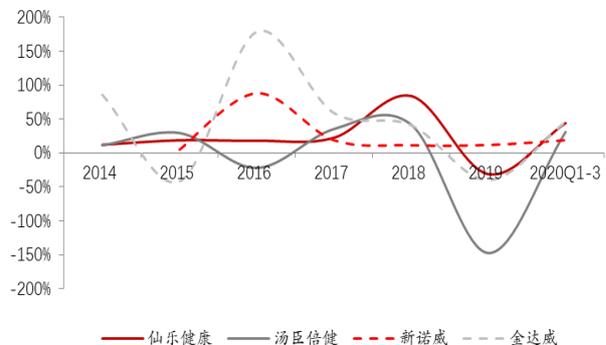
**恢复性增长叠加新冠疫情爆发，行业发展加速。**2019 年较低的基数叠加新冠疫情的爆发 2020 年保健品行业实现了恢复性增长。新冠疫情的爆发成为了包括保健品行业在内的健康产业加速发展的窗口期。膳食补充剂类产品、增强免疫力和抵抗力的保健品面临较大的市场需求，他们同时也在保健品行业占据较大份额。随着 2019 年监管趋严，保健品市场规范进一步加强，2020 年保健品行业发展加速。具体来看，2020 年前三季度仙乐健康、汤臣倍健、新诺威、金达威营业收入同比增速分别较 2019 年同期增长 24.66、14.82、7.66、11.73 个百分点，扣非归属于母公司净利润同比增速分别较 2019 年同期增长 43.77、31.07、19.20、46.03 个百分点，2020 年业绩具备较强确定性。我们预计新冠疫情短期内仍有反复性，在此大背景下，保健品行业在 2021 年乃至 2022 年仍有较好的发展契机。

图 35：2019 年行业营收增速下滑



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36：2019 年行业扣非归属于母公司净利润下滑



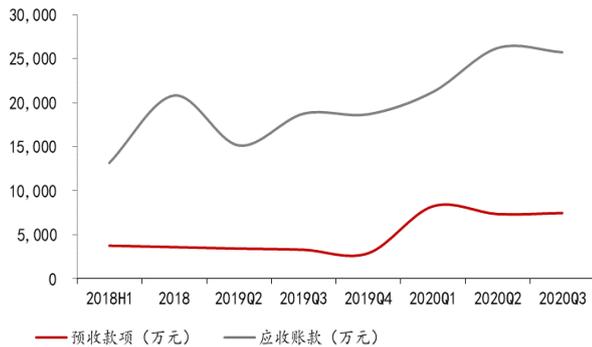
资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司存货充足，预收、应收款项持续增加，客户备货意愿强烈。2019 年由于百日行动影响，部分客户缩减甚至取消订单，公司预收账款在 2019 年 4 季度到达历史低位。2020 年随着“百日行动”影响减弱叠加疫情爆发后增强免疫类的产品需求增长，客户备货意愿强烈，公司预收账款开始成倍增长，2020 年一季度达到历史高位，2020 年三季度预收账款为 7477.74 万元。应收账款由于订单量的增长从 2019 年 Q4 的 18672.38 万元增长至 2020 年 Q3 的 25744.8 万元。由于马鞍山生产基地部分项目建成投产，产能和产量均大幅提升，公司存货增加，2020 年 Q3 为 25633.29 万元，能较好满足订单形

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

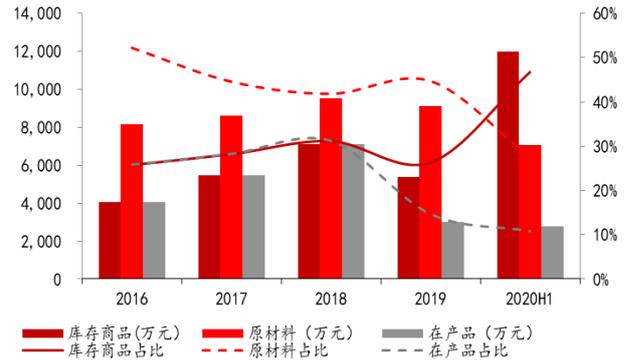
成的应收账款的需求。分拆来看，原材料随着订单增长公司根据订单需求增加生产班次逐渐下降，转换为库存商品增长。随着订单的履行，库存商品将转换成营业收入。公司存货较为充足叠加终端需求增长，短期内业绩具备较高确定性。

