仙乐健康(300791)

报告日期：2025 年 03 月 31 日

B 端格局趋于集中，中国龙头迈向世界

——仙乐健康深度报告

投资要点

- **一句话核心推荐逻辑：**
  中国营养健康食品 CDMO 龙头，短期看 25 年或迎中国区收入恢复正增长和 BF 减亏双改善，期待改善落地后估值业绩双击向上；长期看中国龙头有望成长为全球龙头。
- **赛道β和公司α如何看？**
  赛道β：营养健康食品下游零售市场（即 C 端）全球 24-27 年 CAGR 预期为 5.6%，而公司所处中游合同制造环节（即 B 端）有望伴随代工比率的提升，CAGR 增速更快。分地区来看，以美国为代表的高渗透率、成熟的 C 端市场有抗经济周期波动的增长韧性，同时我们预计 25 年中国 C 端市场景气度环比恢复。
  公司α：（1）收入端：全球化元年，依托研发、客户经验、全球产能和高效响应能力，有望实现美、中、欧、亚太多地业务开拓和市占率提升。**（2）盈利端：**毛利率受三因素影响，其中强研发推动下的产品结构不断升级和降本增效皆有望推升毛利率，而中国区新锐品牌占比提升或使毛利率承压，三因素综合来看，中性情境下展望整体毛利率或稳中有升；管理费用率中期有下降空间，净利率有望持续提升（其中内生净利率有望稳定在高位，BF 净利率有望拾级抬升）。
- **主要的预期差在哪里？**
  市场担心：（1）格局：营养健康食品 C 端马太效应突出，而公司所处的 B 端缺乏弹性。（2）盈利能力：公司净利率偏低，同时担心中国区毛利率会伴随新锐品牌客户占比提升而下降。
  我们认为：（1）格局：全球 C 端长尾效应突出，天然利好 B 端龙头带头提升集中度。**（2）盈利能力：**近年来内生净利率维持 12%左右的高水平。其中欧洲区净利率已经提升到较高水平。同时，中国区毛利率受到三因素共同作用，中性情境下或稳中有升。展望未来，内生净利率有望维持高位的同时，伴随 BF 不断减亏，总体净利率有望持续走高。**（3）收入：**澳洲业务有望贡献新增量。
- **潜在的催化剂是什么？**
  新增客户/订单落地；主力产品供不应求，产品结构持续升级下，主力剂型毛利率提升；主力地区收入增速超预期，市占率超预期提升，盈利能力超预期提升。
- **盈利预测与估值**
  预计仙乐 24-26 年收入 42.7、49.4、57.1 亿，同增 19%、16%、15%；归母净利润 3.3、4.1、5.2 亿，同增 19%、22%、28%。选择汤臣倍健、百合股份作为可比公司，考虑到海外业务长期成长性下，公司 25 年或迎中国区收入恢复正增长和 BF 减亏双改善，年内看 82 亿目标市值（对应 25 年 20X PE），维持“买入”评级。
- **风险提示**
  需求不及预期，全球贸易政策变动，大客户销售不及预期或转移订单。

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一
执业证书号：S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥26.17
总市值(百万元)	6,209.46
总股本(百万股)	237.27

股票走势图

相关报告

1 《24Q2 经营平稳符合预期，激励和员工持股目标坚定》 2024.08.11
2 《24Q2 经营平稳，激励和员工持股目标坚定》 2024.07.21
3 《长短期逻辑共振，估值有望提升》 2024.04.23

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,582	4,266	4,941	5,705
(+/-) (%)	42.87%	19.10%	15.82%	15.47%
归母净利润	281	334	406	518
(+/-) (%)	32.39%	18.69%	21.68%	27.64%
每股收益(元)	1.18	1.41	1.71	2.18
P/E	22.09	18.61	15.30	11.99

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 这是一家怎样的公司？ 5
1.1 公司治理 5
1.2 主营业务 6
1.3 商业模式 7
1.4 竞争格局 8
2 公司所处赛道有 β 吗？ 10
2.1 细分赛道发展阶段 10
2.2 细分赛道景气变化 11
2.3 景气变化驱动逻辑 11
2.4 赛道贝塔如何体现 12
3 公司经营情况有 α 吗？ 14
3.1 公司的市场地位 14
3.2 核心竞争壁垒 14
3.2.1 研发端：技术升级建立产品竞争壁垒，中国工程师红利造就研发成本优势 14
3.2.2 客户端：与头部客户共同成长，丰富经验赋能新锐品牌 15
3.2.3 产能端：全球三地产能布局，智能生产提效 16
3.3 经营边际变化 18
3.4 公司的 α 如何 20
4 未来主要预期差在哪？ 21
5 股价上涨由何驱动？ 22
5.1 预期差的跟踪检验指标 22
5.2 驱动股价上涨的催化剂 22
6 盈利预测与估值 22
7 主要风险因素提示 23

图表目录

图 1： 仙乐健康股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）..... 5
图 2： 仙乐健康的业务领域..... 6
图 3： 仙乐健康提供涵盖六大经典剂型+六大创新剂型的全剂型解决方案..... 7
图 4： 公司提供一站式解决方案..... 7
图 5： 中国合同制造商基本情况一览图..... 8
图 6： 全球营养健康食品零售市场规模（零售额口径，单位：亿美元）..... 10
图 7： 主要市场营养健康食品市场规模（零售额口径，亿美元）..... 10
图 8： 2023 年全球主要市场营养健康食品人均消费额（美元）..... 10
图 9： 中国营养健康食品零售市场规模（单位：亿美元）和增速..... 11
图 10： 美国历史 GDP 增速及营养健康食品零售市场规模增速..... 11
图 11： 全球营养健康食品各品类规模（零售额口径，亿美元）..... 11
图 12： 中国各剂型增速（零售额口径，百万美元）..... 11
图 13： 中国人口同比增长率..... 12
图 14： 22-26 年各年龄段收入增长变化..... 12
图 15： 全年龄段几乎每天吃保健品的人群比例逐年上升..... 12
图 16： 频次提升..... 12
图 17： 中国市场前十及长尾品牌市占率变化..... 13
图 18： 美国市场前十及长尾品牌市占率变化..... 13
图 19： 西欧市场前十及长尾品牌市占率变化..... 13
图 20： 全球市场前十及长尾品牌市占率变化..... 13
图 21： 五大研发中心..... 14
图 22： 科研成果丰硕..... 15
图 23： 历年研发投入和研发费用率..... 15
图 24： 公司部分核心品牌客户..... 15
图 25： 前五名客户合计销售额及占总收入比例..... 16
图 26： 2023 年公司前五名客户销售额及占比..... 16
图 27： 对单一大客户的依赖度下降..... 16
图 28： 与部分大客户的合作情况..... 16
图 29： 七大自动化基地，提供前沿可靠的产品和服务供应..... 16
图 30： 公司 23 年报产能情况..... 17
图 31： 公司各产品剂型产能利用率..... 17
图 32： 自动化技术加持..... 17
图 33： 公司获多项权威认证..... 17
图 34： 仙乐健康历年毛净利率..... 20
图 35： 仙乐健康历年费用率..... 20

表 1： 公司核心团队具有丰富的药品、保健食品品种开发与技术研发创新经验..... 5
表 2： 美国大中小型合同制造商基本情况一览表（数据截至 2022.7）..... 8
表 3： 中国头部合同制造商的体量和竞争优势（营收单位：亿元）..... 9
表 4： 仙乐健康各地区营收、增速和占比一览表..... 18
表 5： 仙乐健康各产品毛利率一览表..... 20
表 6： 仙乐健康可比公司估值表..... 22

