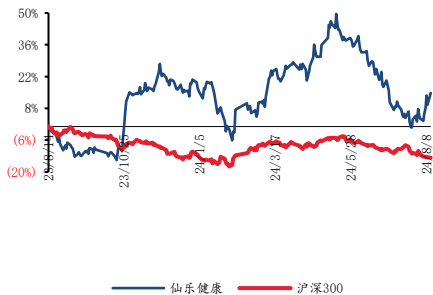


## 仙乐健康: Q2 业绩符合预期, 内生维持较高盈利水平

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.36/2.36
总市值/流通(亿元)	58.07/58.07
12个月内最高/最低价(元)	43.38/21.22

### 相关研究报告

<<仙乐健康: 2024Q1 收入符合预期, 内生盈利水平提升超预期>>—2024-04-23

<<仙乐健康: 内生提速&BF 改善, 功能食品龙头稳步前行>>—2023-11-17

<<仙乐健康: 内生提速增长, BF 逐步扭亏, 业绩超预期增长>>—2023-10-30

### 证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现收入 19.90 亿元, 同比+28.9%, 归母净利润 1.54 亿元, 同比 52.7%, 扣非归母净利润 1.54 亿元, 同比+55.5%。2024Q2 实现收入 10.39 亿元, 同比+23.3%, 归母净利润 0.91 亿元, 同比+27.4%, 扣非归母净利润 0.90 亿元, 同比+21.2%。

**国内捕捉行业结构性机会实现稳增长, 海外需求延续较快增长。**分地区来看, 2024H1 中国/欧洲/美洲/新兴市场分别实现收入 8.3/2.9/7.3/4.5 亿元, 分别同比+4.2%/+13.8%/+65.4%/+185.7%。单 Q2 来看, 公司在国内坚持做深做透原有高价值客户, 升级爆品打造能力夯实客户基础, 并紧抓行业结构化机会, 在外部环境整体较疲软的情况下预计仍然实现中高个位数增长。美洲地区与 BF 协同效应体现, 软糖客户以及新项目开拓进展顺利, 在手订单充沛, 预计美洲内生实现个位数增长, BF 实现提速增长。欧洲则通过头部客户口袋份额提升获得稳定增长, 加大东欧、南欧开拓力度, 预计 Q2 延续双位数稳增长趋势。亚太区扩大澳洲头部企业合作项目, 有望维持翻倍增长。

**产品结构继续优化, 内生净利率稳定在较高水平。**2024H1 公司毛利率同比提升 2.6pct 至 32.1%, 其中内生毛利率同比+2.8pct, 主因高毛利剂型软糖占比提升, 加上公司对定价策略进行更好管控, 并对凝胶等原材料采用锁价、全球采购策略压缩成本。同时 BF 随产能爬坡及降本提效优化下毛利率实现逐级改善。费用方面, Q2 销售费用率同比提升 0.6pct 至 8.0%, 主因销售团队升级, 并新成立全球大客户部门拓展新渠道、新产品; 同时公司通过提升人效和优化专业服务费等措施, 有效压缩管理费用支出, 包含股权激励费用后管理费用率同比+0.4pct。Q2 财务费用率同比提升 1.4pct, 主因可转债、银行借款利息以及汇兑损益影响。测算 Q2 内生净利率保持稳定, BF 由于存在律师咨询、人员优化等一次性费用, 加上软糖未实际投入生产的影响, Q2 预计仍有亏损, 环比基本持平。

**盈利预测:** 目前公司国内及欧洲内部调整效果逐步显现, 下半年对于国内客户, 公司将继续坚持做深做透高价值客户战略, 并紧抓行业结构化机会, 新开拓增长快速的跨境电商、兴趣电商、美妆个护、mcn 机构等客户, 有望在下半年逐步贡献业绩增量。欧洲地区则坚持大客户策略, 通过南欧、东欧、中东等新兴市场获取增量, 并增加植物基软糖等新品获取客户更多口袋份额。今年美洲地区去库存影响消退, BF 子公司个护、软糖产线均已顺利投产, 目前在手订单充沛, BF 与美国内生业务形成较强的协同促进作用, 美国地区收入预期表现亮眼, BF 有望至下半年逐步止亏。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 43.5/49.9/56.7 亿元, 分别同比+22%/15%/15%, 实现归母净利润分别为 3.9/4.8/5.9 亿元, 分别同比+40%/23%/22%, PE 分别为 15/12/10X。我们按照 2024 年业绩给 20 倍 PE, 一年目标价 33.4 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 食品安全风险; 行业竞争加剧; 原材料成本上涨风险; BF 盈利不及预期; 汇率变动加剧; 大客户订单交付不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,582	4,353	4,986	5,665
营业收入增长率(%)	42.87%	21.52%	14.55%	13.62%
归母净利（百万元）	281	393	484	591
净利润增长率(%)	32.39%	39.97%	23.00%	22.06%
摊薄每股收益（元）	1.56	1.67	2.05	2.50
市盈率（PE）	22.24	14.76	12.00	9.83

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,502	534	443	202	37
应收和预付款项	476	633	622	698	809
存货	233	481	366	447	525
其他流动资产	222	284	356	362	368
流动资产合计	2,433	1,933	1,787	1,709	1,739
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,235	1,440	1,624	1,778	1,885
在建工程	69	187	188	179	194
无形资产开发支出	217	578	770	993	1,230
长期待摊费用	21	169	282	282	282
其他非流动资产	2,644	2,822	3,032	3,260	3,615
资产总计	4,186	5,196	5,897	6,491	7,206
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	259	398	406	466	525
长期借款	0	83	121	121	121
其他负债	1,225	2,149	2,438	2,470	2,505
负债合计	1,484	2,630	2,965	3,056	3,150
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	1,890	2,374	2,964
归母公司股东权益	2,702	2,390	2,780	3,264	3,855
少数股东权益	0	176	151	171	201
股东权益合计	2,702	2,566	2,931	3,435	4,056
负债和股东权益	4,186	5,196	5,897	6,491	7,206

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	445	386	707	705	824
投资性现金流	284	-1,158	-1,157	-940	-983
融资性现金流	-78	-91	358	-6	-6
现金增加额	681	-868	-92	-241	-165

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,507	3,582	4,353	4,986	5,665
营业成本	1,726	2,498	2,927	3,352	3,780
营业税金及附加	15	22	26	30	34
销售费用	130	278	348	399	442
管理费用	304	351	435	504	550
财务费用	7	52	60	22	24
资产减值损失	-5	0	0	0	0
投资收益	23	2	7	50	57
公允价值变动	-2	-58	0	0	0
营业利润	265	282	438	600	739
其他非经营损益	-14	-9	-1	-1	-1
利润总额	252	273	437	600	739
所得税	39	33	69	96	118
净利润	212	240	368	504	621
少数股东损益	0	-41	-25	20	30
归母股东净利润	212	281	393	484	591

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.18%	30.27%	32.77%	32.77%	33.27%
销售净利率	8.47%	7.85%	9.04%	9.70%	10.42%
销售收入增长率	5.84%	42.87%	21.52%	14.55%	13.62%
EBIT 增长率	-14.23%	55.38%	27.71%	25.10%	22.75%
净利润增长率	-8.43%	32.39%	39.97%	23.00%	22.06%
ROE	7.86%	11.76%	14.15%	14.82%	15.32%
ROA	5.07%	5.41%	6.67%	7.45%	8.20%
ROIC	5.81%	8.69%	8.97%	10.10%	11.06%
EPS (X)	1.18	1.56	1.67	2.05	2.50
PE (X)	31.18	22.24	14.76	12.00	9.83
PB (X)	2.46	2.63	2.09	1.78	1.51
PS (X)	2.65	1.76	1.33	1.16	1.03
EV/EBITDA (X)	15.70	10.93	9.32	7.82	6.72

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。