

仙乐健康 (300791.SZ)

公司快报

营养健康品龙头，内生外延成长可期

投资要点

- ◆ **仙乐健康：全球领先的营养健康食品 CDMO 龙头企业。**公司成立于 1993 年，专注于营养健康食品 B 端市场，深耕中欧美等地，主要通过合同研发生产模式（CDMO）为全球客户提供营养健康食品综合解决方案，产品包含软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、爆珠等多种剂型，涵盖人体各生命周期的不同需求，现已形成广泛且稳定的客户群，具备较强的市场影响力。2022 年公司收入 25.1 亿元，其中主要地区中国/欧洲/美洲地区分别收入 14.9/4.0/5.4 亿元，结合年报中各市场营养健康食品代工规模，测算得公司在中国/欧洲/美洲地区市占率约为 6%/2%/1%，仍有较大的提升空间。
- ◆ **行业分析：行业稳健成长，B 端集中度有望提升。**随着社会进步，人们的健康意识逐步提升，消费者对营养保健食品的需求持续增长，根据欧睿，2023 年全球营养保健食品零售规模为 1826.7 亿美元，预计未来五年年均复合增速为 5.7%，至 2028 年达到 2411 亿美元。分地区来看，美国、中国及欧洲为全球主要市场，东南亚等地区亦开始起量，当前中国人均营养健康食品消费金额对比美日等成熟市场仍有较大差距，预计将成为未来三年全球增量最大的市场。B 端市场格局方面，中国营养健康食品 CDMO 行业 CR5 不足 20%，中美欧市场均存在大量长尾企业，市场集中度较低，大型代工企业具备规模、研发、产品等优势，有望通过市场扩张、行业整合等方式扩大市场份额，提高行业集中度。
- ◆ **公司竞争力：产品技术构筑竞争壁垒，全球布局拓宽客户覆盖。**1) 公司在营养健康食品开发和创新方面拥有 30 年左右的研发经验，拥有完善的产品开发体系和全剂型平台开发能力，产品形态丰富、功能多样，截止 23 年中报，公司共拥有 400 0+ 成熟营养健康食品配方和 37 项发明专利。此外，国内保健品上市销售前须获得注册/备案许可，短则数月、长则几年，审核周期相对较长，截止 23 年 6 月 30 日，公司已积累了 103 项保健食品注册证及 226 项保健食品备案凭证，具备较强的领先优势，同时积极挖掘市场需求、升级产品技术，加强配方储备和产品注册，持续提高成本竞争优势和客户服务能力。2) 公司内生外延推动全球化业务布局，2016 年公司全资收购德国竞争对手 Ayanda，强化欧洲布局，2023 年初公司收购 Best Formulations 约 71.41% 股权实现控制，并将其作为拓展美洲区业务的核心海外平台，协同运作、交叉销售，至今公司已基本完成全球供应链布局和服务体系构建，形成了“强大制造平台+领先新产品布局+高效服务”的业务模式，客户群体广泛且粘性颇高，不仅包括健合、拜耳、玛氏、科汉森、西门子、天猫国际等知名企业，还涵盖各类快速成长的新锐品牌。3) 整体来看，全球化的业务布局以及广泛且高粘度的客户群体使公司经营兼具稳定性和成长性，伴随着技术提升和产品管线的不断丰富，公司有望持续实现快速增长。
- ◆ **公司增长点：内生外延，多点开花。**短期分地区来看，中国区持续加强客户合作、开拓增量客户，23H1 新项目成功率提升至 63%（22H1 为 43%），高价值客户口袋份额持续提升、新锐客户拓展顺利，同时公司发力跨境电商业务，23 年 7 月完成首单交付，后续有望迎来加速发展；美洲区渠道去库基本结束，24 年内生订单

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级

买入-B(首次)

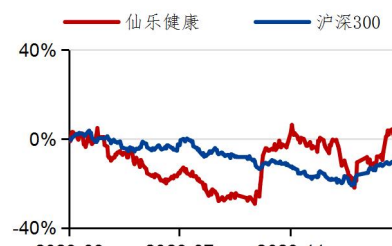
股价(2024-03-25)

35.25 元

交易数据

总市值(百万元)	6,400.07
流通市值(百万元)	5,285.98
总股本(百万股)	181.56
流通股本(百万股)	149.96
12个月价格区间	35.63/25.00

