

仙乐健康 (605338.SH)

保健品 ODM 龙头，内生外延并进

优于大市

核心观点

2024 年第三季度收入同比增长 10.4%。2024 前三季度实现营业总收入 30.48 亿元，同比增长 21.80%；实现归母净利润 2.40 亿元，同比增长 29.52%；实现扣非归母净利润 2.36 亿元，同比增长 28.11%；2024 第三季度实现营业总收入 10.58 亿元，同比增长 10.44%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 1.63%；实现扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长-4.65%。

中国区第三季度需求边际承压，美洲区延续高增，软糖和硬胶囊剂型收入增速亮眼。分地区看，2024 年第三季度中国区市场渠道结构调整下阶段性承压，环比降速，预计第四季度环比改善；美洲区第三季度大客户份额持续提升，出口业务在手订单充沛，BF 双位数增长；欧洲区三季度延续稳健增长，持续推动新客户开拓；新域市场在低基数下维持景气增长，开拓印尼、俄罗斯等新兴市场。分产品看，软胶囊作为公司核心剂型保持较高的增速，软糖则随渗透率提升保持景气增长，在 2024 年上半年分别增长 26.8%/60.5%。

客户结构变化致毛利率下降，管理费用率提升，BF 减亏仍在进行，综合致净利率短期回落。2024 年第三季度公司销售毛利率为 29.63%，同比-1.65pct，主要系中国部分传统直销和传统药企类型大客户调低全年预期，高毛利率的中国区收入占比降低，同时 BF 减亏不及预期亦有影响。费用方面，2024 年第三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 7.27%/9.39%/2.96%，同比分别-0.14pct/+1.03pct/-0.06pct，管理费率同比提升预计主要系人才提前储备。最终 2024 年第三季度公司归母净利率为 8.07%，同比-0.70pct。

营养保健食品 ODM 龙头，研发效率领先。老龄化背景下保健品行业景气度高，2024-2026 年预计 CAGR6.2%，去中心化背景下利好代工龙头。仙乐健康药企出身，深耕行业数十载成就龙头地位，具备显著的资质、研发和产品优势，公司全球化布局成效显著，竞争优势不断夯实，中长期成长空间充分。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计 2024/2025/2026 年公司实现营业总收入 43.18/49.31/55.74 亿元，同比增长 21%/14%/13%，归母净利润 3.52/4.46/5.50 亿元，同比增长 25%/27%/23%，每股收益分别为实现 1.49/1.89/2.33 元。当前股价对应 PE 分别为 18.0/14.2/11.5 倍。首次覆盖给予公司 2025 年 PE16-18x，合理价格区间为 30.24-34.02 元，对应市值区间为 71-80 亿元，较当前股价有 9-22% 溢价空间。

风险提示：需求疲软；原材料上涨；行业竞争加剧；政策风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,507	3,582	4,318	4,931	5,574
(+/-%)	5.8%	42.9%	20.6%	14.2%	13.0%
净利润(百万元)	212	281	352	446	550
(+/-%)	-8.4%	32.4%	25.2%	26.8%	23.3%
每股收益(元)	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33
EBIT Margin	10.0%	9.0%	9.3%	10.8%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	11.8%	13.3%	15.1%	16.5%
市盈率 (PE)	22.8	17.3	18.0	14.2	11.5
EV/EBITDA	16.8	13.8	15.3	12.2	10.2
市净率 (PB)	1.79	2.04	2.40	2.14	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

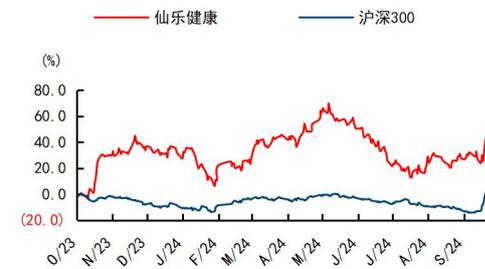
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	30.24 - 34.02 元
收盘价	26.85 元
总市值/流通市值	6333/5219 百万元
52 周最高价/最低价	43.38/21.22 元
近 3 个月日均成交额	42.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

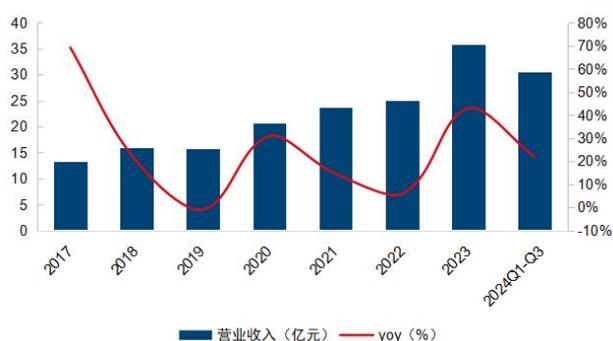
相关研究报告

《仙乐健康 (605338.SH) - 经营韧性凸显，新厂投产支撑业务扩张》——2022-10-31

《仙乐健康 (605338.SH) - 门店与团餐业务扩张顺利，盈利能力持续向好》——2022-08-11

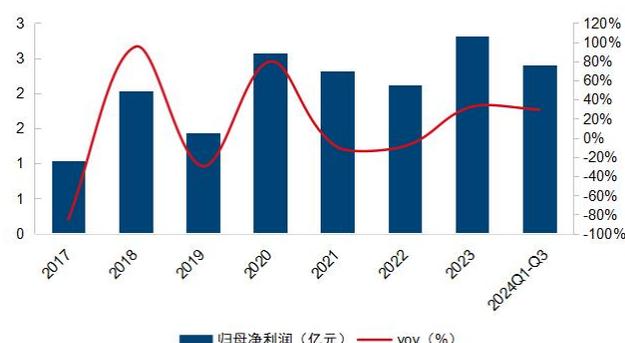
2024 前三季度公司实现营业总收入 30.48 亿元，同比增长 21.80%；实现归母净利润 2.40 亿元，同比增长 29.52%；实现扣非归母净利润 2.36 亿元，同比增长 28.11%；2024 年第三季度实现营业总收入 10.58 亿元，同比增长 10.44%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 1.63%；实现扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长-4.65%。公司 2024 年营业收入继续实现稳步增长，主要系海外景气推动下，欧洲区依然维持稳健增长，美洲在合并 BF 后，实现美洲业务拓展和订单增长，新域市场在低基数下增长更快。