图 37：预收款项持续增加



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：存货变化情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 4.2 长期看公司产能扩张，新产品符合行业趋势预计带来高增量

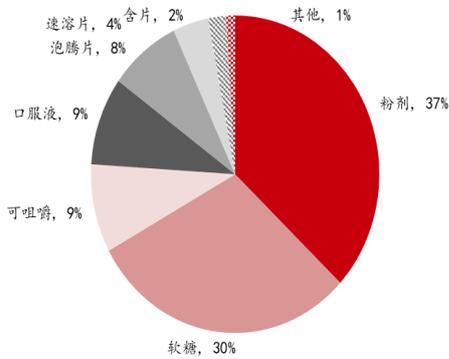
新剂型增长可观，成为保健品行业发展新趋势。营养健康食品市场近年来呈现出偏好消费有愉悦体验的食品形态产品的发展趋势，主流产品从传统的偏药品形态的保健食品，扩展到更加生活化的偏食品形态的功能产品，例如营养软糖、功能饮品、固体饮料（粉剂）等。根据 Nutrition Business Journal，2018 年全球软糖膳食补充剂市场的复合年增长率约为 16%，是增长速度最快的剂型，预计 2022 年将达到 86 亿美元销售额。口服液等功能饮品全球保持高增速，2019 年市场规模为 212 亿元，同比增速为 45%，预计未来仍将保持 40% 以上增速。在美国 2019 年约 50% 用户购买膳食补充剂从传统的片剂、胶囊等形式转向软糖。软糖和功能饮品作为新型剂型，需求量增速较快。在美国保健品非片剂市场规模已超过 1/3，其中软糖市场占比约 30%，功能饮品（口服液）占比约 9% 左右，且保持上升趋势。

我国保健品仍以胶囊等传统剂型为主，营养软糖处于起步阶段，市场监管局已经起草凝胶糖果备案的技术要求，并配套修订《保健食品备案可用辅料及其使用规定（2020 年版）（征求意见稿）》和《保健食品备案产品剂型及主要生产工艺（2020 年版）（征求意见稿）》。中国口服液等功能饮品增长迅速，预计 2022 年零售值达到 175 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 12.1%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

