

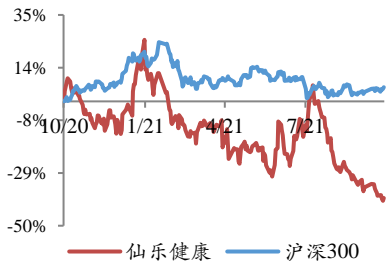
功能食品 ODM 龙头，保健批文储备丰富

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-10-24

收盘价(元) **39.26**
 近12个月最高/最低(元) **81.05/38.52**
 总股本(百万股) **180**
 流通股本(百万股) **52**
 流通股比例(%) **28.89**
 总市值(亿元) **70.73**
 流通市值(亿元) **20**

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全球保健食品 ODM 龙头，创新剂型打开新增长曲线。

公司药企出身，以研发为本。作为综合服务商，为 B 端客户提供营养健康食品的一站式解决方案，是全球保健食品代工龙头，合同研发生产为其主要商业模式。公司在全球范围内广泛进行产能布局，客户为国际知名保健品与食品企业。产品剂型齐全，在手批文丰富。2020 年公司全年营收 20.67 亿元，扣非归母净利润 2.22 亿元。

● 营养保健食品赛道广阔，渗透率不断提升。

中国市场受益多重因素，成全球第二大保健品市场。我国保健品行业市场规模自 2013 年的 993 亿元增长至 2020 年的 2503 亿元，年复合增长率为 14.1%。保健品消费频次高，复购粘性强，行业下游市场分散。中游 B 端代工企业将受益于目标消费群体扩容，老龄化加速，消费者健康意识提升，消费场景延伸等多重因素。

● 深耕研发，剂型齐全，全球布局，深度绑定优质客户。

公司拥有 4000 多种成熟产品配方，128 个注册批文，研发壁垒实力深厚。拥有软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等全剂型规模化生产能力，能满足下游客户多样化需求。全球产能布局，与头部优质国际客户辉瑞制药、玛氏等企业深度绑定，形成正向循环，产业链优势地位明显。

● 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。仙乐健康作为全球保健品与功能食品 ODM 龙头，拥有国际知名合作客户信誉背书，享受功能食品行业增长红利。对比同类公司，仙乐健康规模大、剂型丰富、研发能力强，龙头优势显著。功能食品行业需求旺盛，产业链下游行业分散，专业化分工成为趋势，上游代加工企业确定性高。预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 25.40 亿元、31.26 亿元、38.08 亿元，同比增长 22.9%、23.0%、21.8%，对应归母净利润 3.18 亿元、4.16 亿元、5.30 亿元，同比分别增长 23.5%、30.9%、27.4%，对应 EPS1.77 元、2.31 元、2.95 元。我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，目标价格 69.3 元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧；食品安全风险；新建产能不及预期；原材料价格波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2067	2540	3126	3808
收入同比(%)	30.8%	22.9%	23.0%	21.8%
归属母公司净利润	257	318	416	530
净利润同比(%)	80.6%	23.5%	30.9%	27.4%
毛利率(%)	32.6%	33.3%	32.9%	32.4%
ROE(%)	11.8%	12.7%	14.2%	15.3%

每股收益 (元)	2.14	1.77	2.31	2.95
P/E	64.32	26.02	19.88	15.60
P/B	7.58	3.31	2.83	2.39
EV/EBITDA	30.04	12.53	10.22	8.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 全球保健品 ODM 龙头	6
1.1 药企背书，全球布局.....	6
1.2 家族企业股权集中，核心员工激励充分.....	7
1.3 合同生产为主，深度绑定客户.....	8
1.4 剂型丰富，营收稳健.....	9
2 营养保健食品千亿赛道，空间广阔	11
2.1 市场空间广阔，渗透率不断提升.....	11
2.2 消费频次高，下游集中度低.....	12
2.3 政策引导行业改革，细分市场品类众多.....	14
2.4 购买力&消费意识提升，老龄化加速助力行业扩容.....	16
2.5 迎合年轻人消费需求，产品更加多样化.....	18
3 剂型批文丰富，研发综合效率突出	21
3.1 研发投入较高，技术功底深厚.....	21
3.2 剂型多样，产销稳定.....	22
3.3 头部客户背书，新建产能逐步释放.....	25
4 盈利预测、估值及投资评级	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	28
风险提示:	28

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司全球产能布局与营销中心	7
图表 3 公司股权结构	7
图表 4 公司股权激励结构	8
图表 5 合同生产模式以产品开发来源分类	8
图表 6 不同商业销售模式收入占比 (2019 年未披露), %	9
图表 7 前五大客户结构稳定	9
图表 8 公司各剂型产品收入占比	10
图表 9 公司各剂型产品销售毛利率变化	10
图表 10 公司营业收入及归母净利润 (亿元), YOY	10
图表 11 公司主营业务毛利率变化, %	10
图表 12 公司营业收入的地区占比, %	11
图表 13 2013-2023 年中国保健市场规模及预测, 亿元	12
图表 14 2018 年全球保健品行业市场份额, %	12
图表 15 各年龄段保健品渗透率, %	12
图表 16 中国健康素养水平, %	12
图表 17 城镇居民家庭人均年可支配收入及 YOY	13
图表 18 城镇居民家庭人均年医疗保健支出及 YOY	13
图表 19 健康食品产业链一览	13
图表 20 2019 年中国保健品行业集中度, %	14
图表 21 2019 年中国保健品牌市场份额占比, %	14
图表 22 中国保健品行业政策环境	14
图表 23 2017-2019 中国保健品行业细分产品规模占比, %	15
图表 24 保健市场细分品类	15
图表 25 2017-2019 年维生素和营养补充剂市场份额, %	16
图表 26 2017-2019 年体重管理类保健品市场份额, %	16
图表 27 2017-2019 年运动营养类保健品市场份额, %	16
图表 28 2017-2019 年传统滋补类保健品市场份额, %	16
图表 29 2017-2019 年儿童保健类市场份额, %	16
图表 30 各国肥胖率, %	16
图表 31 城镇居民家庭人均年可支配收入及 YOY	17

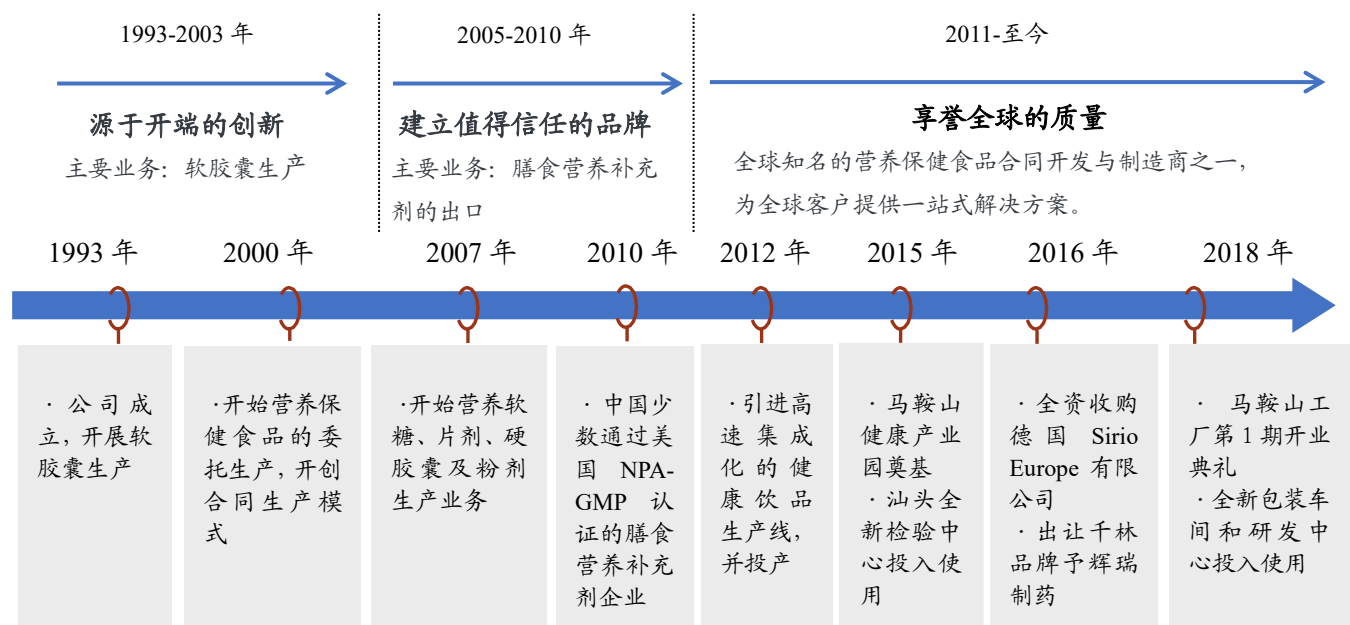
图表 32 城镇居民家庭人均年医疗保健支出及 YOY	17
图表 33 2010-2019 年中国人口数量及人口结构变化	17
图表 34 2011-2019 年各年龄段占人口比例, %	17
图表 35 1990-2019 年我国人口结构变化	18
图表 36 1990-2019 年中国居民预期寿命变化	18
图表 37 保健食品消费人群年龄分布	18
图表 38 2020 年不同年龄人群的健康自评得分	18
图表 39 保健产品形态零食化	19
图表 40 MAT2020 天猫不同形态膳食保健品消费增速排名	19
图表 41 2020 年国产保健食品备案中标示产品口味的产品	19
图表 42 行业子品类和销售渠道不断扩大	20
图表 43 2018 和 2019 年电商平台保健类产品成交额	20
图表 44 不同细分功能的保健品	20
图表 45 2020 年仙乐健康研发人员数量领先可比公司	21
图表 46 仙乐健康研发费用率高于可比公司	21
图表 47 公司获得国内外共计 11 项认证	21
图表 48 行业内主要玩家对比	22
图表 49 《保健食品注册和备案管理办法 (2016 年)》保健食品注册程序	23
图表 50 行业保健食品注册和备案数量统计	23
图表 51 公司 8 大产品剂型与 5 大产品品类	24
图表 52 仙乐产品剂型展示图	24
图表 53 2020 年仙乐健康功能型食品主要剂型产销率及收入推算	24
图表 54 分渠道头部客户列举	25
图表 55 前五大客户销售额占总销售额比重	25
图表 56 2019H1 公司前五大客户收入占比	25
图表 57 仙乐健康各剂型产能情况	26
图表 58 公司主营业务收入拆分	27
图表 59 上市保健品相关企业估值对照表	28

1 全球保健品 ODM 龙头

1.1 药企背书，全球布局

聚焦保健品与功能营养食品领域，综合效率领先的全球 ODM 龙头。1993 年，公司前身广东仙乐制药有限公司成立，从事软胶囊药品制造。2000 年，公司开始合同生产业务模式，进行营养保健食品业务代工；2007 年，公司丰富产品种类，新增营养软糖、片剂、硬胶囊和粉剂，转移重心至营养保健食品领域；2015 年，公司更名为仙乐健康科技股份有限公司；2016 年，公司通过外延并购解决海外产能与品牌建设问题，全资收购欧洲大型软胶囊制造商 Ayanda；2019 年，公司成功在创业板上市，产能进一步扩展。目前，公司已发展成集研发、生产、销售、技术服务为一体的保健食品供应商，产品剂型丰富，满足消费者多样化需求，并与国内外知名客户建立了稳定的合作关系，成为营养健康行业 B 端全球龙头企业。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司全球产能布局与营销中心



