

2024年06月29日

# 仙乐健康 (300791.SZ)

## 深度分析

### 风帆正举，远航无垠

食品饮料 | 其他食品III

投资评级

**买入-B(维持)**

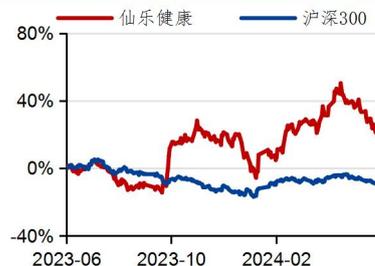
股价(2024-06-28)

25.20 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	5,946.26
流通市值 (百万元)	4,901.09
总股本 (百万股)	235.96
流通股本 (百万股)	194.49
12个月价格区间	41.55/25.00

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.19	-4.73	26.84
绝对收益	-15.27	-6.42	16.97

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

仙乐健康：业务拓展有序，盈利改善可期-  
 华金证券-食品饮料-公司快报-仙乐健康  
 2024.4.30

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

◆ **公司概况：制药起家，全球领先的营养健康品代工龙头。**公司成立于1993年，前身系广东仙乐制药有限公司，主要从事于制造药品、软胶囊等，后于2000年开始食品、保健品合同生产，并逐步深化全球布局。发展至今，公司已成为全球领先的营养保健品代工龙头，产品涵盖功能性食品、特殊膳食食品及保健食品，涉及软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、爆珠等多种剂型，是行业内少有的可供应多种剂型益生菌产品的企业。

◆ **行业分析：全球市场规模庞大，生产商份额有望集中。**（1）**行业规模：营养健康食品全球万亿规模、个位数增速。**根据欧睿，2023年全球营养保健食品规模为1827亿美元（约1w亿元），预计未来五年的年均复合增速为5.7%，疫后全民健康意识提升，年轻群体加入养生大军、各年龄段食用频次提升，共同驱动行业稳健快速增长。分地区来看，美中欧为营养健康品消费的主要市场，中国市场规模大增速快，东南亚等新兴市场近年来崭露头角；不同地区营养健康品的监管政策也有所不同，中欧相对严格，美国较为宽松。（2）**产业格局：品牌商格局分散，生产商份额有望集中。**市场上常见的营养健康品公司主要是产业链中游的生产商和品牌商，其中**a.品牌商**：品牌商毛利厚、进入门槛低，参与者众多。中期低门槛渠道崛起，下游渠道变迁将会对行业带来冲击，赛道扩容集中度或有降低，长期因保健产品见效慢、更新快，复购率低，品牌粘性很难建立，行业集中度提升难度大；**b.生产商**：国内产业链相对领先，综合型厂商占据头部地位，随着行业扩容、品牌商竞争愈发激烈，产业链专业分工预计将更加明显，生产商有望承接更多代工需求，其中**龙头厂商**在研发创新、规模生产及产品管控方面优势更为突出，叠加大客户背书，更容易实现份额提升。

◆ **公司竞争力：研发实力卓越，客户群体优质。**仙乐凭借着卓越的研发制造实力和多品类全球化布局，积淀了稳定优质的大客户群体，并逐步形成集群效应，从众多代工商中脱颖而出，成为行业中的佼佼者。我们分析认为存在以下几点关键因素：（1）药企基因，行业整顿初期降维入局；（2）全剂型规模化生产能力，产品储备丰富、品类不断拓宽；（3）供应链高效，大客户沉淀带来集群效应；（4）领先布局海外，协同加速增长。

◆ **公司增长点：内生稳健积极进展，外延赋能持续向上。**

1) **中国区**：营养健康食品行业空间广阔，目前尚处于发展初期，市场竞争格局较为分散。公司采取全渠道发展战略，一方面深化与现有优质客户的合作，持续提升高价值客户口袋份额，另一方面主动对接高潜新锐品牌、拓展增量，并借助于全球化布局发力跨境电商业务，除此之外，公司亦积极推动其他渠道拓展，如加强全国连锁大客户全覆盖，拓展中腰部地方连锁客户，提高药店渠道份额，拓展现代渠道，启动美妆/母婴渠道等。据我们测算，2023年公司中国区市场份额约为7.6%，随着各渠道的不断深入，预计公司份额将会持续提升；

2) **美洲区**：渠道库存消化基本结束，公司内生业务订单迎来拐点，叠加电商渠道新锐拓展迎合行业特点、软糖等剂型优势契合市场发展，中长期有望维持向好态势；



去年1月公司完成BF收购，伴随渠道去库结束及投后整合、交叉销售，BF传统保健品业务已逐步恢复较快增长，同时新业务软糖、个护产线陆续投产，有望持续贡献增量；

3) **欧洲区**：公司前期通过收购德国工厂 Ayanda 实现了欧洲本土化生产服务的需求，为开拓欧洲市场打下了坚实基础，在此背景下公司持续完善产能建设、加强产品创新力度，伴随着近年来休闲剂型的逐步兴起，公司顺势开拓植物基软胶囊、软糖、饮品等业务，叠加销售团队升级赋能、薄弱区域加强覆盖，欧洲区有望持续实现较快增长；

4) **亚太区**：公司目前业务体量较小，2023年公司其他地区（主要指亚太区，含小部分中东、非洲）收入占比仅4.4%，但得益于东盟一体化和RCEP，该地区收入有望快速开拓。公司已初步建成业务团队，并完成对亚太区内高潜企业的扫描，制定了关键客户清单，随着后续重点客户合作逐步落地、区域影响力持续提升，公司亚太区收入有望快速增长。

**中长期来看**，营养保健食品市场空间广阔，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，有望持续实现份额提升。

◆ **公司逻辑**：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。我们维持前期盈利预测，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%/24.5%/20.1%，对应EPS分别为1.70/2.12/2.55元，维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示**：市场需求不及预期，新品表现不及预期，原材料价格大幅上涨，人民币汇率不利波动，市场竞争加剧，海外业务发展不及预期等。

#### 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	24.5	20.1
毛利率(%)	31.2	30.3	31.7	32.7	33.3
EPS(摊薄/元)	0.90	1.19	1.70	2.12	2.55
ROE(%)	7.9	9.4	14.0	15.4	16.1
P/E(倍)	28.0	21.2	14.8	11.9	9.9
P/B(倍)	2.4	2.7	2.5	2.2	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

## 内容目录

<b>一、公司概况：营养健康品代工龙头，全球化深度布局</b>	<b>5</b>
(一) 发展历程：药企起家的营养健康品代工龙头	5
(二) 财务分析：收入趋势性向上，利润表现优于收入	7
(三) 持股结构：股权结构稳定，职业经理人激励充分	8
<b>二、行业分析：全球市场规模庞大，生产商份额有望集中</b>	<b>10</b>
(一) 行业规模：全球规模庞大，地区发展不均衡	10
1、全球：规模体量超万亿，各区域发展不均衡	10
2、分区：各地营养健康品上市监管政策不一，中欧严格美国宽松	12
(二) 产业格局：品牌商格局分散，生产商份额有望集中	14
1、产业链：行业产业链长，参与者众多	14
2、品牌商：见效慢更新快，品类复购率低，集中度提升难度大	15
3、生产商：研发制造优势突出，份额有望向龙头集中	17
<b>三、公司竞争力：研发实力卓越，客户群体优质</b>	<b>18</b>
<b>四、公司增长点：内生稳健积极进取，外延赋能持续向上</b>	<b>20</b>
(一) 中国区：全渠道深入覆盖，份额有望持续提升	21
(二) 美洲区：去库结束拐点已至，外延收购加速发展	24
(三) 欧洲区：团队升级赋能经营，区域拓展加速增长	27
(四) 亚太区：加强客户开拓，东南亚潜能强劲	29
<b>五、盈利预测及可比估值</b>	<b>29</b>
(一) 盈利预测	29
(二) 可比估值	31
<b>六、风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司前五大客户占比	6
图 3：公司业务领域和剂型情况	6
图 4：公司各剂型收入占比	7
图 5：公司各产品营收增速	7
图 6：公司各区域收入情况（单位：亿元）	7
图 7：公司各区域占比	7
图 8：公司营业收入及增速	8
图 9：公司归母净利润及增速	8
图 10：公司毛利率情况	8
图 11：公司净利率情况	8
图 12：公司股权结构（截止 2024 年一季报）	9
图 13：公司限制性股票激励计划	10
图 14：全球营养健康食品市场规模	11
图 15：全球各年龄段消费人群摄入营养健康食品的频率逐渐提高	11
图 16：主要市场各品类规模及增速	12
图 17：营养保健食品产业链	14
图 18：2019-2023 年国内 VDS 销售渠道情况	15

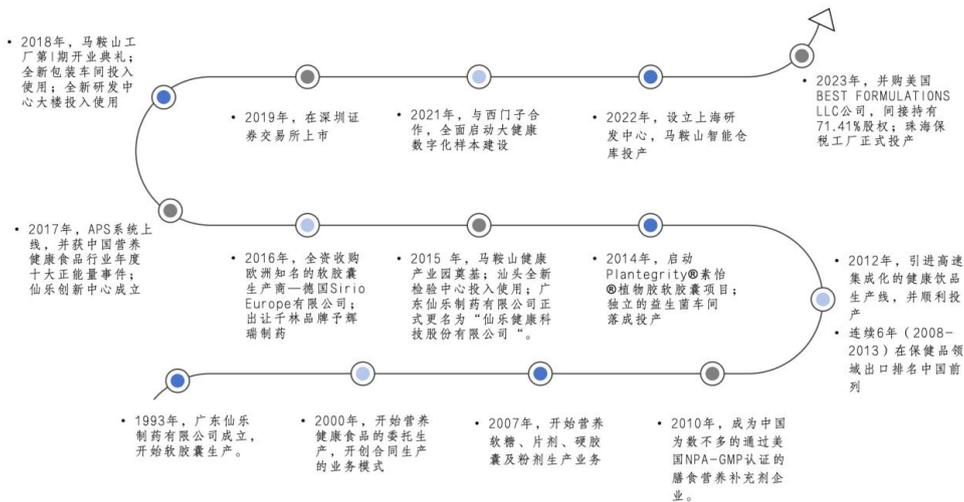
图 19: 营养保健食品主要市场前 30 及长尾品牌市占率变化 .....	16
图 20: 营养保健品公司毛销差较为领先 .....	16
图 21: 新品牌按月推出新产品、产品推新迭代速度快 .....	17
图 22: 2023 年中国 CDMO 竞争格局 .....	18
图 23: 全球主要市场营养保健品代工规模与增速 (2023-2026, 亿美元) .....	20
图 24: 公司各区域占比 .....	21
图 25: 公司各区域毛利率 .....	21
图 26: 中国营养健康食品市场规模 .....	22
图 27: 2023 年全球主要市场营养健康食品人均消费额 .....	22
图 28: 中国 65+ 岁人口增速较高 .....	22
图 29: 中国健康食品消费人群年龄分布 .....	22
图 30: 中国营养健康食品行业品牌商 CR10 领先品牌市占率 .....	22
图 31: 中国营养健康食品行业品牌商长尾品牌市占率 .....	22
图 32: 中国营养健康食品渠道结构变化 .....	23
图 33: 公司全球业务布局 .....	24
图 34: 2022 年原材料鱼油进口价格呈上涨趋势 .....	24
图 35: 2022 年原材料明胶进口价格维持较高位置 .....	24
图 36: 2023 年美国零售商库存压力较大 .....	25
图 37: 2023 年公司美洲区内生业务增速显著下滑 .....	25
图 38: 2023 年美国软糖市场规模为 73 亿美元 .....	25
图 39: 公司与宝宝树联合推出的儿童分龄营养包产品 .....	25
图 40: BF 是美国知名的植物基软胶囊生产商 .....	26
图 41: BF 经营情况 .....	26
图 42: 收购前后公司欧洲区收入及境外占比 .....	27
图 43: Ayanda 被收购后净利率显著提升 .....	27
图 44: 全球植物基市场规模 .....	28
图 45: 公司推出植物基胶体技术, 具备耐热性更好等优势 .....	28
图 46: 仙乐健康与帝斯曼-芬美意签署新一轮全球战略合作协议 .....	28
图 47: 2023 年欧洲业务营收同比+33.78%, 主要得益于欧洲业务拓展、订单增长 .....	29
表 1: 公司股权激励目标及完成情况 .....	9
表 2: 保健品和功能性食品差异对比 .....	12
表 3: 国家政策支持、引导行业发展 .....	13
表 4: 国内代工厂对比 .....	19
表 5: 2023 年公司对 BF 的整合进度 .....	26
表 6: 2021 年 BF 主要客户情况, 收购前 BF 与公司客户较少重叠, 后续交叉销售有望带动收入持续提升 .....	27
表 7: 公司业绩预测 .....	30
表 8: 可比公司估值 .....	31