未来成长空间较为广阔。

图 39：美国非片剂型细分情况



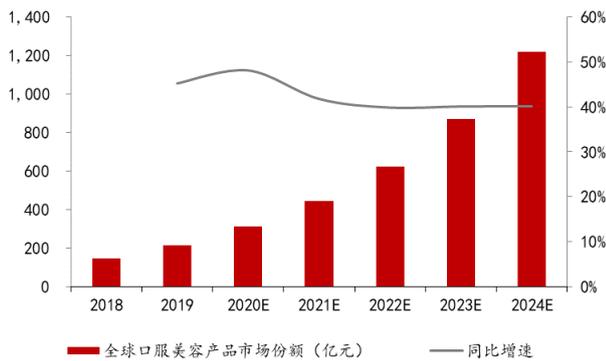
资料来源：NBJ，川财证券研究所

图 40：全球营养软糖销量增长迅速



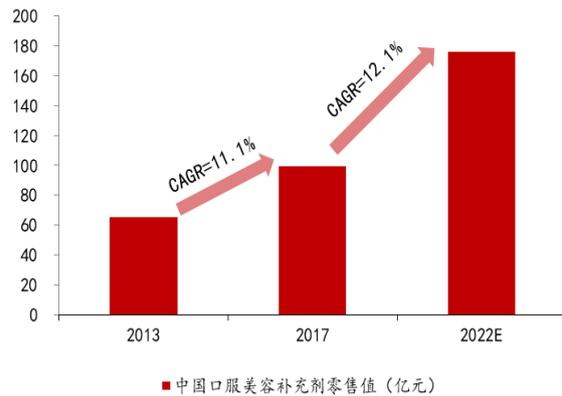
资料来源：Nutrition Business Journal，川财证券研究所

图 41：全球口服美容产品保持高增速



资料来源：中国口服美容用品市场分析报告，川财证券研究所

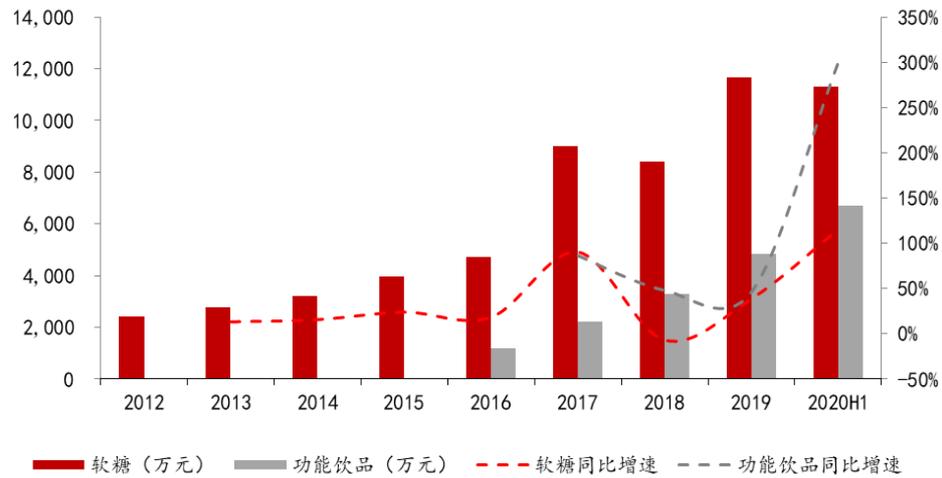
图 42：中国口服美容补充剂增长迅速



资料来源：欧睿数据，川财证券研究所

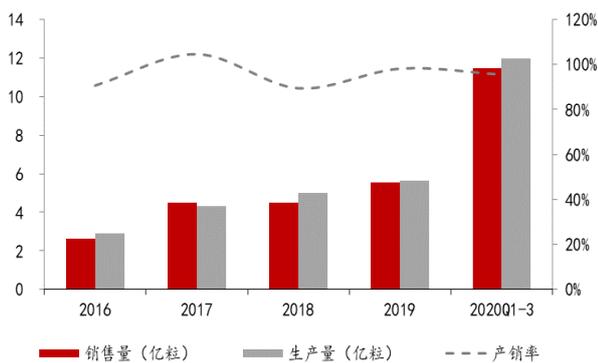
公司软糖、功能饮品销量和销售额增长迅速。在新趋势的背景下公司相关产品销量和销售额增长迅速。从营收来看，2020 年上半年软糖和功能饮品分别实现营收 11305.15、6689.88 亿元，同比分别增长 114.85%、298.27%。从产销来看，2020 年软糖和功能饮品分别实现销量 11.45 亿粒、4593.24 万瓶/袋，分别较 2019 年底增长 106.87%、153.29%。软糖产销率长年高于 90%，2020Q1-3 达 95.64%；功能饮品产销率约为 90%左右，2020Q1-3 为 97.07%。

图 43：软糖、功能饮品营收增长迅速



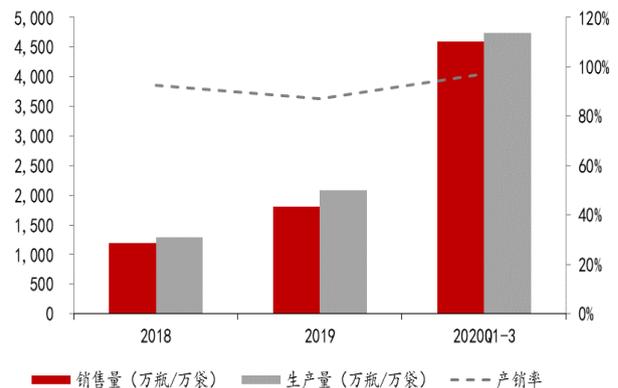
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 44：软糖销量增长迅速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

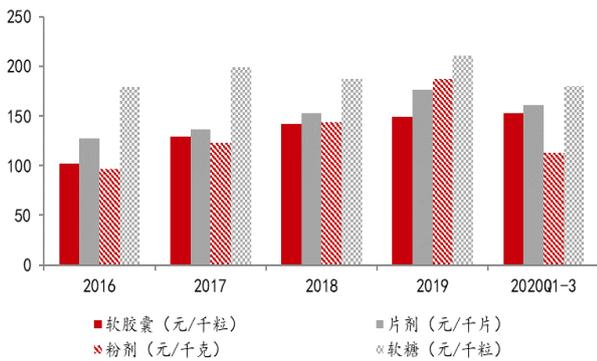
图 45：功能饮品销量增长迅速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

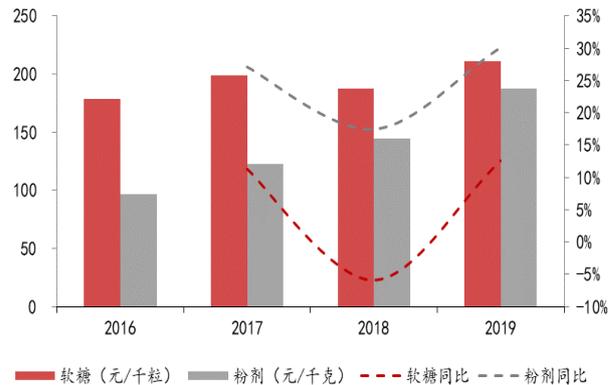
软糖为公司最高单价产品，随着产能释放单价有所下滑。作为近年来开始流行的剂型，软糖、粉剂单价持续攀升。其中软糖由于具备较高附加值单价一直为公司最高，粉剂单价增长迅速，从2019年开始攀升至第二高位，主要因为100元以上的高单价粉剂产品销售占比逐年增长。2019年软糖、粉剂单价分别为210.94元/千粒、187.45元/千克，分别同比增长12.63%、30.13%。2020年前三季度随着产能释放，单价有所下滑，分别为179.75元/千粒、112.67元/千克。

图 46：软糖、粉剂为单价最高产品



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 47：软糖、粉剂单价整体增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**两次募资，增加软糖、功能饮品、粉剂产能。**公司近年来软糖和功能饮品销量增长迅速，由于营养保健食品生产对生产环境要求高，并需经食品药品监督管理局验收和 GMP 认证后方可投产，营养保健食品生产场地的建设周期一般较长。为更好的满足市场需求，公司提前进行产能规划，以期在未来的市场竞争中处于主动地位。根据公告，公司于 2019 年和 2021 年两次募资新建和扩建马鞍山生产基地，分别投资 19362.72、72005.64 万元，预计首次募资新增 24 亿粒营养软糖产能，发行可转债募资新增 26 亿粒营养软糖、2.82 亿袋功能饮品和 5960 吨粉剂产能。

产能方面，软糖现有 50 亿粒规划产能，其中马鞍山生产基地一期一线年产 24 亿粒营养软糖项目已达产；扩产项目预计其中 8 亿粒产能于 2021 年 1 月份投产，剩余 18 亿粒产能预计于 2021 年底投产。功能饮品方面，马鞍山生产基地年产 8000 万袋功能饮品项目已经投产；年产 3400 万瓶瓶装代餐生产线项目按计划推进，于 2020 年第四季度投产。新建产能将在未来较长时间内保持公司的产能和产量的竞争力。

表格 11. 仙乐健康募资新建产能情况

	安徽马鞍山生产基地建设项目 (首发基地项目)	马鞍山生产基地扩产项目 (新募投项目)
募资时间	2019.09	2021.01
建设内容	新建 1# 厂房及在 1# 厂房内建设营养软糖车间；新建动力中心和污水处理中心	在 1# 厂房内扩建营养软糖车间、在 2# 厂房内建设粉剂及功能饮品车间；新建 3# 厂房、物流中心；扩建动力中心、污水处理中心
新增产能	建设 24 亿粒营养软糖产能	新增 26 亿粒营养软糖、2.82 亿袋功能饮品和 5960 吨粉剂产能
产品品类	营养软糖	营养软糖、功能饮品、粉剂

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

投资总额 19362.72 万元

72005.64 万元

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 12. 仙乐健康产能情况

	现有产能	远期产能
软胶囊 (亿粒)	49.32	/
片剂 (亿片)	10	/
粉剂 (吨)	1352.22	7000
软糖 (亿粒)	7.7	55
功能饮料 (万瓶/袋)	3250	30000

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 五、投资建议

我们认为公司专注研发代工业务，通过其多项核心技术和配方赋能产品，随着公司新剂型项目持续投产，公司业绩有望迎来快速增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 21.08、25.39、30.34 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 2.51、3.30、4.44 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 2.09、2.75、3.70 元/股，对应 PE 分别为 47.66、36.17、26.88 倍，首次覆盖给予增持评级。