图1：仙乐健康营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：仙乐健康归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：仙乐健康单季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：仙乐健康单季度归母净利润及增速

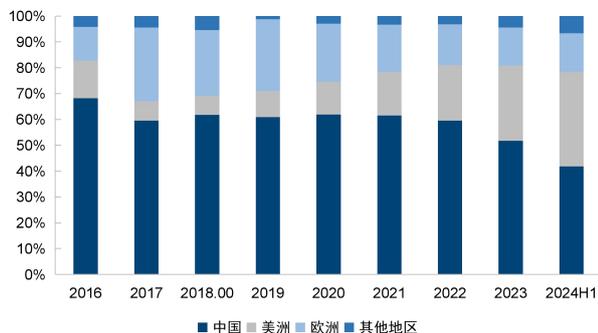


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分地区看，海外景气延续，美洲及新域市场维持高速增长。分地区看，2024 年第三季度中国区阶段性承压，环比第二季度降速，主要系市场渠道结构调整下，新零售客户市场开发、医药品牌客户表现较弱所致，预计第四季度环比改善；美洲区第三季度大客户份额持续提升，出口业务在手订单充沛，BF 双位数增长；欧洲区三季度延续稳健增长，持续推动新客户开拓，新增利洁时软糖项目合作落地；新域市场在低基数下维持景气增长，持续开拓印尼、俄罗斯等新兴市场。

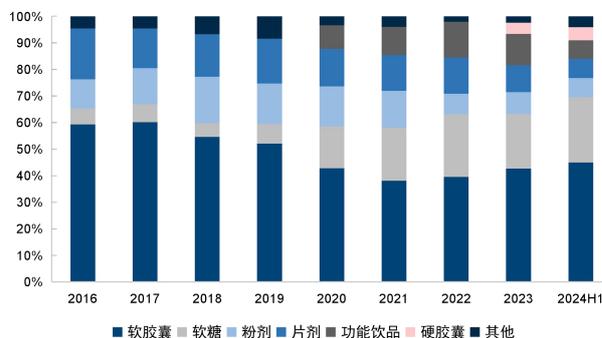
分产品看，软糖和硬胶囊保持亮眼增速。2024 上半年软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型/其他业务实现收入 8.9/1.4/1.4/4.9/1.4/1.0/0.8/0.1 亿元，同比 +26.8%/-17.5%/+13.3%/+60.5%/-14.4%/+70.2%/+315.2%/+270.7%，软胶囊作为公司核心剂型保持较高的增速，软糖则随渗透率提升保持景气增长。

图5: 分区域: 中国区阶段性承压, 美洲区延续高增



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 分产品: 软糖和硬胶囊剂型收入增速亮眼

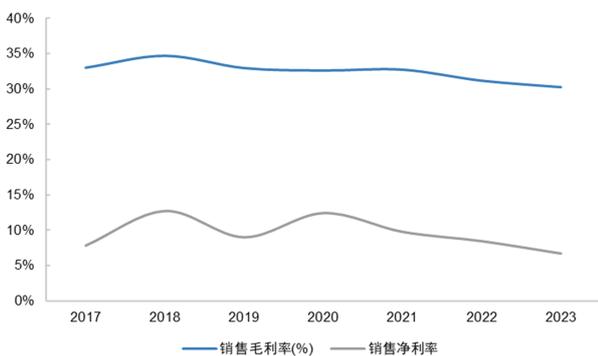


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024年Q3毛利率、净利率同比下降, Q1-Q3毛利率、净利率同比上升。2024年Q3公司销售毛利率为29.63%, 同比-1.65pct, 主要系中国部分传统直销和传统药企类型大客户调低全年预期, 订单的季度影响和部分区域的订单结构调整对毛利率略有拖累, 但公司反馈大客户和高价值客户内部份额依然稳定。

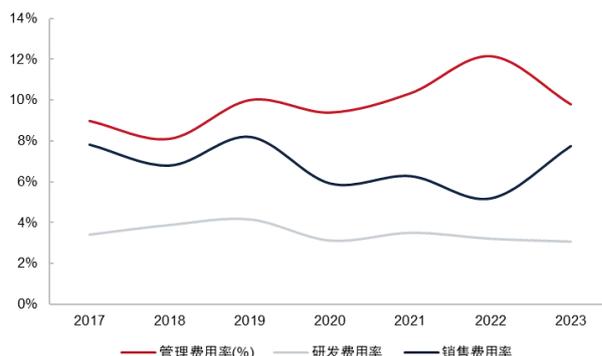
费用方面, 2024年Q3管理/研发/销售费用率分别为7.27%/9.39%/2.96%, 同比分别-0.14pct/+1.03pct/-0.06pct, 主要原因包括内部人员调整优化等, 公司Q3进行销售团队升级, 针对客户类型重新梳理销售团队, 后续有望实现竞争力增强实现改善。2024年Q3公司销售净利率为8.07%, 同比-0.70pct。

图7: 仙乐健康毛利率和净利率变化情况



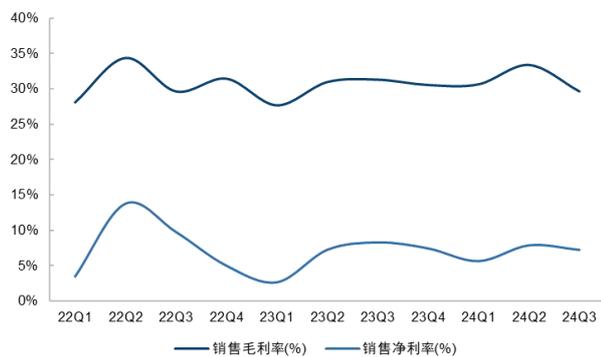
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 仙乐健康费用率情况



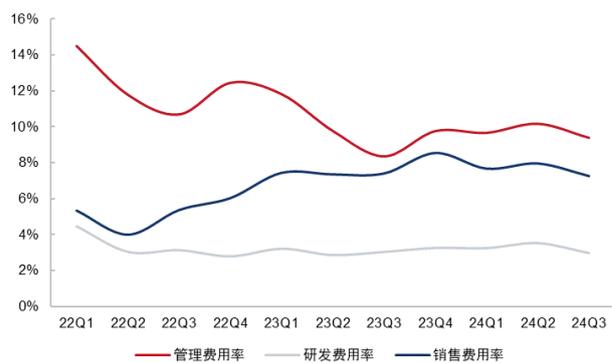
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：仙乐健康单季度毛利率及净利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：仙乐健康单季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保健品 ODM 龙头，综合效率领先

保健品 ODM 龙头，内耕外拓大有可为。仙乐健康药企出身，后布局健康食品 ODM 领域，当前已成为综合效率领先的全球 ODM 龙头。公司围绕“创新科技”和“国际化”两大战略，致力于为全球营养食品健康行业的客户提供全链式的解决方案。目前公司已发展为集研发、生产、销售、技术服务为一体的保健食品供应商，产品剂型丰富，包括软糖、片剂、粉剂、饮品等业务，满足消费者多元化需求，并且与国内外知名客户建立了稳定的合作关系，成为营养健康行业 B 端龙头企业，公司发展历程主要包括三个阶段：

- ◆ **创业初期阶段（1993 年-2007 年）：药企背书，生产研发能力强。**1993 年，仙乐健康前身广东仙乐制药有限公司成立，主要从事软胶囊药品制造。2000 年，公司开始转型代工，进入营养保健食品 CDMO 赛道，开展保健品代工业务。2007 年，公司建立汕头黄山路第二工厂，营养软糖、固体制剂车间顺利投产，至此，公司具备了多剂型合同生产能力。
- ◆ **快速发展阶段（2009 年-2015 年）：规模化生产能力提升，内生增长推动发展迅速。**2010 年，汕头泰山路全新的现代化厂区建成投产，公司进行品牌升级，并成为中国少数通过美国 NPA-GMP 认证的营养保健食品生产企业之一。2012 年，健康饮品生产线高速集成化，顺利投产。2013 年，连续六年在保健品领域出口排名全国领先。2015 年，公司更名为仙乐健康科技股份有限公司。
- ◆ **全球化战略阶段（2016 年至今）：全球化布局，综合效率领先。**2016 年，仙乐健康全资收购德国 Ayanda GmbH，这是公司在海外市场的重要布局，公司还将自主品牌广东千林出售给辉瑞制药，并与其达成战略合作关系，标志着公司进一步聚焦于合同研发生产模式(CDMO)。2019 年，仙乐健康成为国内营养健康食品 CDMO 领域第一家 A 股上市公司，为公司的多元化发展提供了新的平台和资源。2023 年初，公司完成对北美领先的营养健康食品 CDMO 公司 Best Formulations（简称 BF）71.41%股权的收购，进一步完善了中美欧三大生产基地及全球供应链布局。

图11：仙乐健康发展历程

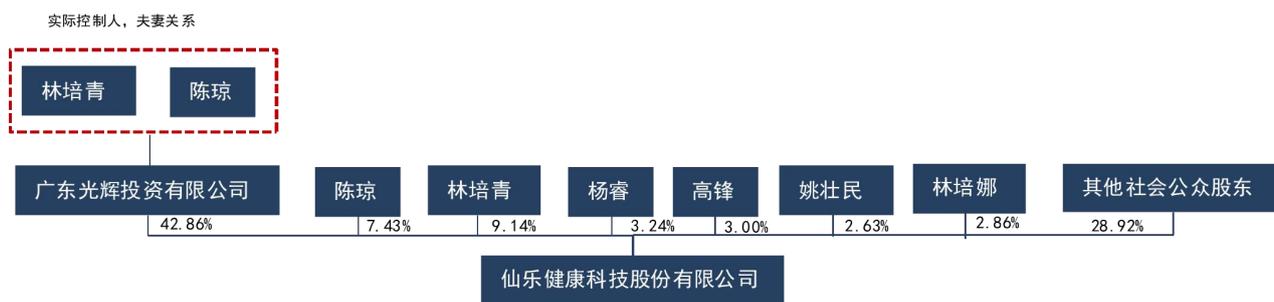


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

创始人为公司实控人，公司股权结构稳定。公司实际控制人林培青、陈琼为夫妇关系，两人分别直接持有公司 9.14%和 7.43%的股权，通过广东光辉投资有限公司间接持有的股权 30.00%，合计共持有公司约 46.57%的股权，公司股权结构清晰集中。此外，管理层多具药企背景，赋能公司健康平稳运营，其中林培青、姚壮民分别曾任汕头金石制药总厂副厂长、销售经理，陈琼曾任舵滨化学药业总公司舵滨制药厂研究所制剂研究员，现为公司核心技术人员。

