



仙乐健康：内生提速&BF改善，功能食品龙头稳步前行

分析师：郭梦婕

证书编号：S1190523080002

分析师：肖依琳

证书编号：S1190523100003

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

公司深度研究

2023-11-13

- **面向全球市场的国内营养健康食品CDMO龙头，全剂型覆盖满足各类客户需求。**公司前身为仙乐制药，2000年转型为膳食补充剂品牌提供合同委托生产服务，发展至2022年公司营收达25亿元，2017-2022年营收CAGR为14%。公司目前拥有软胶囊、软糖、功能饮品等八大剂型，满足各年龄段人群的健康需求。公司通过自建及海外收购的方式布局全球，自2016年开始先后收购德国软胶囊企业Ayanda及北美软胶囊头部生产商BF，与公司在渠道资源、生产研发和供应链管理等方面协同互补，成功在欧美市场实现本地化生产、销售，并提供响应更迅速的前端服务。目前公司拥有中国、美国、欧洲三大核心市场，2022年收入占比分别为59%/21%/17%。
- **功能性食品行业快速扩容，B端受益下游高景气度，龙头份额有望提升。**借鉴日本市场来看，中国与90年代日本近似，老龄化、健康意识崛起趋势明显，营养健康食品行业成长空间广阔，其中以软糖为代表的功能性食品受到消费场景及消费人群扩张驱动，2022年行业规模达2079亿元，2017-2022年CAGR为7%，进一步加深长尾化趋势，长尾占比从2014年至2023年提升6pct至47%。同步带动代工需求提升，目前中国代工率仅6.4%，对标日本代工率35%有较大提升空间。2023年我国营养健康食品规模3916亿元，2018-2023年CAGR为6.6%，其中2021年功能性食品规模1961亿元，2016-2021年CAGR为7.4%。海外来看，美国是全球营养健康食品的第一大市场，2018-2023年行业规模CAGR为5.8%，其中功能性食品2020-2022年CAGR为8.1%；欧洲行业规模CAGR为2.6%，均保持稳步成长趋势。行业竞争格局来看，经测算国内代工CR5近20%，其中仙乐市占率不到10%，2019-2022年仙乐海外收入CAGR为18%，增长高于当地市场整体水平，但目前公司在欧洲、美洲市占率均不足2%，未来公司全球份额均有较大提升空间。
- **积极修炼内功，管理、研发、供应链、服务等全方位升级。**外延并购方面，2016年收购德国软胶囊代工企业Ayanda，2022年收购美国软胶囊龙头BF，实现海外生产本土化及客户协同互补。内生方面，①**升级团队招募优秀人才。**招募华为背景的中国区销售负责人，组织架构引用华为B端体系，并引入新互联网BD总监拓展新锐品牌客户。德国工厂新换年轻负责人，升级欧洲销售团队，扩大客户覆盖面，2023H1欧洲收入恢复至30%+的增长。②**打造全球数字化供应链。**公司收购欧洲、美国工厂完成当地供应链布局，高费用投放完善数字化系统升级。③**升级整合工厂，持续扩张产能抓住海外高成长赛道红利。**近几年公司持续扩产完善全剂型产能储备，其中软糖产能逐步释放至70+亿粒，支撑美国市场软糖销售（2020-2022年美国软糖行业规模CAGR达10.9%）。同时生产端持续降本增效，目前德国工厂整合后净利率可达10%左右。④**背靠大客户洞察全球赋能研发。**公司和全球多领域大客户合作多年，拥有敏锐捕捉前沿市场动态的能力，并利用中国工程师红利赋能海外研发，持续优化营销研发能力。⑤**积极拥抱新渠道，挖掘腰部新锐品牌成长红利。**公司相比过去更贴近市场前端，向全面服务商转型，并优化研发、销售和产品体系以适配新锐品牌特点，采用数字BD覆盖更多潜力品牌，2023Q3新锐品牌渠道实现快速增长，占比提升至28%。
- **内生提速和BF盈利改善，股权激励目标积极。**2023Q4美国市场去库存进入尾声，明年有望重回较快增长，欧洲市场改善明显，步入收获期。国内新锐品牌拓展顺利，延续双位数增长，2024年内生业务有望明显提速。BF个护和软糖产线逐步投产，稳态产能对应产值约0.5-0.8亿美元，2024Q1有望扭亏为盈。公司近期推出新一期股权激励，业绩考核要求为2024/2025/2026年营收不低于43.12/49.27/55.66亿元，并推出长期员工持股计划要求2024年净利润达到4.005亿元，目标指引积极，我们认为在内生提速和BF盈利改善的双重驱动下，2024年业绩完成确定性较高。
- **盈利预测：**我们预计公司2023-2025年收入分别为34.60/43.42/49.85亿元，归母净利润分别为2.73/4.06/4.96亿元，PE分别为22/15/12X。我们按照2024年业绩给20倍PE，目标价45.11元，给予“买入”评级。

目录 CONTENTS

01

公司简介：中国营养健康食品CDMO龙头

02

功能食品行业需求广阔，代工比例逐步提升

03

积极修炼内功，内部管理全方位升级

04

内生提速叠加BF改善，朝股权激励高目标迈进

05

盈利预测

1.1 仙乐健康：中国营养健康食品CDMO龙头，服务方案解决商



➤ 公司前身为制药企业（广东仙乐制药），自2000年起进行营养健康食品合同委托生产，此后持续投入研发创新，与全球领先的营养健康食品企业共成长，目前公司已成为国内营养健康食品CDMO龙头，并已完成全球营养健康食品市场布局，为全球客户提供营养健康食品一站式解决方案。回顾公司发展历程：

➤ **1993-2003年：第一步转型，从制药逐步拓展至为保健品品牌提供合同委托生产业务。** 1993年广东仙乐制药有限公司成立，开始软胶囊生产。2000年跨赛道开始为膳食营养补充剂品牌提供合同制造服务，切入CDMO板块，2002年获得出口卫生注册证书，开启出口业务。

➤ **2005-2010年：逐渐发展为国内主要软胶囊生产商之一。** 公司2007年开始布局多元化生产线，开始营养软糖、片剂、硬胶囊及粉剂生产业务。2010年进一步通过美国NPA-GMP认证。

➤ **2011年至今：大客户基本盘逐步稳固，进一步拓展全球化布局。** 公司2015年正式更名为“仙乐健康科技股份有限公司”。2016年收购欧洲知名的软胶囊生产商—德国Sirio Europe有限公司，加快全球布局。同年，辉瑞收购公司C端“千林”品牌，双方签署十年独供协议，公司成为辉瑞中国独供厂商。2018年马鞍山工厂1期投产支撑全剂型发展。2023年初进一步完成收购软胶囊头部生产商BF71%股权，完成中美欧三大市场本地化产能布局，成为国内营养健康食品CDMO头部企业。

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

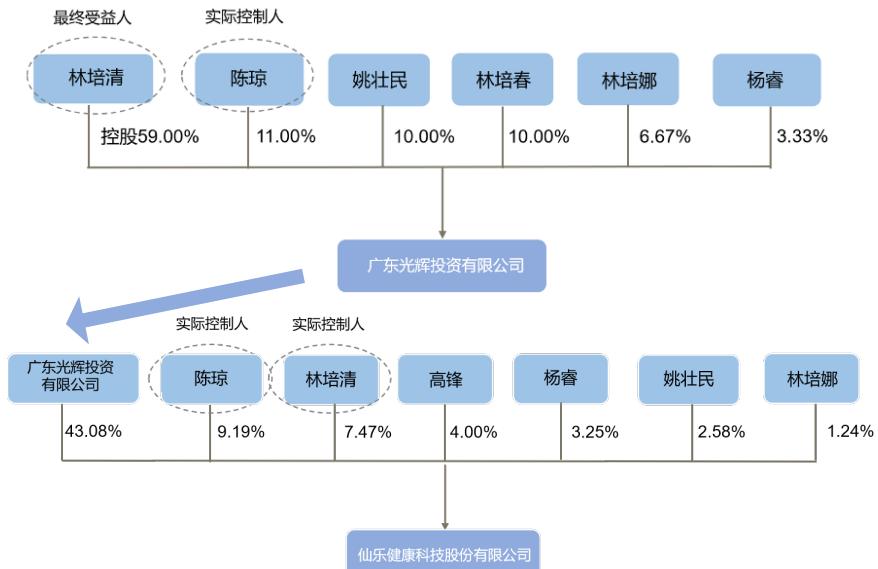
图表：公司发展历程

年份	发展历程
1993	广东仙乐制药有限公司成立，开始软胶囊生产
2000	开始营养健康食品的委托生产，开创合同生产的业务模式
2007	开始营养软糖、片剂、硬胶囊及粉剂生产业务
2010	成为中国为数不多通过美国NPA-GMP认证的膳食营养补充剂企业
2012	引进高速集成化的健康饮品生产线，并顺利投产
2013	连续6年（2008-2013）在保健品领域出口排名中国前列
2014	启动Plantegrity®素怡®植物胶软胶囊项目；独立的益生菌车间落成投产
2015	马鞍山健康产业园奠基；汕头全新检验中心投入使用；更名为“仙乐健康科技股份有限公司”
2016	全资收购欧洲知名的软胶囊生产商—德国Sirio Europe有限公司；出让千林品牌给辉瑞制药
2017	APS系统上线，并获中国营养健康食品行业年度十大正能量事件；仙乐创新中心成立
2018	马鞍山工厂第1期开业典礼；全新包装车间投入使用；全新研发中心大楼投入使用
2019	公司在创业板上市
2020	PLM（产品全生命周期管理）系统上线运行
2023	完成收购北美营养健康产品合同研发制造商BestFormulations LLC 71.41% 股权

1.2 股权结构：公司为家族企业，核心管理层医药产业经验丰富

- 公司实控人为林培青夫妇，持股比例高度集中。公司实控人为林培青、陈琼夫妇，其分别直接持股9.19%、7.47%，通过广东光辉投资间接22.07%、4.74%的股份，合计持有公司43.47%股权，另外公司主要核心股东基本为林氏家族成员，包括林培青父亲林奇雄、妹妹林培春和林培娜、林培春丈夫姚壮民。
- 多位管理层具备医药背景，产业经验丰富。公司董事长林培青曾任汕头金石制药总厂副厂长、副总经理陈琼曾任鮀滨化学药业总公司鮀滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质管理课长，董事姚壮民曾任汕头金石制药总厂销售经理，广东千林健康产业有限公司董事、总经理，高管拥有资深的医药行业背景和丰富的产业经验。

图表：公司股权结构



图表：公司主要高管履历

姓名	职务	年龄	履历
林培青	总经理	58	曾任汕头金石制药总厂副厂长、仙乐有限董事长、总经理，现任Sirio Europe Verwaltungs GmbH董事、Sirio Nutrition Co.,Ltd董事和CEO、仙乐控股有限公司董事、Best Formulations 管理人。
郑丽群	副总经理&董事会秘书	52	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任，2002年2月加入仙乐有限，历任仙乐有限财务部经理、财务总监，现任仙乐健康科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。
陈琼	副总经理	57	曾任鮀滨化学药业总公司鮀滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质管理课长、仙乐有限董事、副总经理，现任仙乐健康董事、副总经理。
夏凡	财务负责人	40	曾任联合利华食品北亚区财务总监、赛默飞世尔中国业务财务总监。现任仙乐健康财务总监。
姚壮民	董事	53	曾任汕头金石制药总厂销售经理，广东千林健康产业有限公司董事、总经理，现任Sirio Europe Verwaltungs GmbH董事、Sirio Americas Holdings,Inc.董事、CEO和秘书长、Sirio Healthcare Holdings LLC.CEO。

1.3 股权激励：2020年推出首轮股权激励，激励核心管理团队



➤ **2020年推出首轮股权激励计划，2020-2021年顺利达成考核目标。**公司2020年股权激励计划向50人授予限制性股票85.81万股，占总股本的0.72%，首次授予价格30.20元/股。业绩考核要求为2020/2021/2022年营收较2019年增长20%/45%/70%，公司2020、2021年顺利完成业绩考核目标，2020/2021年营收较2019增长31%/50%，2022年由于外部因素影响未完成股权激励考核目标。

图表：2020年限制性股票激励计划梳理

归属期	归属比例	业绩考核目标	实际增速达成情况
首次授予的限制性股票	第一个归属期	20%	以2019年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于20%
	第二个归属期	40%	以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于45%
	第三个归属期	40%	以2019年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于70%
预留的限制性股票	第一个归属期	50%	以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于45%
	第二个归属期	50%	以2019年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于70%

