

## 仙乐健康 (300791.SZ)

## 下游需求强劲增长，BF 并表影响利润

公司 23Q1 收入/利润同比+66.7%/+100.8%，内生收入超预期，低基数下利润实现强劲增长。展望全年，国内业务增速受益于疫后需求抬升具备较强支撑，欧洲积累订单交付+新项目落地有望带来高双位数增长，美洲渠道库存去化后关注下半年弹性。考虑 BF 并表，以及无形资产摊销、财务费用对利润的影响，调整 23-25 年 EPS 预测为 1.70、2.20、2.63 元，维持“强烈推荐”投资评级。

- 内生收入超预期，低基数下利润实现强劲增长。公司 23Q1 实现收入/净利润/扣非归母净利润分别为 7.02/0.29/0.26 亿，同比 +66.7%/+100.8%/+490.6%。其中，中国区业务中 VC、益生菌、辅酶 Q10 等品类需求爆发，实现高双位数增长；欧洲工厂随着前期因开工率不足积累的订单陆续交付，实现双位数增长；美洲处于渠道库存去化阶段，内生收入同比高双位数下滑，BF 同比低双位数下滑。整体看，公司 23Q1 内生收入增长超过 30%，超过此前预期。
- 内生净利率改善明显，BF 并表影响盈利水平。23Q1 公司毛利率同比-0.41pct 至 27.7%，其中内生毛利率受益于成本回落+强劲需求同比+6%左右至正常偏高水平（34%左右），但 BF 固定成本拖累整体毛利率表现。场景压制解除后，公司市场营销活动恢复，叠加 BF 并表以及无形资产增值摊销费用约 1000 万，销售费用由 0.23 亿增长至 0.53 亿，推动销售费用率+2.1pcts 至 7.4%。管理费用同比+35.9%至 0.83 亿，内部协同+规模效应推动管理费用率-2.67pcts 至 11.8%。财务费用由 1052 万增长至 1220 万，其中利息费用由 475 万增长至 1156 万。考虑费用率压缩，测算公司内生净利率与毛利率同向变动且幅度可能更大，23Q1 公司内生净利率已恢复至高个位数，但 BF 并表导致净利率低基数下同比-0.41pct 至 3.4%。
- 国内需求具备支撑，美洲订单环比改善。展望全年，国内业务随着线下渠道人流恢复、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，预计公司保健品客户、渠道客户及新锐品牌有望实现双位数增长，直销客户业务触底反弹，整体有望实现双位数增长。欧洲生产效率提升后，前期积累订单交付以及新项目逐步落地，预计实现较快增长，美洲渠道库存去化后环比有望改善，BF 并表 Q2 目标减亏一半，关注 Q3-Q4 改善弹性。
- 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，业绩有望稳健增长。中长期看，公司战略目标坚定，战术动作更加清晰。考虑 BF 并表，以及无形资产摊销（每年约 3000 万）、财务费用对利润的影响，调整 23-25 年 EPS 预测为 1.70、2.20、2.63 元，继续看好公司在全球营养健康食品 CDMO 领域份额不断提升，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：境外需求疲软、阶段性产能过剩、政策变动、成本上涨等

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料  
目标股价：NA  
当前股价：36.58 元

## 基础数据

总股本（万股）	18050
已上市流通股（万	17600
总市值（亿元）	66
流通市值（亿元）	64
每股净资产（MRQ）	14.7
ROE（TTM）	8.6
资产负债率	39.0%
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	3	26	68
相对表现	4	16	66



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《仙乐健康（300791）—内生利润超预期，看好全年业绩弹性》2023-04-21
- 2、《仙乐健康（300791）—并购方案优化，增强经营确定性》2022-12-09
- 3、《仙乐健康（300791）—收入环比改善，盈利恢复趋势延续》2022-10-26

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

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	3494	4013	4554
同比增长	15%	6%	39%	15%	13%
营业利润(百万元)	290	265	384	493	586
同比增长	-8%	-9%	45%	28%	19%
归母净利润(百万元)	232	212	307	397	474
同比增长	-10%	-8%	44%	29%	19%
每股收益(元)	1.29	1.18	1.70	2.20	2.63
PE	28.4	31.1	21.5	16.6	13.9
PB	2.6	2.4	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	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	23Q1
一、营业总收入	657	583	621	421	690	677	719	702	421	702
二、营业总成本	562	529	578	417	586	600	669	683	417	683
其中: 营业成本	432	401	433	303	453	476	493	508	303	508
营业税金及附加	4	4	4	3	4	4	4	5	3	5
营业费用	36	36	43	23	28	36	43	52	23	52
管理费用	57	59	73	61	81	72	90	83	61	83
研发费用	23	19	24	19	21	21	20	23	19	23
财务费用	9	11	0	11	-7	-6.71	11	12	11	12
资产减值损失	1	1	1	1	-2	1	-3	0	1	0
三、其他经营收益	1	0	0	-3	-4	2	-6	1	-3	1
公允价值变动收益	7	10	10	13	8	4	5	0	13	0
投资收益	-2	1	-1	2	-2	1	-2	0	2	0
其他收益	8	4	10	4	8	0	11	0	4	0
四、营业利润	2	5	0	7	2	3	-4	19	7	19
加: 营业外收入	0	-1	1	0	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	102	64	53	18	112	80	55	0	18	0
五、利润总额	0	0	1	1	0	0	0	19.2	1	19.2
减: 所得税	0	6	3	1	5	2	6	6.2	1	6.2
六、净利润	102	58	51	17.8	107.1	77.5	49	13.0	17.8	13.0
减: 少数股东损益	14	3	20	3.2	11.8	11.3	13	-10.6	3.2	-10.6
七、归属母公司净利润	88	55	31	15	95.3	66.3	36	23.6	15	23.6
EPS	0.49	0.30	0.17	0.08	0.53	0.37	0.30	0.13	0.08	0.13
<b>主要比率</b>										
毛利率	34.2%	31.2%	30.3%	28.1%	34.3%	29.6%	31.4%	27.7%	28.1%	27.7%
主营税金率	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费率	5.4%	6.2%	6.9%	5.35%	4.0%	5.4%	6.0%	7.4%	5.35%	7.4%
管理费率	8.7%	10.1%	11.7%	14.5%	11.8%	10.7%	12.5%	11.8%	14.5%	11.8%
营业利润率	15.5%	10.9%	8.5%	4.2%	16.3%	11.8%	7.6%	2.7%	4.2%	2.7%
实际税率	13.3%	5.6%	38.6%	17.8%	11.0%	14.5%	26.5%	32.3%	17.8%	32.3%
净利率	13.4%	9.4%	5.1%	3.5%	13.8%	9.8%	5.0%	3.4%	3.5%	3.4%
<b>YoY</b>										
收入增长率	18.0%	8.4%	1.2%	-17.0%	5.0%	16.1%	15.8%	66.7%	-17.0%	66.7%
营业利润增长率	4.9%	-10.0%	-42.4%	-75.2%	10.2%	25.9%	4.1%	8.8%	-75.2%	8.8%
净利润增长率	19.1%	-11.6%	-55.9%	-74.5%	7.8%	21.3%	14.8%	61.2%	-74.5%	61.2%