公司高管经验丰富，股权激励激发员工积极性。上市后推出两轮股票激励及一轮中长期员工持股计划，全方位激发公司员工活力。其中，2020 年计划对公司包括副总杨睿、董秘郑丽群在内的 49 名高管及核心技术人员授予 85.81 万份，2023 年计划对包括董秘郑丽群、财务负责人夏凡在内的 76 名高管及核心技术人员授予 154.63 万份。两次授予价格折价率均在 50%左右，2020 年更多侧重国内人才，2023 年加强了对海外核心高端人才的激励力度。此外，2023 年公司推出中长期员工持股计划，股权激励计划考核解锁目标为 24-26 年营收分别不低于 43.13/49.27/55.66 亿元，对应 25-26 年收入增速 14.2%/13.0%。员工持股计划计提奖励金的触发条件为 24 年归母净利润达 4.005 亿元，25-26 年有待商定。

图12: 仙乐健康股权结构（截止 2024 三季度报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 仙乐健康主要管理层成员简介（截止 2024 年三季度报）

姓名	职务	年龄	持股数 (万股)	持股比例 (%)	主要工作经历
林培青	董事长, 董事, 总经理	59	2156.54	9.14%	曾任汕头金石制药总厂副厂长、仙乐有限董事长、总经理。现任广东光辉执行董事、上海盛瑞董事长、仙乐控股有限公司董事。
朱桂龙	独立董事	60	--	--	先后任合肥工业大学预测与发展研究所助理研究员、副研究员、研究员；现任华理理工大学工商管理学院二级教授、仙乐健康独立董事。
胡世明	独立董事	55	--	--	历任北京中州事务所审计部副总经理，现任仙乐健康科技股份有限公司独立董事。
高见	独立董事	52	--	--	历任汕头大学科研处科技开发科副科长，人文社会科学管理办公室副主任、主任、副处长；现任仙乐健康独立董事。
姚壮民	董事, 副总经理	54	621.81	2.63%	曾任汕头金石制药总厂销售经理，广东千林健康产业有限公司董事、总经理。现任仙乐（上海）健康科技有限公司执行董事兼总经理。
杨睿	董事	54	763.54	3.24%	曾任汕头金石制药总厂部门经理，仙乐有限董事、副总经理，现任广东光辉副总经理、仙乐健康科技股份有限公司董事。
陈琼	董事, 副总经理	58	1752.19	7.43%	曾任仙乐有限董事、副总经理，现任上海盛瑞投资有限公司董事、上海轩锋监事、上海轩宏监事、仙乐（上海）生命技术有限公司执行董事兼总经理。
谢盈瑜	监事会主席, 职工监事	42	--	--	2002 加入广东仙乐制药有限公司，现任仙乐健康科技股份有限公司汕头工厂供应链负责人、职工代表监事、监事会主席。
张美彬	监事	36	--	--	现任仙乐健康科技股份有限公司汕头工厂产品制造经理、监事。
朱少钦	监事	39	--	--	现任仙乐健康科技股份有限公司设备管理经理、监事。

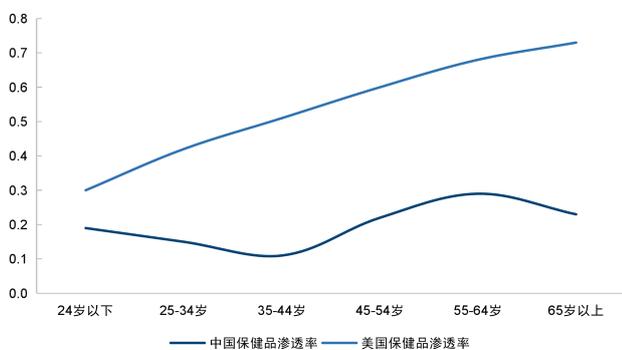
郑丽群	副总经理, 董事会秘书	53	--	历任广东仙乐制药有限公司财务部经理、财务总监, 现任仙乐健康科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。
夏凡	财务负责人	41	--	曾任联合利华食品北亚区财务总监、赛默飞世尔中国业务财务总监。现任仙乐健康科技股份有限公司财务负责人

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

保健品行业持续扩容, 去中心化利好代工龙头

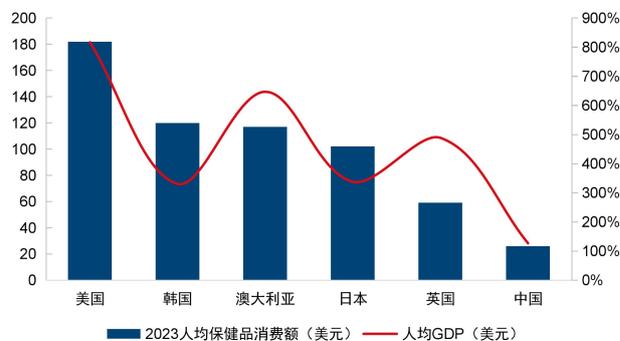
老龄化趋势叠加健康意识提升, 功能性食品大有可为, 保健品维持景气增长。近年来, 随着老龄化趋势及消费者健康意识的提升, 功能性食品成为新风口。“熬夜、脱发、补脑、健胃”等生活方式下, 年轻人养生常态化, 中年群体愈发注重疾病预防及营养调理, 银发一族则一贯关注健康风险管控, 为健康“买单”成为全年龄层群体的“刚需”。预计到2030年, 我国65岁及以上的老年人口比例将超过20%, 进入所谓的“超级老龄化社会”, 老龄化趋势下, 伴随消费人群的扩宽, 保健品行业渗透率预计持续提升。根据欧睿数据, 2023年中国营养健康食品零售规模超过370亿美元, 过去三年的年均复合增长率为7.0%, 预计未来三年将保持6.2%的增速, 到2026年全国规模将达442亿美元。2023年全球保健品行业规模预计超过1870亿美元, 预计未来三年保持6%的稳健增速。

图13: 中美各年龄段保健品渗透率



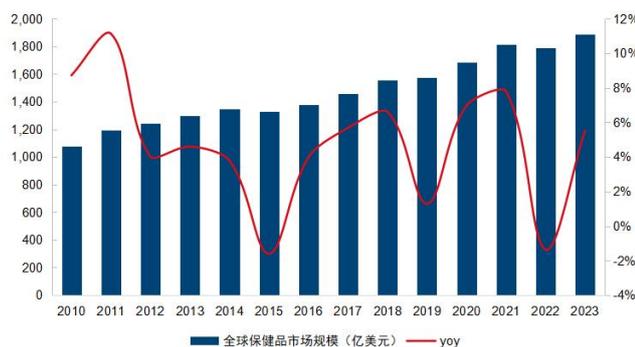
资料来源: IQVIA, 转引自前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图14: 人均保健品消费额与人均GDP存在正向关系



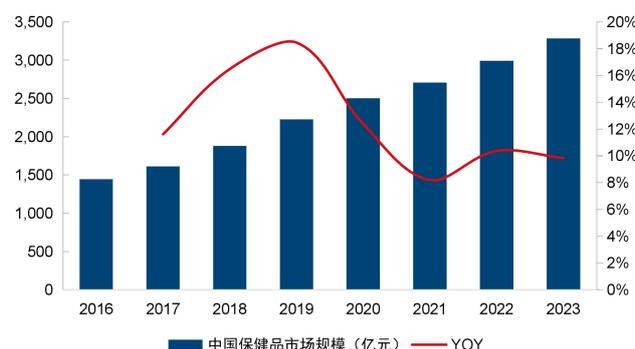
资料来源: 通联数据, 国信证券经济研究所整理

图15: 全球保健品行业规模及市场增速



资料来源: 通联数据, 国信证券经济研究所整理

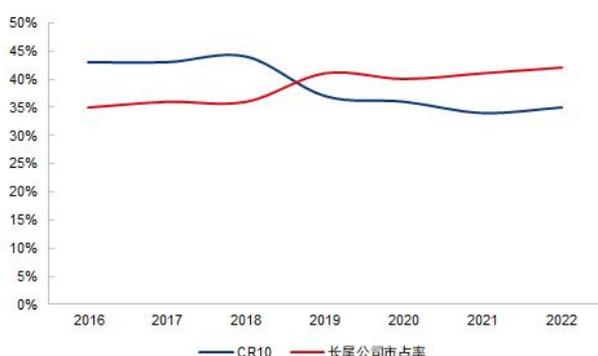
图16: 中国保健品行业市场规模及市场增速



资料来源: 通联数据, 国信证券经济研究所整理

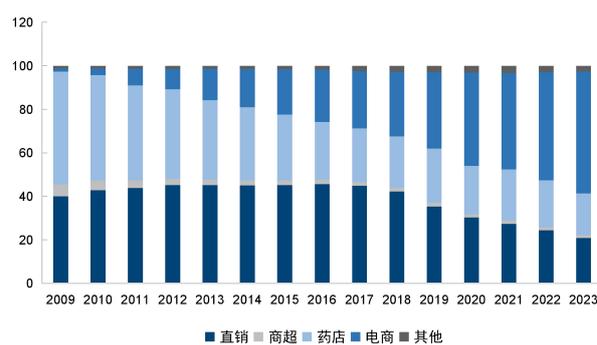
保健品行业格局整体分散，近年来注册备案双轨制叠加渠道线上化，去中心化趋势更加明显。我国保健品行业自上世纪90年代开始萌芽，初期监管尚不成熟，粗犷式营销下行业野蛮生长，而后政策端经历从严格管控规范秩序到审批简化促进发展，当前实施的“备案+注册”双轨制审批流程下，申报难度更低，使得布局企业大大增加。一方面，过去保健品被线下直营渠道垄断，近年来线上渠道快速发展降低了新布局企业进入门槛，一些符合线上销售特征的保健品无需批文要求，大量新兴品牌如竞相入局。另一方面，保健品的长期成长性和高盈利属性同样吸引了许多成熟企业跨品类布局，进一步加大业内竞争。伊利、松鼠、良品、洽洽、玛氏等玩家积极布局泛功能性食品，保健品零售端去中心化趋势明显。参照美国长尾公司（市占率小于0.01%）市占率上升的趋势，中国近年来长尾化趋势同样明显，行业格局趋于分散。

图17: 中国C端品牌长尾公司市占率显著提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 长尾公司指市占率小于0.01%的公司)

