

产品创新深度绑定客户，产能扩张打开成长空间

2022 年 2 月 24 日

➤ **世界主要 VDS 市场持续扩张，公司份额及规模均有望长期受益。**（1）国内外 VDS 市场处于稳步扩张期，2025 年中国/北美/西欧 VDS 市场规模有望达到人民币 2352/3576/1241 亿元，2022~2025 年平均增速有望达到 5% 左右。（2）公司处于中游合同生产环节，2025 年全球 VDS 代工业务体量有望达到 1200~1500 亿元，公司目前市占率仅为 2% 左右，未来份额有望提高。（3）中国 VDS 市场集中度及渗透率较低，国内市场仍有扩张空间。目前中国 VDS 市场 CR5 市占率仅 30% 左右，各年龄段 VDS 渗透率在 10%-30% 之间，与欧美市场仍有差距，公司有望受益国内 VDS 行业深化发展期的市场红利。

➤ **公司研发能力较强，产品深度绑定下游客户。**（1）公司主要收入来源为合同生产，核心客户为国内外知名 VDS 企业，公司与核心客户绑定较深。2019H1，公司前五大客户是辉瑞/Now Health Group/美乐家（中国）/HTC Group/安琪酵母，2015~2020 年前五大客户收入平均占比为 28.99%。（2）公司研发支出及投入强度位居行业前列。2021H1 公司研发支出/研发费用率分别为 0.40 亿元/3.47%。2020 年公司研发人员数量 269 人，占全体员工比例为 12.30%。公司研发费用投入强度、研发人员规模及占比均处于行业前列。（3）公司手握大量保健食品注册批文，具备较强的研发能力，可与客户协同开发产品。截至 2022 年初，仙乐健康分别拥有保健食品注册批文/备案产品 156/101 款，位于行业前列。

➤ **产能持续扩张，规模效应有望强化。**公司在中国及德国拥有 4 个生产基地，产品剂型丰富，基本涵盖所有主流剂型。2019 年 IPO 募资投向为安徽马鞍山生产基地建设（已投产），主要用于提高包括软糖、粉剂以及口服液等新剂型产能。2020 年公司通过可转债募资 10.25 亿元，投向马鞍山生产基地扩产等项目。马鞍山扩产项目计划新增 26 亿粒营养软糖、2.82 亿袋功能饮品和 5960 吨粉剂产能。其中 8 亿粒营养软糖生产线和 1 亿袋功能饮品生产线已分别于 2021 年 1 月、2021Q4 投产，18 亿粒营养软糖生产线预计将于 2022Q1 投入使用。其他新增产能也将按计划陆续投产。

➤ **投资建议：**公司系功能食品 ODM 龙头企业，产品布局完善。马鞍山基地等新增产能将在 22 年后陆续投产，产能储备充沛。目前公司估值与可比公司相当，略低于其他食品板块平均水平。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 25.27/30.92/37.79 亿元；实现归属上市公司净利润 2.88/3.70/4.70 亿元，对应 EPS 为 1.60/2.06/2.61 元，目前股价对应 PE 为 23/18/14 倍。考虑其他食品行业 22 年平均 20 倍 PE 水平，及公司主业增速高于板块平均水平，给予 2022 年 22XPE 估值，对应目标价格 45.32 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情冲击超预期，下游客户需求不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题，产能扩张不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,067	2,527	3,092	3,779
增长率（%）	30.8	22.3	22.4	22.2
归属母公司股东净利润（百万元）	257	288	370	470
增长率（%）	80.6	11.7	28.7	27.1
每股收益（元）	2.14	1.60	2.06	2.61
PE	17	23	18	14
PB	5.1	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

36.20 元

目标价格

45.32 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

目录

1 公司介绍：国际化研发生产型企业，产品品类丰富	3
1.1 致力技术创新和国际化战略，营收稳步增长	3
1.2 专注研发及代工营养保健食品，境外营收呈增长趋势	4
1.3 股权结构稳定，股权激励保障长远发展	5
2 行业分析：赛道优良，专业分工利好 ODM 龙头	7
2.1 行业规模巨大，VDS 市场集中度较低	7
2.2 市场规模远未达天花板，未来可期	9
2.3 监管严格叠加需求快速迭代，利好龙头企业长期发展	11
3 研发能力超群，深度绑定下游客户	14
3.1 公司处于产业中游，专注于产品开发及生产环节	14
3.2 下游客户多为行业知名企业，公司研发能力较强	14
4 募投计划扩充产能，产能端护航中长期发展	17
4.1 产能利用率处于高位，产能瓶颈急需突破	17
4.2 募投扩产项目，新剂型产能增长迅速	18
5 成本端仍有改善空间，规模效应有望进一步显现	20
5.1 制造费用及直接人工占比仍有改善空间	20
5.2 规模效应显现后，公司成本结构有望进一步改善	20
6 盈利预测与投资建议	22
6.1 收入预测	22
6.2 估值分析	22
6.3 投资建议	23
7 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

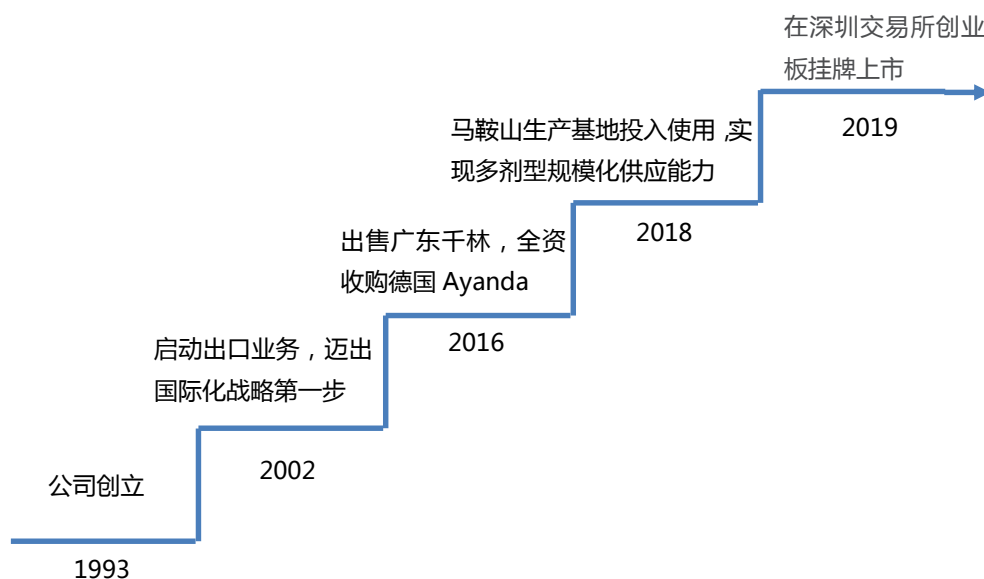
1 公司介绍 : 国际化研发生产型企业 , 产品品类丰富

1.1 致力技术创新和国际化战略 , 营收稳步增长

找准定位, 致力技术创新和国际化战略。公司创立于 1993 年, 以技术创新及国际化为战略导向。2002 年正式启动出口业务, 迈出国际化战略第一步。2016 年出售广东干林 100% 股份并收购欧洲五大软胶囊制造商之一的德国 Ayanda 100% 股份, 助力全球化发展。2018 年马鞍山生产基地投入使用, 公司扩大产能规模, 实现多剂型规模化供应能力。2019 年 12 月, 仙乐健康在深圳交易所创业板挂牌上市, 成为第一家 A 股上市的营养保健食品研发生产型企业。

招股说明书披露, 2016 年公司在以生产厂家口径统计的全国药店零售渠道营养保健食品的总销售额排名行业第二, 仅次于汤臣倍健。仙乐健康在营养保健食品领域深耕多年, 经过二十余年的探索发展, 2020 年仙乐健康致力于深耕营养健康食品的 CDMO 领域 (B 端市场), 业绩稳步增长。

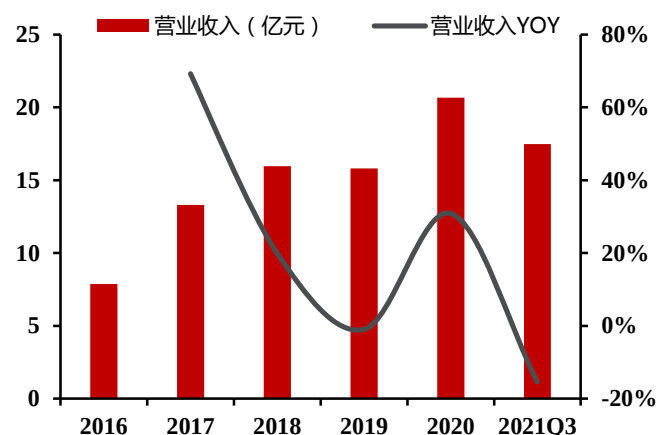
图1：仙乐健康发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

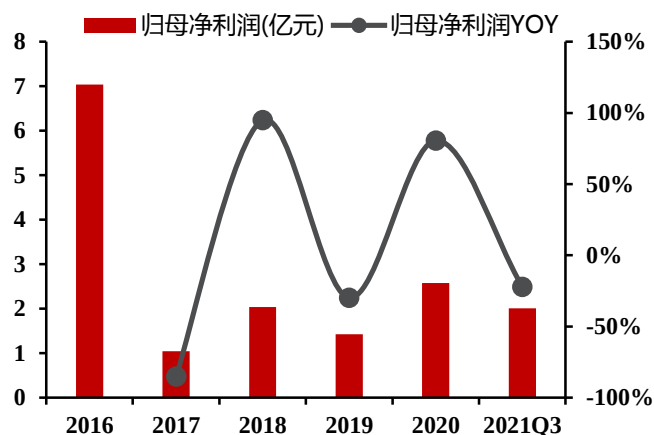
公司上市以来经营业绩稳步向上, 19 年营收受 “百日行动” 影响。2016-2020 年, 公司营收规模从 7.86 亿元上升至 20.67 亿元, CAGR 为 +27.34 % ; 2019 年营收同比下滑, 主要原因是部分客户受保健食品市场 “百日行动” 影响, 导致公司销售未达预期。2016 年由于出售广东干林的投资收益导致当年实现归母净利润达到 7.04 亿元。2017~2020 年, 公司归母净利润稳定增长, 仅 2019 年受 “百日行动” 影响, 有所下滑。

图2：公司营收及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 专注研发及代工营养保健食品，境外营收呈增长趋势