资料来源: 公司报表

图 1: 仙乐健康历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 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）—内生利润超预期，看好全年业绩弹性》2023-04-21
- 2、《仙乐健康（300791）—并购方案优化，增强经营确定性》2022-12-09
- 3、《仙乐健康（300791）—收入环比改善，盈利恢复趋势延续》2022-10-26
- 4、《仙乐健康（300791）—反转已至，弹性可期》2022-08-29
- 5、《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
<b>流动资产</b>	1915	2433	2401	2419	2528
现金	716	1502	1149	999	932
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	622	715	811
其它应收款	4	4	6	7	8
存货	240	233	328	371	417
其他	83	155	216	248	281
<b>非流动资产</b>	1906	1753	2136	2476	2779
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	786	1235	1660	2038	2374
无形资产商誉	367	380	342	308	277
其他	753	138	134	131	128
<b>资产总计</b>	<b>3820</b>	<b>4186</b>	<b>4537</b>	<b>4895</b>	<b>5307</b>
<b>流动负债</b>	332	470	577	630	686
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	196	259	366	414	465
预收账款	28	26	36	41	46
其他	108	184	175	175	175
<b>长期负债</b>	943	1015	1015	1015	1015
长期借款	0	0	0	0	0
其他	943	1015	1015	1015	1015
<b>负债合计</b>	<b>1275</b>	<b>1484</b>	<b>1592</b>	<b>1644</b>	<b>1701</b>
股本	180	180	180	180	180
资本公积金	1247	1249	1249	1249	1249
留存收益	1118	1272	1515	1821	2177
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	2545	2702	2945	3251	3606
<b>负债及权益合计</b>	<b>3820</b>	<b>4186</b>	<b>4537</b>	<b>4895</b>	<b>5307</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	341	445	308	532	642
净利润	232	212	307	397	474
折旧摊销	101	129	179	222	260
财务费用	32	16	50	50	50
投资收益	(25)	(23)	(22)	(22)	(22)
营运资金变动	(12)	99	(211)	(118)	(123)
其它	14	12	5	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(735)	284	(541)	(541)	(541)
资本支出	(525)	(294)	(562)	(562)	(562)
其他投资	(211)	578	22	22	22
<b>筹资活动现金流</b>	906	(78)	(121)	(141)	(168)
借款变动	(87)	(63)	(7)	0	0
普通股增加	60	0	0	0	0
资本公积增加	166	2	0	0	0
股利分配	(72)	(72)	(63)	(91)	(118)
其他	839	54	(50)	(50)	(50)
<b>现金净增加额</b>	<b>512</b>	<b>651</b>	<b>(353)</b>	<b>(150)</b>	<b>(67)</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2369	2507	3494	4013	4554
营业成本	1594	1726	2434	2752	3093
营业税金及附加	14	15	21	24	27
营业费用	149	130	187	211	229
管理费用	245	304	336	385	432
研发费用	83	81	104	120	159
财务费用	26	7	50	50	50
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
<b>营业利润</b>	290	265	384	493	586
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	11	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	281	252	371	479	573
所得税	49	39	64	82	99
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	<b>232</b>	<b>212</b>	<b>307</b>	<b>397</b>	<b>474</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	6%	39%	15%	13%
营业利润	-8%	-9%	45%	28%	19%
归母净利润	-10%	-8%	44%	29%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.7%	31.2%	30.3%	31.4%	32.1%
净利率	9.8%	8.5%	8.8%	9.9%	10.4%
ROE	9.1%	7.9%	10.4%	12.2%	13.1%
ROIC	10.0%	8.3%	12.0%	13.7%	14.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.4%	35.5%	35.1%	33.6%	32.0%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.8	5.2	4.2	3.8	3.7
速动比率	5.0	4.7	3.6	3.3	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.3	7.3	8.7	7.9	7.9
应收账款周转率	7.9	6.3	6.5	6.0	6.0
应付账款周转率	8.1	7.6	7.8	7.1	7.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.29	1.18	1.70	2.20	2.63
每股经营净现	1.89	2.46	1.71	2.95	3.56
每股净资产	14.12	14.97	16.32	18.01	19.98
每股股利	0.40	0.35	0.51	0.65	0.78
<b>估值比率</b>					
PE	28.4	31.1	21.5	16.6	13.9
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.5	12.1	7.6	6.1	5.2

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。