

仙乐健康（300791）

保健品 CDMO 龙头，扬帆出海、砥砺前行 买入（首次）

2024 年 07 月 01 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

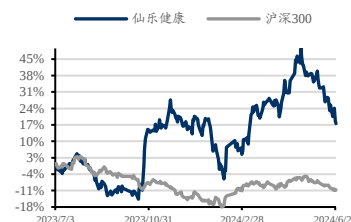
luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2507	3582	4346	5010	5661
同比（%）	5.84	42.87	21.33	15.28	12.98
归母净利润（百万元）	212.29	281.04	401.77	476.93	586.53
同比（%）	(8.43)	32.39	42.96	18.71	22.98
EPS-最新摊薄（元/股）	0.90	1.19	1.70	2.02	2.49
P/E（现价&最新摊薄）	28.01	21.16	14.80	12.47	10.14

投资要点

- **保健品 CDMO 龙头企业，多剂型布局拓展海外市场。**仙乐健康是全球领先的营养健康食品合同研发生产商，致力于为全球营养健康食品行业的客户提供全链式解决方案。公司前身广东仙乐制药成立于 1993 年，2000 年公司转型开展保健品代工业务，在行业深耕三十余年。2016 年、2023 年公司先后完成对德国 Ayanda 和美国 Best Formulations 的收购，为海外布局增添虎翼。创始人林培青、陈琼夫妇系公司实控人，同时分别任职总经理、副总裁，其余核心高管均出身于药企。公司股权结构稳定，管理层经验积累足。
- **健康意识提升带动保健品扩容，C 端品牌分散格局下，代工企业大有可为。**全球保健品行业规模超 2 万亿元，中国市场接近 4000 亿元，增速领先，2018-2023 年 CAGR 达到 6.9%。近年，保健品“零食化”催生功能性食品新需求，带来行业新增量。随着居民健康意识提升，人均保健品消费额有望持续增长。随着居民健康意识持续提升，老龄化+养生年轻化共同驱动保健品行业持续增长。对比海外，国内保健品人均消费提升空间大。2023 年中国香港的保健品人均消费额系国内的 3.85 倍。保健品格局分散，注册备案双轨制的推行+电商的快速发展降低企业准入门槛，长尾品牌机遇多。代工企业专业性强，生产端具备规模效应，能高效助力长尾品牌进入市场，未来大有可为。
- **研发、生产积累足，外延并购助力全球化。**1) **研发优势：研发积累足、能力强。**公司获取批文数量在行业内领先，在海外获得多项权威认证，研发实力强。从研发团队和投入上，仙乐药企出身，研发积淀足，公司研发团队博士人数多、研发投入大，研发实力不断增强。从研发中心布局上，公司在中美欧建立五大研发中心，对客户响应速度快。2) **生产供应链优势：剂型全覆盖、供应链能力强。**公司覆盖剂型全面，在中美欧布局七大生产研发基地，软糖等创新剂型产能逐渐释放，带动新增长。3) **客户优势：大客户粘性强，拓客效率高。**多年深耕积累大客户背书，优质服务客户粘性强，同时在大客户背书下，公司开拓中小客户效率高。4) **内生增长+外延并购推动全球化布局。**公司收购 Ayanda 和 BF 后，高效协同开拓海外市场，2023 年美洲下游去库存结束，2024 年需求恢复，美洲区域收入明显恢复。
- **盈利预测与投资评级：**仙乐健康是保健品 CDMO 龙头企业，美洲去库阶段结束后需求恢复，中长期公司研发、生产端优势积累足，龙头地位有望持续提升。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 43.5/50.1/56.6 亿元，分别同比增长 21%/15%/13%，预计归母净利润 4.02/4.77/5.87 亿元，分别同比增长 43%/19%/23%，EPS 分别为 1.7/2.02/2.49 元，对应 PE 分别为 15x、12x、10x，公司 2024 年对应 PEG 为 0.4，公司今年美洲区客户需求恢复，BF 有望实现盈利，收入利润向好，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，产能投放和消化不及预期风险，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.20
一年最低/最高价	24.24/43.38
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	4,901.09
总市值(百万元)	5,946.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.20
资产负债率(%，LF)	49.72
总股本(百万股)	235.96
流通 A 股(百万股)	194.49

相关研究

内容目录

1. 保健品 CDMO 龙头企业，多剂型布局拓展海外市场	5
1.1. 药厂转型保健品 CDMO，中美欧三地协同布局	5
1.2. 股权结构稳定，员工激励显信心	5
1.3. 营收稳健增长，出海势头高歌猛进	7
2. 保健品蓝海市场，健康意识提升带动行业扩容	9
2.1. 行业空间：全球保健品市场广阔，功能性食品贡献新增长	9
2.2. 驱动力：健康意识提升，老龄化+养生年轻化共同驱动	13
2.3. 格局与特点：保健品格局分散，代工模式大有可为	14
3. 研发、生产积累足，外延并购助力全球化	16
3.1. 研发积累足，强研发筑牢发展之基	16
3.2. 剂型全覆盖，创新剂型产能释放新增长	20
3.3. 聚焦合同研发生产模式，大客户粘性强	21
3.4. 内生增长+外延并购推动全球化布局，扬帆出海正当时	22
3.4.1. 美洲：收购 BF 协同效应强，长期增长空间广阔	22
3.4.2. 欧洲：布局稳健，销售团队升级打造亮眼增速	23
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	仙乐健康发展历程.....	5
图 2:	仙乐健康股权结构（截至 2024Q1 末）.....	6
图 3:	仙乐健康主要高管概览.....	6
图 4:	仙乐健康 2023 年股权激励计划.....	7
图 5:	2012-2023 年仙乐健康营收及 yoy	7
图 6:	2012-2023 年仙乐健康归母净利润及 yoy	7
图 7:	2018-2023 年各产品剂型收入占比	8
图 8:	2018-2023 年各产品剂型收入 yoy	8
图 9:	2016-2023 年各产品剂型毛利率	8
图 10:	2018-2023 年各地区收入占比	9
图 11:	2014-2023 年中国保健品市场规模及 yoy	11
图 12:	2014-2023 年全球保健品市场规模及 yoy	11
图 13:	2014-2023 年主要国家/地区保健品市场规模及 yoy	11
图 14:	2018-2023 年主要国家/地区保健品市场规模 CAGR.....	12
图 15:	2023 年主要国家/地区保健品人均消费额（美元）	12
图 16:	2018-2023 年全球功能性软糖规模及 yoy	12
图 17:	2013-2023 年中国居民人均消费支出 CAGR.....	13
图 18:	2000-2023 年中国人口结构变化	13
图 19:	2020 年中国功能性食品各年龄段消费占比.....	14
图 20:	2023 年中国保健品格局.....	14
图 21:	2009-2023 年中国保健品销售渠道占比（单位：%）	15
图 22:	2023 年中国食品类线下线上渠道占比对比（单位：%）	15
图 23:	注册备案双轨制介绍.....	16
图 24:	主要保健品代工企业介绍.....	16
图 25:	主要保健品代工企业注册、备案证书数量.....	17
图 26:	仙乐健康通过的资质认证.....	17
图 27:	保健品企业研发费用及收入占比.....	18
图 28:	公司与上下游头部企业合作打造新品.....	19
图 29:	公司全球研发中心及生产基地布局情况.....	19
图 30:	仙乐健康产品剂型.....	20
图 31:	2018-2023 年主要剂型产能情况	20
图 32:	2019-2023 年公司主要剂型产能利用率情况	21
图 33:	公司主要销售模式为合同研发生产模式.....	21
图 34:	2019H1 公司五大客户	22
图 35:	公司国内外主要客户展示.....	22
图 36:	公司美洲市场收入情况.....	23
图 37:	公司收购 BF 后积极推进整合协同	23
图 38:	公司欧洲市场收入情况.....	24
图 39:	公司欧洲市场毛利率变化.....	24
图 40:	仙乐健康营业收入拆分预测.....	25

表 1: 主要保健品企业研发人员构成..... 18

表 2: 可比公司估值对比（估值日 2024/6/28） 25

1. 保健品 CDMO 龙头企业，多剂型布局拓展海外市场

1.1. 药厂转型保健品 CDMO，中美欧三地协同布局

1993-1999 年：制药起家，不断积累实力。1993 年，仙乐健康前身广东仙乐制药有限公司成立，开始生产软胶囊；1999 年，仙乐第一批鱼油软胶囊顺利投产。

2000-2006 年：转型代工，进入营养保健食品 CDMO 赛道。2000 年，仙乐健康开始关注新领域,布局保健食品代工业务；2002 年，获得（出口）卫生注册证书，启动出口业务；2003 年，通过药品 GMP 认证，通过保健食品 GMP 认证。

2007 年-2016 年：创新驱动，丰富剂型，提高品牌知名度与公信力。2007 年，公司建立汕头黄山路第二工厂，营养软糖、固体制剂车间顺利投产，具备了多剂型合同生产能力；2010 年，汕头泰山路全新的现代化厂区建成投产，启用新 VI，进行品牌升级，同时成为中国少数通过美国 NPA-GMP 认证的营养保健食品生产企业之一。

2016 年至今：不断增加产能，拓展海外市场。2016 年，全资收购德国 Ayanda GmbH，出让千林品牌予辉瑞制药并与其达成战略合作关系；2023 年初公司完成收购北美领先的营养健康食品 CDMO 公司 Best Formulations（简称 BF）71.41%股权，完善中美欧三大生产基地及全球供应链布局。

图1：仙乐健康发展历程

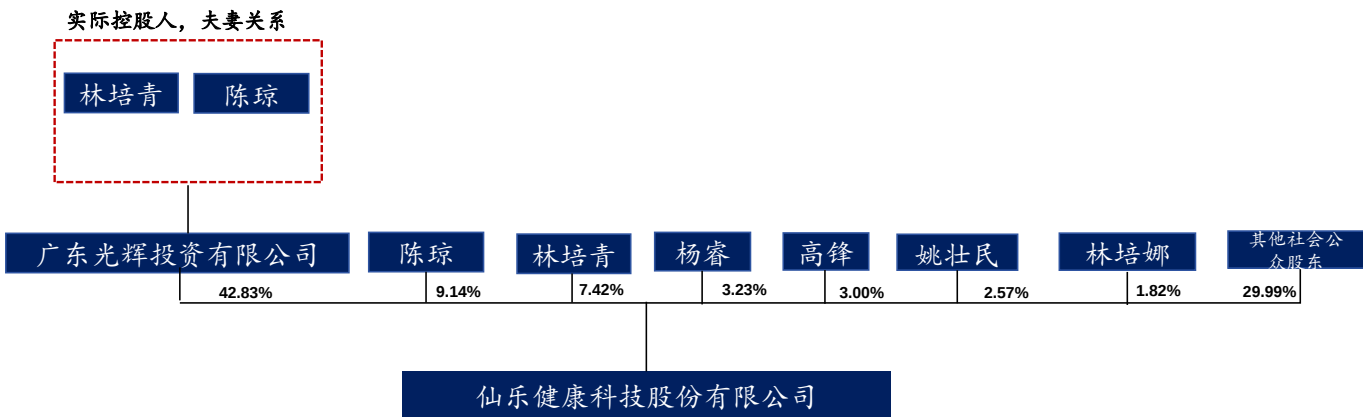


数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，员工激励显信心

创始人为公司实控人，公司股权结构稳定。截至 2024Q1 末，公司实际控制人为林培青、陈琼夫妇合计直接持股公司 16.56%股份，并通过广东光辉投资有限公司间接持有公司股份，公司股权结构集中且稳定。

图2：仙乐健康股权结构（截至 2024Q1 末）



数据来源：公司公告、天眼查、东吴证券研究所

仙乐健康高管经验丰富，激励充足与员工深度绑定。公司多位高管具备医药企业背景，董事长林培青先生曾任汕头金石制药总厂副厂长，副总裁陈琼女士曾任鮑滨制药厂研究所制剂研究员，副总裁姚壮民先生曾任汕头金石制药总厂销售经理。2020 年公司推出股权激励计划绑定员工与公司利益，2023 年推出新一轮股权激励和员工持股计划，其中激励对象包括公司高级管理人员、管理人员、核心技术/业务人员共计 76 人，考核 2023-2026 年收入复合增速目标为 15.8%；员工持股计划参加人数预计不超过 18 人，为在公司或子公司任职的对公司整体业绩和发展具有重要作用的公司核心人员，包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、管理人员和核心技术（业务）人员等，考核净利润。双激励计划充分调动公司核心人才积极性，提振公司发展信心，促进公司进一步发展壮大。

图3：仙乐健康主要高管概览

姓名	职务	学历	出生年份	简介
林培青	总经理	硕士	1965	曾任汕头金石制药总厂副厂长,仙乐有限董事长,总经理,现任仙乐健康董事长,总经理,广东光辉执行董事,上海盛瑞投资有限公司董事长。
陈琼	副总经理	硕士	1966	曾任鮑滨化学药业总公司鮑滨制药厂研究所制剂研究员,汕头明治医药有限公司品质管理课长,仙乐有限董事,副总经理,现任仙乐健康董事,副总经理,上海盛瑞投资有限公司董事,上海轩锋投资有限公司监事,上海轩宏投资有限公司监事。
郑丽群	副总经理	本科	1971	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任,2002年2月加入公司,历任公司财务部经理,现任公司财务总监,董事会秘书。
夏凡	财务负责人	硕士	1983	毕业于上海财经大学,曾任联合利华食品北亚区财务总监,赛默飞世尔中国业务财务总监,现任仙乐健康财务总监。
郑丽群	董事会秘书	本科	1971	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任,2002年2月加入公司,历任公司财务部经理,现任公司财务总监,董事会秘书。
姚壮民	总经理助理	硕士	1970	曾任汕头金石制药总厂销售经理,广东千林健康产业有限公司董事,总经理,现任仙乐健康董事,维乐维执行董事兼总经理,上海盛瑞投资有限公司董事,广东仟佰执行董事兼总经理,宁波昌达股权投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人,宁波巨丰股权投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：仙乐健康 2023 年股权激励计划

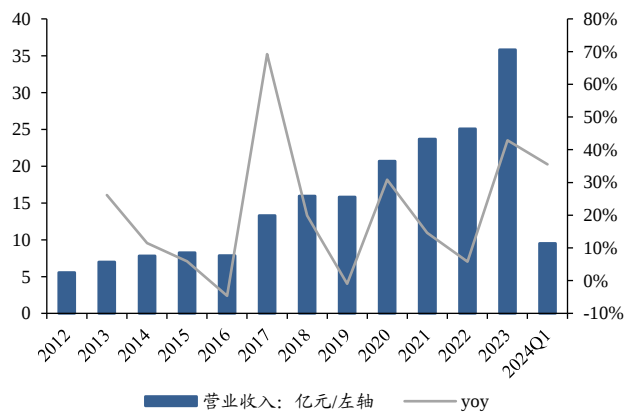
姓名	职务	国籍	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予日的股本比例	激励方案及业绩考核条件
郑丽群	副总经理、董事 会秘书	中国	4	0.02%	拟授予89名激励对象 130.9 万股限制性股票，授予价格为12.71元/股。
夏凡	财务负责人	中国	2	0.01%	
Sara Lesina	欧洲事业部总经理	比利时	2.4	0.01%	考核条件（以2023年营业收入为基数）： 首次授予的限制性股票及在 2024 年第三季度报告披露前预留授予的限制性股票： 第一个解除限售期：2024 年营业收入不低于43.12亿元，即比2023年增长率不低于20%； 第二个解除限售期：2025 年营业收入不低于49.27亿元，比2023年增长率不低于38%； 第三个解除限售期：2026 年营业收入不低于55.66亿元，比2023年增长率不低于55%； 3年收入复合增速不低于15.83%
管理人员及核心技术(业务)人员 (共 64人)			98.1	0.54%	
预留部分：管理人员及核心技术（业务） 人员（共22人）			24.4	0.13%	
合计			130.9	0.71%	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 营收稳健增长，出海势头高歌猛进

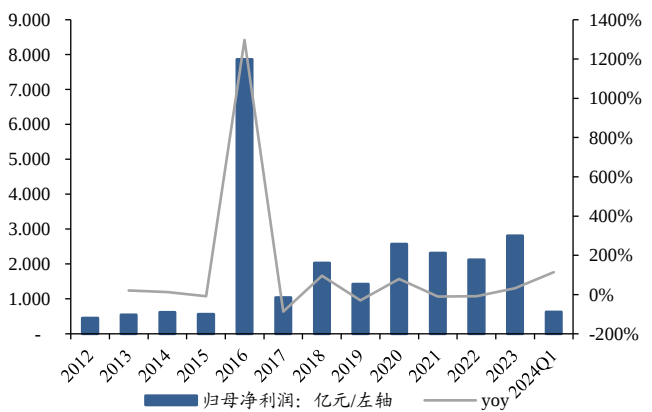
公司营收规模快速扩张，疫后业绩增长动能更强。2023 年全年公司实现营收 35.82 亿元，同比+42.87%，2017-2023 年收入 CAGR 为 18%；2023 年公司实现归母净利润 2.81 亿元，同比+32.39%，2017-2023 年归母净利润 CAGR 为 18%。收入端，2017 年因并表 2016 年收购的德国 Ayanda 公司收入大幅增长；2019 年受“权健事件”影响，收入下滑；2022 年因疫情影响下游需求，叠加欧洲市场开工率下降，收入增长承压；2023 年因并表 BF 收入大幅提升。利润端，2016 年归母净利润陡增主因出售广东千林 100%股权确认投资收益导致；2019 年因收入承压，同时公司新产能投产产能利用率较低导致利润下滑；2021-2022 年受疫情影响，收入端增长乏力导致利润承压；2023 年随着外部环境改善，内生业务利润大幅修复带动利润增长。

图5：2012-2023 年仙乐健康营收及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

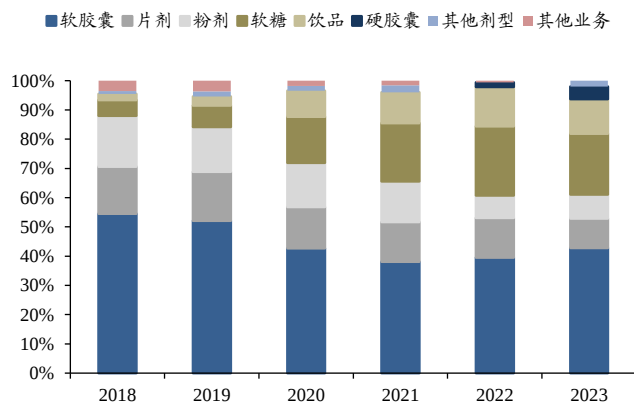
图6：2012-2023 年仙乐健康归母净利润及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