表格 13. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/02/04	股价	总市值	EPS			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
300791.SZ	仙乐健康	99.53	119.44	2.09	2.75	3.70	47.66	36.17	26.88
可比公司									
300146.SZ	汤臣倍健	21.93	346.71	0.87	1.03	1.22	24.85	21.45	18.22
002626.SZ	金达威	32.48	200.08	1.87	2.24	2.63	17.34	14.52	12.34
1112.HK	H&H 国际控股	38.40	247.68	1.83	2.18	2.54	17.49	14.66	12.58

资料来源：wind，川财证券研究所，注：港股货币单位为港元

## 风险提示

食品安全风险；

原材料价格波动影响；

行业竞争加剧。

报表预测					
利润表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1595.40	1579.56	2108.14	2539.33	3034.34
减:营业成本	1042.40	1059.19	1392.32	1663.53	1966.61
营业税金及附加	12.41	12.39	16.53	19.91	23.79
营业费用	108.48	129.54	200.27	228.54	242.75
管理费用	129.40	157.94	210.81	253.93	303.43
财务费用	13.36	11.55	-6.59	-15.07	-24.96
资产减值损失	12.72	-4.83	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	0.62	3.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.46	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-62.06	-71.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	215.19	144.48	294.80	388.49	522.73
加:其他非经营损益	2.14	5.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.33	149.69	294.80	388.49	522.73
减:所得税	24.08	13.05	44.22	58.27	78.41
净利润	193.25	136.64	250.58	330.22	444.32
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	203.23	142.53	250.58	330.22	444.32
资产负债表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	-13.55	331.62	502.20	1002.14	1381.96
应收和预付款项	233.94	214.32	335.43	326.36	463.80
存货	227.94	204.31	363.89	314.99	487.58
其他流动资产	34.83	471.86	471.86	471.86	471.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	580.02	629.25	524.79	420.32	315.86
无形资产和开发支出	343.58	351.15	327.69	304.23	280.77
其他非流动资产	10.50	12.65	10.93	9.21	9.21
资产总计	1417.26	2215.17	2536.79	2849.11	3411.03
短期借款	165.53	35.08	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	201.32	198.67	305.24	287.35	404.95
长期借款	157.94	32.24	32.24	32.24	32.24
其他负债	108.23	35.00	34.54	34.54	34.54
负债合计	633.02	300.98	372.02	354.12	471.72
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	114.01	1113.03	1113.03	1113.03	1113.03
留存收益	610.04	751.99	1002.57	1332.79	1777.11
归属母公司股东权益	784.05	1945.02	2195.60	2525.82	2970.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	784.05	1945.02	2195.60	2525.82	2970.14
负债和股东权益合计	1417.07	2246.01	2567.62	2879.94	3441.86

现金流量表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	184.16	232.77	199.52	484.88	354.85
投资性现金净流量	-238.68	-597.87	-0.46	0.00	0.00
筹资性现金净流量	12.52	680.88	-28.49	15.07	24.96
现金流量净额	-38.94	317.96	170.58	499.94	379.82

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	34.66%	32.94%	33.96%	34.49%	35.19%
销售净利率	12.11%	8.65%	11.89%	13.00%	14.64%
ROE	25.92%	7.33%	11.41%	13.07%	14.96%
ROA	16.23%	7.23%	11.36%	13.11%	14.59%

成长能力					
销售收入增长率	19.91%	-0.99%	33.46%	20.45%	19.49%
净利润增长率	86.34%	-29.87%	75.81%	31.78%	34.55%

资本结构					
资产负债率	44.66%	13.59%	14.66%	12.43%	13.83%
流动比率	1.02	4.55	4.92	6.57	6.38
速动比率	0.46	2.03	2.47	4.13	4.20
经营效率					
总资产周转率	1.13	0.71	0.83	0.89	0.89
存货周转率	4.57	5.18	3.83	5.28	4.03
业绩和估值					
EPS	1.69	1.19	2.09	2.75	3.70
BPS	6.53	16.21	18.30	21.05	24.75
PE	58.77	83.80	47.66	36.17	26.88
PB	15.23	6.14	5.44	4.73	4.02

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004