华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

其他食品 2023 年 05 月 03 日

仙乐健康（300791）2023 年一季报点评

内生亮眼，复苏在途

强推（维持）

目标价：44 元

当前价：35.18 元

事项：

- 公司发布 2023 年一季报，Q1 实现收入 7.02 亿元，同增 66.7%，归母净利润 0.29 亿元，同增 100.8%，扣非归母净利为 0.25 亿，同增 490.6%。经营活动现金净额为 0.38 亿元，同减 72.8%。

评论：

- **美洲及 BFs 业务短期承压，中、欧强劲增长带动内生收入同增 30%+。**23Q1 实现公司收入同增 66.7%至 7.02 亿元，其中内生收入增长 30%+。分地区看，中国区 Q1 免疫需求高涨推动收入同增 50%+，新锐品牌、保健品客户翻倍增长，渠道型客户收入同增高位数。欧洲业务产能恢复、拓展加速之下亦实现较高双位数增长。美洲业务受 VDS 行业下游客户去库存影响，预计内生收入同比下滑双位数，BFs 销售收入同比亦有较大下滑。但公司自 22Q4 起加大美洲市场开拓力度，并推进北美业务团队与 BFs 销售资源整合，23Q1 美洲本部业务及 BFs 订单表现环比均已有所好转。同时，公司增加新域市场投入，Q1 实现翻倍增长。
- **内生盈利显著修复，产能利用率偏低等因素拖累 BFs 表现。**毛利率方面，受益于产能利用率提升、结构优化、降本增效叠加低基数，预计 23Q1 内生毛利率增长约 6pcts 至约 34%，但 BFs 产能利用率较低并表后拖累表观毛利率同减 0.4pcts 至 27.7%。23Q1 销售费用率同增 2.1pcts 至 7.4%，主要系疫后公司恢复市场推广力度、BF 并表及无形资产摊销费用增加（BFs 评估商标、客户关系等无形资产约 3 亿，每年摊销费用约 3000 万人民币）。管理费用率同降 2.68pcts 至 11.83%，管控效果较好。综上，23Q1 归母净利润同增 100.84%至 0.29 亿元，归母净利率同增 0.7pcts 至 4.2%。结合少数股东损益及 BFs 持股比例，我们测算 23Q1 内生净利润约 5600 万元、净利率恢复至高单-双位数水平，BFs 净利润约-3700 万元（含无形资产摊销）。
- **复苏方向明确，BFs 盈利水平有望逐季提升。**分地区看，预计中国、欧洲业务将保持复苏态势，其中中国区 Q2 因基数上行及部分渠道库存偏高影响增速或有回落，但 H2 随更多订单落地有望回归较快增长。美洲方面，随着下游客户去库存逐步完成（Q1 订单已环比改善、预计 Q2 末至 Q3 有望基本完成），公司交叉销售订单落地增加，叠加 BFs 个护、软糖产线分别将 Q2、Q3 投产爬坡，增长逐季加速可期。同时，本部及 BFs 的盈利水平也有望随着产能利用率爬升、产品结构优化（软糖个护毛利率更高）、降本增效而持续回升，预计 BFs Q2 亏损将明显收窄，后续盈利水平有望逐季提升。
- **投资建议：内生增长亮眼，逐季加速可期，维持“强推”评级，目标价 44 元。**23Q1 公司内生业务实现亮眼增长，后续复苏方向明确，BFs 随着订单落地叠加新产线投产，盈利显著优化可期。考虑并表影响，给予 23-25 年 EPS 预测 1.75/2.38/2.92 元（原预测为 1.75/2.22/2.70 元），对应 PE 20/15/12 倍。给予 23 年 25 倍 PE 对应目标价 44 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**美洲业务复苏不及预期，成本大幅上涨，食品安全风险等

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	2,507	3,847	4,551	5,309
同比增速(%)	5.8%	53.4%	18.3%	16.7%
归母净利润(百万)	212	316	430	527
同比增速(%)	-8.4%	49.0%	35.9%	22.5%
每股盈利(元)	1.18	1.75	2.38	2.92
市盈率(倍)	30	20	15	12
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：严晓思

邮箱：yanxiaosi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	18,049.73
已上市流通股(万股)	15,267.39
总市值(亿元)	63.50
流通市值(亿元)	53.71
资产负债率(%)	38.95
每股净资产(元)	13.60
12 个月内最高/最低价	39.35/22.80

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《仙乐健康（300791）2022 年报点评：稳步复苏，提速可期》
2023-04-22

《仙乐健康（300791）2022 年三季报点评：稳步恢复，扣非亮眼》
2022-10-31

《仙乐健康（300791）2022 年中报点评：改善显著，反转可期》
2022-08-26

未经许可，禁止转载

图表 1 仙乐健康分季度财务数据（单位：百万元，%）

	2021Q1	20212Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	**508**	**657**	**583**	**621**	**421**	**690**	**677**	**719**	**702**
营业总成本	**444**	**561**	**529**	**577**	**419**	**580**	**603**	**661**	**683**
其中：营业成本	327.5	432.5	400.9	432.8	302.9	453.2	476.4	493.1	507.9
营业税金及附加	3.1	3.9	3.5	3.9	3.0	4.2	3.7	3.9	4.6
销售费用	34.4	35.5	35.9	43.1	22.5	27.7	36.4	43.5	52.3
管理费用	55.7	57.0	59.0	72.9	61.1	81.4	72.4	89.6	83.1
研发费用	17.5	22.9	18.9	23.9	18.7	20.9	21.1	20.0	22.5
财务费用	6.1	9.2	10.6	0.5	10.5	-7.3	-6.7	10.6	12.2
加：其他收益	4.2	1.5	5.4	-0.3	7.2	1.7	3.3	-4.4	3.0
投资收益	3.2	7.5	4.4	10.1	4.2	8.2	-0.4	11.4	1.0
公允价值变动收益	0.9	-2.1	0.8	-0.6	2.0	-2.0	0.6	-2.2	0.8
信用减值损失	-0.4	-0.9	0.3	0.0	2.8	-3.5	2.3	-5.6	1.7
资产减值损失	0.5	-0.6	-0.7	-1.3	-0.8	-2.0	0.6	-2.8	-0.4
资产处置收益	0.0	0.0	-0.8	1.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
营业利润	**71.5**	**102.0**	**63.6**	**52.8**	**17.7**	**112.4**	**80.1**	**54.9**	**25.0**
加：营业外收入	0.4	0.4	0.1	1.1	1.1	0.1	-0.4	0.0	0.2
减：营业外支出	2.1	0.4	5.8	2.6	1.1	5.4	2.1	5.8	0.3
利润总额	**69.8**	**102.0**	**57.8**	**51.3**	**17.8**	**107.1**	**77.5**	**49.1**	**24.9**
减：所得税	12.5	13.6	3.2	19.8	3.2	11.8	11.3	13.0	6.2
净利润	**57.4**	**88.4**	**54.6**	**31.5**	**14.6**	**95.3**	**66.3**	**36.1**	**18.8**
减少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-10.6
归母净利润	**57.4**	**88.4**	**54.6**	**31.5**	**14.6**	**95.3**	**66.3**	**36.1**	**29.4**
EPS	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.5	0.4	0.2	0.2
主要比率									
毛利率	35.5%	34.2%	31.2%	30.3%	28.1%	34.3%	29.6%	31.4%	27.7%
营业税金率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%
销售费用率	6.8%	5.4%	6.2%	6.9%	5.4%	4.0%	5.4%	6.0%	7.4%
管理费用率	11.0%	8.7%	10.1%	11.7%	14.5%	11.8%	10.7%	12.5%	11.8%
研发费用率	3.5%	3.5%	3.2%	3.9%	4.4%	3.0%	3.1%	2.8%	3.2%
财务费用率	1.2%	1.4%	1.8%	0.1%	2.5%	-1.1%	-1.0%	1.5%	1.7%
营业利润率	14.1%	15.5%	10.9%	8.5%	4.2%	16.3%	11.8%	7.6%	3.6%
实际税率	17.9%	13.3%	5.6%	38.6%	17.8%	11.0%	14.5%	26.5%	24.7%
净利率	11.3%	13.4%	9.4%	5.1%	3.5%	13.8%	9.8%	5.02%	4.2%
收入季度占比	21.4%	27.8%	24.6%	26.2%	16.8%	27.5%	27.0%	28.7%	28.0%
YoY									
营业总收入	41.6%	18.0%	8.4%	1.2%	-17.0%	5.0%	16.1%	15.8%	66.7%
营业利润	27.5%	4.9%	-10.0%	-42.4%	-75.2%	10.2%	25.9%	4.1%	40.7%
归母净利润	14.7%	19.1%	-11.6%	-55.9%	-74.5%	7.8%	21.3%	14.8%	100.8%
毛利率	1.0 pct	0.3 pct	-1.0 pct	-0.3 pct	-7.4 pct	0.1 pct	-1.6 pct	1.1pct	-0.4 pct
销售费用率	-0.8 pct	-1.2 pct	-0.7 pct	3.4 pct	-1.4 pct	-1.4 pct	-0.8 pct	-0.9pct	2.1 pct
管理费用率	0.2 pct	-0.9 pct	1.6 pct	2.5 pct	3.5 pct	3.1 pct	0.6 pct	0.7pct	-2.7 pct
营业利润率	-1.6 pct	-1.9 pct	-2.2 pct	-6.4 pct	-9.9 pct	0.8 pct	0.9 pct	-0.9pct	-0.7 pct
净利率	-2.7 pct	0.1 pct	-2.1 pct	-6.6 pct	-7.8 pct	0.4 pct	0.4 pct	0.0pct	0.7 pct

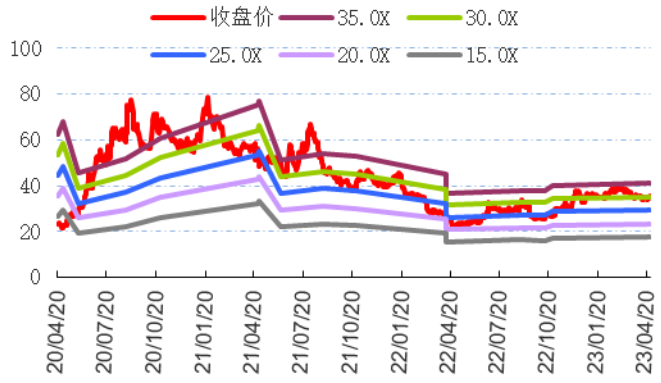
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 仙乐健康 22-25E 收入业绩拆分（单位：百万元，%）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收（22 年追溯调整）*	3,277	3,847	4,551	5,309
YoY		17%	18%	17%
内生营收	2,507	3,012	3,524	4,076
YoY		20%	17%	16%
BFs 营收	770	836	1,028	1,233
YoY		9%	23%	20%
归母净利润（22 年追溯调整）*	169	316	430	527
YoY		87%	36%	22%
内生净利润	212	316	391	469
YoY		49%	24%	20%
BFs 净利润（含无形资产摊销）	-60	-1	56	81

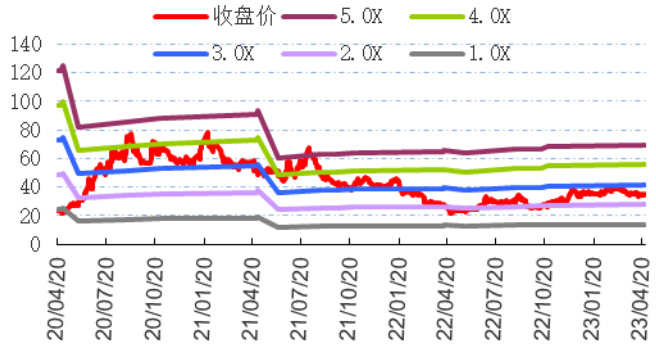
资料来源：Wind，华创证券预测 注：BFs 22 年营收约 7.7 亿，利润约-6000w，表中 22 总营收及归母净利根据 71.4%持股比并表测算

图表 3　PE-Band



资料来源：Wind，华创证券

图表 4　PB-Band



资料来源：Wind，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,502	482	765	1,075
应收票据	0	0	0	0
应收账款	460	558	660	770
预付账款	16	25	30	34
存货	233	424	461	517
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	222	369	413	460
流动资产合计	2,433	1,858	2,329	2,856
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,235	1,308	1,303	1,298
在建工程	69	169	169	169
无形资产	178	460	444	430
其他非流动资产	271	692	677	668
非流动资产合计	1,753	2,629	2,593	2,565
资产合计	**4,186**	**4,487**	**4,922**	**5,421**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	259	321	382	443
预收款项	0	0	0	0
合同负债	26	46	55	64
其他应付款	105	46	51	56
一年内到期的非流动负债	7	19	16	12
其他流动负债	72	91	100	114
流动负债合计	469	523	604	689
长期借款	0	0	0	0
应付债券	908	908	908	908
其他非流动负债	107	101	101	101
非流动负债合计	1,015	1,009	1,009	1,009
负债合计	**1,484**	**1,532**	**1,613**	**1,698**
归属母公司所有者权益	2,702	2,955	3,301	3,704
少数股东权益	0	0	8	19
所有者权益合计	**2,702**	**2,955**	**3,309**	**3,723**
负债和股东权益	**4,186**	**4,487**	**4,922**	**5,421**

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	**445**	**168**	**589**	**662**
现金收益	348	502	675	774
存货影响	7	-191	-37	-56
经营性应收影响	-117	-104	-104	-112
经营性应付影响	123	3	66	66
其他影响	84	-42	-12	-10
投资活动现金流	**284**	**-1,071**	**-175**	**-175**
资本支出	-300	-614	-183	-182
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	584	-457	8	7
融资活动现金流	**-78**	**-117**	**-131**	**-177**
借款增加	58	12	-3	-4
股利及利息支付	-76	-119	-164	-196
股东融资	7	7	7	7
其他影响	-67	-17	29	16

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**2,507**	**3,847**	**4,551**	**5,309**
营业成本	1,726	2,677	3,105	3,602
税金及附加	15	23	27	31
销售费用	130	269	305	348
管理费用	304	384	446	513
研发费用	81	117	138	162
财务费用	7	27	25	23
信用减值损失	-4	2	2	2
资产减值损失	-5	-3	-3	-3
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
投资收益	23	20	20	20
其他收益	8	6	6	6
营业利润	**265**	**375**	**530**	**654**
营业外收入	1	6	6	6
营业外支出	14	5	5	5
利润总额	**252**	**376**	**531**	**655**
所得税	40	60	85	105
净利润	**212**	**316**	**446**	**550**
少数股东损益	0	0	16	23
归属母公司净利润	**212**	**316**	**430**	**527**
NOPLAT	218	338	467	570
EPS(摊薄)（元）	1.18	1.75	2.38	2.92

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.8%	53.4%	18.3%	16.7%
EBIT 增长率	-15.8%	55.7%	37.9%	22.1%
归母净利润增长率	-8.4%	49.0%	35.9%	22.5%
获利能力				
毛利率	31.2%	30.4%	31.8%	32.2%
净利率	8.5%	8.2%	9.8%	10.4%
ROE	7.9%	10.7%	13.0%	14.2%
ROIC	8.3%	13.1%	16.4%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	34.1%	32.8%	31.3%
债务权益比	37.8%	34.8%	31.0%	27.4%
流动比率	5.2	3.6	3.9	4.1
速动比率	4.7	2.7	3.1	3.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.9	0.9	1.0
应收账款周转天数	58	48	48	48
应付账款周转天数	47	39	41	41
存货周转天数	49	44	51	49
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.75	2.38	2.92
每股经营现金流	2.47	0.93	3.26	3.67
每股净资产	14.97	16.37	18.29	20.52
估值比率				
P/E	30	20	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	19	13	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2022 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2022 年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522