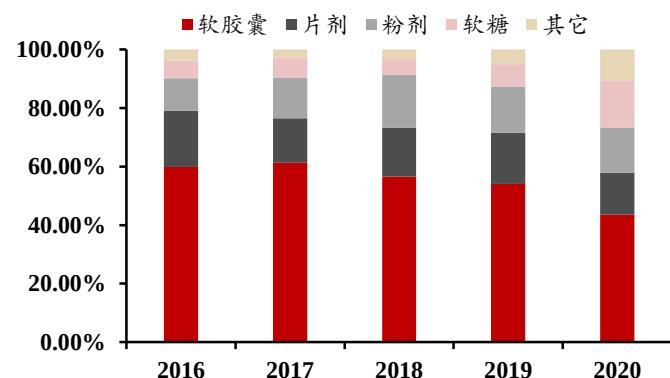
坚持自主开发，境外营收增长迅速。公司以技术创新为战略导向，专注于营养保健食品的研发与生产，进行功能配方的开发和剂型技术的应用研究。自成立以来公司就坚定深耕营养保健食品领域、布局全球化战略，通过并购德国 Ayanda 并建立境外子公司，实现服务本地化。2015 年至 2018 年公司出口额均保持行业第二名。2020 年境外业务实现销售收入 7.88 亿元，同比增长+27.51%。

产品品类逐步增加，毛利率整体较为稳定。公司目前品类丰富，具有超过 4000 个成熟产品配方，超过 120 个保健食品注册证书。按功效程度分包括食品、功能性食品、特膳、保健食品、特医以及药品。按照产品的形态分：可分为软胶囊、片剂、粉剂、软糖和其他共五类，这五类分别占 2020 年公司的营业收入的 43.52%、14.34%、15.38%、16.12%和 10.64%。软胶囊和片剂产品为公司的核心剂型，毛利率长期保持稳定，软胶囊产品的毛利率始终保持在 25%以上。2017-2020 年片剂产品毛利率均保持在 40%以上，呈现增长趋势。粉剂和软糖均为推广产品，粉剂毛利率保持在 25%左右，总体较为稳定。软糖毛利率有所波动，在 2017 年达到 45.83%，2019 年下滑到 15.38%，其余年份均保持在 35%左右。

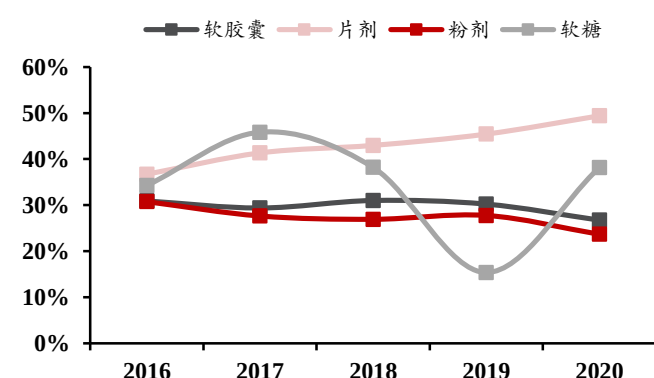
图4：公司主要产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司各品类营收占比情况（按产品形态分）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

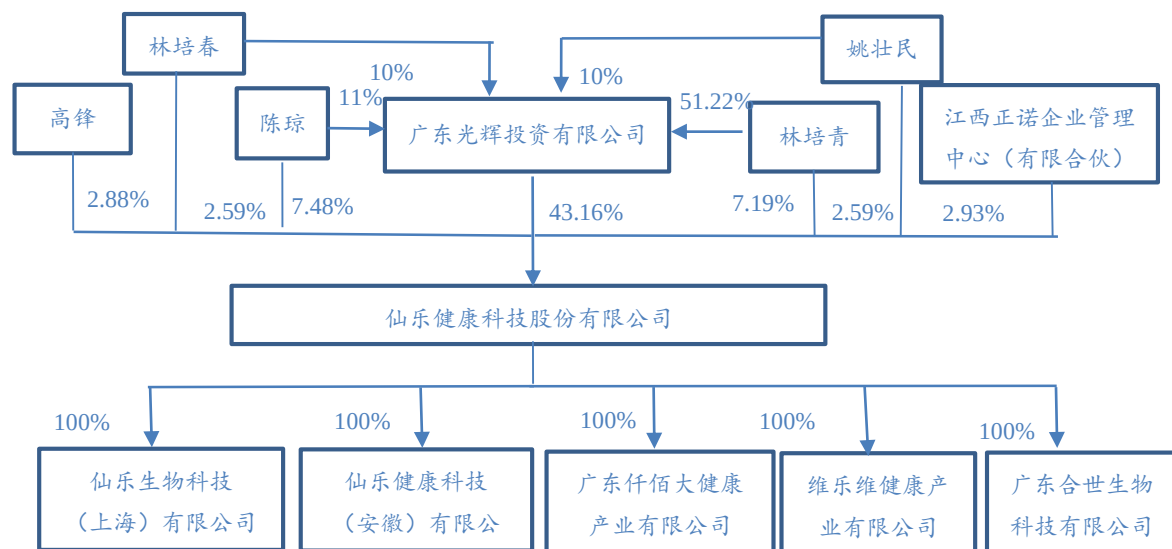
图6：公司各品类毛利率较为稳定


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 股权结构稳定，股权激励保障长远发展

1.3.1 公司管理层高比例持股

公司实控人为创始人林培青和陈琼夫妇。公司公告显示，林培青先生持股比例为 7.19%且兼任公司董事长和总经理，陈琼女士持股比例为 7.48%且为公司副总经理，两者通过广东光辉间接持有公司 26.86%的股份，合计持有 41.53%的股权，高比例的持股保证了公司股权结构的长期稳定。此外多名公司高管也长期持有公司股权，总经理办公室主任高峰、总经理助理姚壮民和副总经理杨睿分别持有公司 2.88%、2.59%和 2.13%股权，位列公司前十大股东，管理层与公司利益深度绑定。林培青近亲属包括其妹林培春、其父林奇雄和其妹林培娜分别持有公司 2.59%、2.01%和 1.73%股份，家族企业利益稳固。

图7：仙乐健康股权结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3.2 股权激励计划充分调动员工积极性

2020 年实施第一轮限制性股权激励，为公司业绩增长提供保障。2019 年公司上市，2020 年实施了第一轮限制性股票激励计划，主要对象为中层管理人员及核心技术（业务）人员，参与人数共 49 人，充分调动员工积极性。激励计划业绩以营业收入增速为考核条件，反映出公司在市场大环境趋严的情形下更加重视公司的营收增长。

2020 年公司营收为 20.67 亿元，同比+30.85%，达到股权激励计划考核目标。根据股权激励方案，公司 2020-21 年营收同比增速不低于 20.83%，公司 21 年前三季度收入增速为 20.27%，尽管前三季度欧洲市场受疫情影响较大，但国内及美洲市场增速平稳，预计公司本年能够完成业绩考核目标。

表1：2020 年限制性股票期权激励计划考核要求

股权激励时间	行权期	行权比例	业绩考核条件
2020 年限制性股票期权激励计划考核要求	第一个行权期	20%	以 2019 年为基数，2020 年营收增长率不低于 20%
	第二个行权期	40%	以 2019 年为基数，2021 年营收增长率不低于 45%
	第三个行权期	40%	以 2019 年为基数，2022 年营收增长率不低于 70%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

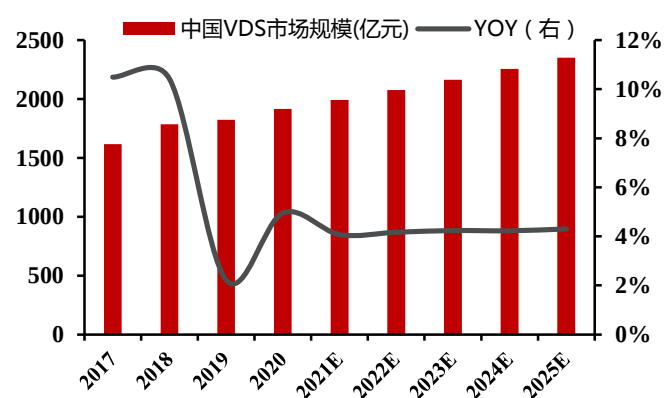
2 行业分析：赛道优良，专业分工利好 ODM 龙头

2.1 行业规模巨大，VDS 市场集中度较低

2.1.1 国内市场广阔，膳食营养补充剂为最大细分市场

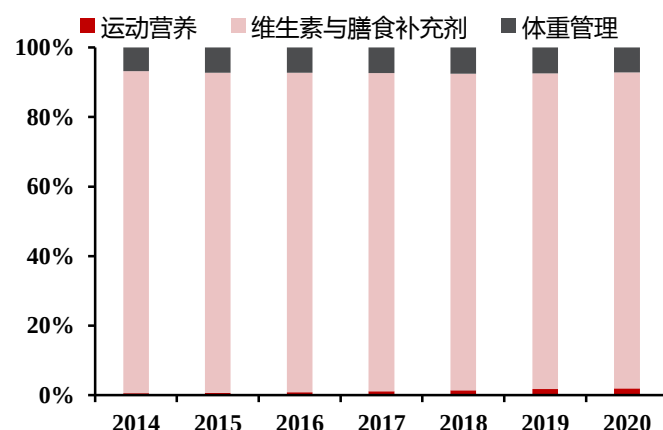
全球第二大膳食补充剂消费市场。保健食品/膳食补充剂 (VDS) 是指适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害的食品。从市场规模来看，中国为仅次于美国的全球第二大保健食品消费市场。2017-2020 年 CAGR 为 7.02%，近 5 年市场规模保持稳健增长，2020 年行业收入达人民币 1824 亿元。受监管政策影响 2019 年行业增速下滑明显，但随着政策影响逐步消化，中国的保健食品市场仍将保持稳定向上的增长。根据欧睿测算，中国 VDS 市场规模在 2025 年将达人民币 2352 亿元，突破两千亿大关。

图8：中国 VDS 市场规模较大



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图9：中国是全球第二大 VDS 市场



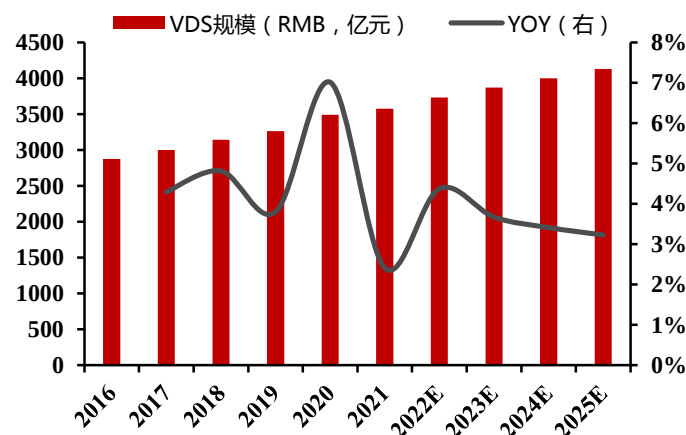
资料来源：Nutrition Business Journal (2018)，民生证券研究院

膳食营养补充剂是保健食品中最大的细分市场。按照欧睿的统计口径，保健食品包括运动营养、膳食营养补充剂、体重管理共三个细分市场。2020 年中国膳食营养补充剂行业收入规模达 1739 亿元，长期占据保健食品 90% 以上的市场份额，是中国保健食品行业最重要的细分市场。在增速上，2017-2020 CAGR 达 6.62%，预计未来 5 年行业有望保持 3.62% 的增长率。

2.1.2 西方成熟 VDS 市场仍保持低速增长，出口市场广阔

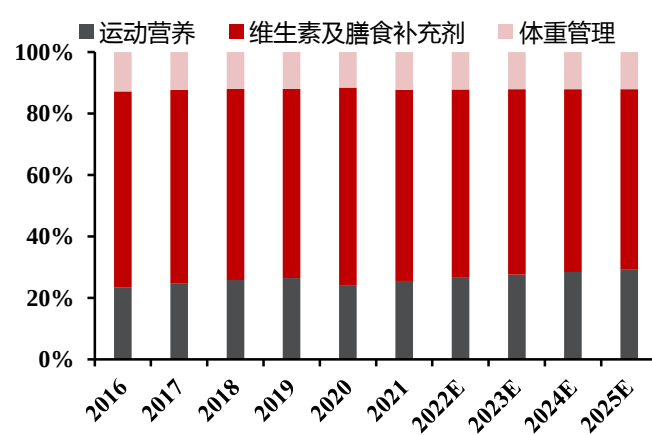
北美市场为全球第一大保健品市场，未来有望保持中低速增长。2017~2021 年，北美市场 VDS 产品的市场平均增速为 4.46%，保持中低速增长。2021 年北美市场 VDS 产品市场规模为 3576 亿元（按照 6.35 汇率折算），目前仍然是全球最大市场。从产品剂型看，三大品类占比较为均衡，运动营养/维生素及膳食补充剂/体重管理的收入占比分别为 25.53%/62.22%/12.25%。

图10：北美为全球最大 VDS 市场



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

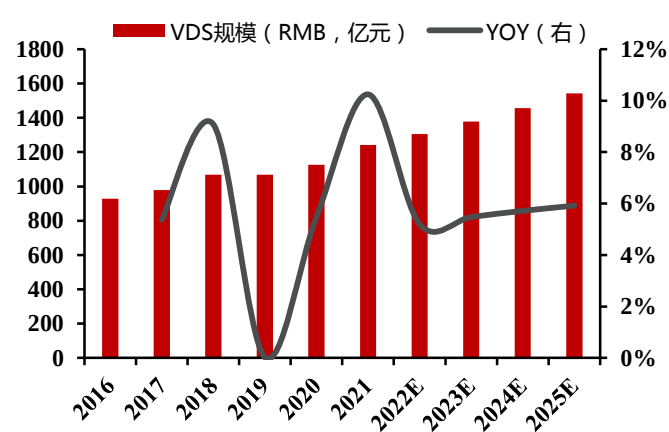
图11：三大品类占比相对均衡



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

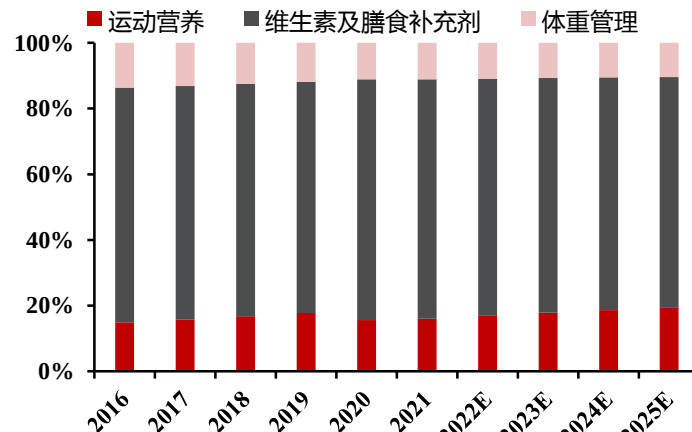
西欧市场规模小于北美及中国市场，但体量仍然较大。2017~2021 年，西欧市场 VDS 产品的市场平均增速为 6.04%，高于北美市场但低于中国市场。2021 年西欧市场 VDS 产品市场规模为 1241 亿元（按照 6.35 汇率折算，2022 年 2 月外汇牌价），体量规模仍然较大。从产品剂型看，西欧市场与中国市场类似，维生素与膳食补充剂品类占据绝对优势，其中运动营养/维生素及膳食补充剂/体重管理的收入占比分别为 16.00%/72.89%/11.12%。

图12：西欧市场较为成熟，体量较大



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图13：中国是全球第二大维生素与膳食补充剂市场



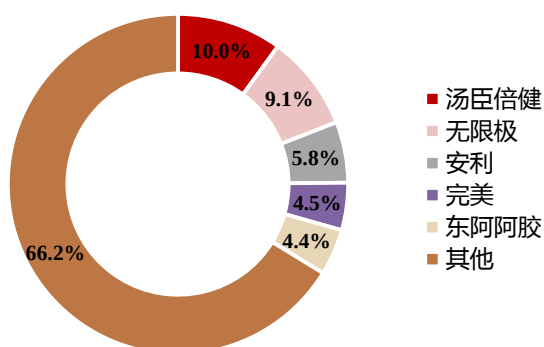
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

公司目前在代工市场市占率仍然较低，未来扩张空间较大。2021 年，中国、北美、西欧市场 VDS 产品的总规模约为 6810 亿元。其中全球 VDS 产品的 CDMO 市场规模约为 1200~1500 亿元，公司收入计算的市占率为 2% 左右，市场份额和收入规模仍有较大的扩张空间。

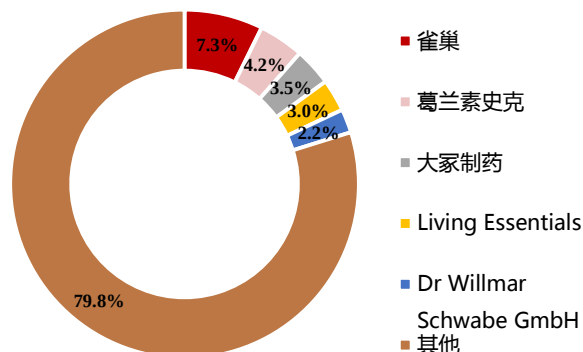
2.1.3 VDS 市场将长期维持较低集中度，具备提升空间

以各大市场的核心品类维生素与膳食补充剂为例，各市场头部企业占比不高，市场集中度仍有提升空间。根据欧睿数据，2020 年我国维生素与膳食补充剂行业市场占有率前五的企业分别为汤臣倍健、无限极、安利、完美和东阿阿胶，膳食营

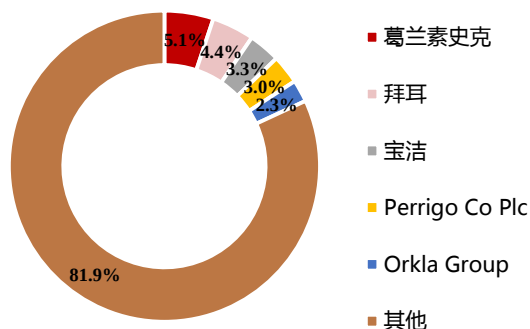
养补充剂市场 CR5 为 33.7%。2021 年北美市场维生素与膳食补充剂前五企业分别为雀巢、葛兰素史克、大冢制药、Living Essentials、Dr Willmar Schwabe GmbH, CR5 市占率为 20.2%。2021 年西欧市场维生素与膳食补充剂前五企业分别为葛兰素史克、拜耳、宝洁、Perrigo Co Plc、Orkla Group, CR5 市占率为 18.1%。各主要市场的头部企业市占率均处于较低水平,未来头部企业市占率仍有上升空间。此外,VDS 市场由于集中度低,中小企业代工需求仍然较为旺盛。代工企业依托较强的研发和生产能力,能够弥补中小企业在剂型开发、精益生产上的不足,从而使下游企业更好地专注于品牌运营。

图14：中国 VDS 市场头部企业市占率（2021 年）


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图15：北美 VDS 市场头部企业市占率（2021 年）


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

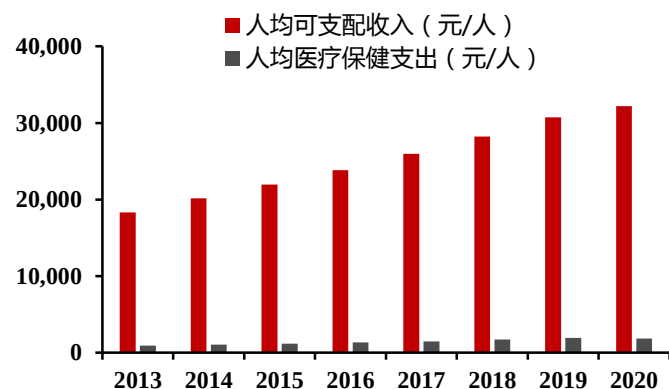
图16：西欧 VDS 市场头部企业市占率（2021 年）


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

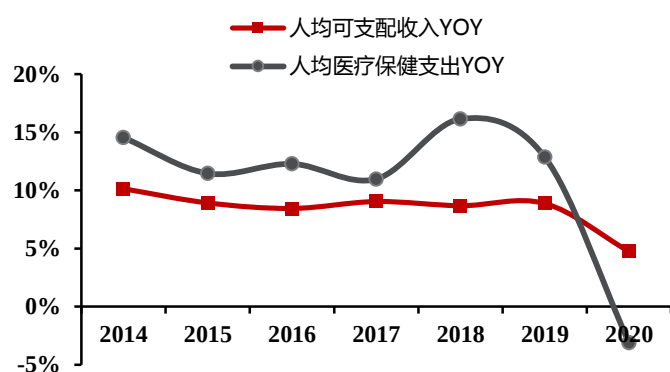
2.2 市场规模远未达天花板，未来可期

2.2.1 三大驱动因素带来行业长期前景

居民收入水平提高。根据国家统计局的数据显示，2017-2020 年我国的居民人均可支配收入保持稳定增长，由 2017 年的 25974 元增长到 2020 年的 32189 元，复合增长率达 7.83%，由此也拉动了居民对于医疗保健的消费。2017-2020 年，我国人均医疗保健支出由 1451 元提升至 1843 元，增速高于居民人均可支配收入。2020 年受新冠疫情影响，居民消费等活动受限，导致收入增速及医疗保健消费增速均有所放缓。但是新冠疫情影响为中短期，疫情结束后预计未来我国居民人均可支配收入仍将持续提高，居民医疗保健消费还有更大成长空间。