## 一、公司概况：营养健康品代工龙头，全球化深度布局

### （一）发展历程：药企起家的营养健康品代工龙头

**制药起家，全球领先的营养健康品代工龙头。**公司前身广东仙乐制药有限公司成立于1993年，主要从事制造药品、软胶囊、口服液等，2000年保健品行业处于初步整治阶段，公司凭借药企身份降维切入赛道，开始食品、保健品合同生产，2002年启动出口业务，开始全球化布局，并逐步扩建产线，打造多剂型合同生产能力，2008-2013年连续六年实现保健品出口第一，2016年公司全资收购德国软胶囊工厂 Ayanda GmbH，2019年成功登陆深交所创业板，成为国内第一家以营养健康食品 B 端业务为主营业务的上市公司，随后公司继续深化全球布局，近年来陆续收购美国工厂、建立珠海保税工厂等，推动业务快速发展。如今，公司已成为全球领先的营养健康品代工龙头，产品涵盖功能性食品、特殊膳食食品及保健食品，涉及软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、爆珠等多种剂型，是行业内少有的可供应多种剂型益生菌产品的企业。

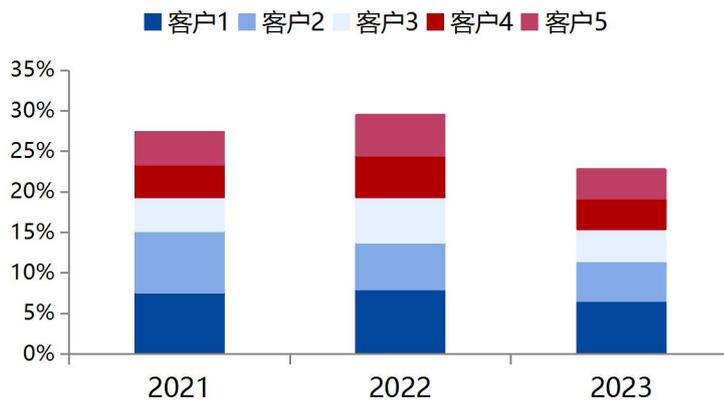
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，仙乐健康微信公众号，华金证券研究所

**1) 商业模式：b 端订单制生产为主，客户多元且分散。**公司主要销售模式为合同研发生产（CDMO），2023 年合同生产/品牌产品销售占比 98.93%/1.07%。公司可为客户提供全产业链条服务，如主动开发产品、定制化产品开发、产品注册/备案支持、依照客户配方生产等。经过多年深耕，公司客户已遍布全球主要市场，涵盖医药、直销、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超、社交电商以及食品和化妆品等跨界企业，其中不乏**婴童护理&成人保健龙头健合国际、医药保健龙头拜耳、食品龙头玛氏、直销龙头无限极**等知名企业，2023 年公司又进一步与天猫国际签署战略合作备忘录，共同拓展跨境电商业务。总体来看，公司客户群体庞大、种类丰富，在沉淀一批稳定优质客户的同时也避免了对单一客户过于依赖，2023 年客户 CR5/CR1 占比为 22.77%/6.52%。

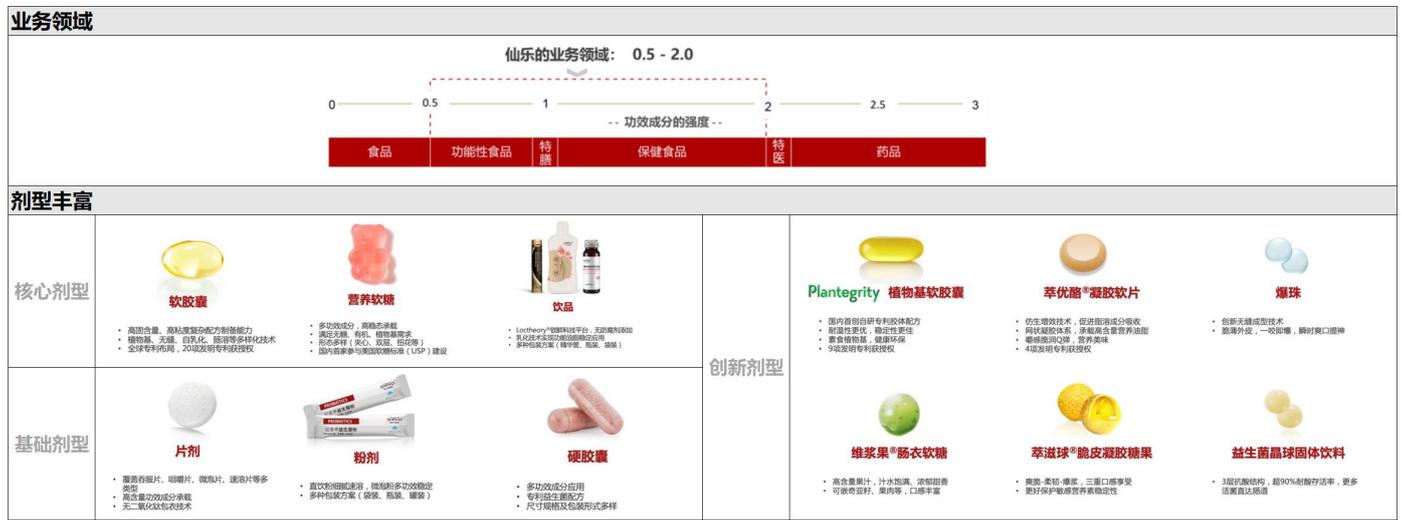
图 2：公司前五大客户占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

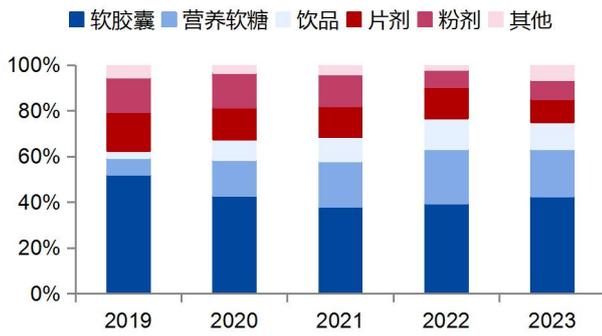
**2) 产品：产品种类丰富，软胶囊、软糖占比领先。**公司现拥有超 6000 个成熟营养健康食品配方，剂型涵盖软糖、营养软糖等核心剂型，片剂、粉剂等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、萃优酪®凝胶软片等创新剂型。从收入占比来看，2023 年软胶囊和营养软糖占比领先，分别为 42.63%、20.65%，饮品、片剂和粉剂占比则均在 10%左右。公司在核心和基础剂型上聚集规模生产，创新剂型方面持续丰富，先后开发了萃优酪®凝胶软片、维浆果®肠衣软糖、爆珠、萃滋球®脆皮凝胶糖果、益生菌晶球等，致力于为消费者提供高营养、易吸收及更纯净的营养健康食品。

图 3：公司业务领域和剂型情况



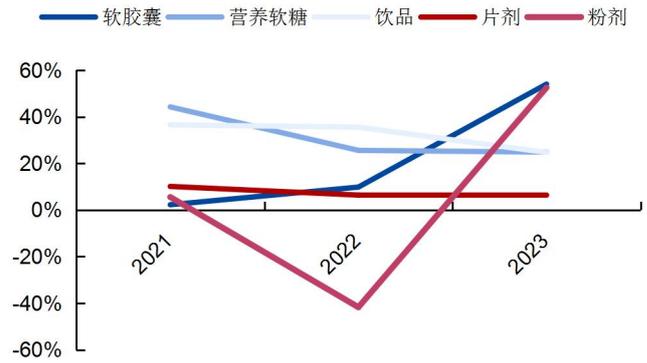
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：公司各剂型收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

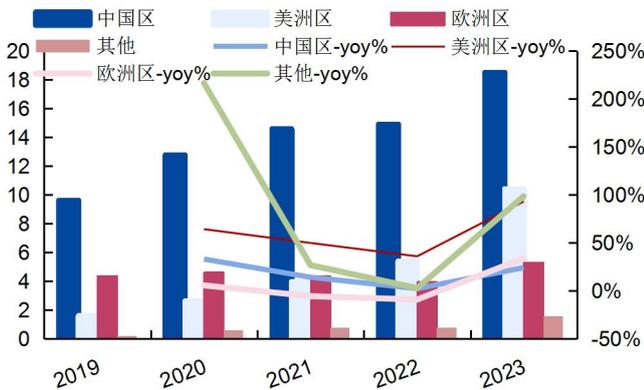
图 5：公司各产品营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

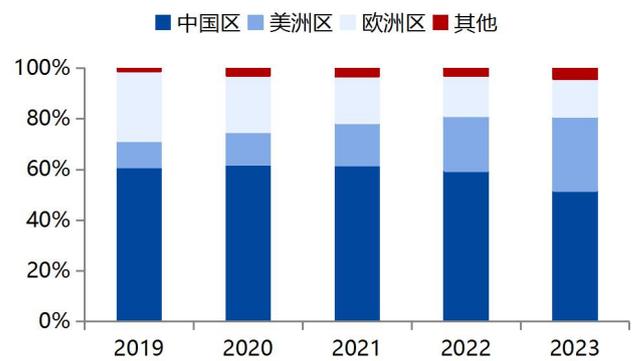
**3) 市场：中美欧三地协同，全球化深入布局。**近年来，公司先后收购德国 Ayanda、美国 Best Formulations (简称“BF”)，逐步打造全球化供应体系，现已在汕头、马鞍山、珠海、德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚州设有生产基地，并依托于本地化经营策略，快速响应全球市场需求，开展全球合作。2023 年公司中国/美洲/欧洲收入占比为 51.7%/29.1%/14.8%，较 2019 年变动-9.2pct/+18.9pct/-12.9pct，得益于全球化布局的不断完善，公司欧美地区实现较快发展，随着后续全球协同效应持续加强，公司份额有望进一步提升。

图 6：公司各区域收入情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司各区域占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## (二) 财务分析：收入趋势性向上，利润表现优于收入

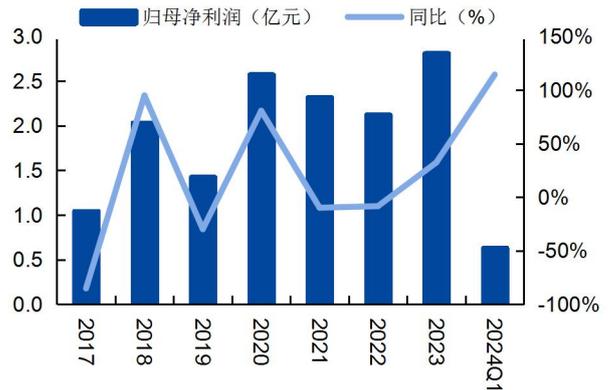
**商业模式原因，公司收入随下游监管政策、宏观环境等波动。**公司为营养保健食品合同生产商，生产经营与下游客户订单需求直接相关。下游客户订单受当地经济情况、监管/扶持政策 and 市场竞争等因素影响，如 2019 年年初 13 部门联合开展针对“保健”市场乱象的“百日行动”，下游部分客户无法预计“百日行动”的冲击程度，短期收缩/取消了推广计划，公司收入当年下滑 1%；2022 年国内大客户受疫情冲击动销放缓、欧洲开工率不足，公司收入增速回落至 5% 左右。若剔除 BF 并购带来的业绩增量，2018-2023 年公司收入 CAGR 为 12.7%，归母净利润 CAGR 为 13.5%，利润增速略优于收入增速，预计主要得益于规模效应及内部降本增效。

图 8：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

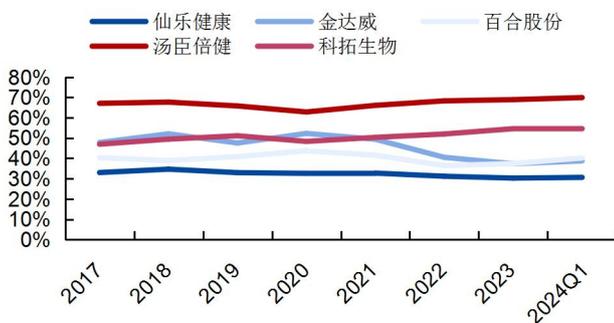
图 9：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

代工模式下毛利率偏低，净利率偏低。公司聚焦合同生产，对比拥有自主品牌的汤臣倍健、金达威等，毛利率相对较低（仙乐健康 30% 以上 vs 汤臣倍健 70% 左右、金达威 40% 左右、百合股份 40% 左右、科拓生物 50% 左右）。公司毛利率总体保持平稳，过去两年主要受疫情及收购等偶发事件冲击，毛利率小幅下滑，分别是 2022 年原材料价格上涨、疫情对海外供应链的冲击影响毛利率到 31.18%，2023 年收购美国 BF 影响毛利率至 30.27%。分地区来看，2023 年中美欧毛利率为 34.55%/20.24%/33.92%，美洲区因 BF 收购拉低了毛利率，正常年份毛利率为 30+%，整合修复后有望回归正常水平。近年来公司人员布局、海外产能收购等动作频繁，导致费用投放变化，净利率有所波动。

图 10：公司毛利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 11：公司净利率情况

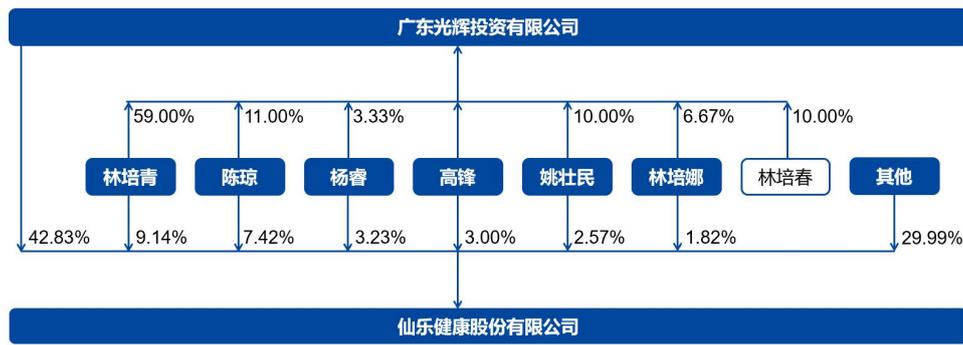


资料来源：wind，华金证券研究所

### （三）持股结构：股权结构稳定，职业经理人激励充分

公司股权结构稳定。截止 2024Q1，公司实际控制人为林培青和陈琼夫妇，两人分别直接持有公司 9.14% 和 7.42% 的股权，同时通过控股广东光辉投资有限公司间接持有公司 29.98% 的股权，合计共持有公司约 46.54% 的股权。公司核心股东多具有药企相关背景，其中林培青、姚壮民分别曾任汕头金石制药总厂副厂长、销售经理，陈琼曾任鮑滨化学药业总公司鮑滨制药厂研究所制剂研究员，现为公司核心技术人员。林培青和陈琼、姚壮民和林培青均系夫妻关系。公司股权结构稳定，管理层多具备药企背景，赋能公司健康运营。

图 12: 公司股权结构 (截止 2024 年一季报)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

上市后推出两轮股票激励及一轮中长期员工持股计划, 几次侧重点不同, 全方位激发公司员工活力。2019 年公司上市后, 分别于 2020 年和 2023 年推出了限制性股票激励计划。2020 年计划对公司包括副总杨睿、董秘郑丽群在内的 49 名高管及核心技术人员授予 85.81 万份, 2023 年计划对包括董秘郑丽群、财务负责人夏凡、Ayanda 工厂总经理、美洲销售总监、欧洲事业部总经理在内的 76 名高管及核心技术人员授予 154.63 万份。两次的授予价格折价率均在 50% 左右。两次激励侧重点不同, 2020 年更多侧重国内人才, 2023 年加强了对海外核心高端人才的激励力度。此外, 2023 年公司推出中长期员工持股计划, 即在 24-26 年滚动设立三期, 每期覆盖董监高及核心技术人员不超过 18 人, 公司设置净利润目标 (24 年利润目标 4 亿), 按完成程度提取奖励金 (奖励金可用来购买员工持股计划)。

激励目标稳中求进, 激励效果显著。2020 年股权激励设置 2020-2022 年收入不低于 18.95/22.90/26.85 亿元, 分别同比增长 20%/20.8%/17.2%, 公司实际完成 20.67/23.69/25.07 元, 分别同比增长 30.8%/14.6%/5.8%, 除 2022 年受疫情冲击和欧洲开工率不足等影响未能满足考核要求外, 其他年份均超额完成目标。2023 年股权激励考核指标为 2024-2026 年收入不低于 43.1249/49.2677/55.6612 亿元, 分别同比增长 20%/14%/13%, 锚定中期收入增长目标。按照公司历史股权激励达成情况看, 除外部因素影响年份, 公司激励目标完成度高。

表 1: 公司股权激励目标及完成情况

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
股权激励收入目标 (亿元)	18.95	22.90	26.85		43.12	49.27	55.66
目标对应 yoy%	20.0%	20.8%	17.2%		20.4%	14.2%	13.0%
实际营业收入 (亿元)	20.67	23.69	25.07	35.82			
实际 yoy%	30.8%	14.6%	5.8%	42.9%			
是否完成	是	是	否				
股权激励	2020 年限制性股票激励计划			2023 年限制性股票激励计划			

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 13: 公司限制性股票激励计划

2020年限制性股票激励计划					
持有人	职务	国籍	拟授予份额 (万份)	占授予总额 比例	占本激励 计划公告 日股本总 额比例
杨睿	董事、副总经理	中国	6.43	7.49%	0.05%
郑丽群	董事会秘书、 财务总监	中国	4.82	5.62%	0.04%
管理人员、核心技术(业务)人员(共计47人)			57.40	66.89%	0.48%
预留			17.16	20.00%	0.14%
合计(49人)			85.81	100.00%	0.72%
授予价格	每股 30.20 元		折价率	50%	
2023 年限制性股票激励计划					
持有人	职务	国籍	拟授予份额 (万份)	占授予总额 比例	占总股本 比例
郑丽群	副总经理 董事会秘书	中国	4.00	2.59%	0.02%
夏凡	财务负责人	中国	2.00	1.29%	0.01%
Martin Kern	Ayanda 工厂总经理	奥地利	2.00	1.29%	0.01%
Steve Sensoli	美洲区域销售总监	美国	2.40	1.55%	0.01%
Sara Lesina	欧洲事业部总经理	比利时	2.40	1.55%	0.01%
核心管理层/技术/业务人员(共71人)			111.2	71.92%	0.62%
预留			30.625	19.81%	0.17%
合计(76人)			154.625	100.00%	0.86%
授予价格	每股 12.71元		折价率	50%	

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所(注: 此表不代表实际授予情况, 存在个别员工因个人原因放弃认购的现象)

## 二、行业分析: 全球市场规模庞大, 生产商份额有望集中

### (一) 行业规模: 全球规模庞大, 地区发展不均衡

#### 1、全球: 规模体量超万亿, 各区域发展不均衡

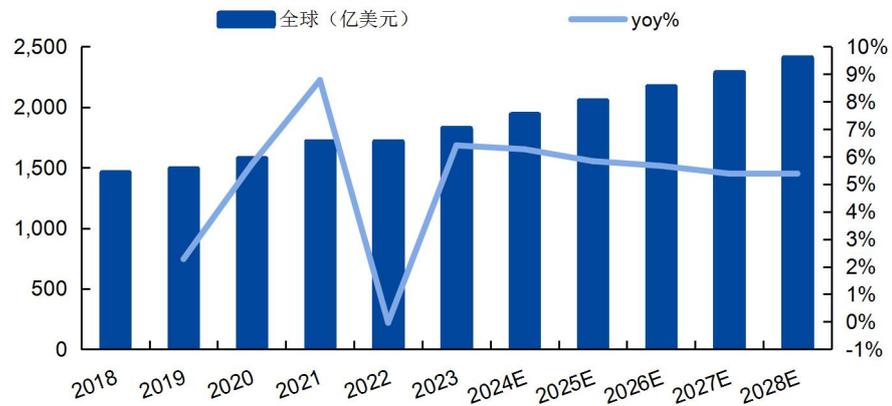
营养保健食品行业目前尚无标准定义, 但各国指向产品内容基本一致。一般而言, 营养健康食品是指通过补充人体必需的营养素和生物活性物质, 对特定人群具有平衡营养摄取作用, 达到提高机体健康和降低疾病风险的目的, 但不以治疗疾病为目的, 也不能代替正常饮食的食品。目前行业尚无标准定义, 美国称为膳食补充剂, 欧盟称为食品补充剂, 各概念所指向的产品内容基本一致, 都主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品。

营养健康食品全球市场规模庞大, 万亿规模个位数增速。以运动营养食品、维生素与膳食补充剂和体重管理品的整体情况来代表营养保健食品行业情况, 根据欧睿数据, 2023 年全球营养保健食品规模为 1827 亿美元(约 1w 亿元), 同比+6.4%, 过去五年年均复合增速为 4.6%, 预计未来五年的年均复合增速为 5.7%, 至 2028 年全球市场规模将达到 2411 亿美元(约 1.5w 亿元)。

疫后健康意识提升, 年轻人群贡献增量+各年龄段食用频次提升, 共同推动行业稳健快速增长。随着全球经济水平的进步和疫后消费者健康意识的快速提升, 大健康行业的景气度进一步抬升, 防患于未然、为健康买单逐渐成为流行。欧睿国际消费者研究显示, 中老年人群是营养健康行业的主力消费人群, 年轻人也逐步成为新的重要增长极, 行业渗透率不断提升, 同时各年龄段

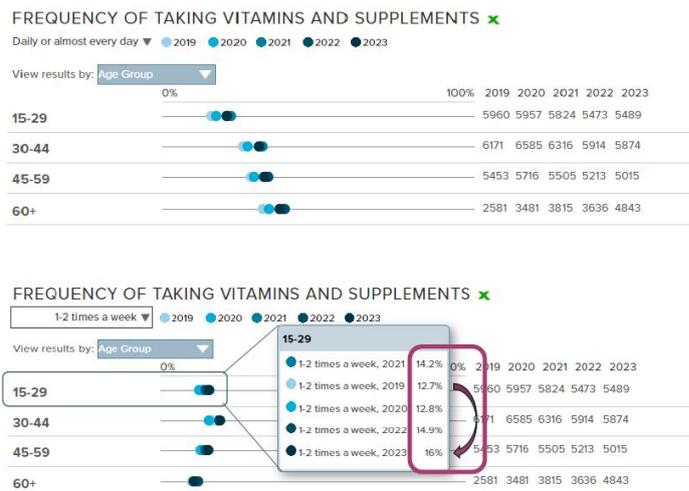
消费人群每日摄入营养健康食品的频次也均在逐渐提高，以上有望共同驱动营养保健行业维持稳健增长。

图 14：全球营养健康食品市场规模



资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 15：全球各年龄段消费人群摄入营养健康食品的频率逐渐提高



资料来源：欧睿，华金证券研究所

**分地区：**美中欧为营养健康品消费的主要市场，东南亚等新兴市场崭露头角。根据欧睿数据，2023 年美国/中国/欧洲营养健康食品市场规模为 591.2/363.7/271.1 亿美元，分别同比增长 6.0%/8.5%/6.6%，中国市场规模大增速快。如今消费者对精准功能和细分场景的需求催生了大量热点品类诞生，心脑血管、运动营养、美丽健康、益生菌及肠道健康等赛道热度持续提升，驱动行业不断发展。此外近年来东南亚等新兴市场逐步崛起，2023 年营养健康食品（含维生素膳食补充剂、体重管理、运动营养、助眠补剂）市场规模达到近 110 亿美元，由于东南亚各国尚处于不同发展阶段，部分国家仍处于被动健康阶段，叠加电商模式蓬勃发展助力市场扩容，预计未来仍将维持增长，欧睿预计未来三年东南亚地区年均复合增速将达到 9%。

图 16: 主要市场各品类规模及增速

		市场规模		复合年增速	
		2023, 百万美元		2020-2023	2023-2026F
维生素及膳食补充剂	中国	32,887		7.8%	5.9%
	美国	36,037		2.5%	2.6%
	西欧	14,553		5.9%	5.1%
运动营养	中国	950		12.0%	14.6%
	美国	16,246		15.3%	9.1%
	西欧	4,020		11.8%	10.6%
体重管理	中国	2,537		-4.2%	3.8%
	美国	6,834		3.5%	-1.4%
	西欧	2,255		4.0%	4.4%

资料来源: 欧睿, 华金证券研究所

## 2、分区: 各地营养健康品上市监管政策不一, 中欧严格美国宽松

(1) 中国: 保健品监管相对严格、上市前需获得蓝帽子标识、可宣称功能不多, 但跨境电商渠道无需国内注册/审批; 功能性食品无需注册/备案、按照普通产品监管、不可进行功能宣称。

**保健品:** 根据所用原料的不同, 分为注册和备案双轨制管理, 产品上市前需申请获得保健食品注册证书或备案凭证, 即蓝帽子标识, 其中注册类产品可用原料及功能相对更为广泛, 但审批注册流程较长, 时间周期约 2-3 年、甚至更久, 备案类产品审批流程简单, 时间周期短, 通常 1-3 月, 但可用原料和功能相对受限, 产品同质化较严重。目前我国保健品可声称功能仅 20 多项。值得注意的是, 进口保健品通过跨境电商渠道销售时, 不需要通过国内注册/备案, 按照普通食品进行销售。

**功能性食品:** 介于休闲零食和保健品之间, 产品上市前无需注册/备案, 在国内作为普通食品销售、无法宣称功能、无“蓝帽子”标识。

表 2: 保健品和功能性食品差异对比

比较维度	保健食品	功能性食品
定义	法规上有明确的定义, 指声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品, 即适宜于特定人群食用, 具有调节机体功能, 不以治疗疾病为目的, 并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	没有明确的法律定义, 参考艾瑞咨询, 定义为除了满足人的基础生存所需营养之外, 添加了某种有益健康的功效性成分的食品
功能声称	允许声称补充维生素、矿物质以及保健食品功能目录中规定的 24 项功能	不得进行功能声称, 不得明示或者暗示其保健作用
生产许可	产品在上市销售前需要申请并获得保健食品注册证书或备案凭证	产品上市销售前无需注册或备案
食用量	有严格的服用量要求	一般没有严格的服用量要求
产品原料	普通食品可使用的原料以及国家规定的可在保健食品中的原料	普通食品可用的原料
功能性试验	注册制类需要开展动物试验或/和人体试验、毒理性试验; 备案制产品按照国家规定的原材料目录和剂量要求, 无须开展实验	没有强制要求, 企业自主选择是否对产品做功能试验
销售渠道	线上渠道及商超、母婴店、药店等线下渠道皆可销售, 但线下货架销售时需要单列货架, 不得与普通食品混放销售	不可在药店销售

资料来源: 《中华人民共和国食品安全法》, 《保健食品注册与管理办法》, 《食品安全法实施条例》, 国家市场监督管理总局, 艾瑞咨询, 华金证券研究所

**行业趋势：国家政策支持、引导行业规范健康发展。**近年来，政府在营养保健品行业积极推进制度建设、实施政策引导和行业监管，已经逐步建立国家标准和行业标准体系，包括修订《食品安全法》、制定《保健品注册与备案管理办法》、整治市场乱象等，均对促进行业结构升级、产品质量提高和行业规范化发展等起到有效的作用。2016年，国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》，提出“2030年主要健康指标进入高收入国家行业”的战略目标，实现健康产业规模显著扩大。国家把全民健康上升至国家战略层面，重视营养健康产业发展，有望促进保健品和功能性食品行业健康、良性发展。

表3：国家政策支持、引导行业发展

时间	法律法规/政策文件	重点内容/影响
1996	《保健食品管理办法》	将保健食品定义为表明具有特定保健功能的食品，即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的的食品。
2012	《保健品命名规定》	保健食品命名禁止使用虚假、夸大或绝对化、明示或暗示治疗作用的词语等。
2015	《中华人民共和国食品安全法》（2015年修订）	使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品应当经国务院食品安全监督管理部门注册。但是，首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质等营养物质的，应当报国务院食品安全监督管理部门备案。其他保健食品应当报省、自治区、直辖市人民政府食品安全监督管理部门备案。
2016	《保健食品注册与备案管理办法》	一是调整保健食品上市产品的管理模式；二是优化保健食品注册程序；三是强化保健食品注册证书的管理；四是明确保健食品的备案要求；五是严格保健食品的命名规定；六是强化对保健食品注册和备案违法行为的处罚。
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	提出“2030年，主要健康指标进入高收入国家行列”的战略目标，实现健康产业规模显著扩大。
2017	《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	强化整治：1）未经许可生产食品和保健食品、经营食品和保健食品、进口食品和保健食品行为；2）食品和保健食品标签虚假标识声称行为；3）利用网络、会议营销、电视购物、直销、电话营销等方式违法营销宣传、欺诈销售食品和保健食品行为。
2019	《联合整治“保健”市场乱象百日行动方案》	整治“保健”市场出现的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、假冒伪劣等一系列突出问题等，加大对“保健”市场重点行业、重点领域、重点行为的事中事后监管力度。
2021	《保健食品原料目录营养素补充剂（2020年版）》和《允许保健食品声称的保健功能目录营养素补充剂（2020年版）》	对最新保健食品原料种类进行规定。
2022	“十四五”中医药发展规划	以保健食品、特殊医学用途配方食品、功能性化妆品、日化产品为重点，研发中医药健康产品。
2023	《允许保健食品声称的保健功能目录 非营养素补充剂（2023年版）》	将原有的27种保健功能调整为24种，并对已批准注册的产品中注册证书为“无有效期和无产品技术要求”的产品进行了清理换证。

资料来源：国家市场监督管理总局，公司招股说明书，智研咨询，艾瑞咨询，前瞻产业研究院，华金证券研究所

**（2）美国：美国膳食补充剂上市管理整体较为宽松。**根据美国1994年《膳食补充剂健康与教育法案》，美国膳食补充剂进入市场不需要向FDA进行注册或备案，企业无需通过安全性或功效审查即可进行上市；向美国出口营养保健品虽没有监管准入要求，但实际市场拓展中，需建立符合美国膳食营养补充剂GMP要求的质量管理体系，且需以通过NPA-UL GMP等相关质量体系认证的形式证明法规符合性及公司质量管理水平。

**（3）欧洲：监管严格，但一国备案可全欧盟流通。**欧盟对于健康食品有较为严苛的定义和监管要求，在遵循统一的欧盟法规框架的基础上，欧盟各成员国也会根据国情制定更具体的实施

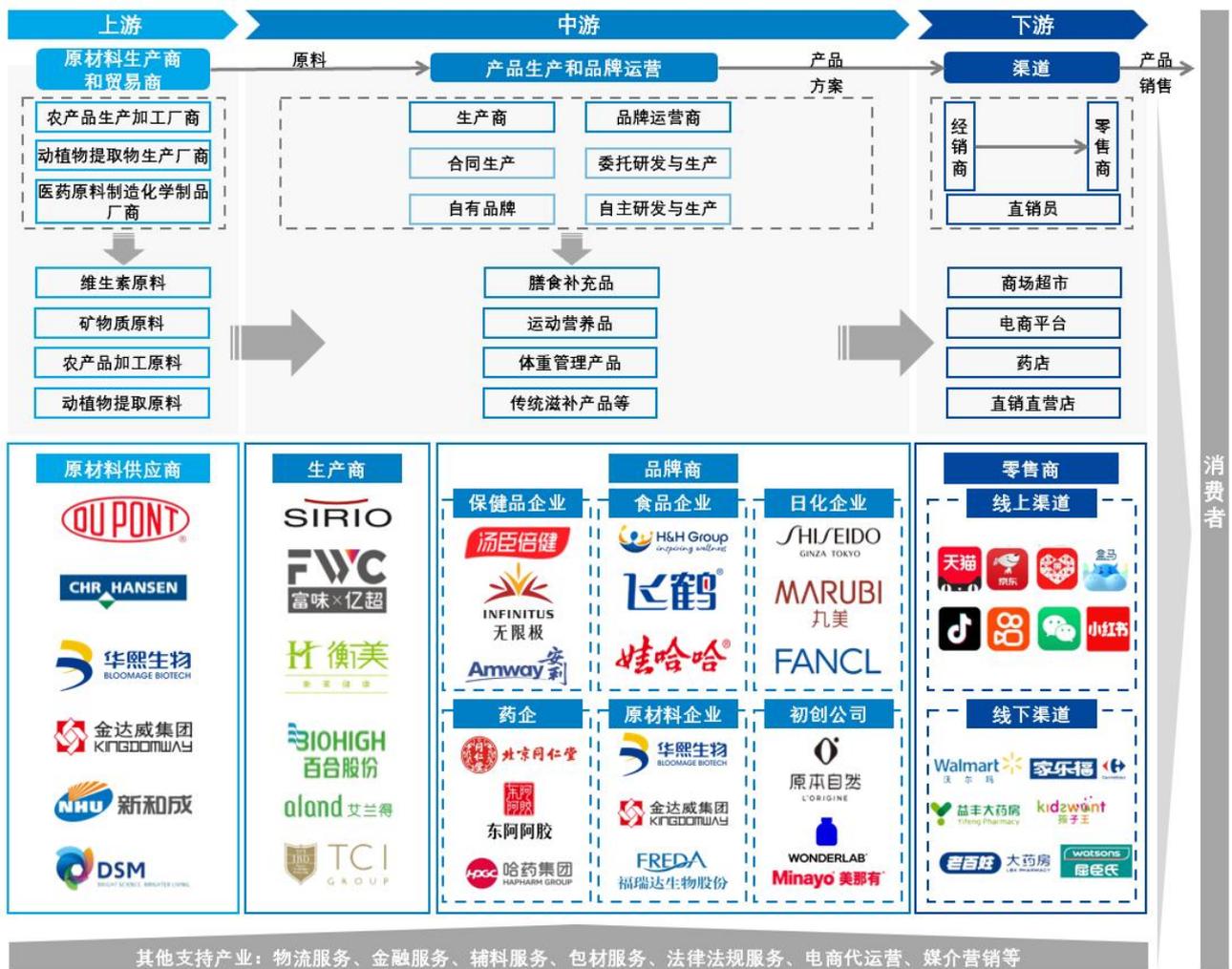
细则。多数国家规定食品补充剂应在上市前 30 天（个别国家可在上市的当天）由生产企业应向本国政府申报备案，填写备案表并报送产品标签等有关资料，政府不进行审批。备案产品的有关信息在网站公布，如已在一个国家备案，该产品就可在欧盟内流通，不必向欧盟的其他国家备案。

## （二）产业格局：品牌商格局分散，生产商份额有望集中

### 1、产业链：行业产业链长，参与者众多

营养保健食品产业链上游主要是原材料生产商和贸易商，包括各种动植物提取物的生产厂商以及部分农产品生产加工厂商、医药原料制造化学制品厂商，中游是营养保健食品的生产商和品牌商，下游是电商、药店等流通领域的各种渠道商。

图 17：营养保健食品产业链



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，华金证券研究所

**上游：原料生产。**原料是保健食品质量的保证和基础，国家对保健食品原料制造行业实行严格的监管政策。一款功能性原料从开发到应用需经过功能性试验，动物、人体实验，临床试验等流程，时间周期通常需要 8-10 年、甚至更久，对企业研发和资金实力要求较高，后续也需要经过国家行政审批才能进一步商业化，此外产地对动植物类原材料质量影响也较大。因此该环节往

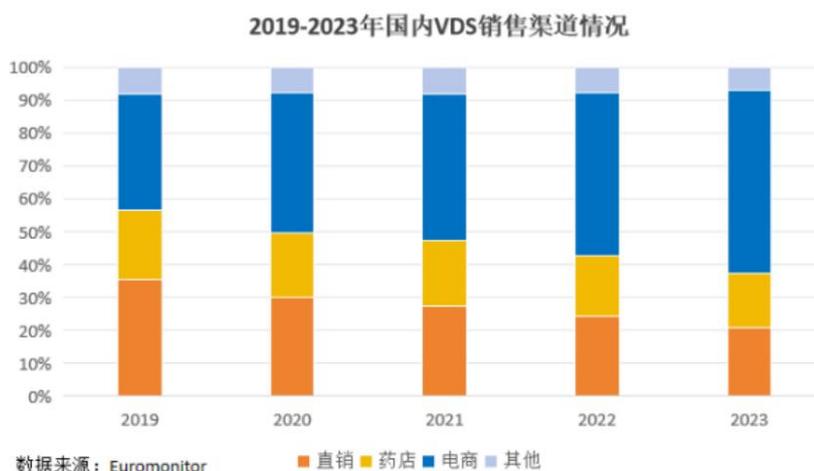
往存在较高的技术、资金和产地壁垒，市场集中度高；典型公司有科汉森、金达威集团、新和成等。

**中游：包括生产商（制剂生产）和品牌商（品牌运营）。**生产商主要为品牌商提供代工服务，通常也可以协助品牌商办理产品注册或备案，或将自身申请获取的保健品批文授权给品牌商使用，生产商优势重点在于配方研制、产品生产、质量控制和供应链管理，典型公司有仙乐健康、百合股份、艾兰得等；品牌商主要面向 C 端消费者销售自有品牌，优势重点在于市场研究、产品营销和推广以及市场渠道的拓展，典型公司有汤臣倍健、哈药集团等。

**下游：渠道销售环节。**保健品可通过线上渠道和商超、便利店、药店、母婴店等线下渠道进行销售，但线下销售时保健品不得与普通食品和药品混放，需要设置专柜，功能性食品以线上为主要销售渠道。典型渠道有天猫、京东、药店、直销等。近年来线上渠道快速发展，根据欧睿，2019 年国内 VDS 线下渠道仍然占据主导地位，占比高达 64.9%，到 2023 年线下渠道降至 44%，线上渠道的份额则迅速增加至 56%。

市场上的营养保健品公司主要是产业链中游的生产商和品牌商，因此我们着重分析这两个参与者。

图 18：2019-2023 年国内 VDS 销售渠道情况



资料来源：欧睿，金达威公司公告，华金证券研究所

## 2、品牌商：见效慢更新快，品类复购率低，集中度提升难度大

品牌商毛利厚、进入门槛低，参与者众多。除去资质良好的保健品公司和药企，一些初创企业和业务相关企业也在陆续加入，特别是在生产线、渠道或客群等资源方面能有一定复用潜能的企业。这背后原因我们分析认为主要是：

(1) 营养健康品企业毛销差水平往往高于普通食品，高盈利、高成长属性使行业具备较强吸引力。除传统保健品公司外，生产资质优良、研发能力突出的药企也可降维入局，原料供应商也能通过收购向产业链下游延伸、实现终端产品销售的布局；

(2) 伴随着内容电商、直播快速崛起，消费者购物习惯线上迁移，保健需求愈发细分等，功能性食品迎来线上发展红利，叠加进入门槛低，吸引了众多初创企业以及业务相关企业进入，

