

# 并表收入提速，一季度开门红

## 仙乐健康(300791)

### 核心观点

公司并表北美 BestFormulations Inc.，随着 BF 订单业务逐渐投产和产能利用率的提升，BF 所造成的亏损将会逐个季度减少，北美地区投后整合加强，公司协同效应将在未来显现，北美区域需求稳健发展；欧洲区去年因疫情影响的产能不足问题已经解决；中长期受益于居民保健意识提升，国内 VDS 消费需求增加，尤其软糖业务保持较快增长，公司收入增长有望延续。

### 事件

#### 公司发布 2022 年年度报告和 2023 年第一季度报告

2022 年公司实现营业收入 25.07 亿元，同比增长 5.84%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比下滑 8.43%，实现扣非归母净利润 1.96 亿元，同比下滑 6.40%。其中单 Q4 实现营收 7.19 亿元，同比增长 15.78%，归母净利润 0.36 亿元，同比增长 14.84%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比增长 41.04%。

2023 年第一季度公司实现营业收入 7.02 亿元，同比增长 66.69%，实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 100.84%，扣非净利润 0.25 亿元，同比增长 490.63%。

### 简评

#### 短期需求激增，国内收入提速，2023 年 BF 并表。

公司 22 年营收 25.07 亿元，同增 5.85%，其中单 Q4 营收 7.19 亿元，同增 15.78%，较上半年提速明显，主要受益于国内 Q4 短期保健需求激增，拉动公司中国区业务增长，中长期有望催化提升消费者健康意识。公司 23 年第一季度营收 7.02 亿元，同增 66.69%，主要系公司北美子公司 BF 并表，同时 22Q1 公司供应链受冲击，收入基数较低。

分区域看，22 年公司大陆/美洲/欧洲/其他区域分别实现营收 14.9/5.4/4.0/0.8 亿元，同比变化+2.3%/+35.9%/-9.2%/+2.8%，其中 22H2 分别实现营收 8.18/3.22/2.17/0.42 亿元，同比变化+13.2%/+53.4%/-7.1%/+3.4%。各区域环比改善明显，其中国内下半年营收增长拉动全年实现同比转正，美洲收入延续高增，欧洲区域下半年开工率提升，实现下滑幅度收窄。2023 年预计北美市场仍以去库存为主，国内市场同比高增，欧洲市场继续改善。

分业务看，22 年公司软胶囊/软糖/粉剂/片剂/功能饮品分别实现收入 9.9/5.9/1.9/3.4/3.4 亿元，

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 编号: s1440518060003

SFC 编号: BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

19901604634

SAC 编号: S1440521120003

发布日期: 2023 年 04 月 28 日

当前股价: 36.58 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.9/3.84	4.57/3.93	63.03/51.96
12 月最高/最低价 (元)		39.85/21.42
总股本 (万股)		18,049.73
流通 A 股 (万股)		15,267.39
总市值 (亿元)		66.03
流通市值 (亿元)		55.85
近 3 月日均成交量 (万股)		122.11
主要股东		
广东光辉投资有限公司		43.08%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

22.12.06	【中信建投食品加工】仙乐健康(300791):Q4 旺季销售佳，基本面持续改善
22.08.29	【中信建投食品加工】仙乐健康(300791):订单环比持续改善，美国并购

同比变化 +9.8%/+25.6%/-41.7%/6.4%/35.5%，其中 22H2 营收分别同比变化 +21.0%/+43.3%/-40.4%/-1.8%/+60.0%。软糖和功能饮品产品实现高增长，较上半年提速明显，粉剂业务由于产品结构调整，延续较大幅度下滑。

### 22Q4 毛利率修复，23Q1 扣非净利润高增，BF 并表增厚利润。

公司 22 年毛利率为 31.18%，同比下滑 1.55pcts，其中单 Q4 为 31.42%，同比提升 1.12pcts，较 22Q3 有所改善。预计与 Q4 欧洲价格调整落地、产能利用率提升、高毛利产品占比提升有关。公司 23Q1 毛利率为 27.89%，同比下滑 0.19pcts，预计主要系并购 BF 公司的毛利率拖累。公司 22 年销售/管理费用率分别为 5.19%/12.14%，同比变化 -1.09%/+1.82pcts，其中单 Q4 销售/管理费用率分别为 6.04%/12.46%，同比变化 -0.89%/+0.72pcts，主要系收购相关费用增加。公司 23Q1 销售/管理费用率分别为 7.5%/11.83%，分别同比变动 +2.14%/-2.68pcts，销售费用增长主要系公司市场营销活动恢复，并购 BF 销售费用以及无形资产摊销费用增加。

公司 22 年实现归母净利润 2.12 亿元，同比下降 8.43%，其中单 Q4 归母净利润 0.36 亿元，同比增长 14.84%，扣非净利润 0.35 亿元，同比增长 41.04%。公司扣除收购 Best Formulations 相关费用后净利润为 2.70 亿，同比增长 16.53%，扣除收购相关费用后归母净利率为 10.8%，同比提升 0.98pct。BF 并表后，管理费用率下降带动公司盈利能力提升，公司 23Q1 归母净利润 0.29 亿元，归母净利率为 4.19%，同比提升 0.71pcts，扣非归母净利润 0.25 亿元，同增 490.63%，扣非净利率为 3.63%，同比提升 2.6pcts。

### 全球化布局再上台阶，23 年业绩高弹性可期。

22Q4 开始美洲区受渠道库存消化影响有所走弱，但随着 BF 并表以及投后整合加强，公司协同优势显现，美洲区仍有较大发展潜力。欧洲区组织架构改革推进，开工问题改善，同时国内受益于疫后短期需求爆发，收入增长有望延续。公司持续修炼内功，增强海外团队，向内降本增效，优化供应链敏捷性，同时注重利润考核。23 年外部环境因素缓解后，预计公司业绩弹性将进一步释放。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别为 38.26/44.13/50.19 亿元，同比增长 53%/15%/14%，净利润分别为 3.14/4.09/4.94 亿，同比增长 48%/30%/21%，维持“买入”评级。

### 风险提示：

1. 食品安全问题：公司的产品主打健康和保健功效，加工生产过程中需要严格控制，如果出现较多不良反应或者食品安全事故，会对公司形象产品负面影响。
2. 竞争加剧：随着资本入局，新兴网红品牌可以借助新渠道快速崛起，在一些细分品类里面创造较高销售额，行业内激烈的竞争有可能促使各家品牌为了抢占市占率而大打折扣，使得行业利润水平下降。
3. 线上流量下滑，线上营业额可能无法持续增长。
4. 经济疲软，居民消费力下降，居民对可选食品的购买欲望下降。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,369	2,507	3,826	4,413	5,019
增长率(%)	15	6	53	15	14
净利润(百万元)	232	212	314	409	494
增长率(%)	-10	-8	48	30	21
EPS(元/股，摊薄)	1.28	1.18	1.74	2.27	2.74
P/E(倍)	28	31	21	16	13

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

**安雅泽：**食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

**余璇：**中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇  
 处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk