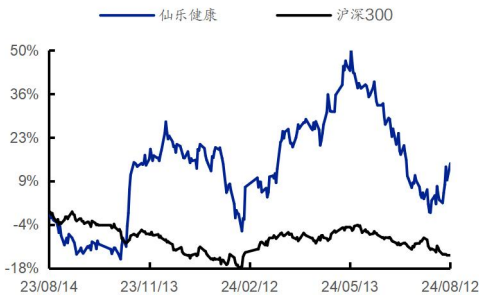


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

海外景气延续，竞争力持续强化

——仙乐健康（300791）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/12

表现	1M	3M	12M
仙乐健康	4.8%	-20.9%	14.7%
沪深300	-4.2%	-9.3%	-14.4%

市场数据

2024/08/12

当前价格(元)	24.61
52周价格区间(元)	21.22-43.38
总市值(百万)	5,807.04
流通市值(百万)	4,786.34
总股本(万股)	23,596.26
流通股本(万股)	19,448.78
日均成交额(百万)	101.91
近一月换手(%)	1.15

事件:

2024年8月11日，仙乐健康发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入19.90亿元，同比+28.85%；归母净利润1.54亿元，同比+52.66%；扣非归母净利润1.54亿元，同比+55.48%。2024Q2公司实现营业收入10.39亿元，同比+23.29%；归母净利润0.91亿元，同比+27.38%；扣非归母净利润0.90亿元，同比+21.18%。

投资要点:

- 海外景气驱动下，上半年平稳收官。**分区域来看，公司2024H1中国/欧洲/美洲/其他地区实现营收8.3/2.9/7.3/1.4亿元，同比+4.2%/+13.8%/+65.4%/+185.7%。我们认为，中国区在消费需求承压的背景下，增速有所放缓，但仍实现了正增长；欧洲区依然维持双位数左右的亮眼增速；美洲在合并BF后，中美销售整合，实现美洲业务拓展和订单增长，带动营收高增；其他区域实现翻倍以上的亮眼增速，主要系公司继续扩大澳洲头部客户合作，积极拓展东南亚渠道。分业务主体来看，2024H1公司内生/BF分别实现营收15.4/4.5亿元，同比+22.3%/+57.4%，其中BF的净利润为-0.65亿元，仍处于调整期。
- 核心剂型如软胶囊、软糖保持亮眼增速。**分产品来看，2024H1公司软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型/其他业务分别实现营收8.9/1.4/1.4/4.9/1.4/1.0/0.8/0.1亿元，同比+26.8%/-17.5%/+13.3%/+60.6%/-14.4%/+70.2%/+315.2%/+270.7%。软胶囊作为公司核心剂型保持较高的增速，我们认为主要系BF并表贡献；软糖作为公司优势剂型伴随着行业的快速发展量价齐升，2024H1销量同比+52.18%，价格同比+5.50%。
- Q2公司毛利率大幅提升，盈利能力持续改善。**2024H1公司毛利率为32.05%（同比+2.60pct），其中Q2为33.35%（同比+2.41pct），提升幅度较大，我们认为主要系：1）全球化采购下物料成本优化；2）收入增长带来的规模效应释放，其中2024H1片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊的毛利率分别提升3.11/4.43/6.21/4.66/10.16pct；3）2024H1技术服务收入的增长带动其他业务营收同比+270.72%，毛利率同比+70.15pct。2024Q2费用率有所上涨，销售/管理/财务费用率分别为7.97%/10.17%/2.16%，同比+0.61/+0.40/+1.36pct，销售

费用增长主要系销售团队升级（2024H1 工资薪酬同比+38%）及市场营销推广（2024H1 市场宣传费同比+90%）；财务费用提升主要系可转债利息、银行借款利息及汇兑损益导致。最终，2024H1 公司实现归母净利率 7.76%（同比+1.21pct），其中 Q2 为 8.80%（同比+0.28pct），盈利能力提升。

