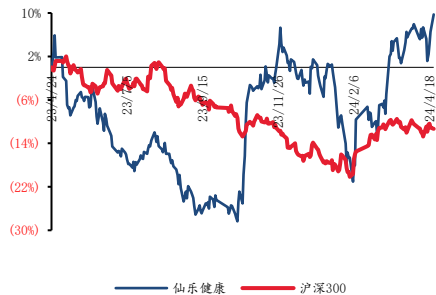


## 仙乐健康：2024Q1 收入符合预期，内生盈利水平提升超预期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 1.82/1.82  
总市值/流通(亿元) 68.07/68.07  
12个月内最高/最低价 39.69/24.24 (元)

### 相关研究报告

<<仙乐健康：内生提速&BF改善，功能食品龙头稳步前行>>—2023-11-17

<<仙乐健康：内生提速增长，BF逐步扭亏，业绩超预期增长>>—2023-10-30

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**公司发布公司发布 2023 年报&2024 年一季报，2023 年全年实现收入 35.82 亿元，同比+42.87%，归母净利 2.81 亿元，同比+32.39%，扣非净利 2.81 亿元，同比+43.01%；其中 23Q4 实现收入 10.79 亿元，同比+50.08%，归母净利 0.96 亿元，同比+165.50%。2024Q1 实现收入 9.52 亿元，同比+35.51%，归母净利 0.63 亿元，同比+114.39%，扣非净利同比+155.07%

**2023 年全年高增收官，2024Q1 美洲恢复高弹性增长。**2023 年公司并表美国 BF 子公司，同时中国、欧洲及亚太地区收入表现亮眼，内生收入同比增长 15.6%，共同促进全年收入高增收官。分产品来看，2023 年公司软胶囊/软糖/饮品/片剂/粉剂/硬胶囊等产品收入分别为 15.3/7.4/4.2/3.6/2.9 亿元，同比增长 54%/25%/25%/6%/53%/300%。由于 BF 子公司以生产软胶囊产品为主，并表对公司软胶囊收入增长有较大贡献。分地区来看，全年中国/美洲/欧洲/其他分别实现收入 18.5/10.4/5.3/1.6 亿元，同比增长 24%/93%/34%/99%，其中美洲地区含 BF 并表收入 6.85 亿元，美洲内生收入同比预计有所下滑。公司 2024Q1 收入增长符合预期，美洲及 BF 收入恢复高增长贡献主要增量。Q1 预计整体内生增长 30%，其中国内在高基数以及客户订单节奏影响下预计收入同比持平。随美洲客户去库存结束，美洲内生收入以及 BF 子公司订单恢复高弹性增长，其中美洲内生收入有望实现翻倍增长。欧洲地区在手订单增长稳健，考虑去年 Q1 高基数增长，预计今年 Q1 收入慢于整体增长。

**2023 年内生净利率达历史新高，2024Q1 内生盈利水平提升超预期。**公司 2023 年毛利率同比下滑 0.91pct 至 30.27%，其中内生毛利率提升 5.4pct，管理费用率下降-2.35pct。整体净利率同比下降 0.62pct 至 7.85%，主因并表美国 BF 子公司，2023 年 BF 净利润亏损 1.4 亿元，归母净利亏损 1 亿元。剔除 BF 亏损带来的影响，公司内生净利率预计达到 13%+，创历史新高，主要由降本增效、产品结构以及价格提升等因素贡献。2024Q1 公司毛利率同比提升 2.95pct 至 30.62%，销售、研发及财务费用率变化不大，管理费用率延续降本增效趋势，同比下降 2.16pct 至 9.67%。2024Q1 整体净利率同比提升 2.99pct 至 5.66%，其中内生净利率预计提升约 2pct 至 12%左右，BF 预计亏损 3000 万左右，Q1 存货盘点致停产一周影响产能利用率，若剔除此因素预计 BF 环比小幅减亏。