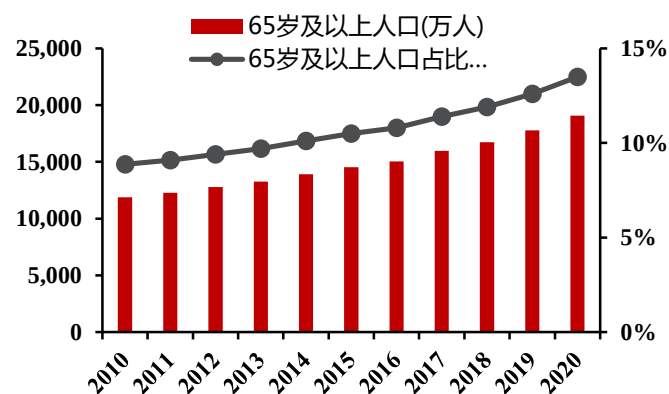
图17：居民可支配收入提升带动医疗保健支出


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

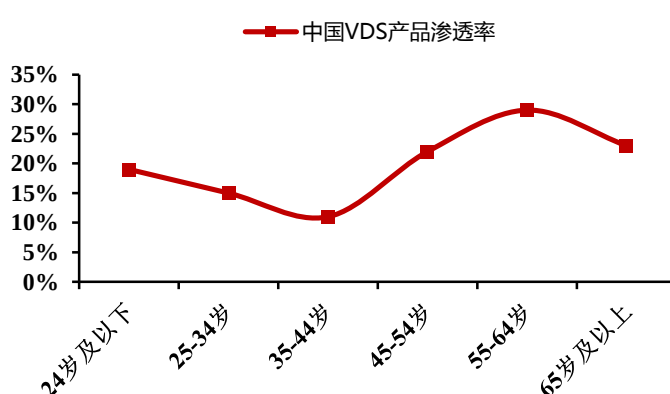
图18：人均医疗保健支出增速总体快于人均可支配收入


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

我国人口老龄化加速。我国已进入老龄化国家行列，近十年来老龄人口数量及比重快速增长。国家统计局数据显示，2020年我国65岁及以上人口达1.91亿，占总人口的比例为13.50%。根据IQVIA的数据，我国中老年群体的保健品渗透率最高，反映出老年人作为疾病高发群体有更强烈的健康保养需求，对于保健食品的接受度也更高。因此，我国老龄化加速带来老龄人口迅速增长势必能为膳食营养补充剂行业带来更大的市场空间。

图19：我国老龄化比例不断提高


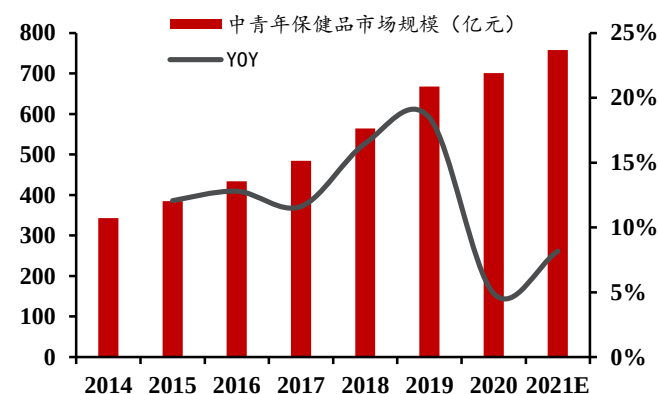
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图20：我国中老年群体VDS产品渗透率最高(2018年)


资料来源：IQVIA，民生证券研究院

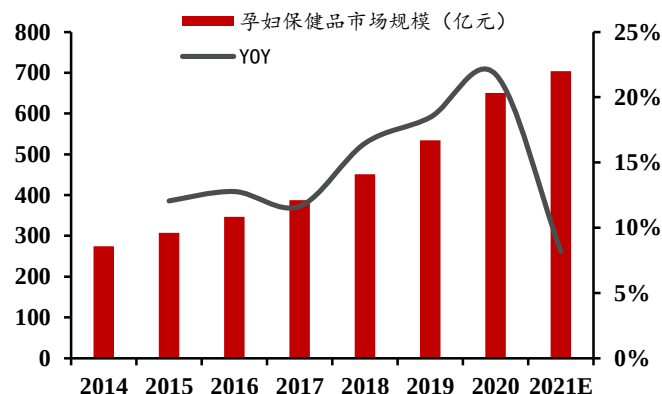
消费群体多样化。以往保健品主要以老年人为主，但由于中青年存在生活作息不规律、工作压力大等问题，使得疾病年轻化现象越发严重。数据显示，2015年到2019年我国中青年保健品市场规模持续增长，2015-2019年CAGR为14.25%，2020年我国中青年保健品市场规模达到700.9亿元，同比增长12.4%，预计到2021年市场规模将增至758亿元。与此同时，在国家二孩及三孩政策的出台下，孕婴产业呈现出快速发展态势。2015年到2019年我国孕妇保健品市场规模也处于增长态势，2015-2019年CAGR为14.80%，2020年中国孕妇保健品市场规模将达到650.8亿元，同比增长21.8%，预计到2021年市场规模将增至704.1亿元。消费群体的多样化将进一步推动保健品整体市场规模的扩大。

图21：中青年保健品市场规模不断扩大



资料来源：艾媒数据中心，民生证券研究院

图22：孕妇保健品市场规模不断扩大

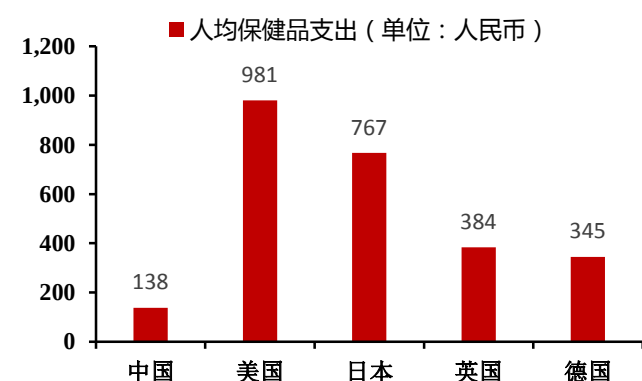


资料来源：艾媒数据中心，民生证券研究院

2.2.2 与成熟市场相比，我国市场仍有很大发展空间

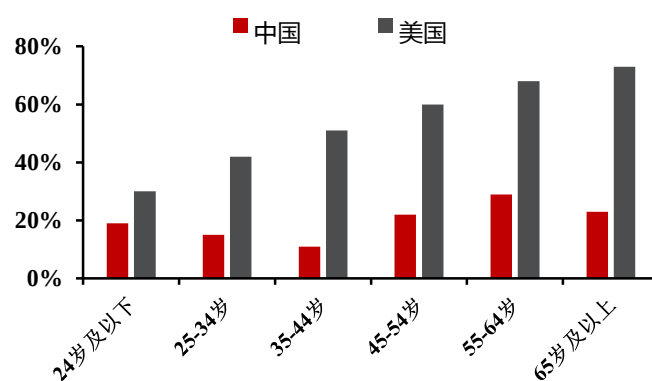
我国人均VDS消费支出与成熟市场差距较大，消费层次和市场需求丰富多样。从人均支出来看，2016年我国的人均VDS产品消费额为人民币138元，而作为成熟市场的美国和日本的人均消费额分别为人民币981元和767元，中国人均消费额仅为美国的14%、日本的18%，存在较大差距。同时，中国消费者需求存在多样化特征，高线市场与低线市场需求差异较大，为企业创新提供广阔的空间。

图23：2016年我国的保健品人均支出远低于美国



资料来源：IQVIA，民生证券研究院

图24：2016年我国的保健品渗透率远低于美国



资料来源：IQVIA，民生证券研究院

市场渗透率增长空间较大。2016年我国各年龄段的VDS产品渗透率在10%-30%之间，普遍较低，而美国的渗透率在30%-70%，中美之间的渗透率差距较大，中老年群体的差异尤为明显：65岁及以上的人群中国渗透率比美国低50%左右。随着健康意识的增强，全年龄段人群对于VDS产品接受度都会有不同程度的提高，因此我们认为在保健品的市场渗透率上我国还具备较大的增长空间。

2.3 监管严格叠加需求快速迭代，利好龙头企业长期发展

2.3.1 行业由野蛮生长向规范化逐步转型

行业监管由粗放向规范化发展。我国的保健食品产业起步晚，发展初期政策不完善、监管粗放导致行业内企业鱼龙混杂，乱象丛生。部分企业通过过度包装或宣

称能够治疗疾病让自身产品风靡一时，如“三株口服液”、“中华鳖精”等。但随着 2005 年《保健食品注册管理办法》、09 年《中华人民共和国食品安全法》等法律法规的出台，监管逐步向规范化发展。

行业目前实行注册与备案双轨制管理模式。保健食品由于其介于食品和药品之间的特殊性越来越受到社会和政府监管的关注，对于行业的管理模式也一直处于改革探索之中。2016 年推出的《保健食品注册与备案管理办法》奠定了我国目前保健食品注册与备案相结合的双轨制管理模式，其中规定使用原料已列入保健食品原料目录的保健食品和进口的补充维生素、矿物质等营养物质仅需备案即可，其他类别则需要注册。

表2：行业监管法规逐步完善

时间	法律法规	行业影响
1996	《全国保健食品管理办法》	开始实施“药健字”制度
2005	《保健食品注册管理办法（试行）》	规范保健食品的注册行为，保证保健食品的质量
2012	《保健食品命名规定》	为保健食品命名做出规范，禁止虚假、夸大、绝对化的词语
2015	《广告法》	进一步规范保健食品广告内容
2015	新《中华人民共和国食品安全法》	实行保健食品的注册与备案分类管理制度，规定了保健品的原料目录和功能目录
2016	《保健食品注册与备案管理办法》	生产销售实行“注册+备案”双轨制，加速行业规范整顿
2017	《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	要求依法加强广告事中事后监管，严厉查处未经审查发布保健食品广告以及发布虚假违法食品、保健食品广告等违法违规行。
2018	《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》	提示广大消费者理性选购保健品
2018	《中华人民共和国电子商务法》	规范个人代购工商注册和依法纳税，抬高个人代购成本，对部分海外保健品品牌带来冲击

资料来源：民生证券研究院整理

“权健事件”促进监管加强。2018 年底的“权健事件”引发了极大的社会关注，政府部门迅速介入调查。针对“权健事件”引出的保健品市场乱象，2019 年 1 月 8 日国家市场监督管理总局、工业和信息化部、公安部等十三个部委在全国开展联合整治保健市场乱象的“百日行动”。该事件的爆发使保健品行业监管升级，相关部门加大审查力度，行业整体监管趋严将成为常态化。