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 家族企业股权集中，核心员工激励充分

家族企业，股权结构集中稳定。林培青和陈琼夫妇为公司实际控制人，林培青现任公司董事长、总经理，陈琼现任公司董事、副总经理。截至 2021 年上半年，林培青和陈琼夫妇合计持有公司股份 41.57%，公司股权清晰集中。其中，林培青夫妇直接持有公司 14.69% 股份，通过广东光辉投资有限公司间接持有公司 43.2% 股份。管理层结构稳定，药企专业背景，行业经验丰富。董事长兼总经理林培青、副总经理杨睿曾任职于汕头金石制药总厂，副总经理陈琼制剂研究员出身，系公司核心技术人员，研发能力强，带头成功开发出多项产品。

图表 3 公司股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

股权激励推出，绑定核心员工。公司注重研发投入，对核心技术员工激励充分。

2020年9月和2021年7月公司股权激励对象共计60人,包括16名公司高管与44名核心技术研发人员,共91.09万股。考核解锁条件以2019年营收为基准,2020-2022年营收增长率不得低于20%、45%、70%,即2020-2022年同比增速分别不得低于20.0%、20.8%、17.2%,3年营收CAGR19.3%。2020年业绩完成情况较为理想,全年营收同比增长30.85%。

图表4 公司股权激励结构

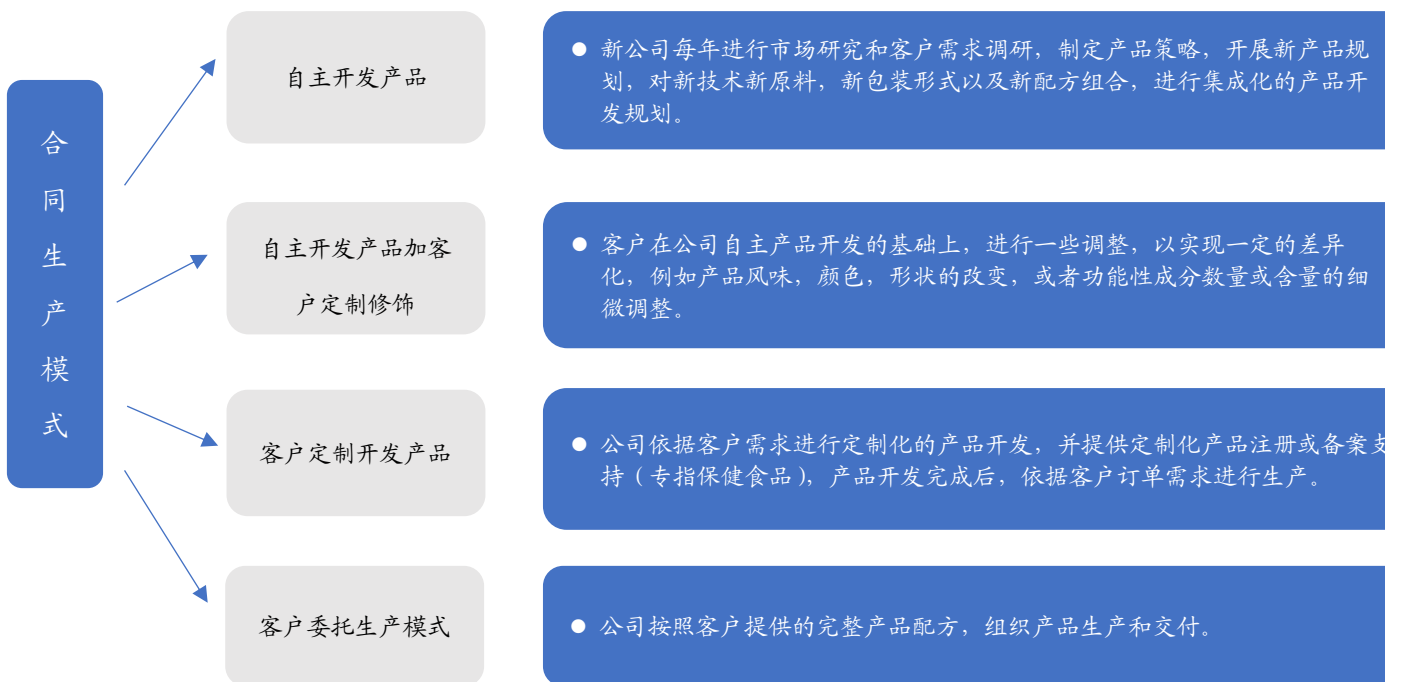
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (股)	占本激励计划拟授出限制性股票数量的比例	占本激励计划公告日股本总额比例
杨睿	董事、副总经理	64300	7.49%	0.05%
郑丽群	董事会秘书、财务总监	48200	5.62%	0.04%
管理人员、核心技术人员		574000	66.89%	0.48%
预留		171600	20.00%	0.14%

资料来源:公司年报,华安证券研究所

1.3 合同生产为主,深度绑定客户

仙乐健康的商业模式主要包括合同生产和品牌产品销售。作为一家专注于研发代工的保健食品生产企业,公司上游为医药原料制造业、农产品提取加工业等原料商,下游为众多的品牌方和渠道商。合同生产是公司最主要的收入模式,公司根据客户需求,通过系统的市场调研与研发,向客户提供产品定位、配方研究、工艺优化、原辅料供应、中试生产、制定标准、批文申报等一系列综合服务。2016年出售子公司广东千林后,合同生产作为公司核心业务占比变得更高,通过合同生产模式取得的营收占公司收入95%以上。公司合同生产模式包括自主开发产品;自主开发产品加客户定制修饰;客户定制开发产品以及客户委托生产模式。

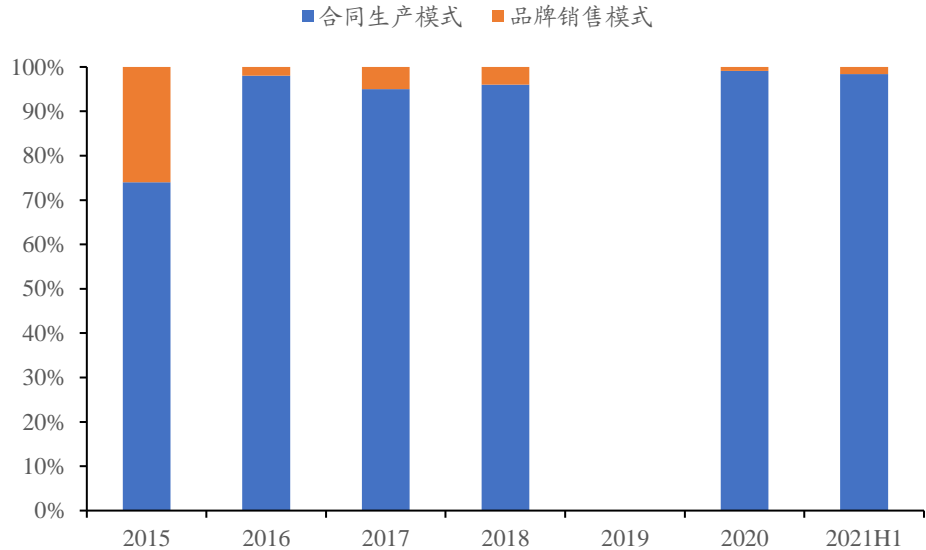
图表5 合同生产模式以产品开发来源分类



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

通过销售自有品牌和代理品牌取得的营收仅占公司总收入 1%。以合同生产模式为主的商业模式, 有利于与众多国际知名客户形成长期合作关系, 同时又会导致公司整体毛利率不高, 与以自有品牌销售为主的汤臣倍健、新诺威相比毛利率较低。

图表 6 不同商业销售模式收入占比 (2019 年未披露), %



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华安证券研究所

头部客户认可度高。公司重要客户包括辉瑞制药、葆婴、安琪酵母、Now Foods、HTC Group Ltd.、修正药业、Takeda 等全球知名企业。其中, 辉瑞制药为公司第一大客户, 连续 5 年销售额占总营收 10%以上。公司前五大客户结构与收入均较为稳定, 近 3 年营收均保持在 5 亿元左右。2020 年, 前 5 大客户销售收入占比为 24.7%, 同比下降 9 个百分点, 中小客户成重要新增收入来源。

图表 7 前五大客户结构稳定

	2016	2017	2018	2019
1	Pfizer Inc.	Pfizer Inc.	Pfizer Inc.	Pfizer Inc.
2	HTC Group Ltd.	HTC Group Ltd.	玫琳凯(中国)有限公司	Now Health Group, Inc.
3	美乐家(中国)日用品有限公司	美乐家(中国)日用品有限公司	美乐家(中国)日用品有限公司	美乐家(中国)日用品有限公司
4	Now Health Group, Inc.	葆婴有限公司	Now Health Group, Inc.	HTC Group Ltd.
5	葆婴有限公司	安琪酵母股份有限公司	HTC Group Ltd.	安琪酵母股份有限公司

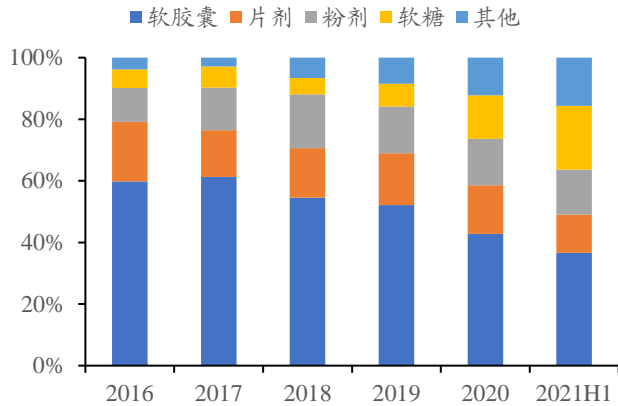
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华安证券研究所

1.4 剂型丰富, 营收稳健

软胶囊为主要收入, 创新剂型打造新增长曲线。公司主要产品包括传统剂型软胶囊、片剂, 创新剂型粉剂、软糖、功能性饮品等。2020 年, 软胶囊、片剂、粉剂、

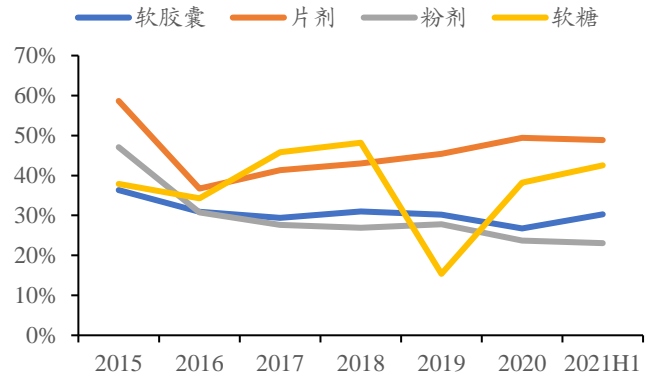
软糖、和其他制剂产品收入分别占比 42.7%、15.8%、15.1%、14.1%、12.3%。2016-2020 年,传统剂型软胶囊、片剂占比下滑,创新剂型粉剂、软糖以及功能性饮品收入占比提升明显。其中软糖供不应求,公司于 2018 年启动一期营养软糖扩产项目。2016 年,公司转让子公司广东千林品牌产品销售业务后,各主要产品的毛利率均有所下降,2020 年软糖和片剂产品的毛利率回升至 38.17%和 49.39%。预计随着生产转移完成及软糖产能逐步释放,整体毛利率将稳步回升。

图表 8 公司各剂型产品收入占比



资料来源:公司公告,华安证券研究所

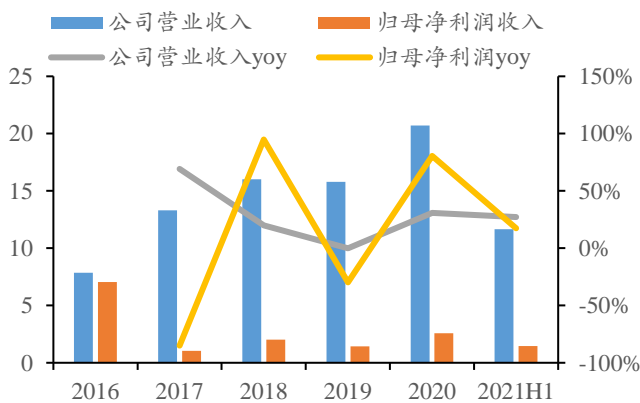
图表 9 公司各剂型产品销售毛利率变化



资料来源:公司公告,华安证券研究所

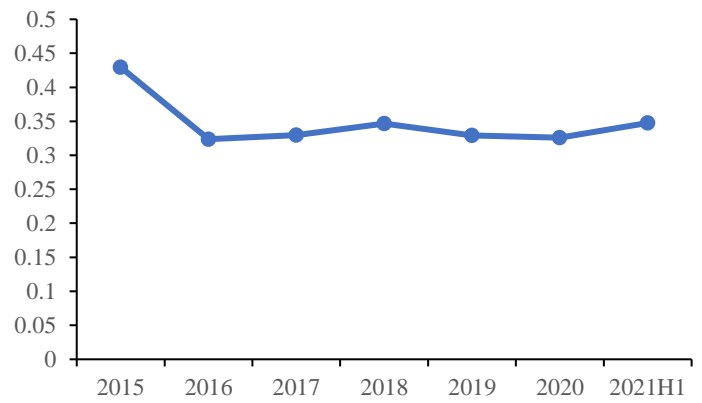
整体营收保持稳健增长。2016-2020 年公司营业收入从 7.86 亿元增长至 20.67 亿元,2019 年因保健品市场“权健事件”,收入出现轻微下滑。2020 年,公司营收同比增长 30.8%,归母净利润 2.57 亿元,同比增长 80.6%。2015-2020 年,公司主营业务毛利率分别为 43.11%、32.06%、32.08%、32.57%、31.29%和 31.68%,2016 年公司出售子公司广东千林所经营的品牌产品销售业务,导致毛利率整体下降,合同生产销售成公司主要商业模式。

图表 10 公司营业收入及归母净利润(亿元), YOY



资料来源:公司公告,华安证券研究所

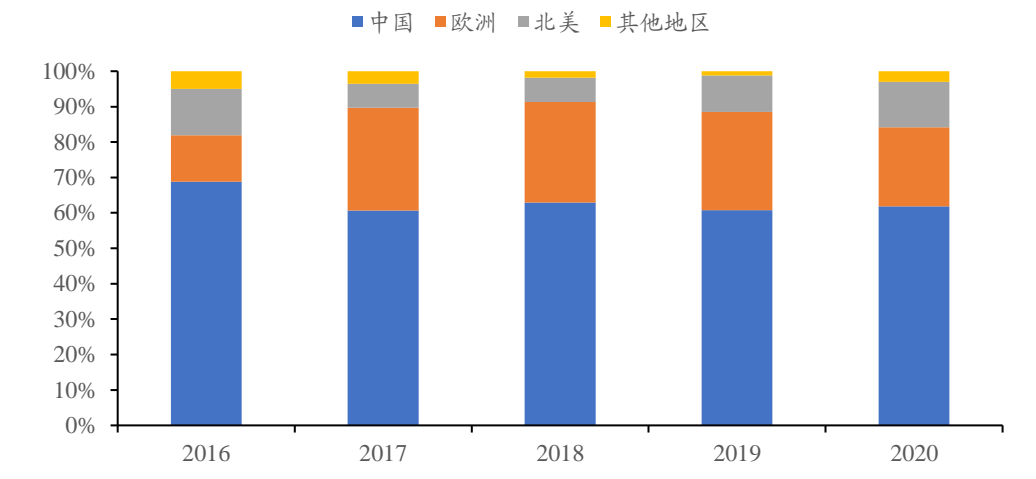
图表 11 公司主营业务毛利率变化, %



资料来源:公司公告,华安证券研究所

国内市场为主,海外扩张积极。2020 年,公司境内境外收入占比分别为 61.9%、38.1%,国内为公司主要市场,海外市场重要性逐步提升。公司海外市场的主要销售区域为欧洲和北美洲,2016 年公司收购直接竞争对手软胶囊制造商 Ayanda 后,欧洲市场销售规模迅速提升。由于新冠疫情期间德国生产基地并未停产,叠加海外市场对免疫力类、软糖类产品的需求增加,2020 年公司境外营收维持较高占比。

图表 12 公司营业收入的地区占比, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 营养保健食品千亿赛道, 空间广阔

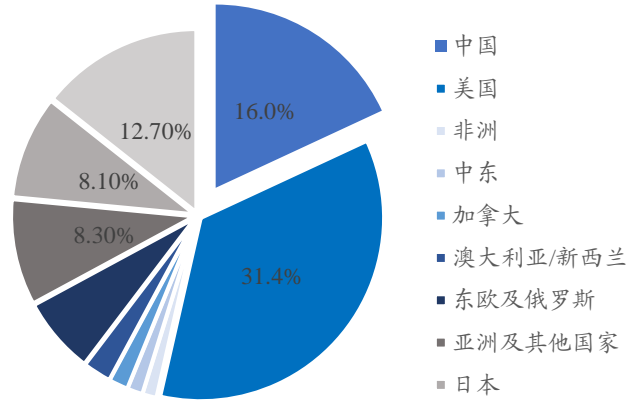
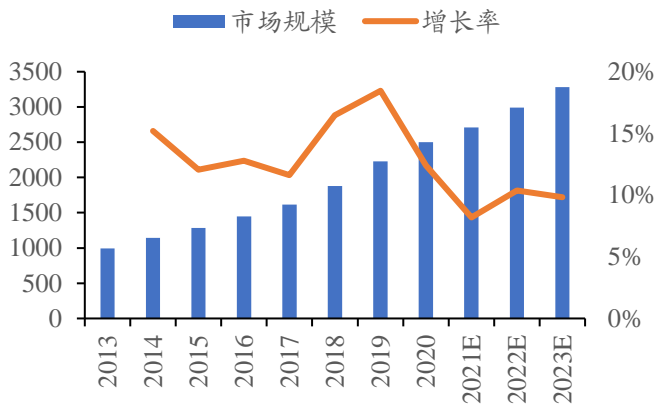
人均收入水平提升, 老龄化加速, 不断促进保健品与功能性食品的渗透率提升。营养保健食品是广义上的保健品, 分为膳食营养补充剂和功能性食品两大类。膳食营养补充剂即传统意义上的保健品, 具备市场监督管理部门指定 27 项保健功能中的一项或几项, 生产销售需要注册或备案取得保健食品标志(俗称“蓝帽子”)的营养健康食品, 其不以治疗疾病为目的, 维生素、钙片等产品即为保健品。功能食品作为强化食品, 具备一定有效成分或功能, 但不能宣传保健作用功效, 使用场景较为日常与休闲, 如益生菌、代餐粉等。是否获得保健批文, 能否宣传保健品功效, 是区分保健品与功能食品的重要标志。

2.1 市场空间广阔, 渗透率不断提升

中国市场受益多重因素, 成全球第二大保健品市场。保健品行业在发达地区的发展已经逐步成熟, 整体增长态势陷入瓶颈, 但发展中国家仍存在较大发展空间。截至 2018 年, 美国作为全球第一大保健品市场, 占据全球市场份额 31.4%, 中国受益于人均可支配收入提升、居民健康意识加强等多重因素影响, 成为全球第二大保健品市场, 且增长态势强劲。根据艾媒咨询数据, 我国保健品行业市场规模自 2013 年 993 亿元增长至 2020 年 2503 亿元, 年复合增长率 14.1%, 预测我国市场规模会从 2021 年 2708 亿元提升至 2023 年 3283 亿元, 年复合增长率 10.1%。

图表 13 2013-2023 年中国保健市场规模及预测, 亿元

图表 14 2018 年全球保健品行业市场份额, %



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

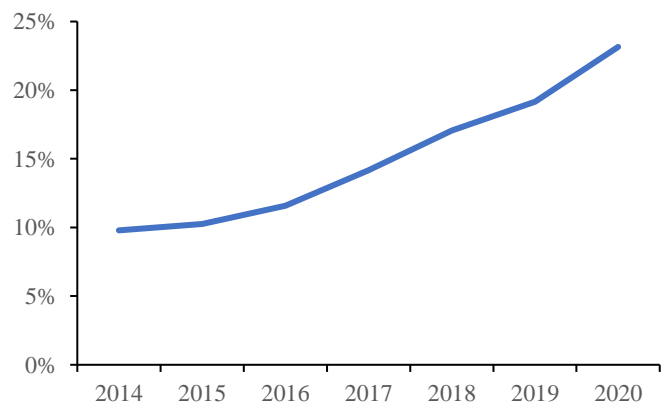
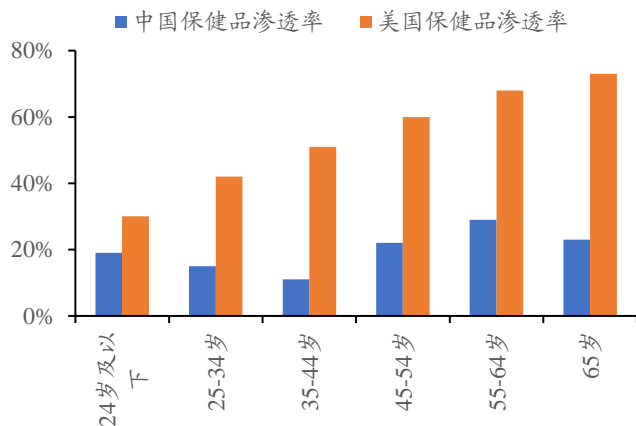
资料来源: 营养商务杂志, 华安证券研究所

中美保健品行业市场渗透率差距大, 我国存在广阔市场空间。据前瞻产业院统计, 美国保健品行业市场渗透率高, 不同年龄段渗透率在 30%-73% 区间, 而我国各年龄保健品的渗透率长期保持在 10%-30% 区间。我国与美国中老年年龄段居民差距较大, 尤其是 65 岁及以上, 渗透率差距可达 50%; 年轻阶段, 中美渗透率也有一定差距, 25 岁及以上渗透率差距约 11%。

根据国家卫生健康委定义, 健康素养是指个人获取和理解健康信息, 并运用这些信息维护和促进自身健康的能力。具备基本健康素养水平的人, 能够掌握基本的健康防病知识, 知道从哪里获得基本的健康服务, 面对健康问题能采取正确的应对措施, 不会盲目听信伪健康的信息或健康类的谣言, 知道如何开展自我健康管理等。我国居民健康素养水平稳步提升, 自 2014 年 9.79% 攀升至 2020 年 23.15%。2020 年同比 2019 年提升 3.98%, 增长幅度为历年最大。保健品行业渗透率在健康素养水平提升的大环境下, 将会有进一步提升的空间。

