

# 仙乐健康 (300791.SZ)

## 公司快报

### 业务拓展有序，盈利改善可期

#### 投资要点

◆ **事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。**根据公告，2023 年公司实现营业收入 35.82 亿元，同比增长 42.87%，实现归母净利润 2.81 亿元，同比增长 32.39%，实现扣非后归母净利润 2.81 亿元，同比增长 43.01%；

23Q4 公司实现营业收入 10.79 亿元，同比增长 50.08%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 165.50%，实现扣非后归母净利润 0.96 亿元，同比增长 178.00%；

24Q1 公司实现营业收入 9.52 亿元，同比增长 35.51%，实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 114.39%，实现扣非后归母净利润 0.65 亿元，同比增长 155.07%。

◆ **年报分析：各区域增势向好，BF 并表拖累短期毛利率，降本增效助力盈利改善**

**业务拓展有序，各区域增势向好。**2023 年公司实现营收 35.82 亿元，同比+42.87%（Q1：+66.69%；Q2：+22.10%；Q3：+41.55%；Q4：+50.08%），境内市占率、境外渗透率进一步提升。分地区看，23 年中国区实现收入 18.51 亿元，同比+24.1%，主要系公司持续夯实高价值客户，加大开拓零售商和创新业务，聚焦重要项目推进等，23 年实现新项目落地超 300 个；美洲区实现收入 10.44 亿元，同比+93.0%，主要得益于 Best Formulations（简称“BF”）投后协同整合、交叉销售，以及积极推行大客户战略、促进客户订单转化，若剔除 BF 并表影响，美洲内生业务约同比-33.5%，主要系渠道客户去库存所致；欧洲区实现收入 5.29 亿元，同比+33.8%，主要系公司持续加强区域覆盖和产品推广，积极入局东欧、中欧和中东等新兴市场，同时着重突破欧洲主要品牌商业务，增加大客户数量；其他地区实现收入 1.58 亿元，同比+98.6%，公司初步建成亚太业务团队，并已完成重点客户扫描，有望加速推进订单落地，维持强劲增长势能。

**BF 并表拖累短期毛利率，降本增效助力盈利改善。**2023/2023Q4 公司毛利率为 30.27%/30.53%，同比-0.91pct/-0.89pct，主要系公司 BF 并表所致，但预计随着采购协同、供应链优化等系列降本增效措施的推进以及产品结构、定价策略优化，内生业务毛利率同比有所提升。费用端，2023/2023Q4 公司销售费用率为 7.75%/8.55%，同比+2.56pct/+2.51pct，主要系市场营销活动恢复及收购 BF 合并销售费用、无形资产增值摊销费用所致，管理费用率为 9.79%/9.76%，同比-2.35pct/-2.69pct，预计源于 22 年增添一次性投并购费用导致费率基数较高，以及 23 年管理效率提升。综合来看，2023/2023Q4 年公司净利率为 6.71%/7.47%，同比-1.76pct/+2.44pct。

◆ **一季报分析：业务有序推进，营销投放稳健，盈利能力同比提升**

**预计 Q1 美洲、亚太高速增长，中国区平稳，欧洲稳健增长。**24Q1 公司实现营业收入 9.52 亿元，同比+35.51%，其中预计中国区在经济环境偏弱及去年同期高基数影响下收入保持稳健，同比或有持平，美洲区受益于下游渠道客户去库结束订单回暖及 BF 协同增效、交叉销售，收入预计实现高速增长，欧洲区在去年同期高基数及海运延期等因素影响下，收入增速或有所回落，伴随着区域、产品、客户的持续开拓预计实现稳健增长，亚太区则仍处于开拓初期，低基数背景下有望维持高增

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级

**买入-B(维持)**

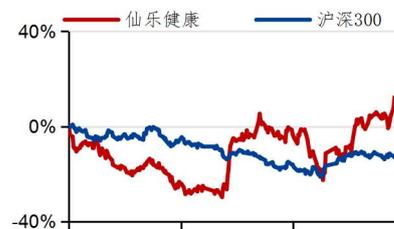
股价(2024-04-29)