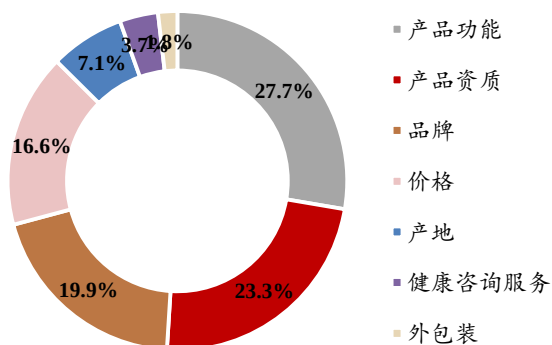
制度完善推动保健食品快消化。以往保健品常面临申报积压多、批准少、申报难、审批周期长的问题。近年来保健食品行业陆续出台多项政策，加之注册与备案的双轨制管理模式加快产品审评审批进度，使得新产品的推出周期明显加快。

2.3.2 需求快速迭代强化头部企业竞争优势

需求快速迭代，市场日趋专业智能。消费群体多样化使得不同群体对保健品提出了更细化的需求。消费者更加关注与自身健康需求更匹配的个性化产品，调查数据显示，27.7%的消费者更关注与产品的功能。生活水平的不断提高使得人们的健康意识以及对保健品的接受度不断提升。消费者的购买场景也更加多样化。43.8%的消费者会自发购买保健品，12.5%的消费者受促销吸引购买保健品，此外还有朋友推荐、医生建议等多场景购买。加之较低的行业进入壁垒和高毛利的吸引使传统保健品、化妆品、药品和食品企业纷纷入局，保健品逐渐从药品形态的软胶囊、硬胶囊和片剂转化为食品形态的软糖、饮品和粉剂。当前保健品市场呈现“多品类、多

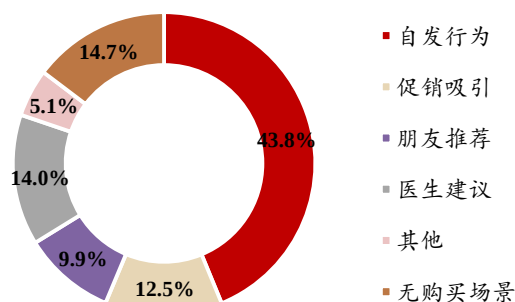
功能、多场景、多渠道”的局面。需求的差异化和产品的快速迭代使得品牌商商业模式出现转变，实现专业化和智能化的产品定制。

图25：消费者购买保健品关注因素



资料来源：艾媒数据中心，民生证券研究院

图26：消费者保健品购买场景多样



资料来源：艾媒数据中心，民生证券研究院

合同研发为主的 ODM 龙头实现增长赋能。“权健事件”使得短期内企业经营所受限制增加，但长期而言有利于行业的健康发展。在趋严的监管之下，行业将呈现快消化和专业智能的两极发展，品牌商与生产商专业化分工有望进一步加深。此外，保健品行业产品同质化严重，随着消费人群的多样化和细分化，市场对企业产品创新力的要求也将提升。仙乐健康以合同研发生产模式为主，位居 ODM 龙头，拥有 128 个保健食品注册批文，具备较强的竞争优势。加之当前市场集中度低，产品迭代速度快，下游品牌商市场份额小且数量庞大，将更倾向于选择代加工模式以应对产品更新换代速度快的现状。仙乐健康 4000 余种配方及全剂型生产研发能力能够响应客户需求，为品牌商赋能。

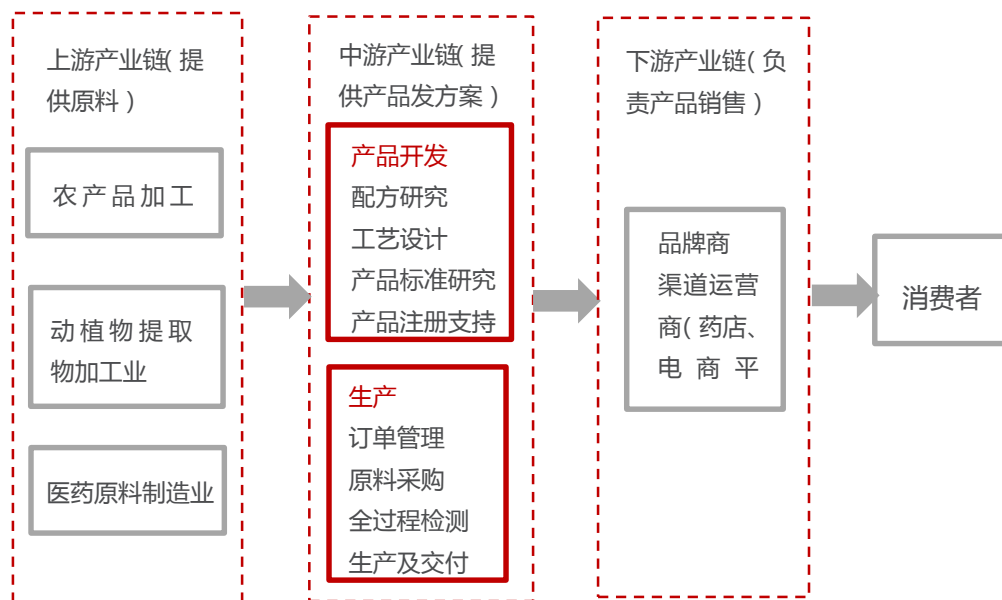
3 研发能力超群，深度绑定下游客户

3.1 公司处于产业中游，专注于产品开发及生产环节

公司处于保健食品及 VDS 生产行业的中游，专注于研发和生产环节。目前保健食品及 VDS 产品产业链分为上游原料生产、中游产品生产、下游品牌建设运营等环节。公司处于行业中游，专注于功能食品的研发与生产，与公司业务基本相同的典型企业是百合股份（未上市）。汤臣倍健则为全产业链公司，覆盖从上游原材料采购到下游品牌运营的各个环节。

公司主要收入来源于合同生产。2016 年公司出售广东干林后基本不在进行自有品牌的运营，专注于合同生产环节。目前公司收入的 95% 以上来自于合同生产。自有品牌的少量收入仅为新品研发服务。

图27：仙乐健康位于中游产业链

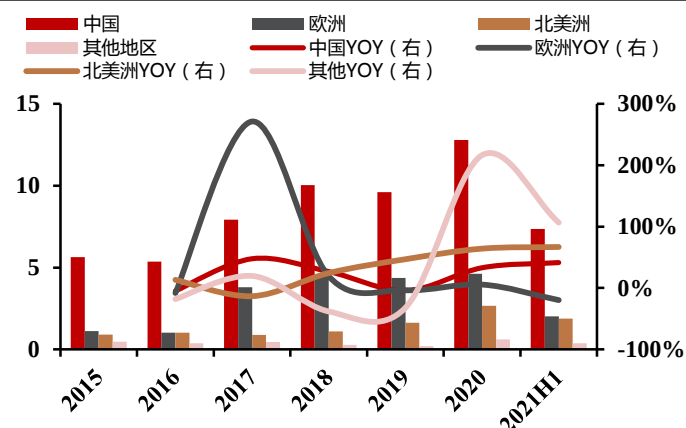


资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

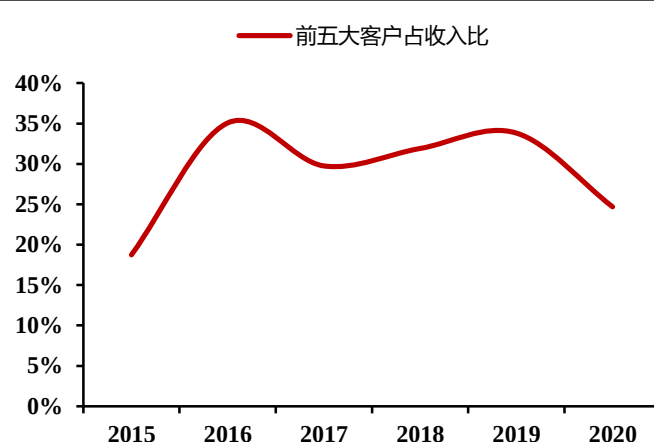
3.2 下游客户多为行业知名企业，公司研发能力较强

3.2.1 下游客户多为行业知名企业，公司深度绑定客户

公司目前收入来源于全球，产品力得到国内外客户的高度认可。2021H1 公司中国/欧洲/北美洲/其他地区分别实现收入 7.35/2.02/1.88/0.37 亿元，同比分别 +41.46%/-19.71%/+66.85%/+106.52%。除欧洲地区受疫情影响导致下游动销不畅及德国工厂阶段性停工，进而导致收入同比出现下滑外，中国、北美及其他地区收入均保持较快增长。其中中国/欧洲/北美区收入占比分别为 63.28%/17.38%/16.16%。公司收入分布以国内为主，欧洲、北美地区产品得到下游客户高度认可，业务正处于快速发展期。

图28：公司收入来源广泛（RMB，亿元，左轴）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：前五大客户收入占比稳定


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司核心客户为国内外知名 VDS 企业，公司与核心客户绑定较深。根据招股说明书显示，2019H1，公司最大的五个客户分别是辉瑞/Now Health Group/美乐家（中国）/HTC Group/安琪酵母。上述五个主要客户均为国内外知名的 VDS 产品及品牌运营商。2020 年，公司前五大客户收入占比为 24.68%；2015~2020 年前五大客户收入平均占比为 28.99%。前五大客户收入占比较为稳定，公司与核心客户深度绑定。

表3：公司 2019H1 前五大客户简介

客户名称	简介
Pfizer Inc.	目前总部位于美国，为全球最大以研发为基础的生物制药公司之一。2019 年 8 月，葛兰素史克与辉瑞制药将各自的消费者保健业务合并成一家合资企业，辉瑞制药旗下包括惠氏制药在内的消费者保健业务均转移至新合资公司。
Now Health Group, Inc.	成立于 1968 年，总部位于美国伊利诺伊州，为美国保健食品生产商之一。
美乐家（中国）日用品有限公司	于 1985 年在美国创立，2003 年正式入驻中国市场，专业从事生产和销售家庭清洁、身体保养、化妆护肤及营养食品。
HTC Group Ltd.	成立于 1978 年，2005 年开始进入营养保健食品行业，发展成为英国知名的散装膳食营养补充剂、维生素和矿物质产品提供商。
安琪酵母股份有限公司	创立于 1986 年，专业从事酵母类生物技术产品生产、经营及相关技术服务的国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球第三大酵母公司。

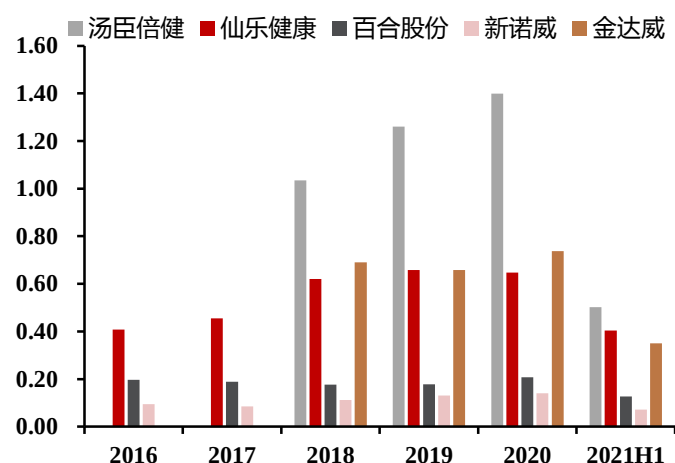
资料来源：公司招股说明书，各公司官网，民生证券研究院

3.2.2 公司研发能力超群，手握大量注册批文

公司研发支出及研发费用率均处于行业前列。2021H1 汤臣倍健/仙乐健康/百合股份/新诺威/金达威等行业内企业的研发支出分别为 0.50/0.40/0.13/0.07/0.35 亿元；研发费用率分别为 1.20%/3.47%/4.17%/1.02%/1.97%。公司研发费用的绝对规模及研发费用率均处于行业前列。2016~2020 年，上述公司年均研发

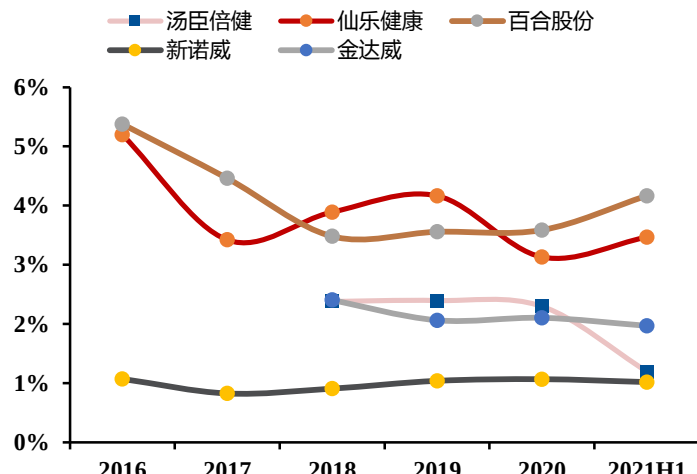
支出分别为 1.23/0.56/0.19/0.11/0.70 亿元；研发费用率分别为 2.36%/3.96%/4.09%/0.98%/2.19%。公司处于行业前列水平，显示较高的研发投入强度。

图30：VDS 企业研发费投入强度 (RMB, 亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：VDS 企业研发费用率

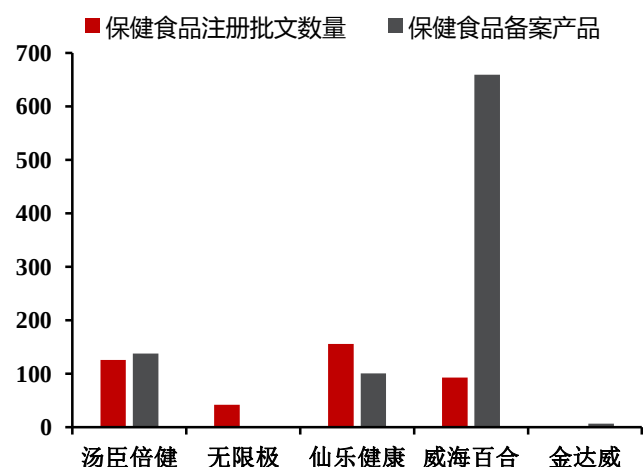


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司研发人员数量及占比均位于行业前列。2017~2020 年，公司研发人员数量为 247/288/242/269 人，占全体员工数量比例为 15.00%/15.70%/12.78%/12.30%。研发人员规模及数量占比均处于行业前列，是公司产品持续研发能力的重要保障。

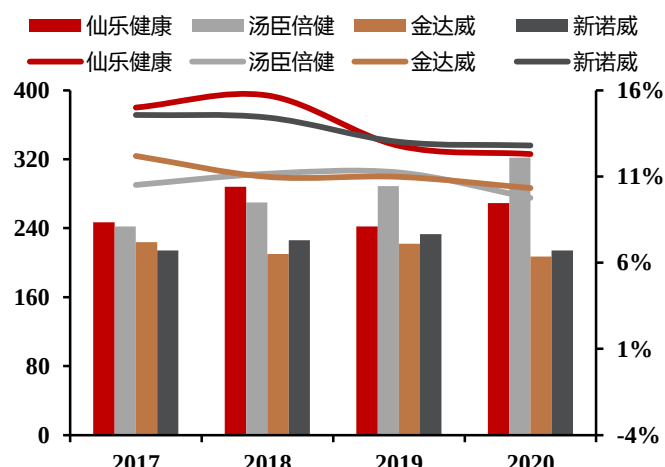
公司手握大量保健食品注册批文，具备较强的研发能力，可与客户协同开发产品。截至 2022 年初，汤臣倍健/无限极/仙乐健康/威海百合/金达威分别拥有保健食品注册批文 126/42/156/93/2 款；拥有保健食品备案产品 138/2/101/659/7 款。公司在保健批文数量上领先其他可比公司，保健食品备案产品数量低于汤臣倍健及威海百合。公司具备较强的产品储备能力，根据客户需求，与客户联合开发或为客户定制相关产品。

图32：2022 年 2 月保健食品批文及备案产品数量



资料来源：国家市场监督管理总局，民生证券研究院

图33：VDS 企业研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

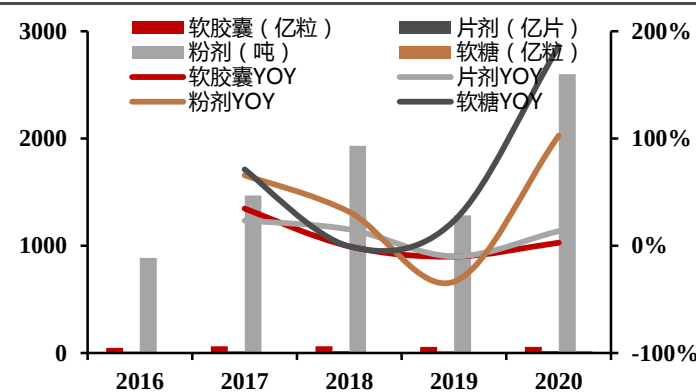
4 募资计划扩充产能，产能端护航中长期发展

4.1 产能利用率处于高位，产能瓶颈急需突破

公司主要产品销量呈增加趋势。2020年，公司软胶囊/片剂/粉剂/软糖销量分别为56.77亿粒/17.16亿片/2602吨/15.83亿粒；同比分别+2.79%/+13.61%/+102.71%/+186.05%。粉剂、软糖等新剂型保持较高增速。

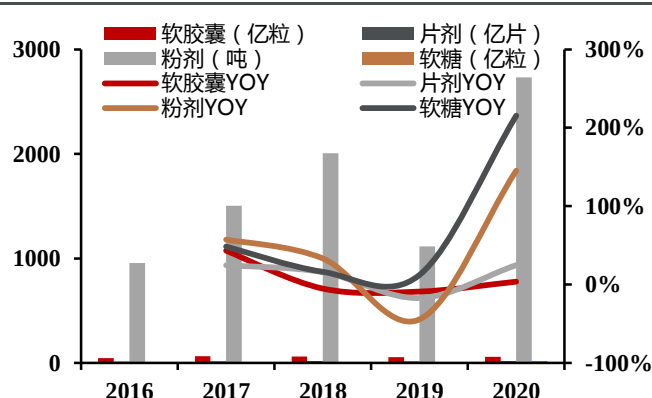
公司产销率维持高位，主业景气度较高。2020年，公司软胶囊/片剂/粉剂/软糖产销率分别为99.26%/96.34%/95.20%/89.11%。延续了一直以来供需两旺的局面，公司2016年以来产销率常年维持高位。

图34：产品销量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

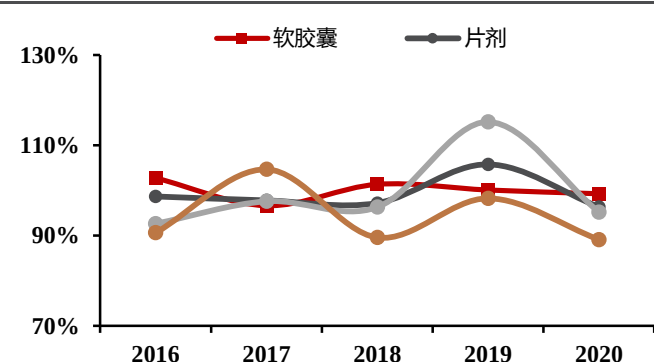
图35：产品产量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

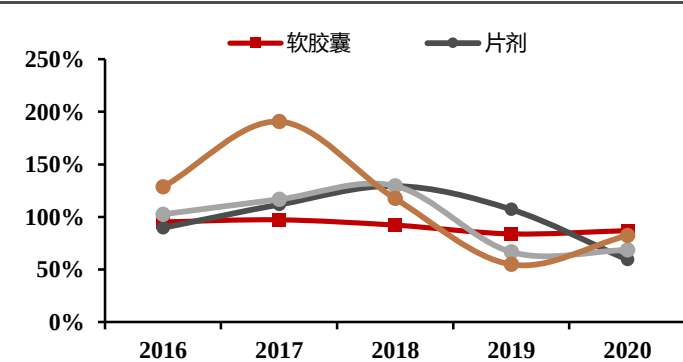
软胶囊及片剂产能利用率处于高位。2016~2020年公司软胶囊产能利用率为95.28%/97.26%/92.22%/83.91%/86.97%；片剂产能利用率为89.65%/111.70%/129.41%/107.14%/59.38%，粉剂产能利用率为102.52%/116.72%/129.47%/66.74%/68.55%；软糖产能利用率为128.50%/190.69%/117.48%/54.86%/82.25%。2016-2018年公司整体产能利用率处于高位，19年及20年以后，多个项目建设稳步推进，新剂型产能有所提高，从而导致利用率有所回落。目前公司软胶囊及片剂的产能基本达到满产状态，需要进一步提高产能。

图36：产销率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：产能利用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 募投扩产项目，新剂型产能增长迅速

4.2.1 多次募资扩充产能

公司在中国及德国拥有 4 个生产基地，产品剂型丰富，拥有软胶囊、片剂、粉剂、软糖、硬胶囊、功能饮品等剂型规模化生产能力。2019 年 IPO 的募资投向主要为安徽马鞍山生产基地建设，主要用于提高包括软糖、粉剂以及口服液在内的新剂型的产能。目前马鞍山基地已投产。

表4：2019 年募投项目基本情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	安徽马鞍山生产基地建设项目	19,362.72	19,362.72
2	仙乐健康研发中心建设项目	8,973.56	8,973.56
3	仙乐健康 B2B 营销项目	6,003.23	6,003.23
4	包装车间技术改造项目	4,275.45	4,275.45
5	偿还银行贷款	20,000.00	20,000.00
6	补充流动资金	45,000.00	43,287.27
	合计	103,614.96	101,902.23

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2020 年可转债募资投向马鞍山基地扩产项目。2020 年公司通过可转债募资 10.25 亿元，投向马鞍山生产基地扩产项目等 4 个项目，其中马鞍山生产基地扩产项目拟使用募集资金 6.96 亿元。马鞍山扩产项目计划新增 26 亿粒营养软糖、2.82 亿袋功能饮品和 5960 吨粉剂产能。

表5：2020 年可转债募投项目基本情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	马鞍山生产基地扩产项目	72,005.64	69,585.63
2	华东研发中心建设项目	10,531.66	10,531.66
3	数字信息化建设项目	7,700.00	7,372.00
4	补充流动资金	15,000.00	15,000.00
	合计	103,614.96	101,902.23

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2.2 粉剂、软糖、口服液等产能得到有效扩充

粉剂产能逐步增加。马鞍山生产基地建设项目二期项目，建设年产 6.3 亿袋的固体制剂车间，已于 2020 年 8 月投产。2020 年四季度，年产 3400 万瓶瓶装代餐生产线项目投产。

软糖产能不断提升。2018 年四季度马鞍山生产基地一期项目建成，软糖产能增加。马鞍山生产基地第二条营养软糖生产线于 2021 年 1 月份投产，年产能 8 亿粒。马鞍山生产基地第三条营养软糖生产线，产能 18 亿粒，预计于 2022 年第一季度投入使用。预计将覆盖 2022 年软糖订单需求。

口服液产能稳定增长。2019 年汕头生产基地新投产袋装口服液生产线。2020 年马鞍山生产基地年产 4,000 万袋功能饮品项目于第二季度投产，年产 4000 万袋功能饮品生产线于 2020 年第四季度投产。

表6：各剂型产能扩张情况

剂型	已投产	在建工程
软胶囊	2017 年软胶囊产能增加，主要系 2017 年 Ayanda 纳入合并报表范围所致。	公司德国子公司 Ayanda 计划投资不超过 750 万欧元改造现有车间，新添置两条软胶囊生产线，用于生产益生菌软胶囊和软胶囊新品类。项目预计会提高 Ayanda 20%-30% 产能，预计 2021 年完工投产。
粉剂	公司粉剂产能逐步增加，主要系公司新增粉剂生产线所致。马鞍山生产基地建设项目二期项目，建设年产 6.3 亿袋的固体制剂车间，已于 2020 年 8 月投产。 20 年四季度，年产 3,400 万瓶瓶装代餐生产线项目投产，产能正在逐步释放。	2020 年，公司募资扩建马鞍山生产基地，拟新增 5960 吨粉剂产能，项目全部达产后预计可实现年销售收入 4.50 亿元。
软糖	2018 年及 2019 年 1-6 月软糖产能增加，主要系 2018 年四季度马鞍山生产基地一期项目建成，软糖产能相应增加。马鞍山生产基地第二条营养软糖生产线已于 2021 年 1 月份投产，年产能 8 亿粒，	马鞍山生产基地第三条营养软糖生产线，产能 18 亿粒，将于 2022 年第一季度投入使用。 2020 年募资扩建马鞍山生产基地，拟新增 26 亿粒营养软糖产能。
口服液	2019 年汕头生产基地新投产袋装口服液生产线。马鞍山生产基地投资新建功能饮品生产线分别于 2020 年 3 月和 9 月投产，年产能超 1 亿袋。	2020 年募资扩建马鞍山生产基地，拟新增 2.82 亿袋功能饮品产能。

资料来源：公司招股说明书，公司募投说明书，民生证券研究院

未来马鞍山工厂为扩产核心。2020 年，公司发行可转换债券再次募资扩产，6.96 亿元拟用于扩建马鞍山生产基地，新增 26 亿粒营养软糖、2.82 亿袋功能饮品和 5960 吨粉剂产能，其中 8 亿粒营养软糖产线和 1 亿袋功能饮品产线已分别于 2021 年 1 月、2021 年第四季度投产，18 亿粒营养软糖产线预计将于 2022 年一季度投入使用，将提高新剂型的产能。

德国 Ayanda 车间改造，新增两条软胶囊生产线，新增软胶囊产能 3.78 亿粒已于 2021 年投产。

表7：各剂型产能情况（截至 2022 年初）

剂型	2020 年末 设计产能	2020 年末 实际产能	2021 年 投产产能	2022 年 投产产能	远期 投产产能
软胶囊（亿粒）	82.2	65.76	3.78		
片剂（亿片）	40	30			
粉剂（吨）	4982.98	3986.39			5960
软糖（亿粒）	28.54	21.6	8	18	
功能饮料（万瓶/万袋）	17700	14600	10000		18200

资料来源：公司公告，民生证券研究院

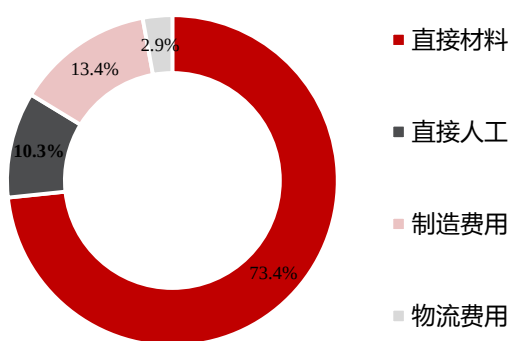
5 成本端仍有改善空间，规模效应有望进一步显现

5.1 制造费用及直接人工占比仍有改善空间

未来新增产能完全达产后，规模效应将逐步显现，制造费用及直接人工占成本比重仍有改善空间。仙乐健康生产成本主要包括原材料、直接人工费用及制造费用三部分。其中原材料成本占比最高，2016-2020年占比分别为78.16%/79.43%/79.69%/75.65%/73.35%，直接人工占比分别为6.17%/8.37%/9.23%/9.58%/10.34%，制造费用占比分别为15.67%/12.20%/11.08%/14.76%/13.42%。各分部占比总体稳定，2019年以来，直接人工及制造费用占比略有提升，主要原因是新产能逐步投产，产能释放过程中直接人工及制造费用无法有效摊薄。未来新增产能陆续达产后，公司规模效应有望进一步提高，制造费用及直接人工占比仍有改善空间。

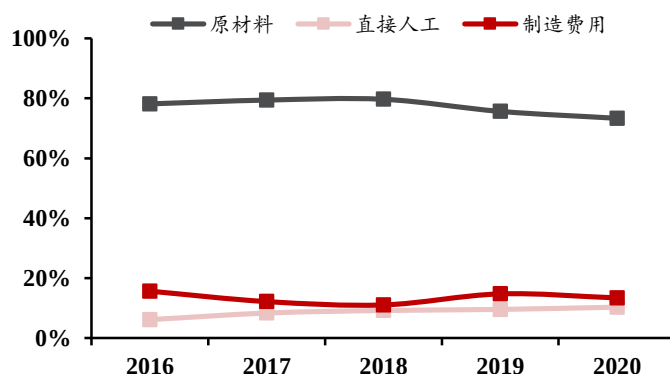
能源成本方面，公司能源开支为水、电和天然气费用。2016-2019H1，电占成本比例为2%左右，并逐年下降，天然气占比为1.5%左右，水占比为0.2%左右。

图38：2020年成本占比构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：成本构成变化

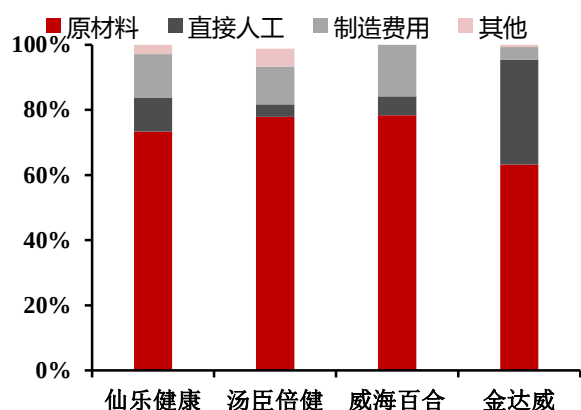


资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 规模效应显现后，公司成本结构有望进一步改善

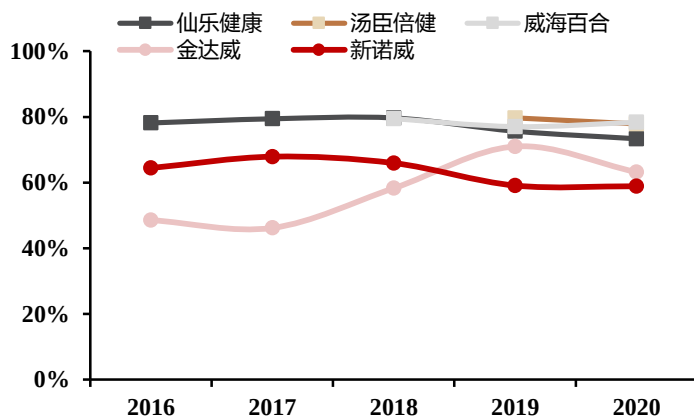
新产能投产后，直接人工及制造费用占比有所上升。与同行业公司汤臣倍健、威海百合、金达威和新诺威比较，公司原材料成本占比及变化趋势相对稳定，显示公司具备良好的成本控制能力。2019~2020年，公司直接人工占比由9.58%上升到10.34%，高于汤臣倍健/百合股份2020年3.83%/5.79%水平。制造费用占比由14.76%上升至16.31%，高于汤臣倍健/百合股份2020年11.61%/15.85%水平。公司直接人工及制造费用占比上升的主要原因是新产能投产后，折旧增加，且生产的规模效应无法完全发挥。未来随着产能的进一步扩张，公司直接人工及制造费用有望得到有效摊销，成本结构将进一步改善，公司的行业竞争力有望得到强化。

图40：2020 年行业内公司成本构成比较



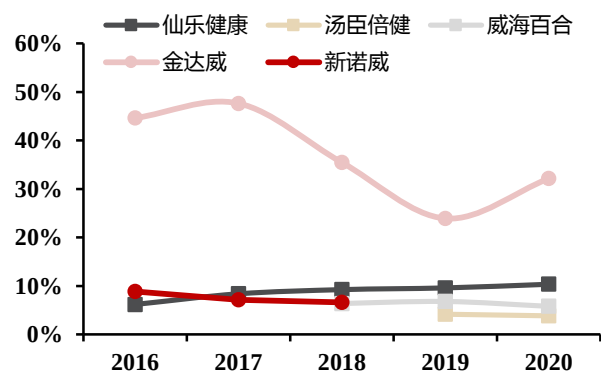
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图41：行业内公司原材料成本占比变化



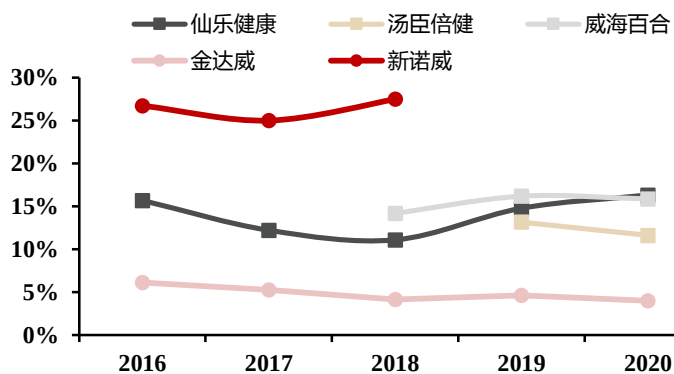
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图42：行业内公司直接人工成本占比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：行业内公司制造费用成本占比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 收入预测

整体收入方面，公司目前拥有 CDMO 环节的剂型全覆盖，叠加较强的研发和生产能力，我们预计未来收入增速会较为平稳，增长中枢在 22% 左右。

各剂型方面，软胶囊、片剂为传统剂型，未来需求将保持平稳，因此增速相对较低。粉剂、软糖、口服液等新型剂型为产能扩张的主要方向，22 年以后将陆续有新增产能投产。此外，新剂型未来仍然具备进一步扩张产能的可能性，因此给予相对较高的收入增速预测。

表8：未来收入及增速测算（亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
收入情况				
整体收入	20.66	25.27	30.92	37.79
其中：				
软胶囊	8.83	9.27	10.20	11.42
片剂	2.91	3.35	3.92	4.89
粉剂	3.12	4.52	5.88	7.35
软糖	3.27	4.58	6.41	8.65
口服液（功能饮料）	1.83	2.56	3.33	4.33
其他剂型	0.18	0.20	0.22	0.25
收入增速				
整体收入	-	22.29%	22.35%	22.22%
软胶囊	-	5.00%	10.00%	12.00%
片剂	-	15.00%	17.00%	25.00%
粉剂	-	45.00%	30.00%	25.00%
软糖	-	40.00%	40.00%	35.00%
口服液（功能饮料）	-	40.00%	30.00%	30.00%
其他剂型	-	10.85%	11.93%	10.75%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

6.2 估值分析

在目前 A 股市场中，汤臣倍健、金达威与公司的主营业务类似，可以作为可比公司，但是汤臣倍健及金达威的经营模式与公司仍存在明显差异。目前汤臣倍健 2022 年估值比公司略高，金达威低于公司估值水平。目前 2 家公司 2022 年算数平均 PE 为 15 倍，略低于公司 2022 年估值水平。其他食品板块 2022 年整体估值水平为 20 倍（整体法，中信行业分类），高于公司估值水平。

表9：可比公司 PE 数据对比

公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
汤臣倍健	24.87	0.96	1.03	1.30	26	24	19
金达威	27.3	1.57	2.00	2.42	17	14	11

算数平均				22	19	15
其他食品行业	0.79	1.29	1.54	28	24	20
仙乐健康	36.2	1.43	1.60	2.06	17	23

资料来源：公司公告，民生证券研究院，金达威 EPS 为 Wind 一致预测，股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价。

6.3 投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 25.27/30.92/37.79 亿元；同比 +22.3%/+22.4%/+22.2%。实现归属上市公司净利润 2.88/3.70/4.70 亿元，同比 +11.7%/+28.7%/+27.1%。对应 EPS 为 1.60/2.06/2.61 元，目前股价对应 PE 为 23/18/14 倍。

根据 Wind 一致预测，其他食品板块 2022/2023 年的收入/净利润复合增速为 +17%/+20% 左右，公司系功能食品 ODM 龙头企业，产品布局完善。马鞍山基地等项目稳步推进，预计 22 年后将陆续提供新增产能，中长期产能储备充沛。目前公司估值与可比公司相当，略低于其他食品板块平均估值。我们预计公司 2022/2023 收入/净利润复合增速达到 22%/27% 左右，成长性明显好于其他食品板块平均水平。结合其他食品行业平均 20 倍 PE 水平，及公司主业良好的成长性，给予 2022 年 22XPE 估值，对应目标价格 45.32 元/股。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

(1) 疫情冲击超预期：未来境内外市场仍有可能受到疫情的明显冲击。其中欧洲市场由于线下收入占比较高，对疫情的负面影响更为敏感。若未来境内外市场受到疫情反复的冲击，则线下动销仍有可能受到较大影响从而导致收入不及预期。

(2) 下游客户需求不及预期：公司目前主要生产模式为合同生产，若下游客户的终端需求不旺，则客户对公司的采购力度将受到影响，进而导致收入及利润均受到负面冲击。

(3) 成本上涨超预期：公司主要原材料采购相对分散，但是仍然受大宗商品价格、运费价格等因素综合影响。若主要原材料价格上行超出公司承受能力，则仍有可能对毛利率及净利润表现造成冲击。

(4) 食品安全问题：公司主要产品为 VDS 产品，如果生产过程中出现质量问题导致消费者产生不良反应，将直接导致公司受到行政处罚、品牌形象受损、下游客户订单减少等负面影响，进而对公司业绩造成较大冲击。

(5) 产能扩张不及预期的风险：公司目前部分募投产能仍在建设中，对于产能释放节奏的估算仅依据现有资料进行合理推测。此外产能利用率水平高度依赖下游客户订单量，若下游客户订单量减少，则将给公司产能扩张节奏带来负面影响。

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,067	2,527	3,092	3,779
营业成本	1,393	1,703	2,062	2,509
营业税金及附加	13	18	20	26
销售费用	122	178	216	256
管理费用	194	245	295	363
研发费用	65	97	122	147
EBIT	301	285	377	477
财务费用	3	-1	-1	-1
资产减值损失	-3	14	11	17
投资收益	16	12	20	21
营业利润	316	333	439	551
营业外收支	-4	-2	-2	-2
利润总额	312	332	438	549
所得税	55	44	67	79
净利润	257	288	370	470
归属于母公司净利润	257	288	370	470
EBITDA	382	372	474	581

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	217	271	360	520
应收账款及票据	261	309	385	466
预付款项	23	33	37	47
存货	267	341	407	499
其他流动资产	556	565	579	594
流动资产合计	1,324	1,520	1,768	2,126
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	650	681	732	762
无形资产	129	133	134	136
非流动资产合计	1,326	1,403	1,493	1,564
资产合计	2,650	2,923	3,260	3,690
短期借款	2	2	2	2
应付账款及票据	200	237	291	351
其他流动负债	186	200	246	284
流动负债合计	387	438	538	637
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	80	80	80
非流动负债合计	80	80	80	80
负债合计	467	518	618	717
股本	120	180	180	180
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,183	2,404	2,642	2,973
负债和股东权益合计	2,650	2,923	3,260	3,690

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.85	22.27	22.35	22.22
EBIT 增长率	100.54	-5.18	31.92	26.76
净利润增长率	80.58	11.73	28.71	27.08
盈利能力 (%)				
毛利率	32.60	32.60	33.30	33.60
净利润率	12.45	11.38	11.97	12.45
总资产收益率 ROA	9.71	9.84	11.35	12.75
净资产收益率 ROE	11.79	11.96	14.01	15.82
偿债能力				
流动比率	3.42	3.47	3.28	3.34
速动比率	2.67	2.61	2.46	2.48
现金比率	0.56	0.62	0.67	0.82
资产负债率 (%)	17.62	17.73	18.96	19.42
经营效率				
应收账款周转天数	46.17	44.66	45.41	45.03
存货周转天数	69.90	70.15	70.03	70.09
总资产周转率	0.78	0.86	0.95	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	2.14	1.60	2.06	2.61
每股净资产	18.19	13.36	14.68	16.52
每股经营现金流	2.66	1.52	2.17	2.53
每股股利	0.70	0.70	0.74	0.77
估值分析				
PE	16	22	17	14
PB	5.1	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	28.39	16.43	12.71	10.09
股息收益率 (%)	1.98	1.98	2.08	2.19

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	257	288	370	470
折旧和摊销	81	87	98	104
营运资金变动	-29	-76	-48	-83
经营活动现金流	320	274	390	455
资本开支	-223	-166	-189	-178
投资	-190	0	0	0
投资活动现金流	-395	-153	-169	-156
股权募资	0	60	0	0
债务募资	-65	0	0	0
筹资活动现金流	-93	-66	-132	-139
现金净流量	-180	55	89	159

插图目录

图 1：仙乐健康发展历程	3
图 2：公司营收及增速情况	4
图 3：公司归母净利润及增速情况	4
图 4：公司主要产品	4
图 5：公司各品类营收占比情况（按产品形态分）	5
图 6：公司各品类毛利率较为稳定	5
图 7：仙乐健康股权结构	5
图 8：中国 VDS 市场规模较大	7
图 9：中国是全球第二大 VDS 市场	7
图 10：北美为全球最大 VDS 市场	8
图 11：三大品类占比相对均衡	8
图 12：西欧市场较为成熟，体量较大	8
图 13：中国是全球第二大维生素与膳食补充剂市场	8
图 14：中国维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率	9
图 15：北美维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率	9
图 16：西欧维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率	9
图 17：居民可支配收入提升带动医疗保健支出	10
图 18：人均医疗保健支出增速总体快于人均可支配收入	10
图 19：我国老龄化比例不断提高	10
图 20：我国中老年群体 VDS 产品渗透率最高	10
图 21：中青年保健品市场规模不断扩大	11
图 22：孕妇保健品市场规模不断扩大	11
图 23：我国的保健品人均支出远低于美国	11
图 24：我国的保健品渗透率远低于美国	11
图 25：消费者购买保健品关注因素	13
图 26：消费者保健品购买场景多样	13
图 27：仙乐健康位于中游产业链	14
图 28：公司收入来源广泛（RMB，亿元，左轴）	15
图 29：前五大客户收入占比稳定	15
图 30：VDS 企业研发投入强度	16
图 31：VDS 企业研发费用率	16
图 32：保健食品批文及备案产品数量	16
图 33：VDS 企业研发人员数量及占比	16
图 34：产品销量情况	17
图 35：产品产量情况	17
图 36：产销率情况	17
图 37：产能利用率情况	17
图 38：2020 年成本占比构成	20
图 39：成本构成变化	20
图 40：行业内公司成本构成比较	21
图 41：行业内公司原材料成本占比变化	21
图 42：行业内公司直接人工成本占比变化	21
图 43：行业内公司制造费用成本占比变化	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2020 年限制性股票期权激励计划考核要求	6
表 2：行业监管法规逐步完善	12
表 3：公司 2019H1 前五大客户简介	15
表 4：2019 年募投项目基本情况	18
表 5：2020 年可转债募投项目基本情况	18
表 6：各剂型产能扩张情况	19
表 7：各剂型产能情况（截至 2022 年初）	19
表 8：未来收入及增速测算（亿元）	22
表 9：可比公司 PE 数据对比	22

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001