

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.61
总股本/流通股本(亿股)	2.36 / 1.94
总市值/流通市值(亿元)	58 / 48
52周内最高/最低价	42.98 / 21.35
资产负债率(%)	50.6%
市盈率	15.79
第一大股东	广东光辉投资有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

仙乐健康(300791)

积极开拓海外市场，内生+外延助力全年高增

● 事件

公司2024年上半年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 19.9/19.9/1.54/1.54 亿元，同比+28.85%/+28.85%/+52.66%/+55.48%。公司单 Q2 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 10.39/10.39/0.91/0.9 亿元，同比+23.29%/+23.29%/+27.38%/+21.18%。

● 核心要点

美洲地区表现亮眼，BF 业务在手订单充分，软糖产线落地后进入商业化订单阶段。分品类看，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 8.9/1.42/1.42/4.86/1.4/0.98/0.8/0.14 亿元，分别同比+26.8%/-17.5%/+13.29%/+60.55%/-14.36%/+70.16%/315.26%/270.72%。核心品类软胶囊在 23 年恢复式高增后，今年上半年仍实现了双位数增长，软糖产品势能快速释放。分地区看，中国/美洲/欧洲/其他地区分别实现营收 8.32/7.29/2.95/1.36 亿元，分别同比+4.22%/+65.42%/+13.78%/+185.71%。分市场区域来看，1) 中国区 Q2 实现高个位数增长，环比 Q1 有所提速，上半年主因外部环境偏弱，直销客户、新锐品牌面对加大的市场压力，但部分线上和线下特渠客户仍实现了较快增长。2) 美洲区上半年实现了高双位数增长，一方面持续开拓和加深客户合作，另一方面着力发展软糖业务。BF 由于 Q2 软糖还未转化订单、叠加一次性费用支出增加导致减亏不及预期，预计下半年将实现扭亏。3) 欧洲区 Q2 增长提速明显，主因东欧、南欧市场拓展及有机类产品推出。4) 亚太地区：澳新市场发展迅速，不断扩大与头部客户合作，品牌知名度显著提升。

二季度毛利率持续提升，一次性费用支出增加致期间费用率短期内上行。2024 年上半年公司毛利率/归母净利率为 32.05%/7.76%，分别同比+2.59/+1.21pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.83%/9.93%/3.38%/1.93%，分别同比+0.43/-0.78/+0.37/+0.71pct。其中 24Q2 公司毛利率/归母净利率为 33.35%/8.8%，分别同比+2.41/+0.28pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.97%/10.17%/3.51%/2.16%，分别同比+0.6/+0.4/+0.66/+1.36pct。毛利率持续提升，一方面公司在内生业务上开启全球采购协同策略，针对明胶、鱼油做了锁价，在成本上实现了精准把控；另一方面 BF 虽尚未实现盈亏平衡但同比实现减亏。费用端在二季度略有上行，主因人员团队升级、新市场品牌营销活动增加导致销售费用率和管理费用率上升。

公司具备全球竞争优势、持续深耕 CDMO 领域 B 端业务，通过内生增长和外延并购实现高速发展。2024 年下半年收入端展望积极，费用率有望下行。中国区市场收入增长有望提速，上半年较多储备项目

有望下半年落地，同时突破高潜新客户，推动与头部直播机构的深度合作、渠道客户部进一步发力，持续推动跨界业务响应能力、以及对跨境电商响应速度，加强组织能力、优化铁三角协作能力，提升新品订单转化率。美洲区将会维持高速增长、并实现环比提速。首先内在动力充足，目前 BF 在手订单和储备订单充分，个护业务独立后于上半年成功引入大客户，下半年有望转化成收入，另外软糖客户合作开发中，虽弱于预期但提升空间十足。欧洲区下半年将延续上半年增长态势，亚太区由于基数较小、澳新客户合作超预期，将维持高增长。整体来看，下半年收入端或有更好表现。利润端来看，公司全球采购协同策略初显成效，未来预计将在长时间维度上强化原料成本控制，毛利率预期维持高位。随着 BF 个护和软糖订单增长、产能利用率提升，预期于 Q4 实现正向盈利。下半年费用率预期下行，二季度产生的人员储备费用、展会营销等一次性费用较多，后续费用投放节奏将回归常态。