图表 15 各年龄段保健品渗透率, %

图表 16 中国健康素养水平, %



资料来源: IQVIA, 华安证券研究所

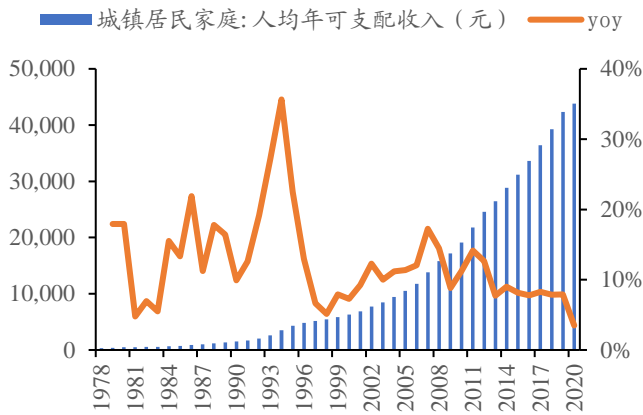
资料来源: 国家卫健委, 华安证券研究所

2.2 消费频次高, 下游集中度低

保健品消费具有粘性, 频次与复购率较高。不同于快消品的易冲动型消费, 消费者对于保健品的选择在进行决策时考虑流程更为复杂, 一旦形成消费决策, 用户习惯便不会轻易更改。同时, 由于保健品需要每日服用, 日常使用频次高, 需求刚性, 复购率强。另外, 对比药品, 保健品“无害”特征, 使其在功能性细分领域上容

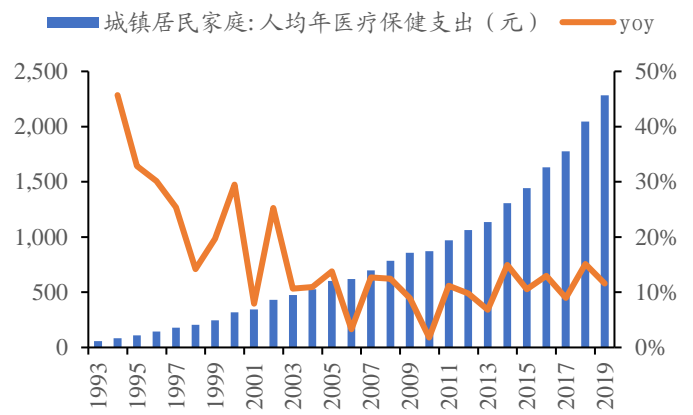
易吸引到更多的客户群体。我国广阔的人口基数，与消费者日渐提升的健康意识，为保健品渗透率的提升形成利好因素共振，保健品也将在大众市场获得规模效应。

图表 17 城镇居民家庭人均年可支配收入及 YOY



资料来源: Wind, 华安证券研究所

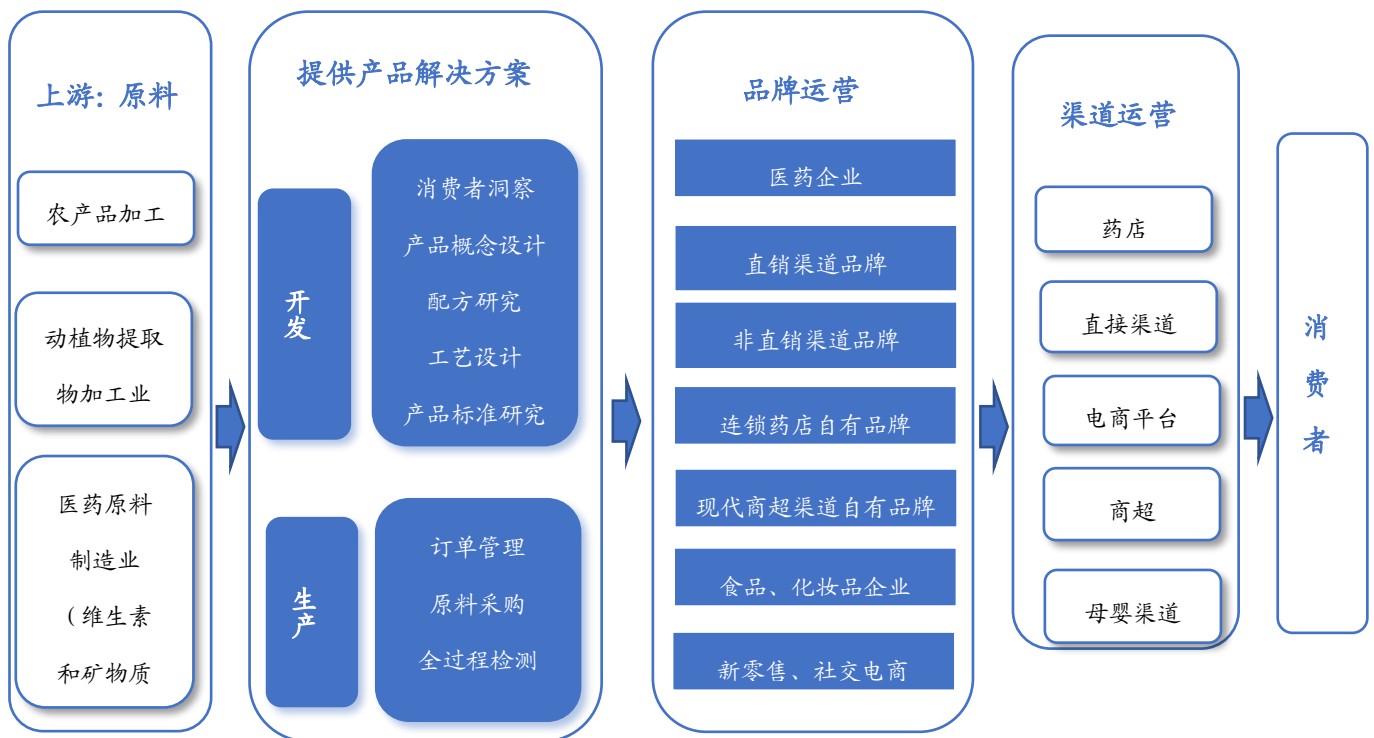
图表 18 城镇居民家庭人均年医疗保健支出及 YOY



资料来源: Wind, 华安证券研究所

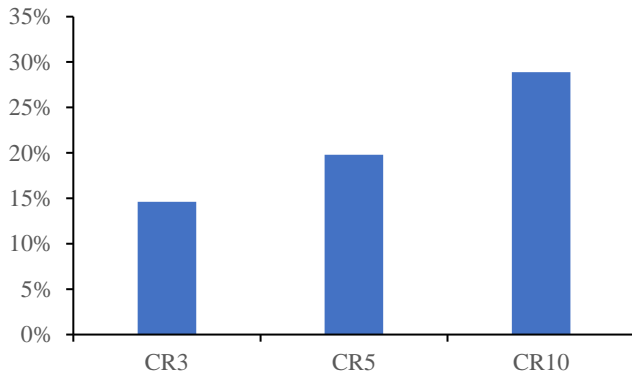
保健品下游品牌繁多，行业市场集中度较低。我国保健品市场行业竞争格局分散，主要是因为我国早期未对保健品市场设定严格的监管政策，所以行业存在准入门槛较低、利润较高、注册审批时间较药品短等问题。此外，“蓝帽子”监管制度的不合理性，导致大量低质保健品企业通过“贴牌”形式进入市场，不仅造成消费者对保健品的信任度大打折扣，更稀释了保健品行业市场集中度。根据 Euromonitor 显示，2019 年我国保健品市场 CR3、CR5、CR10 分别占有 14.6%、19.8%和 28.9%的市场份额。行业龙头汤臣倍健、无极限和安利只占据总市场份额的 5.9%、5.3%和 3.4%。

图表 19 健康食品产业链一览



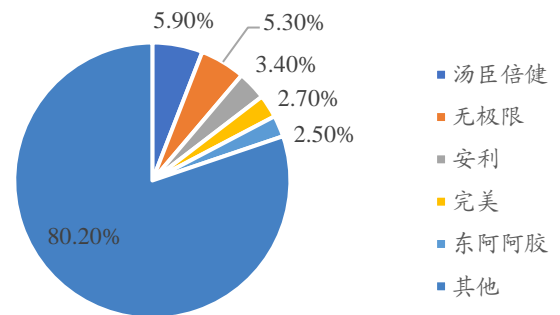
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 20 2019 年中国保健品行业集中度，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 21 2019 年中国保健品品牌市场份额占比，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

2.3 政策引导行业改革，细分市场品类众多

建立监管制度，规范行业发展。早期由于行业监管机制的缺失，中国保健品行业经历了：①野蛮生长时期。保健品行业蓬勃发展，但也伴随着乱象重生；②发展试时期。国家出台相关政策整治行业乱象；③监管加强期。国家加强了双轨制度（注册制和备案制）的监管力度，明确规定医保刷卡类目，且停止发放直销牌照。现阶段的监管力度和相关政策加速了保健行业洗牌，为行业规范发展扫除诸多障碍。

自律+转型打造全新行业形象，头部品牌成最终受益者。自从 2019 年“权健事件”过后，不仅国家加强了保健行业的整治，行业为维护品牌形象和客户信任度，也纷纷采用“自律+转型”的自救模式。由政府和行业内部的整治扫除了行业发展障碍，信任危机的产生使消费者更加青睐合规、合法经营的优质品牌企业，有利于头部企业的发展。

图表 22 中国保健品行业政策环境

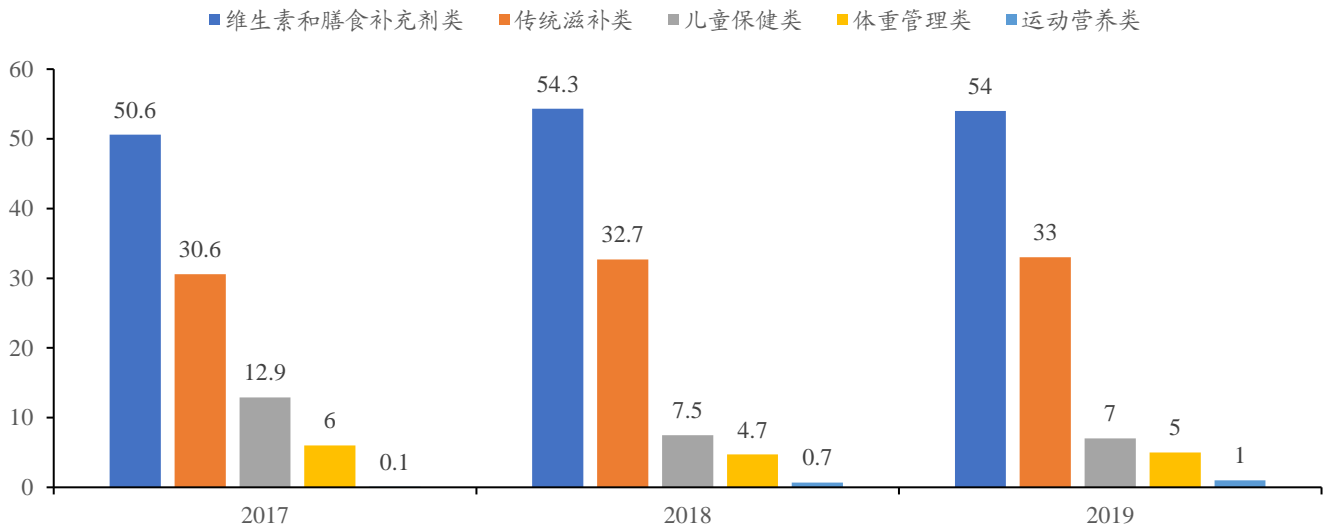
2018 年以前：政策缺失，监管宽松	2018 年以后：完善政策，监管政策
2005.07 《保健食品注册管理办法（试行）》	
2014.02 《中国食物与营养发展纲要（2014-2020）》	
2015.09 新修订版《中华人民共和国广告法》	2018.08 《中华人民共和国电子商务法》
2015.10 新修订版《中华人民共和国食品安全法》	2018.09 《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》
2016.07 《保健食品注册与备案管理办法》	2019.01 保健市场监管百日行动
2017.02 《保健食品备案工作细则》	2019.05 《关于深化改革加强食品安全工作的意见》
2017.07 《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

