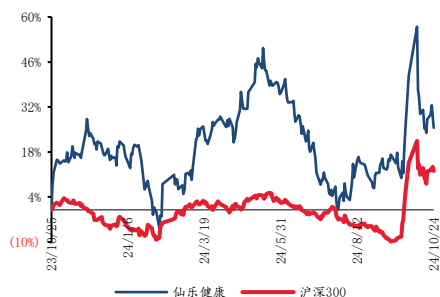


仙乐健康：国内需求疲软拖累整体表现，海外延续高增态势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 2.36/1.94
总市值/流通(亿元) 63.21/52.09
12个月内最高/最低价(元) 43.38/21.22

相关研究报告

<<仙乐健康: Q2 业绩符合预期, 内生维持较高盈利水平>>—2024-08-15

<<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

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 年三季报, 2024 年前三季度公司实现营收 30.48 亿元, 同比+21.80%; 归母净利润 2.40 亿元, 同比+29.52%; 扣非净利润 2.36 亿元, 同比+28.11%。其中, Q3 单季度实现营收 10.58 亿元, 同比+10.43%; 归母净利润 0.85 亿元, 同比+1.63%; 扣非净利润 0.82 亿元, 同比-4.62%。

国内客户渠道变革导致整体增速放缓, 海外订单维持高增。公司 Q3 整体收入同比+10%, 符合此前预期, 海外增速保持较快增长, 而整体增速环比 2 季度有所放缓, 主因国内直销、药企等传统大客户受到线上跨境电商、新兴品牌分流影响。但公司在国内药店渠道仍实现远快于行业增速, 维持高个位数增长。新零售业务通过与盒马、costco、孩子王等客户合作获得较快增长。海外地区来看, Q3 美洲内生双位数增长, 主因现有大客户份额提升、新拓拉美市场客户, 前三季度收入+在手订单超全年目标; 预计 BF 增速超 20%, 其中保健品业务双位数增长, 个护收入大幅增长, 产能利用率与订单交付能力均有明显提升。Q3 欧洲增长稳健(预计 10%左右), 亚太维持高增节奏, 预计澳洲新客贡献较大增量。

客户结构变化影响 Q3 盈利表现, BF 环比减亏。2024Q3 公司毛利率为 29.63%, 同比-1.65pct, 毛利率下降预计与国内高价值客户经营较疲软有关, 客户结构占比变化对毛利率略有拖累。Q3 销售/管理/财务费用分别-0.1/+1.0/+0.9pct, 管理费用率提升主因内部人员调整优化以及股权激励费用摊销影响, 利息及汇兑损益增加导致财务费用率有所提升。Q3 公司整体净利率同比-0.7pct 至 8.1%, 其中预计内生净利率为 13.5%左右, BF 亏损约 2700 万元, 若剔除摊销费用影响, BF 净利润亏损 1800+万, BF 减亏略慢于预期, 主因公司重点在内部人员优化的调整以及生产供应链的提效优化上。目前生产效率、订单交付等方面问题正逐步改善。

盈利预测:展望 Q4, 公司将通过内部组织调整应对国内渠道分流变化, 优化团队交付能力及中后台响应能力, 加大力度突破高价值跨境电商业务, 预计 Q4 中国地区收入环比改善。美洲内生及 BF 在手订单充沛, 预计维持股权激励目标左右增长, 欧洲保持稳健增速, 亚太延续高增态势。全年股权激励收入目标有望达成, 业绩目标完成有一定压力。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 43.4/49.7/56.4 亿元, 归母净利润分别为 3.6/4.8/5.9 亿元, PE 分别为 17/13/11X。我们按照 2025 年业绩给 17 倍 PE, 一年目标价为 34.68 元。

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 | 4,336 | 4,966 | 5,642 |
| 营业收入增长率(%) | 42.87% | 21.06% | 14.52% | 13.61% |
| 归母净利(百万元) | 281 | 363 | 481 | 590 |

| | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润增长率(%) | 32.39% | 29.01% | 32.76% | 22.55% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.56 | 1.54 | 2.04 | 2.50 |
| 市盈率(PE) | 22.24 | 17.44 | 13.13 | 10.72 |

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 | 391 | 146 | -20 |
| 应收和预付款项 | 476 | 633 | 620 | 696 | 806 |
| 存货 | 233 | 481 | 370 | 447 | 525 |
| 其他流动资产 | 222 | 284 | 355 | 360 | 366 |
| 流动资产合计 | 2,433 | 1,933 | 1,735 | 1,648 | 1,677 |
| 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 | 771 | 993 | 1,231 |
| 长期待摊费用 | 21 | 169 | 282 | 282 | 282 |
| 其他非流动资产 | 2,644 | 2,822 | 2,998 | 3,216 | 3,571 |
| 资产总计 | 4,186 | 5,196 | 5,863 | 6,449 | 7,163 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 259 | 398 | 411 | 465 | 525 |
| 长期借款 | 0 | 83 | 121 | 121 | 121 |
| 其他负债 | 1,225 | 2,149 | 2,423 | 2,453 | 2,488 |
| 负债合计 | 1,484 | 2,630 | 2,955 | 3,039 | 3,134 |
| 股本 | 180 | 182 | 236 | 236 | 236 |
| 资本公积 | 1,048 | 548 | 505 | 505 | 505 |
| 留存收益 | 1,278 | 1,496 | 1,859 | 2,340 | 2,930 |
| 归母公司股东权益 | 2,702 | 2,390 | 2,757 | 3,238 | 3,828 |
| 少数股东权益 | 0 | 176 | 151 | 171 | 201 |
| 股东权益合计 | 2,702 | 2,566 | 2,908 | 3,410 | 4,029 |
| 负债和股东权益 | 4,186 | 5,196 | 5,863 | 6,449 | 7,163 |

现金流量表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 445 | 386 | 671 | 701 | 824 |
| 投资性现金流 | 284 | -1,158 | -1,164 | -940 | -984 |
| 融资性现金流 | -78 | -91 | 349 | -6 | -6 |
| 现金增加额 | 681 | -868 | -144 | -245 | -165 |

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,507 | 3,582 | 4,336 | 4,966 | 5,642 |
| 营业成本 | 1,726 | 2,498 | 2,959 | 3,349 | 3,779 |
| 营业税金及附加 | 15 | 22 | 26 | 30 | 34 |
| 销售费用 | 130 | 278 | 338 | 387 | 423 |
| 管理费用 | 304 | 351 | 434 | 502 | 547 |
| 财务费用 | 7 | 52 | 60 | 22 | 25 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 2 | 7 | 50 | 56 |
| 公允价值变动 | -2 | -58 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 265 | 282 | 401 | 597 | 739 |
| 其他非经营损益 | -14 | -9 | -1 | -1 | -1 |
| 利润总额 | 252 | 273 | 400 | 597 | 738 |
| 所得税 | 39 | 33 | 63 | 95 | 118 |
| 净利润 | 212 | 240 | 338 | 501 | 620 |
| 少数股东损益 | 0 | -41 | -25 | 20 | 30 |
| 归母股东净利润 | 212 | 281 | 363 | 481 | 590 |

预测指标

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 31.18% | 30.27% | 31.77% | 32.57% | 33.02% |
| 销售净利率 | 8.47% | 7.85% | 8.36% | 9.69% | 10.45% |
| 销售收入增长率 | 5.84% | 42.87% | 21.06% | 14.52% | 13.61% |
| EBIT 增长率 | -14.23% | 55.70% | 18.07% | 34.50% | 23.20% |
| 净利润增长率 | -8.43% | 32.39% | 29.01% | 32.76% | 22.55% |
| ROE | 7.86% | 11.76% | 13.15% | 14.86% | 15.41% |
| ROA | 5.07% | 5.41% | 6.18% | 7.46% | 8.23% |
| ROIC | 5.81% | 8.71% | 8.37% | 10.12% | 11.12% |
| EPS (X) | 1.18 | 1.56 | 1.54 | 2.04 | 2.50 |
| PE (X) | 31.18 | 22.24 | 17.44 | 13.13 | 10.72 |
| PB (X) | 2.46 | 2.63 | 2.29 | 1.95 | 1.65 |
| PS (X) | 2.65 | 1.76 | 1.46 | 1.27 | 1.12 |
| EV/EBITDA (X) | 15.70 | 10.92 | 10.56 | 8.44 | 7.22 |

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。