# 仙乐健康（300791.SZ）

## 内生利润超预期，看好全年业绩弹性

**公司 22 年收入/利润同比+5.8%/-8.4%，扣除收购 BF 相关费用后净利润同比+16.8%，增长超过此前预期。短期看，公司受益于疫后保健品需求抬升，业绩具备较强支撑。中长期看，公司战略目标坚定，战术动作更加清晰，利用全球竞争优势，锚定中长期市占率提升目标实现跨越性发展。给予 23-25 年 EPS 预测为 1.72、2.05、2.37，重申强烈推荐。**

- **22Q4 收入/利润同比+15.8%/+14.8%，22 年扣除收购 BF 相关费用后净利润增长超预期。**公司 22 年实现收入/净利润/扣非归母净利润分别为 25.07/2.12/1.96 亿元，同比+5.84%/-8.43%/-6.40%，收入符合预期，扣除收购 BF 相关费用后净利润 2.70 亿（+16.53%），超出此前预期。其中 Q4 实现收入/利润分别为 7.19/0.36 亿，同比+15.8%/+14.8%。公司 22 年经营活动产生的现金流量净额 4.45 亿，同比+30.31%。公司拟每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税），分红比例 29.8%。
- **美洲维持高增，欧洲逐季改善，新型剂型占比持续提升。**分区域看，公司 22 年中国业务同比+2.28%至 14.9 亿，其中医药企业受大客户转型调整影响下滑较多，直销渠道低位企稳，保健品品牌和渠道客户在线下渠道受损和消费力承压背景下保持相对稳定，新锐客户全年维持较快增长；美洲业务保持高增，同比+35.88%至 5.41 亿，占比由 16.8%提升至 21.6%；欧洲业务同比-9.15%至 3.96 亿，环比前三季度的双位数下滑已经明显改善。分产品看，公司 22 年传统型软胶囊、片剂保持稳定增长，同比+9.8%/+6.4%至 9.9/3.4 亿；粉剂收入同比-41.7%至 1.9 亿，与公司主动调整剂型结构有关；新兴剂型软糖、饮品收入同比+25.5%/+35.5%至 5.9/3.4 亿，占比分别提升 3.71/2.96pct 至 23.6%/13.5%。
- **毛利率环比改善，并购费用影响利润，还原后全年净利率同比提升。**22 年受原材料成本上涨、新产线投产和产品结构变化综合影响，公司毛利率-1.55pcts 至 31.2%，其中软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品毛利率分别为 28.1%/43.1%/20.7%/36.1%/22.0%，同比+1.32/-5.99/-1.64/-3.87/-0.99pcts，Q4 毛利率同比+1.12pcts 至 31.4%，环比改善明显（前三季度毛利率-2.50pcts 至 31.1%）。销售费用率同比-1.09pcts 至 5.2%，与品牌产品销售同比大幅减少，广告投放减少有关。管理费用率同比+1.82pcts 至 12.1%，其中中介服务费增加 6707 万，主要系收购 BF 相关费用增加所致。财务费用受可转债利息资本化及汇兑收益增加的影响，由 2635 万减少至 717 万。公司 22 年净利率-1.32pcts 至 8.5%，还原并购 BF 相关费用后，净利率同比+0.98pct 至 10.8%。
- **需求具备支撑，全年持续恢复。**近期跟踪反馈，公司 Q1 中国业务受益疫后需求抬升恢复较快，欧洲工厂收入转正，美洲处于渠道库存去化阶段增速有所放缓，但 3 月环比已经开始改善，预计 Q1 整体低基数下有望呈现较快增长。展望全年，线下渠道人流恢复、后疫情时代消费者对健康关注度提升以及消费力逐步恢复背景下，公司作为 CDMO 龙头将较好承接下游需求。
- **投资建议：内外部动能充足，看好业绩弹性。**短期看，公司受益于疫后保健品需求抬升，业绩具备较强支撑。中长期看，公司战略目标坚定，战术

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标股价：NA
当前股价：35.1 元

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本（万股） | 18050 |
| 已上市流通股（万 | 17600 |
| 总市值（亿元） | 63 |
| 流通市值（亿元） | 62 |
| 每股净资产（MRQ） | 15.0 |
| ROE（TTM） | 7.9 |
| 资产负债率 | 35.5% |
| 主要股东 | 广东光辉投资有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 43.08% |

### 股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | -6 | 28 | 35 |
| 相对表现 | -11 | 19 | 34 |

资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

1、《仙乐健康（300791）—并购方案优化，增强经营确定性》2022-12-09
2、《仙乐健康（300791）—收入环比改善，盈利恢复趋势延续》2022-10-26
3、《仙乐健康（300791）—反转已至，弹性可期》2022-08-29

于佳琦 S1090518090005
yujiaqi@cmschina.com.cn
陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn

动作更加清晰。中国传统客户继续向二三线品牌做下沉拓展，同时利用全球市场洞察和供应链赋能继续开发跨境品牌客户；美洲 BF 并购落地，销售端协同赋能，着重发力软胶囊和软糖核心剂型，供应链降本增效；欧洲优化供应链的基础上通过有竞争力的定价策略继续抢占市场份额。继续看好公司在全球营养健康食品 CDMO 领域份额不断提升，暂不考虑并表，给予 23-25 年 EPS 预测为 1.72、2.05、2.37，维持“强烈推荐”投资评级。

- **风险提示：行业增速放缓、阶段性产能过剩、政策变动、成本上涨等**

## 财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 2369 | 2507 | 2902 | 3328 | 3780 |
| 同比增长 | 15% | 6% | 16% | 15% | 14% |
| 营业利润(百万元) | 290 | 265 | 388 | 458 | 529 |
| 同比增长 | -8% | -9% | 46% | 18% | 15% |
| 归母净利润(百万元) | 232 | 212 | 310 | 369 | 427 |
| 同比增长 | -10% | -8% | 46% | 19% | 16% |
| 每股收益(元) | 1.29 | 1.18 | 1.72 | 2.05 | 2.37 |
| PE | 27.3 | 29.8 | 20.4 | 17.2 | 14.8 |
| PB | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |

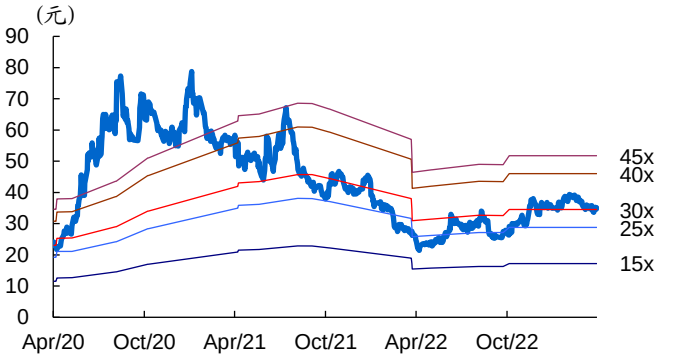
资料来源：公司数据、招商证券

仙乐健康单季度利润表

| 单位：百万元 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 21A | 22A |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 一、营业总收入 | 508 | 657 | 583 | 621 | 421 | 690 | 677 | 719 | 2369 | 2507 |
| 二、营业总成本 | 444 | 562 | 529 | 578 | 417 | 586 | 600 | 669 | 2114 | 2272 |
| 其中：营业成本 | 328 | 432 | 401 | 433 | 303 | 453 | 476 | 493 | 1594 | 1726 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 | 4 | 14 | 15 |
| 营业费用 | 34 | 36 | 36 | 43 | 23 | 28 | 36 | 43 | 149 | 130 |
| 管理费用 | 56 | 57 | 59 | 73 | 61 | 81 | 72 | 90 | 245 | 304 |
| 研发费用 | 18 | 23 | 19 | 24 | 19 | 21 | 21 | 20 | 83 | 81 |
| 财务费用 | 6 | 9 | 11 | 0 | 11 | -7 | -6.71 | 11 | 26 | 7 |
| 资产减值损失 | -1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -2 | 1 | -3 | -2 | -5 |
| 三、其他经营收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | -3 | -4 | 2 | -6 | -1 | -4 |
| 公允价值变动收益 | 8 | 7 | 10 | 10 | 13 | 8 | 4 | 5 | 35 | 30 |
| 投资收益 | 1 | -2 | 1 | -1 | 2 | -2 | 1 | -2 | -1 | -2 |
| 其他收益 | 3 | 8 | 4 | 10 | 4 | 8 | 0 | 11 | 25 | 23 |
| 四、营业利润 | 4 | 2 | 5 | 0 | 7 | 2 | 3 | -4 | 11 | 8 |
| 加：营业外收入 | 0 | 0 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出 | 72 | 102 | 64 | 53 | 18 | 112 | 80 | 55 | 290 | 265 |
| 五、利润总额 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 |
| 减：所得税 | 2 | 0 | 6 | 3 | 1 | 5 | 2 | 6 | 11 | 14 |
| 六、净利润 | 70 | 102 | 58 | 51 | 17.8 | 107.1 | 77.5 | 49 | 281 | 252 |
| 减：少数股东损益 | 12 | 14 | 3 | 20 | 3.2 | 11.8 | 11.3 | 13 | 49 | 39 |
| 七、归属母公司净利润 | 57 | 88 | 55 | 31 | 15 | 95.3 | 66.3 | 36 | 232 | 212 |
| EPS | 0.48 | 0.49 | 0.30 | 0.17 | 0.08 | 0.53 | 0.37 | 0.30 | 2.53 | 1.58 |
| **主要比率** | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 35.5% | 34.2% | 31.2% | 30.3% | 28.1% | 34.3% | 29.6% | 31.4% | 32.7% | 31.2% |
| 主营税金率 | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| 营业费率 | 6.8% | 5.4% | 6.2% | 6.9% | 5.35% | 4.0% | 5.4% | 6.0% | 6.3% | 5.2% |
| 管理费率 | 11.0% | 8.7% | 10.1% | 11.7% | 14.5% | 11.8% | 10.7% | 12.5% | 10.3% | 12.1% |
| 营业利润率 | 14.1% | 15.5% | 10.9% | 8.5% | 4.2% | 16.3% | 11.8% | 7.6% | 12.2% | 10.6% |
| 实际税率 | 17.9% | 13.3% | 5.6% | 38.6% | 17.8% | 11.0% | 14.5% | 26.5% | 17.5% | 15.6% |
| 净利率 | 11.3% | 13.4% | 9.4% | 5.1% | 3.5% | 13.8% | 9.8% | 5.0% | 9.8% | 8.5% |
| **YoY** | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 41.6% | 18.0% | 8.4% | 1.2% | -17.0% | 5.0% | 16.1% | 15.8% | 0.3% | 5.8% |
| 营业利润增长率 | 27.5% | 4.9% | -10.0% | -42.4% | -75.2% | 10.2% | 25.9% | 4.1% | -11.8% | -8.5% |
| 净利润增长率 | 14.7% | 19.1% | -11.6% | -55.9% | -74.5% | 7.8% | 21.3% | 14.8% | -14.7% | -8.4% |

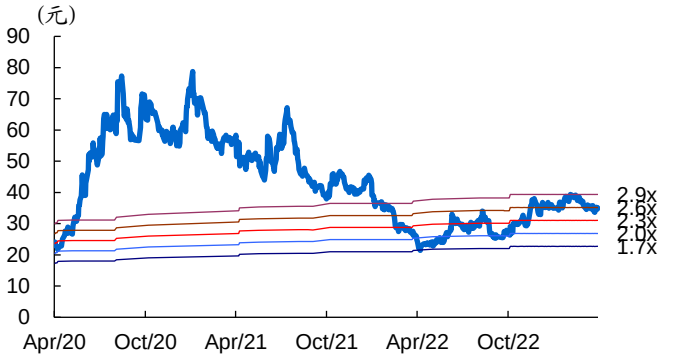
资料来源：公司报表

图 3：仙乐健康历史 PE Band




资料来源：公司数据、招商证券

图 4：仙乐健康历史 PB Band




资料来源：公司数据、招商证券

**参考报告：**

1、《仙乐健康（300791）—并购方案优化，增强经营确定性》2022-12-09

2、《仙乐健康（300791）—收入环比改善，盈利恢复趋势延续》2022-10-26

3、《仙乐健康（300791）—反转已至，弹性可期》2022-08-29

4、《仙乐健康（300791）—并购强化优势，环比加速可期》2022-07-08

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1915 | 2433 | 2140 | 2349 | 2644 |
| 现金 | 716 | 1502 | 777 | 858 | 1064 |
| 交易性投资 | 531 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 342 | 460 | 396 | 457 | 503 |
| 其它应收款 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 存货 | 240 | 233 | 283 | 326 | 352 |
| 其他 | 83 | 155 | 143 | 164 | 180 |
| **非流动资产** | 1906 | 1753 | 2072 | 2140 | 2199 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 786 | 1235 | 1024 | 1122 | 1209 |
| 无形资产商誉 | 367 | 380 | 342 | 308 | 277 |
| 其他 | 753 | 138 | 751 | 750 | 750 |
| **资产总计** | **3820** | **4186** | **4212** | **4488** | **4842** |
| **流动负债** | 332 | 470 | 370 | 411 | 436 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 196 | 259 | 298 | 339 | 385 |
| 预收账款 | 28 | 26 | 30 | 34 | 38 |
| 其他 | 108 | 184 | 101 | 101 | 101 |
| **长期负债** | 943 | 1015 | 1015 | 1015 | 1015 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 943 | 1015 | 1015 | 1015 | 1015 |
| **负债合计** | **1275** | **1484** | **1313** | **1354** | **1379** |
| 股本 | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 资本公积金 | 1247 | 1249 | 1247 | 1247 | 1247 |
| 留存收益 | 1118 | 1258 | 1504 | 1781 | 2098 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者 | 2545 | 2702 | 2932 | 3208 | 3525 |
| **负债及权益合计** | **3820** | **4186** | **4212** | **4488** | **4842** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 341 | 445 | 351 | 391 | 507 |
| 净利润 | 232 | 212 | 310 | 369 | 427 |
| 折旧摊销 | 101 | 129 | 144 | 154 | 163 |
| 财务费用 | 32 | 16 | 10 | 8 | 5 |
| 投资收益 | (25) | (23) | (22) | (22) | (22) |
| 营运资金变动 | (12) | (19) | (92) | (96) | (102) |
| 其它 | 14 | 11 | 2 | 3 | 2 |
| **投资活动现金流** | (735) | 284 | (213) | (213) | (213) |
| 资本支出 | (525) | (294) | (222) | (222) | (222) |
| 其他投资 | (211) | 578 | 9 | 9 | 9 |
| **筹资活动现金流** | 906 | (78) | (91) | (97) | (88) |
| 借款变动 | (87) | (63) | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 60 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 166 | 2 | (2) | 0 | 0 |
| 股利分配 | (72) | (72) | (63) | (92) | (110) |
| 其他 | 839 | 54 | (18) | (15) | 11 |
| **现金净增加额** | 512 | 651 | 47 | 81 | 206 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 2369 | 2507 | 2902 | 3328 | 3780 |
| 营业成本 | 1594 | 1726 | 1980 | 2259 | 2564 |
| 营业税金及附加 | 14 | 15 | 17 | 20 | 22 |
| 营业费用 | 149 | 130 | 147 | 167 | 180 |
| 管理费用 | 245 | 304 | 288 | 330 | 370 |
| 研发费用 | 83 | 81 | 94 | 108 | 132 |
| 财务费用 | 26 | 7 | 10 | 8 | 5 |
| 资产减值损失 | (3) | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收 | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 其他收益 | 11 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 25 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| **营业利润** | 290 | 265 | 388 | 458 | 529 |
| 营业外收入 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 11 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| **利润总额** | 281 | 252 | 375 | 444 | 515 |
| 所得税 | 49 | 39 | 65 | 76 | 88 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利** | 232 | 212 | 310 | 369 | 427 |

### 主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业总收入 | 15% | 6% | 16% | 15% | 14% |
| 营业利润 | -8% | -9% | 46% | 18% | 15% |
| 归母净利润 | -10% | -8% | 46% | 19% | 16% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 32.7% | 31.2% | 31.8% | 32.1% | 32.2% |
| 净利率 | 9.8% | 8.5% | 10.7% | 11.1% | 11.3% |
| ROE | 9.1% | 7.9% | 10.6% | 11.5% | 12.1% |
| ROIC | 10.0% | 8.3% | 9.5% | 10.4% | 12.0% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 33.4% | 35.5% | 31.2% | 30.2% | 28.5% |
| 净负债比率 | 0.1% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 5.8 | 5.2 | 5.8 | 5.7 | 6.1 |
| 速动比率 | 5.0 | 4.7 | 5.0 | 4.9 | 5.2 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 6.3 | 7.3 | 7.4 | 7.2 | 7.0 |
| 应收账款周转率 | 7.9 | 6.3 | 6.7 | 7.7 | 7.5 |
| 应付账款周转率 | 8.1 | 7.6 | 7.1 | 7.1 | 7.1 |
| **每股资料(元)** | | | | | |
| EPS | 1.29 | 1.18 | 1.72 | 2.05 | 2.37 |
| 每股经营净现 | 1.89 | 2.46 | 1.95 | 2.17 | 2.81 |
| 每股净资产 | 14.12 | 14.97 | 16.27 | 17.81 | 19.56 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.35 | 0.51 | 0.61 | 0.70 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 27.3 | 29.8 | 20.4 | 17.2 | 14.8 |
| PB | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 11.6 | 9.1 | 7.9 | 6.5 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券食品饮料团队，6 年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20 年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20 年加入招商证券，5 年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21 年加入招商证券。

**胡思蓓：**复旦大学本科，复旦大学硕士，22 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续 15 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021 年获得 wind 金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

**股票评级**

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**行业评级**

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。