

2023年10月26日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

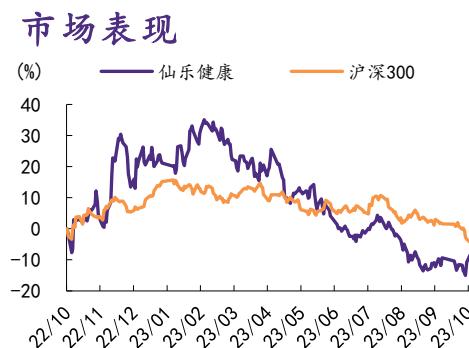
业绩略超预期，内生业务持续向好

—仙乐健康（300791.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005
 sunss@cfsc.com.cn

基本数据		2023-10-25
当前股价（元）		28.58
总市值（亿元）		52
总股本（百万股）		180
流通股本（百万股）		150
52周价格范围（元）		24.48-39.35
日均成交额（百万元）		44.53



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《仙乐健康（300791）：发布双激励计划，激发公司组织活力》 2023-10-19
- 《仙乐健康（300791）：业绩符合预期，经营持续向好》 2023-08-25
- 《仙乐健康（300791）：业绩符合预期，恢复望加快》 2023-04-28

2023年10月25日，仙乐健康发布2023年前三季度报告。

投资要点

■ 业绩略超预期，内生净利稳定增长

2023Q1-Q3 总营收 25.03 亿元（同增 40%），归母净利润 1.85 亿元（同增 5%）。2023Q3 总营收 9.58 亿元（同增 42%），主要系中国与欧洲地区销售额同比大幅增长所致；归母净利润 0.84 亿元（同增 27%），主要系生产降本/管理效率提高提升内生净利润及 BF 业务板块已接近盈亏平衡所致。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 30.15%/6.38%，分别同比-1pct/-3pct，主要系合并 BF 所致；2023Q3 毛利率/净利率分别为 31.28%/8.32%，分别同比+2pct/-1pct，主要系定价策略管理/全球采购协同/降本工作不断显现成效。费用端，2023Q1-Q3 销售费用率/管理费用率分别为 7.41%/9.81%，分别同比+3pct/-2pct；2023Q3 销售费用率/管理费用率分别为 7.41%/8.36%，分别同比+2pct/-2pct，管理效率同比提高。

■ 海外市场增势强劲，双激励计划激发组织活力

分产品看，2023Q3 软胶囊增长较快，除美国外其他区域收入均同比+20%，伴随毛利率同比提升；功能饮品收入同比两位数增长，主要来源于瓶装饮品增加；软糖稳健增长，随着新软糖产线不断释放，带动软糖毛利率同比+7pct；粉剂增长主要来源于蛋白粉。分区域看，2023Q3 中国区收入同比两位数增长，主要系提案质量提高/研发前移/提高客户满意度等措施取得向好成果；美洲收入环比恢复，其中内生业务收入环比增长 30%，BF 大幅减亏，伴随渠道顺利去库存，四季度有望持续改善；欧洲收入同比高两位数增长；亚太市场（除中国）收入实现同比翻倍，主要系积极开展新客户所致。双激励计划方面，公司于 10 月 17 日发布股权激励、中长期员工持股计划，双激励计划进一步调动员工的工作积极性、激发组织活力，展现公司长期发展决心。未来公司持续创新、加强与上下游的合作，保障市场竞争力进一步提升。

■ 盈利预测

我们看好公司作为国内大型营养健康食品合同生产商之一，积极推动一系列整合和降本增效措施，促进 BF 盈利能力环比恢复，构筑 B 端强大市场竞争力。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.46/1.94 元（前值分别为

1.45/2.24/2.81 元），当前股价对应 PE 分别为 22/20/15 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业增速放缓风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险、双激励计划完不成风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,507	3,332	4,333	5,218
增长率（%）	5.8%	32.9%	30.1%	20.4%
归母净利润（百万元）	212	233	265	352
增长率（%）	-8.4%	9.5%	14.1%	32.8%
摊薄每股收益（元）	1.18	1.28	1.46	1.94
ROE（%）	7.9%	8.2%	8.7%	10.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	2,507	3,332	4,333	5,218
现金及现金等价物	1,502	1,703	1,961	2,309	营业成本	1,726	2,333	3,033	3,637
应收款项	464	548	617	658	营业税金及附加	15	21	27	32
存货	233	271	310	332	销售费用	130	277	355	423
其他流动资产	234	255	276	287	管理费用	304	347	446	532
流动资产合计	2,433	2,777	3,165	3,585	财务费用	7	-3	-9	-17
非流动资产:					研发费用	81	110	143	172
金融类资产	188	188	198	203	费用合计	522	730	936	1,110
固定资产	1,235	1,194	1,131	1,063	资产减值损失	-5	-1	0	0
在建工程	69	28	11	4	公允价值变动	-2	-13	-8	-2
无形资产	178	169	160	152	投资收益	23	4	5	6
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	265	249	344	451
其他非流动资产	271	271	271	271	加: 营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	1,753	1,662	1,573	1,490	减: 营业外支出	14	2	3	4
资产总计	4,186	4,439	4,738	5,074	利润总额	252	248	343	450
流动负债:					所得税费用	39	47	64	83
短期借款	0	0	0	0	净利润	212	201	279	367
应付账款、票据	259	290	335	352	少数股东损益	0	-31	14	15
其他流动负债	184	184	184	184	归母净利润	212	233	265	352
流动负债合计	470	507	556	579					
非流动负债:									
长期借款	908	988	1,028	1,058					
其他非流动负债	106	106	106	106					
非流动负债合计	1,015	1,095	1,135	1,165					
负债合计	1,484	1,601	1,690	1,744					
所有者权益									
股本	180	181	181	181					
股东权益	2,702	2,838	3,048	3,330					
负债和所有者权益	4,186	4,439	4,738	5,074					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	212	201	279	367					
少数股东权益	0	-31	14	15					
折旧摊销	124	91	88	83					
公允价值变动	-2	-13	-8	-2					
营运资金变动	110	-106	-72	-44					
经营活动现金净流量	445	142	302	420					
投资活动现金净流量	284	82	70	70					
筹资活动现金净流量	-527	15	-29	-55					
现金流量净额	202	240	342	435					

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.8%	32.9%	30.1%	20.4%
归母净利润增长率	-8.4%	9.5%	14.1%	32.8%
盈利能力				
毛利率	31.2%	30.0%	30.0%	30.3%
四项费用/营收	20.8%	21.9%	21.6%	21.3%
净利率	8.5%	6.0%	6.4%	7.0%
ROE	7.9%	8.2%	8.7%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	36.1%	35.7%	34.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	5.4	6.1	7.0	7.9
存货周转率	7.4	8.7	9.9	11.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.18	1.28	1.46	1.94
P/E	24.3	22.3	19.5	14.7
P/S	2.1	1.6	1.2	1.0
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金融新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

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，华鑫证券研究部门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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

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。