其他条款

授予数量 (股)	858100股，占总股本0.72%，其中首次授予686500股，占总股本0.57%		
授予价格	首次授予限制性股票的授予价格：30.20元/股		
授予对象	姓名	职务	授予数量(股)
	杨睿	董事、副总经理	64,300
	郑丽群	董事会秘书、财务总监	48,200
	管理人员、核心技术（业务）人员（共计47人）		574,000
	预留		171,600
			占总股本比例
			0.0005
			0.04%
			0.0048
			0.14%

1.3 股权激励：近期推出新一轮股权激励，目标指引积极



- **新一轮股权激励锚定收入健康增长，提升员工积极性。**公司拟向高管、管理人员及核心技术（业务）人员共计76人授予限制性股票154.625万股，占总股本的0.86%，首次授予价格12.71元/股。业绩考核要求为2024/2025/2026年营收不低于43.12/49.27/55.66亿元，我们预估2024年收入增速20%左右，2025-2026年收入增速14.2%/13.0%。此次授予对象同时覆盖欧洲Ayanda总经理、美洲销售总监、欧洲事业部总经理，海外团队稳定性以及积极性有望进一步提升。
- **中长期员工持股计划针对少数公司核心员工，关注长远发展针对利润目标考核。**中长期员工持股计划中的授予人数预计不超过18人，主要针对公司核心人员，计提奖励金触发条件为2024年净利润达到4.005亿元，2025/2026年触发条件需待当年1月召开董事会确定。利润锚定高增长目标，未来展望积极。

图表：2023年限制性股票激励计划梳理

解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标	YOY
第一个解除限售期	30%	2024 年营业收入不低于 43.1249 亿元	
第二个解除限售期	30%	2025 年营业收入不低于 49.2677 亿元	20%
第三个解除限售期	40%	2026 年营业收入不低于 55.6612 亿元	13%
其他条款			
授予价格	首次授予限制性股票的授予价格：12.71元/股		
授予数量	154.6250万股，占总股本0.86%，其中首次授予数量124万股，占总股本0.69%		
授予对象	职务	授予数量(万股)	占总股本比例
郑丽群	副总经理、董事会秘书	4	0.02%
夏凡	财务负责人	2	0.01%
Martin Kern	Ayanda工厂总经理	2	0.01%
Steve Sensoli	美洲区域销售总监	2.4	0.01%
Sara Lesina	欧洲事业部总经理	2.4	0.01%
管理人员及核心技术（业务）人员（共71人）		111.2	0.62%
预留		30.625	0.17%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表：2023年中长期员工持股计划梳理

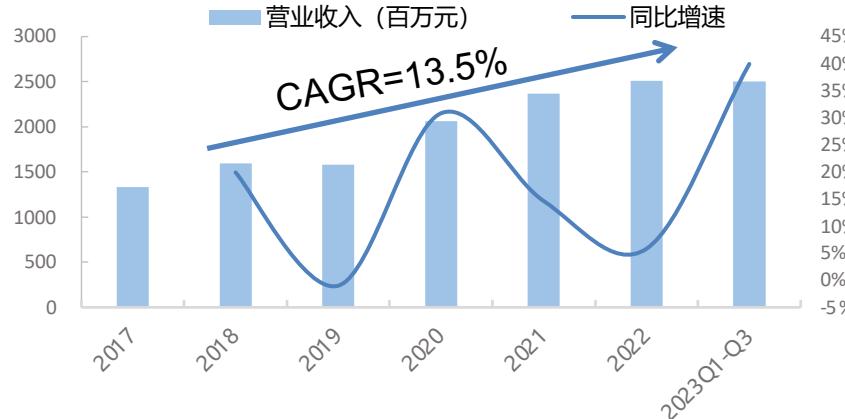
考核年度	净利润目标值M		
2024年	4.005亿		
2025年	第二期员工持股计划方案中明确（预计2025年1月拟定）		
2026年	第三期员工持股计划方案中明确（预计2026年1月拟定）		
其他条款			
规模	首期员工持股计划拟筹集的资金总额不超过3,500万元		
授予对象	姓名	职务	预计占首期员工持股计划总份额的比例
	陈琼	董事、副总经理	
	姚壮民	董事	
	郑丽群	董事会秘书、副总经理	25%
	夏凡	财务负责人	
	管理人员及核心技术（业务）人员（14人）		
			75%

1.4 业绩复盘：产能投放支撑收入增长，疫后业绩稳定性增强

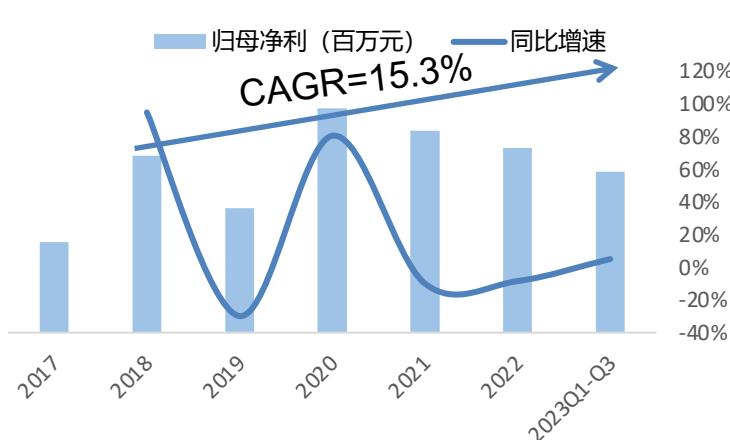
➤ **产能投放支撑收入增长，疫后业绩稳定性增强。** 2022年公司实现营收25.1亿元，归母净利2.1亿元，2017-2022年公司营收CAGR为13.5%，归母净利润CAGR为15.3%。历史业绩回顾：

➤ 1) 2016年公司收购德国Sirio Europe后，营收实现大幅增长，叠加新产能投产，公司2016-2018年收入CAGR为42.5%，归母净利CAGR为69.9%。2) 2019年后公司进入产能投放期，满足软糖、功能饮品等新剂型爆发的需求，2020年公司收入增长30.85%。3) 2021-2022年全球多地业务持续受外部环境影响，公司收入增长乏力，利润有所承压。4) 2023年需求有所回暖，前三季度营收同比+40%，归母净利润同比+5.1%，扣非归母净利润同比+14.5%，收入增长主要由并表BF带来。其中Q3内生业务实现双位数增长，内生利润同比增速超20%，业绩修复明显。2023年以来BF亏损环比收窄，Q3收入实现双位数增长。

图表：2017-2023年公司前三季度营收情况



图表：2017-2023年公司前三季度利润情况

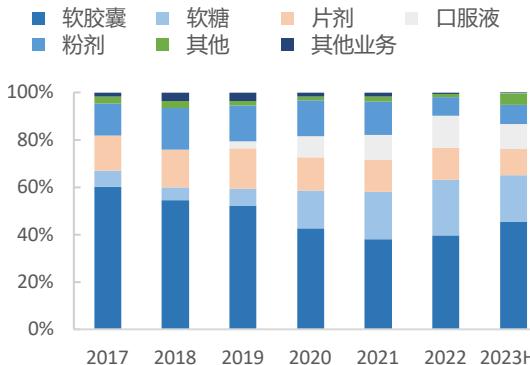


1.5 产品结构：产品矩阵丰富，持续创新剂型

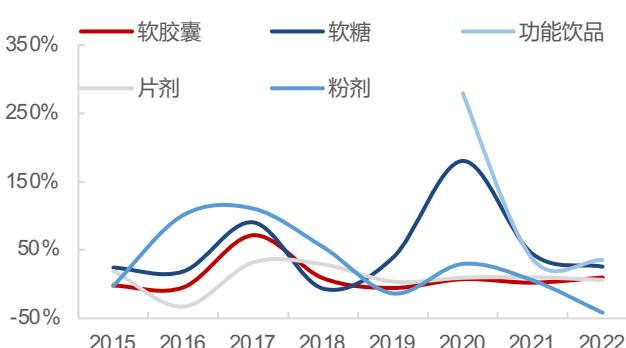
➤ **覆盖软胶囊、软糖、饮品等8种剂型，满足各年龄段需求。**公司拥有全剂型开发能力，目前主要涵盖六大剂型，包括软胶囊、营养软糖、饮品3大核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊3大基础剂型。不同产品可满足从婴童、青少年、成年人到中老年人等不同人群的健康需求。同时，公司持续投入研发进行剂型创新，包括推出素怡植物基软胶囊、萃滋球、爆珠等剂型满足年轻消费者的差异化需求。

➤ **软糖、功能饮品收入快速增长，软糖已成为公司第二大剂型。**2023年H1软胶囊/软糖/功能饮品/片剂/粉剂/其他占比分别为45.4%/19.6%/10.6%/11.1%/8.1%/5.0%，2019-2022年收入CAGR分别为6.4%/71.9%/91.4%/8.6%/-7.3%/11.4%，主因中国、美洲软糖、功能饮品等功能性食品快速兴起，公司顺应趋势加紧产能布局抓住行业红利，软糖、功能饮品实现高速增长。

图表：公司分产品收入结构



图表：公司分产品收入增速



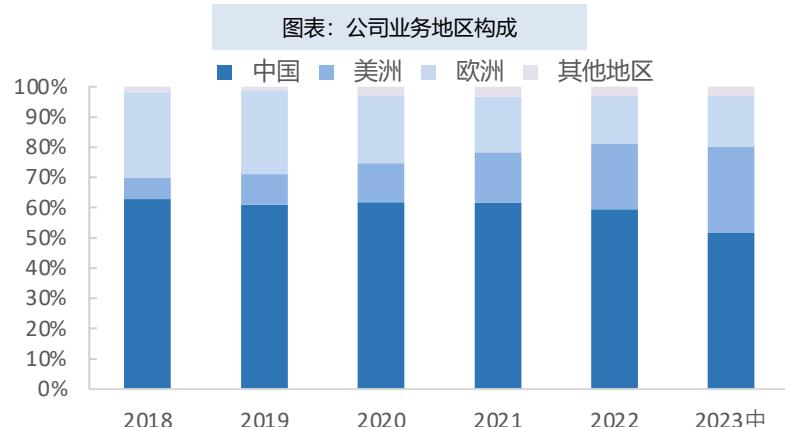
图表：公司传统六大剂型与创新剂型



1.6 区域结构：国内增长稳健，美洲成长快速

➤ **国内市场稳健增长，美洲高速增长，欧洲市场开始提速。** 2023H1中国/美洲/欧洲/其他（东南亚、澳新等）地区收入占比分别为51.7%/28.5%/16.8%/3.1%，2018-2022年收入CAGR分别为10.8%/ 48.9%/ -0.5%/9.0%。具体分市场来看：

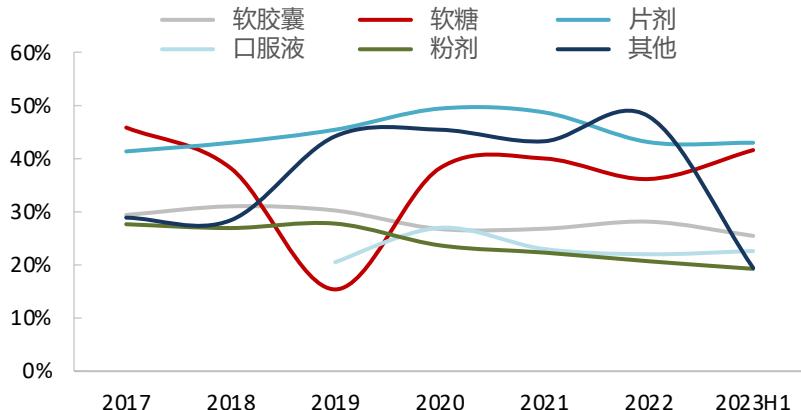
- 1) **中国市场**：国内大客户基本盘稳定，国内软糖、功能性饮品等产品受到年轻消费群体喜爱，跨境电商品牌持续推新布局，同时新锐品牌不断涌现，公司作为国内软糖代工的龙头企业充分受益行业红利，新拓客户以及新品带动收入增长。
- 2) **美洲地区**：北美健康营养食品行业中维生素软糖、功能性饮品行业发展较快，对产品创新需求不断增加，公司通过研发创新驱动不断加深与北美头部品牌客户的关系，美洲市场收入规模增长较快。
- 3) **欧洲地区**：欧洲市场此前维持个位数增长，2020年-2022年德国工厂开工率及员工到岗率受到疫情影响，导致收入有所放缓。2022年以来欧洲市场的管理与销售持续改善，公司通过优化欧洲管理团队、外派中国工程师赋能、扩充销售人员以扩大客户覆盖面、内部系统数字化升级等方式带动当地业绩增长，2023年开始欧洲地区收入改善明显，2023H1欧洲收入同比增长45%。