表附录：三大报表预测值 24

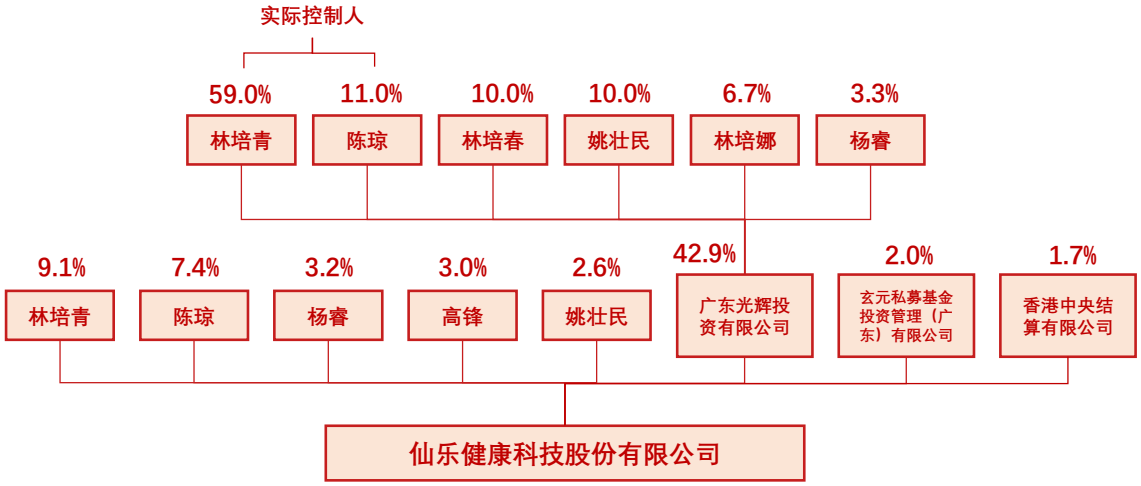
1 这是一家怎样的公司？

仙乐健康专注营养健康食品 CDMO 业务三十余年，在中国、欧洲、美国建立了三大生产基地和五个研发基地。公司坚持“创新科技”和“国际化”战略，是具有全球竞争力的中国营养健康食品合同研发生产（Contract Development and Manufacturing Organization，简称“CDMO”）龙头企业。公司专注营养健康食品 B 端业务，在保持保健食品已有优势的同时，积极拓展至功能性食品领域，是国内第一家以营养健康食品 B 端业务为主营业务的上市公司，在 B 端市场具有较强影响力和知名度。公司目前是国内第一家规模化生产植物基软胶囊的营养健康食品研发和生产企业，也是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。

1.1 公司治理

公司股权结构稳定，实控人林培青和陈琼夫妇共持股 46.6%。截至 2024 年 9 月 30 日，公司实控人为林培青和陈琼夫妇，分别直接持有公司 9.1%、7.4%的股份，并通过持有广东光辉投资有限公司分别间接持有公司 25.3%、4.7%的股份，共计分别持有公司 34.4%、12.1%的股份，合计持有股份 46.6%。林培青现任公司董事长及总经理，陈琼现任公司董事及副总经理。

图1： 仙乐健康股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
备注：广东光辉投资有限公司的股东信息来源于国家企业信用信息公示系统

管理层经验丰富，技术背景过硬。公司核心团队具有丰富的药品从业和技术研发经验，其中林培青和姚壮民先生曾任职汕头金石制药总厂，陈琼女士作为公司核心技术人员，作为主要发明人参与研发的多项新产品、新技术获国家知识产权局授权为发明专利。

表1： 公司核心团队具有丰富的药品、保健食品品种开发与技术研发创新经验

姓名	职位	持股比例	年龄	履历
林培青	董事长 总经理	34.4%	60	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、上海盛瑞投资有限公司董事长、Sirio Europe Verwaltungs GmbH 董事、Sirio Nutrition Co., Ltd 董事和 CEO、仙乐控股有限公司董

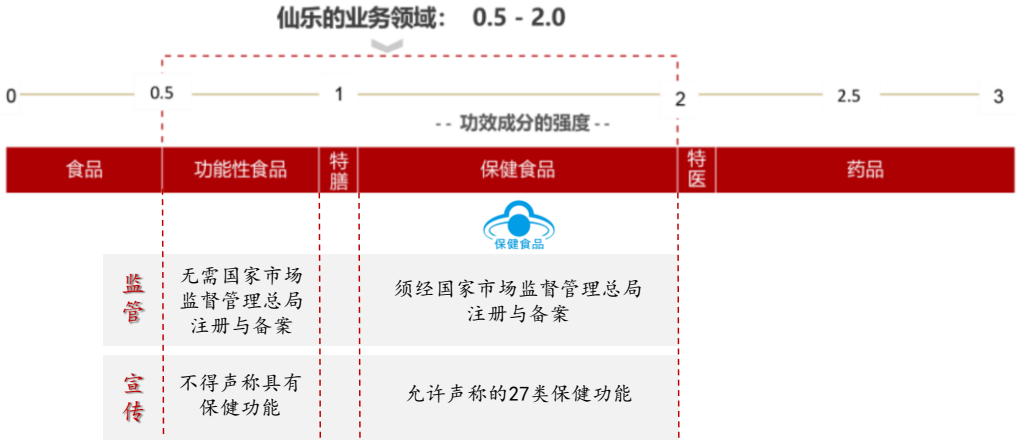
				事。
陈琼	董事 副总经理	12.1%	59	曾任鲅滨化学药业总公司鲅滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质管理课长、仙乐有限董事、副总经理，现任上海盛瑞投资有限公司董事、上海轩锋投资有限公司监事、上海轩宏投资有限公司监事、仙乐（上海）生命技术有限公司执行董事兼总经理、Best Formulatoins 管理人（Manager）。
姚壮民	董事	6.9%	55	曾任汕头金石制药总厂销售经理，广东千林健康产业有限公司董事、总经理，现任维乐维执行董事兼总经理、上海盛瑞投资有限公司董事、广东仟佰大健康产业有限公司执行董事兼总经理、嘉美（广东）管理有限公司执行董事兼总经理、宁波昌达股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、宁波巨丰股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、仙乐（上海）健康科技有限公司执行董事兼总经理、Sirio Europe Verwaltungs GmbH 董事、Sirio Healthcare Holdings LLC. CEO。
郑丽群	副总经理 董事会秘书	0.1%	54	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任,2002 年 2 月加入仙乐有限,历任仙乐有限财务部经理、财务总监,现任本公司副总经理、董事会秘书。
夏凡	财务负责人	/	42	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。现任本公司财务负责人、Best Formulatoins 管理人（Manager）。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：持股比例为股东合计持股比例（直接持股+间接持股），数据截至 24 年三季报；职位、履历信息源自 2023 年报

1.2 主营业务

营养健康食品主要包括保健食品（蓝帽子）、功能性食品、特殊膳食食品和营养强化食品。一般而言，营养健康食品是指通过补充人体必需的营养素和生物活性物质，对特定的人群具有平衡营养摄取作用，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的，但不以治疗疾病为目的，也不能代替正常饮食。对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害。

图2：仙乐健康的业务领域



资料来源：公司公告，《允许保健食品声称的保健功能目录（一）》，《食品安全法实施条例》，浙商证券研究所

仙乐提供涵盖六大经典剂型+六大创新剂型的全剂型解决方案。公司拥有多剂型平台开发能力，从产品形态分类，主要有软胶囊、营养软糖、饮品等**核心剂型**，片剂、粉剂、硬胶囊等**基础剂型**，以及植物基软胶囊、凝胶软片、爆珠、肠衣软糖、脆皮凝胶糖果、益生菌晶球等**创新剂型**。

图3：仙乐健康提供涵盖六大经典剂型+六大创新剂型的全剂型解决方案

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

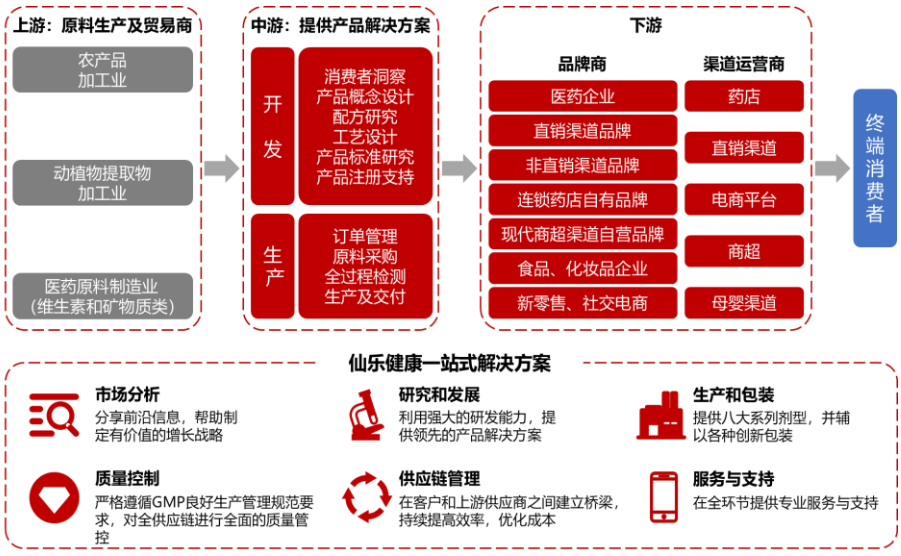
1.3 商业模式

目前在产业链中，处于中游的企业一般可分为合同制造商代工以及品牌商自产自销两种经营模式，中大型品牌商一般会选择自行生产市场中主要类别产品，而将小品类产品外包，中小型品牌商则一般寻找合同制造商代工。

仙乐可以全环节为品牌商提供一站式解决方案。随着行业发展，企业间形成专业化分工为必然趋势。公司的主要销售模式为合同研发生产（CDMO），为客户提供从产品定位、概念设计、配方研究与试验、生产制造、技术升级到营销支持的全产业链条服务。