维生素和膳食补充剂占领细分市场主导地位。目前我国保健市场产品众多，但并没有不同品类的明确定位。据 Euromonitor 对保健市场的定位，我国保健市场分为五大类：维生素和膳食纤维补充剂类、体重管理类、运动营养类、传统滋补类、儿童保健类。从 2017-2019 年不同产品规模占比看，维生素与膳食纤维补充剂

类始终占据主导地位，从 50.6% 上升至 54%；传统滋补类保健品，受益于亚洲饮食文化的影响而常年位于第二位，从 2017 年 30.6% 上升至 2019 年 33%；儿童保健品规模因食品安全问题，近三年有所下滑，但仍然长居第三位，从 2017 年 12.9% 下降至 2019 年 7%。

图表 23 2017-2019 中国保健品行业细分产品规模占比，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

各大企业分庭抗争，抢占细分市场。 保健品行业逐渐从供给驱动转变为需求驱动，不同公司在细分市场抢占一席之地。

从维生素和膳食补充剂市场看，由于其进入门槛低，产品同质化高，可替代性强，导致市场集中度一直处于比较分散的状态。据 2019 年 Euromonitor 统计，该市场龙头企业汤臣倍健占据 10% 市场份额。

从我国体重管理类保健品的竞争格局来看，市场集中度较高。究其原因是由于我国肥胖率偏低，达到肥胖水平占总人数 35%，而美国占据 71%，所以市场企业竞争力较低。龙头企业康宝莱占据半壁江山，拥有 47% 市场份额，CR3 高达 62%。

从运动营养类保健品市场来看，此类市场在我国具有“基数小，成长快”的特点，整体集中度较高，且呈现逐年增强趋势。2019 年西王食品市场份额 29%，具有明显龙头效应，CR3 达到 64%。该保健品功能主要分为塑形增肌、骨骼健康、能量补充三方面。

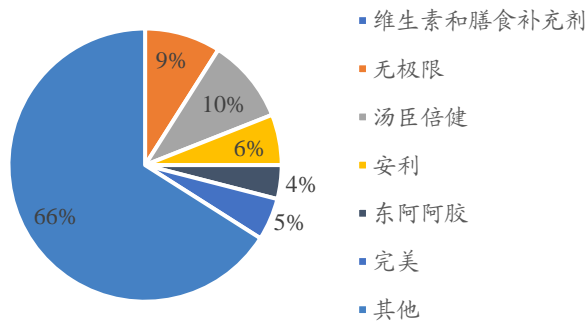
从滋补保健类和儿童保健类市场来看，行业品牌集中度仍然较低，无极限分别占据两大市场 12% 和 13% 的份额。

图表 24 保健市场细分品类

分类	简介
膳食补充剂	多通过口服补充人体必需的营养素和活性物质，提高机体健康水平和降低疾病风险
传统滋补类	补充人体所需物质，通常具有天然、无毒素和副作用的优点
运动营养品	补充运动中消耗的热量，促进新陈代谢、恢复营养等从而改进体质
体重管理类	配合运动及健康生活方式，帮助人们实现体重管理，达到理想体重
儿童保健类	用于补充各种微量元素，用于补钙、健脑和增长智力等作用

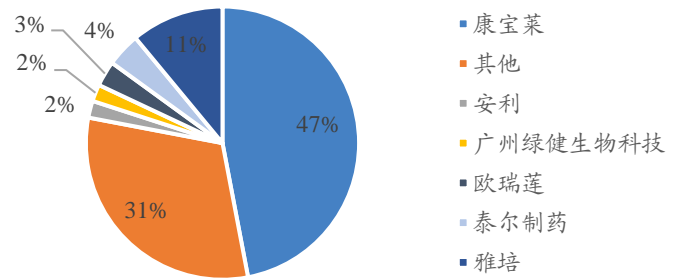
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 25 2017-2019 年维生素和营养补充剂市场份额, %



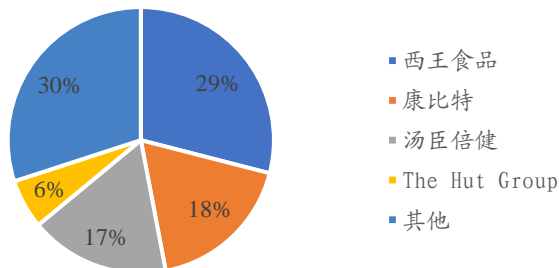
资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

图表 26 2017-2019 年体重管理类保健品市场份额, %



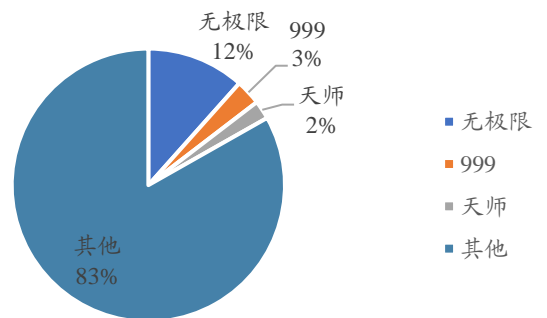
资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

图表 27 2017-2019 年运动营养类保健品市场份额, %



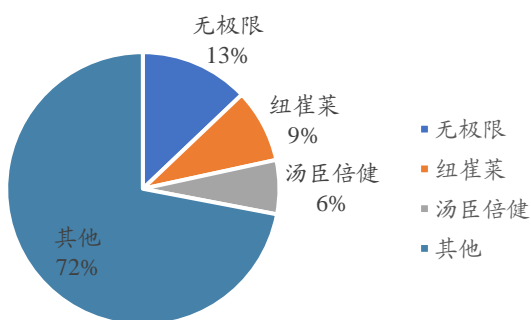
资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

图表 28 2017-2019 年传统滋补类保健品市场份额, %



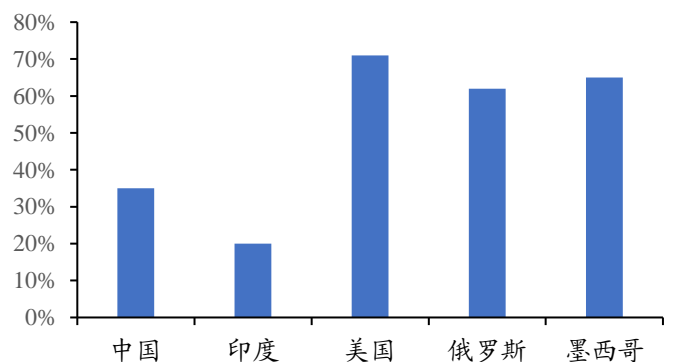
资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

图表 29 2017-2019 年儿童保健类市场份额, %



资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

图表 30 各国肥胖率, %



资料来源: 前瞻产业研究所, 华安证券研究所

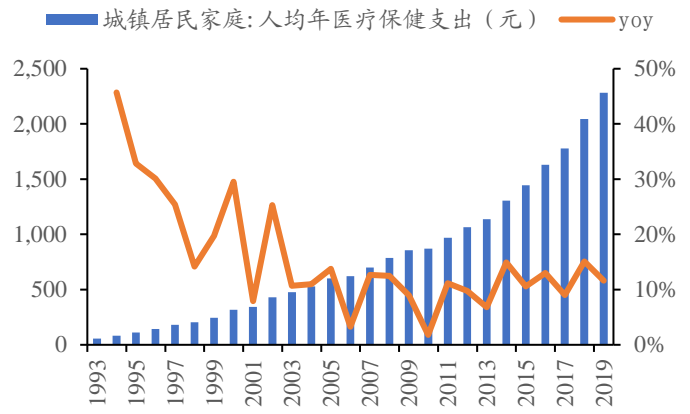
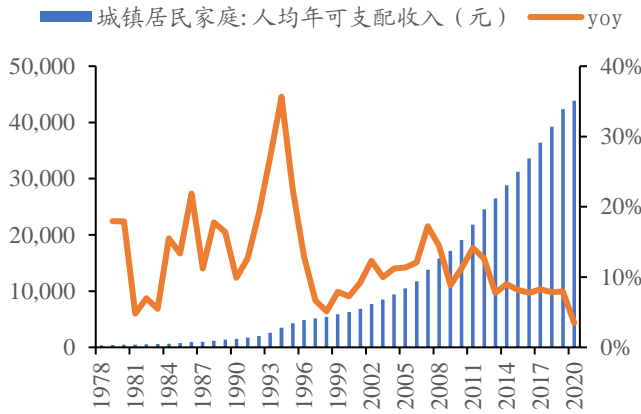
2.4 购买力&消费意识提升, 老龄化加速助力行业扩容

消费水平提升加速消费增长, 消费观念转变释放发展潜力。人均可支配收入持续增加, 人均医疗保健支出逐年攀升。随着社会经济不断发展, 居民消费力逐渐增强, 人均可支配收入从 2010 年 1.91 万元持续增长至 2020 年的 4.38 万元, 年复合

增长率为 8.65%，为消费增长提供有力支撑。与此同时，居民健康意识不断增强，人均医疗保健消费支出从 2010 年的 872 元逐年攀升至 2019 年的 2283 元，年复合增长率达 11.29%，健康意识增强将助力保健品需求提升。消费水平提升叠加消费观念的转变，国民将更愿意为自身健康进行投资，更愿意为安全优质的保健品支付溢价，这将有利于行业潜力的进一步释放。

图表 31 城镇居民家庭人均年可支配收入及 YOY

图表 32 城镇居民家庭人均年医疗保健支出及 YOY



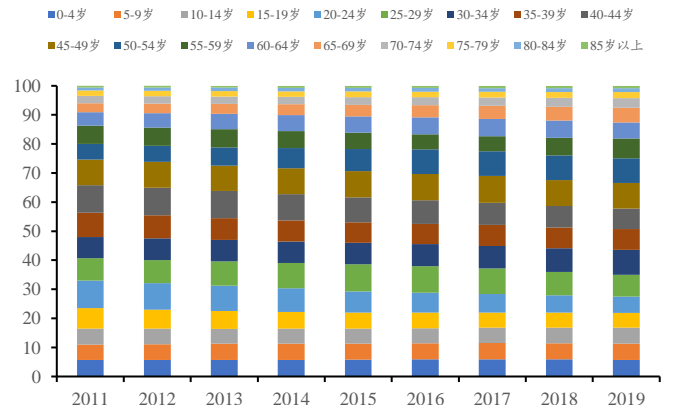
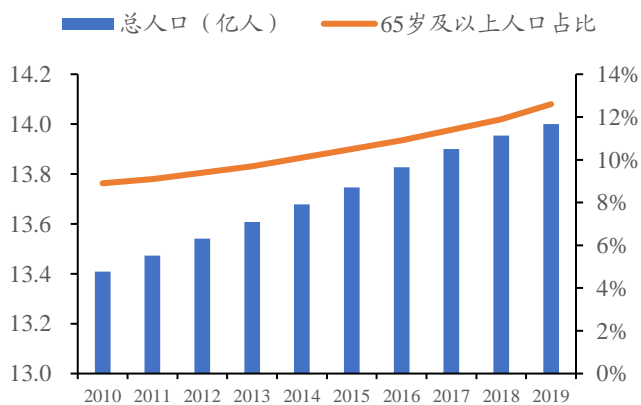
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