37.55 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	6,817.67
流通市值 (百万元)	5,630.88
总股本 (百万股)	181.56
流通股本 (百万股)	149.96
12 个月价格区间	37.80/25.00

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.23	21.81	17.99
绝对收益	3.67	33.49	7.94

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号：S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

#### 相关报告

仙乐健康：营养健康品龙头，内生外延成长可期-华金证券-食品饮料-公司快报-仙乐健康 2024.3.26



势能。

**营销投放稳健，盈利能力改善。**24Q1 公司毛利率为 30.62%，同比+2.95pct，预计受益于公司持续推进降本措施等。费用端，24Q1 公司销售费用率为 7.68%，同比+0.23pct，基本与去年占比持平；管理费用率为 9.67%，同比-2.16pct，预计受益于规模效应增强及管理运营效率提升；此外，24Q1 公司投资净收益为-487 万元，占收入比例较去年下降约 0.65pct；最终公司净利率为 5.66%，同比+2.99pct。随着 BF 订单交付持续落地、规模效应增强改善盈利，公司净利率有望进一步提升。

**未来展望：持续拓展全球业务，强化研发制造与运营。**业务拓展方面，中国区继续做深做透高价值客户，提升高价值客户口袋份额，同时发展跨境业务，拓展零售商业、创新业务和现代渠道客户等；美洲区维护和发展现有头部客户，开拓零售商、电商渠道和初创企业等细分市场，推动中美供应链整合、交叉销售，推进软糖和个护业务发展以及支持跨境业务等；欧洲区着力开发头部客户，拓展南欧、东欧、中东等新兴市场，加大植物基胶囊、软糖、饮品的业务开拓力度，以及发挥新增包装生产线的价值等；亚太区，拓展东南亚业务，开发澳洲头部品牌客户，通过参展、推广等提升区域影响力等。**品类与品牌方面**，继续聚焦抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大重点功能赛道发展，重点提前布局抗衰市场，推动益生菌品类的高速增长，同时积极参加行业展会和社交媒体交流，系统展示公司技术储备和研发实力，提升仙乐品牌力；**研发制造方面**，围绕 3D 研发体系强化技术实力，提高产品上市效率、塑造产品竞争力、引领行业科技布局。24 年公司发布 E 立方仿生增效平台，有望持续赋能技术创新。**供应链方面**，公司将进一步加强全剂型产品全球供应能力，深度整合中美欧生产基地，发挥供应能力互补优势，探索新型柔性制造方式等；**组织运营方面**，进一步强化以客户为中心的组织架构建设，扩大和升级全球营销团队，加强人才培养和建设等，同时积极推进数字化、智能化和信息化建设，提高运营效率。

◆ **投资建议：**短期来看，中国区高价值客户口袋份额有望提升、新锐品牌及跨境电商业务增势良好，美国区去库结束叠加 BF 协同增效、新产线陆续投产，订单迎来拐点有望持续向上，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、研发实力强劲，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。基于公司公布 2023 年年报，我们更新未来年度盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 43.43/50.58/57.21 亿元，同比增长 21.3%/16.5%/13.1%，归母净利润 4.02/5.00/6.01 亿元，同比增长 43.0%/24.4%/20.2%，对应 EPS 分别为 2.21/2.75/3.31 元，维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，客户拓展不及预期等。

## 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,507	3,582	4,343	5,058	5,721
YoY(%)	5.8	42.9	21.3	16.5	13.1
归母净利润(百万元)	212	281	402	500	601
YoY(%)	-8.4	32.4	43.0	24.4	20.2
毛利率(%)	31.2	30.3	31.7	32.7	33.3
EPS(摊薄/元)	1.17	1.55	2.21	2.75	3.31
ROE(%)	7.9	9.4	13.1	14.1	14.5
P/E(倍)	32.1	24.3	17.0	13.6	11.4
P/B(倍)	2.7	3.1	2.6	2.3	1.9
净利率(%)	8.5	7.8	9.3	9.9	10.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2433	1933	2218	2741	2813	<b>营业收入</b>	2507	3582	4343	5058	5721
现金	1502	534	854	994	1125	营业成本	1726	2498	2966	3404	3814
应收票据及应收账款	460	621	690	837	890	营业税金及附加	15	22	27	31	35
预付账款	16	12	22	18	28	营业费用	130	278	339	405	466
存货	233	481	366	606	484	管理费用	304	351	408	470	538
其他流动资产	222	284	285	286	287	研发费用	81	110	130	162	189
<b>非流动资产</b>	1753	3263	3534	3765	3962	财务费用	7	52	14	9	8
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-5	-10	-11	-13
固定资产	1235	1440	1629	1779	1890	公允价值变动收益	-2	-58	-30	-44	-37
无形资产	217	578	621	674	741	投资净收益	23	2	17	17	15
其他非流动资产	301	1245	1284	1312	1332	<b>营业利润</b>	265	282	466	570	670
<b>资产总计</b>	4186	5196	5752	6506	6775	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	470	751	1074	1581	1515	营业外支出	14	10	10	11	11
短期借款	0	0	157	489	413	<b>利润总额</b>	252	273	457	560	660
应付票据及应付账款	259	398	382	513	490	所得税	39	33	72	85	97
其他流动负债	210	353	534	579	612	<b>税后利润</b>	212	240	385	475	563
<b>非流动负债</b>	1015	1878	1726	1560	1380	少数股东损益	0	-41	-16	-25	-37
长期借款	908	1049	897	731	551	<b>归属母公司净利润</b>	212	281	402	500	601
其他非流动负债	106	829	829	829	829	EBITDA	395	553	688	836	978
<b>负债合计</b>	1484	2630	2800	3141	2896						
少数股东权益	0	176	160	135	97	<b>主要财务比率</b>					
股本	180	182	182	182	182	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1048	548	548	548	548	<b>成长能力</b>					
留存收益	1278	1496	1796	2172	2633	营业收入(%)	5.8	42.9	21.3	16.5	13.1
归属母公司股东权益	2702	2390	2792	3230	3782	营业利润(%)	-8.5	6.4	65.2	22.3	17.6
<b>负债和股东权益</b>	4186	5196	5752	6506	6775	归属于母公司净利润(%)	-8.4	32.4	43.0	24.4	20.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	31.2	30.3	31.7	32.7	33.3
						净利率(%)	8.5	7.8	9.3	9.9	10.5
						ROE(%)	7.9	9.4	13.1	14.1	14.5
						ROIC(%)	6.1	6.7	8.2	8.9	10.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	35.5	50.6	48.7	48.3	42.7
						流动比率	5.2	2.6	2.1	1.7	1.9
						速动比率	4.4	1.8	1.6	1.3	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
						应收账款周转率	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
						应付账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	32.1	24.3	17.0	13.6	11.4
						P/B	2.7	3.1	2.6	2.3	1.9
						EV/EBITDA	15.8	14.8	11.6	9.6	7.8

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	445	386	667	547	948
净利润	212	240	385	475	563
折旧摊销	129	227	215	258	301
财务费用	7	52	14	9	8
投资损失	-23	-2	-17	-17	-15
营运资金变动	11	-178	40	-221	53
其他经营现金流	109	47	30	44	37
<b>投资活动现金流</b>	284	-1158	-499	-515	-520
<b>筹资活动现金流</b>	-78	-91	-5	-223	-223
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.55	2.21	2.75	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	2.45	2.13	3.67	3.01	5.22
每股净资产(最新摊薄)	13.77	12.05	14.27	16.68	19.72

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](http://www.huajinsec.cn)