具体包括以下三种模式：1 自主开发模式（ODM，Original Design Manufacturer）：洞察客户需求，推荐完善产品，快速上市；2 客户定制开发模式（CDM，Customize Design Manufacturer）：充分理解客户的产品需求，进行定制化的产品开发与制造；3 客户产品委托生产模式（OEM，Original Equipment Manufacturer）：根据客户配方组织生产，100%准确交付。因产品品类众多，一般情况下公司与客户的合作会多种模式并存，前两种是仙乐主要的业务模式。

图4：公司提供一站式解决方案



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 竞争格局

（1）美国市场：

美国市场的营养健康食品合同制造商领域有很多参与者，根据规模大小和定制化能力差异可以将其进行划分为大型、中型和小型合同制造商。

表2： 美国大中小型合同制造商基本情况一览表（数据截至 2022.7）

分类	规模	主要厂商	能力
大型合同制造商	约 5 亿美元以上	Catalent Pharma Solutions、International Vitamin Corp (IVC)	能力最为广泛，通常有多处生产设施，服务于最广泛的客户，提供多种不同剂型，包括复杂及需要更昂贵设备的剂型（软胶囊、软糖等），有能力为尖端客户开发专有产品。
中型合同制造商	约 1~5 亿美元	Best Formulations、Robinson Pharma、Captek Softgel、Cosma NBT USA	管理更为复杂，可能有多处生产设施，能力比小型合同制造商更广泛，服务于中小品牌和一些自有品牌。
小型合同制造商	约 1 亿美元以下	Soft Gel Technologies、Tishcon Corp、Ion Labs、Merical	一般只有一处生产设施，所生产剂型、类别有限，开发能力有限，通常服务于小品牌且提供的剂型选择较少（粉剂、液体、硬胶囊、片剂）。专注于反映大众偏好的、“非定制”的白标配方产品。

资料来源：公司公告《2022.7 仙乐健康科技股份有限公司拟股权收购所涉及的 Best Formulations Inc. 股权价值咨询项目咨询报告》，浙商证券研究所

（2）中国市场：

营养健康食品在中国的渗透率仍有较大的提升空间。营养健康食品的产业链中游制造行业进一步规范化、科学化发展，行业马太效应凸显，头部企业优势增强。中游制造领域的全球化发展成为大趋势，全球协同的研发和生产服务能力渐受关注。规模化、全球化布局的 CDMO 企业具备敏锐的全球市场前沿洞察能力、强大的生产制造实力，更能获得客户信赖，持续稳固和拓宽业务。

沿用上文分类，我们对中国合同制造商基本情况做了以下梳理：

图5： 中国合同制造商基本情况一览图

资料来源：公司公告，各网站，浙商证券研究所

表3：中国头部合同制造商的体量和竞争优势（营收单位：亿元）

公司名称	上市情况	24Q1-3 营收	23 营收	特点	产能
仙乐健康	A 股上市	10.6	35.8	软胶囊技术领先，剂型覆盖全面，批文、产能储备充足	2023：软胶囊 116.1 亿粒；片剂 36.6 亿片；功能饮品 32240.0 万袋/万瓶；粉剂 5588.6 吨；软糖 47.9 亿粒；功能饮品 21.6 亿袋
艾兰得	未上市	/	/	产能、业务量领先，海外业务为主，片剂技术突出	2020：片剂 300 亿粒；软胶囊 90 亿粒；硬胶囊 60 亿粒；粉剂 16000 吨
百合股份	A 股上市	6.1	8.7	剂型覆盖较为全面，代工业务为主，同时坚持自主品牌战略	2023：硬胶囊 3.2 亿粒；软胶囊 16.1 亿粒；片剂 5.6 亿片；功能饮品 415.5 千升；粉剂 649.9 吨
大江生医	台股上市	11.6	17.6	功能饮品为主，此外还有面膜代工业务，公司业务主要面向大陆	

数据来源：公司公告，艾兰得官网，百合股份公告，大江生医公告，浙商证券研究所
注：大江生医 24Q1-3/23 年营收分别为 52.9/80.2 亿新台币，按 1 新台币=0.22 人民币汇率换算

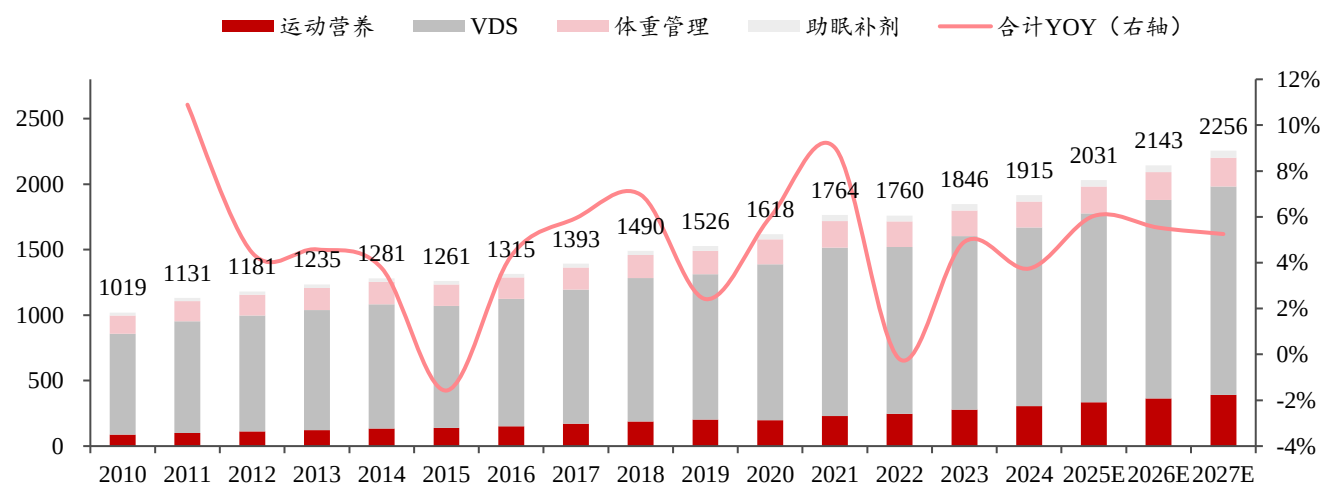
综上，我们认为：在全球范围内的营养健康食品合同制造商领域，1 亿美元或约 10 亿人民币收入规模是个能力门槛。达到这个门槛后，标志着已具备参与更为广泛的市场竞争的能力。

2 公司所处赛道有β吗？

2.1 细分赛道发展阶段

全球营养健康食品零售市场（即 C 端）规模稳健增长，预计 24-27 年 CAGR 为 5.6%。根据欧睿数据，2010-2024 年全球营养健康食品零售市场规模从 1019 亿美元增长到 1915 亿美元。全球营养健康食品零售市场规模 20-24 年 CAGR 为 4.3%，其中 22 年增长停滞，欧睿预计 24-27 年增长将提速，CAGR 达到 5.6%。

图6：全球营养健康食品零售市场规模（零售额口径，单位：亿美元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

备注：1 本文中营养健康食品零售市场包含口径与公司 24 年报一致，涵盖欧睿中的维生素和膳食补充剂（缩写 VDS）、体重管理、运动营养、助眠补剂四项，后同；2 所用数据为 250105 欧睿数据，使用 250105 日汇率 1 美元=7.3 元人民币

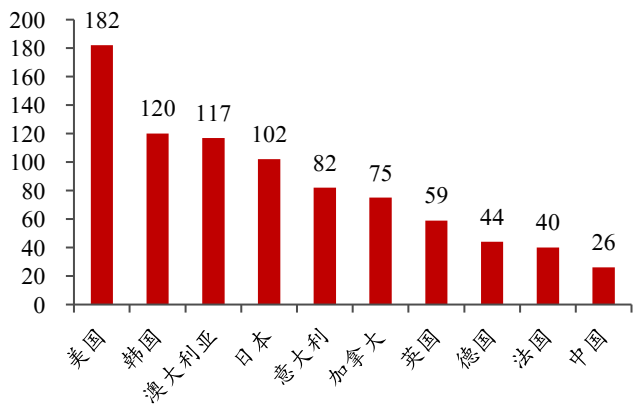
分地区来看：（1）全球营养健康食品第一大市场美国处于成熟期、预计 24-27 年增速平稳；（2）第二大市场中国人均消费额仅为美国的约 1/7、处于成长期、中长期规模空间大、但预计 24-27 年短期增速亦平稳。我们预计东南亚市场 24-27 年将维持高增速，CAGR 8.4%，西欧、澳新、美国、中国 24-27 年 CAGR 分别为 5.5%、5.0%、4.3%、约高个位数。