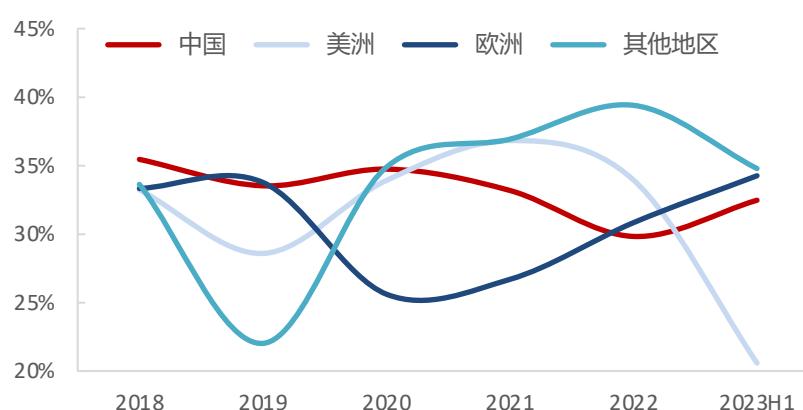
1.7 盈利情况：软糖毛利率较高，海外毛利率有望逐步改善

- 领先的竞争实力保证软糖高毛利水平，软糖毛利率保持稳中有升。**2022年公司软胶囊/软糖/功能饮品/片剂/粉剂/其他毛利率分别为28.1%/36.1%/22.0%/43.1%/20.7%/47.9%。公司各类型中片剂、软糖毛利率水平较高，其中2022年公司软糖毛利率为41.6%，同比提升3.6pct，软糖毛利率保持稳中有升趋势，主因公司软糖产能领先，产能利用率同步提升，并已攻克软糖制备技术难关，将口感与功效很好结合，加上公司领先的新品创新能力，对下游品牌具有一定议价力。同时公司软糖的客户零售加价率较高，对价格敏感度不高。功能性饮品、粉剂由于技术门槛相对不高，毛利率水平偏低，软胶囊毛利率水平居中，基本保持稳定。
- 产品结构决定各地区毛利率水平，海外市场毛利率逐步改善。**2023H1中国/美洲/欧洲/其他地区毛利率分别为32.0%/33.0%/30.8%/39.4%，分别同比+2.2/+5.9/+4.1/+2.5pct。国内市场毛利率相对稳定，过去欧洲市场毛利率低于美洲市场，主因欧洲以软胶囊产品为主，美洲以软糖产品为主，产品结构导致地区毛利率水平差异。欧洲市场通过内部优化，毛利率已呈现持续恢复趋势。美洲市场受并表BF，以及BF软糖产线延迟一个季度投产，前期费用和固定成本摊销影响，导致毛利率短期承压。后续随产能利用率的逐步提升，以及美洲客户去库存结束，美洲毛利率有望恢复。

图表：公司分产品毛利率



图表：公司各地区毛利率



目录 CONTENTS

01

公司简介：中国营养健康食品CDMO龙头

02

功能食品行业需求广阔，代工比例逐步提升

03

积极修炼内功，内部管理全方位升级

04

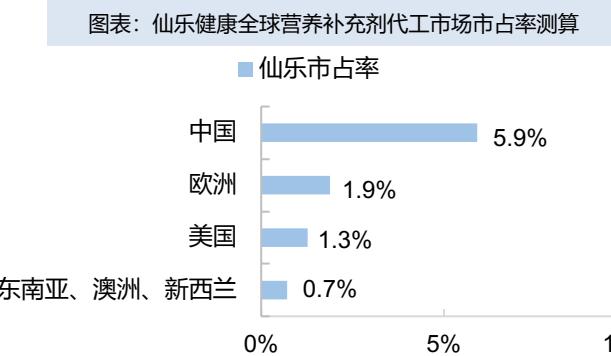
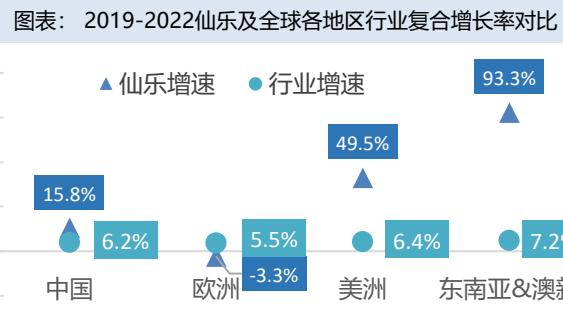
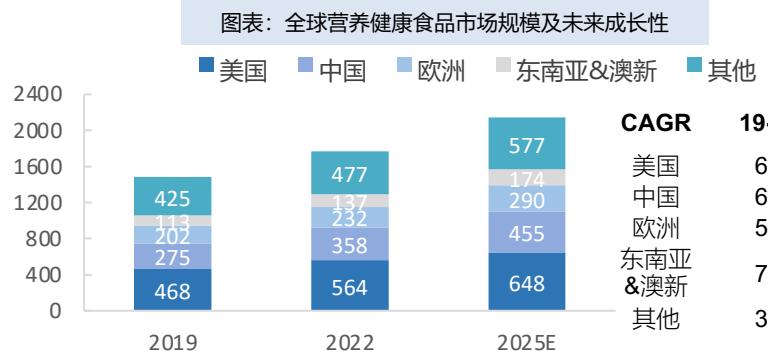
内生提速叠加BF改善，朝股权激励高目标迈进

05

盈利预测

2 全球市场：营养健康食品需求稳步扩张，仙乐市占率提升空间大

➤ **全球保健品市场具有高成长性，仙乐在全球各地区的市占率有较大提升空间：**据欧睿数据显示，全球营养健康食品零售规模为1768亿美元，2019-2022年CAGR为6%，预计未来三年CAGR有望超过6%。分区域看，美国为第一大市场，2022年规模为564亿美元，2019-2022年中国、美国、欧洲、东南亚&澳新营养健康食品市场规模CAGR分别为6.2%、6.4%、5.5%、7.2%，各地区规模稳步成长。国内代工CR5不足20%，仙乐市占率约6%-7%，2019-2022年仙乐海外收入CAGR为18%，增长高于行业整体，但目前公司在欧洲、美洲市占率均不足2%，未来海内外份额有较大提升空间。



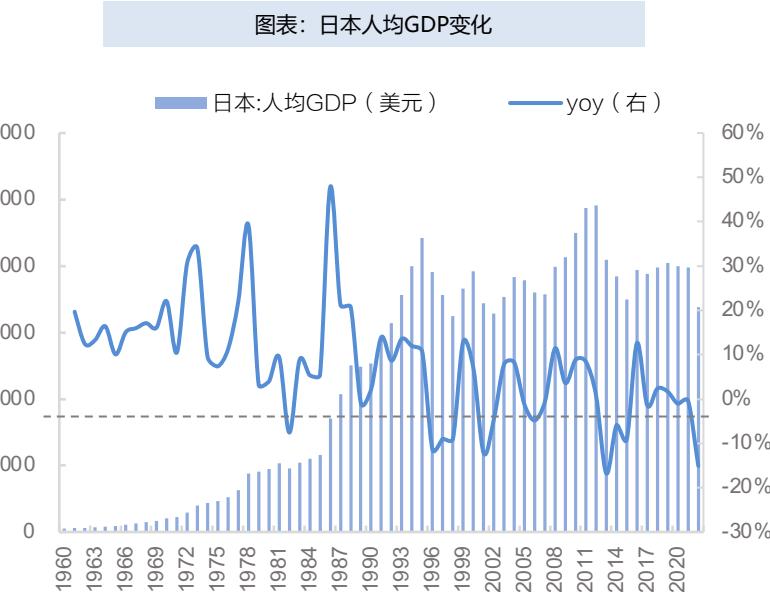
2.1 日本市场：穿越经济周期，受老龄化与健康意识崛起驱动

- **日本对保健功能食品的界定：**日本将保健功能食品细分为特定保健食品（1991年引入）、营养机能食品（2001年引入）、功能性标示食品（2015年引入）三类。
- **90年代日本经济放缓时期并未降低政府及消费者对健康的重视度，健康食品行业发展迅速：**日本人均GDP在1995年达到阶段性高峰后逐步回落，而日本的健康食品市场仍旧保持快速增长，至2005年后保持平稳增长。日本经济最低迷时也并未影响健康食品市场的发展，一方面是人口老龄化日益严重，人均收入的减少未降低人们在健康营养上的支出；另一方面是日本政府多次放宽保健食品政策制度，刺激新兴产业发展的同时提升国民身体健康水平。

图表：日本保健食品特点

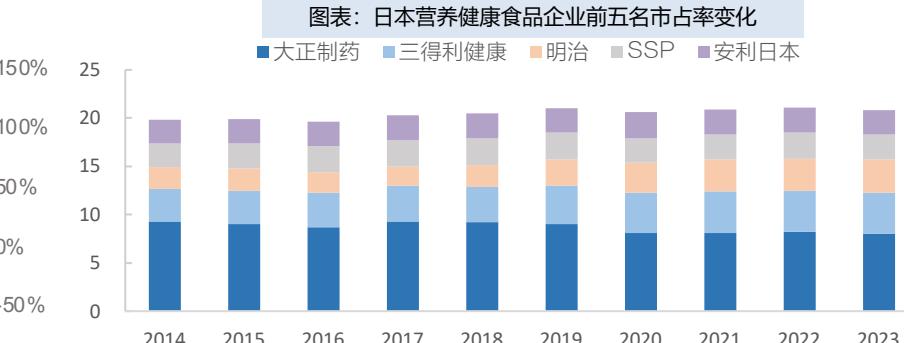
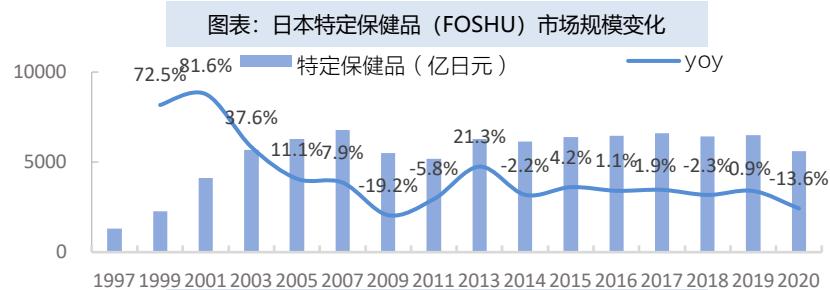
维度	特定保健食品 (FOSHU)	营养机能食品 (FNFC)	功能性标示食品 (FFC)
推出时间	1991年	2001年	2015年
功能声称	功能窄，七大功效类别	分成分和用量需按规定使用，包含13种维生素、6种矿物质、1种脂肪酸	功能广泛，主要为二十大类别
时间和资金	产品申报至少需要2年；企业需花费数十万美元对产品进行检测，需要进行人体临床试验	其功能已经过科学证据证实，符合营养功能标准规定的声称，无需审批或注册	产品上市前60天提交资料备案，可引用已有的科学证据

图表：日本人均GDP变化



2.1 日本市场：功能性食品的兴起助力行业二次增长

- **功能性食品行业快速发展，带动保健品行业二次增长。** 2005年日本特定保健食品市场规模6299亿日元，1997-2005年CAGR达21.6%。2005年后行业趋于饱和，直到2015年功能性标示政策出台后再次带动日本健康食品行业增长，2021年日本功能性食品行业规模421亿日元，2016-2021年CAGR为25%，远快于2016-2021年日本商业零售额CAGR值（1.5%）。
- **门槛的放低导致日本保健品行业长尾趋势明显。** 2015年以来日本功能性标示食品的认证产品数量持续高增，2015-2020年每年新增认证数量CAGR达28%。由于行业准入门槛的不断降低，导致各类型综合品牌如食品、药品、化妆品企业进入市场，行业格局趋于分散，CR5为20.8%，近10年未有明显提升（不考虑20年进入的制药企业Alinamin）。