- **全年归母净利润锚定 4 亿元，激励目标达成可期。** 展望全年，2024 年公司股权激励目标为收入不低于 43 亿元，同比+20%，归母净利润目标为 4 亿元，同比+43%，其中归母净利润需剔除股权激励计划或员工持股计划的股份支付费用及考核当年提取的奖励金影响。2024H1 公司营业收入和归母净利润分别同比增长 28.85%和 52.66%，若剔除已计提的 664 万元激励费用，据我们测算，2024H1 还原后的归母净利润预计为 1.6 亿元，同比+58%，增速高于全年激励目标。从历史数据来看，下半年收入一般高于上半年，若公司维持稳定的净利率叠加下半年 BF 有望在业务理顺和产能爬坡后扭亏为赢，我们判断股权激励达成置信度较高。
- **盈利预测和投资评级：** 公司为保健品行业 CDMO 龙头，拥有多种剂型研发和生产能力，并致力于剂型创新和技术升级。此外，公司收购美国 Best Formulations，设立珠海跨境工厂，与汕头、马鞍山和德国三大生产基地共同构建中美欧三地协同的全球供应能力，有望享受全球化布局带来的订单增长。我们的盈利预测如下，预计公司 2024~2026 年的营业收入分别为 43.13/49.27/56.17 亿元，归母净利润分别为 3.88/4.83/5.73 亿元，EPS 分别为 1.65/2.05/2.43 元，对应 PE 分别为 15/12/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 原材料价格上行；2) 渠道扩展不及预期；3) 海外需求不及预期；4) 行业竞争格局加剧；5) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3582	4313	4927	5617
增长率(%)	43	20	14	14
归母净利润（百万元）	281	388	483	573
增长率(%)	32	38	24	19
摊薄每股收益（元）	1.19	1.65	2.05	2.43
ROE(%)	12	15	17	18
P/E	22.24	14.95	12.03	10.13
P/B	2.63	2.25	2.06	1.87
P/S	1.76	1.35	1.18	1.03
EV/EBITDA	10.93	9.91	8.43	7.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：仙乐健康盈利预测表

证券代码:	300791				股价:	24.61				投资评级:	买入				日期:	2024/08/12			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	12%	15%	17%	18%	EPS	1.56	1.65	2.05	2.43										
毛利率	30%	30%	31%	31%	BVPS	13.16	10.94	11.96	13.18										
期间费率	19%	18%	18%	18%	估值														
销售净利率	8%	9%	10%	10%	P/E	22.24	14.95	12.03	10.13										
成长能力					P/B	2.63	2.25	2.06	1.87										
收入增长率	43%	20%	14%	14%	P/S	1.76	1.35	1.18	1.03										
利润增长率	32%	38%	24%	19%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.76	0.81	0.88	0.95	营业收入	3582	4313	4927	5617										
应收账款周转率	6.68	6.39	6.20	6.18	营业成本	2498	3016	3421	3883										
存货周转率	7.00	6.14	6.32	6.21	营业税金及附加	22	26	30	35										
偿债能力					销售费用	278	295	330	376										
资产负债率	51%	50%	49%	48%	管理费用	351	460	523	595										
流动比	2.57	2.49	2.41	2.41	财务费用	52	28	27	26										
速动比	1.85	1.84	1.76	1.75	其他费用/(-收入)	110	138	158	179										
					营业利润	282	424	514	599										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-9	-8	-5	1										
现金及现金等价物	735	790	819	901	利润总额	273	417	509	600										
应收款项	621	741	859	974	所得税费用	33	59	70	81										
存货净额	481	502	581	669	净利润	240	358	439	518										
其他流动资产	95	94	101	111	少数股东损益	-41	-30	-43	-55										
流动资产合计	1933	2127	2359	2655	归属于母公司净利润	281	388	483	573										
固定资产	1440	1472	1508	1547															
在建工程	187	188	198	218	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1636	1674	1670	1667	经营活动现金流	386	543	642	721										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	281	388	483	573										
资产总计	5196	5461	5735	6087	少数股东损益	-41	-30	-43	-55										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	263	220	242	263										
应付款项	398	453	524	595	公允价值变动	58	0	0	0										
合同负债	53	55	64	75	营运资金变动	-248	-58	-78	-93										
其他流动负债	300	347	392	432	投资活动现金流	-1158	-260	-287	-316										
流动负债合计	751	855	981	1101	资本支出	-449	-256	-289	-318										
长期借款及应付债券	1049	1049	1049	1049	长期投资	-811	0	0	0										
其他长期负债	829	830	780	780	其他	102	-5	2	2										
长期负债合计	1878	1879	1829	1829	筹资活动现金流	-91	-228	-327	-323										
负债合计	2630	2734	2810	2931	债务融资	97	5	0	0										
股本	182	236	236	236	权益融资	14	10	0	0										
股东权益	2566	2727	2925	3156	其它	-202	-242	-327	-323										
负债和股东权益总计	5196	5461	5735	6087	现金净增加额	-868	55	29	83										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。