



2021年8月26日

仙乐健康 (300791) : 产能快速扩张, 软糖业务表现亮眼

食品饮料

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 49.73 元

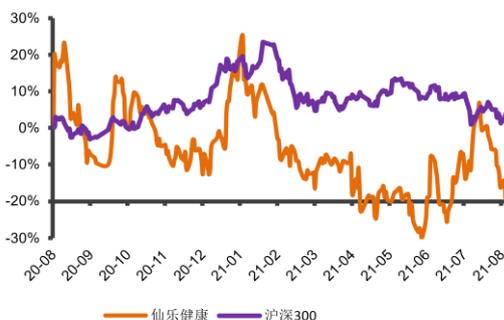
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,067	2,588	3,224	3,876
(+/-)	30.8%	25.2%	24.5%	20.2%
营业利润	316	395	509	624
(+/-)	108.1%	25.2%	28.8%	22.5%
归属母公司净利润	257	323	416	511
(+/-)	80.6%	25.4%	29.0%	22.6%
EPS (元)	2.14	1.79	2.31	2.84
市盈率	23.19	27.74	21.50	17.53

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	1.80/0.53
流通市值 (亿元)	27
每股净资产 (元)	12.55
资产负债率 (%)	17.6

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于 8 月 25 日晚间发布 2021 半年报。报告期内, 公司实现营业收入 11.65 亿元, 同比增长 27.22%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元, 同比增长 17.33%; 实现扣非后净利润 1.33 亿元, 同比增长 28.84%; 每股收益 0.81 元。其中 Q2 单季实现营业收入 6.57 亿元, 同比增长 17.79%; 归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 19.11%; 每股收益 0.49 元。

● 产能快速扩张, 软糖业务表现亮眼。上半年公司深耕营养健康食品的 CDMO 领域, 收入/净利润双双保持了稳步增长。分产品来看, 软糖收入 2.42 亿元, 同比+113.69%, 主要是公司新增营养软糖产线, 订单大幅增加, 收入占比 20.74%, 同比+8.20pct, 毛利率 42.55%, 同比大幅+8.07pct; 片剂收入 1.44 亿元, 同比+11.96%; 粉剂收入 1.70 亿元, 同比+42.67%, 主要是粉剂订单增加, 21H1 粉剂产销率同比+17.76pct 至 113.64%; 软胶囊收入 4.27 亿元, 同比-4.82%, 占比 36.62%, 同比-13.09pct, 主要是软胶囊单价同比-23.96%至 0.12 元/粒; 功能饮品收入 1.23 亿元, 同比+83.35%, 占比 10.53%, 同比+3.11pct, 主要是产能释放和订单增加所致, 产销率同比+19.79pct 至 108.17%, 毛利率 19.92%, 同比-13.17pct, 主要是受到产能搬迁的影响。分地区来看, 中国收入 7.35 亿元, 同比+41.46%; 美洲收入 1.88 亿元, 同比+66.85%, 国内业务及美洲业务都实现了高速增长。欧洲收入 2.02 亿元, 同比-19.71%, 主要是受到欧洲疫情影响。

● 期间费用率控制良好, 汇兑损失致净利率小幅下降。上半年公司毛利率提升 0.63pct 至 34.76%。期间费用率 20.45%, 同比小幅增 0.79pct, 其中销售费用率 6%, 同比-0.97pct; 财务费用率 1.31%, 同比+2.07pct, 主要是公司境外出口业务较多, 汇兑损失增加所致; 管理费用率 9.67%, 同比-0.35pct; 研发费用率保持稳定。综合以上因素, 2021H1 净利率 12.51%, 同比-1.06pct, 主要是境外经营外币报表折算差额减少。

● 公司未来看点。(1) 公司不断扩大产能规模, 增强产业链

布局。马鞍山生产基地第二条年产 8 亿粒营养软糖生产线已于 2021 年 1 月份投产,第三条年产 18 亿粒也将于 21Q4 投入使用,预计将覆盖 2022 年软糖订单需求。同时,21H1 马鞍山生产基地新的袋装饮品车间已投入使用,21Q3 将新增两条袋装饮品生产线,年产能 1 亿袋;随着产能的快速扩张,下半年起业绩有望加速增长;(2) 公司目前是国内第一家规模化生产植物胶软胶囊的营养健康食品企业,产品已进入国内、北美洲和欧洲市场,随着产能搬迁和疫情等非经常性影响解除,盈利能力有望进一步提高。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 25.88、32.24 和 38.76 亿元, EPS 分别为 1.79、2.31 和 2.84 元,当前股价对应 PE 分别为 27.7、21.5 和 17.5 倍,给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 新冠疫情导致经济下行,消费需求下滑的风险;省外地区拓展不达预期;食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	2,067	2,588	3,224	3,876
货币资金	217	65	252	354	营业成本	1,393	1,720	2,129	2,549
应收款	310	532	491	609	营业税金及附加	13	16	20	24
存货	267	383	444	527	销售费用	122	155	197	236
其他流动资产	530	557	584	614	管理费用	194	254	309	368
流动资产合计	1,324	1,537	1,772	2,105	财务费用	3	3	3	1
非流动资产:					研发费用	65	88	103	124
金融类资产	152	167	184	203	费用合计	384	500	612	730
固定资产+在建工程	768	918	1,065	1,209	资产减值损失	-6	-4	-3	-2
无形资产+商誉	305	336	369	406	公允价值变动	4	4	4	5
其他非流动资产	100	110	121	133	投资收益	16	17	18	19
非流动资产合计	1,326	1,532	1,740	1,951	营业利润	316	395	509	624
资产总计	2,650	3,069	3,512	4,056	加: 营业外收入	1	1	1	1
流动负债:					减: 营业外支出	5	5	6	6
短期借款	2	2	2	2	利润总额	312	391	505	619
应付账款、票据	200	249	296	358	所得税费用	55	68	88	108
其他流动负债	186	201	218	237	净利润	257	323	416	511
流动负债合计	387	452	516	596	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	257	323	416	511
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	80	84	88	92	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	80	84	88	92	成长性				
负债合计	467	536	604	688	营业收入增长率	30.8%	25.2%	24.5%	20.2%
所有者权益					营业利润增长率	108.1%	25.2%	28.8%	22.5%
股本	120	180	180	180	归母净利润增长率	80.6%	25.4%	29.0%	22.6%
资本公积金	1,081	1,081	1,081	1,081	总资产增长率	12.3%	15.8%	14.4%	15.5%
未分配利润	922	1,180	1,513	1,922	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	32.6%	33.5%	34.0%	34.2%
所有者权益合计	2,183	2,533	2,908	3,367	营业利润率	15.3%	15.3%	15.8%	16.1%
负债和所有者权益	2,650	3,069	3,512	4,056	三项费用/营收	18.6%	19.3%	19.0%	18.8%
					EBIT/销售收入	15.2%	15.3%	15.8%	16.1%
					净利润率	12.5%	12.5%	12.9%	13.2%
					ROE	11.8%	12.7%	14.3%	15.2%
					营运能力				
					总资产周转率	78.0%	84.3%	91.8%	95.6%
					资产结构				
					资产负债率	17.6%	17.5%	17.2%	17.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.24	0.23	1.19	0.84
					每股数据(元/股)				
					每股收益	2.14	1.79	2.31	2.84
					每股净资产	18.19	14.07	16.15	18.71

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>