图18: 中国保健品行业电商渠道占比迅速提升, 降低行业门槛



资料来源: 通联数据, 国信证券经济研究所整理

去中心化趋势下，保健品产业链呈现上下游均较分散的格局，利好B端代工企业。保健品下游需求多元，胶囊、粉剂、片剂、软糖等产品形态丰富，长尾化品牌自建研发成本高、效率低，选择专业化代工厂商成为良策。根据欧睿数据，2023年

中国/美国/欧洲营养健康食品代工市场规模分别达 35/84/37 亿美元（人民币），2023-2026 中国/美国/欧洲地区预计 7.2%/4.7%/6.8%增速。

仙乐健康研发强劲，剂型全覆盖，响应速度快，全球市场份额持续扩张。仙乐健康药企出身，研发费率领先竞争对手，覆盖剂型全面；同时，公司依托海外成熟市场的丰富经验，在全球布局五大研发中心和营销中心，市场洞察能力强，前瞻布局软糖、功能饮品、益生菌产品、代餐粉等，具备主动产品开发能力而非传统受托制造能力，供应链响应迅速，与辉瑞、拜耳、葛兰素史克等大型药企及安利、雀巢、玛氏、安琪等食品企业形成了长期合作关系，客户粘性较强，2023 年前五大客户占比约 22.77%，全球市场份额持续扩张。

图19: 各国保健品代工企业市场规模（亿美元）

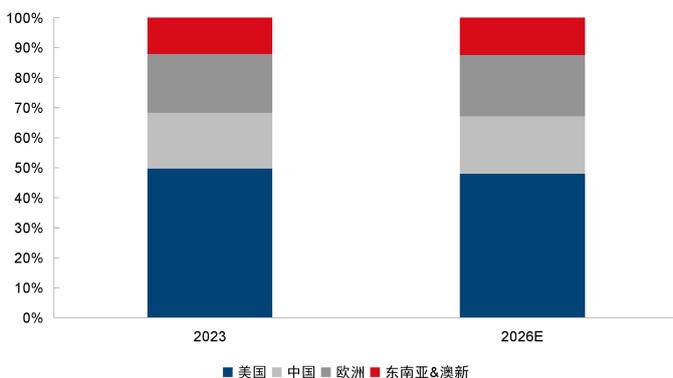
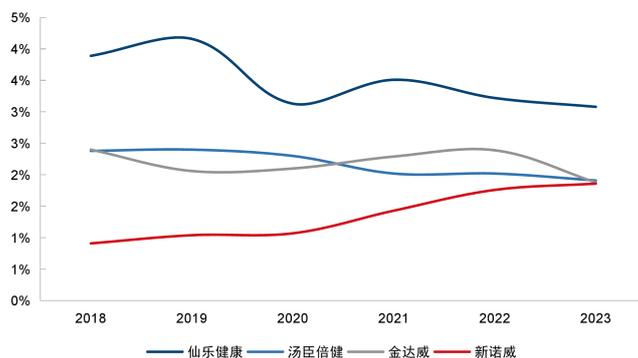


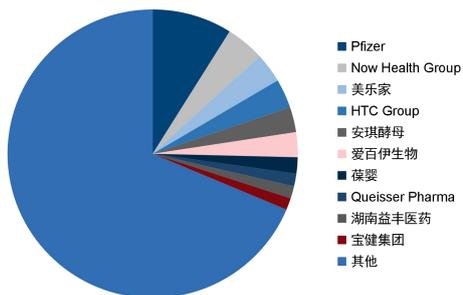
图20: 仙乐健康研发费用高于竞争公司



资料来源：仙乐内部研究，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图21: 仙乐与 Piping rock、美乐家等客户达成稳定合作关系



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图22: 仙乐健康在全球布局五大研发中心，享受全球工程师红利



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

中国区：中国老龄化加速推进，保健品市场量价齐升，市场空间扩大，仙乐作为深耕多年的 CDMO 市场龙头，产品矩阵丰富，有望享受行业扩容红利。预计中国区 2024/2025/2026 年收入 19.30/21.42/23.78 亿元，同比增长 4.3%/11.0%/11.0%。

欧洲区：考虑到欧洲区老龄化和年均收入双升下，营养健康食品消费存在较大增长空间，公司收购欧洲前五软胶囊厂商 Ayanda 有望进一步提升市场份额。预计 2024/2025/2026 年收入 6.03/6.64/7.10 亿元，同比增长 14.0%/10.0%/7.0%。

美洲区：考虑到美国作为全球最大的 CDMO 市场，市场空间广阔，维矿类软糖维持高增，通过不断满足客户本土化生产需求、研产销联动建立起高效率、强研发的优势，市占率提升潜力大；同时 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，在仙乐健康多年软糖业务研发经验的加持下，有望发挥协同效应，加速推进，转化为收入。预计 2024/2025/2026 年收入 15.87/18.41/20.99 亿元，同比增长 52.0%/16.0%/14.0%。

表2: 仙乐健康营收拆分（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,369	2,507	3,582	4,318	4,931	5,574
yoy	15%	6%	43%	21%	14%	13%
毛利率	32.72%	31.18%	30.27%	31.0%	32.0%	32.3%
分地区						
中国区						
收入	1,458.2	1,491.4	1,850.9	1,930.0	2,142.3	2,377.9
yoy	14.1%	2.3%	24.1%	4.3%	11.0%	11.0%
欧洲区						
收入	435.4	395.5	529.1	603.2	663.5	709.9
yoy	-5.7%	-9.2%	33.8%	14.0%	10.0%	7.0%
美洲（包含 BF）						
收入	398.1	540.9	1,044.1	1,587.1	1,841.0	2,098.8
yoy	49.8%	35.9%	93.0%	52.0%	16.0%	14.0%
其他地区						
收入	77.3	79.5	157.8	197.3	284.7	387.2
yoy	26.7%	2.8%	98.6%	25.0%	44.3%	36.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024/25/26 年营收 43.18/49.31/55.74 亿元，同比增长 21%/14%/13%，考虑到公司产能不断释放以及全局化采购下成本降低，毛利率 31.0%/32.0%/32.3%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2507	3582	4318	4931	5574
营业成本	1726	2498	2980	3353	3774
销售费用	130	278	333	370	406
管理费用	304	351	435	487	536
财务费用	7	52	33	31	32
营业利润	265	282	402	531	647
利润总额	252	273	393	522	638
归属于母公司净利润	212	281	352	446	550
EPS	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33
ROE	7.9%	11.8%	13.3%	15.1%	16.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到 2024/2025/2026 年公司实现营业总收入 43.18/49.31/55.74 亿元, 同比增长 21%/14%/13%, 2024/25/26 年公司实现归母净利润 3.52/4.46/5.50 亿元, 同比增长 25%/27%/23%, 每股收益分别为实现 1.49/1.89/2.33 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,507	3,582	4,392	5,078	5,806
(+/-%)	5.8%	42.9%	22.6%	15.6%	14.3%
净利润(百万元)	212	281	352	446	550
(+/-%)	-8.4%	32.4%	25.2%	26.8%	23.3%
每股收益(元)	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33
中性预测					
营业收入(百万元)	2,507	3,582	4,318	4,931	5,574
(+/-%)	5.8%	42.9%	20.6%	14.2%	13.0%
净利润(百万元)	212	281	352	446	550
(+/-%)	-8.4%	32.4%	25.2%	26.8%	23.3%
每股收益(元)	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,507	3,582	4,245	4,787	5,349
(+/-%)	5.8%	42.9%	18.5%	12.8%	11.7%
净利润(百万元)	212	281	352	446	550
(+/-%)	-8.4%	32.4%	25.2%	26.8%	23.3%
每股收益(元)	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33
总股本(百万股)	248	250	250	250	250

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：34.51-36.29 元

我们将公司分为可预测期（2025-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2024-2026 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2024/25/26 年公司实现营业总收入 43.18/49.31/55.74 亿元，同比增长 21%/14%/13%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 3.52/4.46/5.50 亿元，同比增长 25%/27%/23%，每股收益分别为实现 1.49/1.89/2.33 元。

过渡期（2027-2033 年）：假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 5-10% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：早中长期看，保健品行业景气度较高，仙乐作为 ODM 龙头竞争优势不断夯实，全球市场份额持续扩张。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 1.0%。

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	5.84%	42.87%	20.56%	14.19%	13.03%	9.61%	8.81%	7.92%	7.51%	5.43%	5.33%	5.00%
营业成本/营业收入	68.82%	69.73%	69.00%	68.00%	67.70%	67.50%	67.30%	67.10%	66.90%	66.70%	66.50%	66.30%
管理费用/营业收入	12.14%	9.79%	9.58%	9.44%	9.23%	9.14%	8.70%	8.70%	8.70%	8.70%	8.70%	8.70%
研发费用/营业收入	3.22%	3.08%	3.30%	3.20%	3.12%	3.12%	3.12%	3.12%	3.12%	3.12%	3.12%	3.12%
销售费用/销售收入	5.19%	7.75%	7.71%	7.51%	7.29%	7.15%	7.10%	7.05%	7.00%	6.95%	6.90%	6.85%
营业税及附加/营业收入	0.59%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
所得税税率	15.60%	12.07%	13.10%	14.56%	13.83%	13.39%	13.72%	13.87%	13.70%	13.67%	13.74%	13.75%
股利分配比率	35.84%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%	29.83%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9552	T	13.10%
无风险利率	2.70%	Ka	9.58%
股票风险溢价	7.20%	有杠杆 Beta	1.12
公司股价 (元)	26.8	Ke	10.77%
发行在外股数 (百万)	236	E/(D+E)	83.40%
股票市值 (E, 百万元)	6325	D/(D+E)	16.60%
债务总额 (D, 百万元)	1259	WACC	9.74%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9552x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.7%，股票风险溢价率取 7.20%；债务成本采用公司长期借款利率 5.3%；由此计算出 WACC 为 9.74%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 34.51-36.29 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.54%	9.64%	9.74%	9.84%	9.94%
永续 增长 率变 化	1.3%	37.58	36.94	36.31	35.70	35.10
	1.2%	37.24	36.61	35.99	35.39	34.80
	1.1%	36.91	36.29	35.68	35.09	34.51
	1.0%	36.59	35.98	35.38	34.79	34.22
	0.9%	36.27	35.67	35.08	34.51	33.95
	0.8%	35.96	35.37	34.79	34.23	33.67
	0.7%	35.66	35.08	34.51	33.95	33.40

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：30.24–34.02 元

选取和公司较为相似的保健品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。对比同类公司，仙乐健康规模大、剂型丰富、研发能力强，龙头优势显著。功能食品行业需求旺盛，产业链下游行业分散，专业化分工成趋势，上游代加工企业确定性强。可比公司 2024/2025 年平均 PE 为 21/18x。考虑公司虽然以代工业务为主，但在需求刚性支撑下有望保持稳健增长，给予公司 2025 年 PE16–18x，合理价格区间为 30.24–34.02 元，对应市值区间为 71–80 亿元，较当前股价有 9–22%溢价空间。

表 7: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300791.SZ	仙乐健康	优于大市	27.85	63	1.49	1.89	17.98	14.18
603102.SH	百合股份	不适用	34.43	21	1.23	1.34	27.99	25.69
300146.SZ	汤臣倍健	不适用	13.06	217	0.57	0.77	22.91	16.96
300765.SZ	新诺威	不适用	29.24	396	2.58	2.89	11.33	10.12

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：百合股份、汤臣倍健、新诺威均为 Wind 一致预测，截止 2024 年 10 月 29 日数据

投资建议

综合上述几个方面的估值，预计 2024/2025/2026 年公司实现营业总收入 43.18/49.31/55.74 亿元，同比增长 21%/14%/13%，2024/2025/2026 年公司实现利润 3.52/4.46/5.50 亿元，同比增长 25%/27%/23%，每股收益分别为实现 1.49/1.89/2.33 元，对应当前股价 PE 分别为 18/14/12 倍。我们认为，短期看，BF 减亏不及预期，但内生净利率仍维持在较高水平，且中国区第四季度有望环比改善，美国欧洲区维持景气增长，全年股权激励目标信心充足。中长期看，保健品行业景气度较高，仙乐作为 ODM 龙头竞争优势不断夯实，全球市场份额持续扩张。首次覆盖，给与“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.7%、风险溢价 7.2%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**行业政策风险**。政府对保健品行业的监管日益严格，出台了一系列政策法规来规范市场秩序和保障产品质量，保健品行业可能会面临更加严格的监管，限制产品的创新；
- 2、**市场竞争加剧**。随着健康意识的提升和消费升级，越来越多的企业进入保健品市场，导致市场竞争日益激烈新进入者的不断涌现，加剧了市场的价格战，削弱了企业的利润空间。

经营风险

- 1、**原材料采购质量安全控制的风险**。公司所用原材料品种较多，包括植物类、动物类、真菌类、益生菌类、生物活性物质类等原辅料，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险；
- 2、**市场开拓不及预期**。美洲地区表现作为核心区域营收不及预期，BF 外延业务在手订单短缺，软糖产品推进不及预期。

市场风险

- 1、**主要原材料价格波动的风险**。原材料价格随季节波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1502	534	599	800	902	营业收入	2507	3582	4318	4931	5574
应收款项	464	626	757	865	977	营业成本	1726	2498	2980	3353	3774
存货净额	233	481	580	649	728	营业税金及附加	15	22	27	31	35
其他流动资产	46	70	86	99	111	销售费用	130	278	333	370	406
流动资产合计	2433	1933	2223	2612	2919	管理费用	304	351	435	487	536
固定资产	1304	1627	1917	2139	2274	研发费用	81	110	143	158	174
无形资产及其他	178	545	523	501	479	财务费用	7	52	33	31	32
投资性房地产	271	1091	1091	1091	1091	投资收益	23	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	(58)	(5)	0	0
资产总计	4186	5196	5754	6344	6763	其他收入	(87)	(43)	(103)	(128)	(144)
短期借款及交易性金融负债	7	64	120	241	130	营业利润	265	282	402	531	647
应付款项	259	398	503	536	563	营业外净收支	(14)	(9)	(9)	(9)	(9)
其他流动负债	203	289	357	399	446	利润总额	252	273	393	522	638
流动负债合计	470	751	980	1177	1139	所得税费用	39	33	52	76	88
长期借款及应付债券	908	1049	1139	1219	1289	少数股东损益	0	(41)	(10)	0	0
其他长期负债	106	829	829	829	829	归属于母公司净利润	212	281	352	446	550
长期负债合计	1015	1878	1968	2048	2118	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1484	2630	2948	3225	3258	净利润	212	281	352	446	550
少数股东权益	0	176	169	169	169	资产减值准备	8	(4)	1	1	1
股东权益	2702	2390	2637	2950	3336	折旧摊销	124	221	205	249	287
负债和股东权益总计	4186	5196	5754	6344	6763	公允价值变动损失	(3)	58	5	0	0
						财务费用	7	52	33	31	32
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	408	(312)	(72)	(112)	(131)
每股收益	1.18	1.55	1.49	1.89	2.33	其它	(8)	(24)	(8)	(1)	(1)
每股红利	0.42	0.46	0.44	0.56	0.70	经营活动现金流	741	219	483	583	707
每股净资产	14.97	13.16	11.17	12.50	14.14	资本开支	0	(440)	(480)	(450)	(400)
ROIC	6.87%	7.95%	9%	11%	12%	其它投资现金流	342	(32)	21	0	0
ROE	7.86%	11.76%	13%	15%	16%	投资活动现金流	342	(472)	(459)	(450)	(400)
毛利率	31%	30%	31%	32%	32%	权益性融资	30	14	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	9%	11%	12%	负债净变化	0	83	90	80	70
EBITDA Margin	15%	15%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(76)	(84)	(105)	(133)	(164)
收入增长	6%	43%	21%	14%	13%	其它融资现金流	(175)	(726)	56	121	(111)
净利润增长率	-8%	32%	25%	27%	23%	融资活动现金流	(298)	(714)	41	68	(205)
资产负债率	35%	54%	54%	54%	51%	现金净变动	786	(967)	65	201	102
股息率	1.6%	1.7%	2.2%	2.7%	3.4%	货币资金的期初余额	716	1502	534	599	800
P/E	22.8	17.3	18.0	14.2	11.5	货币资金的期末余额	1502	534	599	800	902
P/B	1.8	2.0	2.4	2.1	1.9	企业自由现金流	0	(247)	1	142	316
EV/EBITDA	16.8	13.8	15.3	12.2	10.2	权益自由现金流	0	(890)	118	316	248

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032