老龄化趋势明显，助力行业扩容。近十年来，中国总人口保持上升态势，全国总人口从 2010 年 13.4 亿人上升至 2019 年 14 亿人，其中，65 岁及以上人口上升趋势明显，增速高于全国人口整体增速，65 岁及以上人口占比从 1990 年 5.6% 上升至 2019 年 12.6%。根据 1956 年联合国《人口老龄化及其社会经济后果》的划分标准（当一个国家或地区 65 岁及以上老年人口数量占总人口比例超过 7% 时，则标志进入老龄化），我国于 2000 年进入老龄化，2019 年老龄化现状已远高于国际标准。在 2011-2019 年各年龄段人口占比中，50-54 岁人群及 65-69 岁人群占比增长最为明显，分别从 5.43% 和 3.15% 提升至 8.53% 和 5.05%，老龄化态势加剧。银发一代是消费保健品的主要人群，购买人数的增加是行业增长的主要驱动因素，在老龄化背景下，该群体基数的增加将推动保健产品需求提升，助力行业扩容。此外，随着国家医疗水平的进步和国民生活条件的改善，居民健康水平不断提高，人均寿命不断延长，1990-2019 年中国居民预期寿命从 69.145 岁增长至 77.3 岁，人均寿命的提升有助于延长使用保健产品的时间，为行业提供增长动力。

图表 33 2010-2019 年中国人口数量及人口结构变化

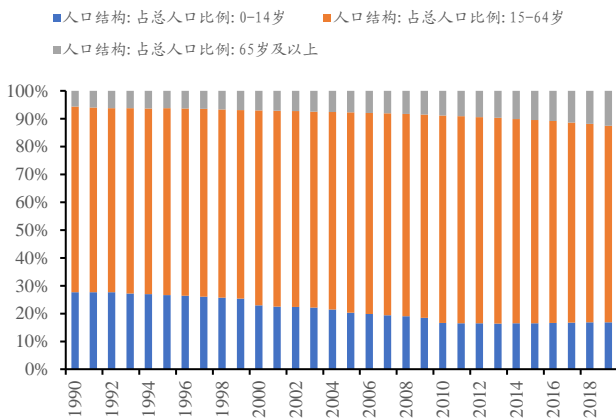
图表 34 2011-2019 年各年龄段占人口比例，%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

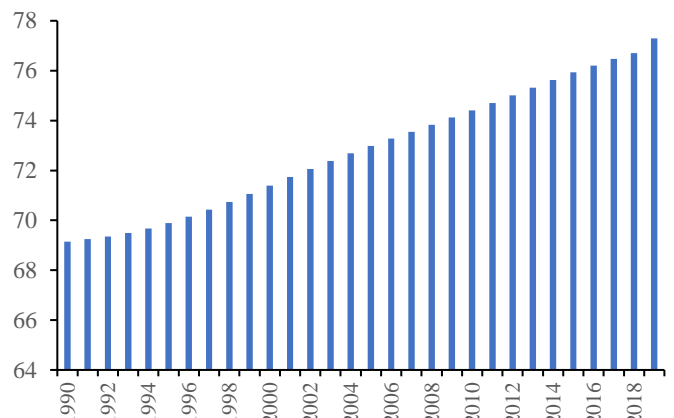
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 35 1990-2019 年我国人口结构变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 36 1990-2019 年中国居民预期寿命变化

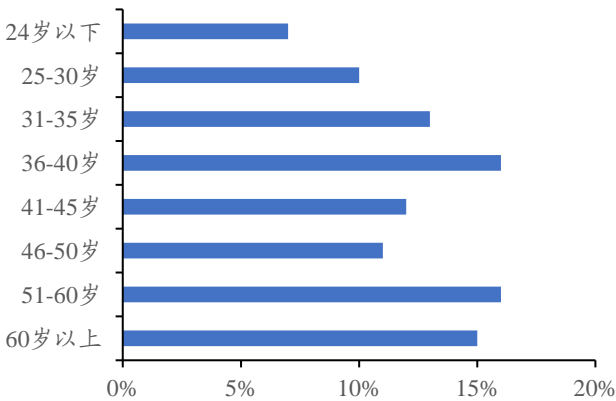


资料来源：国家卫生健康委员会。国家统计局，华安证券研究所

2.5 迎合年轻人消费需求，产品更加多样化

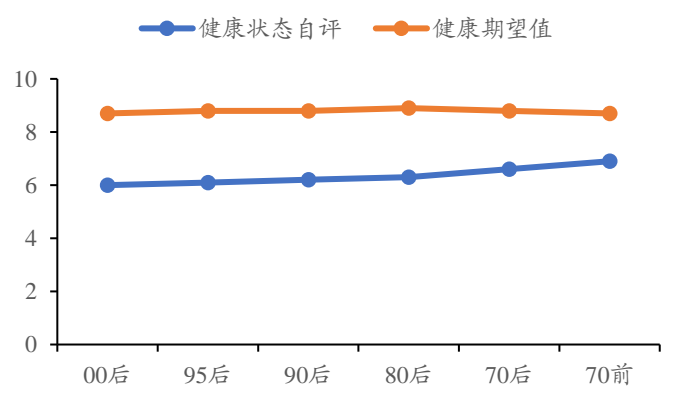
消费需求年轻化。近年来，年轻消费者的健康意识不断增强，养生潮流在年轻一代中兴起，“保温杯里泡枸杞”、“威士忌里加党参”等“朋克养生”方式火爆，90后和Z世代消费人数占比持续增长，成为继中老年人之后的又一核心驱动人群，消费群体日益壮大，年轻化趋势明显，使用人群从中老年向各年龄段拓展，保健行业进入发展新阶段。《2020国民健康洞察报告》数据显示，年轻一代对健康期望值较高，健康自评分数最低，而70前群体对健康期望值略低，但健康自评分数最高，可见年轻一代已成为当下最焦虑自身健康状态的群体，对保健产品的需求愈加明显。

图表 37 保健食品消费人群年龄分布



资料来源：新华网，华安证券研究所

图表 38 2020 年不同年龄人群的健康自评得分



资料来源：《2020国民健康洞察报告》，华安证券研究所

保健产品零食化、即食化、轻量化。随着生活节奏逐渐加快，“方便、高效、直接”的保健食品更容易获得年轻人的青睐，保健食品使用场景逐渐日常化，产品形态逐渐零食化、轻量化，随时“补充”营养已成为年轻人的生活常态。从接受新鲜事物的角度来说，年轻一代更愿意尝鲜，且愿意为“有趣、新鲜、好玩”的保健食品买单，多维软糖、酸奶冻干、酵素果冻、代餐奶昔、水果味钙片等具有零食形态的保健品受到越来越多年轻人的喜爱。CBNData 数据显示，MAT2020 天猫不同形态的膳食保健品中，软糖和果冻位于消费增速排名第一和第二，增速远超其他传统产品形态。

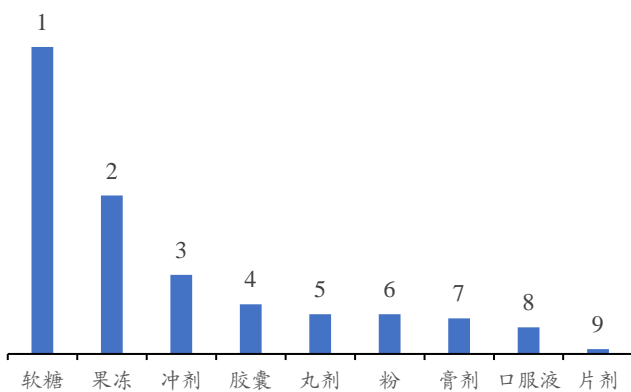
此外，保健产品口味日益丰富，2020年国产保健食品备案中标示产品口味的产品合计368个，占到了整个国产保健食品备案数量的28%，涉及近20种口味。口味丰富、方便即食、有趣好玩的保健食品刺激了年轻人的消费需求，在市场上大受欢迎。

图表 39 保健产品形态零食化

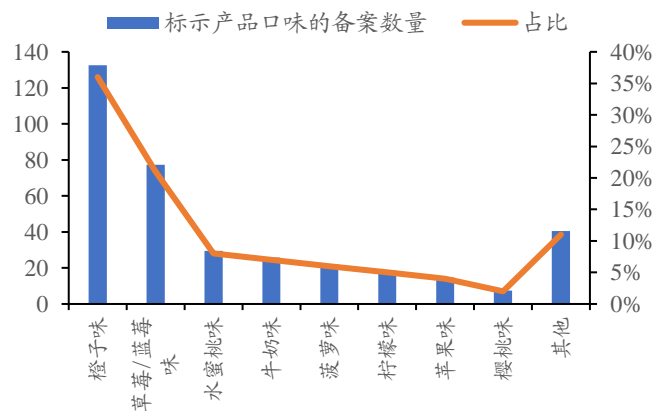
益生菌/维生素软糖	酸奶冻干	酵素果冻	代餐奶昔	水果味钙片
				
益生菌每日坚果	有机牛奶	巧克力	乳清蛋白威化饼	枸杞茶
				

资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表 40 MAT2020 天猫不同形态膳食保健品消费增速排名 图表 41 2020 年国产保健食品备案中标示产品口味的产品




资料来源：CBNData，华安证券研究所



资料来源：中国营养保健食品协会，华安证券研究所

销售渠道数字化，保健功能多样化。销售模式助推保健行业发展。许多商家加快以消费者为中心的电商数字化建设，从会员数字化、媒体投放数字化、再到电商渠道数字化，全路径全面铺开，提高电商媒体投放和营销的精准度，提升获客、转化的效率，利用数字化的趋势寻找业务增长点，发现新消费群体，解决保健消费品领域的刚需。在疫情大背景下，“面对面”的销售方式受到限制，客观上也要求企业去主动探索和开拓新的营销方式。在不同养生场景下，除基础营养补充之外，消费者会针对性摄入不同细分功能的保健品，保健食品也从慢病管理、补充营养素等传统功能向助眠、护肤、健身等功能快速延伸。

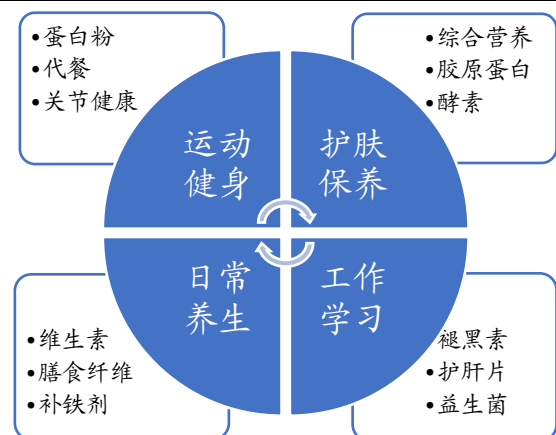
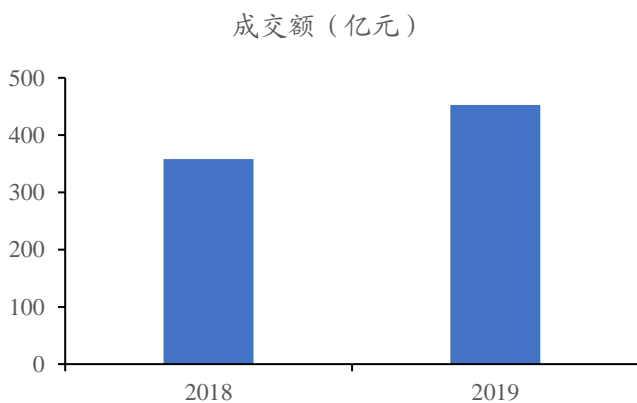
图表 42 行业子品类和销售渠道不断扩大