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	14.85	0.62	12.86
绝对收益	15.88	5.95	0.41

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.com

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.com

相关报告



有望迎来显著改善，叠加 Best Formulations 投后整合、交叉销售协同增长，以及新产线软糖、个护于 23 年下半年起相继投产，有望加速释增长潜能，预计 24 年美国区收入将实现显著增长；欧洲及其他地区持续加强宣传推广、升级销售团队，巩固现有客户、挖掘潜在客户，区域影响力有望快速提升。中长期来看，营养保健食品赛道长坡厚雪，公司产品丰富、技术领先，叠加全球化布局快速响应客户需求，市场竞争力强劲，未来有望持续实现份额提升。

◆ **投资建议：**短期来看，中国区高价值客户口袋份额提升、新锐品牌及跨境电商业务增势良好，美国区去库结束叠加新产线陆续投产，订单有望拐点向上，欧洲及其他地区持续发力，降本增效、加速渗透，多因素催化下公司收入业绩有望迎来快速增长。中长期来看，保健品市场空间广阔，公司产品管线丰富、在手批文充足、研发实力强，已形成较强的技术壁垒和客户粘性，叠加中美欧三大生产基地和全球化营销服务体系，市场影响力有望持续提升。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 35.66/43.26/50.55 亿元，同比增长 42.2%/21.3%/16.8%，归母净利润 2.60/4.02/4.89 亿元，同比增长 22.2%/54.9%/21.6%，对应 EPS 分别为 1.43/2.21/2.69 元，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**海外销售不及预期，市场需求不及预期，拓展新客户不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,369	2,507	3,566	4,326	5,055
YoY(%)	14.6	5.8	42.2	21.3	16.8
归母净利润(百万元)	232	212	260	402	489
YoY(%)	-9.9	-8.4	22.2	54.9	21.6
毛利率(%)	32.7	31.2	30.4	31.9	32.4
EPS(摊薄/元)	1.28	1.17	1.43	2.21	2.69
ROE(%)	9.1	7.9	9.0	12.5	13.4
P/E(倍)	27.6	30.1	24.7	15.9	13.1
P/B(倍)	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9
净利率(%)	9.8	8.5	7.3	9.3	9.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2023-2025 年公司收入预计同比增长 42.2%/21.3%/16.8%，毛利率分别为 30.4%/31.9%/32.4%：

- (1) 中国地区：疫情催化居民健康意识快速提升，带动营养保健食品行业较好增长，公司国内批文充足、产品丰富，叠加营销渠道同步发力，高价值客户口袋份额持续提升，新锐品牌及跨境业务增势良好，预计 2023-2025 年公司中国地区收入增速为 16%/18%/16%，毛利率分别为 32.0%/32.2%/32.5%。
- (2) 欧洲地区：公司升级销售团队、强化品牌推广，推动市场加速渗透，叠加供应链优化等降本增效措施，预计未来将实现较好的业绩增长。预计 2023-2025 年欧洲地区收入增速为 27%/16%/15%，毛利率分别为 34.0%/34.3%/34.5%。
- (3) 美洲地区：下游去库接近尾声，Best Formulations 整合协同发展，叠加新产线软糖、个护陆续投产，北美订单有望迎来显著改善，预计 2023-2025 年美洲地区收入增速为 128.9%/28.2%/18.0%，毛利率分别为 26.0%/30.0%/31.0%。
- (4) 其他地区：公司持续开拓澳新及东南亚等地区，加强客户覆盖，预计 2023-2025 年其他地区收入增速为 20%/20%/25%，毛利率分别为 39.5%/40.0%/40.0%。

表 1：公司业务拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国地区					
收入（百万元）	1,458.17	1,491.36	1729.98	2041.37	2367.99
yoy%	14.1%	2.3%	16%	18%	16%
成本	974.34	1,046.54	1176.39	1384.05	1598.40
毛利率	33.18%	29.83%	32.0%	32.2%	32.5%
欧洲地区					
收入	435.36	395.52	502.31	582.68	670.08
yoy%	-5.7%	-9.2%	27%	16%	15%
成本	319.14	273.57	331.53	382.82	438.91
毛利率	26.69%	30.83%	34.0%	34.30%	34.50%
美洲地区					
收入（百万元）	398.08	540.90	1238.17	1587.87	1873.68
yoy%			128.9%	28.2%	18.0%
成本	251.47	357.28	916.25	1111.51	1292.84
毛利率	36.83%	33.95%	26.0%	30.0%	31.0%
其他地区					
收入	77.34	79.48	95.38	114.46	143.07
yoy%	26.7%	2.8%	20%	20%	25%
成本	48.78	48.17	57.71	68.67	85.84
毛利率	36.93%	39.40%	39.5%	40.0%	40.0%
公司整体					
收入	2368.95	2507.26	3565.84	4326.38	5054.83
yoy%	14.6%	5.8%	42.2%	21.3%	16.8%