如在生产线、渠道、客群等资源方面能有一定复用潜能的企业，参与者包括生产线复用度高、客群重合度较高的食品公司，有意开拓与原有客群需求重合度高的品类的日化企业等；

(3) 我国保健品跨境电商监管相对宽松，海外品牌借助跨境电商等方式与国内品牌在线上渠道竞争充分，国内企业也可通过收购国外优质企业入局/补齐产品矩阵，抢夺市场份额。

中期来看，下游渠道变迁将对行业带来冲击，低门槛渠道崛起，赛道扩容集中度或有降低。

(1) 国内线上渠道崛起加速市场竞争，高成长、低门槛吸引众多企业入局，赛道持续扩容。根据魔镜洞察，2020年1月淘宝天猫保健品活跃品牌数量为7136个，到2023年7月便提升至12003个，三年半时间增长约68%。根据前瞻产业研究院查询的企查查数据显示，2016年起新增注册保健品企业数量快速增长，由之前的年增1000家左右提升至年增3800+家，截止2023年5月我国保健品行业注册企业超过6.3万家。参与者涌入抢夺市场蛋糕，行业集中度降低，欧睿显示2023年我国营养健康品行业CR30为46%，较2016年下降9pct。

(2) 海外电商渠道亦迎来快速发展，市场竞争或将加剧。根据NBJ数据，2023年美国营养健康食品电商渠道市场份额对比大流行前翻番，已超过20%；欧洲药店虽仍是第一大渠道，但消费者正逐渐向电商渠道转移。参考国内发展，预计海外电商渠道的兴起亦将降低初创企业、跨界企业进入门槛，品牌商竞争或将加剧。

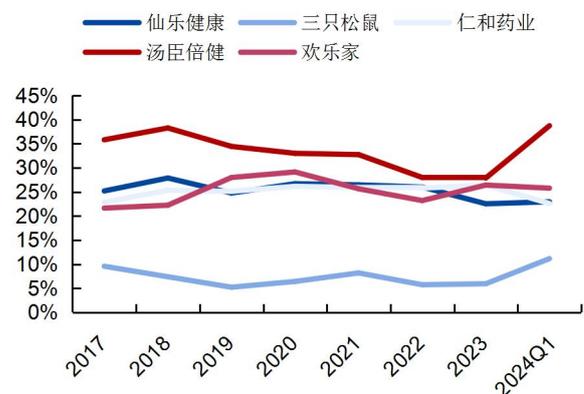
图 19: 营养保健食品主要市场前 30 及长尾品牌市占率变化



数据来源: 欧睿, 1. 指市占率低于0.01%的公司; 2. 仅统计英法德意四国作为代表

资料来源: 公司公告, 欧睿, 华金证券研究所

图 20: 营养保健品公司毛销差较为领先



资料来源: wind, 华金证券研究所

长期来看，保健品产品见效慢、更新快，复购率低，品牌粘性很难建立，行业集中度提升难度大。营养保健品多存在见效较慢和产品同质化问题，消费者难以建立较强的品牌忠诚度，导致中小品牌快速迭代、份额提升难度较大，龙头汤臣倍健经过近20年发展，目前国内市占率却仅占10.4%；综合因素叠加导致行业呈现明显的长尾化趋势，根据欧睿数据，2023年中国长尾品牌市占率高达42%；美国和西欧亦呈现类似的特点，长尾品牌市场率常年高于32%、23%。

图 21：新品牌按月推出新产品、产品推新迭代速度快

Launch: Brand / Event: New Count Range: 0

Countries	TOTAL	2021												2022												2023											
		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
TOTAL	1019	13	14	16	10	11	21	32	26	14	30	35	28	25	16	40	23	30	16	23	51	43	16	35	33	42	45	38	34	44	46	47	35	21	21		
Germany	263	4	2	10	7	8	4	11	4	1	3	8	5	6	4	4	5	6	5	4	5	11	6	13	7	6	6	8	3	11	6	28	20	12	5		
USA	245	7	2	3	1	1	5	1	2	2	2	1	2	1		3	2	2	3	4	7	6	5	8	14	17	21	14	18	17	30	12	7	3	10		
France	174	2	3	3	1		2	6	7	2	9	12	5	9	2	8	9	8	1	7	11	14	2	7	6	5	6	8	6	6	1	2	1	2	1		
Spain	163		1		1	2	4	8	7	3	11	8	3	5	1	18	6	10	4	6	14	6	1	3	3	6	5	4	3	5	2	2	1	2	1		
Italy	113						1	5	2	4	3	4	12	2	8	3	1			1	13	4		4	3	6	7	2	4	3	3	3	3	1	4		
United Kingdom	61		6				5	1	4	2	2	2	1	2	1	4			4	3	1	1		2										3	1		

资料来源：欧睿，华金证券研究所

### 3、生产商：研发制造优势突出，份额有望向龙头集中

生产商（制剂生产）是产业链中重要一环，承接品牌商（品牌运营）的制造需求。在品牌商竞争激烈的背景下，品牌商大多侧重于营销推广、渠道拓展等方面，产品生产研发优势并不突出，权衡之下多将研发制造交付于供应链发展成熟、注册备案经验丰富的生产商。具体来说：

**a.大型品牌商：**自身或具备一定的研发生产能力，但对于市场快速迭代兴起的新产品往往不具备对应的生产线，自建工厂规模不经济，所以通常也会需要生产商代工服务，为保障产品品质，更加青睐于具有技术创新、规模优势的龙头；

**b.初创/中小型企业：**多数资金匮乏且研发实力薄弱，倾向轻资产运营，研发生产依赖代工，自身更多发力营销；

**c.跨界企业：**技术储备、市场洞察相对不足，为降低初期试错成本、缩短产品上市周期，常常会选择研发制造实力强大的生产商。

生产商可分为综合型和专业型制造商，国内产业链相对领先，综合型厂商占据头部地位。过往较长时间内保健品行业监管宽松、临床试验难度低于药品，行业进入门槛低，导致生产商集中度分散，我国 CDMO 头部五大企业市场份额不足 20%，中美欧市场均存在大量长尾企业。参考欧睿，根据覆盖品类、剂型的范围，可以把保健品生产商划分为综合型制造商（具备多剂型、品类的生产能力）和专业制造商（更专注于单种品类/剂型）。国内产业链相对领先，部分龙头已具备综合服务能力，生产商既有综合型制造商（仙乐健康、艾兰得等）也有专业型制造商（大江生医、亿超健康等），其中综合型制造商仙乐健康以约 2.5 亿美元的中国市场营收占据头部位置。美国、西欧当地多为专业制造商，且大多服务于本土市场，欧美本土的 CAPTEK、Eurocaps（专注于软胶囊），VitaQuest（专注于片剂）。

图 22：2023 年中国 CDMO 竞争格局

排名	综合型CDMO 制造商	2023中国营收	是否全球多地区覆盖	主要剂型（创新剂型加粗显示）
1	仙乐健康		√	软胶囊、软糖、片剂、饮品
2	艾兰得		√	片剂、软胶囊、硬胶囊、粉剂
3	百合股份		√	软胶囊、片剂、饮品、粉剂
4	柏维力			粉剂、软胶囊、饮品、片剂
5	纽斯葆广赛			/

资料来源：欧睿，华金证券研究所

产业链分工愈加明显，生产商有望持续扩容。经过多年来在研发和供应链方面的布局，生产商普遍积淀了较强的研发资源和批文储备，供应链发展也较为成熟。随着行业扩容、品牌商竞争愈发激烈，产业链专业分工预计将更加明显，生产商有望承接更多代工需求。

（1）以生产商仙乐健康、百合股份和品牌商汤臣倍健为例，2023 年仙乐/百合注册证书+备案凭证累计 352/990 项，高于汤臣倍健 308 项，凭借在研发端的专注和深耕，生产商有望更好地承接快速迭代的市场需求，研发创新实力强的代工龙头更为首选；

（2）考虑到行业规模持续扩容，品牌商竞争激烈、自建产线规模不经济，生产商供应链成熟、具备规模生产能力，行业代工需求有望增加，其中龙头生产商产品管控制力卓越、规模优势突出，叠加优质大客户背书，更容易赢取市场订单，实现份额提升。

龙头兼具技术、规模优势，份额有望进一步集中。龙头生产商保健品批文储备充足，能有效缩短客户产品上新周期，依托于前沿市场洞察和强大创新实力，龙头更容易打造热门品类、塑造消费趋势，享受先发优势；除研发创新方面，龙头在规模生产、产品管控方面也具备突出优势，叠加大客户背书，份额有望加速提升。

### 三、公司竞争力：研发实力卓越，客户群体优质

国内营养健康品代工厂商主要分为两类，一类是综合型制造商，如仙乐健康、艾兰得、百合股份等，另一类是专业型制造商，如大江生医、浙江衡美、亿超健康等；其中，仙乐健康和艾兰得均系药企出身，且较早布局海外，经过多年发展，收入规模已处于国内第一梯队。

表 4：国内代工工厂对比

	仙乐健康	艾兰得	百合股份	柏维力	大江生医	浙江衡美	亿超健康
成立时间	1993 年	1998 年	2005 年	2006 年	1980 年	2012 年	2005 年
地址	广东汕头	江苏靖江	山东荣成	安徽宣城	台湾	浙江杭州	广东汕头
是否上市	是	否	是	否	是（台交所）	否	否
生产商类型	综合型	综合型	综合型	综合型	专业型	专业型	专业型
收入体量	23 年 35.82 亿	-	23 年 8.71 亿	23 年 4.39 亿	23 年约 18 亿 (80.16 亿新台币)	-	-
是否药企背景	是，广东仙乐制药有限公司	是，江苏江山制药有限公司	否	否	否	否	否
服务客户	拜耳、美乐家、 SWISSE、 GSK、益丰、玛氏等	沃尔玛、 康恩贝、 修正、GSK 等	中小客户	康恩贝、安 琪纽特、健 合集团等	-	汤臣倍健、 美赞臣、康 恩贝等	-
启动出口时间	2002 年	2007 年	-	2013 年	-	-	-
出口业务占比	50%左右	-	6%左右	30%左右	目标欧美占比 40%	-	-
保健品 批文数量	115 项注册证 书、237 项备案 凭证	200+保健品批文	65 项注册 证书、925 项备案凭证	37 项注册 证书、136 项备案凭证	-	-	22 项注册 批文、138 项备案凭证

资料来源：wind，各公司官网、年报，杭州衡美公众号，国家市场监督管理总局，企查查，欧睿，FBIF 食品饮料创新，全球医疗采购网，华金证券研究所

仙乐凭借卓越的研发制造实力和多品类全球化布局，积淀了稳定优质的大客户群体，并逐步形成集群效应，从众多代工商中脱颖而出，成为行业中的佼佼者：

**1) 药企基因，降维入局。**1997-2013 年国家推行系列法律法规，以整顿营养保健品虚假营销、假冒伪劣的混乱局面，行业由此结束无序生长、朝向规范化发展。公司诞生于 1993 年，起初为制药企业，后于 2000 年开始布局保健食品代工业务，在监管趋严背景下以药企身份进入保健品赛道，实现降维打击。在此基础上，公司持续巩固强研发、高品质的领先优势，强化技术壁垒，截止 2023 年拥有 115 项保健食品注册证书及 237 项保健食品备案凭证，处于行业领先地位。领先生产商艾兰得前身同样为制药企业，药企背景为后续建立完善的研发体系和数据库打下了坚实的基础。

**2) 全剂型布局，拓宽产品边界。**传统保健品剂型多以片剂、胶囊等药品形态为主，随着近年来消费、生活观念改变，消费者更加偏爱轻松、愉悦、健康的养生模式，相较传统药态食品，零食态兼具服用方便、口感好和养生等优点，更能满足多元化的产品诉求。公司极早洞察到这一市场趋势，在多年发展过程中坚持打造多剂型规模化生产的供应链能力、不断拓宽产品边界。全面的剂型储备更好地满足了下游客户需求，支持业务快速发展，相较于产品类型单一的专业制造商，综合型制造商的市场规模普遍较高。

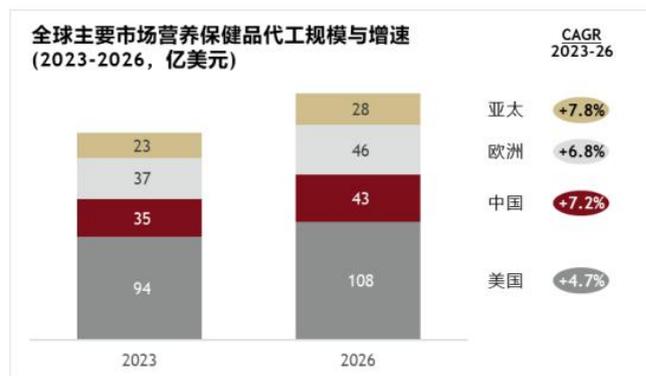
**3) 供应链高质高效，大客户沉淀带来集群效应。**公司是国内为数不多的拥有多品类、多剂型规模化生产能力的营养健康食品代工企业，并持续推动供应链数字化、自动化、柔性化建设，可以做到用自动化方式去适应配方和剂型的快速变化，同时公司严格管控产品质量，先后获得多项全球主要食品质量控制标准认证，过硬的产品质量、丰富的产品储备和全剂型生产能力为公司带来了稳定且高质的客户群体，高标准要求下产品质量快速提升，树立了良好的行业口碑，逐步

产生集群效应。根据 2019 年招股说明书，公司主要客户已包括辉瑞制药、葆婴、安琪酵母、Now Foods 等国内外知名客户，并合理规避了过度依赖单一客户的风险，2023 年客户 CR1/CR5 约 6.5%/22.8%，较 2016 年下降 9.9pct/12.3pct，但 CR1/CR5 收入规模年平均增长 8.9%/16.8%。

**4) 领先布局海外，协同加速增长。**公司是国内较早便开展全球化布局保健品代工厂商之一，2009 年通过美国 NPA-CGMP 认证，次年便正式成立美国营销公司，2008-2013 年连续六年实现中国保健品出口份额排名第一，随后陆续收购德国 Ayanda、美国 BF，持续健全完善全球供应体系。欧美地区营养保健品发展相对领先，在剂型、配方、功效方面拥有一定的创新，较早的海外布局帮助公司及时了解欧美等地的市场趋势、客户需求和前沿技术，进而反哺国内的技术创新、加强技术实力，除此之外，不同国家、地区在生产制造资源、采购资源、销售资源等方面都具有各自的优势，公司通过布局全球主要地区整合有效资源，持续强化自身竞争实力、加速业务发展。

**龙头优势凸显，仙乐份额提升可期。**公司在中美欧均设有生产基地和营销中心，在满足全球化业务布局、快速响应当地市场需求方面具备较强的优势。根据欧睿，尽管海外亦有当地营养健康食品制造商，但大多剂型或品类单一，且倾向于服务本土市场，例如欧美本土的 CAPTEK、Eurocaps 专注于软胶囊，VitaQuest 则专注于片剂生产。凭着丰富的剂型和配方储备，以及对全球主流市场的前瞻性布局，公司积累了高粘度的客户群体，在营养健康食品代工领域已占据相对较高的市场份额，根据仙乐内部研究，2023 年美国/中国/欧洲营养保健品代工规模为 94/35/37 亿美元，结合公司各地区收入测算得，2023 年公司在美洲/中国/欧洲代工市场的市占率约为 1.6%/7.6%/2.0%，在各地已处于头部地位，未来仍有较大的提升空间。

图 23：全球主要市场营养保健品代工规模与增速（2023-2026，亿美元）



数据来源：仙乐内部研究；  
此处亚太包含韩国、东南亚主要6个国家及澳新数据

资料来源：公司公告，华金证券研究所

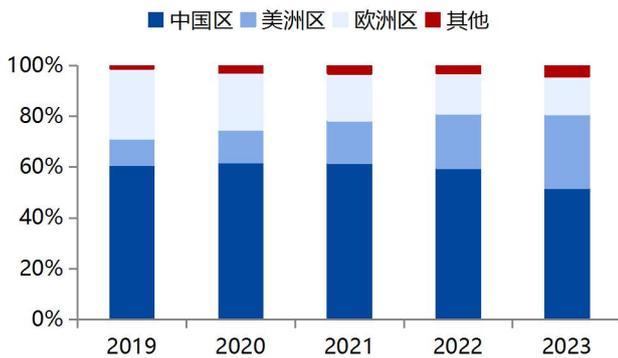
## 四、公司增长点：内生稳健积极进展，外延赋能持续向上

公司全球化布局，中国区为最大的销售市场，收入占比在 50-60%，其次为美洲，收入占比为 10-30%，再次为欧洲，占比为 15-30%。2016 年公司收购德国 Ayanda，欧洲区业务快速发展，2023 年公司再次收购美国 BF，美洲区业务有望迎来发展新阶段。

美洲区占比提升，欧洲、中国区下降。过去几年，海外增速超越国内、海外占比明显提升，其中美洲不断加强销售团队建设和客户开拓，叠加 BF 收购，收入持续高增，欧洲受疫情影响开工率不足，增速有所回落，去年才恢复较快增长，故而近年来美洲区占比提升，欧洲、中国区有所下降。

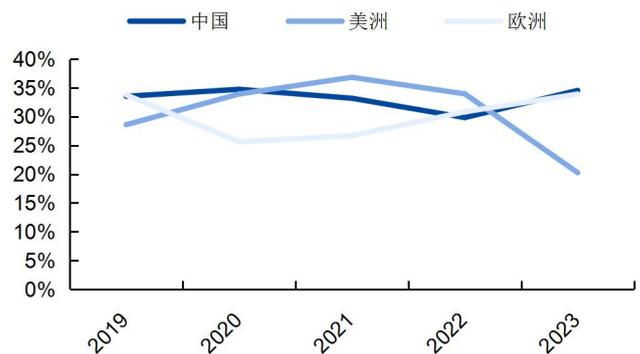
产品结构+原料价格变化，各地毛利率会有波动。不同产品毛利率不同，片剂、软糖毛利率约 45%，软胶囊、饮品约 26%，粉剂、硬胶囊约 20%左右。不同区域随产品销售结构变动，毛利率也会发生变化，叠加原材料价格波动，各区域间毛利率会有一定差异。

图 24：公司各区域占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25：公司各区域毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 下面我们分区来看公司情况：

- (1) 中国区：国内行业空间广阔，公司作为行业龙头，持续深耕全渠道推动份额提升。据我们测算，2023 年公司市场份额约为 7.6%，未来有望通过提升高价值客户口袋份额、主动对接高潜新锐品牌、发力跨境电商业务等方式持续扩大市场份额，实现较好增长。
- (2) 美洲区：短期来看，渠道库存消化基本结束，新产能投产贡献增量，公司订单拐点向上，中期来看，电商渠道新锐拓展迎合行业特点、软糖等剂型优势契合市场发展，业绩有望维持向好态势；长期来看，公司研发制造优势突出，份额有望稳步提升。
- (3) 欧洲区：各地发展尚不均衡，成熟区域迎来新品红利，薄弱区域有待加强覆盖，叠加内部销售团队升级赋能，该区域有望持续实现较快增长。
- (4) 亚太区：体量尚小，未来有望受益于东盟一体化和 RCEP，实现业务加速开拓。

## (一) 中国区：全渠道深入覆盖，份额有望持续提升

潜在市场需求旺盛，公司有望脱颖而出。根据欧睿数据，2023 年中国营养健康市场规模达到 363.7 亿元，同比增长 8.5%，预计 2023-2028 年 CAGR 为 7.8%。伴随着人口老龄化加剧、居民收入水平提高及疫后健康意识快速提升，国内消费者对营养健康食品的认知和购买需求有望持续增长，相较于美韩等成熟市场，国内人均营养健康消费额仍有较大的提升空间，此外，随着新一代养生需求崛起，营养保健食品逐步呈现多元化、精细化的发展态势，潜在市场机会吸引众

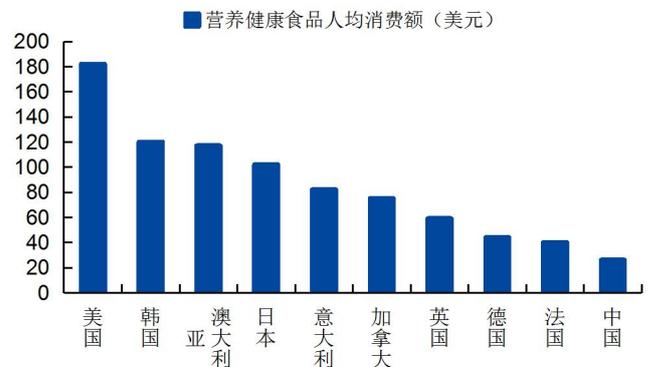
多企业涌入赛道、下游格局分散竞争激烈，公司作为中游代工厂商龙头，拥有多品类多剂型规模化供应能力，可快速满足下游市场需求，未来有望通过资源整合、扩大收入、投资并购等方式持续提升自身规模和能力，提高市场占有率、享受行业增长红利。

图 26: 中国营养健康食品市场规模



资料来源: 欧睿, 华金证券研究所

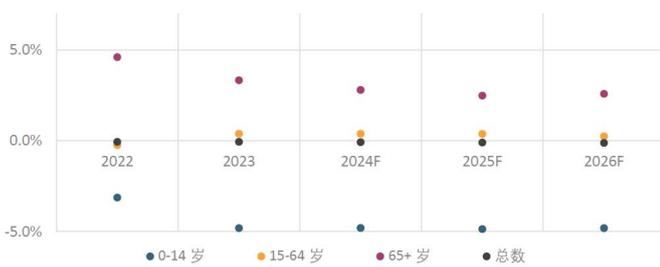
图 27: 2023 年全球主要市场营养健康食品人均消费额



资料来源: 欧睿, 华金证券研究所

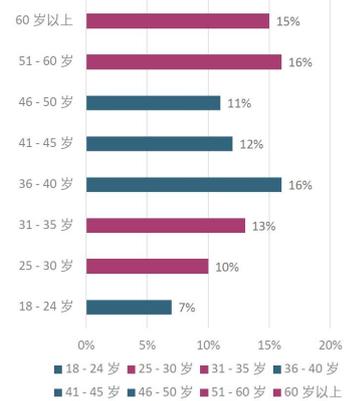
图 28: 中国 65+ 岁人口增速较高

中国人口同比增长率



资料来源: 欧睿, 华金证券研究所

图 29: 中国健康食品消费人群年龄分布



资料来源: 魔镜市场情报, 华金证券研究所

图 30: 中国营养健康食品行业品牌商 CR10 领先品牌市占率



资料来源: 欧睿, 华金证券研究所

图 31: 中国营养健康食品行业品牌商长尾品牌市占率



资料来源: 欧睿, 华金证券研究所 (注:长尾品牌指市占率低于 0.01% 的公司)

**全渠道拓展覆盖，多维度驱动增长。**中国市场渠道客户多元且分散，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超、食品和化妆品企业及社交电商等多种类型，公司采取全渠道发展战略多点布局，积累了丰富稳定的优质客户资源，并在此基础上持续推进渠道拓展，加强全国连锁大客户全覆盖，拓展中腰部地方连锁客户，提高药店渠道份额，打造蓝帽子之外的第二增长曲线，以及拓展现代渠道客户，启动美妆/母婴渠道业务，孵化便利店、零食量贩等新兴渠道业务，伴随着渠道的不断丰富和深入，公司收入来源有望持续增加。

**精耕高价值客户，拓展潜力新锐品牌。**对于公司来讲，高价值客户是一个多维度的评价体系，并不单纯看营收规模，也会考虑客户的品牌影响力、业务未来增长的前景、品牌定位或者产品定位是否与公司匹配。经过多年发展，公司积累了广泛的高价值客户群体，与 GSK、拜耳、玛氏、养生堂、无极限、Now Health Group、美乐家、安琪酵母、Queisser Pharma 等众多优秀企业建立深度合作关系，并持续突破重点项目，不断提升高价值客户口袋份额，2023 年公司新项目落地超过 300 个。此外，近年来线上也成为行业重要渠道之一，根据欧睿数据，2023 年中国营养健康食品线上渠道份额超过 50%，同比增长超 20%，直播电商强势崛起，持续保持高增长，低门槛的线上渠道为新品牌崛起提供了肥沃的土壤，公司密切关注市场动态，主动挖掘对接潜力客户，拓展新锐品牌亦逐步成为公司的重要增量之一。

图 32：中国营养健康食品渠道结构变化



资料来源：立鼎产业研究网，欧睿，华金证券研究所

**发力跨境电商，打造新增长点。**近年来中国跨境电商蓬勃发展，根据海关和欧睿披露，中国跨境电商进出口规模 5 年来增长近 10 倍，其中保健品增速较快，消费者对海外保健品需求增速显著高于整体保健品市场，跨境健康食品成为助推行业增长的“生力军”。在此背景下，公司随着全球化布局的逐步完善开始发力跨境电商业务，自 2016 年收购德国 Ayanda 软胶囊生产商，2023 年 1 月完成对美国营养补充剂制造商 BF 的收购，到 4 月与天猫国际合作的珠海保税工厂项目正式揭幕，公司已基本完成跨境链路的打通，从美国、德国生产到珠海区包装交付再到保税仓，为客户提供全球一站式供应链解决方案。依托跨境业务，公司可以将海外创新产品引入国内，带动国内产品升级、推动自身份额提升，长期有望形成新的增长点。

图 33: 公司全球业务布局



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

整体来看, 国内营养健康食品行业空间广阔, 目前尚处于发展初期, 市场竞争格局较为分散。公司采取全渠道发展战略, 一方面深化与现有优质客户的合作, 持续提升高价值客户口袋份额, 另一方面主动对接高潜新锐品牌、拓展增量, 并借助于全球化布局发力跨境电商业务, 除此之外, 公司亦积极推动其他渠道拓展, 如加强全国连锁大客户全覆盖, 拓展中腰部地方连锁客户, 提高药店渠道份额, 拓展现代渠道, 启动美妆/母婴渠道等。据我们测算, 2023 年公司中国区市场份额约为 7.6%, 随着各渠道的不断深入, 预计公司份额将会持续提升。

## (二) 美洲区: 去库结束拐点已至, 外延收购加速发展

渠道去库结束, 订单迎来回暖。美国保健品市场的主要销售渠道为药店、超市和大型零售商、健康食品商店、在线零售商等, 零售商占比较高。2022 年全球供应链混乱、原材料价格上涨, 部分客户担心断供加大订单, 美洲零售商普遍囤积较多库存, 2023 年持续处于消化库存状态, 截止 2024 年年初美洲区去库影响基本消除, 全年轻装上阵, 内生业务有望实现恢复性增长。

图 34: 2022 年原材料鱼油进口价格呈上涨趋势



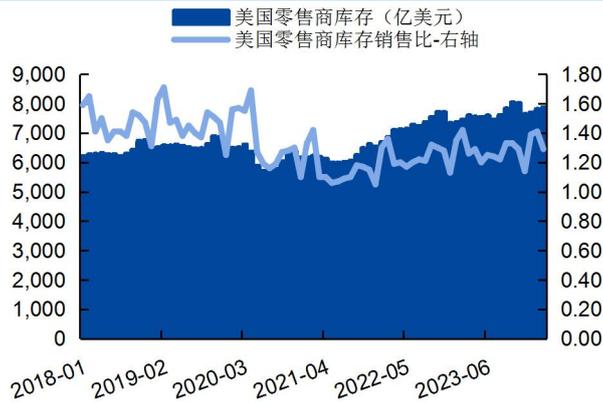
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 35: 2022 年原材料明胶进口价格维持较高位置



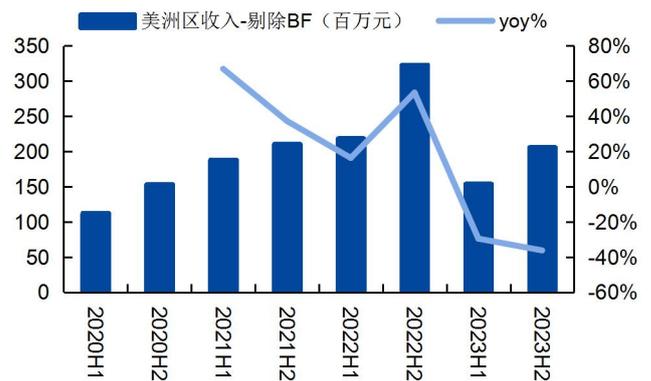
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 36: 2023 年美国零售商库存压力较大



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 37: 2023 年公司美洲区内生业务增速显著下滑

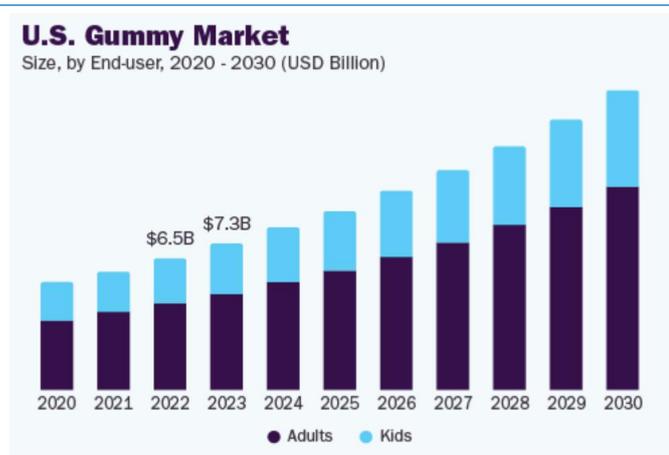


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

**社交电商崛起，发力高潜电商新锐。**近年来随着社交电商兴起，海外电商渠道增长显著，根据 NBJ 数据，2023 年美国营养健康食品电商渠道市场份额对比大流行前翻番，已超过 20%，预计未来三年仍将保持 9% 的高个位数增长。相较于国内电商，海外电商打法有所差异。海外电商品牌方、消费者和投资者表现更为理性，不会特别依赖流量，更注重通过产品创新推动业务增长，这一特点有助于充分放大公司的产品品质优势。公司亦顺应市场趋势，主动对接潜在客户，着力突破高潜电商新锐品牌订单，持续获得增量客户。

**软糖、多剂型营养包景气度佳，契合公司剂型优势。**根据 NBJ 报告，软糖剂型已成长为美国膳食补充剂市场第一大剂型，也将是未来主要增量剂型。Grand View Research 报告显示，2023 年美国软糖市场规模为 73 亿美元，预计 2024-2030 年 CAGR 为 10.8%。此外，多剂型营养包（含分类定制营养包和个人精准营养包）凭借“个性化功效+便利”成为传统剂型新的增长点，预计未来三年的年均增速将超 30%。一方面，公司软糖技术优势突出，早在 2021 年起，公司就与美国药典委员会（USP）就四个软糖各论进行建设，其采用专有技术生产的软糖可以做到营养含量高且味道好，同时又包含无糖、果胶、夹心等多种类型，另一方面，公司产品覆盖全剂型、配方营养丰富全面，可充分满足多剂型营养包需求，整体有望迎合美国市场趋势快速向上增长。

图 38: 2023 年美国软糖市场规模为 73 亿美元



资料来源: Grand View Research, 华金证券研究所

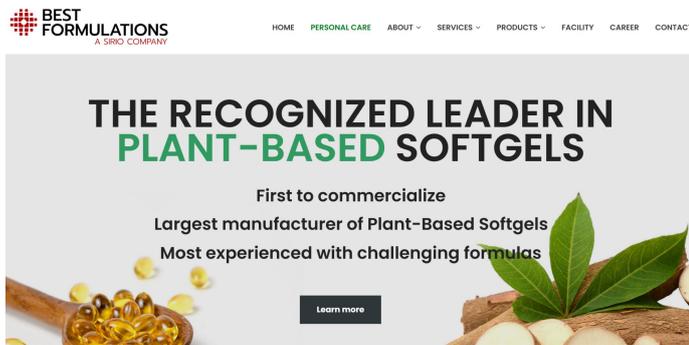
图 39: 公司与宝宝树联合推出的儿童分龄营养包产品



资料来源: 仙乐健康公众号, 华金证券研究所

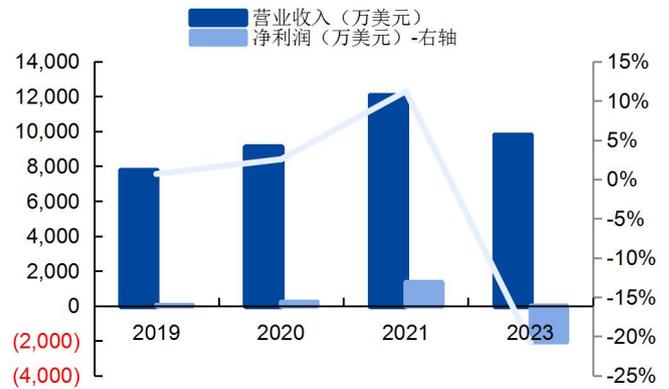
**外延收购强化布局, BF 盈利改善可期。**2023 年 1 月, 公司正式完成对 Best Formulations LLC (简称“BF”) 的股权收购, 取得约 71.41% 的股权。BF 是美国营养补充剂行业排名前三的合同研发生产组织 (CDMO) 企业, 主要生产销售维生素、矿物质、特殊产品及草本植物产品的多剂型营养补充剂, 能够覆盖绝大多数美国市场, 兼具产能规模优势和技术领先优势。2023 年, BF 传统保健品业务受美国客户去库存影响, 上半年收入显著下滑, 下半年迎来恢复性增长, 同时新业务中软糖和个护产线延误一个季度投产, 进一步导致 BF 亏损。**展望 2024 年**, BF 传统保健品业务去库存影响结束, 叠加收购整合后交叉销售贡献增量, 有望恢复快速增长, 同时新业务中软糖、个护产线陆续投产运营, 其中个护年产能约 8500 万瓶/年、23Q2 投产, 软糖首期产能 5.4 亿粒、23Q4 投产, 随着产能爬坡, 预计 25 年将带来较高贡献; 利润端, 公司有望复制推广前期收购整合 Ayanda 的经验, 持续开展各种降本增效项目, 同时伴随着收入体量扩大带来的规模效应增加, 预计 BF 盈利能力将逐步改善。除此之外, 公司还有望借助 BF 生产能力发展跨境客户, 赋能跨境电商业务。

图 40: BF 是美国知名的植物基软胶囊生产商



资料来源: BF 官网, 华金证券研究所

图 41: BF 经营情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (注: 2023 年采用转换汇率 1 美元=7 人民币)

表 5: 2023 年公司对于 BF 的整合进度

序号	整合计划	整合进展
1	制定多层次管控机制, 包含组建管理人委员会、制定授权矩阵等。	组建管理人委员会 (以下简称“管委会”), 制定授权体系和管控机制, 明确股东会、管委会和管理层的决策权限: 通过股东会、管委会和委派的管理层对 Best Formulations 的重大事项进行决策和执行管控。
2	对接财务体系(财务报表、管理报表、会计流程等)和 IT 系统, 防范经营风险。	规范 Best Formulations 的财务报表、管理报表, 与公司实现对接。
3	立足中美欧全球覆盖的交叉销售和全球大客户整合服务, 实现战略协同。	加强人员交流, 互派骨干人员进行日常管理、产品生产、技术研发、企业文化等方面的互动和相互支持。
4	开展双方技术交流及人员互派, 推进原物料集团采购和谈判, 实现降本增效。	整合公司与 Best Formulations 在美国的销售团队和研发团队; 推动交叉销售, 进一步拓展美国市场。 推动原料采购协同, 充分利用中国原料供应优势, 降低 Best Formulations 的成本。

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 6: 2021 年 BF 主要客户情况, 收购前 BF 与公司客户较少重叠, 后续交叉销售有望带动收入持续提升

客户名称	客户基本情况与主要品牌	合作年限
客户 1	国际知名保健产品专营线上零售商, SKU 超过 30,000 个, 覆盖 1,200 个品牌, 产品销往全球 185 个国家; 客户主营业务为零售业务, 是一家年营业额超过 15 亿美元的跨国企业。	14 年
客户 2	全球领先的个人护理品牌之一, 主要产品为精油等居家生活用品。该客户通过线下门店与电商网络将产品销往全球超过 100 个国家和地区, 拥有超过 900 万名顾客。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	10 年
客户 3	全球知名的天然配方营养补充剂和个人护理品牌, 业务遍及全球 19 个国家及地区。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	18 年
客户 4	北美知名保健营养品牌, 拥有超 100 年历史, 拥有超过 400 种畅销产品, 是纤维营养饮品的领导品牌, 产品销往全球超 60 个国家和地区。	27 年
客户 5	美国领导地位的天然营养品公司, 产品业务范围包括营养补充食品、个人护肤保养品等。客户市场主要分布在美国、墨西哥、加拿大、日本、马来西亚和中国等地区, 拥有百万级经销商及千万级产品用户。	2 年

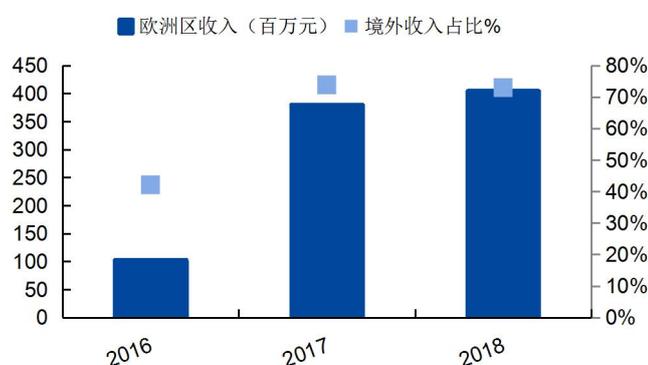
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

整体来看, 美洲区渠道库存消化基本结束, 公司内生业务订单迎来拐点, 叠加电商渠道新锐拓展迎合行业特点、软糖等剂型优势契合市场发展, 中长期有望维持向好态势; 去年 1 月公司完成 BF 收购, 伴随渠道去库结束及投后整合、交叉销售, BF 传统保健品业务已逐步恢复较快增长, 同时新业务软糖、个护产线陆续投产, 有望持续贡献增量。

### (三) 欧洲区: 团队升级赋能经营, 区域拓展加速增长

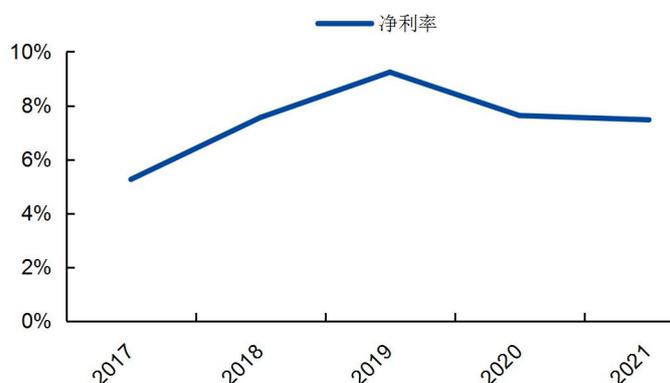
外延收购赋能, 夯实欧洲基础。2016 年, 公司收购了欧洲知名软胶囊生产商——德国 Ayanda, 收购后, 公司实现了欧洲市场的本地化生产制造、销售运输及售前售后服务, 并将 Ayanda 研发纳入到集团中, 利用其在欧洲的市场洞察反哺产品研发, 同时针对欧洲区域特点, 开发布局植物基软胶囊、益生菌软胶囊等本地创新产品, 更好地满足了欧洲客户对差异化产品的需求。此外, 公司还逐步将销售团队进行整合, 组建本地化的营销团队, 在 Ayanda 现有国家品牌和渠道大客户的基础上, 进一步开拓国际及区域大客户和高潜能电商新锐, 扩充客户资源。经过此次收购, 公司欧洲区收入快速增长, Ayanda 盈利能力也明显改善, 公司在欧洲市场的竞争力、影响力显著增强, 为进一步开拓欧洲市场业务打下了坚实的基础。

图 42: 收购前后公司欧洲区收入及境外占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

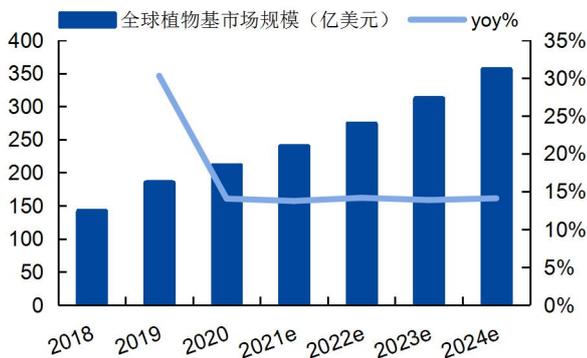
图 43: Ayanda 被收购后净利率显著提升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

**新品红利逐步显现，开拓创新助推增长。**欧洲营养保健品剂型较为传统，多以严肃剂型为主，但英国和北欧部分国家的休闲剂型如软糖近年来也迎来快速增长，有望驱动欧洲区加速发展。此外，受益于消费者环保健康意识不断提升，植物基、无添加、非转基因等相关产品热度逐步攀升。公司早在 2013 年便建立植物基软胶囊生产线，收购 Ayanda 后将布局进一步推进欧洲市场前端，发展至今积淀深厚，技术优势领先。24Q1 公司进一步官宣与帝斯曼-芬美意达成新一轮战略合作，此次合作有望共同推进植物基技术及原料的升级革新。随着行业红利逐步到来，公司加大产品创新力度，持续开拓植物基软胶囊、软糖、饮品业务，2023 年公司新品软糖数量快速增加，与此同时，2024 年欧洲区将新增包装生产线，助力缩短交付周期，有望赋能客户开拓、加速收入增长。

图 44：全球植物基市场规模



资料来源：仙乐健康公众号，头豹研究院，华金证券研究所

图 45：公司推出植物基胶体技术，具备耐热性更好等优势



资料来源：仙乐健康公众号，华金证券研究所

图 46：仙乐健康与帝斯曼-芬美意签署新一轮全球战略合作协议

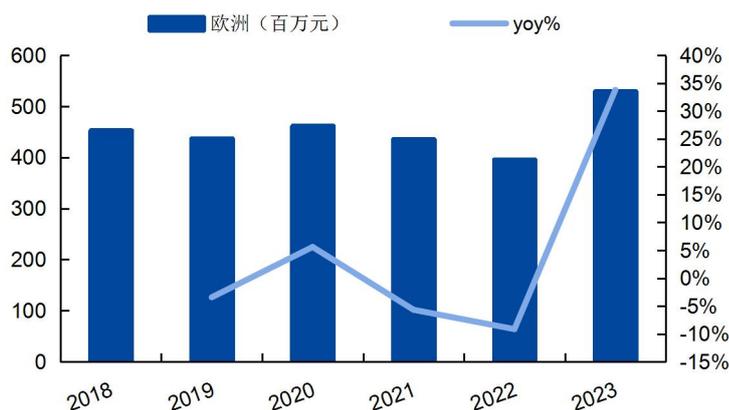


仙乐健康原料创新负责人甘聘博士、仙乐健康采购总监周庆果先生，以及帝斯曼-芬美意风味质构与健康事业部亲水胶体业务单元总裁Dino Asvaintra（马荣骏）先生等共同出席并见证签约仪式

资料来源：仙乐健康公众号，华金证券研究所

**销售团队升级进阶，区域拓展加强覆盖。**2022 年起公司逐步推进欧洲区大客户团队搭建和销售团队升级，更换区域事业部负责人、扩大团队人员数量，制定并启动大客户管理计划，突破欧洲主要品牌商业业务，增加大客户数量。由于工厂在德国，公司前期主要深耕西欧市场，2023 年起逐步加大中欧、东欧和中东等新兴市场覆盖，构建完善当地销售网络，提高本土化服务能力。伴随着销售团队的升级完善以及薄弱区域的开拓覆盖，欧洲区有望持续实现较快增长。

图 47：2023 年欧洲业务营收同比+33.78%，主要得益于欧洲业务拓展、订单增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

整体来看，公司前期通过收购德国工厂 **Ayanda** 实现了欧洲本土化生产服务的需求，为开拓欧洲市场打下了坚实基础，在此背景下公司持续完善产能建设、加强产品创新力度，伴随着近年来休闲剂型的逐步兴起，公司顺势开拓植物基软胶囊、软糖、饮品等业务，叠加销售团队升级赋能、薄弱区域加强覆盖，欧洲区有望持续实现较快增长。

#### （四）亚太区：加强客户开拓，东南亚潜能强劲

**韩澳新表现稳健，东南亚增速可观，电商渠道崛起。**亚太区主要指韩国、澳大利亚、新西兰和马来西亚、新加坡、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南等东南亚 6 国。根据欧睿数据，2023 年韩国、澳大利亚和新西兰营养健康食品市场规模超过 96 亿美元，同比增长超过 5%，其中电商渠道为韩国第一大渠道，占比达 40%、持续两位数增长，药店为澳新市场第一大渠道，占比 47%，但份额较疫情前明显下滑，电商为第二大渠道，并持续增长；东南亚市场方面，2023 年营养健康食品市场规模达到近 110 亿美元，受益于经济增长快、人口基础高、政府支持、疫情催化等因素影响，健康食品市场实现快速增长，预计未来三年将以 9% 的增速引领增长，渠道方面，线下零售渠道位于主导地位，占比超 60%，电商保持迅猛发展，持续保持两位数增长，兴趣电商等新模式也成为消费扩容、品牌培育的重要渠道。

**加强客户开拓，提升区域影响力。**公司亚太区业务目前体量较小，2023 年公司其他地区（主要指亚太区，含小部分中东、非洲）收入占比仅 4.4%，但得益于东盟一体化和 RCEP，该地区收入有望快速开拓。公司已初步建成业务团队，并完成对亚太区内高潜企业的扫描，制定了关键客户清单，随着后续重点客户合作逐步落地、区域影响力持续提升，公司亚太区收入有望快速增长。

### 五、盈利预测及可比估值

#### （一）盈利预测

短期分地区来看，中国潜在市场空间大，公司持续加强客户合作、开拓增量客户，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，后续有望迎来加速发展；美洲区渠道去库基本结束，24年内生订单有望迎来显著改善，叠加BF整合协同、交叉销售，以及新产线软糖、个护于23年起相继投产，有望加速释放增长潜能，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，营养保健食品市场空间广阔，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。预计**2024-2026年公司收入预计同比增长21.3%/16.5%/13.1%，毛利率分别为31.7%/32.7%/33.3%**：

- (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2024-2026年公司中国地区收入增速为14%/10%/8%，毛利率分别为35.0%/35.4%/35.7%。
- (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2024-2026年欧洲地区收入增速为18%/12%/10%，毛利率分别为35.0%/35.5%/35.8%。
- (3) 美洲地区：下游去库影响结束，Best Formulations整合协同、交叉销售，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2024-2026年美洲地区收入增速为26.9%/19.5%/14.2%，毛利率分别为24.0%/26.0%/27.0%。
- (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2024-2026年其他地区收入增速为80%/60%/40%，毛利率分别为36.0%/38.0%/39.0%。

表 7：公司业绩预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>中国地区</b>					
收入（百万元）	1,491.36	1,850.95	2110.08	2321.09	2506.78
yoy%	2.3%	24.1%	14%	10%	8%
毛利率	29.83%	34.55%	35.0%	35.4%	35.7%
<b>欧洲地区</b>					
收入（百万元）	395.52	529.11	624.35	699.27	769.20
yoy%	-9.2%	33.8%	18%	12%	10%
毛利率	30.83%	33.92%	35.00%	35.50%	35.80%
<b>美洲地区</b>					
收入（百万元）	540.90	1044.14	1324.89	1583.51	1808.75
yoy%		93.0%	26.9%	19.5%	14.2%
毛利率	33.95%	20.24%	24.0%	26.0%	27.0%
<b>其他地区</b>					
收入（百万元）	79.48	157.83	284.09	454.54	636.36
yoy%	2.8%	98.6%	80%	60%	40%
毛利率	39.40%	34.09%	36.0%	38.0%	39.0%
<b>公司整体</b>					
收入（百万元）	2507.26	3582.02	4343.41	5058.41	5721.09

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy%	5.8%	42.9%	21.3%	16.5%	13.1%
毛利率	31.18%	30.27%	31.7%	32.7%	33.3%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）可比估值

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（可为全球营养与健康领域的客户提供高品质的营养素产品和创新的解决方案）、科拓生物（益生菌领域领军企业）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 8：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			
			2023A	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
300146	汤臣倍健	230.46	17.46	18.88	21.23	23.61	15.97	12.21	10.86	9.76
688089	嘉必优	22.28	0.91	1.13	1.41	1.68	21.98	19.70	15.86	13.24
300858	科拓生物	38.79	0.93	1.28	1.75	2.48	42.18	30.41	22.19	15.66
	平均	-	6.44	7.10	8.13	9.26	26.71	20.77	16.30	12.88
300791	仙乐健康	59.46	2.81	4.02	5.00	6.01	18.90	14.80	11.89	9.90

资料来源：wind，华金证券研究所（注：可比公司数据来自 wind 一致预期，截止时间 2024 年 6 月 28 日）

## 六、风险提示

1. 市场需求不及预期：若市场需求低迷，公司销售收入可能会有所下滑。
2. 新品表现不及预期：若公司新品销售不佳，则可能面临业务拓展失败、盈利下滑的风险。
3. 原材料价格大幅上涨：若鱼油、明胶等原材料大幅上涨，则会给公司带来较大的成本压力。
4. 人民币汇率不利波动：公司部分业务以外币结算，若人民币持续升值，则可能会对公司盈利能力产生不利影响。
5. 市场竞争加剧：行业竞争加剧可能会导致公司售价下滑，进而导致公司净利率下滑。
6. 海外业务发展不及预期：公司海外业务占比较高，当前国际政治、经济环境较为复杂，一旦发生不利变化，公司海外业务可能会面临较大压力。

## 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	1905	2116	2245	<b>营业收入</b>	2507	3582	4343	5058	5721
现金	1502	534	541	369	557	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	3536	3773	3979	财务费用	7	52	16	10	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	1781	1894	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	19	18	15
其他非流动资产	301	1245	1285	1318	1344	<b>营业利润</b>	265	282	466	570	670
<b>资产总计</b>	4186	5196	5441	5888	6224	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	470	751	838	1013	1017	营业外支出	14	10	10	11	11
短期借款	0	0	0	0	0	<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	456	499	527	<b>税后利润</b>	212	240	386	475	563
<b>非流动负债</b>	1015	1878	1851	1793	1706	少数股东损益	0	-41	-16	-25	-37
长期借款	908	1049	1021	964	876	<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	690	837	978
<b>负债合计</b>	1484	2630	2689	2806	2723	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	176	160	135	97	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	180	182	236	236	236	<b>成长能力</b>					
资本公积	1048	548	493	493	493	营业收入(%)	5.8	42.9	21.3	16.5	13.1
留存收益	1278	1496	1728	1999	2303	营业利润(%)	-8.5	6.4	65.2	22.4	17.5
归属母公司股东权益	2702	2390	2592	2948	3403	归属于母公司净利润(%)	-8.4	32.4	43.0	24.5	20.1
<b>负债和股东权益</b>	4186	5196	5441	5888	6224	<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	14.0	15.4	16.1
						ROIC(%)	6.1	6.7	8.8	10.1	11.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	35.5	50.6	49.4	47.7	43.8
						流动比率	5.2	2.6	2.3	2.1	2.2
						速动比率	4.4	1.8	1.7	1.4	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9	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	28.0	21.2	14.8	11.9	9.9
						P/B	2.4	2.7	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	13.6	13.2	10.6	8.9	7.3

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)