

2023年01月06日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

并购加速落地，四季度持续改善

—仙乐健康（300791.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

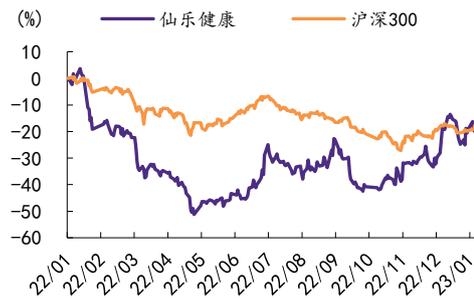
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-01-05

当前股价（元）	35.3
总市值（亿元）	64
总股本（百万股）	180
流通股本（百万股）	67
52周价格范围（元）	21.78-46.29
日均成交额（百万元）	49.73

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

优化并购方案，增强协同效应

12月9日公司发布关于收购 BestFormulations Inc. 股权方案调整的公告，调整事项主要包括：1) 收购股权比例由 80% 调整为 71.41%；2) 交易结构调整收购老股和增资相结合；3) 交易金额由 2.5 亿美元调整为 1.9 亿美元，所需支付金额由 1.8 亿美元调整为 1.25 亿美元，约为 8.7 亿元人民币。其中完成交割后支付 1.19 亿美元，剩余 600 万美元根据新建软糖生产线的建造进度及收入情况按照每笔 300 万美元分两期支付。BF 是植物胶软胶囊 CDMO 领域领导者，2022 年起新增软糖、个护产线，我们认为此次并购方案优化调整，能更好推动 BF 实现其经营规划以及业务增长，与公司在产品、研发、渠道、团队、供应链等方面实现更长期的协同价值，助力公司成为全球营养健康食品头部企业。

消费场景恢复提振需求，四季度望持续改善

四季度公司在营销上加快新项目落地和渠道覆盖，供应链上持续推进降本增效，加强全球供应链建设，组织上继续支持欧美及新锐事业部组织人才升级，各区域订单和生产情况有望持续改善。我们看好中国区防疫政策放开下健康意识强化，线下消费场景有望逐步恢复提振需求，此外第四季度新客户和大单品项目落地有望环比继续改善。海外方面，1) 第三季度美洲区同增 99%，主要系海运周期变化导致二季度收入延迟确认所致，由于美国零售商受通胀影响库存增多进入降库存阶段，预计第四季度增速有所放缓，但仍将保持较快增长。2) 第三季度欧洲区同降 13%，随着劳动力供给恢复提升开工率，组织架构改革推进，以及提价落地应对能源价格上涨，第四季度收入和毛利率均有望实现边际改善。3) 2022 年公司成立新锐事业部，聚焦亚太、中东地区等新城市场，2023 年将其打造成为驱动增长的第四驾马车。

盈利预测

我们看好公司作为国内大型营养健康食品合同生产商之一，也是领先的软胶囊和营养软糖制造商，以市场洞察为基础，建立产品创新平台和全球供应链，深耕营养健康食品的 CDMO 领域。预计 2022-2024 年 EPS 为 1.30/1.54/1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 27/23/19 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、行业增速放缓、汇率波动风险、成本上涨风险、收购进展不及预期风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	2,369	2,559	2,933	3,323
增长率 (%)	14.6%	8.0%	14.6%	13.3%
归母净利润 (百万元)	232	235	277	337
增长率 (%)	-9.9%	1.3%	17.9%	21.6%
摊薄每股收益 (元)	1.29	1.30	1.54	1.87
ROE (%)	9.1%	8.7%	9.5%	10.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	716	1,093	1,401	1,756
应收款	346	316	321	337
存货	240	233	221	217
其他流动资产	613	558	564	562
流动资产合计	1,915	2,199	2,507	2,872
非流动资产:				
金融类资产	531	481	491	496
固定资产	786	953	977	947
在建工程	365	146	58	23
无形资产	161	153	145	137
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	594	594	594	594
非流动资产合计	1,906	1,845	1,774	1,701
资产总计	3,820	4,044	4,281	4,573
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	196	194	182	186
其他流动负债	108	108	108	108
流动负债合计	332	338	329	336
非流动负债:				
长期借款	852	902	942	972
其他非流动负债	91	91	91	91
非流动负债合计	943	993	1,033	1,063
负债合计	1,275	1,331	1,362	1,398
所有者权益				
股本	180	180	180	180
股东权益	2,545	2,714	2,919	3,175
负债和所有者权益	3,820	4,044	4,281	4,573

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	232	235	277	337
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	98	60	71	72
公允价值变动	-1	1	1	1
营运资金变动	12	48	1	1
经营活动现金净流量	341	344	350	411
投资活动现金净流量	-735	102	54	60
筹资活动现金净流量	772	-16	-32	-51
现金流量净额	378	431	372	421

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,369	2,559	2,933	3,323
营业成本	1,594	1,756	1,999	2,244
营业税金及附加	14	15	17	19
销售费用	149	128	144	160
管理费用	245	307	349	392
财务费用	26	10	3	-5
研发费用	83	90	103	117
费用合计	503	535	599	663
资产减值损失	-1	2	1	0
公允价值变动	-1	1	1	1
投资收益	25	12	10	8
营业利润	290	278	336	409
加: 营业外收入	2	1	2	3
减: 营业外支出	11	9	10	11
利润总额	281	270	328	401
所得税费用	49	35	51	64
净利润	232	235	277	337
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	232	235	277	337

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	14.6%	8.0%	14.6%	13.3%
归母净利润增长率	-9.9%	1.3%	17.9%	21.6%
盈利能力				
毛利率	32.7%	31.4%	31.8%	32.5%
四项费用/营收	21.2%	20.9%	20.4%	19.9%
净利率	9.8%	9.2%	9.4%	10.1%
ROE	9.1%	8.7%	9.5%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	33.4%	32.9%	31.8%	30.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.8	8.1	9.1	9.9
存货周转率	6.7	7.6	9.1	10.4
每股数据(元/股)				
EPS	1.29	1.30	1.54	1.87
P/E	27.4	27.1	23.0	18.9
P/S	2.7	2.5	2.2	1.9
P/B	2.5	2.3	2.2	2.0

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。