图7：主要市场营养健康食品市场规模（零售额口径，亿美元）

	2020	2024	2027E	CAGR 20-24	CAGR 24-27E
全球	1618	1915	2256	4.3%	5.6%
美国	518	630	715	5.0%	4.3%
占比	32%	33%	32%		
中国	283	357	401	6.0%	约高个位数
占比	17%	19%	18%		
西欧	201	245	287	5.1%	5.5%
占比	12%	13%	13%		
东南亚	82	110	139	7.5%	8.4%
占比	5%	6%	6%		
澳新	25	32	37	6.5%	5.0%
占比	2%	2%	2%		

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图8：2023 年全球主要市场营养健康食品人均消费额（美元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

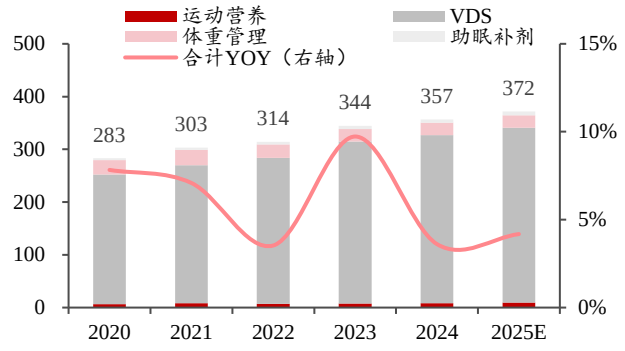
2.2 细分赛道景气变化

本节我们重点分析仙乐健康 24H1 收入占比分别为 42%和 37%的中美市场景气变化。

中国营养健康食品市场仍处成长期，24 年承压，预计 25 年景气度有望环比恢复。24 年中国营养健康食品零售品牌受到内需不振的影响，动销减弱、库存高企，进入下半年很多品牌延后向市场投放新品。我们预计 25 年景气度有望环比恢复。

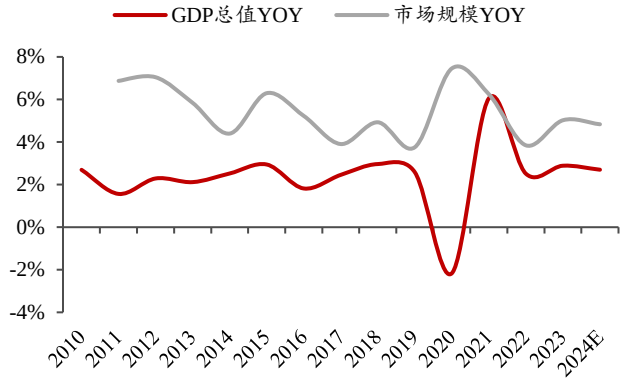
成熟的美国营养健康食品市场景气度持续稳健，有抗经济周期波动的增长韧性。美国不仅是全球营养健康食品第一大市场，而且人均消费量 182 美元，渗透率和市场成熟度非常高。我们观察到，在营养健康食品市场成熟度最高的美国，10-23 年的 13 年间市场规模增速中枢稳定在 6%附近，即便 20 年由于疫情导致全球经济下滑、美国 GDP 增速为-2.2%，20 年美国营养健康食品零售市场规模增速依然为为 7.5%，同比+3.7pct。

图9： 中国营养健康食品零售市场规模（单位：亿美元）和增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图10： 美国历史 GDP 增速及营养健康食品零售市场规模增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

2.3 景气变化驱动逻辑

从品类来看：全球市场中，维生素和膳食营养补充剂（VDS）规模占比超过 7 成，是最成熟且稳健增长的品类。运动营养增速最快，体重管理近年增速较低迷，睡眠补剂增速平稳。

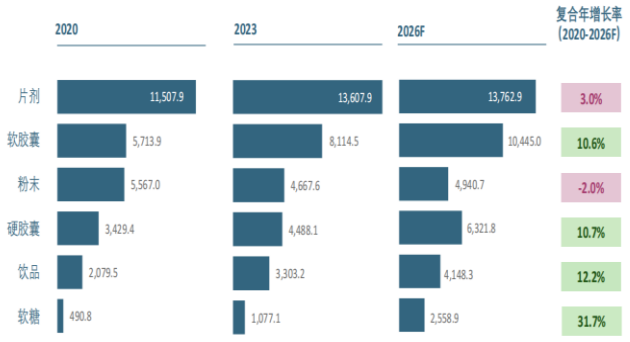
从剂型来看：中国市场中，软糖、饮品等新剂型的高速增长推动行业持续发展。据欧睿数据，软糖剂型增速迅猛，预计 20-26 年 CAGR 分别为 31.7%；饮品/硬胶囊/软胶囊剂型增速较快，预计 20-26 年 CAGR 分别为 12.2%/10.7%/10.6%。

图11： 全球营养健康食品各品类规模（零售额口径，亿美元）

	24 规模	占比	CAGR 20-24	CAGR 24-27E
睡眠补剂	49	2.5%	4.9%	4.0%
体重管理	198	10.3%	1.1%	3.7%
运动营养	305	16.0%	11.7%	8.5%
VDS	1363	71.2%	3.4%	5.3%
合计	1915	100.0%	4.3%	5.6%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

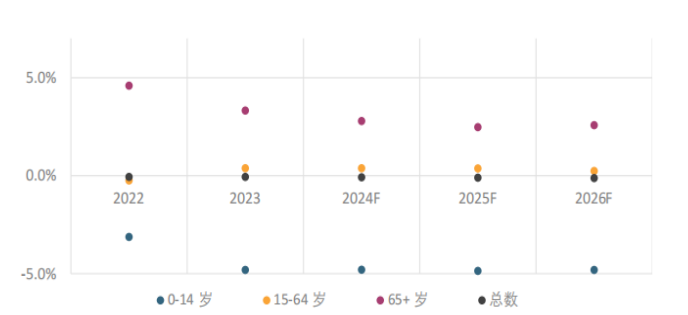
图12： 中国各剂型增速（零售额口径，百万美元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所
备注：复合年增长率处绿色表示高于平均，红色表示低于平均

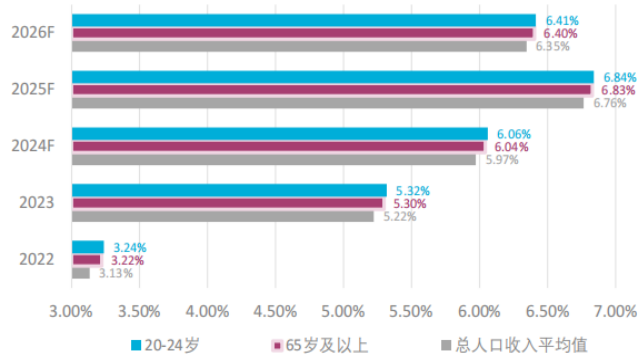
从人群来看：一方面，不断增长的老龄人群和逐渐注重养生的年轻人，共同推动营养健康食品消费人群扩张。（1）老龄人群是基本盘，根据欧睿数据，中国 65 岁以上的老龄人口每年都在高速增长，23 年至 26 年期间中国老年人口的年复合增长率为 2.6%。随着近年老龄人口预防保健意识的逐步升级，总体收入增速更快的老年人群表现出了对营养健康食品更为重视的消费心态和更日常化的服用习惯。（2）年轻人群是重要增长极，他们工作压力大、作息不规律，将营养健康食品作为辅助健康的重要手段。同时年轻群体普遍较高的科学素养、对新鲜事物较高的需求和接受度，预计将推动营养健康食品市场更重视科技创新、优质产品，以满足他们更丰富的细分需求。**另一方面，消费频次和黏性提升：全球各年龄段消费人群每日摄入营养健康食品的频率均在逐渐提高，行业在全人群中的渗透率不断提升。**

图13： 中国人口同比增长率



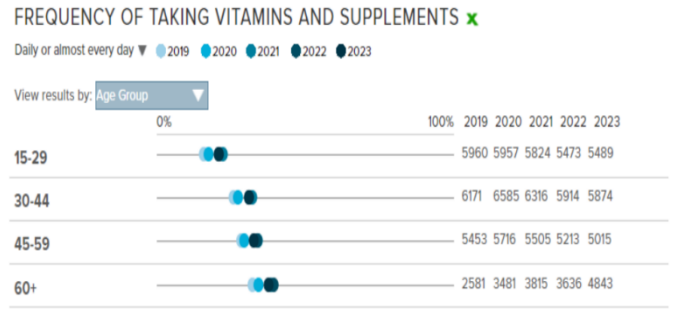
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图14： 22-26 年各年龄段收入增长变化



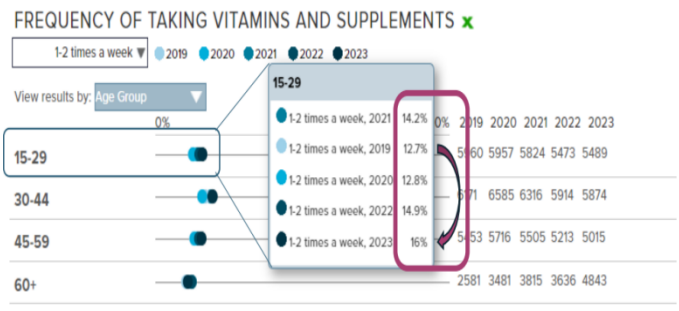
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图15： 全年龄段几乎每天吃保健品的人群比例逐年上升