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成本	1,593.73	1,725.56	2481.86	2947.06	3415.99
毛利率	32.72%	31.18%	30.4%	31.9%	32.4%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是全球领先的营养健康食品合同研发生产商, 专注营养健康食品 B 端业务。为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的上市公司汤臣倍健(主要从事膳食营养补充剂的研发、生产和销售)、嘉必优(为全球营养与健康领域的客户提供高品质的功能性原料与创新的解决方案)作为可比公司, 进行估值对比。公司产品管线丰富、在手批文充足、研发实力强, 已形成较强的技术壁垒和客户粘性, 叠加中美欧三大生产基地和全球化营销服务体系, 市场影响力有望持续提升。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
300146	汤臣倍健	282.85	19.79	22.49	14.29	12.57
688089	嘉必优	23.86	1.35	1.78	17.60	13.41
	平均	-	10.57	12.14	15.95	12.99
300791	仙乐健康	64.00	4.02	4.89	15.93	13.10

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 3 月 25 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1915	2433	2527	2520	2781	营业收入	2369	2507	3566	4326	5055
现金	716	1502	1150	1208	1032	营业成本	1594	1726	2482	2947	3416
应收票据及应收账款	342	460	680	703	913	营业税金及附加	14	15	23	27	31
预付账款	12	16	25	25	33	营业费用	149	130	278	316	364
存货	240	233	447	360	575	管理费用	245	304	378	437	516
其他流动资产	605	222	226	225	228	研发费用	83	81	118	145	177
非流动资产	1906	1753	2099	2291	2448	财务费用	26	7	-3	-11	-21
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-9	-8	-11	-12
固定资产	786	1235	1527	1691	1825	公允价值变动收益	-1	-2	-1	-1	-1
无形资产	208	217	213	211	209	投资净收益	25	23	17	20	21
其他非流动资产	911	301	359	389	414	营业利润	290	265	310	488	591
资产总计	3820	4186	4626	4812	5228	营业外收入	2	1	3	2	2
流动负债	332	470	829	848	1027	营业外支出	11	14	8	9	11
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	281	252	305	481	582
应付票据及应付账款	196	259	395	382	519	所得税	49	39	46	79	94
其他流动负债	137	210	434	465	508	税后利润	232	212	260	402	489
非流动负债	943	1015	898	738	567	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	852	908	792	632	461	归属母公司净利润	232	212	260	402	489
其他非流动负债	91	106	106	106	106	EBITDA	416	395	441	651	772
负债合计	1275	1484	1727	1586	1594	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	180	180	182	182	182	成长能力					
资本公积	1045	1048	1048	1048	1048	营业收入(%)	14.6	5.8	42.2	21.3	16.8
留存收益	1138	1278	1469	1755	2102	营业利润(%)	-8.2	-8.5	17.1	57.4	21.1
归属母公司股东权益	2545	2702	2899	3226	3635	归属于母公司净利润(%)	-9.9	-8.4	22.2	54.9	21.6
负债和股东权益	3820	4186	4626	4812	5228	获利能力					
						毛利率(%)	32.7	31.2	30.4	31.9	32.4
						净利率(%)	9.8	8.5	7.3	9.3	9.7
						ROE(%)	9.1	7.9	9.0	12.5	13.4
						ROIC(%)	7.5	6.1	6.3	9.4	10.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.4	35.5	37.3	33.0	30.5
						流动比率	5.8	5.2	3.0	3.0	2.7
						速动比率	4.8	4.4	2.3	2.4	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0
						应收账款周转率	7.9	6.3	6.3	6.3	6.3
						应付账款周转率	8.1	7.6	7.6	7.6	7.6
						估值比率					
						P/E	27.6	30.1	24.7	15.9	13.1
						P/B	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9
						EV/EBITDA	14.6	14.7	14.2	9.3	7.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn