

增持 (维持)

仙乐健康 (300791)

22 年稳健收官，23 年弹性可期

2023 年 04 月 21 日

市场数据

日期	2023-04-21
收盘价(元)	34.10
总股本(百万股)	180.50
流通股本(百万股)	152.67
净资产(百万元)	2,701.52
总资产(百万元)	4,185.82
每股净资产(元)	13.85

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《仙乐健康: 发力新剂型, 保健食品 ODM 龙头成长可期》2022-11-09

分析师:

金旻

jinhan@xyzq.com.cn
S0190521080003

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报: 2022 年营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 25.07/2.12/1.96 亿元, 同比+5.84%/-8.43%/-6.40%; 22Q4 营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.19/0.36/0.35 亿元, 同比+15.78%/+14.84%/+41.04%。
- **软糖、功能饮品等创新剂型表现较好, 中国区逐季改善、美国区增速有所放缓。**2022 年软胶囊/软糖/粉剂/片剂/功能饮品实现收入 9.91/5.93/1.92/3.41/3.38 亿元, 同比+9.8%/+25.6%/-41.7%/+6.4%/+35.5%。软糖增速快主要系 Q3 新产线投产带动量增近 20%, 功能饮品增长强劲主要系结构优化带动吨价提升回归至 20 年水平, 软胶囊及片剂增速稳健, 粉剂订单量下滑较大。2022 年中国/欧洲/美洲/其他地区实现收入 14.91/3.96/5.41/0.79 亿元, 同比+2.3%/-9.2%/+35.9%/+2.8%。
- **毛利率受成本及结构影响有所下降, 还原 BF 并购费用后利润率有所提升。**22 年毛利率 31.18%, 同比-1.55pct, 主要系物料及能源影响、产品结构问题、部分品类产能利用率偏低。22 年销售/管理/研发/财务费用率为 5.19%/12.14%/3.22%/0.29%, 同比-1.09/+1.82/-0.29/-0.83pct。22 年净利率 8.47%, 同比-1.32pct; 剔除 BF 相关费用扰动后净利润为 2.7 亿元, 同比增长 16.53%, 净利率为 10.77%, 同比+0.98pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据 2022 年年报相应调整盈利预测, 预计 2023-2025 年营业收入分别为 38.44/43.92/49.60 亿元, 同比增长 53.32%/14.25%/12.95%, 归母净利润分别为 3.22/4.27/5.34 亿元, 同比增长 51.86%/32.45%/24.99%, EPS 为 1.79/2.37/2.96 元, 对应 2023 年 4 月 21 日收盘价, PE 为 19.09/14.41/11.53 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2507	3844	4392	4960
同比增长	5.84%	53.32%	14.25%	12.95%
归母净利润(百万元)	212	322	427	534
同比增长	-8.43%	51.86%	32.45%	24.99%
毛利率	31.18%	30.45%	30.96%	31.39%
ROE	7.86%	10.91%	12.98%	14.46%
每股收益(元)	1.18	1.79	2.37	2.96
市盈率	28.99	19.09	14.41	11.53

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年年报：2022 年营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 25.07/2.12/1.96 亿元，同比+5.84%/-8.43%/-6.40%；22Q4 营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.19/0.36/0.35 亿元，同比+15.78%/+14.84%/+41.04%。

点评

- 软糖、功能饮品等创新剂型表现较好，中国区逐季改善、美国区增速有所放缓。

✓ 分产品看，2022 年软胶囊/软糖/粉剂/片剂/功能饮品实现收入 9.91/5.93/1.92/3.41/3.38 亿元，同比+9.8%/+25.6%/-41.7%/+6.4%/+35.5%。软糖增速快主要系 Q3 新产线投产带动量增近 20%，功能饮品增长强劲主要系结构优化带动吨价提升回归至 20 年水平，软胶囊及片剂增速稳健，粉剂订单量下滑较大。软糖、功能饮品等创新剂型占比稳步提升，分别达到 23.6%、13.5%，同比提升 3.7pct、3.0pct。

✓ 分地区看，2022 年中国/欧洲/美洲/其他地区实现收入 14.91/3.96/5.41/0.79 亿元，同比+2.3%/-9.2%/+35.9%/+2.8%。中国区逐季恢复，Q3 起转正增长，Q4 受益疫情带动维 C 等产品需求上行，单季度增速预计 20%左右。欧洲区域受制于产线开工率低，全年收入下滑，但 Q4 起已有好转，单季度收入增速接近持平。美国区全年订单需求好，人民币贬值利好出口业务，但 Q4 起客户库存有所增加、景气度边际转弱，单季度增速放缓。

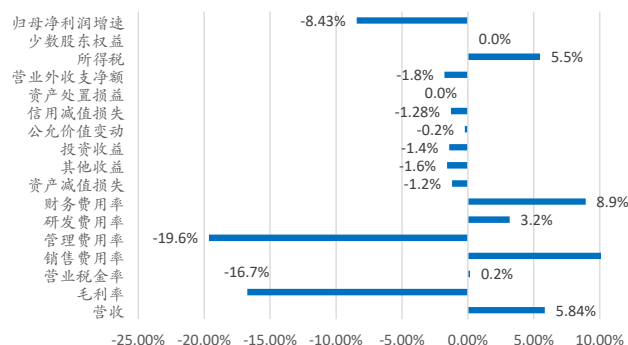
- 毛利率受成本及结构影响有所下降，还原 BF 并购费用后利润率有所提升。

22 年毛利率 31.18%，同比-1.55pct，主要系物料及能源影响、产品结构问题、部分品类产能利用率偏低，软糖/粉剂/片剂/功能饮品毛利率同比下滑 3.9/1.6/5.6/1.0pct。Q4 毛利率 31.42%，同比+1.12pct，主要系成本压力有所缓解，降本措施有所成效。22 年销售/管理/研发/财务费用率为 5.19%/12.14%/3.22%/0.29%，同比-1.09/+1.82/-0.29/-0.83pct；其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 6.04%/12.46%/2.78%/1.48%，同比-0.89/+0.72/-1.08/+1.40pct。销售费用率下行主要系疫情扰动致线下活动投入较少。管理费用率提升主要系收购 BF 相关费用增加，剔除该因素及股权激励摊销扰动后管理费用率基本平稳。财务费用率下降主要系外币汇兑收益增加。综合以上因素，22 年净利率 8.47%，同比-1.32pct，其中 Q4 净利率 5.02%，同比-0.04pct。剔除 BF 相关费用扰动后净利润为 2.7 亿元，同比增长 16.53%，净利率为 10.77%，同比+0.98pct。

- 盈利预测与投资建议

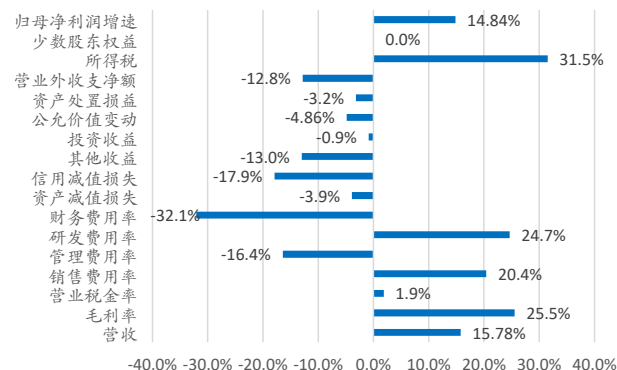
中国区订单有望保持较好增势，欧洲区生产问题解决后低基数下有望高增，美国区静待景气拐点、BF 并表有望贡献收入弹性。根据 22 年年报相应调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 38.44/43.92/49.60 亿元，同比增长 53.32%/14.25%/12.95%，归母净利润分别为 3.22/4.27/5.34 亿元，同比增长 51.86%/32.45%/24.99%，EPS 为 1.79/2.37/2.96 元，对应 2023 年 4 月 21 日收盘价，PE 为 19.09/14.41/11.53 倍，维持“增持”评级。

图 1、2022 年归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q4 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2433	2226	2735	3220
货币资金	1502	1102	1541	1667
交易性金融资产	79	305	192	248
应收票据及应收账款	460	462	593	813
预付款项	16	30	29	34
存货	233	263	326	400
其他	143	64	53	56
非流动资产	1753	2297	2175	2174
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1235	1524	1540	1516
在建工程	69	135	92	71
无形资产	178	178	178	178
商誉	163	166	163	164
长期待摊费用	21	21	21	21
其他	87	273	181	224
资产总计	4186	4523	4910	5394
流动负债	470	560	612	691
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	259	371	416	484
其他	210	190	196	207
非流动负债	1015	1009	1009	1011
长期借款	0	0	0	0
其他	1015	1009	1009	1011
负债合计	1484	1570	1621	1702
股本	180.50	180.50	180.50	180.50
资本公积	1048	1048	1048	1048
未分配利润	1207	1466	1798	2203
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2702	2954	3289	3692
负债及权益合计	4186	4523	4910	5394

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	212	322	427	534
折旧和摊销	129	145	177	195
资产减值准备	9	1	6	9
资产处置损失	5	-0	-0	-0
公允价值变动损失	2	-0	-0	1
财务费用	16	44	48	51
投资损失	-23	-14	-16	-19
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	11	1	-141	-235
经营活动产生现金流量	445	485	506	537
投资活动产生现金流量	284	-781	69	-231
融资活动产生现金流量	-78	-103	-135	-180
现金净变动	681	-399	439	126
现金的期初余额	709	1502	1102	1541
现金的期末余额	1502	1102	1541	1667

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2507	3844	4392	4960
营业成本	1726	2674	3032	3403
税金及附加	15	23	26	29
销售费用	130	246	277	313
管理费用	304	376	400	412
研发费用	81	131	141	159
财务费用	7	44	48	51
其他收益	8	13	14	11
投资收益	23	14	16	19
公允价值变动收益	-2	0	0	-1
信用减值损失	-4	-3	-3	-3
资产减值损失	-5	-4	-3	-3
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	265	371	494	617
营业外收入	1	4	3	3
营业外支出	14	4	6	7
利润总额	252	371	491	613
所得税	39	48	64	80
净利润	212	322	427	534
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	322	427	534
EPS(元)	1.18	1.79	2.37	2.96

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.84%	53.32%	14.25%	12.95%
营业利润增长率	-8.54%	39.84%	33.26%	25.01%
归母净利润增长率	-8.43%	51.86%	32.45%	24.99%
盈利能力				
毛利率	31.18%	30.45%	30.96%	31.39%
归母净利率	8.47%	8.39%	9.72%	10.76%
ROE	7.86%	10.91%	12.98%	14.46%
偿债能力				
资产负债率	35.46%	34.70%	33.01%	31.55%
流动比率	5.18	3.97	4.47	4.66
速动比率	4.67	3.49	3.92	4.07
营运能力				
资产周转率	0.63	0.88	0.93	0.96
应收帐款周转率	6.04	8.04	8.02	6.80
存货周转率	7.18	10.57	10.09	9.17
每股资料(元)				
每股收益	1.18	1.79	2.37	2.96
每股经营现金	2.46	2.69	2.80	2.97
每股净资产	14.97	16.37	18.22	20.46
估值比率(倍)				
PE	28.99	19.09	14.41	11.53
PB	2.28	2.08	1.87	1.67

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn