

2024年10月24日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中国区订单边际承压，精益降本持续推进

—仙乐健康（300791.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

2024年10月23日，仙乐健康发布2024年三季度报告。

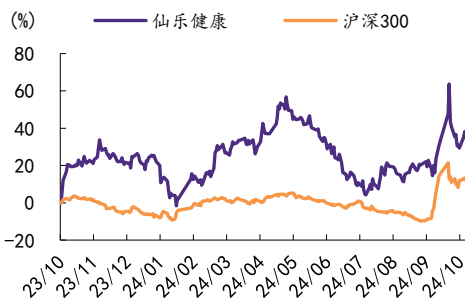
投资要点

基本数据

2024-10-24

当前股价（元）	26.8
总市值（亿元）	63
总股本（百万股）	236
流通股本（百万股）	194
52周价格范围（元）	21.35-42.98
日均成交额（百万元）	47.57

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《仙乐健康（300791）：业绩保持高增，持续优化产能布局》2024-08-12
- 《仙乐健康（300791）：盈利能力优化，业务开拓顺利》2024-07-22
- 《仙乐健康（300791）：经营韧性彰显，BF业务可期》2024-04-22

■ 营收增速放缓，持续推进降本工作

公司2024Q1-Q3实现营收30.48亿元（同增22%），归母净利润2.40亿元（同增30%），扣非归母净利润2.36亿元（同增28%）。其中2024Q3公司营收10.58亿元（同增10%），其中中国区增速放缓，美洲区与亚太区增速强劲，归母净利润0.85亿元（同增2%），扣非归母净利润0.82亿元（同减4%）。盈利端，2024Q3公司毛利率同减2pct至29.63%，公司内生业务持续做精益生产与降本动作，实行人员柔性管理，推进备件国产化，BF业务规模化效应与协同效应释放，逐季减亏，毛利率有望持续回升，销售/管理费用率分别同比-0.1pct/+1pct至7.27%/9.39%，净利率同减1pct至7.26%。

■ 软胶囊剂型稳定增长，美洲区贡献主要增量

产品端来看，软胶囊前三季度同比高双位数增长，降本增效推进提升毛利率表现；软糖前三季度收入增速高于整体，主要得益于出口业务提升，规模化效应释放；饮品与粉剂类产品毛利率持续优化。分区域来看，中国区受到传统客户调低全年预测，以及新零售机会抓取滞后影响，三季度相对承压，得益于药店全覆盖与零售渠道拓展，全年累计订单预计仍能达双位数增长；美洲区前三季度收入加订单总额已超过2024年目标，同时拉美新市场拓展带来三季度订单同比翻倍，BF业务销售协同如期推进，个护业务生产计划与仓储安排持续改善，生产效率与订单交付能力得到提高；亚太区域来看，澳洲市场头部客户软胶囊2亿元订单于三季度交付，后续持续跟进片剂、粉剂新品开发合作，预计四季度延续快速增长趋势；欧洲区自动化包装产线交付，大幅缩短交付周期，公司端到端服务能力持续提升。

■ 盈利预测

我们短期看好公司通过推动一系列整合措施和降本增效措施，促进BF盈利能力提升，长期看好公司产品研发创新能力、B端强大市场竞争力，根据三季报，我们调整公司2024-

2026 年 EPS 为 1.58/2.05/2.56（前值为 1.76/2.28/2.86）元，当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业增速放缓风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,582	4,317	5,031	5,700
增长率（%）	42.9%	20.5%	16.5%	13.3%
归母净利润（百万元）	281	374	483	604
增长率（%）	32.4%	33.1%	29.1%	25.1%
摊薄每股收益（元）	1.55	1.58	2.05	2.56
ROE（%）	11.0%	13.4%	15.7%	17.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	534	932	1,365	1,876
应收款	626	710	717	718
存货	481	348	356	358
其他流动资产	291	327	346	357
流动资产合计	1,933	2,317	2,784	3,309
非流动资产:				
金融类资产	221	241	256	266
固定资产	1,440	1,456	1,404	1,328
在建工程	187	75	30	12
无形资产	545	518	490	464
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,091	1,091	1,091	1,091
非流动资产合计	3,263	3,140	3,015	2,896
资产总计	5,196	5,456	5,799	6,205
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	398	373	385	380
其他流动负债	300	300	300	300
流动负债合计	751	714	726	726
非流动负债:				
长期借款	1,049	1,129	1,169	1,199
其他非流动负债	829	829	829	829
非流动负债合计	1,878	1,958	1,998	2,028
负债合计	2,630	2,673	2,725	2,755
所有者权益				
股本	182	236	236	236
股东权益	2,566	2,784	3,075	3,450
负债和所有者权益	5,196	5,456	5,799	6,205

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	240	322	416	521
少数股东权益	-41	-52	-67	-83
折旧摊销	221	123	123	118
公允价值变动	-58	-13	-8	-2
营运资金变动	23	-3	-7	-4
经营活动现金净流量	386	378	457	550
投资活动现金净流量	-1158	76	82	84
筹资活动现金净流量	1170	-25	-86	-115
现金流量净额	398	429	454	518

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,582	4,317	5,031	5,700
营业成本	2,498	2,998	3,482	3,925
营业税金及附加	22	28	32	35
销售费用	278	332	382	428
管理费用	351	419	483	542
财务费用	52	25	14	1
研发费用	110	142	166	188
费用合计	791	918	1,046	1,159
资产减值损失	0	-1	0	0
公允价值变动	-58	-13	-8	-2
投资收益	2	4	5	6
营业利润	282	374	478	594
加:营业外收入	1	1	2	3
减:营业外支出	10	9	8	7
利润总额	273	366	472	590
所得税费用	33	44	56	70
净利润	240	322	416	521
少数股东损益	-41	-52	-67	-83
归母净利润	281	374	483	604

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	42.9%	20.5%	16.5%	13.3%
归母净利润增长率	32.4%	<u>33.1%</u>	29.1%	25.1%
盈利能力				
毛利率	30.3%	30.6%	30.8%	31.1%
四项费用/营收	22.1%	21.3%	20.8%	20.3%
净利率	6.7%	7.5%	8.3%	9.1%
ROE	11.0%	13.4%	15.7%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	49.0%	47.0%	44.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.7	6.1	7.0	7.9
存货周转率	5.2	8.7	9.9	11.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.55	1.58	2.05	2.56
P/E	17.3	16.9	13.1	10.5
P/S	1.4	1.5	1.3	1.1
P/B	2.0	2.4	2.1	1.8

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。