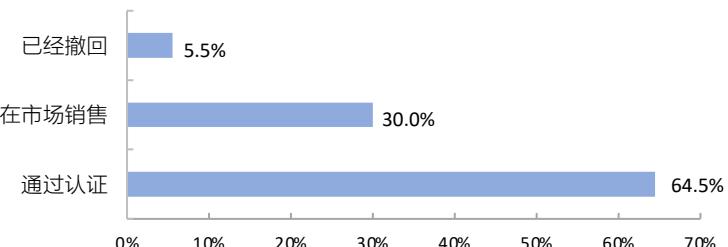


2.1 日本市场：长尾化趋势明显，催生代工需求

➤ **下游竞争格局进一步促进专业化分工需求，更利于上游代工业企业成长。**日本特定保健品申请门槛与前期资金投入占比高，耗时比较长，而功能性食品有众多中小企业参与，难以重资产模式运行，同时也存在产品同质化、功效与产品标签不符、产品回撤率高、更新迭代速度加快等问题，产品生命周期短。日本保健食品行业长尾化趋势明显，长尾企业占比从2014年的27.2%提升至2023年的29.6%，中小企业占比的提升进一步催生保健品代工需求。2020年日本保健食品代工规模为1566亿日元（人民币约77亿元），按照保健食品代工毛利率30%测算，2020年日本保健食品代工率大约为35%左右。2015-2020年保健食品代工行业CAGR为1.4%，主要受特定保健品行业整体趋于饱和所拖累，2015-2020年日本特定保健品行业规模CAGR为-2.6%。

FFC行业集中度难以提升的原因：

- 产品撤回率高，产品生命周期短，产品更新换代速度快。
- 行业竞争激烈，上市周期短，产品同质化严重，议价能力差。
- 企业申报产品功能与实际功效之间存在差异，难有持续有效的功效性



图表：日本保健食品代工市场规模变化



2.2 中国市场：与日本90年代初发展相似，中国保健品行业前景广阔

➤ **中国经济发展与人口结构背景与90年代日本接近，正处于居民健康意识提升的阶段，中国营养保健品发展前景广阔。** 中国的老龄化结构以及GDP增速均近似日本80年代末、90年代初水平，2021年中国60岁以上老人占到总人口的19%，2022年中国GDP增速3%。相同时期的日本，随政府和居民对健康重视度的提升，保健品行业快速兴起。我国经历疫情后，居民对健康免疫重视度也有所提升。据欧睿数据，2023年我国营养健康食品规模3916亿元，2018-2023年CAGR为6.9%，其中维生素及膳食补充剂行业规模1543亿元，2018-2023年CAGR为6.1%，与90年代末日本健康营养食品行业增速相当。

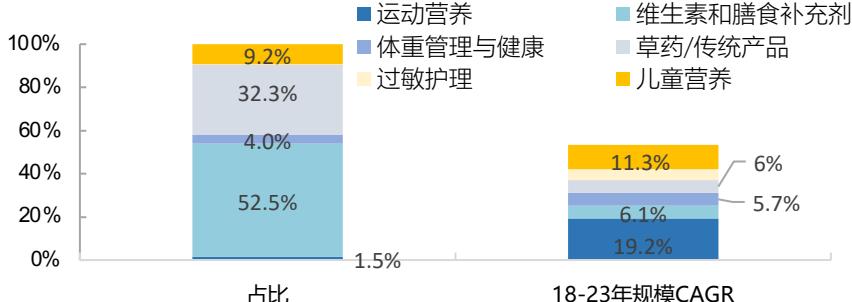
中日两国人口老龄化、GDP增速对比



图表：中国营养健康食品规模变化



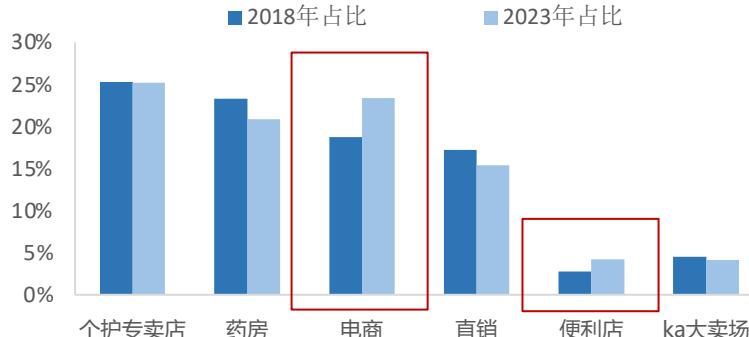
图表：中国营养健康食品结构及增速



2.2 中国市场：保健品行业门槛更高，电商渠道占比提升快

- **中国保健品上市前均需获得蓝帽子标识。**中国的保健食品分为注册以及备案制两类，均需要获得蓝帽子标识，从研发到获得审批/拿到批文需要1-5年时间，研发费用需几万到数百万。而功能性食品无批文备案要求，产品上市周期快。
- **电商渠道呈现快速增长，直销/药店传统渠道或有下滑。**在渠道结构上，药店不可售卖功能性食品，但国内对跨境电商监管较为宽松。电商成为国内营养健康产品的主要购买渠道，2018年至2023年占比由22.6%提升至42.0%。相比而言日本对保健品的监管较宽松，电商、药店、百货商店、美妆店、便利店等多个渠道均可购买，其中电商也是占比提升最快的渠道，2018年至2023年占比由18.7%提升至23.4%。

图表：日本营养健康食品渠道结构变化



图表：中国保健食品与功能性食品行业特点区别

	备案制类保健食品	注册制类保健食品	功能性食品
可用剂型	片剂、口服液、硬胶囊、软胶囊、软糖、粉剂	剂型范围广	软糖、果冻、饮料、乳制品等，剂型范围广
产品上市时间	需要蓝帽子标识，审批时间1-3个月，产品上市需1年时间	需要蓝帽子标识，拿到批文至少5年。	无批文要求，通常小于1年
研发费用	几万到几十万	几十万到数百万	低于备案制类保健品投入
优缺点	研发费用低、产品上市速度较快 但可用原材料有限，产品同质化严重	功效性好，但审批周期长，产品上市速度慢	可用代言人；上市周期快；无原材料限制 但不可在药店销售，不可进行功能声称

图表：中国营养健康食品渠道结构变化



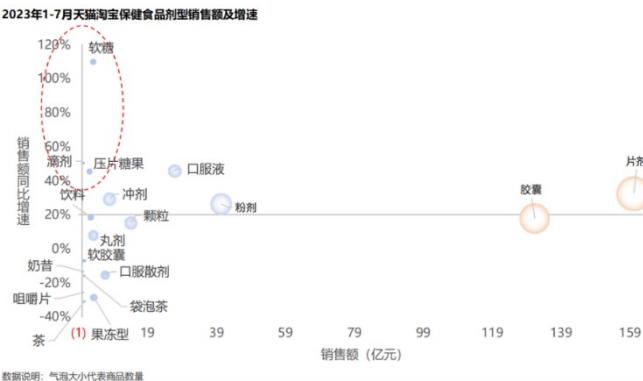
2.2 中国市场：功能性食品成长空间广阔，软糖高速成长

➤ **国内线上渠道增长亮眼，功能食品渗透率仅为日本1/2。** 2022年中国功能食品规模为2079亿元，2017-2022年CAGR为7%。其中线上渠道增长快速，据功能性健康食品调查报告显示，2017-2022年线上功能食品规模CAGR为34.2%。对标功能食品发展快速的日本来看，我国功能食品渗透率仅20%，仅达日本功能食品渗透率的一半，其中粘性用户占比10%，仅为日本的1/5。

➤ 功能性软糖为年轻群体中消费增速最快的剂型，备案制促进软糖剂型发展。

据CBNData，在功能食品剂型中，软糖是年轻群体中消费增长最快的剂型，2021年软糖行业规模达102亿元，2016-2021年CAGR为17%。软糖兼具营养和零食属性，深受年轻人喜爱。2021年国家市场监督总局将凝胶糖果纳入保健食品备案剂型，软糖备案制的落地同时促进了保健食品向零食化方向发展，为快速发展的软糖市场提供方向。

图表：2023年1-7月软糖为天猫淘宝保健品销量增长最快的品类



图表：中国功能性食品行业规模及增速



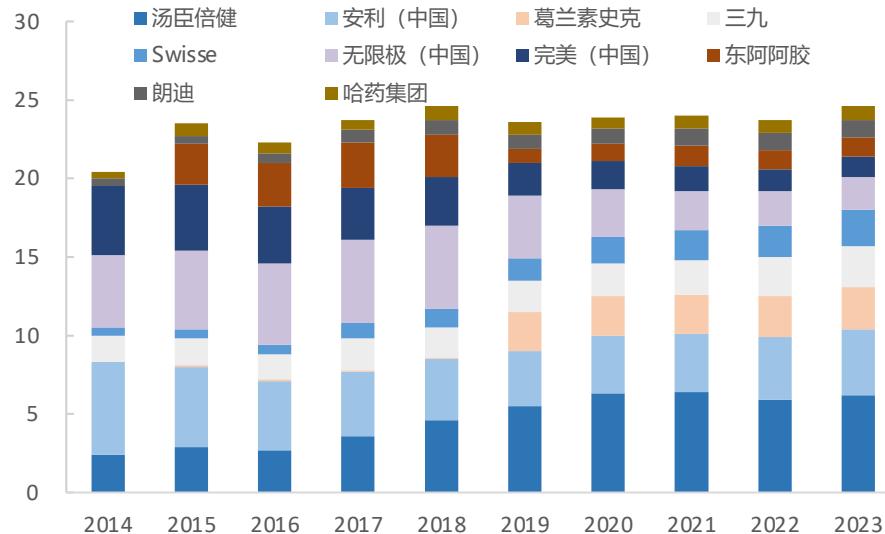
图表：中国功能性软糖行业规模及增速



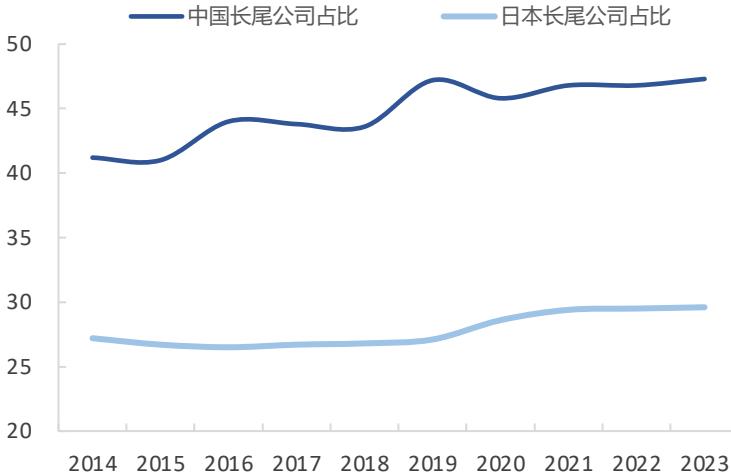
2.2 中国市场：C端集中度提升缓慢，长尾化趋势明显

➤ **中国营养健康食品行业格局分散，长尾化趋势明显。**仙乐所处的行业中游参与者主要有面向B端的生产商和面向C端的品牌商。C端品牌商直接面向下游消费者客户，同时部分品牌商自建工厂拥有研发、生产能力，因此保健品行业以C端企业居多。2023年行业CR5/CR10分别为18%/25%，近10年分别提升2.9/4.2pct。同时，长尾公司占比（市占率小于0.1%的企业占比和）提升趋势明显，2014年至2023年提升6pct至47%。

图表：中国营养健康食品行业市场份额前十名企业市占率变化



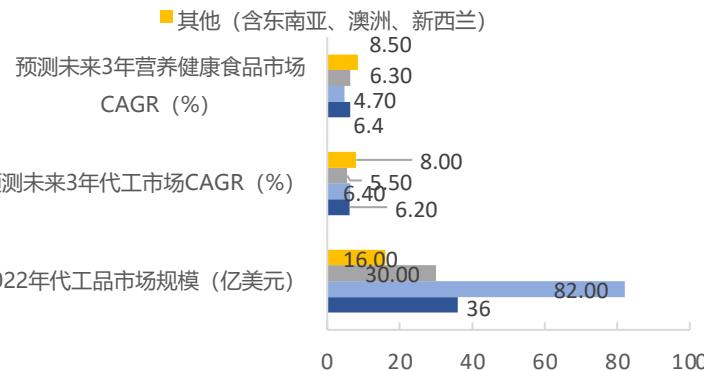
图表：中国与日本营养健康食品行业长尾企业占比（市占率小于0.1%的企业）



2.2 中国市场：C端长尾化+头部企业份额提升需求，代工重要性凸显

- **保健品代工为保健品品牌商运营提供更优解，代工率提升空间大。**据欧睿数据，中国代工市场规模约252亿元，预测未来3年CAGR6.2%。中国保健品长尾公司占比相比日本更高，行业对于产品更新迭代快，对研发创新要求高，资金投入门槛有较高要求，代工商可帮助品牌商高效运营、降低中小企业成本。但目前国内代工率仅6.4%，对标成熟市场日本、美国均有提升空间。
- **B端生产商企业竞争格局：**由于功能性食品添加功能性原料，生产工艺对产品成效起到关键作用，保健品代工生产商拥有多年为保健品品牌商代工的经验，生产工艺更成熟。但目前国内保健品代工行业格局较分散，头部品牌为仙乐健康、大江生医、百合股份，2022年收入规模分别仅25/17/7亿元，未来行业集中度还有很大提升空间。

图表：中国与其他地区保健品代工市场规模及增速对比



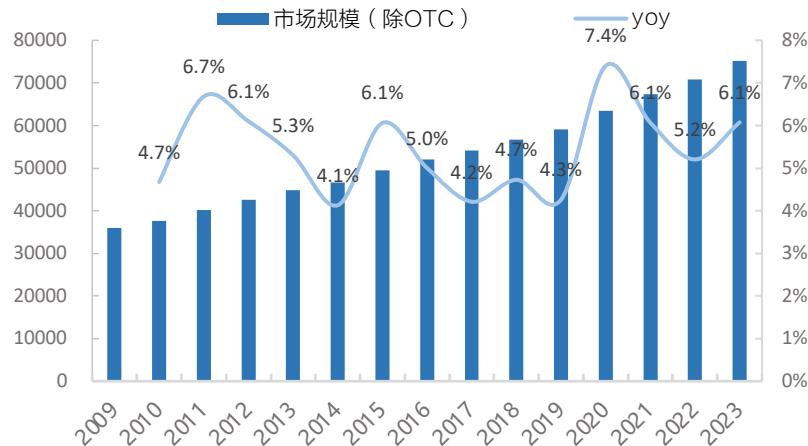
图表：中国主要CDMO保健品企业

企业	公司简介	主要产品	营收规模	渠道网络
仙乐健康	成立于1993年，2000年开始进行ODM业务，先后收购AYANDA、BF等公司	软胶囊、营养软糖、片剂、硬胶囊、粉剂、口服液等	2022年收入25亿元	B端渠道，国内占比60%，主要出口美洲、欧洲、东南亚等地区
大江生医	成立于1980年，2011年开始ODM业务	保健食品、面膜、机能性饮料、胶原蛋白、护肤品、医疗器材等	2022年收入17亿元	B端渠道，出口到全球超过63个国家
百合股份	2005年上市，旗下拥有自主营养保健食品品牌“百合康”	软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、颗粒剂、丸剂、口服液等剂型	2022年收入7.3亿元	B端占比超过80%
艾兰得	成立于1998年，营养健康解决方案服务商（CDMO），已在中、美、英、加设立4个科研基地，并于2010年开始收购IVC、ADAM等5家公司	主要产品包括维生素C含片、番茄红素软胶囊、多维片、儿童钙铁锌加维C咀嚼片等。	/	B/C渠道均有，遍布全球80个城市
衡美	成立于2011年，为食品、美容企业提供OEM/ODM解决方案，公司拥有6个子公司，2个生产基地	营养棒、营养粉、蛋白烘培、口服饮品及健康糖果	/	B端渠道

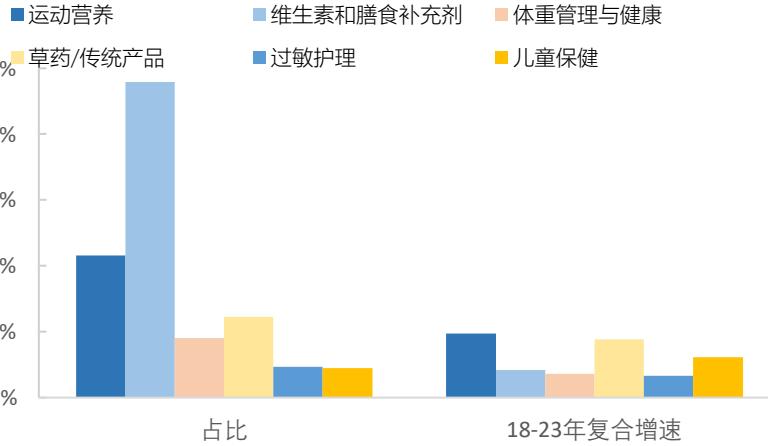
2.3 美国市场：全球第一大市场，近5年营养保健食品CAGR为5%

- **美国营养健康食品发展的原因：医疗成本、老年人口上升，保健品科技进步等。** 1) 医疗保健成本增加。居民生活习惯导致肥胖程度不断提升，加上医疗保健成本的增加迫使美国人口选择预防性医疗保健，膳食补充剂和功能性饮料用量明显提升。2) 老年人口的增加；3) 功能性食品、膳食补充剂等保健食品科技不断进步；4) 美国FDA对膳食补充剂使用备案制，不需要批准文号，生产端管理宽松，更多监管事后产品安全性问题，有效降低生产商产品上架周期。
- **北美营养保健食品规模752亿美元，其中膳食补充剂规模360亿美元。** 据欧睿统计，2023年美国营养健康食品规模达752亿美元，2018-2023年CAGR为5.8%，其中子品类中膳食补充剂占比最大，全美市场规模达到360亿美元，2018-2023年CAGR为4.2%，美国是全球膳食补充剂体量最大的国家（据GVR统计，美国占比29.5%，仅次于亚太地区34.9%的占比）。

图表：美国营养健康食品行业规模变化



图表：美国营养健康食品结构及增速

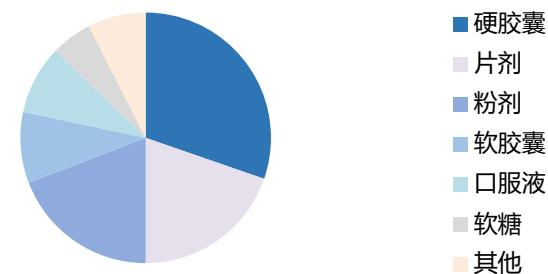


2.3 美国市场：硬胶囊、片剂等传统剂型为主，软糖剂型增长最快

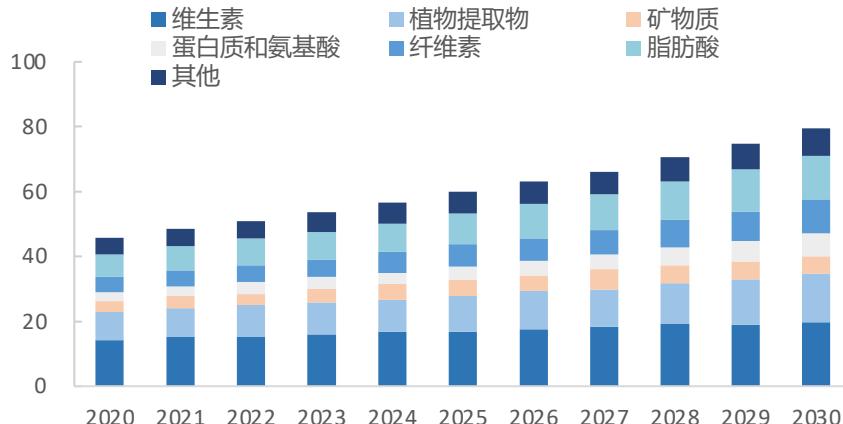
➤ 美国以硬胶囊、片剂等传统剂型为主，软糖、液体饮料产品增长最快。

据GVR分类，美国膳食补充剂按照品类可以细分为维生素，植物提取物，矿物质，氨基酸，纤维素，脂肪酸6大类，其中维他命为占比最大的品类，2022年市场规模达到151亿美元，2020-2022年行业CAGR为2.7%。按照产品形态可以细分为片剂、硬胶囊、软胶囊、粉末、软糖、饮料等形式，其中增长最快的为软糖、液体饮料。据GVR数据，2020-2022年软糖行业CAGR为10.9%，并预测2023-2030年软糖CAGR为10.2%。

图表：美国营养健康食品各剂型规模占比

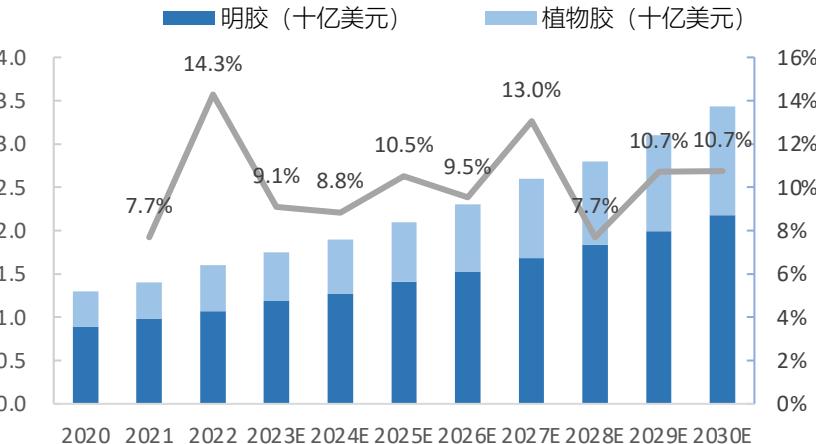


图表：美国膳食补充剂行业规模及增速预测



资料来源：Grandview research, 太平洋研究院

图表：美国维他命软糖行业规模及增速预测



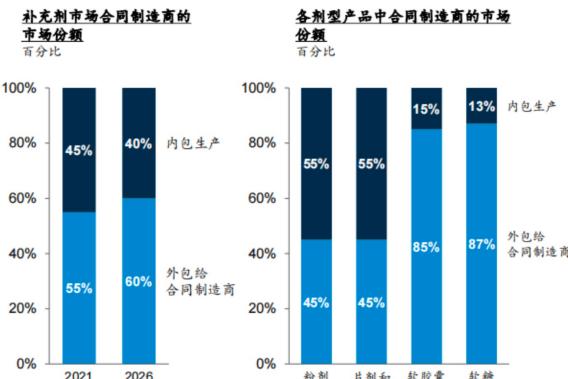
2.3 美国市场：专业化分工趋势明显，膳食补充剂企业代工渗透率高

➤ 美国营养健康食品代工率高，高效的研发生产水平是推动美国下游快速增长的主要原因之一。

公司主要有安利、雅培、拜耳、哥兰比亚、辉瑞、Ayanda（仙乐收购）、NBTY（雀巢收购），其中专注软糖维他命的企业有Smartypants、Pharmavite等，行业竞争较激烈，美国有大批保健品CDMO企业，美国的保健品代工率高，专业化分工程度深，是美国膳食补充剂市场高速增长的关键因素。

据NBJ数据，目前美国营养补充剂行业零售额达到610亿美元，其中55%的产品由合同制造商代工生产，扣除零售商、品牌的中间加价，代工行业出厂端规模达到140-170亿美元，预测2026年代工比例提升至60%。其中，软胶囊、软糖等产品的代工比例高，代工率分别为85%、87%。

图表：美国膳食补充剂及细分品类代工率



图表：美国部分膳食补充剂企业

企业	公司简介	主要营养健康产品	营收规模	竞争优势
Robinson Pharma	公司是一家为膳食补充剂和个人保健行业提供软胶囊、片剂、胶囊、粉氨基酸、维生素、骨骼健康产品、末和液体的全方位服务合同制造商，拥有美国最大的软胶囊产能，是美国领先的维生素制造商	减肥产品、心脏健康产品、营养补充剂、抗氧化产品等	/	公司产能储备完善，拥有40多年的合同制造商经验，且自有品牌销售经验也已超过10年，在每种产品形式交付方面至少有10-15年的经验
Captek Softgel	公司是维生素、矿物质和补充剂（VMS）行业领先的软胶囊合同制造商，具有25年的合同制造商经验	维生素、胡萝卜素、辅酶Q10产品、草本植物药剂、心脏健康产品、减肥产品等	/	公司拥有软胶囊行业最大的研发团队之一，产能布局完善，能够实现柔性生产。多年的合同生产经验也为公司积累了客户服务和大客户管理的经验
Catalent Pharma	公司是全球最大的综合服务、交付技术和制造的解决方案提供商之一，在OTC和营养补充剂市场都很知名。在全球健康和美容市场的开发、交付和供应方面拥有超过85年的经验和专业知识，全球50家工厂每年向1000多个客户供应超过7000多种合计700亿剂的产品，年产180亿粒软胶囊	心脏健康、大脑健康、美容产品、消化系统健康产品、睡眠产品等	2022年实现48亿美元收入	公司拥有多年的泛医疗领域从业经验和完善的膳食补充剂产能基础，具备广泛的研发能力，在软胶囊和口服液技术领域遥遥领先。此外，公司积极向外并购优势资产Bettera，提高软糖业务市场竞争力
Bettera	最初是一家糖果制造企业，后续扩展到维生素软糖和膳食补充剂行业。现在是一家生产软糖、软咀嚼片的营养保健品和营养补充剂的制造商，被Catalent收购后可以和膳食补充剂和其他营养保健品业务形成互补，提高公司的市场竞争力。	/	/	/

目录 CONTENTS

01

公司简介：中国营养健康食品CDMO龙头

02

功能食品行业需求广阔，代工比例逐步提升

03

积极修炼内功，内部管理全方位升级

04

内生提速叠加BF改善，朝股权激励高目标迈进

05

盈利预测

3 内部改革：积极修炼内功，管理、研发、供应链等全面升级

- **外延并购方面**：2016年收购德国软胶囊代工企业Ayanda，2022年收购美国软胶囊龙头BF，实现海外生产本土化及客户协同互补。
- **内生方面**：1) 升级团队引入优秀人才。2) 打造全球数字化供应链。3) 升级整合工厂，持续产能扩张抓住海外软糖红利。4) 背靠大客户洞察全球赋能研发。5) 积极拥抱新渠道，挖掘腰部新锐品牌成长红利。

升级团队引入优秀人才

招募华为背景的中国区销售负责人，组织架构引用华为B端体系，并引入新互联网BD总监拓展新锐品牌客户。德国工厂新换年轻负责人，升级欧洲销售团队，扩大客户覆盖面，2023H1欧洲收入恢复至30%+的增长。

打造全球数字化供应链，升级工厂提升自动化水平

收购欧洲美国工厂完成当地供应链布局，满足本土品牌需要。高费用投放至软件系统升级，邀请西门子团队协助公司完善生产自动化和信息化。公司持续扩产完善全剂型产能储备，软糖产能可达70+亿粒。生产制造不断降本增效，2022年德国工厂供应链梳理和整合，2023H1净利率可达9.9%。

背靠大客户全球洞察赋能研发

公司和全球多领域大客户合作多年，敏锐捕捉前沿市场动态，利用中国工程师红利赋能海外工厂研发，将营销研发创新能力更上一层。

积极探索新品牌新渠道，向全面服务商转型

公司相比以往更前端的洞察市场，向全面服务商转型。优化研发、销售和产品体系以适配新锐品牌特点，采用数字BD覆盖更多潜力品牌，2023Q3新锐品牌渠道实现快速增长，占比提升至28%。

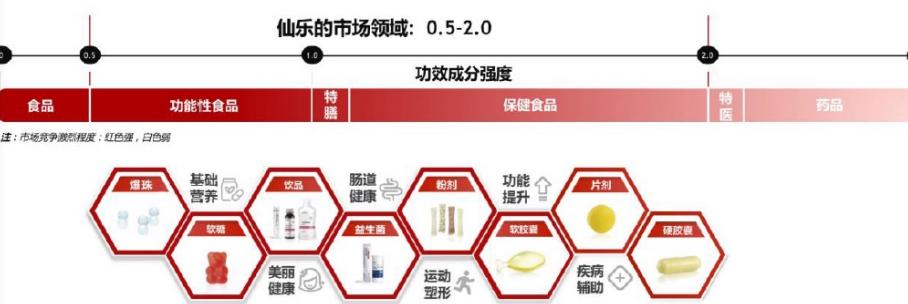
3.1 研发优势：深耕30余年，研发积累与客户响应速度领先

- **拥有全剂型开发能力，原料配方储备丰富，领先行业水平。** CDMO的商业模式需要较高的研发投入，研发能力是保持客户粘性的关键因素。公司拥有全剂型规模化生产供应能力，目前拥有超过4000种成熟的营养健康食品配方、30项发明专利，可为各类型客户提供产品解决方案，并在软胶囊、软糖、饮品等剂型的功效成分含量及稳定性上远超行业竞品。
- **全球研发中心布局，快速响应消费需求。** 目前公司在全球拥有5个研发中心（汕头、上海、马鞍山、德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚）。公司利用中国工程师红利赋能海外工厂研发，研发创新能力更上一层。目前共有300余名研发人员，已搭建全面复合型研发团队，产品迭代响应快。



图表：公司全剂型布局

仙乐的创新平台全面支持细分品类发展



图表：保健品企业研发投入和人员情况

公司	研发投入（万元）	研发费用率	研发人员数量
仙乐健康	8072	3.2%	305
汤臣倍健	15850	2.0%	286
百合股份	2251	3.1%	134
金达威	7186	2.4%	201

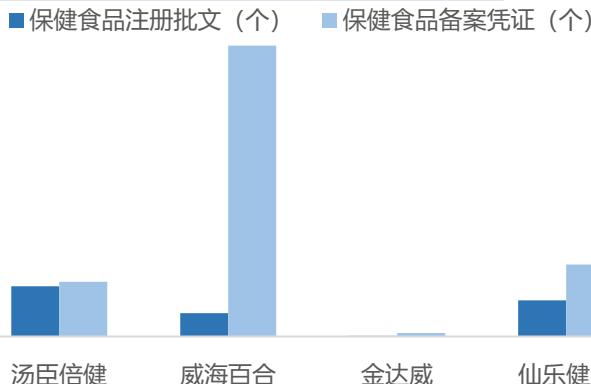
3.2 研发优势：洞察市场具有前瞻性，高效研发不断创新

- **背靠优质大客户洞察全球市场赋能研发，前瞻布局抓住行业红利。**公司拥有29年的研发经验，拥有多年与全球头部企业合作的经验，具备前瞻性的市场洞察能力，能较早的进行技术开发和产品储备。如公司最早在2007年瞄准软糖赛道，2012年生产功能饮品，2014年布局益生菌。同时，公司为顺应市场需求变化，每年在产品功效、物料、风味、工艺、包装上持续创新，2022年推出500+个新品，国内新品转化率由过去的10%提升至30%以上。
- **保健品批文备案数量领先，通过大量国际认证。**国内保健食品需要注册或备案审批，审批时间长会影响产品上架周期，公司在保健食品的注册批文储备量领先行业，可供客户多种选择。同时，仙乐健康已通过了包含有美国NPA/UL-GMP、美国UL、HACCP、ISO 9001在内的26项海内外认证。

图表：公司通过的部分国际认证



图表：各企业保健食品注册备案情况对比



图表：公司多次洞察行业风向前瞻布局



3.3 服务能力：国际大客户高粘性，灯塔效应促进全渠道覆盖

➤ **深度绑定国际大客户，通过全面服务保持高粘性。**公司服务于全球多渠道优质客户，2016年公司将C端品牌“千林”出售至辉瑞，获得辉瑞10年国内独供权利，进一步加深辉瑞合作关系。同时，公司深度绑定国际知名企业，和GSK健合、拜耳、玛氏、雀巢等企业保持紧密合作。公司通过快速响应的研发、供应链服务，以及领先的产品技术深度绑定高价值客户，并提供市场调研、营销方案策划等附加服务，以确保客户新品转化率得到有效提升。2022年前五大客户销售额占比29.5%，2019-2022年销售额CAGR为11.5%，其中辉瑞等头部客户基本盘稳定。同时公司不断挖掘老客户新订单和新客户，每年新老客户收入贡献占比达到3: 7。

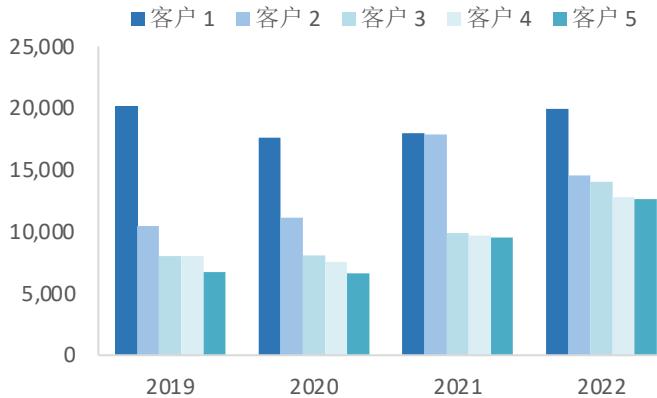
图表：公司不同类型服务方式



图表：2019H1仙乐健康美国市场客户结构

	客户名称	销售收入 (万元)	占比
1	Now Health Group, Inc.	4,668.95	15.97%
2	HTC Group Ltd	3,534.37	12.09%
3	Queisser Pharma GmbH & Co.KG	1,527.46	5.22%
4	Dr. Max Pharma Limited	1,409.29	4.82%
5	Orthomol - pharmazeutische 合计	1,189.06	4.07%
		12,329.14	42.17%

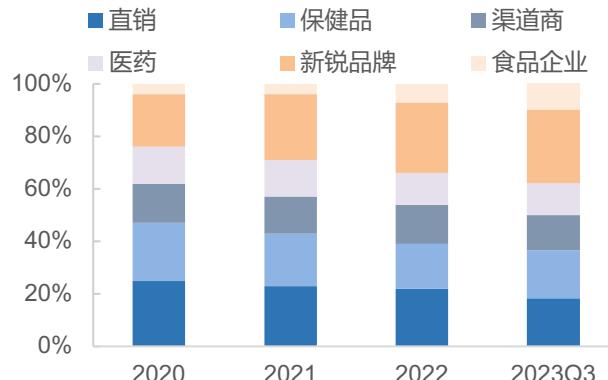
图表：公司前五大客户销售额 (万元)



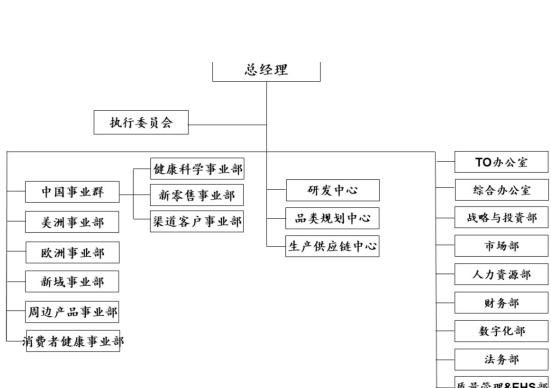
3.3 服务能力：挖掘腰部客户增量，探索新渠道新品牌

- **挖掘新锐品牌和成长型腰部客户。**过去公司的强项在于深度绑定医药、保健品等行业的全球头部客户。近几年随细分赛道不断涌出新兴品牌，公司为扩大渠道覆盖面积极响应此类型客户需求，公司在2021年升级原有组织架构，将应用开发与市场产品职能前移，加大新锐品牌的拓展速度和数量。公司并由过去主要服务头部客户拓展至挖掘腰部成长型客户潜力，陪伴1-10阶段客户实现快速成长。2019年成立新零售事业部以来，国内新锐品牌占比由2020年占比20%提升至2023年前三季度的28%，目前已与品牌wonder lab、青颜博士、keep等展开合作。
- **研发、销售和产品体系优化调整，适配新锐品牌。**公司结合全球洞察数据和全球大客户服务经验，帮助客户落地解决消费者需求和产品推新问题，从更前端参与进去，从生产商向全面服务商转型。研发周期从5个月缩短至20天，生产端实现小单快跑，营销上由定制化改为推标准化产品，缩短内部流程，改为数字化BD大量覆盖各品类前十名品牌。在服务对接上，从销售+供应链团队对接企业改为公司部门与客户相应部门直接对接。相应组织架构引用华为B端体系，搭建销售+应用创新+产品市场铁三角体系。

图表：公司中国地区各渠道客户占比



图表：公司新组织架构及三大模块展示



建立事业部制

根据客户类型设立事业部，新设“新零售、健康科学、渠道客户事业部”，赋予充分自主权

模块化中台能力

“研发中心、品类规划中心、生产供应链中心”形成可复用的业务支持平台。**三个核心要素：**全渠道客户拓展能力、产品创新能力、敏捷的供应链能力。关键词是“快跑”

前移应用开发和市场产品职能

前移应用开发、市场洞察与产品规划职能，支持前端业务，快速响应客户需求。

3.4 供应链优势：并购+海外销售本地化，全球布局逐步完善

➤ 销售团队本地化+海外设立研发中心、生产基地+并购当地细分赛道头部企业，满足本土品牌需求。

- **1) 营销服务方面**，公司组建欧洲、美洲大客户团队，配备本地化营销团队，深入洞察当地需求。并针对海外新兴市场增设新域事业部，负责澳新、东南亚和日韩的市场开拓，进一步攻破大客户。
- **2) 供应链布局方面**，公司通过并购欧洲、美国头部软胶囊企业Ayanda、Best Formulations，缩短供应距离提升本地化供应能力，并持续扩建软胶囊、个护、软糖等产能，打开海外市场拓展空间。并在德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚设立研发中心，外派中国工程师进行赋能。同时，欧洲、美国等地许多品牌强调本地制造，同时当地零售商、线上品牌占比较高，客户要求供应链反应迅速。
- **享受中国工程师红利，公司出口产品性价比更高。**相比美国、欧洲等地，中国的人工成本及工厂投资成本更低，中国当地人工成本占比仅低个位数，美洲欧洲市场预估占比10-15%，在中国工程师红利下全球共享研发，推动公司海外产品售价性价比高于竞品。

图表：公司全球供应链布局



图表：公司海外生产基地及产能布局

海外生产基地	产品类型	产能
德国 Ayanda	软胶囊	18.89万吨
	软胶囊	36亿粒
美国 Best Formulations	硬胶囊、片剂、茶饮等	24亿 (粒 /包)
	软糖	5.4亿粒
	个护	8,500万瓶

3.4 供应链优势：储备产能覆盖全剂型，产能释放支撑未来增长

- **2022新工厂投产影响整体产能利用率。** 2019年以前公司产能利用率长期处在100%左右，产能达到饱和。因此公司在马鞍山基地陆续新建工厂、扩大剂型品类，支撑未来收入增长。随公司多种剂型相继扩产，导致产能利用率有所下降，软胶囊/片剂/粉剂/软糖/功能饮品产能利用率分别为92%/64.5%/27.1%/60.1%/47.9%，同比-12.26/-1.97/-16.23/-23.48/-2.35pct，其中软胶囊整体产能利用率相对较高，软糖由于新增大量产能导致短期产能利用率下降。
- **马鞍山、BF新产能陆续投产，剂型覆盖更加全面。** 马鞍山生产基地首期年产能约24亿粒软糖，2021年发行可转债用于扩建马鞍山基地，分别于2021年、2022年新增软糖产能8、18亿粒。Ayanda主要生产软胶囊，2022年针对落后产线进行技改。2023年收购BF后进一步新增软糖、个护产品产能。截至2023年Q3，BF个人护理产品年产能约8,500万瓶/年的生产线已投产使用。BF在建的软糖生产线首期产能5.4亿粒/年，预计于2023年Q4投产，BF新建的个护、软糖产线在稳态下分别达到产值3000-5000万/年以及2000-3000万美金/年（分别对应人民币约为2.1-3.5亿元以及1.4-2.1亿元）。

图表：公司各剂型及对应产能

产品	项目	2021年	2022年
软胶囊 (亿粒)	年产能	65.76	65.76
	产能利用率	104.26%	92.00%
片剂 (亿片)	年产能	30	30
	产能利用率	66.43%	64.46%
粉剂 (吨)	年产能	4897.42	4897.42
	产能利用率	43.30%	27.07%
软糖 (亿粒)	年产能	29.6	47.6
	产能利用率	83.58%	60.10%
功能饮品 (万瓶/万袋)	年产能	32240	32240
	产能利用率	50.26%	47.91%

图表：公司现有及未来新增产能梳理

截至2022年末生产基地产能				
剂型	汕头生产基地	马鞍生产基地	Ayanda	BF
软胶囊 (亿粒)	46.87		18.89	
片剂 (亿片)	30			
功能饮品 (万瓶/万袋)	8,240.00	24,000.00		
粉剂 (吨)	2,561.77	2,335.65		
软糖 (亿粒)	3.6	35		5.4(预计23Q4投产)
个人护理产品 (万瓶)				8,500 (23Q3投产)

目录 CONTENTS

01

公司简介：中国营养健康食品CDMO龙头

02

功能食品行业需求广阔，代工比例逐步提升

03

创新研发能力领先，全球一体化全面服务商

04

内生提速叠加BF改善，朝股权激励高目标迈进

05

盈利预测

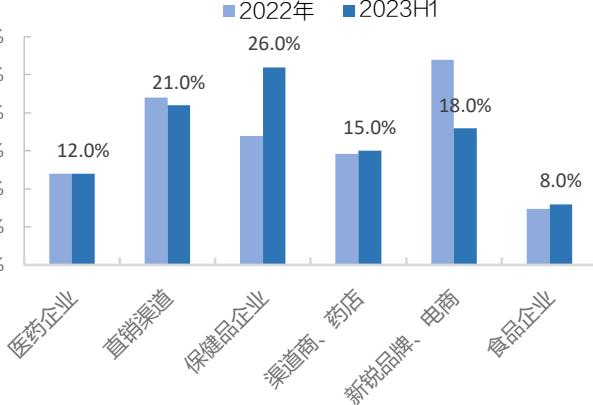
4.1 中国市场：全面升级人才体系，拓展新锐品牌和新渠道客户

- **中国市场稳健增长，全面升级人才体系。** 2022年公司在中国市场收入占比为59.5%，国内市场收入从2018年的9.85亿元增长至2022年的14.91亿元，CAGR达到10.92%。2018年开始国内马鞍山和汕头工厂扩产软糖、饮品和粉剂产线，顺应国内软糖、饮品新剂型行业发展红利，不断开拓新客户新渠道实现稳健增长。2023H1受益于国内消费者健康需求提升和低基数下，国内市场收入同比增长18.52%。公司近年来不断升级团队，招募华为背景的中国区销售负责人，组织架构引用华为B端体系，并引入新互联网BD总监，拓展电商及新锐客户。
- **绑定大客户提升份额，积极拓展新锐品牌和新渠道客户。** 公司在中国市场覆盖全类型客户，下游客户包括头部医药企业、保健品企业、直销客户、食品企业和新锐品牌等。国内市场开拓坚守三大策略，1) 绑定大客户策略，服务前置到前端市场洞察和产品开发，和客户共同开发新品，获取更多大客户的订单份额。公司为swisse国内主供应商，打通中国智造销售全球模式，2023年swisse订单销售额接近2亿。2) 积极拓展新锐品牌，后续根据客户特点实行赛马机制，如公司新增Kepp、Wonderlab和青颜博士等新锐品牌。3) 拓展零售商业务，和会员商超（盒马和山姆等）、药店渠道以及母婴零售商（如宝宝树）等开展合作。公司积极开拓渠道商和新锐品牌，2022年医药/直销/保健品企业/渠道商/新锐品牌/食品企业分别占12%/22%/17%/15%/27%/7%，新锐品牌和渠道商增速分别达40%和15%，明显高于其他渠道。

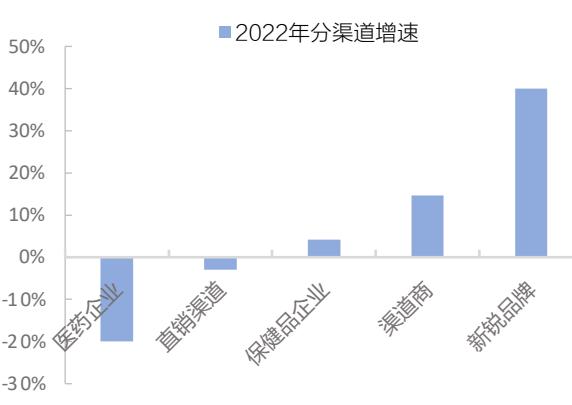
图表：中国地区营收（亿元）和同比



图表：中国分渠道结构占比



图表：2022年中国分渠道增速



4.2 美洲市场：去库存渐入尾声，需求端有望回升

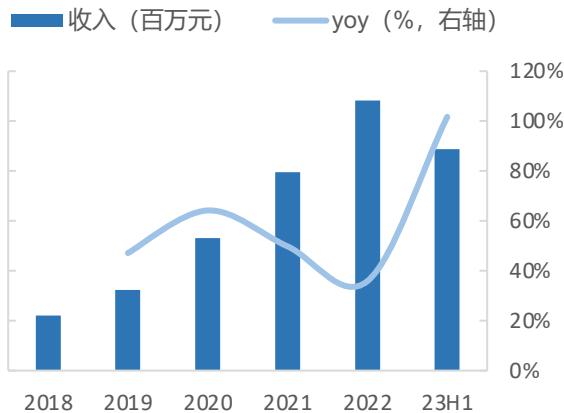
➤ **美洲市场抓住软糖行业红利实现高速增长，后续加大本土和线上品牌拓展。**美国为全球保健品规模最大的市场（2022年规模564亿美元），近3年复合增速6.4%。公司抓住美国市场软糖行业发展红利，较早切入软糖赛道，伴随2020年软糖产能逐步投产，美洲市场软糖业务呈现高速增长，并且受益于本土化销售团队的扩充。公司从2018年的1.1亿元增长至2022年的5.41亿元，CAGR达48.9%。公司已与头部企业HTC Group、GSK、安利、美乐家、玛氏、宝洁等展开合作，2019H1前五大客户占比达到42%，第一大客户为Now Health Group，占比达16%。从美国保健品市场来看，药店渠道/商超渠道为主要渠道，专卖店和直销渠道均占比个位数，线上渠道占比持续提升至16%，公司美国下游客户以当地本土品牌为主，未来公司将继续加大对本土品牌和线上渠道的拓展和覆盖。

➤ **2023年美洲市场去库存渐入尾声，后续有望回升。**2021、2022年美洲市场保健品需求旺盛，由于2022年下半年受到原材料上涨以及海运供应链紊乱影响，渠道端和下游客户品牌积压一定库存。2023年线下保健品需求环比走弱以及下游品牌商持续去库存，导致美洲市场呈现双位数下滑。二季度以来降幅环比缩窄，下半年订单口径开始恢复正增长，美洲保健品市场去库存陆续进入尾声。同时2023年公司对北美销售团队进行升级，2024年美洲市场有望恢复高增。

图表：公司境外部分客户展示



图表：公司美洲市场收入变化



图表：2019H1仙乐健康美国市场客户结构

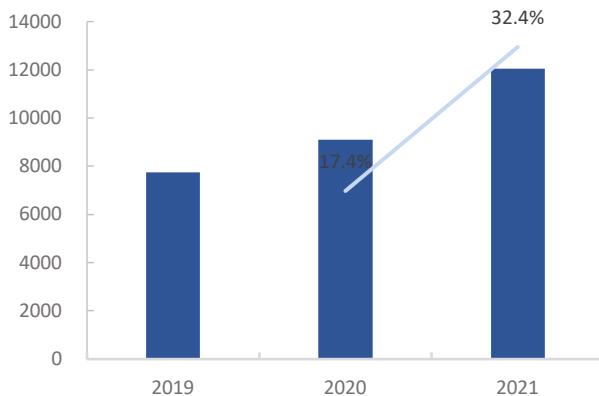
	客户名称	销售收入 (万元)	占比
1	Now Health Group, Inc.	4,668.95	15.97%
2	HTC Group Ltd	3,534.37	12.09%
3	Queisser Pharma GmbH & Co.KG	1,527.46	5.22%
4	Dr. Max Pharma Limited	1,409.29	4.82%
5	Orthomol - pharmazeutische	1,189.06	4.07%
	合计	12,329.14	42.17%

4.2 美洲市场：收购全球软胶囊龙头BF，生产和客户有望协同

- **收购美国头部CDMO企业BF，软胶囊技术全球领先。**公司近期收购美国深耕软胶囊行业20余年头部代工企业Best Formulations (BF)，BF是美国营养补充剂行业排名前三的CDMO企业，主要从事于维生素、矿物质、特殊营养品等营养补充剂的生产及销售。BF产品覆盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、茶包等多种剂型，具备瓶、罐、袋、茶包、药丸等包装能力，拥有超过20年的软胶囊产品生产经验。目前公司拥有四个生产基地，其中软胶囊产品产能为36亿粒/年，硬胶囊、片剂、茶包等产品生产线合计产能约24亿粒/包/年。BF拥有美国食品药品监督管理局 (FDA) 药物批准认证、美国膳食补充剂 (保健食品) NSF-cGMP 认证等多项资格认证，在20多个国家拥有超过130个客户，2021年前六大客户销售占比为60%左右。
- **软胶囊收入占比较高，核心剂型毛利率相对稳定。**2019-2022年公司美洲收入从5.35亿元增长至7.7亿元，CAGR达12.9%。公司核心产品为软胶囊产品，2019-2021年营收占比为74%/76%/70%。软胶囊营收增速相对稳健，2020/2021年营收YOY为21.1%/22.2%。公司毛利率整体保持稳定在31%左右，2019/2020/2021年毛利率约30.7%/31.8%/31.2%。2022年主要受开工率不足，叠加原材料、人力成本上升、新增厂房租赁及厂房续租等因素，2022年BF净亏损0.6亿元，业绩有所承压。

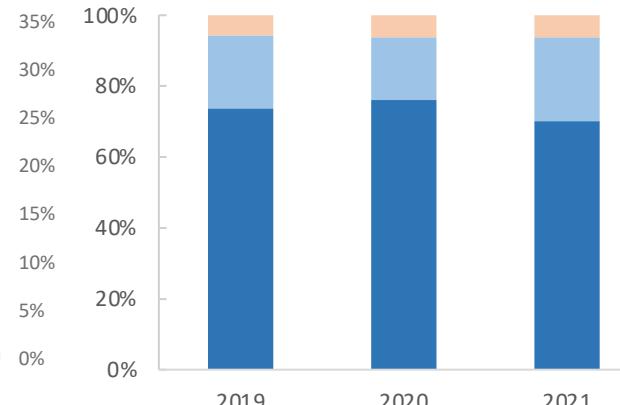
图表：BF2019-2021年收入梳理

营业收入 营收YOY



图表：BF产品结构

软胶囊 其他剂型 其他



图表：收购BF协同优势

优势	BF	仙乐健康
渠道资源与产品品质互补	北美最大的植物胶软胶囊公司，市场推广经验丰富，拥有丰富渠道资源	公司拥有全球专利技术，国内生产成本更低
产能与技术互补	BF正扩建软糖生产线，缩短公司自建时间	公司拥有多年软糖研发、生产经验，软糖技术强
客户互补	BF前20客户与仙乐前20不重叠，可以交叉销售	
原材料成本议价权提升	并购后公司软胶囊体量排到全球前三，在明胶和鱼油原材料采购上有更大议价权	
个护产品互补	BF个护产品线已投产，长期有望成为第二增长曲线	

➤ BF未来展望

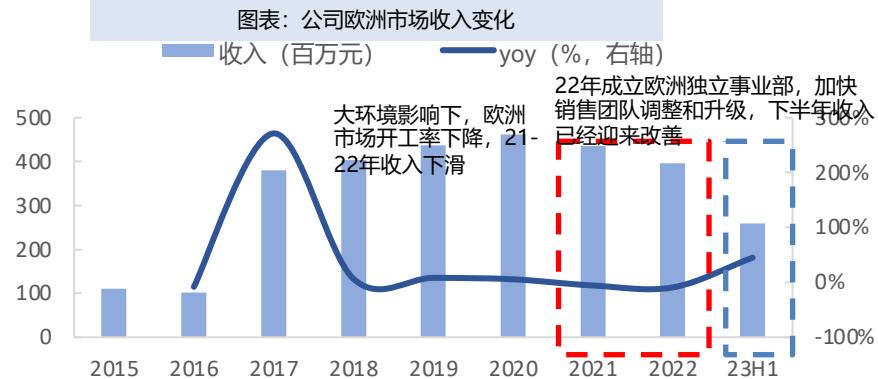
- (1) 收入展望：随库存去化和需求恢复，收入预计呈现逐季改善的趋势，2024年预计实现双位数增长。** 2023H1由于美洲市场去库存和新产线投产推迟拖累营收，收入端下滑双位数，同时新增转固等摊销折旧费用导致亏损5136万。2023Q3收入增长14%，扭转下滑态势。BF今年新增5.4亿粒/年软糖以及0.85亿瓶/年个人护理产品产能。2023Q3个护产线已经建成，产品专注天然、生态友好和有机配方方向，目前已经和联合利华等企业完成验厂。新建的个护、软糖产线在稳态下分别达到产值3000-5000万/年以及2000-3000万美金/年（分别对应人民币约为2.1-3.5亿元以及1.4-2.1亿元）。伴随美国市场去库存渐入尾声以及新产能投放，明年BF业务回暖有望实现双位数增长。
- (2) 利润展望：产能利用率提升，降本增效措施推进，公司利润率有望修复至正常水平。** BF新增产能集中在软糖和个护产品，毛利率高于原有软胶囊业务，但新产能爬坡需要半年左右时间，影响毛利率波动，随产能利用率稳定后毛利率预估高于之前水平，展望2024年净利率有望恢复至个位数水平。根据公司行权条件来看，第一轮行权要求行权日前最近12月的EBITDA大于或等于2200万美元；第二轮行权条件要求行权日前最近12月EBITDA大于或等于2800万美元，或行权日前最近24个月的2年平均EBITDA大于或等于2300万美元。

图表：BF公司出售选择权/购买选择权行权情况

行权期	行权日期	行权标准
第一轮行权期（出售选择权/购买选择权）	2024年6月30日至2025年6月30日期间	标的公司截至行权期内任一月末的最近12个月EBITDA大于或等于2,200万美元。
第二轮行权期（出售选择权/购买选择权）	2025年6月30日至2026年6月30日期间	标的公司截至行权日的最近24个月EBITDA除以2大于或等于2,300万美元，或截至行权日最近12个月EBITDA大于或等于2,800万美元。

4.3 欧洲区域：销售团队和供应链升级，欧洲市场增长提速

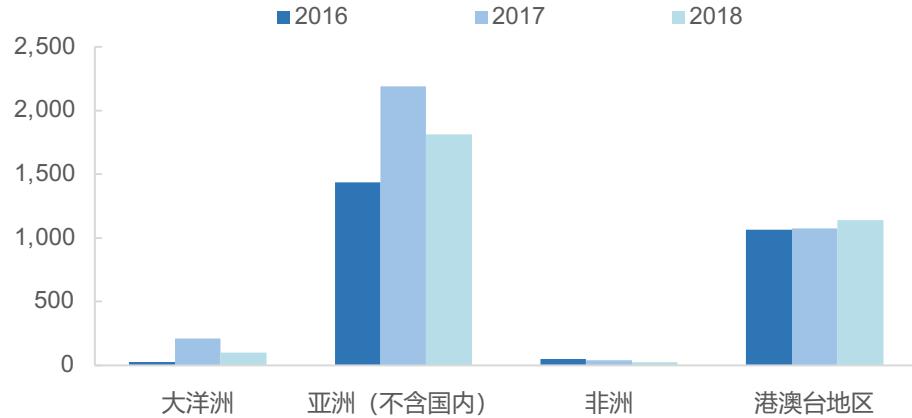
- **收购德国软胶囊企业Ayanda，欧洲销售团队本地化。** 欧洲市场收入从2017年的3.8亿元增长至2021年的4.35亿元，CAGR为3.49%，2022年欧洲工厂开工率较低和线下零售疲软导致收入下滑9.2%。公司于2016年收购欧洲软胶囊代工企业Ayanda，Ayanda成立于1992年，位于德国法尔肯哈根市，产品主要包括姜黄素软胶囊、鱼油软胶囊，已形成18.89亿粒软胶囊产能，主要客户包括国际知名医药与营养保健食品企业。并购后，仙乐和Ayanda就资源共享、生产研发和供应链管理等方面进行深度整合，成功实现了欧洲市场的本地化生产制造、运输销售以及售前售后服务。
- **销售团队扩容加大空白市场覆盖，供应链优化升级推动净利率提升，2023年欧洲增长明显提速。** 2022年公司成立欧洲独立事业部，销售团队从3-4人扩充至10-20人，德国区上任年轻新负责人，管理迎来明显改善。原先欧洲销售团队仅覆盖英国和西欧市场，销售团队扩建后加大了对于东欧、北欧市场的覆盖，东欧保健品市场增速较快，空白市场的开拓贡献收入增量。公司对供应链进行优化梳理，落后产线实行技改推动产能提升。并引入亚太成熟经验，推动Ayanda工厂实行降本增效，盈利能力稳步提升，2023H1 Ayanda净利率已达9.9%，对标2015年净利率（4.3%）大幅提升5.6 pct。2023年前三季度欧洲市场在经历供应链优化和销售团队升级后实现30-40%的大幅增长。欧洲多家下游客户新增软糖品类，有利于公司后续在欧洲市场打开软糖成长空间。公司在欧洲市场进行销售团队和供应链升级，有望迎来改善提速新阶段。



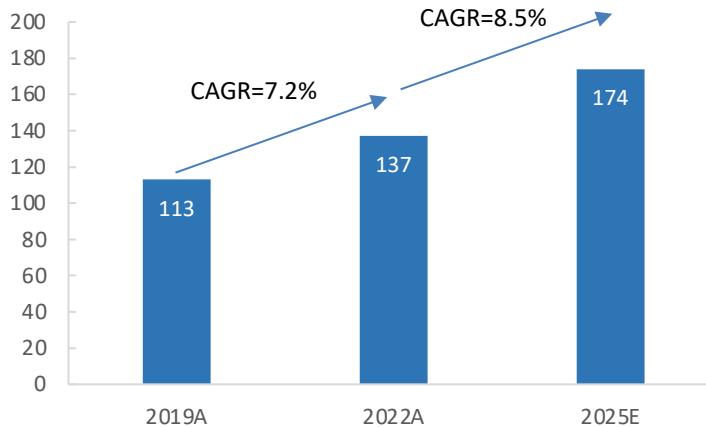
4.4 新兴市场：具备高成长性，公司加快市场布局

- **澳新及东南亚市场消费者基数大，政策审核门槛逐步放宽：**2022年澳新及东南亚等新兴市场营养健康食品市场实现137亿美元规模，2019-2022年收入CAGR为7.2%。其中东南亚等新兴市场人口基数大，消费者保健品消费意识逐渐提升，部分国家对保健食品审核相对放宽，未来拥有较大的成长空间。
- **单独组建当地业务团队，加快覆盖速度：** (1) 公司组建了东南亚业务团队，借助东盟一体化和RCEP机会，加快当地市场布局，并积极储备东南亚市场的准入许可，保持品牌投入； (2) 澳洲保健品市场相对成熟，未来计划重点开发澳洲头部客户，加快市场布局，提高客户覆盖面。2023Q3亚太澳新市场实现翻倍增长，预计未来还将保持高速增长。

图表：公司新兴市场收入变化（单位：万元）



图表：东南亚&澳新市场营养健康行业收入规模变化（单位：亿美元）



目录 CONTENTS

01

公司简介：中国营养健康食品CDMO龙头

02

功能食品行业需求广阔，代工比例逐步提升

03

创新研发能力领先，全球一体化全面服务商

04

研发&销售&供应链能力提升，内生提速叠加BF改善，朝股权激励高目标迈进

05

盈利预测

盈利预测

➤ 2023Q4美国市场去库存进入尾声，明年有望重回较快增长，欧洲市场改善明显，步入收获期。国内新锐品牌拓展顺利，延续双位数增长，2024年内生业务有望明显提速。BF个护和软糖产线逐步投产，稳态产能对应产值约0.5-0.8亿美元，2024Q1有望扭亏为盈。公司近期推出新一期股权激励，业绩考核要求为2024/2025/2026年营收不低于43.12/49.27/55.66亿元，并推出长期员工持股计划要求2024年净利润达到4.005亿元，目标指引积极，我们认为在内生提速和BF盈利改善的双重驱动下，2024年业绩完成确定性较高。我们预计公司2023-2025年收入分别为34.60/43.42/49.85亿元，归母净利润分别为2.73/4.06/4.96亿元，PE分别为22/15/12X。我们按照2024年业绩给20倍PE，目标价45.11元，给予“买入”评级。

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2507	3460	4342	4985
(+/-%)	5.83	38.01	25.49	14.81
归母净利(百万元)	212	273	406	496
(+/-%)	(8.43)	28.77	48.67	21.99
摊薄每股收益(元)	1.18	1.51	2.25	2.75
市盈率(PE)	31.18	21.66	14.57	11.94

- 原材料价格上涨风险
- 海外去库存不及预期风险
- 产能建设不及预期风险
- 食品安全问题
- 竞争加剧等

➤ 行业评级

看好:预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;

中性:预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;

看淡:预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

➤ 公司评级

买入:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;

增持:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;

持有:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;

减持:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 公司统一社会信用代码为: 91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。