● 盈利预测与投资评级

我们预计 2024-2026 年营收预测为 43.97/50.8/56.84 亿元，同比增长 22.74%/15.55%/11.88%，预计 2024-2026 年归母净利润预测为 3.87/4.62/5.30 亿元，同比增长 37.79%/19.41%/14.71%。预计未来三年 EPS 分别为 1.64/1.96/2.25 元，对应当前股价 PE 分别为 15/13/11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3582	4397	5080	5684
增长率(%)	42.87	22.74	15.55	11.88
EBITDA(百万元)	552.38	703.34	781.40	782.14
归属母公司净利润(百万元)	281.04	387.23	462.39	530.41
增长率(%)	32.39	37.79	19.41	14.71
EPS(元/股)	1.19	1.64	1.96	2.25
市盈率(P/E)	20.66	15.00	12.56	10.95
市净率(P/B)	2.65	2.41	2.18	1.96
EV/EBITDA	13.23	9.58	8.29	7.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	3582	4397	5080	5684	营业收入	42.9%	22.7%	15.6%	11.9%
营业成本	2498	2985	3447	3854	营业利润	6.4%	56.7%	19.0%	17.1%
税金及附加	22	27	31	35	归属于母公司净利润	32.4%	37.8%	19.4%	14.7%
销售费用	278	321	371	404	获利能力				
管理费用	351	422	483	534	毛利率	30.3%	32.1%	32.2%	32.2%
研发费用	110	145	166	199	净利率	6.7%	8.3%	8.6%	8.8%
财务费用	52	56	44	32	ROE	11.8%	14.9%	16.1%	16.8%
资产减值损失	0	-4	-5	-5	ROIC	15.3%	12.5%	13.7%	15.2%
营业利润	282	442	526	615	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	50.6%	46.7%	43.5%	40.1%
营业外支出	10	12	12	12	流动比率	2.57	2.37	2.15	2.07
利润总额	273	431	515	605	营运能力				
所得税	33	65	77	103	应收账款周转率	5.56	5.69	5.69	5.69
净利润	240	367	438	502	存货周转率	5.19	6.28	6.28	6.28
归母净利润	281	387	462	530	总资产周转率	0.69	0.85	0.96	1.04
每股收益(元)	1.19	1.64	1.96	2.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.19	1.64	1.96	2.25
货币资金	534	440	508	568	每股净资产	10.13	11.05	12.15	13.41
交易性金融资产	3	3	3	3	估值比率				
应收票据及应收账款	653	776	897	1003	PE	20.66	15.00	12.56	10.95
预付款项	12	22	26	29	PB	2.65	2.41	2.18	1.96
存货	481	475	549	614	现金流量表				
流动资产合计	1933	2036	2321	2572	净利润	240	367	449	511
固定资产	1726	1677	1652	1640	折旧和摊销	227	216	222	145
在建工程	187	222	188	113	营运资本变动	-178	-169	-97	-85
无形资产	545	532	519	506	其他	61	63	35	22
非流动资产合计	3263	3146	2984	2879	经营活动现金流净额	350	477	610	592
资产总计	5196	5182	5305	5451	资本开支	36	-100	-60	-40
短期借款	0	80	178	234	其他	-1194	-8	-3	2
应付票据及应付账款	398	430	497	555	投资活动现金流净额	-1158	-108	-63	-38
其他流动负债	353	350	403	451	股权融资	-499	0	0	0
流动负债合计	751	860	1078	1241	债务融资	376	-239	-233	-229
其他	1878	1559	1229	943	其他	32	-225	-246	-264
非流动负债合计	1878	1559	1229	943	筹资活动现金流净额	-91	-464	-479	-494
负债合计	2630	2420	2307	2184	现金及现金等价物净增加额	-904	-95	68	60
股本	182	182	182	182					
资本公积金	548	548	548	548					
未分配利润	1661	1878	2138	2436					
少数股东权益	176	155	131	102					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2566	2763	2998	3267					
负债和所有者权益总计	5196	5182	5305	5451					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048