资料来源：欧睿国际消费者健康调查，浙商证券研究所
备注：右侧数字表示各年份消费者健康调查的样本量，右同

图16： 频次提升



资料来源：欧睿国际消费者健康调查，浙商证券研究所

2.4 赛道贝塔如何体现

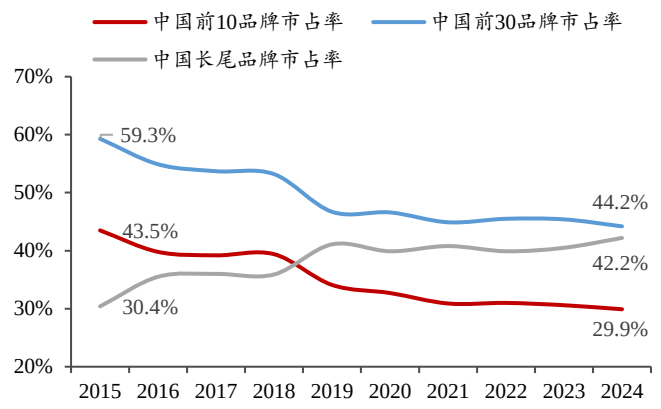
顺应 C 端长尾效应突出的产业趋势， B 端格局趋于集中。

背景：高毛利和相对较低的进入壁垒吸引新品牌玩家纷纷入局，同时线上渠道的崛起使得新玩家得以进入。当前营养健康食品市场呈现“多剂型、多品类、多功能、多渠道”的局面。线上渠道的分散化及媒体传播的碎片化，降低了新玩家的渠道铺设及产品营销成本，使其得以快速布局，触达目标消费者。

格局：头部品牌及中小品牌均保持活跃增长，其中，中小品牌增速较头部品牌更快，长尾效应突出。中小品牌往往在差异化需求的捕捉和产品的快速迭代方面更为灵活，因此增速更快。

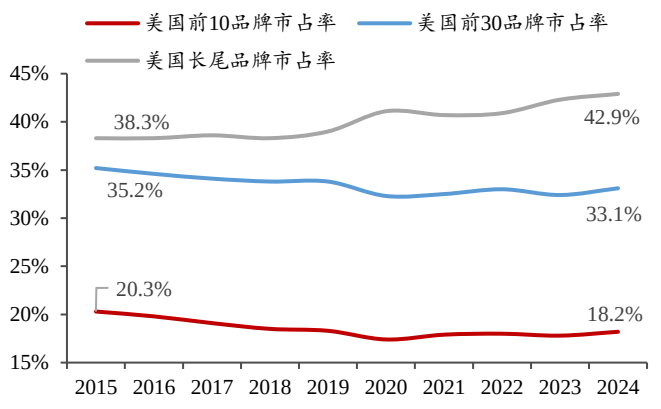
综上：考虑到长尾效应持续放大+中小品牌大多是轻资产运营模式，我们预计行业代工比率有望逐步提升，以规模增速 CAGR 度量赛道β，我们判断营养健康食品 B 端β快于 C 端。更进一步，多剂型多功能生产、技术创新实力强劲、全球化布局的头部综合型 CDMO 企业将更具备市场竞争优势，有望带头提升 B 端集中度。

图17： 中国市场前十及长尾品牌市占率变化



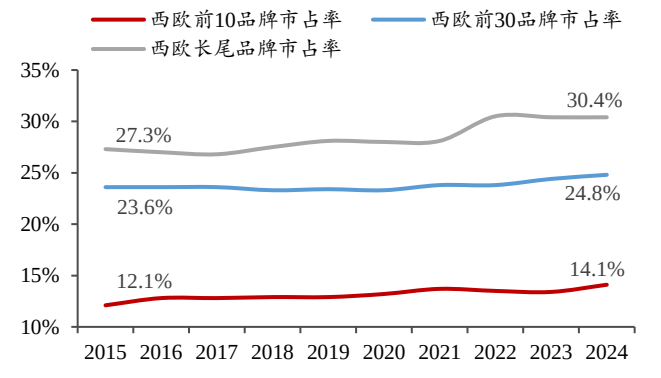
资料来源：欧睿，浙商证券研究所
备注：长尾公司定义为当年市占率<0.1%的品牌，下同

图18： 美国市场前十及长尾品牌市占率变化



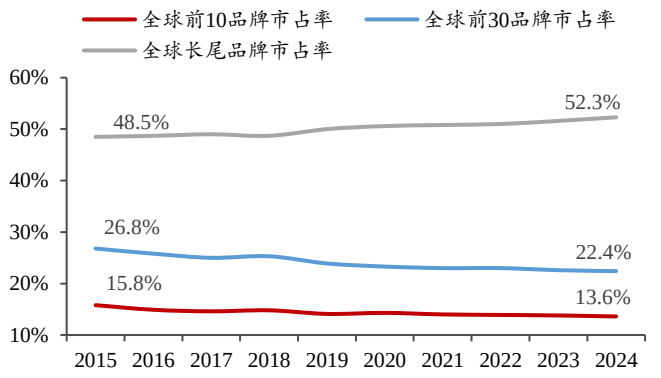
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图19： 西欧市场前十及长尾品牌市占率变化



资料来源：欧睿，浙商证券研究所
备注：西欧仅统计英法德意四国作为代表

图20： 全球市场前十及长尾品牌市占率变化



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

3 公司经营情况有α吗?

3.1 公司的市场地位

仙乐是具有全球竞争力的中国营养健康食品合同研发生产（Contract Development and Manufacturing Organization，简称“CDMO”）龙头企业。截至 2023 年末，仙乐拥有“广东省营养保健食品国际化工程技术研究中心”、“广东省企业技术中心”、“安徽省企业技术中心”三个平台，设立了“广东省博士工作站”，荣获国家级“高新技术企业” 和“绿色工厂”、安徽省“智能工厂”、“绿色工厂”及“专精特新冠军企业”等荣誉。

3.2 核心竞争壁垒

B 端业务属于订单驱动制的业务模式，本节我们从研发、客户、产能三方面重点阐述仙乐在订单和客户获取方面的核心竞争壁垒。

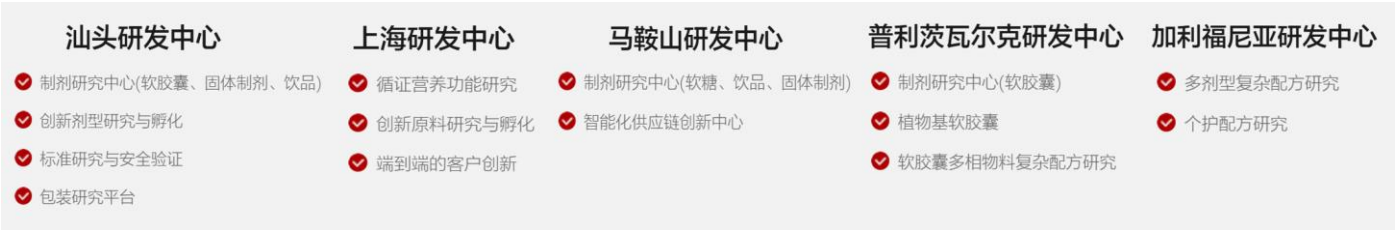
3.2.1 研发端：技术升级建立产品竞争壁垒，中国工程师红利造就研发成本优势

中国工程师红利赋能全球客户，打造差异于海外同行的研发成本优势。很多海外同行只能提供 OEM 服务，但仙乐依托中国的工程师红利可以提供 CDMO 服务。经过三十多年积累，公司已造就一支领先的复合型研发团队、形成全球五大研发中心布局，通过技术共享+借助中国工程师红利快速实现从概念开发到商业化落地，保证了企业产品和剂型的领先优势及创新迭代速度，为客户提供前沿的定制解决方案。

仙乐自创立以来，通过打造关键剂型，塑造产品竞争力，引领行业产品结构升级。在 2024 年上半年，公司成功推出逾 435 种新产品。**（1）在成熟剂型方面：**仙乐凭借多年的研发积累，在部分成熟剂型领域已形成行业领先的技术优势。例如公司在国内首创高载脂量（≥55%）、高吸收度的萃优酪剂型，提升 DHA 藻油生物可接受率至 6.75 倍；独家专利产品素怡®植物基软胶囊持续技术提升以取得成本竞争力；推出益生菌晶球剂型，提升耐酸耐胆盐存活率至≥90%，载菌量至 15%；原料技术方面，自有典藏菌株（CGMCC25794）获得专利授权，高活力直投式发酵可将生产周期缩短至 72 小时，远低于 15 天的行业水平。**（2）在创新剂型方面**：公司致力于剂型创新和技术升级，先后开发了萃优酪®凝胶软片、维浆果®肠衣软糖、爆珠、萃滋球®脆皮凝胶糖果、益生菌晶球等健康食品的创新剂型，通过技术突破提升产品的营养价值。

仙乐积极参与行业标准制定，推动和促进行业技术进步。近三年，公司参与中国食品安全国家标准起草修订 5 项，行业标准起草制定 4 项，团体标准起草制定 8 项以及美国药典（USP）标准制定 4 项。

图21：五大研发中心



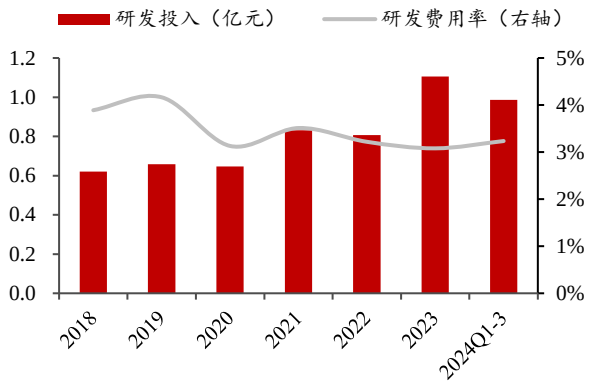
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

仙乐持续重视科研投入，科研成果丰硕。（1）重视高端技术人才引进和研发投入：根据 2023 年年报，公司拥有研发人员 337 人，博士 14 人。2023 年研发投入达 1.1 亿元。**（2）获得多项全球发明专利，并在国际权威期刊上发表众多科研论文**：截止 2024 年 8 月，共计 45 篇论文发表在知名行业期刊，其中 16 篇发布于 SCI。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已累积开发超过 6000 种成熟的营养健康食品配方，并拥有 75 项发明专利及 373 项保健食品审批文书，涵盖多种剂型，以满足不同人群的多元化健康需求。

图22： 科研成果丰硕

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图23： 历年研发投入和研发费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.2 客户端：与头部客户共同成长，丰富经验赋能新锐品牌

与头部品牌客户共同成长是仙乐走向龙头制造商的关键。仙乐的客户涵盖药企、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超、社交电商、食品以及化妆品企业各种不同类型和不同经营模式的头部企业，共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。凭借多样化产品及剂型积累、持续的研发推新、高效的供应链响应速度、优质的技术服务，仙乐赢得全球头部品牌的信任；同时，仙乐亦在策略上重点选择他们认为有较大增长潜力且要求更多增值服务的品牌作为客户。

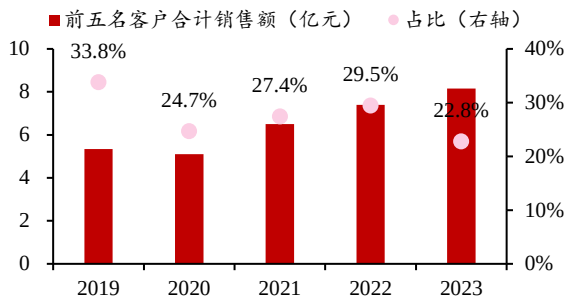
图24： 公司部分核心品牌客户

资料来源：各网站，浙商证券研究所

与赫利昂合作 13 年，伴随其在中国市场的成长。见证并伴随 Swisse 中国区业务的一路成长。仙乐连年荣获赫力昂年度最佳供应商奖。作为赫力昂的合作伙伴，仙乐健康已经与其携手共进长达十一年，为其提供基础研究、产品开发、制造、包装、物流及市场营销

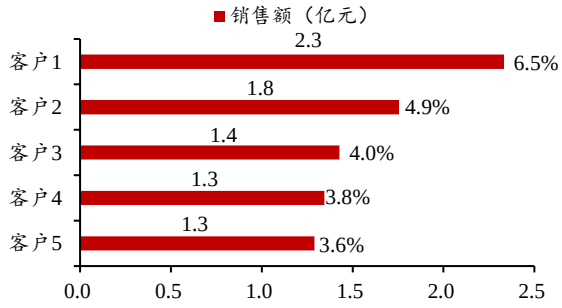
支持的一站式服务。公司与健合、拜耳、玛氏、科汉森、西门子、天猫国际等知名企业建立了战略合作关系，得到了客户和行业的高度认可，获得多家供应商的年度最佳供应商称号以及天猫健康年度品类共建工厂等荣誉。

图25： 前五名客户合计销售额及占总收入比例



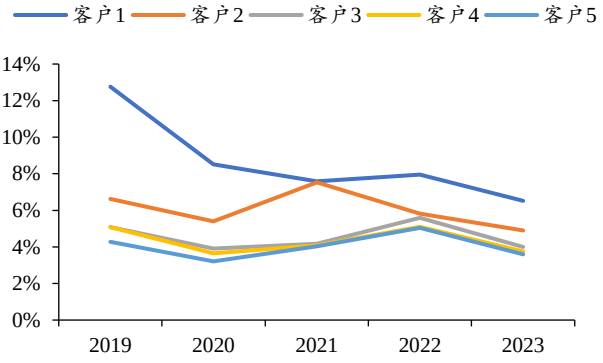
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26： 2023 年公司前五名客户销售额及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图27： 对单一大客户的依赖度下降



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28： 与部分大客户的合作情况

颁奖公司	公司介绍	获奖内容
天猫	阿里巴巴旗下的 B2C 平台	仙乐获天猫健康 2024 年“年度品类共建工厂”荣誉
赫力昂	赫力昂是全球消费健康领域的龙头企业之一，拥有众多深受消费者信赖的重点品牌，包括钙尔奇、善存、舒适达等。	仙乐连续两年荣获赫力昂年度最佳供应商奖
一心堂药业	一心堂药业为国内直营连锁规模领先的药品零售连锁企业之一，荣获中国药店 2022-2023 年度价值榜百强榜第五名。	仙乐获一心堂药业 2023 年优秀供应商奖

资料来源：搜狐新闻，仙乐健康公众号，汕头市上市公司发展促进会公众号，一心堂药业集团公众号，今日头条，Wind，浙商证券研究所

3.2.3 产能端：全球三地产能布局，智能生产提效

依托中美欧三大生产基地，仙乐有望进一步夯实与全球头部企业的合作关系。考虑到必须在美欧有工厂才能拿到更多大客户的当地订单，公司持续推进全球化战略，收购美国 Best Formulations，设立珠海跨境工厂，与汕头、马鞍山和德国三大生产基地共同构建全球协同的产品开发和生产的服务体系，全方位满足国际品牌、本土品牌生产需求。

图29： 七大自动化基地，提供前沿可靠的产品和服务供应

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

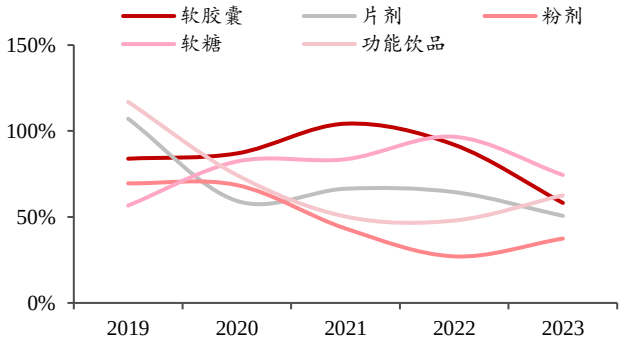
公司具备多剂型快速响应需求的生产能力，产能充沛。仙乐拥有软胶囊、片剂、粉剂、软糖、硬胶囊、功能饮品等剂型规模化生产能力，年产能在国内位居行业前列，同时不断扩张产能进行储备，确保能快速响应新增需求，加快产品的更新迭代。截至 23 年底，公司软胶囊/片剂/功能饮品/粉剂/软糖/硬胶囊的实际产能分别为 116 亿粒/37 亿片/32240 万瓶/5589 吨/48 亿粒/22 亿粒。分地区来看，公司在中国的产能覆盖全产品矩阵，美洲产能覆盖软胶囊、片剂、粉剂、硬胶囊产品，欧洲主要布局软胶囊产能。2023 年全公司软胶囊/片剂/粉剂/软糖/功能饮品产能利用率分别为 58.2%/50.6%/37.5%/74.4%/62.6%。**一些热门剂型的需求季节性较强，年平均 70%左右的产能利用率意味着到旺季时是满产状态，高于 70%的年平均产能利用率意味着旺季时产能吃紧。**

图30： 公司 23 年报产能情况

剂型	中国区	美洲区	欧洲区	合计
软胶囊（亿粒）	72	25	19	116
片剂（亿片）	30	7		37
功能饮品（万瓶/万袋）	32240			32240
粉剂（吨）	4897	691		5589
软糖（亿粒）	48	0.3		48
硬胶囊（亿粒）	6	16		22