**2024 年预计延续较快增长，股权激励目标有望顺利达成。**展望全年，今年公司股权激励目标为收入不低于 43 亿元，同比+20%，归母净利润目标 4 亿元，同比+42%。目前公司国内及欧洲内部调整效果逐步显现，今年对于国内客户，公司会坚持做深做透高价值客户战略，同时设立行业 BD 开拓跨界客户挖潜，目前已落地 14 个医药厂、7 个乳企项目，并与全国连锁健之佳、盒马、屈臣氏等零售商达成合作。欧洲地区则坚持大客户策略，通过南欧、东欧、中东等新兴市场获取增量。今年美洲地区去库存影响消退，BF 子公司个护、软糖产线均已顺利投产，目前新业务在手订单按期推进。BF 与美国内生业务形成较强的协同促进作用，

美国地区收入预期表现亮眼，BF 有望至 2024 年下半年逐步实现盈利。

**盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 43.5/49.8/56.6 亿元，分别同比+21%/14%/14%，实现归母净利润分别为 4.1/5.0/6.0 亿元，分别同比+46%/22%/18%，PE 分别为 16/13/11X。我们按照 2024 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 45.05 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；BF 盈利不及预期；汇率变动加剧；大客户订单交付不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,582	4,352	4,976	5,660
营业收入增长率(%)	42.87%	21.49%	14.35%	13.74%
归母净利（百万元）	281	412	504	595
净利润增长率(%)	32.39%	46.47%	22.45%	18.09%
摊薄每股收益（元）	1.56	2.27	2.78	3.28
市盈率（PE）	22.24	16.06	13.11	11.10

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,502	534	478	258	98
应收和预付款项	476	633	621	697	808
存货	233	481	364	444	526
其他流动资产	222	284	355	360	366
流动资产合计	2,433	1,933	1,818	1,759	1,799
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,235	1,440	1,624	1,778	1,885
在建工程	69	187	188	179	194
无形资产开发支出	217	578	771	993	1,230
长期待摊费用	21	169	282	282	282
其他非流动资产	2,644	2,822	3,033	3,279	3,645
资产总计	4,186	5,196	5,898	6,512	7,237
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	259	398	405	463	526
长期借款	0	83	121	121	121
其他负债	1,225	2,149	2,435	2,466	2,503
负债合计	1,484	2,630	2,961	3,050	3,150
股本	180	182	182	182	182
资本公积	1,048	548	551	551	551
留存收益	1,278	1,496	1,911	2,415	3,010
归母公司股东权益	2,702	2,390	2,787	3,291	3,886
少数股东权益	0	176	151	171	201
股东权益合计	2,702	2,566	2,938	3,462	4,087
负债和股东权益	4,186	5,196	5,898	6,512	7,237

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	445	386	742	726	830
投资性现金流	284	-1,158	-1,144	-940	-983
融资性现金流	-78	-91	342	-6	-6
现金增加额	681	-868	-57	-220	-160

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,507	3,582	4,352	4,976	5,660
营业成本	1,726	2,498	2,913	3,331	3,789
营业税金及附加	15	22	26	30	34
销售费用	130	278	339	388	425
管理费用	304	351	435	503	549
财务费用	7	52	60	21	23
资产减值损失	-5	0	0	0	0
投资收益	23	2	7	50	57
公允价值变动	-2	-58	0	0	0
营业利润	265	282	459	624	745
其他非经营损益	-14	-9	-1	-1	-1
利润总额	252	273	459	624	744
所得税	39	33	72	100	119
净利润	212	240	387	524	625
少数股东损益	0	-41	-25	20	30
归母股东净利润	212	281	412	504	595

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.18%	30.27%	33.07%	33.07%	33.07%
销售净利率	8.47%	7.85%	9.46%	10.13%	10.52%
销售收入增长率	5.84%	42.87%	21.49%	14.35%	13.74%
EBIT 增长率	-14.23%	55.38%	33.28%	24.45%	19.01%
净利润增长率	-8.43%	32.39%	46.47%	22.45%	18.09%
ROE	7.86%	11.76%	14.77%	15.32%	15.32%
ROA	5.07%	5.41%	6.98%	7.74%	8.23%
ROIC	5.81%	8.69%	9.35%	10.43%	11.08%
EPS (X)	1.18	1.56	2.27	2.78	3.28
PE (X)	31.18	22.24	16.06	13.11	11.10
PB (X)	2.46	2.63	2.37	2.01	1.70
PS (X)	2.65	1.76	1.52	1.33	1.17
EV/EBITDA (X)	15.70	10.93	10.04	8.40	7.35

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、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。

### 2、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。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

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。