

2024年04月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

经营韧性彰显，BF 业务可期

—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

2024年04月21日，仙乐健康发布2023年年报、2024年一季度报。

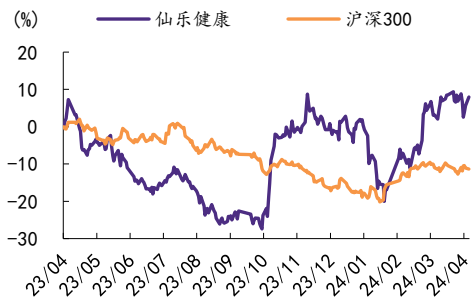
投资要点

基本数据

2024-04-22

当前股价（元）	37.49
总市值（亿元）	68
总股本（百万股）	182
流通股本（百万股）	150
52周价格范围（元）	24.48-37.49
日均成交额（百万元）	36.86

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《仙乐健康（300791）：业绩略超预期，内生业务持续向好》2023-10-26
- 2、《仙乐健康（300791）：发布双激励计划，激发公司组织活力》2023-10-19
- 3、《仙乐健康（300791）：业绩符合预期，经营持续向好》2023-08-25

■ 营收利润实现高增，降本增效彰显盈利韧性

公司2023年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为35.82/10.79/9.52亿元，分别同增43%/50%/36%。公司2023年/2023Q4/2024Q1 归母净利润为2.81/0.96/0.63亿元，分别同增32%/166%/114%。2023年/2024Q1 的毛利率分别为30.27%/30.62%，分别同比-1pct/+3pcts，2023年毛利率同比下降主要系合并BF所致。不考虑摊销成本的毛利率为31.8%（+1pct），毛利率水平处于高位，主要得益于降本增效/产品结构转型/全球采购协同与精益生产。出于销售团队升级需要，公司加大营销费投，2023年/2024Q1 销售费率分别为7.75%/7.68%，分别同增3pcts/0.2pct。得益于公司持续推进降本增效工作，2023年/2024Q1 管理费率为9.79%/9.67%，分别同减2pcts/2pcts，且仍然具备下探空间。综合来看，公司2023年/2024Q1 的净利率分别为6.71%/5.66%，分别同比-2pcts/+3pcts。

■ 多品类实现高增，看好公司产品力持续提升

分产品看，2023年软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊的营收分别为15.27/3.62/2.93/7.40/4.22/1.52亿元，分别同增54%/6%/53%/25%/25%/300%。其中软胶囊/硬胶囊营收大幅增长系合并BF所致，粉剂营收大幅增长系合并BF/蛋白粉需求增长所致。软糖实现快速增长的同时，毛利率较2022年提升9pcts至45.16%，主要系2023年投入新软糖产线从而释放产能利用率、拉升毛利率。公司持续提升新品开发率/转化率/上市效率，2023年公司开发新产品超过500个，实现全球新品转化率在2022年基础上提升1/3，塑造产品竞争力。

■ 大本营营收韧性强，BF 净利逐季改善值得期待

分地区看，1) 中国区：2023年中国的营收为18.51亿元（+24%），主要系公司提升高价值客户的合作深度和广度所致。2024Q1 营收在高基数下基本持平。2024年，公司对中国区进行品牌与渠道两手抓。品牌上，2024Q1 超65%的需求完

成立项转化，联合客户推出新品；渠道上，公司积极与跨界客户、多家全国连锁大客户实现合作突破，此外 2024 年将加快线上品牌拓展措施。**2) 美洲区：**美洲的营收为 10.44 亿元（+93%），主要系合并 BF 所致，2024Q1 营收高增主要系 2023Q4 部分订单于 2024Q1 落地所致。目前美洲区客户库存回落且实现盈利，同时 BF 个护产线顺利投产并通过大品牌审核，产能逐渐爬坡。2024 年公司计划开拓美洲区零售、电商渠道等新市场，推动中美销售和供应链整合。**3) 欧洲区：**2023 年欧洲地区营收为 5.29 亿元（+34%），2024Q1 营收增速低于预期，主要系订单交付推迟所致。**4) 亚太区：**2023 年营收 1.58 亿元（+99%），2024Q1 延续高增势能。

盈利预测

我们短期看好公司通过推动一系列整合措施和降本增效措施，促进 BF 盈利能力提升，长期看好公司产品研发创新能力、B 端强大市场竞争力。根据年报和一季报，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 2.29/2.97/3.71 元/股，当前股价对应 PE 分别为 16/13/10 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、产能建设不及预期风险、食品安全风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,582	4,332	5,048	5,720
增长率（%）	42.9%	20.9%	16.5%	13.3%
归母净利润（百万元）	281	416	539	674
增长率（%）	32.4%	48.2%	29.4%	25.0%
摊薄每股收益（元）	1.55	2.29	2.97	3.71
ROE（%）	11.0%	14.8%	17.2%	19.0%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	534	954	1,421	1,975
应收款	626	712	719	721
存货	481	346	353	355
其他流动资产	291	327	347	357
流动资产合计	1,933	2,339	2,840	3,408
非流动资产:				
金融类资产	221	241	256	266
固定资产	1,440	1,456	1,404	1,328
在建工程	187	75	30	12
无形资产	545	518	490	464
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,091	1,091	1,091	1,091
非流动资产合计	3,263	3,140	3,015	2,896
资产总计	5,196	5,479	5,855	6,304
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	398	370	382	376
其他流动负债	300	300	300	300
流动负债合计	751	712	723	723
非流动负债:				
长期借款	1,049	1,129	1,169	1,199
其他非流动负债	829	829	829	829
非流动负债合计	1,878	1,958	1,998	2,028
负债合计	2,630	2,670	2,722	2,751
所有者权益				
股本	182	182	182	182
股东权益	2,566	2,809	3,133	3,552
负债和所有者权益	5,196	5,479	5,855	6,304

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	240	359	465	581
少数股东权益	-41	-57	-74	-93
折旧摊销	221	123	123	118
公允价值变动	-58	-13	-8	-2
营运资金变动	23	-6	-7	-4
经营活动现金净流量	386	406	498	600
投资活动现金净流量	-1158	76	82	84
筹资活动现金净流量	1191	-37	-100	-132
现金流量净额	420	445	480	552

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,582	4,332	5,048	5,720
营业成本	2,498	2,977	3,452	3,886
营业税金及附加	22	28	32	35
销售费用	278	334	384	429
管理费用	351	420	485	543
财务费用	52	24	13	-1
研发费用	110	134	157	177
费用合计	791	912	1,038	1,148
资产减值损失	0	-1	0	0
公允价值变动	-58	-13	-8	-2
投资收益	2	4	5	6
营业利润	282	416	534	663
加:营业外收入	1	1	2	3
减:营业外支出	10	9	8	7
利润总额	273	408	528	659
所得税费用	33	49	63	78
净利润	240	359	465	581
少数股东损益	-41	-57	-74	-93
归母净利润	281	416	539	674

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	42.9%	20.9%	16.5%	13.3%
归母净利润增长率	32.4%	48.2%	29.4%	25.0%
盈利能力				
毛利率	30.3%	31.3%	31.6%	32.1%
四项费用/营收	22.1%	21.1%	20.6%	20.1%
净利率	6.7%	8.3%	9.2%	10.2%
ROE	11.0%	14.8%	17.2%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	48.7%	46.5%	43.6%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.7	6.1	7.0	7.9
存货周转率	5.2	8.7	9.9	11.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.55	2.29	2.97	3.71
P/E	24.2	16.3	12.6	10.1
P/S	1.9	1.6	1.3	1.2
P/B	2.8	2.5	2.2	1.9

■ 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 年金麒麟新锐分析师称号。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：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 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。

■ 免责声明

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。