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图31： 公司各产品剂型产能利用率

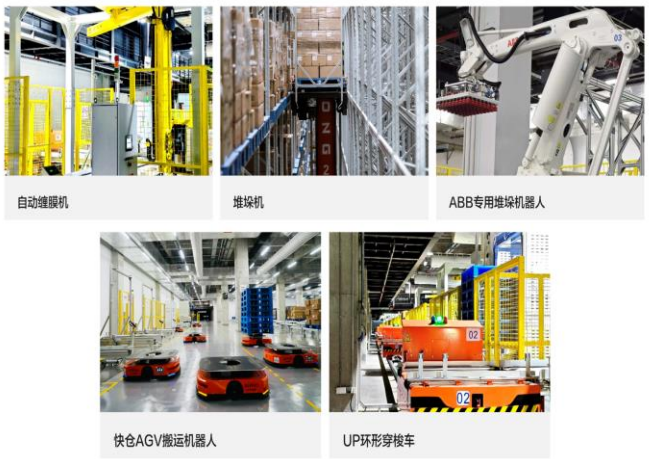


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

智能精益生产，确保高效交付。自动化技术加持，缩短产品上市时间，提升了生产管理的精度、柔性、效率。

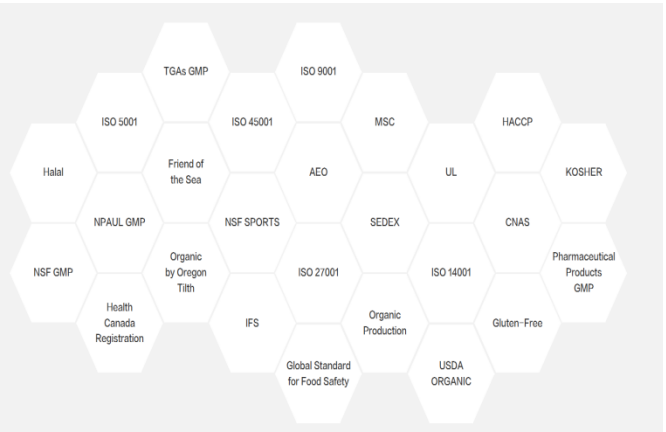
凭借快速且准时的交付能力和卓越的生产质量管理，仙乐获得全球多项权威认证助力，可以协助品牌客户的产品畅行全球。仙乐健康已通过被称为“金字塔尖认证”的澳大利亚 TGA 认证等 33 大权威认证。值得一提的是，澳洲品牌认 TGA 认证而非当地生产，TGA 认证能帮助公司有效打开澳洲市场，同时公司可以更好利用中国产能的规模效应。

图32： 自动化技术加持



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图33： 公司获多项权威认证



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 经营边际变化

中国区：面对渠道变革，一方面挖潜高价值客户的供应份额，另一方面加大对新渠道新品牌的开拓力度。（1）近年来的挑战：中国区近年来面临的经营挑战是，零售端渠道变革下，伴随线上渠道占比的大幅提升，很多新渠道和新品牌客户涌现，这些客户对于时效性和灵活性的要求更高，同时订单的稳定度减弱。因此公司从组织架构到人员都做了相应调整，以加大对新渠道和新品牌的开拓力度。**（2）24 年的挑战：**受到内需不振的影响，中国区零售品牌动销减弱、库存高企，进入下半年很多品牌延后向市场投放新品，致使公司 24 年中国区收入承压。面对这一新的挑战，公司以更加积极的变革做调整，以期 25 年中国区收入改善。

美洲区：未来增长的核心动力是美洲区业务的持续开拓。23 年并表 Best Formulations（简称 BF）之后，美洲区的收入占比从约 20%提升至近 40%，后续有望进一步提升，或超过中国区成为仙乐第一大收入来源市场。**（1）短期：**整合 Best Formulations 和公司原有销售团队，统筹美洲区销售管理和业务开拓。**（2）中期：**发展公司与 Best Formulations 的交叉销售机会，利用 Best Formulations 生产能力发展跨境客户，拓展跨境业务。**（3）长期：**继续推行大客户策略，进一步夯实与大客户的联动关系，引导大 客户从初步接触到订单转化。**横跨短中长期的改善方向是：**持续推动降本增效，以期提升产品毛利率。同时，伴随着收入的放大，BF 正有序减亏，**期待 25 年下半年能看到经营利润转正。**

欧洲区：近年来通过加大产品创新力度和降本增效，盈利能力有效提升。产品市场竞争力进一步提升；优化本地供应链，精准实现客户定制化开发需求，同时推出主推产品清单吸引客户，提升现有国家品牌和渠道客户的体量增长；制定并启动大客户管理计划，突破欧洲主要品牌商业务，增加大客户数量；入局东欧、中欧和中东等新兴市场，构建当地销售网络，提升仙乐制造品牌在当地的知名度，扩大当地业务。

亚太区：逐渐实现如澳佳宝（Blackmores）等澳洲重点品牌客户的合作落地，同时正积极布局东南亚。24H1 亚太区实现收入 1.4 亿元，同比提升 186%。

表4： 仙乐健康各地区营收、增速和占比一览表

分地区收入（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
中国	**10.0**	**9.6**	**12.8**	**14.6**	**14.9**	**18.5**	**8.3**
YOY		*-4.3%*	*33.0%*	*14.1%*	*2.3%*	*24.1%*	*4.2%*
占比	62.9%	60.9%	61.9%	61.6%	59.5%	51.7%	41.8%
毛利率	35.5%	33.5%	34.7%	33.2%	34.6%	34.6%	**34.7%**
美洲	**1.1**	**1.6**	**2.7**	**4.0**	**5.4**	**10.4**	**7.3**
YOY		*46.9%*	*64.2%*	*49.8%*	*35.9%*	*93.0%*	*65.4%*
占比	6.9%	10.2%	12.9%	16.8%	21.6%	29.1%	**36.6%**
毛利率	33.2%	28.6%	33.9%	36.8%	20.2%	20.2%	**27.5%**
美洲内生	**1.1**	**1.6**	**2.7**	**4.0**	**5.4**	**3.6**	**2.8**
YOY		*46.9%*	*64.2%*	*49.8%*	*35.9%*	*-33.5%*	*80.4%*
占比	6.9%	10.2%	12.9%	16.8%	21.6%	10.0%	13.9%
BF						**6.8**	**4.5**
YOY							*57.4%*
占比						19.1%	22.7%

欧洲		**4.5**	**4.4**	**4.6**	**4.4**	**4.0**	**5.3**	**2.9**
	YOY		*-3.4%*	*5.6%*	*-5.7%*	*-9.2%*	*33.8%*	*13.8%*
	占比	28.4%	27.7%	22.3%	18.4%	15.8%	14.8%	14.8%
	毛利率	33.3%	33.8%	25.6%	26.7%	33.9%	33.9%	**34.5%**
其他		**0.3**	**0.2**	**0.6**	**0.8**	**0.8**	**1.6**	**1.4**
	YOY		*-32.2%*	*216.4%*	*26.7%*	*2.8%*	*98.6%*	*185.7%*
	占比	1.8%	1.2%	3.0%	3.3%	3.2%	4.4%	6.8%
	毛利率	33.6%	22.0%	34.9%	36.9%	34.1%	34.1%	35.3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4 公司的α如何

1 收入端：

全球化元年，依托研发、客户经验、全球产能和高效响应能力，有望实现美、中、欧、亚太多地业务开拓和市占率提升。

2 盈利端：

毛利率：受三因素影响，其中强研发推动产品结构不断升级和降本增效皆有望推升毛利率，而中国区新锐品牌占比提升或使毛利率承压，三因素综合来看，中性情境下我们展望整体业务毛利率或稳中有升。

表5： 仙乐健康各产品毛利率一览表

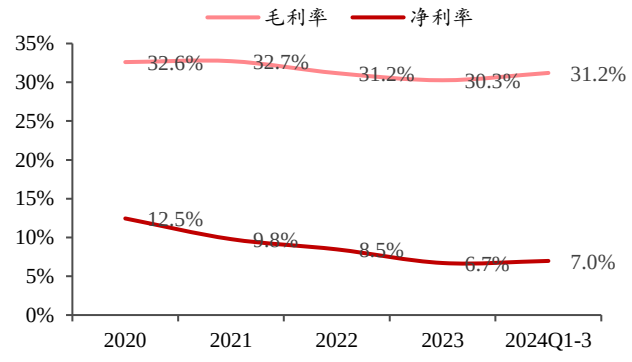
分产品毛利率（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
软胶囊	31.0%	30.2%	26.7%	26.8%	28.1%	26.0%	25.7%
软糖	38.2%	15.4%	38.2%	40.0%	36.1%	**45.2%**	**47.8%**
饮品	15.6%	20.5%	27.0%	23.0%	22.0%	27.0%	27.3%
粉剂	26.9%	27.8%	23.7%	22.3%	20.7%	20.0%	23.7%
片剂	43.0%	45.4%	49.4%	48.7%	43.1%	47.7%	46.1%
硬胶囊						20.6%	21.9%
其他剂型	53.3%	44.2%	45.4%	43.3%	47.9%	-44.7%	6.8%
其他业务	92.0%	76.3%	82.3%	87.2%	67.6%	69.8%	**94.0%**

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

费用率：降本增效下管理效率有望提升，管理费用率有下降空间。

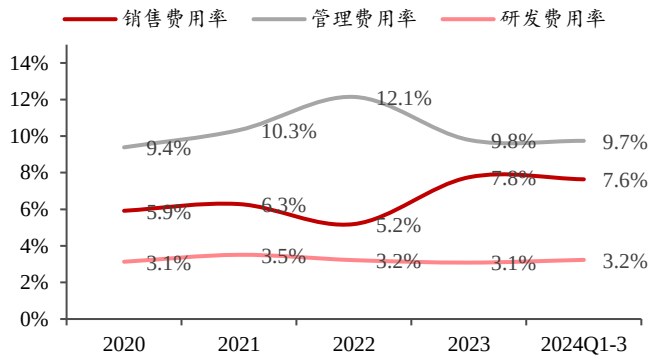
净利率：内生业务净利率有望稳定在高位，同时 BF 净利率有望持续提升。

图34： 仙乐健康历年毛净利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图35： 仙乐健康历年费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 未来主要预期差在哪？

（一） 与众不同的认识

核心预期差一

市场担心：营养健康食品 C 端马太效应突出，而公司所处的 B 端缺乏弹性。

我们认为：受到高利润率+低门槛+重营销等特质的吸引，行业 C 端竞争异常激烈，全球范围内 C 端长尾效应突出。而新进入者不愿重资产投入，因此天然利好有竞争力的 B 端龙头带头提升集中度。

核心预期差二

市场担心：公司净利率偏低，同时担心中国区毛利率会伴随新锐品牌客户占比提升而下降。

我们认为：剔除 BF 并购带来的影响，实际上近年来内生业务净利率水平维持 12%左右的高水平。其中，欧洲区经过疫情后的调改，净利率已经提升到较高水平。同时，公司毛利率受三因素影响：其中强研发推动下的产品结构不断升级和降本增效皆有望推升毛利率，而中国区新锐品牌占比提升或使毛利率承压，三因素综合来看，中性情境下我们展望整体业务毛利率或稳中有升。因此总的来看，内生净利率有望维持高位，同时伴随 BF 的不断减亏，总体净利率有望持续走高。

（二） 与前不同的认识

核心预期差三：

我们认为：澳洲业务有望贡献新增量。澳洲品牌认 TGA 认证而非当地生产，TGA 认证能帮助公司有效打开澳洲市场，同时公司可以更好利用中国产能的规模效应。

5 股价上涨由何驱动？

5.1 预期差的跟踪检验指标

1 公司各区域客户、订单情况

2 公司主力产品的产能利用率、毛利率指标

3 公司各区域收入、市占率情况 、毛利率、净利率指标

5.2 驱动股价上涨的催化剂

1 新增客户或新增订单落地

2 公司主力产品供不应求，产品结构持续升级下，主力剂型毛利率提升

3 主力地区收入增速超预期，市占率超预期提升，盈利能力超预期提升

6 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年收入为 42.7、49.4、57.1 亿，同比增长 19%、16%、15%；归母净利润为 3.3、4.1、5.2 亿元，同比增长 19%、22%、28%；对应 PE 为 18.1、14.8、12.2 倍。

采用相对估值法对公司进行估值分析，我们选择汤臣倍健、百合股份作为可比公司。考虑到仙乐作为中国营养健康食品 CDMO 龙头，（1）短期看 25 年或迎中国区收入恢复正增长和 BF 减亏双改善，期待改善落地后估值业绩双击向上；（2）长期看中国龙头有望成长为全球龙头。年内看 82 亿目标市值（对应 25 年 20X PE），维持“买入”评级。

表6： 仙乐健康可比公司估值表

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300146.SZ	汤臣倍健	197.8	6.5	9.8	11.6	30.3	20.1	17.0
603102.SH	百合股份	25.6	1.6	1.8	2.0	16.2	14.1	12.5
	平均值					23.2	17.1	14.7
300791.SZ	仙乐健康	62.1	3.3	4.1	5.1	18.6	15.3	12.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：收盘价为 2025 年 3 月 31 日数据；可比公司归母净利润采用 Wind 一致预期

7 主要风险因素提示

需求不及预期风险：如主力市场下游需求不及预期，或导致品牌客户动销减弱、库存高企，致使品牌客户阶段性减少订单，从而导致公司业绩出现波动。

全球贸易政策变动风险：美国、欧盟、澳新、东南亚为公司主要出口国/地区，尽管公司已通过全球化布局来减少可能存在的贸易摩擦，但依然存在进口国在关税等政策变动对公司订单和盈利能力造成影响的风险。

大客户销售不及预期或转移订单：公司前五大客户占比 2 成以上，23 年第一大客户占比 6.5%，若单一大客户停止合作或大幅减少订单，公司可能短期内难以将产能分配给其他客户，进而导致业绩出现波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,933	1,968	1,983	2,017
现金	534	556	464	396
交易性金融资产	201	201	201	201
应收账项	621	705	749	769
其它应收款	5	6	9	7
预付账款	12	15	17	19
存货	481	439	497	578
其他	78	47	47	47
非流动资产	3,263	3,641	3,933	4,115
金融资产类	23	23	23	23
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,440	1,643	1,844	2,032
无形资产	545	545	545	545
在建工程	187	262	353	347
其他	1,068	1,168	1,168	1,168
资产总计	5,196	5,609	5,915	6,132
流动负债	751	727	912	973
短期借款	0	0	0	0
应付款项	398	356	467	479
预收账款	0	0	0	0
其他	353	371	445	494
非流动负债	1,878	2,228	2,228	2,228
长期借款	83	133	133	133
其他	1,796	2,096	2,096	2,096
负债合计	2,630	2,956	3,140	3,201
少数股东权益	176	176	176	176
归属母公司股东权	2,390	2,477	2,599	2,754
负债和股东权益	5,196	5,609	5,915	6,132

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	386	402	610	615
净利润	240	334	406	518
折旧摊销	263	21	33	45
财务费用	83	75	84	84
投资损失	(2)	0	0	0
营运资金变动	(248)	(37)	78	(41)
其它	50	9	9	9
投资活动现金流	(1,158)	(409)	(334)	(236)
资本支出	(449)	(309)	(334)	(236)
长期投资	0	0	0	0
其他	(709)	(100)	0	0
筹资活动现金流	(91)	29	(368)	(447)
短期借款	(0)	0	0	0
长期借款	83	50	0	0
其他	(174)	(21)	(368)	(447)
现金净增加额	(868)	21	(92)	(68)

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,582	4,266	4,941	5,705
营业成本	2,498	2,905	3,368	3,870
营业税金及附加	22	31	36	40
营业费用	278	328	378	428
管理费用	351	418	477	542
研发费用	110	138	158	177
财务费用	52	70	79	79
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(58)	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
其他经营收益	72	13	25	29
营业利润	282	388	470	598
营业外收支	(9)	(9)	(9)	(9)
利润总额	273	379	462	589
所得税	33	46	56	71
净利润	240	334	406	518
少数股东损益	(41)	0	0	0
归属母公司净利润	281	334	406	518
EBITDA	663	479	582	722
EPS（最新摊薄）	1.18	1.41	1.71	2.18

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	42.87%	19.10%	15.82%	15.47%
营业利润	6.40%	37.61%	21.19%	27.13%
归属母公司净利润	32.39%	18.69%	21.68%	27.64%
获利能力				
毛利率	30.27%	31.90%	31.84%	32.17%
净利率	7.85%	7.82%	8.21%	9.08%
ROE	11.76%	13.47%	15.62%	18.81%
ROIC	8.93%	9.21%	10.74%	12.81%
偿债能力				
资产负债率	50.61%	52.69%	53.09%	52.21%
净负债比率	32.53%	43.85%	45.24%	45.15%
流动比率	2.57	2.71	2.17	2.07
速动比率	1.85	2.02	1.56	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.79	0.86	0.95
应收账款周转率	6.68	6.68	7.20	8.00
应付账款周转率	7.67	7.77	8.18	8.18
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.41	1.71	2.18
每股经营现金	1.63	1.69	2.57	2.59
每股净资产	10.07	10.44	10.95	11.61
估值比率				
P/E	22.09	18.61	15.30	11.99
P/B	2.60	2.51	2.39	2.25
EV/EBITDA	10.75	20.45	16.99	13.79

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20 %以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 %之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 %以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn