

主业稳步增长，需求疲软等负面因素拖累利润表现

2022 年 4 月 12 日

➤ **事件：**4 月 11 日，公司发布 2021 年年报，全年实现营收 23.69 亿元，同比+14.62%；Q4 为 6.21 亿元，同比+1.22%。全年归母净利润 2.32 亿元，同比-9.92%；Q4 为 0.31 亿元，同比-55.90%。全年基本 EPS 为 1.29 元。

➤ **21 年主业收入双位数增长，受需求疲软等因素拖累利润同比下滑。**2021 年公司收入保持稳健增长，中国市场受下游需求不振；欧洲市场受新冠疫情反复；美洲市场受货运成本上行等负面因素影响，公司净利润同比出现下滑。**分产品看**，21 年软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品实现收入 9.03/3.20/3.29/4.72/2.50 亿元，同比+2.24%/+10.09%/+5.54%/+44.22%/+36.51%；21H2 分别实现收入 4.76/1.76/1.59/2.30/1.27 亿元，同比+9.52%/+8.60%/-17.50%/+7.55%/+9.50%。软胶囊、片剂、粉剂等传统剂型增速稳定；营养软糖、袋装饮品等新剂型受新产能投放影响，收入增速较高。**分地区看**，21 年中国/欧洲/美洲地区实现收入 14.58/4.35/3.98 亿元，同比+14.06%/-5.68%/+49.79%；21H2 实现收入 7.23/2.33/2.10 亿元，同比-4.71%/+11.13%/+37.26%。

产能投放方面，21 年营养软糖、袋装饮品、爆珠等新剂型生产线顺利投产。具体看，2021Q1，马鞍山基地新增软糖产能 8 亿粒；21Q3 马鞍山饮品车间新增袋装饮品产能 1 亿袋，果冻产能 8000 万袋；21 年汕头基地新增爆珠产能 9 亿粒，精华瓶饮品产能 3700 万瓶。预计 22Q2 马鞍山基地将新增软糖产能 18 亿粒。

➤ **21 年毛利率稳定，期间费用率有所上升。**21 年公司毛利率为 32.72%，同比+0.12ppt（21Q4 为 30.30%，同比-0.34ppt）。其中软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品毛利率为 26.80%/48.68%/22.31%/40.01%/22.98%，同比+0.06ppt/-0.71ppt/-1.36ppt/1.84ppt/-3.99ppt，各剂型毛利率变动不大。

21 年公司销售费用率为 6.28%，同比+0.37ppt（21Q4 为 6.94%，同比+3.44ppt）原因是公司加大广告费用投放力度。管理费用率为 10.33%，同比+0.94ppt（21Q4 为 11.74%，同比+2.54ppt）原因是职工工资薪酬同比上涨较多；股权激励费用摊销增加。研发费用率为 3.51%，同比+0.38ppt（21Q4 为 3.86%，同比+1.45ppt），原因是研发人员工资、材料费用等研发支出同比增加。财务费用率为 1.11%，同比+0.96ppt（21Q4 为 0.07%，同比-0.48ppt），原因是可转债利息支出提高及汇兑损失同比增加。

➤ **投资建议：**预计 22-24 年公司实现营收 28.97/35.44/43.31 亿元，实现归母净利润 2.90/3.59/4.46 亿元，折合 EPS 分别为 1.61/1.99/2.47 元，目前股价对应 22-24 年 PE 为 17/14/11 倍。公司目前估值与其他食品板块 22 年 17 倍估值水平相当（Wind 一致预测，中信行业分类），公司产品布局完善，马鞍山基地新增产能将在 22 年投产，产能储备充沛，成长性良好，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情冲击超预期，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,369	2,897	3,544	4,331
增长率（%）	14.6	22.3	22.4	22.2
归属母公司股东净利润（百万元）	232	290	359	446
增长率（%）	-9.9	25.3	23.6	24.1
每股收益（元）	1.29	1.61	1.99	2.47
PE	21	17	14	11
PB	3.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.38 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 熊航

执业证书：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 1、仙乐健康（300791）深度报告：产品创新深度绑定客户，产能扩张打开成长空间

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,369	2,897	3,544	4,331
营业成本	1,594	1,944	2,350	2,876
营业税金及附加	14	18	22	27
销售费用	149	180	230	273
管理费用	245	285	358	446
研发费用	83	112	140	169
EBIT	284	359	445	541
财务费用	26	58	67	76
资产减值损失	-2	2	1	3
投资收益	25	27	35	41
营业利润	290	354	437	542
营业外收支	-9	-2	-2	-2
利润总额	281	352	435	540
所得税	49	62	76	94
净利润	232	290	359	446
归属于母公司净利润	232	290	359	446
EBITDA	391	470	568	676

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	716	591	454	426
应收账款及票据	342	392	496	596
预付款项	12	24	24	32
存货	240	334	378	480
其他流动资产	605	626	630	649
流动资产合计	1,915	1,967	1,981	2,182
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	786	860	923	975
无形资产	161	176	200	219
非流动资产合计	1,906	2,132	2,410	2,646
资产合计	3,820	4,099	4,392	4,828
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	196	259	301	375
其他流动负债	137	189	212	267
流动负债合计	332	447	513	642
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	943	943	943	943
非流动负债合计	943	943	943	943
负债合计	1,275	1,390	1,456	1,585
股本	180	180	180	180
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,545	2,709	2,936	3,242
负债和股东权益合计	3,820	4,099	4,392	4,828

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.62	22.27	22.35	22.22
EBIT 增长率	1.49	26.20	24.01	21.73
净利润增长率	-9.92	25.29	23.63	24.10
盈利能力 (%)				
毛利率	32.72	32.90	33.70	33.60
净利润率	9.79	10.03	10.13	10.29
总资产收益率 ROA	6.07	7.09	8.18	9.23
净资产收益率 ROE	9.11	10.72	12.23	13.74
偿债能力				
流动比率	5.76	4.40	3.86	3.40
速动比率	5.00	3.60	3.08	2.60
现金比率	2.15	1.32	0.88	0.66
资产负债率 (%)	33.38	33.91	33.15	32.84
经营效率				
应收账款周转天数	52.66	49.41	51.03	50.22
存货周转天数	54.88	62.39	58.63	60.51
总资产周转率	0.62	0.71	0.81	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	1.61	1.99	2.47
每股净资产	14.12	15.04	16.29	18.00
每股经营现金流	1.89	2.08	2.39	2.87
每股股利	0.70	0.70	0.74	0.77
估值分析				
PE	21	17	14	11
PB	3.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	19.63	11.09	9.42	7.96
股息收益率 (%)	2.56	2.56	2.68	2.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	232	290	359	446
折旧和摊销	107	112	124	135
营运资金变动	-22	-60	-85	-96
经营活动现金流	341	374	431	518
资本开支	-524	-340	-404	-372
投资	-238	0	0	0
投资活动现金流	-735	-313	-368	-330
股权募资	3	0	0	0
债务募资	984	0	0	0
筹资活动现金流	906	-186	-201	-216
现金净流量	501	-124	-138	-28

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
行业评级	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