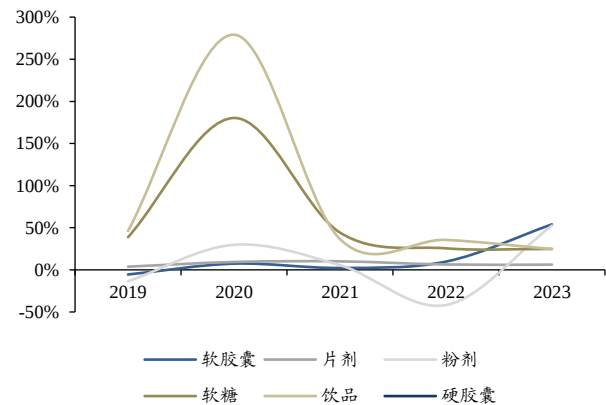
近年软糖、功能性饮品剂型快速增长。公司产品剂型丰富，可满足各场景、各年龄层的需求与使用场景，包括软胶囊、营养软糖、饮品三大核心剂型以及片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、萃优酪®凝胶软片、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球等创新剂型。不同剂型可满足儿童、中老年人、女性等特定群体的需求。软胶囊系公司核心剂型之一，占收入比重最大，保持稳健增长，2023 年收入占比 42.6%，2018-2023 年收入 CAGR 为 12%。软糖、功能饮品剂型近年在国内和美洲地区随着保健品休闲零食化趋势需求崛起，公司顺应需求布局，收入快速增长，2018-2023 年软糖、功能性饮品收入占比分别从 5.3%、2.1%提升至 20.6%、11.8%，2018-2023 年收入 CAGR 分别为 54%、66%。

图7：2018-2023 年各产品剂型收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

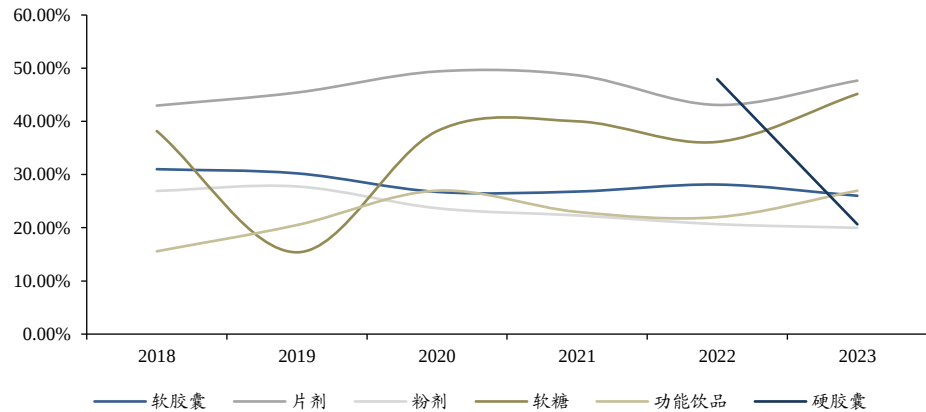
图8：2018-2023 年各产品剂型收入 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

剂型毛利率与产能利用率、核心技术能力要求有关，片剂、软糖剂型毛利率较高。软糖因对技术要求较高，且公司产能布局领先，创新能力强，毛利率较高，2023 年达到 45.2%。片剂因公司有较多蓝帽子储备，产品配方、功效好，对下游客户议价能力整体更强，因此毛利率较高，保持在 40%以上，2023 年毛利率达到 47.7%。其余剂型毛利率整体稳定。

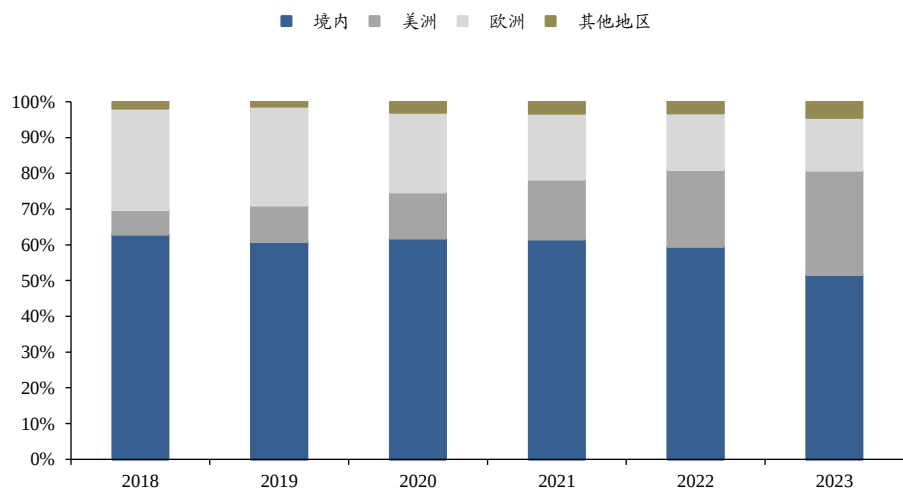
图9：2016-2023 年各产品剂型毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司全球化战略稳步推进，美洲地区增速最快。公司近年不断拓宽海外市场，与欧洲、美洲诸多著名企业建立了战略合作关系。2023 年全年，美洲、欧洲区域营收占比达 29.15%、14.7%，维生素软糖、软胶囊行业在北美市场中发展较好，公司通过研发创新驱动不断加深与北美头部品牌客户的合作关系，美洲市场总体表现出色，2023 年收购北美公司 BF 后，美洲市场再夯实，2018 年-2023 年公司在美洲地区占比自 6.9% 提升了 22.2pct 至 29.15%，5 年收入 CAGR 达到 57%。

图10：2018-2023 年各地区收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

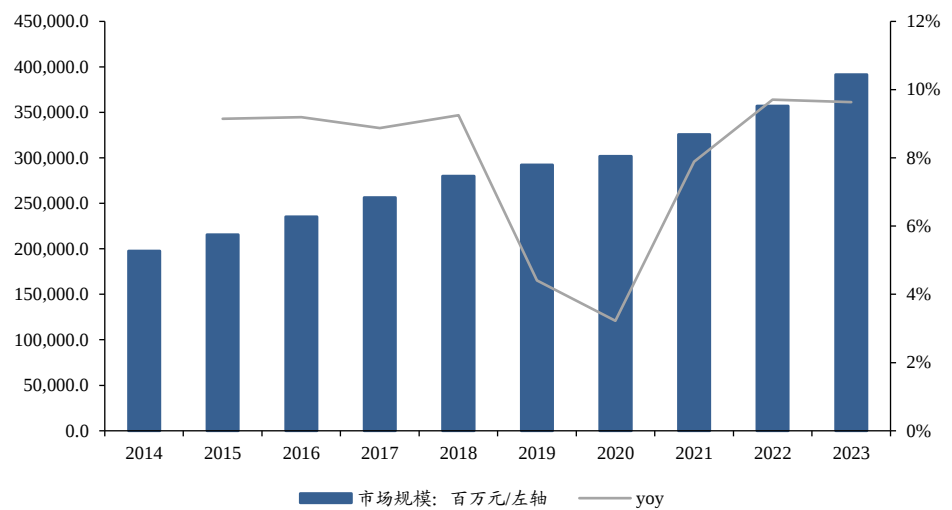
2. 保健品蓝海市场，健康意识提升带动行业扩容

2.1. 行业空间：全球保健品市场广阔，功能性食品贡献新增长

中国保健品市场接近 4000 亿元，国民健康意识提升推动行业稳定增长。欧睿数据显示中国保健品市场规模持续增长，2023 年达 3915 亿元，2014 至 2023 年 CAGR 为 7.9%。行业历经近 40 年发展，从无序发展到监管逐步完善，包括 1995 年实行注册管理制度、

2015 年将保健食品纳入特殊食品进行严格管理、2016 年推行注册备案双轨制。2018 年权健事件后，行业开展整治行动，监管力度加大——国家市场监督管理总局等 13 部门联合展开整治保健食品市场的“百日行动”。受政策影响，市场在 1 年多时间内紧缩，进入调整期，并于 2019 年重新步入良性发展轨道，近两年增速回升。

图11: 2014-2023 年中国保健品市场规模及 yoy

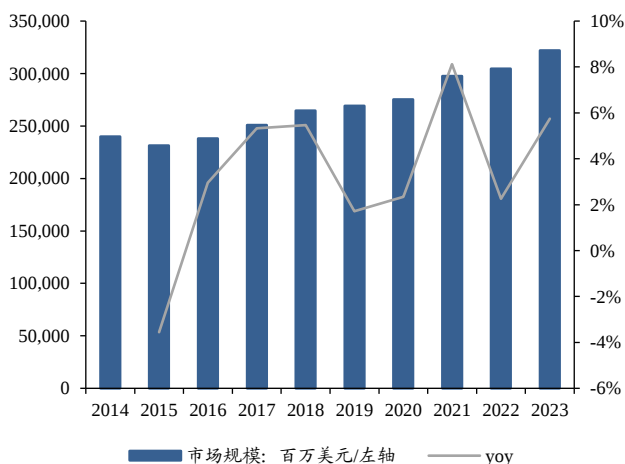


数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

全球保健品行业规模超 2 万亿元，美国市场更大，中国市场增速更快。欧睿数据显示 2023 年全球保健品市场规模达 3218 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达到 4%。美国作为全球最大的保健品市场，拥有庞大且稳定的消费群体，2023 年市场规模达到 940 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达到 1.9%；中国市场以 571 亿美元规模位列第二，增速领先，2018-2023 年 CAGR 达到 6.9%，增速快于美国、英国、日本等国家与地区。

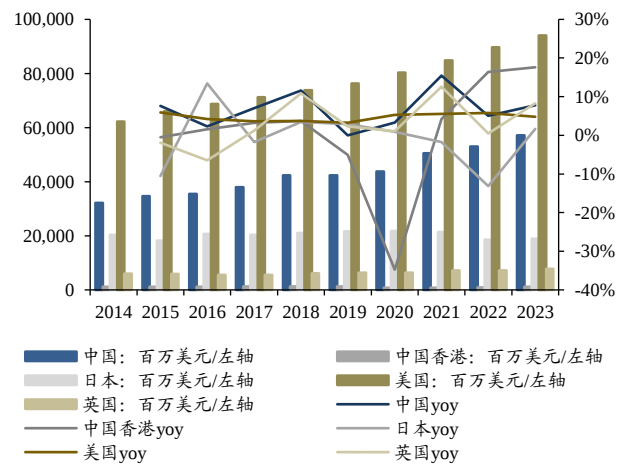
对比海外，国内保健品人均消费提升空间大。根据欧睿数据，2023 年国内保健品人均消费额为 40.5 美元，远低于美国、日本等发达国家，以消费习惯类似的地区为例，2023 年中国香港的保健品人均消费额系国内的 3.85 倍。随着居民健康意识提升，人均保健品消费额有望持续增长。

图12: 2014-2023 年全球保健品市场规模及 yoy



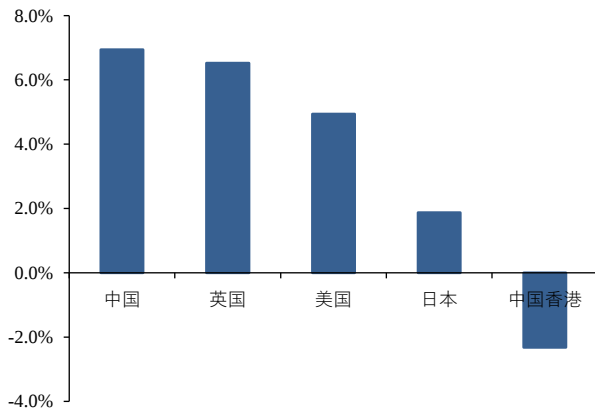
数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

图13: 2014-2023 年主要国家/地区保健品市场规模及 yoy



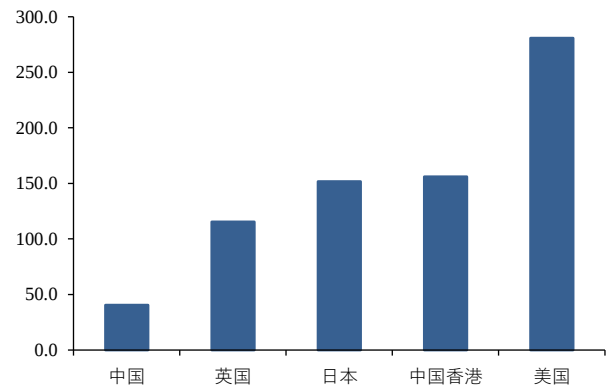
数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

图14: 2018-2023 年主要国家/地区保健品市场规模 CAGR



数据来源: 欧睿数据库、东吴证券研究所

图15: 2023 年主要国家/地区保健品人均消费额 (美元)

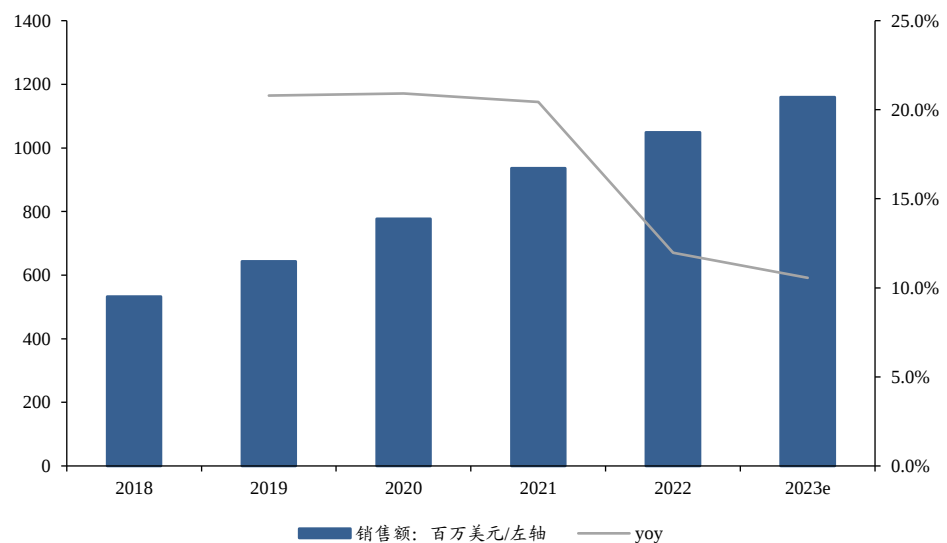


数据来源: 欧睿数据库、东吴证券研究所

保健品“零食化”催生功能性食品新需求, 功能性软糖成为快速崛起的新增量品类。

近年来, 随着消费者健康意识的提升, 健康营养食品成为了新的风口。软糖营养剂型以其精致、软萌的外观吸引着不同年龄阶段的消费者。更重要的是软糖可以为消费者提供多场景、随时随地皆可补充营养的便捷性, 是健康营养食品领域的明星品类。功能性软糖通常含有各种维生素、DHA、Omega-3、益生菌、矿物质和其他功能活性物质。根据QYR (恒州博智) 的统计及预测, 2023 年全球功能性软糖市场销售额达到了 11.59 亿美元, 2018-2023 年 CAGR 为 16.8%。

图16: 2018-2023 年全球功能性软糖规模及 yoy

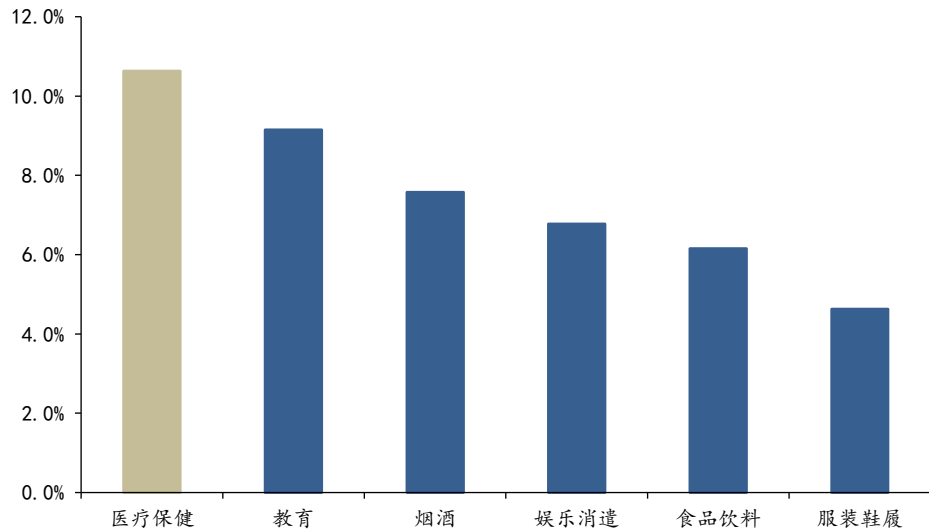


数据来源: QYR、东吴证券研究所

2.2. 驱动力：健康意识提升，老龄化+养生年轻化共同驱动

国内居民健康意识增强，保健食品和功能性食品需求提升。疫情后，居民对健康免疫重视度有所提升。根据欧睿数据，我国居民人均消费支出项中，医疗保健类消费支出增速最快，2013-2023 年 CAGR 达到 10.6%。

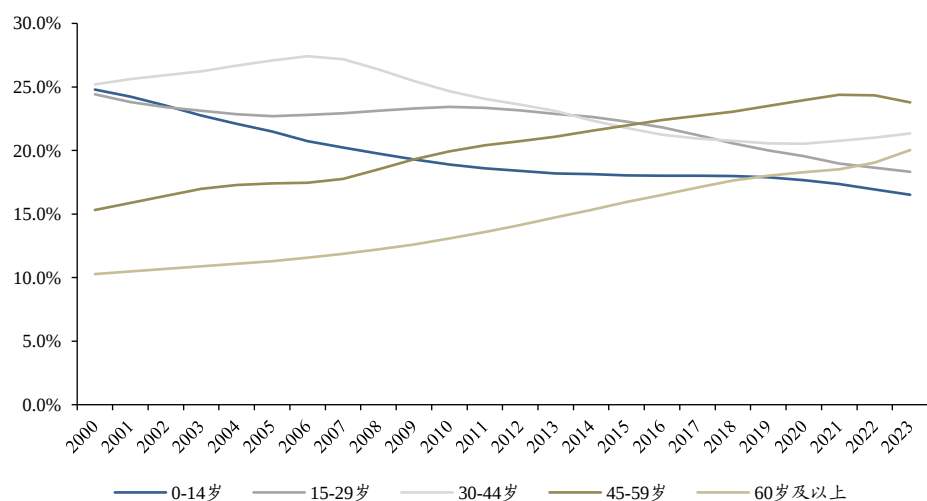
图17：2013-2023 年中国居民人均消费支出 CAGR



数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

中国老龄化程度加深，保健品主力消费群体扩大。根据国家统计局数据，2023 年国内 60 岁以上人口达到 2.82 亿，占比从 2000 年的 10.3% 提升 9.7pct 到 20.0%；45-59 岁人口数量达到 3.36 亿，占比长期持续提升至 23.8%。随着我国人口老龄化的加深，以及中年群体保健意识的加强，对健康的需求持续增长，驱动保健品市场扩容。

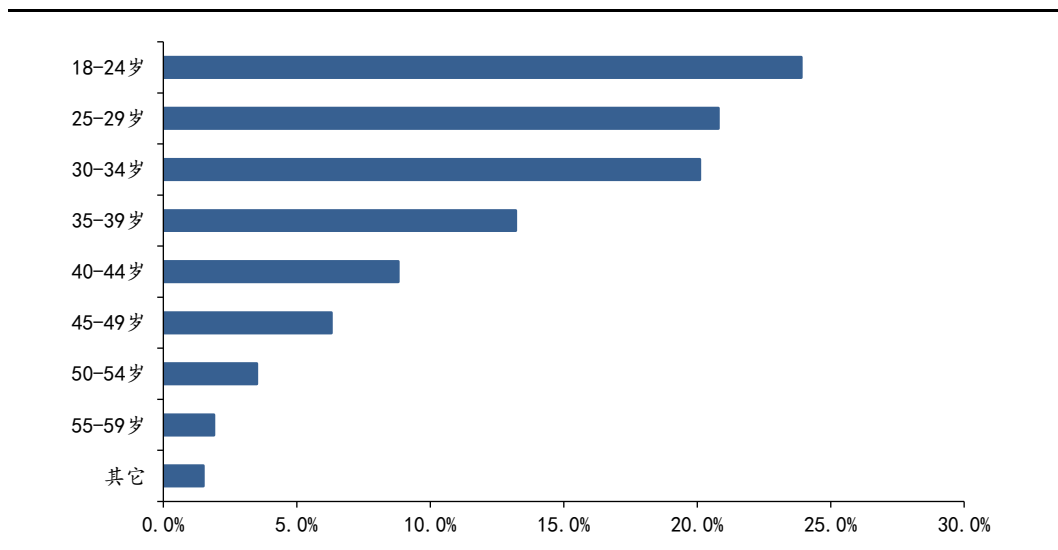
图18：2000-2023 年中国人口结构变化



数据来源：欧睿数据库、国家统计局、东吴证券研究所

养生意识年轻化，推动保健品零食化趋势，驱动功能性食品市场增长。当代年轻人养生意识空前上涨，针对熬夜、补脑、健胃等年轻化生活场景需求存在广阔空间，养生产品零食化趋势明显。近年来，90后、95后已成为线上购买滋补营养品的中坚力量。2022年新华网发布的《Z世代营养消费趋势报告》显示，18—35岁年轻人养生热情高涨，甚至超越中老年人，成为养生市场的主力军，在养生消费人群中占比高达83.7%。艾瑞咨询报告显示年轻人更偏爱轻松的养生方式，2020年18-34岁消费者占功能零食消费群体比例为64.8%，催生功能细分及零食态的功能性食品兴起。

图19：2020年中国功能性食品各年龄段消费占比

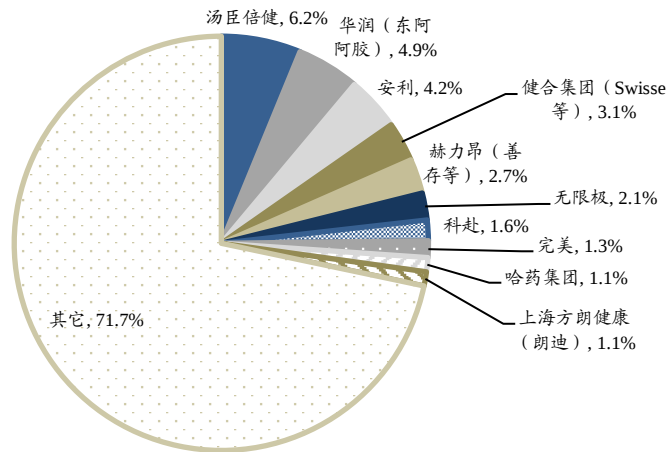


数据来源：艾瑞咨询报告、东吴证券研究所

2.3. 格局与特点：保健品格局分散，代工模式大有可为

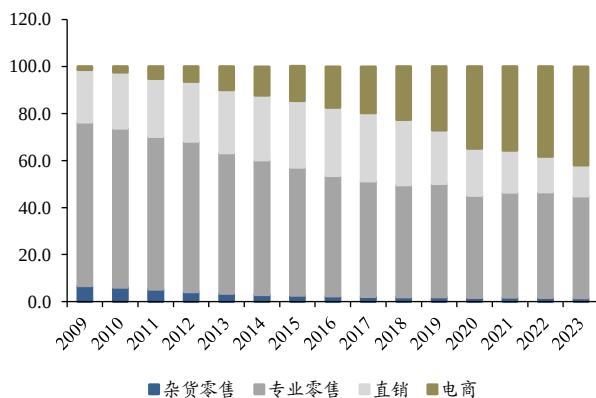
保健品格局分散，电商渠道快速发展加剧品牌长尾化。根据欧睿数据，2023年中国保健食品市场格局分散，汤臣倍健以6.2%的份额位居首位，CR10整体不足30%。由于跨境电商进口保健品不执行注册或备案要求，因此海外保健品品牌通过跨境电商平台快速进入市场，保健品电商渠道占比快速提升；同时线上渠道能帮助保健品进行营销宣传的特性也使得电商渠道在保健品类销售占比显著高于其他品类，2023年线上渠道占医疗保健类消费销售比例41.8%。因此，跨境电商为海外新锐品牌提供了审批便捷性，传统电商为国内新锐企业提供了低成本的营销和销售渠道，这些都进一步加剧了保健品行业的长尾化。

图20：2023年中国保健品格局



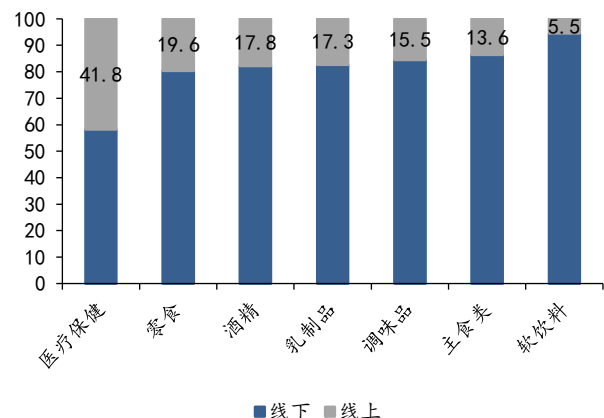
数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

图21：2009-2023 年中国保健品销售渠道占比（单位：%）



数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

图22：2023 年中国食品类线下线上渠道占比对比（单位：%）



数据来源：欧睿数据库、东吴证券研究所

注册备案双轨制降低企业准入周期和费用投入，长尾品牌机遇多。 保健品属于特殊食品，需注册或备案获得批文后产品才可生产销售。2016 年国家食品药品监督管理总局发布的《保健食品注册与备案管理办法》正式实施，管理模式由原来的单一注册制调整为注册与备案相结合的“双轨制”。备案制在申请流程、材料、时间上都进行了简化，降低了企业的准入周期和费用投入。过去企业从做实验到拿到批号，需要 3 年以上，而实施备案制会让时间缩短至 3 个月。此外，通过跨境电商途径购买的保健食品，海关按照个人自用物品监管，不执行首次进口许可批件、注册或备案要求。因此，海内外新锐品牌入局加速，保健品长尾效应增强。

图23：注册备案双轨制介绍

	注册制类保健食品	备案制类保健食品	功能性食品
合规要求	上市前需提交完成注册	上市前需提交完成备案	无需注册或备案
原料	1) 使用保健食品原料目录以外原料的保健食品； 2) 首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）。	1) 已经列入保健食品原料目录的保健食品； 2) 首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品。	普通食品原料、新食品原料、“按照传统既是视频又是中药材的物质”等
剂型	多以片剂、口服液、硬胶囊、软胶囊、软糖、粉剂等	产品配方材料、产品生产工艺材料（工艺说明等）、安全性和保健功能评价材料、产品标签说明书样稿、包材种类名称等	零食化形态，多为饮料、软糖、果冻等
提交材料	备案制所需材料以及产品研发报告（中试规模以上的验证数据等）、小样品等额外材料	符合要求的即可当场备案： 时间缩短至3个月	-
申请周期	需提交审评机构、开展现场核查、向国家食品药品监督管理总局提交综合审评结论和建议等，申请时间较长。 做实验到拿到批号需要3年以上	-	-
批文有效期	5年，需在有效期届满6个月前申请延续	长期有效	-

数据来源：《国家食品药品监督管理总局令第22号》、艾瑞咨询、东吴证券研究所

代工企业专业性强，生产端具备规模效应，助力长尾品牌进入市场。专注于保健品生产的代工企业具备专业的生产设备和丰富的生产经验，规模化生产具备成本优势。长尾品牌生产规模小，自建产线成本较高，OEM/ODM 模式能帮助长尾品牌以低成本可快速进入市场。目前国内主要的保健品代工企业有仙乐健康、艾兰得、大江生医、百合股份等，服务全球保健品市场，包括沃尔玛等零售客户以及 GNC 等专业保健品品牌客户。

图24：主要保健品代工企业介绍

企业	公司简介	主要剂型	营收规模 (2023年收入)	渠道网络	主要客户
仙乐健康	前身广东仙乐制药有限公司1993年成立，主要从事软胶囊生产。2000年开始转型代工，先后收购 AYANDA、BF 等公司。	主要有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及萃优酪®凝胶软片、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球等创新剂型。	35.82 亿元	2B 渠道。 国内占比52%，美洲占比29%；欧洲占比15%。	Now foods、辉瑞制药、HTC Group Ltd. 等
艾兰得	成立于1998年，前身原是全球维生素C原料巨头江山制药，先后收购 IVC、ADMA 等公司。	片剂、粉剂、硬胶囊、软胶囊等传统剂型和凝胶糖果、压片糖果、营养软糖、果冻、功能饮品、乳液、植物软胶囊、微泡粉等	2019 年超60 亿元	B+C。 覆盖欧美主流保健品商超、连锁药店及会员制俱乐部，销售网络遍布全球80多个国家和地区。 收购品牌包括BioCare等。	GNC、沃尔玛、康恩贝等
大江生医	1980 年于台北成立成立，2011 年由 OEM 转型为 CDMO	包括液态、固态（粉剂、片剂、胶囊等）、功能性食品、日用品、保养品等	80.16 亿新台币 约18.59 亿元	2B 渠道。 已将产品外销至全球超过 64 个国家及地区，欧美地区占比38%，亚太地区占比62%。	Blackmores、Swisse、DHC 等
百合股份	成立于2005年，2011年由加工型向多元型转变	胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、瓶装饮品及袋装饮品等	8.71 亿元	B+C。 产品出口70余国家，国内占比93%。自有品牌包括百合康等。	Rv Pharma Llc、修正健康等