子品类	类别	功能性成分	剂型	销售渠道	代表产品
钙片	传统保健品	碳酸钙	片剂	药店	
鱼油软胶囊	传统保健品	天然鱼油	软胶囊	电商	
轻食代餐粉	功能性食品	圆苞车前子壳粉、抗性糊精	粉剂	超市	
功能性软糖	功能性食品	叶黄素酯	软糖	新零售	
口服液	功能性食品	GABA	口服液	电商	

资料来源：仙乐健康官网，华安证券研究所

图表 43 2018 和 2019 年电商平台保健类产品成交额

图表 44 不同细分功能的保健品



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

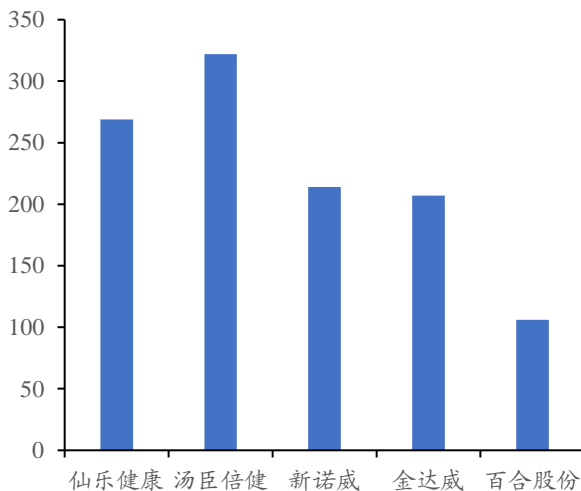
资料来源：《90 后养生消费趋势洞察》，华安证券研究所

3 剂型批文丰富，研发综合效率突出

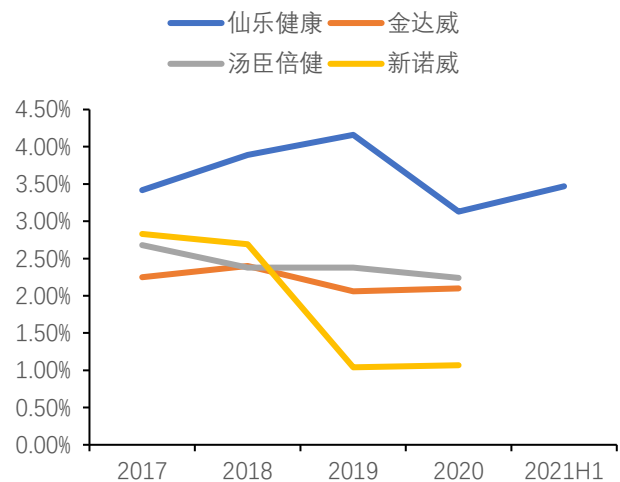
3.1 研发投入较高，技术功底深厚

产品研发投入较高，竞争壁垒优于同业。公司拥有 14 项自主研发的核心技术，4000 多种产品配方，公司获得国内外共计 11 项认证，相比同业具有更高的研发护城河壁垒。具体来看：①**费用投入高**：公司研发费用投入力度较大，占比总营收比重较高并逐年增加。2020 年，公司研发投入达 0.65 亿元，占比 3.13%，在可比公司中位居前列；②**研发人员数量多**：2020 年，公司研发人员达 269 人，仅低于品牌商汤臣倍健，是直接竞争对手威海百合的 1.5 倍；③**股权激励积极**：公司对核心技术人员进行充分激励，2020 年与 2021 年两次股权激励 60 人中有 44 人为核心技术研发人员；④**研发中心布局广**：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，近期两次分别募资约 1 亿元加大汕头与马鞍山研发中心建设，引进高端研发人员，加强团队在功效物料研究、配方研究与功效体感方面的科研能力，以更快速响应客户需求；⑤**携手高校和其他企业加强研发**：与华南理工大学、江南大学、广东药科大学、广东以色列理工学院合作开展膳食补充剂用原料、营养健康食品相关动物学实验等研究。公司也与优秀供应商企业开展外部创新项目，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。

图表 45 2020 年仙乐健康研发人员数量领先可比公司



图表 46 仙乐健康研发费用率高于可比公司



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 47 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	201 年至今
食品补充剂注册证书 (Ayanda)	Landreis 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、华安证券研究所

3.2 剂型多样，产销稳定

批文品类多，竞争优势凸显。保健食品在生产销售上需取的相关批文，如未在备案名录的品类需要花费数年审批时间获得批文，在备案名录的成熟品类则要数月时间申请。因此，保健食品注册证书在时间和资金上均需消耗大量投入，是彰显保健品企业研发与综合实力差异性的重要体现。注册批文门槛难度呈现上升趋势，对于产品开发与文献研究深度均具有更严格要求。截至 2021 年 9 月底，仙乐健康共拥有 128 个保健食品证书，领先同类竞争对手代工厂商威海百合与艾兰得，仅低于品牌商同仁堂和汤臣倍健，但高于哈药集团。批文衍生出 4000 多种成熟产品配方，全球供应商体系提供 2000 多种原料储备，彰显批文储备带来的先发优势，并赋能到快速更新迭代的功能性食品生产环节，提升公司的综合实力与竞争差异。

图表 48 行业内主要玩家对比

公司	规模 (亿)	主要客户	主要剂型	主要市场&方向	销售区域	主要特点
仙乐健康	20.7	B	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、口服液等	传统保健品&功能性食品	国内+海外	快速响应 (研发+生产)、规模化、全球布局
艾兰得	N/A	B+C	粉剂、胶囊、片剂、软糖等	传统保健品&功能性食品	海外+国内	全球布局、研发优势
威海百合	5.8	B(中小客户)+C	软胶囊、片剂、粉剂、硬胶囊等	传统保健品	国内+海外	快速响应 (研发+生产)
大江生医	20	B(大客户)	粉剂、口服液等	功能性食品(瘦身美肌)	国内+海外	研发优势

杭州衡美	<5	B (新锐品牌)	粉剂	功能性食品(体重管理)	国内	细分定位、产品创新
宁波吉典	<5	B	软糖	功能性食品	国内	软糖为本、不断壮大

资料来源: Wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 49 《保健食品注册和备案管理办法 (2016 年)》保健食品注册程序



资料来源: 中国营养保健食品协会, 华安证券研究所

图表 50 行业保健食品注册和备案数量统计

公司	注册证书	备案证书	总计数目
仙乐健康	128	97	225
同仁堂集团	144	20	164
汤臣倍健	142	112	254
海王生物	71	104	175
哈药集团	88	32	120
威海百合	72	484	556
艾兰得	42	72	114

资料来源: 国家市场监督管理总局数据库, 公司公告, 华安证券研究所

剂型丰富, “快反”效率高。公司在传统剂型软胶囊的基础上积极布局创新剂型软糖、功能饮品、粉剂等, 在产品品类丰富程度上优于同类, 剂型多样满足不同消费者需求。公司软胶囊技术是中国保健食品应用的引领者, 2016 年公司外延收购 Ayanda 进一步巩固软胶囊领先地位, 进入欧洲主流保健食品品牌赛道, 全球化布局加速。软胶囊为公司主要产品剂型, 该品类 2020 年实现营收 8.83 亿元, 全球市占率为 5.3%。软糖为公司第二大剂型, 2020 年营收 3.27 亿元, 同比增长 180%。粉剂为公司第三大剂型, 粉剂中的固体饮料益生菌、蛋白质、DHA 钙粉等符合行业发展趋势, 增速较好。功能饮品全年营收 1.83 亿元, 同比增长 390%。公司八大剂型规模化优势, 能够对市场创新剂型的扩张需求做出迅速响应, 缩短合作到产品供应耗时。功能性食品本质上是快消品, 产品更新迭代速度较快, 具有规模化与创新研发能力的仙乐具备核心竞争力。

图表 51 公司 8 大产品剂型与 5 大产品品类

产品剂型



软胶囊



索怡®植物胶软胶囊



益生菌



萃怡™营养软糖



片剂



粉剂



硬胶囊



营养饮品

产品品类



女性系列



体重管理与运动营养



基础营养



保健食品



益生菌与肠道呵护

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 52 仙乐产品剂型展示图

<p>软胶囊</p> 	<p>片剂</p> 	<p>软糖</p> 
<p>粉剂</p> 	<p>硬胶囊</p> 	<p>口服液</p> 

资料来源：招股书、华安证券研究所

产销稳定，产品售价同比有所下降。公司依据客户合同订单进行生产，产销比常年稳定在 100%左右。2021 年上半年，公司软胶囊、片剂、粉剂、软糖、口服液产销比分别为 83.83%、96.11%、113.64%、104.58%、108.17%。公司产品附加值高，粉剂销售单价同比下降较大。2020 年，公司软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品平均销售价分别为 155.56 元/千粒、169.56 元/千片、119.96 元/千克、206.68 元/千粒，2060.11 元/千瓶，软胶囊同比增长 4.45%，片剂、粉剂、软糖、功能饮品价格分别同比下降 3.72%、36.0%、2.02%、22.58%；其中，粉剂单价 2020 年比 2019 年降低 36.00%，主要系产品结构变化所致。

图表 53 2020 年仙乐健康功能型食品主要剂型产销率及收入推算

产量	产销率	产能利用率 (Q1-Q3)	销量	收入	设计产能 (2021)	满产状态下 收入预测
----	-----	------------------	----	----	----------------	---------------

软糖	17.77 亿粒	89.11%	155.4%	15.8 亿粒	3.27 亿	28.54 亿粒	6 亿
粉剂	2733 吨	95.2%	151.8%	2602 吨	3.12 亿	4982.98 吨	6 亿
功能饮料	10877 万袋	81.71%	145.6%	8880 万袋	1.83 亿	23100 万袋	5 亿

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 头部客户背书，新建产能逐步释放

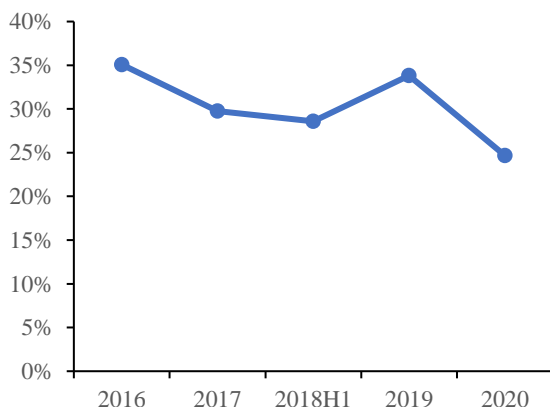
知名客户深度绑定，海外经验丰富。公司自 2002 年开始从事营养保健品行业出口，与国内外多个大型头部保健品与功能食品企业建立长期稳定深度合作关系。全球前十大保健品直销品牌企业中有 9 个是公司的合作客户，公司合作的国际企业包括辉瑞、拜耳、葛兰素史克等药企巨头，也包括食品企业安利、雀巢、玛氏等。国内连锁药店，食品乳制品公司安琪酵母、蒙牛等优质客户均与公司有长期合作关系，为公司进行品质背书，促使公司不断吸引新的快消客户。其中，辉瑞制药为公司第一大客户，收入占比 8.51%，公司在 2016 年将自有品牌广东千林出让给辉瑞制药，与辉瑞签订 10 年合作期协议供应广东千林指定产品。优质合作客户促使公司不断加强自身市场竞争力，洞察市场变化趋势与技术变化。

图表 54 分渠道头部客户列举

行业	头部客户
直销	全球前 10 强中：美乐家、安利、葆婴、玫琳凯等 9 家
药研	全球前 5 强中：辉瑞、葛兰素史克、拜尔
食品饮料	全球前 10 强中：玛氏、雀巢等 3 家
乳制品	全球前 4 强中：蒙牛、伊利等 3 家
连锁药房	全球前 5 强中：益丰、老百姓等 5 家
新零售	姿美堂、名创优品、KEEP 等

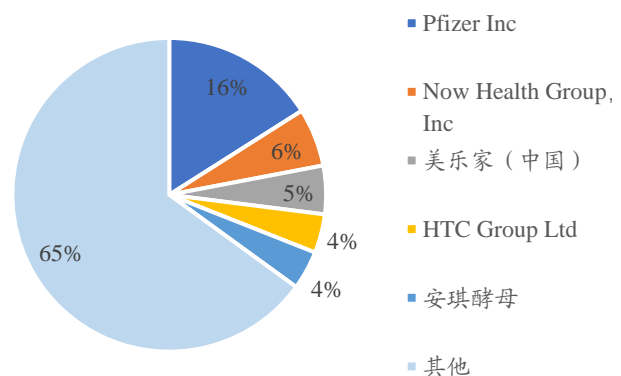
资料来源：公司官网、渠道调研、华安证券研究所

图表 55 前五大客户销售额占总销售额比重



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 56 2019H1 公司前五大客户收入占比



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司产能利用率高，新剂型产能逐步释放。公司原有产能基本处于满负荷运营状态中，新建软糖和功能饮品产能储备充足。①软糖：马鞍山生产基地原有 24 亿粒

营养软糖项目于 2018 年四季度投产，扩产项目全部满产可新增 26 亿粒营养软糖产能，其中 8 亿粒产能已于 2021 年 1 月份投产，18 亿粒预计 2021 年下半年投产。全部产能满产后软糖生产将达 50 亿粒以上，预计净增收入超 8 亿元；② **粉剂**：2020 年 Q4 瓶装代餐生产线项目投产，年产 3,400 万瓶；2020 年 8 月，马鞍山生产基地二期项目 6.3 亿袋粉剂投产；③ **口服液**：2020 年，马鞍山生产基地新建口服液生产线产能共 8000 万袋，2021 年将新增 8000 万袋产能。

图表 57 仙乐健康各剂型产能情况

剂型	设计产能	实际产能	在建产能
软胶囊 (亿粒)	82.2	65.76	3.78
片剂 (亿片)	40	30	-
粉剂 (吨)	4982.2	3986.39	-
软糖 (亿粒)	28.54	21.6	8
功能饮料 (百万瓶/百万袋)	177	146	54

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

仙乐健康作为全球保健品与功能食品 ODM 龙头，拥有国际知名合作客户信誉背书，享受功能食品行业增长红利。我们的盈利预测主要基于仙乐健康的两大部分产品收入，传统保健品与创新剂型产品，公司各分部收入假设如下：

我们假设：

1、传统保健品（软胶囊&片剂）：对比欧美市场，国内保健品行业渗透率仍存在较大提升空间。下游品牌商较为分散，且用户对于产品细分化需求严苛，因此公司作为头部代工企业将受益于行业发展红利，保持高个位数增长，我们预计软胶囊与片剂 2021-2023 年将实现营收 12.61 亿元、13.46 亿元、14.34 亿元。

2、创新剂型产品（粉剂、软糖、口服液等功能食品）：消费升级与科学健康意识提高背景下，消费者对于自身健康管理及抗衰老需求提高：

(1) 粉剂：轻食、代餐粉等成为体重管理新风尚，有益肠道健康的益生菌食品已广受消费者欢迎，我们预计粉剂 2021-2023 年将实现营收 3.94 亿元、4.92 亿元、6.10 亿元；

(2) 软糖：易被不同年龄段消费者接受，国内行业增长迅猛，公司现拥有 500 多个软糖配方存在巨大发展空间，我们预计软糖 2021-2023 年将实现营收 5.07 亿元、7.36 亿元、9.93 亿元；

(3) 口服液：近 5 年，女性健康食品行业 CAGR 达 9%，美丽经济与女性客群对胶原蛋白、酵素及助睡眠产品需求旺盛，我们预计口服液 2021-2023 年将实现营收 3.02 亿元、4.68 亿元、6.78 亿元。

3、其他剂型与其他业务：在专业化分工背景下，我们预计其他业务 2021-2023 年

将实现营收 0.77 亿元、0.85 亿元、0.94 亿元。

图表 58 公司主营业务收入拆分

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1595.40	1597.56	2066.8	2540.5	3126.1	3808.2
YoY	19.91%	-0.99%	30.85%	22.92%	23.05%	21.82%
毛利率	34.66%	32.94%	32.60%	33.34%	32.88%	32.41%
毛利	553	520.4	673.8	846.9	1028	1234.1
软胶囊						
营业收入	870.49	822.56	883.1	940.5	997.0	1056.8
YoY	8.78%	-5.51%	7.36%	6.50%	6.00%	6.00%
毛利率	31.01%	30.22%	26.74%	29.50%	29.50%	29.50%
毛利	269.9	248.6	236.2	277.5	294.1	311.8
片剂						
营业收入	256.30	266.04	291.1	320.2	349.0	377.0
YoY	29.09%	3.80%	9.42%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	42.97%	45.42%	49.41%	48.00%	47.00%	46.00%
毛利	110.1	120.8	143.8	153.7	164.0	173.4
粉剂						
营业收入	278.26	240.59	312.11	393.3	491.6	609.6
YoY	54.41%	-13.54%	29.73%	26.00%	25.00%	24.00%
毛利率	26.92%	27.76%	23.67%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利	74.9	66.8	73.9	98.3	122.9	152.4
软糖						
营业收入	84.15	116.75	327.2	507.2	735.5	992.9
YoY	-6.49%	38.74%	180.28%	55.00%	45.00%	35.00%
毛利率	38.19%	15.38%	38.17%	38.00%	37.50%	37.00%
毛利	32.1	18.0	124.9	192.7	275.8	367.4
口服液						
营业收入 (百万元)	33.00	48.25	182.9	301.8	467.8	678.4
YoY	48.04%	46.23%	279.11%	65.00%	55.00%	45.00%
毛利率	15.57%	20.50%	26.97%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利	5.1	9.9	49.3	75.5	117.0	169.6
其他剂型						

营业收入 (百万元)	17.00	27.42	32.98	36.3	39.9	43.9
YoY		61.32%	20.27%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	53.27%	44.19%	45.42%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利		12.1	15.0	16.3	18.0	19.8
其他业务						
营业收入 (百万元)	56.21	57.94	37.42	41.2	45.3	49.8
YoY	132.14%	3.09%	-35.42%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	92.00%	76.34%	82.29%	80.00%	80.00%	80.00%
毛利	51.7	44.2	30.8	32.9	36.2	39.8

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

4.2 投资建议

对比同类公司，仙乐健康规模大、剂型丰富、研发能力强，龙头优势显著。功能食品行业需求旺盛，产业链下游行业分散，专业化分工成趋势，上游代加工企业确定性高。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 25.40 亿元、31.26 亿元、38.08 亿元，同比增长 22.9%、23.0%、21.8%，对应归母净利润 3.18 亿元、4.16 亿元、5.30 亿元，同比分别增长 23.5%、30.9%、27.4%，对应 EPS1.77 元、2.31 元、2.95 元。我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，目标价格 69.3 元，给予“买入（首次）”评级。

图表 59 上市保健品相关企业估值对照表

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2020 年净资产收益率	2019 年净资产收益率
			TTM	21E	22E		
仙乐健康	70.73	20	25.36	22.37	17.17	12.48	12.85
均值	184.46	131.83	27.79	26.71	21.33	12.81	13.61
汤臣倍健	424	223	21.9	23.2	19.2	2.97	24.36
西王食品	53	53	20.2	-	-	8.63	-19.19
嘉必优	52	28	40.7	32.9	23.2	10.18	21.27
同仁堂	454	454	38.6	37.8	33	10.82	10.34
健之佳	53	13	20	17.3	14.1	31.79	32

资料来源：Wind，华安证券研究所。

风险提示：

行业政策风险；市场竞争加剧；食品安全风险；新建产能不及预期；原材料价格波动风险。

财务报表与盈利预测

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1324	1850	2450	3178
现金	217	179	341	488
应收账款	261	432	531	647
其他应收款	3	21	26	31
存货	267	464	575	705
其他流动资产	552	652	852	1152
非流动资产	1326	1284	1250	1179
长期投资	0	0	0	0
固定资产	650	590	530	470
无形资产	129	119	109	99
其他非流动资产	547	575	611	610
资产总计	2650	3133	3701	4357
流动负债	387	401	518	628
短期借款	2	2	2	2
应付账款	200	232	316	388
其他流动负债	186	167	200	238
非流动负债	80	230	260	270
长期借款	0	150	180	190
其他非流动负债	80	80	80	80
负债合计	467	631	778	898
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
留存收益和资本公	2063	2383	2803	3339
归属母公司股东权	2183	2503	2923	3459
负债和股东权益	2650	3133	3701	4357

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	320	-163	165	131
净利润	257	318	416	530
折旧摊销	81	70	70	70
财务费用	5	4	8	9
其他经营现金流	308	868	738	1001
投资活动现金流	-395	-23	-30	9
资本支出	-223	-7	-5	45
长期投资	-190	-20	-30	-40
其他投资现金流	18	4	4	5
筹资活动现金流	-93	146	22	1
短期借款	-33	0	0	0
长期借款	-32	150	30	10
其他筹资现金流	-35	-4	-8	-9
现金净增加额	-180	-38	161	147

资料来源:公司公告,华安证券研究所

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2067	2540	3126	3808
营业成本	1393	1694	2098	2574
销售费用	122	140	172	190
管理费用	194	229	266	305
财务费用	3	22	26	26
营业利润	316	374	462	589
利润总额	312	374	462	589
所得税	55	56	46	59
净利润	257	318	416	530
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	318	416	530
EBITDA	361	441	527	647
EPS (元)	2.14	1.77	2.31	2.95

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	30.8%	22.9%	23.0%	21.8%
营业利润	108.1%	18.5%	23.6%	27.4%
归属于母公司净利	80.6%	23.5%	30.9%	27.4%
获利能力				
毛利率 (%)	32.6%	33.3%	32.9%	32.4%
净利率 (%)	12.5%	12.5%	13.3%	13.9%
ROE (%)	11.8%	12.7%	14.2%	15.3%
ROIC (%)	10.4%	11.7%	13.1%	14.1%
净负债比率 (%)	21.4%	25.2%	26.6%	26.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	17.6%	20.1%	21.0%	20.6%
净负债比率 (%)	21.4%	25.2%	26.6%	26.0%
流动比率	3.42	4.62	4.73	5.06
速动比率	2.67	3.20	3.38	3.69
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.81	0.84	0.87
应收账款周转率	7.91	5.89	5.89	5.89
应付账款周转率	6.98	7.30	6.64	6.64
每股指标 (元)				
每股收益	2.14	1.77	2.31	2.95
每股经营现金流	1.78	1.89	2.12	2.32
每股净资产	12.13	13.90	16.24	19.22
估值比率				
P/E	25.32	26.02	19.88	15.60
P/B	2.12	3.31	2.83	2.39

分析师简介

分析师: 王莺, 华安证券农业&中小盘首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。