

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

海外市场增长良好，国内市场积极修复

——仙乐健康(300791)调研简报

证券研究报告-调研简报

买入(上调)

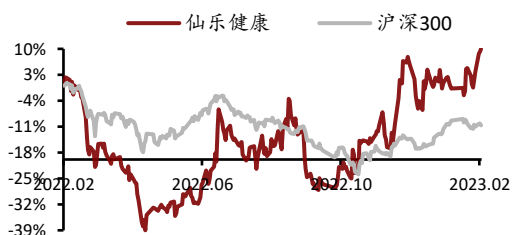
市场数据(2023-02-15)

收盘价(元)	38.76
一年内最高/最低(元)	38.76/21.78
沪深 300 指数	4,123.69
市净率(倍)	2.84
流通市值(亿元)	26.03

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	13.66
每股经营现金流(元)	1.91
毛利率(%)	31.08
净资产收益率_摊薄(%)	6.61
资产负债率(%)	34.40
总股本/流通股(万股)	18,049.73/6,715.24
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《仙乐健康(300791)季报点评：三季度销售提振，提价改善全年业绩》 2022-12-15

《仙乐健康(300791)季报点评：销售不悲观，成本压力渐缓》 2022-05-11

《仙乐健康(300791)年报点评：新型剂型和北美市场获高增长》 2022-05-10

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 近期，我们调研了上市公司仙乐健康（300791）。2022 年下半年以来，公司的海外市场业务增长良好，国内市场目前正在积极修复，公司基本面整体情况好于之前的预期。2023 年，我们认为公司的海外市场业务仍能保持较高增长，国内市场的销售增长有望由负转正。

- 国内订单如常，免疫类需求机会性地增加。

由于 2022 年上半年的外部扰动，当期公司在境内市场的经营数据欠佳，但 20223Q 之后经营情况有所改善。20221H，公司在境内市场实现营收 6.73 亿元，同比下降 8.44%；20223Q，公司营收同比增长 16.11%，带动前三季度的营收同比微增 2.31%。2013 至 2021 年期间，公司营收平均年增 19.16%，保健品代工业务的内生性增长强劲。

根据调研的情况，公司在国内市场的客户结构如下：目前，直销占销售额的 22%；保健品企业占销售额的 17%；药企占 12%；药店、商超等流通渠道占 15%；新零售占 25%。保健品企业、药企、流通渠道、新零售渠道在公司的销售结构中占比均衡，公司对单一渠道的倚重相对较小。

新零售渠道及其催生的新锐品牌，所面向的客群多为 18 至 35 岁的年轻人。通过新零售渠道的销售情况来看，年轻人正在成为保健品的重要消费者群体，从“银发”到“新生代”，保健品在国内市场的客群表现出质的拓展。2022 年以来，保健品新锐品牌层出不穷，这些品牌利用新零售渠道的客群效应实现了较高增长，也成为提振公司增长的主要动力源；2023 年，新品牌、新渠道的高增有望延续。对于新品牌、新客户，公司仍会选择已形成一定销售规模的客户。而新品牌在达到一定销售规模后，对于产品的标准也会提升，转而与更具能力的厂商合作。根据调研，2022 年新锐品牌为公司带来 4 至 5 亿元的销售额，较 2021 年增长超过 30%。但是，目前新锐品牌的销售占比仍较小，以 2021 年全年销

售额 23.69 亿元为基数，2022 年新锐品牌的销售占比也仅 17%，因而传统客户和品牌的销售增长情况仍至关重要。根据调研，2022 年国内传统客户的基本盘保持稳定，并有一定的增长。

2023 年国内市场仍以开发软糖、饮品等新型剂型为主。此外，益生菌产品将是 2023 年的开发重点之一。

- **欧美境外市场保持高增长。**2022 年一、二季度期间由于上海港口受阻，全球供应链遭受到冲击，公司产品在美国市场堆积较多库存。2022 年 4Q 和 2023 年 1Q 美国市场仍以去库存为主，公司出货不多。但是，美国市场消费强劲，公司产品在该市场的销售保持了高双位数的增长水平。公司在欧洲市场的销售 2022 年已转为正增长，2023 年欧洲市场的销售增长也有望升至双位数。通过当地收购，公司在欧美市场均布局有产能。公司产品在欧美市场实现了持续的销售高增，宏观层面受益于欧美发达国家强劲的消费能力，以及中产阶层在社会结构中举足轻重的占比。此外，保健品在发达国家属于刚性消费，货币政策调整对保健品消费影响有限，因而我们不认为 2023 或 2024 年全球货币政策转向后，公司在欧美市场的销售或中国产能的出口将会受到实质性冲击。微观层面上，公司在当地市场的业务基数仍然较低，公司充分利用本土团队优势，市场拓展较快。截至 2022 年中期，国内、外市场在公司的销售额中分别占比 60%和 40%，按照当前海外销售额的增长，我们认为国内、外市场的销售额比例将会达到 50%和 50%。海外业务迅猛增长，将弥补国内市场增长的放缓。
- **2022 年 2Q 之后，通过产品提价公司的综合毛利率恢复至常态水平。**2022 年，在成本的推动下公司各类剂型的厂价均提升，欧洲工厂的提价幅度更大。2022 年 1Q，产品毛利率普遍下滑，但是在提价的作用下，2022 年 2Q 之后产品的综合毛利率逐步恢复至正常水平。公司通过发展有定价权的高毛利率产品改善产品盈利，同时也参与流通大单品的竞争，并通过内部的精益化管理降低流通品的成本。根据调研，公司确保产品的综合毛利率在平稳的水平上略有上升。
- **经过长期的海外拓展和研发投入，公司的国际地位显著提升。**目前，公司的软胶囊产能在全球市场排名靠前，其中植物软胶囊技术走在世界前列。公司自主研发的植物胶囊是利用藻类等原料加工成为胶囊，较传统上利用猪皮、牛骨等动物原料加工而成的胶囊更加健康环保。目前，公司的植物胶囊发展至 2.0 版本，较之前的成本更低、技术更成熟。但是，植物胶囊成本较传统的动物