数据来源：公司官网、公司公告、FBIF、营养品情报公众号等、东吴证券研究所

3. 研发、生产积累足，外延并购助力全球化

3.1. 研发积累足，强研发筑牢发展之基

公司获取批文数量在行业内领先，在海外获得多项权威认证，彰显研发实力。截至 2023 年末，公司在国内获得 352 个批文证书，其中 115 个注册证书，237 个备案证书。批文总数以及申请难度更大的注册证书数量在行业内都较为领先。截至 2024 年 3 月 31

日，公司及子公司拥有 110 项专利（其中 60 项发明专利），掌握 14 项营养健康食品核心研发技术。同时公司已通过欧盟、美国、英国、澳洲、中国 16 大权威认证（仙乐健康德国公司获得了全球 9 大认证），公司研发实力尽显。

图25：主要保健品代工企业注册、备案证书数量

公司名称	公司类型	注册证书（个）	备案证书（个）	总计
仙乐健康	生产商	115	237	352
艾兰得	生产商	49	271	320
大江生医	生产商	0	12	12
百合股份	生产商	65	925	990
汤臣倍健	品牌商	150	158	308
同仁堂	品牌商	161	55	216
新诺威	品牌商	15	142	157
哈药股份	品牌商	93	109	202

数据来源：国家市场监督管理总局官网、公司公告、公司官网、东吴证券研究所
注：仙乐健康、百合股份、汤臣倍健、新诺威数据为截止 2023 年报数据，艾兰得、大江生医、同仁堂、哈药股份数据为国家监督管理局截至 2024 年 6 月 17 日数据，注册证书包含少量过期批文数量

图26：仙乐健康通过的资质认证

	美国天然产品协会制定和颁布的膳食营养补充剂GMP标准认证 NPA's GMP – Natural Products Association of China. Good Manufacturing Practice		中国合格评定国家认可委员会的认证 CNAS – China National Accreditation Service for Conformity Assessment		澳大利亚药物管理局认证 Therapeutic Goods Administration GMP Certified
	美国UL管理系统21 CFR Part 111认证 Underwriter Laboratories Inc. 21 CFR Part 111		国际标准化组织ISO9001标准认证 ISO 9001:2015 certified by SGS		SEDEX会员商业道德审核机构认证 Sedex Members Ethical Trade Audit
	英国零售商协会《食品安全全球标准》认证 BRC – British Retail Consortium Certificate Standard Grade A		海关AEO高级认证 AEO – Authorized Economic Operator		欧盟动物源性产品（水产品）注册 Fishery Products Registered in EU (2010)
			中国质量认证中心：危险分析关键控制点认证 CQC HACCP – China Quality Certification Centre: Hazard Analysis Critical Control Point		

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

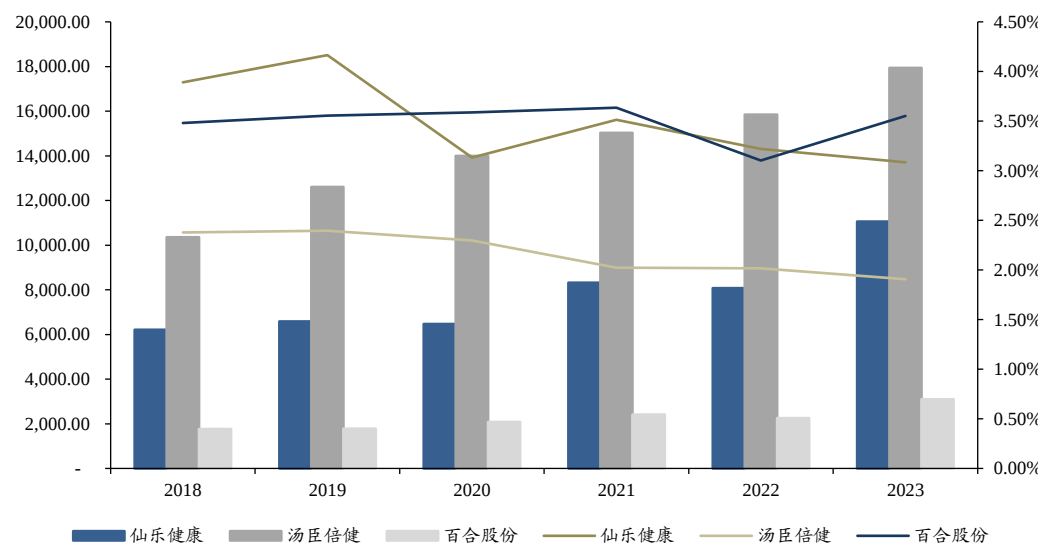
公司研发团队实力强，研发投入持续增加。仙乐健康前身企业为药企广东仙乐制药有限公司，拥有 30 年研发经验。公司拥有研发人员 337 个，其中 14 个博士，71 个硕士，研发团队规模和质量行业领先。研发投入持续增加，2023 年研发费用为 1.10 亿元，占收入比例 3.1%，2018-2023 年研发费用 CAGR12.2%。公司研发投入的绝对额和比例在行业内都处于较领先水平。

表1: 主要保健品企业研发人员构成

	博士人数	硕士人数	本科人数	研发人员数量
仙乐健康	14	71	140	337
占比	4.15%	21.07%	41.54%	
汤臣倍健		84	110	301
占比		27.91%	36.54%	
百合股份		11	57	150
占比		7.33%	38.00%	
金达威		56	109	232
占比		24.14%	46.98%	

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图27: 保健品企业研发费用及收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：柱状图为研发费用绝对额，单位万元，对应左轴；折线图为研发费用占收入比例，对应右轴。

加强与高校、上下游企业等外部战略合作，创新能力。公司积极开展与高等院校之间的交流合作，目前已与华南理工大学、广东药科大学、汕头大学建立研发合作关系，并于 2023 年作为唯一企业单位与中国农业大学、北京大学、上海交通大学等 9 所高校合作承担“十四五”国家重点研发计划项目，探索营养食品发展新方向。同时，公司持续关注市场需求变化，积极与上下游头部企业建立深层次合作关系，共同打造强竞争力

新品，例如与玛氏箭牌共同打造彩虹糖小彩弹软糖，与拜耳合作推出新概念补钙产品，与凯美瑞合作打造全新益生菌软糖等。

图28：公司与上下游头部企业合作打造新品

合作伙伴	合作产品
玛氏	彩虹糖小彩弹软糖、绵弹空气软糖
拜耳	新概念补钙产品
凯美瑞	BC30 益生菌软糖
健合	营养软糖、微泡腾片
帝斯曼-芬美意	植物基技术产品原料
科汉森	益生菌菌株
安琪酵母	DHA 藻油软胶囊

数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

研发中心全球布局，对客户响应速度快。目前仙乐在全球布局五大研发中心，分别为汕头总部研发技术中心和上海、马鞍山、德国 Pritzwalk 和美国 California 研发中心。汕头作为核心技术研发大本营，上海新建研发中心以生命科学为核心，主要从概念到原型、原料创新，美国、德国、马鞍山主要进行落地应用的开发，承接客户项目和复杂配方。海外布局享受全球工程师红利，能快速响应国内外客户的多样化需求。公司前置应用开发团队，组建与商务团队合作、为客户研发服务的专属研发团队。在新零售业务试点提效，设定端到端产品开发周期目标为 30 天。2023 年公司实际平均开发周期达到 20.8 天，92% 的项目满足<30 天的目标。

图29：公司全球研发中心及生产基地布局情况



数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

3.2. 剂型全覆盖，创新剂型产能释放新增长

产品剂型全覆盖，可满足多元化需求。公司拥有多剂型平台开发能力，从产品形态分类，主要有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、萃优酪®凝胶软片、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球等创新剂型。在核心剂型和基础剂型上，公司聚焦规模生产，为客户提供全链路、一站式的服务，树立行业标杆；对于创新剂型，公司依托专业的技术研发团队和市场团队，不断推出前沿的营养健康食品解决方案，满足客户的创新需求，为差异化赋能，帮助客户迅速打开市场。

图30：仙乐健康产品剂型



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

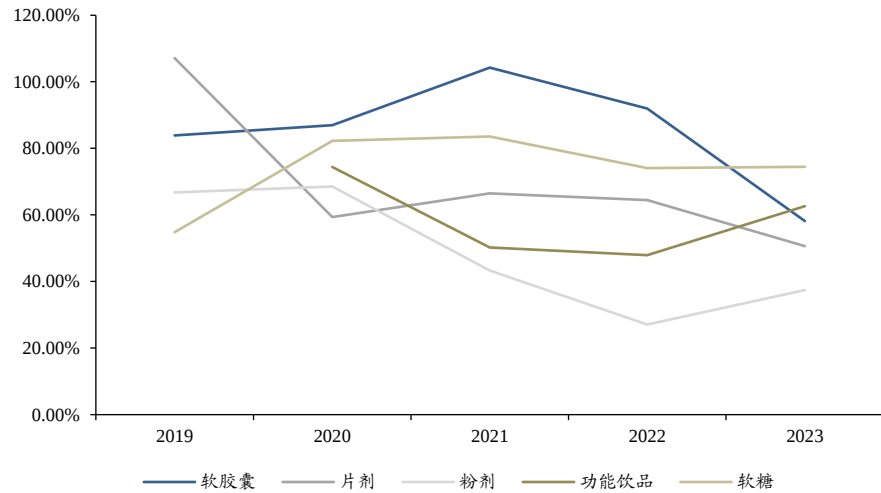
产能瓶颈得以缓解，创新剂型产能释放打开新增长。2019年前公司各剂型产能达到饱和状态，发展受到制约。随着汕头新软胶囊车间、马鞍山口服液玻璃瓶线、Best Formulations软糖线相继投产或量产，产能瓶颈得以缓解。2022年马鞍山等产能释放后产能利用率爬坡，叠加2023年收购BF产能规模提升，短期对毛利率有所扰动。2023年公司在收购BF后持续扩大软糖、个人护理产品等创新剂型产能，随着各基地产能陆续释放、为公司带来持续新增长，生产规模效应增强、降低研发生产成本，持续强化供应链优势，进一步巩固行业领先地位。

图31：2018-2023年主要剂型产能情况

产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023
软胶囊（亿粒）	65.76	65.76	65.76	65.76	65.76	116.08
片剂（亿片）	13.33	13.33	30	30	30	36.56
粉剂（吨）	1549.19	1669.62	3986.39	4897.42	4897.42	5588.62
功能饮品（万袋）			14600	32240	32240	32240
软糖（亿粒）	4.27	10.27	21.6	29.6	38.6	47.9

数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

图32：2019-2023 年公司主要剂型产能利用率情况

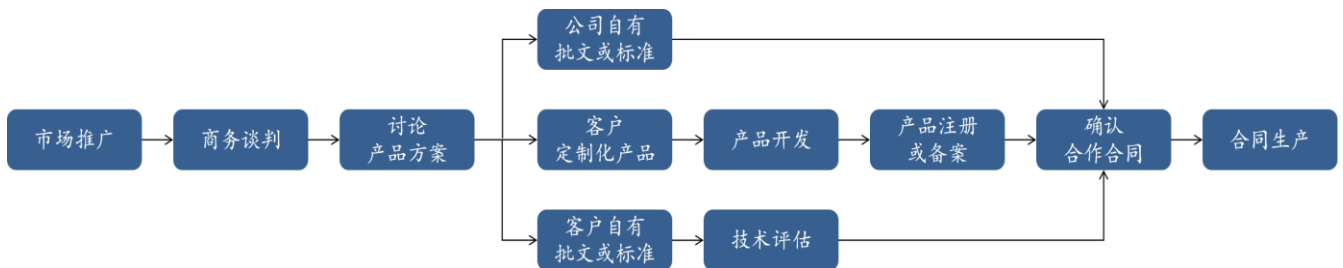


数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

3.3. 聚焦合同研发生产模式，大客户粘性强

专注营养保健食品 CDMO 领域，提供全产业链条服务。当前公司的主要销售模式为合同研发生产模式（CDMO），致力于为客户提供从产品定位、概念设计、配方研究与试验、生产制造、技术升级到营销支持的全产业链条一站式服务。

图33：公司主要销售模式为合同研发生产模式



数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

多年深耕积累大客户背书，优质服务保持高客户粘性。公司深耕营养健康食品领域近三十年，为全球多市场、多渠道优质客户提供高质量服务。自 2016 年将 C 端品牌广东千林向辉瑞制药出售之后，公司独享辉瑞制药国内 10 年指定产品供应权。公司还与拜耳、雀巢、玛氏、GSK 健合、HTC Group Ltd.、Now Foods、安琪酵母、修正药业等国内外知名企业建立深度合作关系，达成共赢的同时获得头部企业背书，不断扩大客户群体。

大客户背书，挖掘中腰部品牌与新锐品牌效率高。中国 C 端保健品呈现分散化格局，

公司在通过全渠道覆盖，一方面通过产品创新深挖现有客户的增量需求，另一方面通过多渠道多途径突破新零售客户。在大客户背书下，叠加公司拓客效率更高。

图34: 2019H1 公司五大客户

时间	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比
2019年1-6月	1	Pfizer Inc	12,836.47	16.35%
	2	Now Health Group, Inc	4,668.95	5.95%
	3	美乐家(中国)日用品有限公司	3,571.3	4.55%
	4	HTC Group Ltd.	3,534.37	4.50%
	5	安琪酵母股份有限公司	3,037.26	3.87%
		合计	27,648.36	35.22%

数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

图35: 公司国内外主要客户展示



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.4. 内生增长+外延并购推动全球化布局，扬帆出海正当时

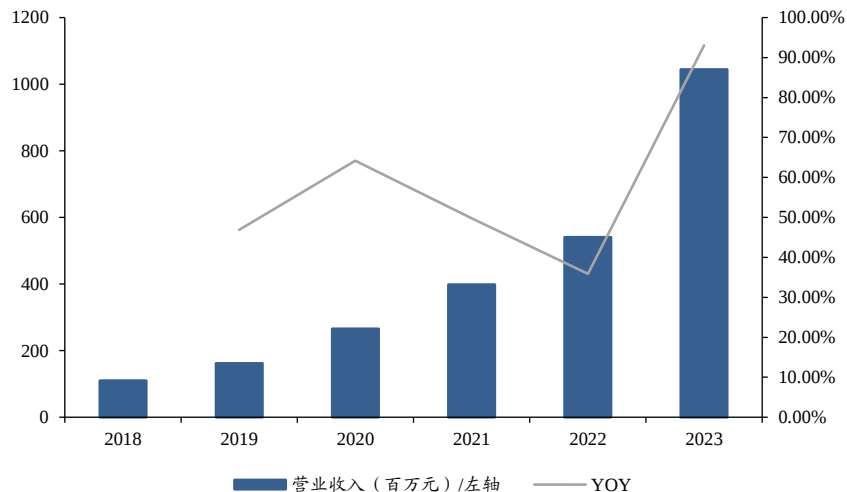
3.4.1. 美洲：收购 BF 协同效应强，长期增长空间广阔

收购美国 CDMO 头部企业 BF，高效协同开拓美洲市场。2023 年初公司完成对 Best Formulations 约 71.41% 股权的收购并实现控制。Best Formulations (BF) 是美国营养补充剂行业领先的 CDMO 企业，在软胶囊产品领域具备生产多种剂型和研发复杂配方的能力，并着手布局软糖和个人护理产品，通过多年深耕美国市场积累了坚实的客户基础并保持着稳定的客户关系。自收购完成后，公司基于“把方向”、“保底线”、“促增长”、“重赋能”四大原则进行整合协同，完善跨境业务端到端业务机制梳理，构建“出口+跨境+美国本土”研发一体化体系，在赋能主营业务的同时实现市场份额增长。

美洲区下游去库存结束，需求恢复，BF 业绩回升明显。2023H1 受下游客户去库存影响，美洲区出口订单受影响较大，营收下滑。BF 受产线延期投产、前期投入和固定成

本摊销等因素影响，2023H1 亏损。2023H2，随着去库存影响逐渐被消化、下半年软糖及个护产线陆续投产，BF 减亏效果显著。2024 年随着下游补库需求释放，公司将坚持大客户策略，开拓零售商、电商渠道和初创企业等新的细分市场，持续推进软糖业务、培育个人护理品业务，与营养健康食品形成协同，全年有望实现强劲增长。

图36: 公司美洲市场收入情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图37: 公司收购 BF 后积极推进整合协同

基于四大原则进行BF整合协同	
把方向	明确 2023 年的经营战略及目标，通过建立月度经营分析会、战略与协同会等机制，比对目标和实际经营成果，明确具体改善优化举措，并落实到各个职能进行承接。
保底线	财务体系和 IT 系统层面落实管控机制，落地授权矩阵。统一管理报表，加强资金管理，关键财务人员已到岗。
促增长	促进销售团队的整合与培训，积极地通过展会、客户拜访等方式，获得商业机会，并将在未来季度逐渐落地。完成跨境业务端到端业务机制梳理，由 BF 生产、仙乐珠海保税工厂包装的首个订单已在2023年7月份落地。
重赋能	研发上，整合中美原有研发团队，组建由BF首席科学官带领的仙乐美洲研发团队，构建“出口+跨境+美国本土”研发一体化体系，更高效地响应客户需求。运营上，仙乐派遣多名生产技术工程师支持BF软糖产线建设，BF管理团队关键成员也来到国内学习交流。成本上，协同精益生产和供应链以降低采购和制造成本。

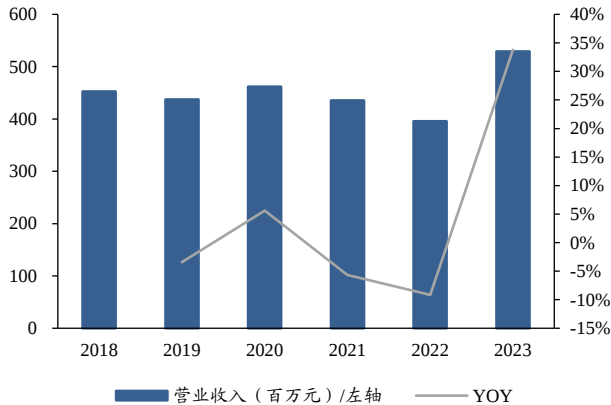
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.4.2. 欧洲：布局稳健，销售团队升级打造亮眼增速

收购 Ayanda 后业务稳步扩张，欧洲市场表现亮眼。2016 年公司完成对德国知名软胶囊生产商 Ayanda 的并购，迈出国际化战略重要一步。Ayanda 是欧洲五大软胶囊制造商之一，具备优秀的生产管理体系和产品开发能力，擅长复杂配方产品的研发制造，在

