

分析师: 刘冉
 登记编码: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

境外业务保持高增, 盈利显著升高

——仙乐健康(300791)2024 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

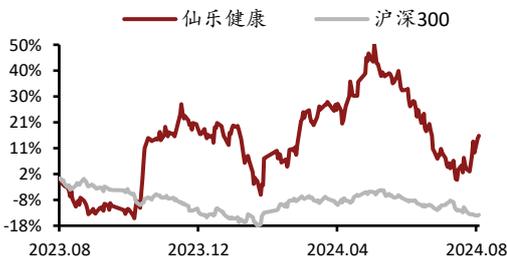
市场数据(2024-08-13)

收盘价(元)	24.86
一年内最高/最低(元)	42.98/21.35
沪深 300 指数	3,334.39
市净率(倍)	2.75
流通市值(亿元)	48.35

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	9.03
每股经营现金流(元)	0.48
毛利率(%)	32.05
净资产收益率_摊薄(%)	6.62
资产负债率(%)	51.79
总股本/流通股(万股)	23,596.26/19,448.78
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《仙乐健康(300791)季报点评: 海外去库近尾声, 盈利逐季修复上升》 2023-11-22

《仙乐健康(300791)年报点评: 海外市场增长强劲, 国内有望小步复苏》 2023-04-28

《仙乐健康(300791)调研简报: 海外市场增长良好, 国内市场积极修复》 2023-02-16

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 14 日

投资要点:

- **公司发布 2024 年半年报:** 上半年, 公司实现营业总收入 19.9 亿元, 同增 28.8%; 实现扣非归母净利润 1.54 亿元, 同增 55.5%。其中, 二季度公司实现营收 10.4 亿元, 同增 23.3%; 实现扣非归母净利润为 0.9 亿元, 同增 21.2%。
- **境外业务高增, 境外收入占比超半。** 上半年, 公司的境内业务实现销售收入 8.32 亿元, 同比增 4.22%; 境外业务实现销售收入 11.59 亿元, 同比增 55.16%。截至中期报告, 公司在境内和境外的收入份额为 41.79%和 58.21%, 境外收入占比超半。
- **美洲及其它境外市场销售高增, 欧洲销售保持稳健增长。** 上半年, 美洲、欧洲和其它境外市场的销售额分别为 7.29 亿元、2.95 亿元和 1.36 亿元, 分别同比增长 65.42%、13.78%和 185.71%。美洲和其它境外市场销售高增, 欧洲销售保持稳健增长。
- **主打剂型保持稳健的较高增长, 饮剂销售额减少。** 上半年, 主打剂型软胶囊、软糖和粉剂分别录得销售额 8.89、4.86 和 1.42 亿元, 同比增长 26.8%、60.55%和 13.29%, 三者收入中的占比分别为 44.68%、24.41%和 7.13%, 是销售体量和销售占比较大的前三款剂型。上半年, 饮品的销售额减少至 1.4 亿元, 同比下降 14.36%。
- **毛利率上升显著, 规模效应及成本周期下行是主要原因。** 上半年, 公司的主营业务毛利率提升 2.14%至 31.61%, 其中软胶囊、软糖和粉剂的毛利率分别提升 0.27%、6.21%和 4.43%, 至 25.72%、47.79%和 23.68%。按地区看, 美洲市场的毛利率提升 6.89%至 27.47%, 国内市场提升 2.2%至 34.67%, 欧洲和其它境外市场微幅提升至 34.45%和 35.33%。通过对美国 BF 平台的整合运营, BF 订单饱满、增长有力, 业务不断减亏, 促发了良好的规模效应, 从而提升了在美资产的毛利率。但是, 由于 BF 的部分剂型毛利率较低, 拉低了资产整体的盈利。此外, 报告期中成本处于下行周期,

也是毛利率上升的主要原因。

- 随着资产运营规模扩大，公司的财务、研发和销售费率均有所上升。上半年，公司的财务、研发和销售费率分别同比增加 0.7、0.37 和 0.43 个百分点。但得益于规模效应以及成本周期下行，本期公司的销售净利率仍同比上升 1.66 个百分点至 6.83%，净资产收益率大幅提升 3 个百分点至 6.62%。随着销售规模扩大及各项费率趋稳，公司的股东回报率有望进一步抬升。
- **投资评级：**我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.71、2.12 和 2.5 元，参照公司 8 月 13 日收盘价，对应的市盈率分别为 14.55 倍、11.71 倍和 9.96 倍。我们维持对公司的“增持”评级。

风险提示：成本上行将会导致主业毛利率回落；财务、销售等费率持续升高，将侵蚀公司盈利。下阶段如美国经济走弱，将会影响公司在美业务的订单。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,507	3,582	4,370	5,157	5,982
增长比率（%）	5.84	42.87	22.00	18.00	16.00
净利润（百万元）	212	281	403	501	589
增长比率（%）	-8.43	32.39	43.46	24.30	17.50
每股收益(元)	0.90	1.19	1.71	2.12	2.50
市盈率(倍)	27.63	20.87	14.55	11.71	9.96

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,433	1,933	1,999	2,398	2,922
现金	1,502	534	506	729	1,079
应收票据及应收账款	460	621	734	819	898
其他应收款	4	5	6	7	7
预付账款	16	12	15	17	20
存货	233	481	572	649	727
其他流动资产	218	279	167	176	190
非流动资产	1,753	3,263	3,546	3,737	3,909
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,235	1,440	1,776	1,976	2,146
无形资产	178	545	565	577	581
其他非流动资产	340	1,278	1,205	1,184	1,182
资产总计	4,186	5,196	5,545	6,134	6,830
流动负债	470	751	929	1,023	1,124
短期借款	0	0	54	24	10
应付票据及应付账款	259	398	469	540	613
其他流动负债	210	353	406	459	501
非流动负债	1,015	1,878	1,889	1,919	1,959
长期借款	0	83	43	23	13
其他非流动负债	1,015	1,796	1,846	1,896	1,946
负债合计	1,484	2,630	2,818	2,942	3,083
少数股东权益	0	176	136	99	66
股本	180	182	236	236	236
资本公积	1,048	548	503	503	503
留存收益	1,278	1,496	1,701	2,202	2,791
归属母公司股东权益	2,702	2,390	2,592	3,093	3,682
负债和股东权益	4,186	5,196	5,545	6,134	6,830

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	445	386	569	721	790
净利润	212	240	363	464	556
折旧摊销	136	263	267	267	244
财务费用	16	83	32	37	48
投资损失	-23	-2	9	-5	-6
营运资金变动	75	-248	-101	-57	-65
其他经营现金流	29	50	-1	15	13
投资活动现金流	284	-1,158	-430	-460	-418
资本支出	-294	-449	-505	-465	-424
长期投资	680	-811	130	20	10
其他投资现金流	-102	102	-56	-15	-4
筹资活动现金流	-78	-91	-168	-38	-22
短期借款	0	0	54	-30	-14
长期借款	0	83	-40	-20	-10
普通股增加	0	1	54	0	0
资本公积增加	2	-500	-45	0	0
其他筹资现金流	-81	325	-191	12	2
现金净增加额	681	-868	-29	223	350

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,507	3,582	4,370	5,157	5,982
营业成本	1,726	2,498	2,967	3,486	4,032
营业税金及附加	15	22	28	34	39
营业费用	130	278	343	406	463
管理费用	304	351	437	490	562
研发费用	81	110	149	175	203
财务费用	7	52	17	29	37
资产减值损失	-5	0	-5	-4	-3
其他收益	8	72	22	26	30
公允价值变动收益	-2	-58	0	0	0
投资净收益	23	2	-9	5	6
资产处置收益	0	0	0	1	1
营业利润	265	282	433	561	676
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	14	10	10	10	10
利润总额	252	273	425	552	668
所得税	39	33	62	88	112
净利润	212	240	363	464	556
少数股东损益	0	-41	-40	-37	-33
归属母公司净利润	212	281	403	501	589
EBITDA	387	652	709	848	949
EPS (元)	0.90	1.19	1.71	2.12	2.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	5.84	42.87	22.00	18.00	16.00
营业利润 (%)	-8.54	6.40	53.65	29.47	20.57
归属母公司净利润 (%)	-8.43	32.39	43.46	24.30	17.50
获利能力					
毛利率 (%)	31.18	30.27	32.10	32.40	32.60
净利率 (%)	8.47	7.85	9.23	9.72	9.84
ROE (%)	7.86	11.76	15.56	16.20	15.99
ROIC (%)	5.81	8.69	9.08	10.55	11.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.46	50.61	50.81	47.97	45.14
净负债比率 (%)	54.94	102.47	103.30	92.18	82.27
流动比率	5.18	2.57	2.15	2.34	2.60
速动比率	4.39	1.85	1.49	1.66	1.91
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.76	0.81	0.88	0.92
应收账款周转率	6.26	6.68	6.54	6.72	7.05
应付账款周转率	7.59	7.67	6.95	7.01	7.09
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	1.19	1.71	2.12	2.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.89	1.64	2.41	3.05	3.35
每股净资产 (最新摊薄)	11.45	10.13	10.98	13.11	15.60
估值比率					
P/E	27.63	20.87	14.55	11.71	9.96
P/B	2.17	2.45	2.26	1.90	1.59
EV/EBITDA	15.70	10.93	9.59	7.75	6.59

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。