胶囊目前仍高出 10%至 30%，在植物胶囊成本进一步下降后，将会被广泛应用于各类产品，实现商业化。

- **盈利预测** 我们预测公司 2022、2023、2024 年的 EPS 分别为 1.40、1.63、1.98 元，参照 2.16 日收盘价，对应的股价市盈率分别为 27.4、23.5、19.3 倍，调升公司评级为“买入”。

风险提示：鉴于国内消费现状，国内市场的较高增长是否具有可持续性，仍有待观察。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,067	2,369	2,575	3,043	3,650
增长比率（%）	0.31	0.15	0.09	0.18	0.20
净利润（百万元）	257	232	252	294	358
增长比率（%）	0.81	-0.10	0.09	0.17	0.22
每股收益(元)	1.43	1.29	1.40	1.63	1.98
市盈率(倍)	64.31	32.33	27.42	23.49	19.31

资料来源：中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,324	1,915	1,936	2,268	2,601
现金	217	716	1,186	1,368	1,572
应收票据及应收账款	261	342	358	415	489
其他应收款	3	4	5	7	9
预付账款	23	12	15	22	23
存货	267	240	213	288	328
其他流动资产	552	601	159	168	181
非流动资产	1,326	1,906	1,750	1,761	1,823
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	650	786	992	994	1,045
无形资产	129	161	161	167	174
其他非流动资产	547	959	597	601	604
资产总计	2,650	3,820	4,131	4,474	4,869
流动负债	387	332	364	444	541
短期借款	2	0	0	0	0
应付票据及应付账款	200	196	216	268	330
其他流动负债	186	137	148	176	212
非流动负债	80	943	990	998	1,008
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	80	943	990	998	1,008
负债合计	467	1,275	1,353	1,442	1,549
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	180	180	180	180
资本公积	1,081	1,045	1,045	1,045	1,045
留存收益	978	1,138	1,371	1,626	1,913
归属母公司股东权益	2,183	2,545	2,778	3,033	3,320
负债和股东权益	2,650	3,820	4,131	4,474	4,869

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	320	341	401	341	457
净利润	257	232	252	294	358
折旧摊销	81	107	99	93	102
财务费用	5	32	6	10	14
投资损失	-16	-25	-3	-3	-3
营运资金变动	-29	-22	31	-74	-34
其他经营现金流	22	18	17	21	20
投资活动现金流	-395	-735	-398	-118	-178
资本支出	-223	-524	-397	-117	-177
长期投资	-190	-238	0	0	0
其他投资现金流	18	27	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-93	906	-8	-74	-111
短期借款	-33	-1	0	0	0
长期借款	-32	0	0	0	0
普通股增加	40	60	0	0	0
资本公积增加	-32	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-35	883	-8	-74	-111
现金净增加额	-180	501	26	182	205

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,067	2,369	2,575	3,043	3,650
营业成本	1,393	1,594	1,750	2,039	2,408
营业税金及附加	13	14	15	21	29
营业费用	122	149	165	198	255
管理费用	194	245	242	295	361
研发费用	65	83	85	116	146
财务费用	3	26	-1	-1	-1
资产减值损失	-3	-2	-3	-2	-2
其他收益	25	11	0	0	0
公允价值变动收益	4	-1	0	0	0
投资净收益	16	25	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	316	290	318	374	451
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	5	11	15	20	20
利润总额	312	281	306	357	434
所得税	55	49	54	63	76
净利润	257	232	252	294	358
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	232	252	294	358
EBITDA	380	398	417	467	552
EPS (元)	1.43	1.29	1.40	1.63	1.98

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	0.31	0.15	0.09	0.18	0.20
营业利润 (%)	1.08	-0.08	0.10	0.18	0.21
归属母公司净利润 (%)	0.81	-0.10	0.09	0.17	0.22
获利能力					
毛利率 (%)	0.33	0.33	0.32	0.33	0.34
净利率 (%)	0.12	0.10	0.10	0.10	0.10
ROE (%)	0.12	0.09	0.09	0.10	0.11
ROIC	0.11	0.07	0.07	0.08	0.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.18	0.33	0.37	0.36	0.35
净负债比率 (%)	0.21	0.50	0.49	0.48	0.47
流动比率	3.42	5.76	5.32	5.11	4.80
速动比率	2.67	5.00	4.70	4.41	4.16
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.62	0.70	0.76	0.82
应收账款周转率	7.91	6.93	7.20	7.33	7.46
应付账款周转率	6.98	8.14	8.11	7.60	7.30
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.43	1.29	1.40	1.63	1.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.66	1.89	2.23	1.89	2.53
每股净资产 (最新摊薄)	18.19	14.12	15.42	16.83	18.43
估值比率					
P/E	64.31	32.33	27.42	23.49	19.31
P/B	5.06	2.95	2.49	2.28	2.08
EV/EBITDA	28.56	19.25	17.00	14.81	12.17

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。