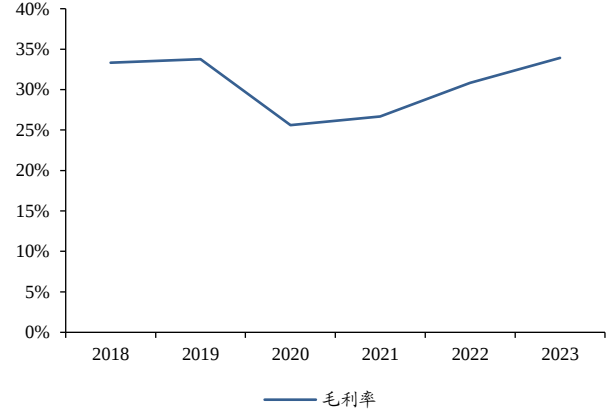
欧洲拥有良好的知名度和市场占有率。自收购完成后，欧洲市场营收持续稳定增长，2021 年实现营收 4.35 亿元，相比 2017 年增长近 15%。虽 2021 年后受疫情因素及线下开工率影响导致收入下滑，但总体趋势依然向好。

图38: 公司欧洲市场收入情况



数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

图39: 公司欧洲市场毛利率变化



数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

销售团队升级助力 2023 高速增长。2022 年公司新成立欧洲独立事业部，逐步完成销售团队的扩充升级。此后公司加大欧洲市场营销力度，在东欧、中欧开拓新的市场渠道和客户群体。2023 年公司在欧洲市场实现营收 5.29 亿元，同比增长近 33.78%。公司今年将坚持大客户策略，着力开发头部客户，拓展南欧、东欧、中东等新兴市场，加大植物基软胶囊、软糖、饮品的业务开拓力度，预期欧洲区域将维持稳健增长。

4. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 43.5/50.1/56.6 亿元，分别同比增长 21%/15%/13%。考虑到公司产能利用率逐步提升，毛利率跟随增长。分拆区域如下：

1) 中国：在大客户端，公司将做透高价值客户，持续抢夺份额；同时拓展零售商业业务，积极开拓跨界客户，包括医药渠道、会员制商超、乳品企业等。预计公司中国区域维持稳健增长，2024-2026 年营业收入分别为 20.4/22.0/23.5 亿元，同比+10%/+8%/+7%。

2) 境外：欧洲和美洲是公司境外主要收入区域，欧洲区域公司积极开拓新兴市场，预期维持稳健增长；美洲区 2023 年下游客户去库阶段基本结束，2024 年需求恢复强，收购 BF 后软糖、个护产能逐步释放，协同效应带动公司在美洲区域份额持续增长；亚太等新兴区域收入基数小，成长性高，预期仍将维持高速增长。我们预计公司境外区域 2024-2026 年营业收入分别为 23.1/28.1/33.1 亿元，同比+33%/22%/18%。

图40：仙乐健康营业收入拆分预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
中国						
收入（万元）	145,817	149,136	185,095	203,604	219,893	235,285
同比（%）	14.1%	2.3%	24.1%	10.0%	8.0%	7.0%
占比%	61.6%	59.5%	51.7%	46.8%	43.9%	41.6%
成本（万元）	97,434	104,654	121,148	133,056	142,930	152,465
毛利率	33.18%	29.83%	34.55%	34.65%	35.00%	35.20%
境外区域						
收入（万元）	91,077	101,590	173,107	231,013	281,131	330,782
同比（%）	15.5%	11.5%	70.4%	33.45%	21.7%	17.7%
占比%	38.4%	40.5%	48.3%	53.2%	56.1%	58.4%
成本（万元）	61,939	67,902	128,643	165,072	197,885	228,536
毛利率	31.99%	33.16%	25.69%	28.54%	29.61%	30.91%
-欧洲						
收入（万元）	43,536	39,552	52,911	62,435	70,551	79,018
同比（%）	-5.7%	-9.2%	33.8%	18.0%	13.0%	12.0%
占比%	18.4%	15.8%	14.8%	14.4%	14.1%	14.0%
成本（万元）	31,914	27,357	34,964	41,207	46,423	51,757
毛利率	26.69%	30.83%	33.92%	34.00%	34.20%	34.50%
-美洲						
收入（万元）	39,808	54,090	104,414	140,958	169,150	197,906
同比（%）	49.8%	35.9%	93.0%	35.0%	20.0%	17.0%
占比%	16.8%	21.6%	29.1%	32.4%	33.8%	35.0%
成本（万元）	25,147	35,728	83,276	105,719	124,325	141,502
毛利率	36.83%	33.95%	20.24%	25.00%	26.50%	28.50%
-其他区域						
收入（万元）	7,734	7,948	15,783	27,620	41,430	53,859
同比（%）	26.7%	2.8%	98.6%	75.0%	50.0%	30.0%
占比%	3.3%	3.2%	4.4%	6.4%	8.3%	9.5%
成本（万元）	4,878	4,817	10,403	18,146	27,136	35,277
毛利率	36.93%	39.40%	34.09%	34.30%	34.50%	34.50%
合计						
收入（万元）	236,895	250,726	358,202	434,618	501,024	566,067
同比（%）	14.6%	5.8%	42.9%	21.3%	15.3%	13.0%
成本（万元）	159,373	172,556	249,791	298,128	340,815	381,001
毛利（万元）	77,521	78,171	108,411	136,490	160,209	185,066
毛利率	32.7%	31.2%	30.3%	31.4%	32.0%	32.7%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

仙乐健康是保健品 CDMO 龙头企业，美洲去库阶段结束后需求恢复，中长期公司研发、生产端优势积累足，龙头地位有望持续提升。可比公司我们选取汤臣倍健、晨光生物、科拓生物。汤臣倍健为保健品 C 端企业，与仙乐属于同一行业；晨光生物有部分保健品代工业务，科拓有益生菌代工业务，与仙乐业务模式类似。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 43.5/50.1/56.6 亿元，分别同比增长 21%/15%/13%，预计归母净利润 4.02/4.77/5.87 亿元，分别同比增长 43%/19%/23%，EPS 分别为 1.7/2.02/2.49 元，对应 PE 分别为 15x、12x、10x，公司 2024 年对应 PEG 为 0.4，公司今年美洲区客户需求恢复，BF 有望实现盈利，收入利润向好，首次覆盖，对比可比公司，具备性价比，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值对比（估值日 2024/6/28）

代码	公司	股价 （元）	市值 （亿元）	EPS（元）				PE				PEG
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
300146.SZ	汤臣倍健	13.6	230	1.03	1.11	1.25	1.39	13.2	12.2	10.9	9.8	1.0
300138.SZ	晨光生物	8.4	45	0.90	0.72	1.08	1.38	9.4	11.7	7.8	6.1	0.5

300858.SZ	科拓生物	14.7	39	0.35	0.48	0.66	0.86	41.5	30.4	22.2	17.1	0.6
	平均							21.4	18.1	13.6	11.0	0.8
300791.SZ	仙乐健康	25.2	59	1.19	1.70	2.02	2.49	21.2	14.8	12.5	10.1	0.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：上述公司可比公司中科拓生物盈利预测来自东吴证券研究所，其余均来自于 Wind 一致预期

5. 风险提示

原材料价格波动风险：原材料价格波动直接导致成本压力，将对公司盈利能力提出挑战。

产能投放和消化不及预期风险：当前公司子公司 BF 有新产线待投放，如若投产进度或投放后产能消化不及预期，对整体营收和利润将造成不利影响。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

仙乐健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,933	2,393	3,089	3,916	营业总收入	3,582	4,346	5,010	5,661
货币资金及交易性金融资产	735	1,048	1,638	2,371	营业成本(含金融类)	2,498	2,981	3,408	3,810
经营性应收款项	665	774	850	929	税金及附加	22	26	30	34
存货	481	538	568	582	销售费用	278	335	383	430
合同资产	0	0	0	0	管理费用	351	435	486	538
其他流动资产	52	33	33	34	研发费用	110	135	155	175
非流动资产	3,263	3,300	3,211	3,109	财务费用	52	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	72	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,726	1,750	1,662	1,560	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	187	187	187	187	公允价值变动	(58)	0	0	0
无形资产	545	545	545	545	减值损失	(5)	0	0	0
商誉	421	421	421	421	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	169	169	169	169	营业利润	282	435	547	673
其他非流动资产	215	228	228	228	营业外净收支	(9)	0	0	0
资产总计	5,196	5,693	6,300	7,025	利润总额	273	435	547	673
流动负债	751	883	1,009	1,141	减:所得税	33	52	66	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	64	70	70	70	净利润	240	383	482	592
经营性应付款项	398	480	568	656	减:少数股东损益	(41)	(19)	5	6
合同负债	53	52	50	57	归属母公司净利润	281	402	477	587
其他流动负债	236	281	321	358	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.70	2.02	2.49
非流动负债	1,878	1,876	1,876	1,876	EBIT	389	435	547	673
长期借款	83	83	83	83	EBITDA	652	660	786	925
应付债券	966	966	966	966	毛利率(%)	30.27	31.40	31.98	32.69
租赁负债	256	256	256	256	归母净利率(%)	7.85	9.24	9.52	10.36
其他非流动负债	573	571	571	571	收入增长率(%)	42.87	21.33	15.28	12.98
负债合计	2,630	2,759	2,885	3,017	归母净利润增长率(%)	32.39	42.96	18.71	22.98
归属母公司股东权益	2,390	2,777	3,254	3,840					
少数股东权益	176	157	162	168					
所有者权益合计	2,566	2,934	3,416	4,008					
负债和股东权益	5,196	5,693	6,300	7,025					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	386	567	739	884	每股净资产(元)	12.05	10.91	12.93	15.42
投资活动现金流	(1,158)	(243)	(150)	(150)	最新发行在外股份(百万股)	236	236	236	236
筹资活动现金流	(91)	(14)	0	0	ROIC(%)	9.03	9.28	10.59	11.65
现金净增加额	(868)	313	589	734	ROE-摊薄(%)	11.76	14.47	14.66	15.27
折旧和摊销	263	226	239	252	资产负债率(%)	50.61	48.47	45.79	42.95
资本开支	(449)	(249)	(150)	(150)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.16	14.80	12.47	10.14
营运资本变动	(248)	(41)	19	39	P/B (现价)	2.09	2.31	1.95	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>