



## 消费者对健康关注度提升，营养健康食品 CDMO 龙头企业业绩有望稳健增长——仙乐健康（300791.SZ）投资价值分析报告

### ● 消费者对健康关注度提升，全球营养健康食品行业有望稳健增长

据安永发布的《2023 未来消费者指数报告》，在全球范围内，“性价比优先”群体与“健康优先”群体是两个占比最大的消费者群体。消费者对健康关注度提升、人口老龄化、养生年轻化、养娃精细化等驱动营养健康食品市场规模不断增长。根据欧睿数据，预计 2022-2025 年美国、中国、欧洲、东南亚及澳新地区营养健康食品市场增速有望达到 4.7%、6.4%、6.3%、8.5%，至 2025 年上述地区市场规模有望达到 648、455、290、174 亿美元。

### ● 具备剂型、批文储备及客户优势，公司业绩有望稳步增长

营养健康食品行业品牌力及渠道力更强的品牌，有望保持更高增速。公司是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业，客户类型涵盖医药企业、直销企业、营养健康领域拓展新业务的社交电商等各种不同类型和经营模式的头部企业，公司具备剂型、批文储备及客户优势。目前，美洲客户去库存情况已逐步消退，美洲、中国及东南亚市场有望维持良好增长。

### ● 推出股权激励计划，有望进一步激发员工活力

2023 年 10 月，公司公告 2023 年限制性股票激励计划，首次授予激励对象共计 76 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司）任职的高级管理人员、管理人员及核心技术（业务）人员，拟授予激励对象的限制性股票数量为 154.6250 万股，有望进一步激发员工活力。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 33.15、40.89、51.23 亿元，YOY 分别为 32.20%、23.35%、25.30%；EPS 分别为 1.52、2.16、2.74 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 45.60 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

经济、政治与社会状况风险；汇率波动风险；原材料价格和供应风险；市场竞争加剧风险

### ● 核心业绩数据预测

| (百万元) | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入  | 2507.26 | 3314.70 | 4088.72 | 5123.18 |
| YOY   | 5.84%   | 32.20%  | 23.35%  | 25.30%  |
| 归母净利润 | 212.29  | 274.94  | 389.27  | 494.25  |
| EPS   | 1.18    | 1.52    | 2.16    | 2.74    |
| P/E   | 30.24   | 23.47   | 16.52   | 13.02   |

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

食品饮料行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据 2023.11.29

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 35.68       |
| 一年中最低/最高（元） | 39.85/24.24 |
| 总市值（亿元）     | 64.87       |
| ROE（加权）     | 6.71%       |
| PE（TTM）     | 29.32       |

### 股价相对走势





## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、公司所属主要行业情况分析.....                 | 4  |
| 二、公司主要业务板块经营情况分析 .....              | 6  |
| 2.1 公司主营业务及产品介绍 .....               | 6  |
| 2.2 公司经营业绩情况 .....                  | 8  |
| 2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....             | 9  |
| 2.3.1 全剂型平台开发能力 .....               | 9  |
| 2.3.2 研发优势 .....                    | 10 |
| 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 ..... | 11 |
| 三、2023-2025 年公司整体业绩预测.....          | 13 |
| 四、公司估值分析.....                       | 14 |
| 4.1 P/E 模型估值.....                   | 14 |
| 4.2 DCF 模型.....                     | 15 |
| 五、公司未来六个月内投资建议.....                 | 15 |
| 5.1 公司股价催化剂分析 .....                 | 15 |
| 5.2 公司六个月内的目标价 .....                | 16 |
| 六、公司投资评级.....                       | 16 |
| 七、风险提示 .....                        | 16 |



## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2022 年全球主要市场营养健康食品人均消费额 (美元) .....  | 4  |
| 图 2: 未来三年中国消费者消费行为的意识和谨慎程度 .....         | 5  |
| 图 3: 营养健康食品市场规模预测 (亿美元) .....            | 6  |
| 图 4: 营养健康食品市场增速预测 .....                  | 6  |
| 图 5: 公司营收复合增速与行业增速对比 .....               | 8  |
| 图 6: 公司营收及增速 .....                       | 8  |
| 图 7: 公司归母净利润及增速 .....                    | 8  |
| 图 8: 公司毛利率及净利率走势 .....                   | 9  |
| 图 9: 公司各项费用率走势 .....                     | 9  |
| 图 10: 公司营收按地区划分 .....                    | 9  |
| 图 11: 公司毛利率按地区划分 .....                   | 9  |
| 图 12: 可比公司存货周转率对比 .....                  | 11 |
| 图 13: 可比公司应收账款周转率对比 .....                | 11 |
| 图 14: 可比公司总资产周转率对比 .....                 | 11 |
| 图 15: 可比公司销售费用率对比 .....                  | 12 |
| 图 16: 可比公司管理费用率对比 .....                  | 12 |
| 图 17: 可比公司财务费用率对比 .....                  | 12 |
| 图 18: 可比公司毛利率对比 .....                    | 12 |
| 图 19: 可比公司净利率对比 .....                    | 12 |
| 图 20: 可比公司 ROE 对比 .....                  | 13 |
| 图 21: 可比公司 PE(TTM)对比 .....               | 14 |
| <br>                                     |    |
| 表 1: 公司主要销售模式 .....                      | 6  |
| 表 2: 2023-2025 年公司收入预测 .....             | 13 |
| 表 3: 可比公司估值表 (截止 2023 年 11 月 28 日) ..... | 14 |
| 表 4: DCF 模型估值 .....                      | 15 |

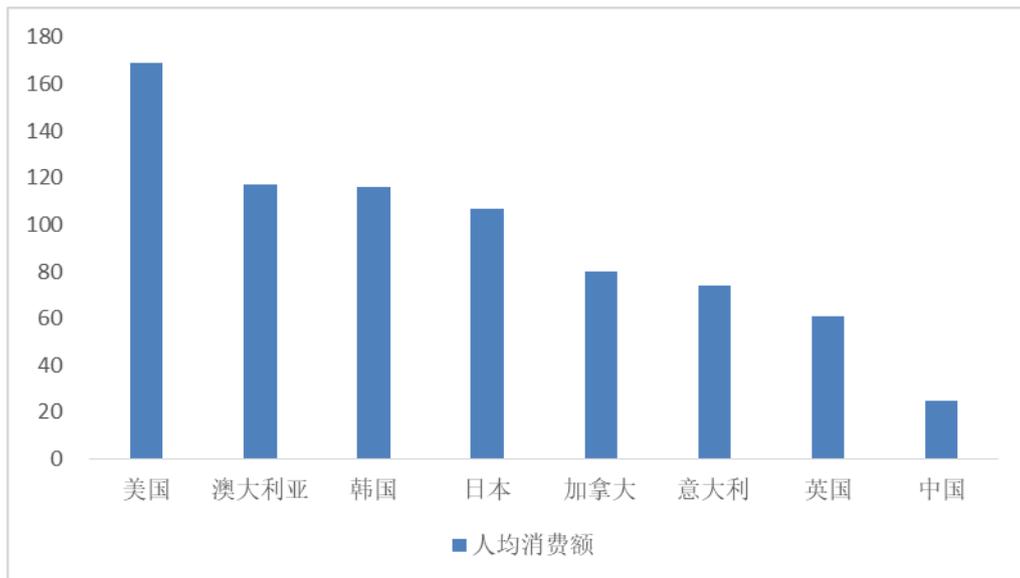


## 一、公司所属主要行业情况分析

营养健康食品主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品 and 营养强化食品。一般而言，营养健康食品是指通过补充人体必需的营养素和生物活性物质，对特定的人群具有平衡营养摄取作用，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的，但不以治疗疾病为目的，也不能代替正常饮食的食品。

随着居民收入水平提升，消费者健康意识逐步提升，人们的健康管理也从“事后干预”转变为利用营养健康食品等手段进行“事前预防”。根据欧睿数据，美国、澳大利亚等发达国家营养健康食品人均消费额较高，2022年，美国、澳大利亚、韩国营养健康食品人均消费额分别为169、117、116美元，我国营养健康食品起步较晚、渗透率较低，2022年我国营养健康食品人均消费额为25美元。

图 1：2022 年全球主要市场营养健康食品人均消费额（美元）



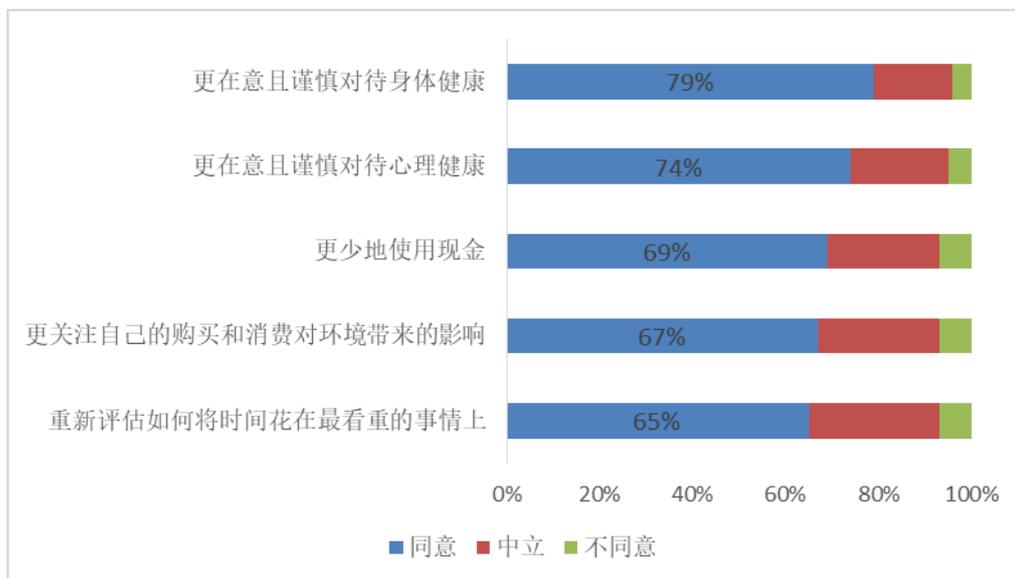
数据来源：欧睿数据，华通证券国际有限公司研究部

根据 IMF10 月发布的《世界经济展望》，发达经济体 2023 年经济增长预测值为 1.5%，2024 年增幅将放缓至 1.4%。其中，美国 2023 年经济增长预测值为 2.1%，2024 年增速将放缓至 1.5%；欧元区今明两年经济增长预测值分别为 0.7% 和 1.2%；新兴市场和发展中经济体今明两年经济增长预测值均为 4.0%。由于我国第三季度经济增长表现强于预期以及最新发布的一系列政策，IMF 上调此前预测的 2023 及 2024 年中国经济增长预测，预计我国实际 GDP 在 2023 年将增长 5.4%，2024 年将增长 4.6%，相比此前发布预测，此次发布的预测值均上调了 0.4 个百分点。同时，IMF 同月发布的《亚太地区经济展望报告》预测，2023 年亚太地区全年经济增长率有望达到 4.6%，高于 2022 年作出的 3.9% 的增长预期，亚太地区经济韧性较强，有望成为营养健康食品行业新增长点。



据安永发布的《2023 未来消费者指数报告》，在全球范围内，“性价比优先”群体与“健康优先”群体是两个占比最大的消费者群体。在中国，“健康优先”群体仍然是最大的消费群体。同时，未来三年中国消费者消费行为的意识和谨慎程度调研中，79%的消费者认为更在意且谨慎对待身体健康。

图 2：未来三年中国消费者消费行为的意识和谨慎程度



数据来源：安永《未来消费者指数》2023 年 6 月，华通证券国际有限公司研究部

美国、中国及欧洲是全球营养健康食品主要市场，根据欧睿数据，2022 年美国、中国、欧洲营养健康食品市场规模分别为 564、358、232 亿元，2019-2022 年行业复合增速分别为 6.4%、6.2%、5.5%。近几年，受益于经济快速增长，居民医疗保健支出逐步提升，部分国家相对放宽营养健康食品的审核条件，东南亚营养健康食品市场保持快速增长。根据欧睿数据，2022 年澳新及东南亚营养健康食品市场规模达到 137 亿美元，2019-2022 年市场复合增速为 7.2%，高于中国、美国及欧洲地区。

随着居民对健康关注度提升，营养健康食品受众从老年人、孕妇不断拓展，生产商加强研发，满足婴童、青少年、成年人到中老年人等不同人群的不同健康需求。人口老龄化、养生年轻化、养娃精细化等驱动营养健康食品市场规模不断增长。根据欧睿数据，预计 2022-2025 年美国、中国、欧洲、东南亚及澳新地区营养健康食品市场增速有望达到 4.7%、6.4%、6.3%、8.5%，至 2025 年上述地区市场规模有望达到 648、455、290、174 亿美元。



图 3: 营养健康食品市场规模预测 (亿美元)

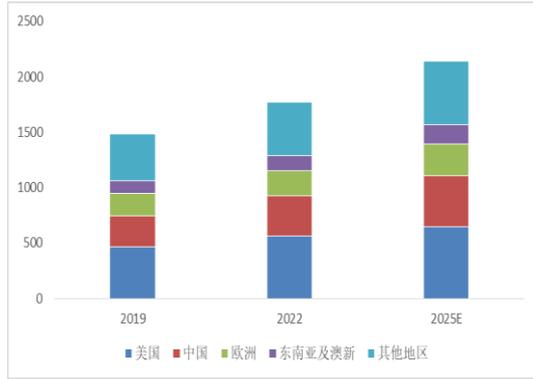
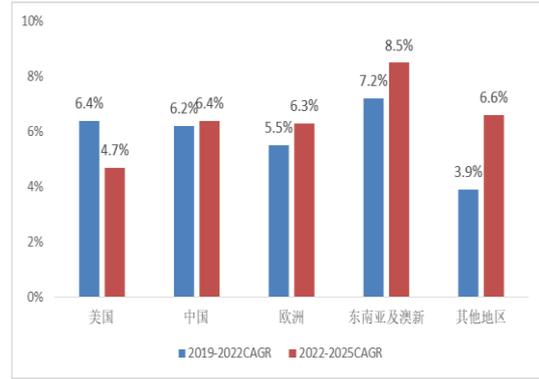


图 4: 营养健康食品市场增速预测



数据来源: 欧睿数据, 华通证券国际有限公司研究部

中国营养健康食品 CDMO 行业 CR5 不足 20%, 中美欧市场均存在大量长尾企业, 市场分散度高。随着行业相关政策法规出台, 行业发展趋向规范化, 预计部分规模小、设备老旧的企业将逐步退出市场; 同时, 头部消费品企业、药企等持续并购整合小品牌, 大型品牌公司对代工企业的资质、研发、生产等各方面能力的要求更高, 也将淘汰部分水平较低的代工企业。在剂型技术、功能品类等方面具备特定优势的 B 端企业将有机会通过行业整合、市场扩张等方式扩大市场份额。

## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

仙乐健康成立于 1993 年, 是具有全球竞争力的中国营养健康食品 CDMO 龙头企业, 公司专注营养健康食品 B 端业务, 为客户提供从产品线规划、产品配方开发及升级、产品注册支持、产品生产与包装、产品交付及营销支持的一站式服务。公司销售模式分为 ODM、CDM、OEM 模式, 因产品品类众多, 一般与客户合作会多种模式并存, 前两种是公司主要的业务模式。

表 1: 公司主要销售模式

| 销售模式  | 定义  |
|---|---|
| 自主开发产品 (ODM, Original Design Manufacturer)  | 公司每年进行市场研究和客户需求调研, 制定产品策略, 开展新产品规划, 对新技术、新原料、新包装形式以及新配方组合, 进行集成化的产品开发规划。自主开发的产品规划涵盖保健食品、特殊膳食食品以及功能性食品。<br>产品团队根据公司新产品规划进行产品开发, 产品开发的完整过程包括产品定位、概念设计、配方研究与试验、中试生产、检测方法 & 标准研究、稳定性试验、功能验证等。如属于保健食品, 还需要向相关主管部门申请产品备案或者注册。 |
| 客户定制开发 (CDM, Customize Design Manufacturer) | 公司依据客户需求进行定制化的产品开发, 并提供定制化产品注册或备案支持 (专指保健食品), 产品  |



|   |                             |
|---|-----------------------------|
|   | 开发完成后, 依据客户订单需求进行生产。        |
| 客户产品委托生产模式 (OEM, Original Equipment Manufacturer) | 公司按照客户提供的完整产品配方, 组织产品生产和交付。 |

资料来源: 公司年报, 华通证券国际有限公司研究部

公司拥有全剂型平台开发能力, 从产品形态分类, 主要有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型, 片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型, 以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、爆珠、维浆果®、萃优酪®等创新剂型。在核心剂型和基础剂型上, 公司聚焦规模生产, 为客户提供全链路、一站式的服务, 树立行业标杆。对于创新剂型, 公司依托专业的市场团队和技术研发团队, 不断推出前沿的营养健康食品解决方案, 满足客户的多样化需求, 帮助客户迅速打开市场, 为差异化赋能。公司目前是国内第一家规模化生产植物基软胶囊的营养健康食品企业, 是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。

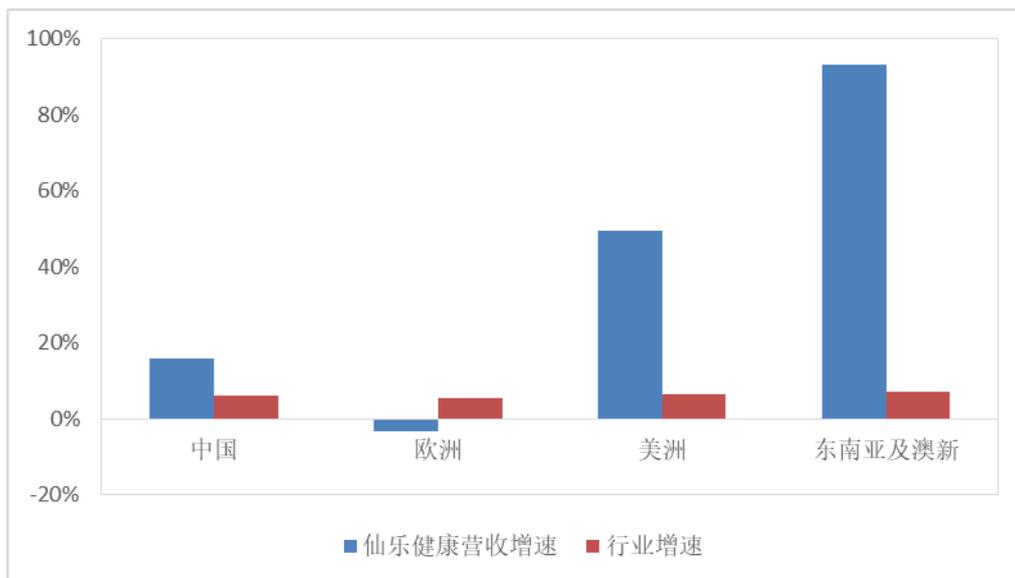
按照功能需求, 公司建立了完善的产品线, 覆盖了全生命周期的不同功能品类, 其中包括针对全人群的基础维矿、免疫力与精力提升; 针对女性的美丽健康、体重管理; 针对中老年人的骨骼关节、心脑血管与代谢等, 可满足从婴童、青少年、成年人到中老年人等不同人群的不同健康需求。

公司客户主要分布于中国、欧洲和美洲, 涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌公司、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等各种不同类型和经营模式的头部企业, 同时, 公司与健合、拜耳、玛氏、科汉森、西门子、天猫国际等知名企业建立了战略合作关系。

2016年公司收购欧洲五大软胶囊制造商之一的德国 Ayanda 100%股份。2023年1月, 公司通过全资子公司 Sirio Healthcare Holdings LLC.收购了北美领先的营养健康产品合同研发制造商 Best Formulations LLC (以下简称 BF) 71.41%的股权。通过中美欧三大生产基地的跨国协同能力, 公司能够全方位满足国际品牌、本土品牌的生产需求, 满足客户的全球供应需求, 实现本土品牌敏捷研发与供应, 抓住业务增量契机, 规避供应链风险。通过集团全球协同采购, 获得战略物料更优的价格。此外, 有利于利用中国工程师红利满足全球研发能力输出, 既保证研发质量和速度, 又降低人才成本, 保持强竞争力。

受益于产能优势、客户优势等因素, 2019-2022年公司在 中国、欧洲、美洲、东南亚及澳新区域市场年复合增速分别是 15.8%、-3.3%、49.5%、93.3%。同时期以上地区行业年复合增速分别为 6.2%、5.5%、6.4%、7.2%, 公司在中国、美洲、东南亚及澳新保持远高于行业的市场增速。

图 5：公司营收复合增速与行业增速对比



数据来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

## 2.2 公司经营业绩情况

随着公司逐步拓展海内外市场，公司营业收入从 2019 年的 15.80 亿元增长至 2022 年的 25.07 亿元，三年复合增速为 16.65%，归母净利润从 2019 年的 1.43 亿元增长至 2022 年的 2.12 亿元，三年复合增速为 14.20%。受益于现有业务增长及合并 Best Formulations，2023 年前三季度，公司实现营业收入 25.03 亿元，同比增长 39.96%，实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 5.10%。

图 6：公司营收及增速

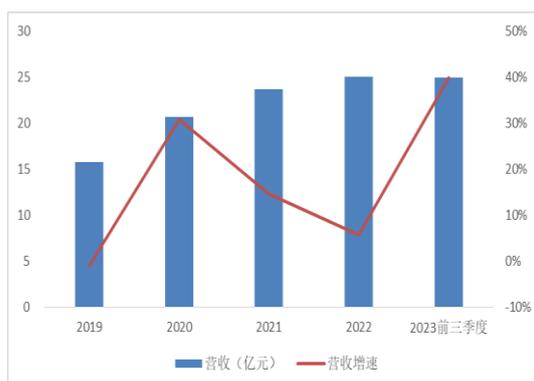
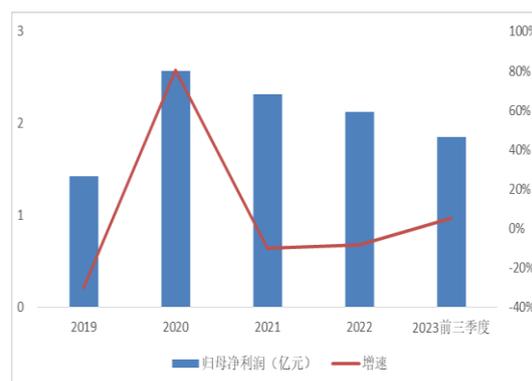


图 7：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司毛利率较为稳定，2023 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 30.15%、6.38%，由于市场营销活动恢复以及收购 Best Formulations 合并销售费用等原因，公司销售费用率有所上升。公司加强费用管控和降本增效，管理费用率有所下降，2023 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 7.41%、12.82%、1.41%、3.02%。



图 8：公司毛利率及净利率走势

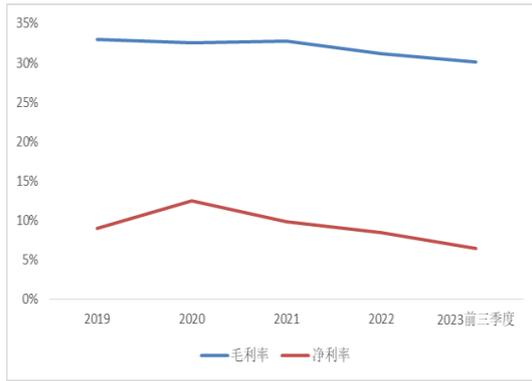
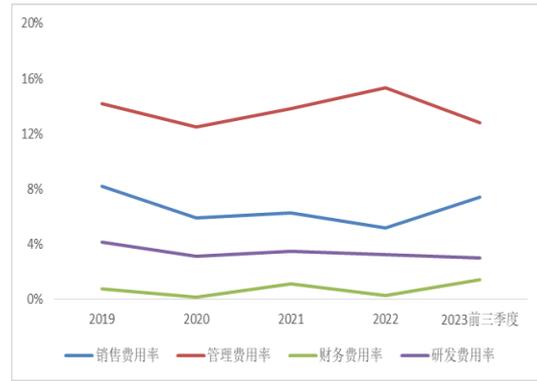


图 9：公司各项费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

中国、美洲和欧洲是公司的主要市场，2023 年上半年，中国、美洲、欧洲、其他地区分别实现营业收入 7.98、4.40、2.59、0.47 亿元，2019-2022 年营收复合增速分别为 15.77%、49.50%、-3.28%、60.30%。2023 年上半年，以上地区毛利率分别为 32.47%、20.59%、34.26%、34.78%。

图 10：公司营收按地区划分

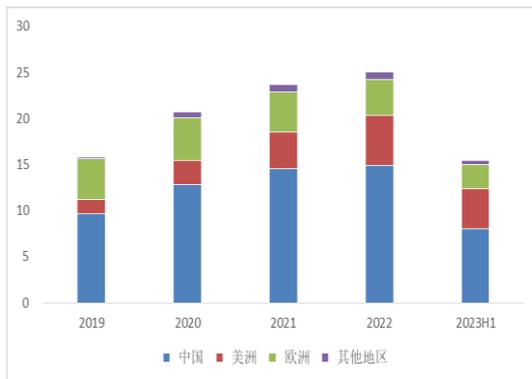
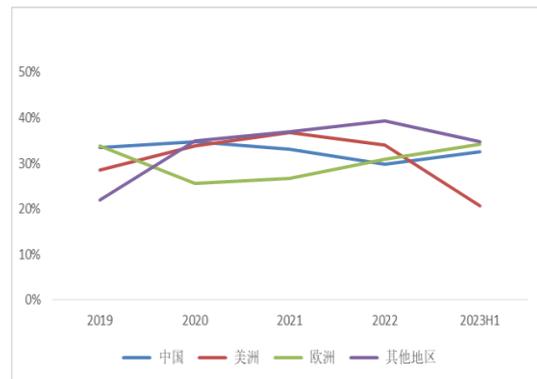


图 11：公司毛利率按地区划分



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 全剂型平台开发能力

公司拥有全剂型平台开发能力，包括软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、爆珠、维浆果®、萃优酪®等创新剂型。公司的核心剂型具备有全球竞争力的产能和技术，处于行业标杆地位，是公司的重要利润来源；基础剂型是公司的配套剂型，产能和技术水平在行业处于前列；创新剂型是公司技术能力的体现，公司依托专业的市场团队和技术研发团队，不断推出前沿的营养健康食品解决方案，满足客户的多样化需求，给予客户差异化赋能，具有较强的议价能力，创新剂型是公司未来的增长点。

立足于剂型战略，公司推进了软胶囊车间升级改造，逐步建设符合智能工厂标准的自动化、信息化软胶囊生产车间；实施生产人员柔性管理系统，推动跨车间跨剂型多技能员工的



交叉培训，提升供应链柔性，灵活配置资源，快速、准确响应客户的需求，特别是新锐品牌对小单快返的需求。

公司软胶囊的产能利用率的占比比较稳定。软糖随着产线产能逐步爬坡，三季度产能利用率也达到较高水平。功能饮品随着瓶装饮品和新兴业务的恢复，产能利用率逐步提升。随着产能利用率的逐步提升，以及全球协同采购带来的成本优势，公司盈利能力有望进一步改善。

### 2.3.2 研发优势

营养健康食品在不同国家有不同的准入和监管标准，部分地区将营养健康食品的监管纳入药品管理体系，部分地区则纳入食品管理体系。获得各主要消费市场的准入和监管许可是营养健康食品出口业务的必要条件。公司收购的 BF 具有美国食品药品监督管理局批准的药品生产资质、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证、加拿大天然健康产品厂地注册资质、美国伊斯兰食品营养委员会清真认证、美国农业部 USDA 有机认证等十余项质量认证，收购 BF 将进一步丰富公司在主要消费地区的营养健康食品市场准入资格。

我国保健食品管理办法实行注册、备案双轨制。其中规定使用原料已列入保健食品原料目录的保健食品和进口的补充维生素、矿物质等营养物质需备案，其他类别需要注册。由于目前备案范围仍较为狭隘，注册制下申报批文需耗时 2-3 年，备案制免去了技术审批环节，申请周期缩短至 3-5 个月。因此前端的配方研发及充足的批文储备是 B 端的核心竞争力。

公司拥有一支具备市场洞察、产品设计、合规论证、研究试验、功效验证、产品升级能力的复合型研发团队，团队成员来自全球多个世界排名顶尖的大学，能够快速把握市场发展趋势，将市场需求及时转化成合规安全的新产品。

公司在全球现有五个研发中心：中国汕头总部研发技术中心聚焦于制剂研究和创新剂型的研究与孵化，具备标准研究与安全验证能力，同时配备完整的中试生产线，被认定为“广东省营养健康食品国际化工程技术研究中心”和“广东省企业技术中心”；中国上海的研发中心以“激活创新的平台”为定位，专注循证营养功能研究、创新原料研究与孵化、功效验证与机理研究、功能验证与上市后评价等，同时具备为客户提供联合创新和端到端的敏捷创新服务的能力。此外，公司在中国马鞍山、德国法尔肯哈根和美国加利福尼亚均设有研发创新基地。全球五大研发中心共享前瞻技术，借助中国工程师红利，快速实现从概念开发到商业化落地。

公司具备快速、有效将研发成果转化为产品推向市场的能力，可满足从婴童、青少年、成年人到中老年人全生命周期的不同人群的多样化健康需求，也可满足孕妇等特殊人群的健康需求，为客户和消费者提供了多样化的不同选择。公司现有超过 4000 个成熟营养健康食品



配方, 37 项发明专利。截至 2023 年 6 月, 公司拥有 103 项保健食品注册证书及 226 项保健食品备案凭证。今年上半年, 公司取得 5 项保健食品注册证书及 30 项保健食品备案凭证。所有配方均在不同程度上转化为具体产品先后在国内外市场进行销售。公司每年不断推出创新品种, 满足客户需求, 填补市场空白。

## 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率, 选取保健品领域汤臣倍健、金达威、康比特、百合股份为可比公司。存货周转率方面, 仙乐健康在可比公司中处于第一位, 仙乐健康、汤臣倍健、金达威、康比特、百合股份 2023 年前三季度存货周转率依次为 5.40、2.92、1.89、1.97、2.84; 应收账款周转率方面, 上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 4.97、15.90、5.99、6.03、15.73; 总资产周转率方面, 仙乐健康在可比公司中处于中等水平, 上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.55、0.56、0.43、0.57、0.37。

图 12: 可比公司存货周转率对比

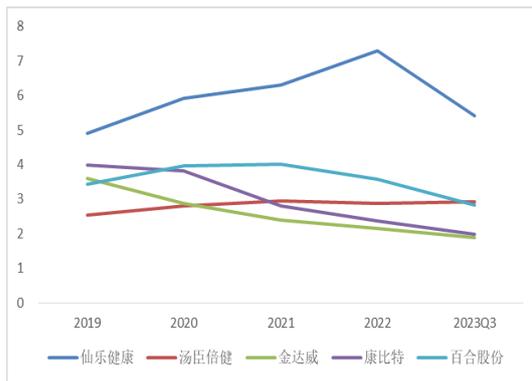


图 13: 可比公司应收账款周转率对比

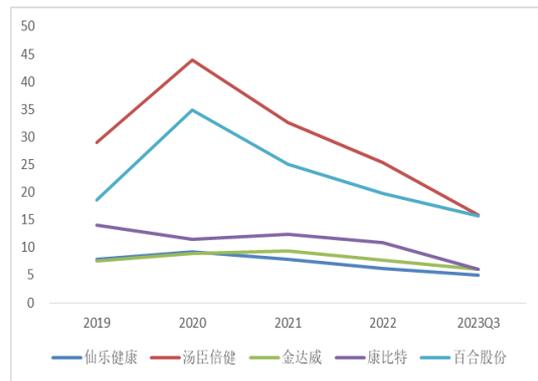
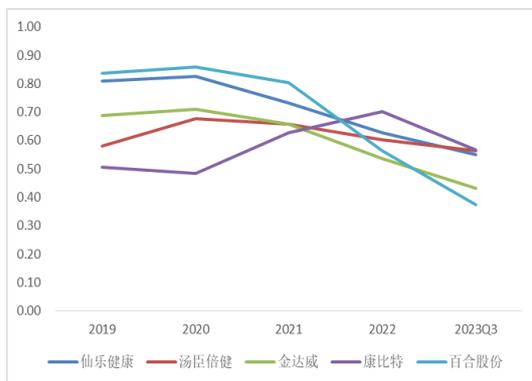


图 14: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 仙乐健康、汤臣倍健、金达威、康比特、百合股份 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 7.10%、40.20%、9.86%、19.53%、9.48%; 管理费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 10.40%、4.34%、12.65%、5.63%、4.37%; 财务费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为 1.43%、-0.55%、-0.35%、



0.18%、-1.59%。

图 15: 可比公司销售费用率对比

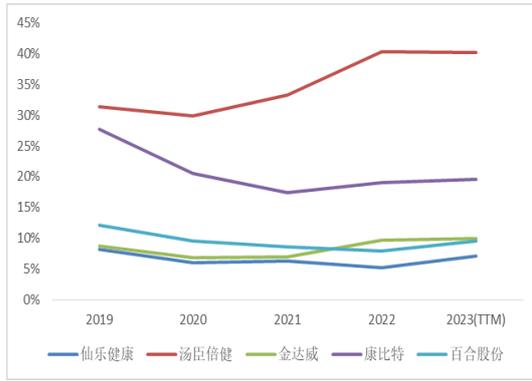


图 16: 可比公司管理费用率对比

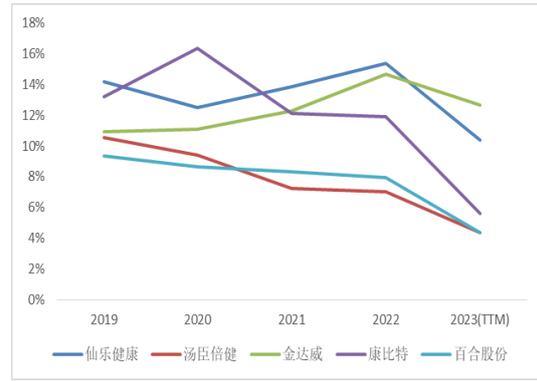
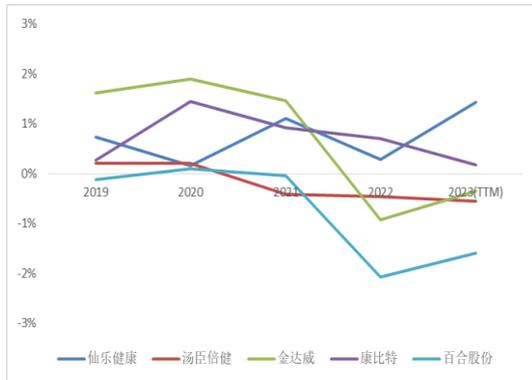


图 17: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 仙乐健康、汤臣倍健、金达威、康比特、百合股份 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 30.43%、69.08%、37.55%、40.49%、37.86%; 净利率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 净利率依次为 6.08%、19.42%、4.88%、9.99%、19.07%; 净资产收益率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) ROE 依次为 7.74%、14.75%、3.92%、10.07%、10.57%。

图 18: 可比公司毛利率对比

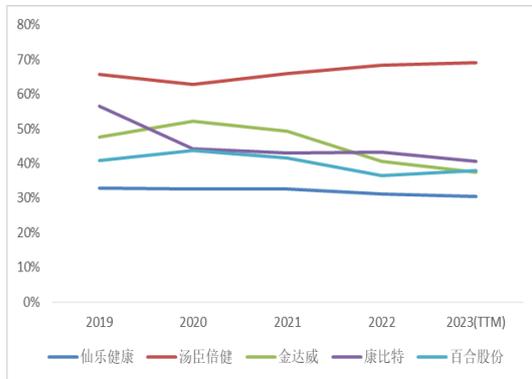


图 19: 可比公司净利率对比

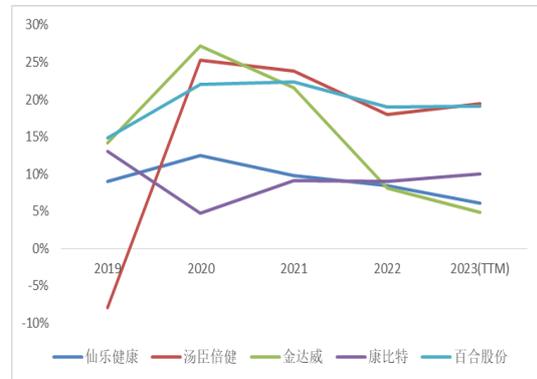
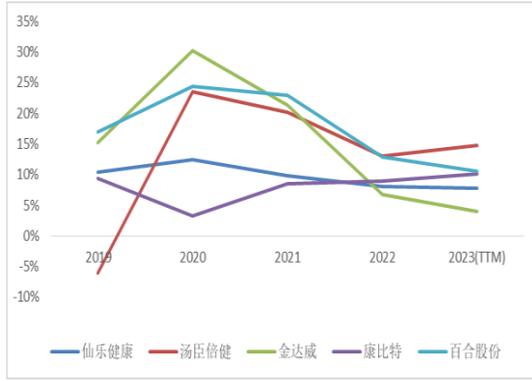




图 20: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 受益于消费者对健康关注度提升, 营养健康食品行业有望稳步增长, 品牌力及渠道力更强的品牌, 有望保持更高增速。中国及东南亚地区营养健康食品渗透率仍有较大提升空间, 公司客户类型丰富, 中国及东南亚地区有望维持高增长。Q3 开始美洲区客户去库存情况已逐步消退, Q3 和 Q4 的销售收入和订单都呈现正增长。美洲 BF 传统业务 Q3 已经盈利, 个人护理产线的产能逐渐爬坡, 软糖产线也将在年底试生产, 有望为公司带来新增长。

b. 公司拥有中美欧三大生产基地, 能够利用全球采购增强成本控制能力, 随着新产线爬坡, 以及内部降本增效持续推进, 公司毛利率有望稳步提升。

c. 结合往年数据, 将中国、美洲、欧洲、其他地区的 2023 年收入增长预测均设为 16%、70%、30%、90%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 12%、45%、15%、50%。

d. 结合往年数据, 将中国、美洲、欧洲、其他地区的 2023 年毛利率预测设为 30%、34%、31%、39%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 31%、35%、32%、40%。

表 2: 2023-2025 年公司收入预测

| 项目 |         | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----|---------|--------|--------|--------|--------|
| 中国 | 收入 (亿元) | 14.91  | 17.30  | 19.38  | 21.70  |
|    | YOY     | 2.28%  | 16.00% | 12.00% | 12.00% |
|    | 成本 (亿元) | 10.47  | 12.11  | 13.37  | 14.97  |
|    | 毛利率     | 29.83% | 30.00% | 31.00% | 31.00% |
| 美洲 | 收入 (亿元) | 5.41   | 9.20   | 13.33  | 19.33  |
|    | YOY     | 35.88% | 70.00% | 45.00% | 45.00% |
|    | 成本 (亿元) | 3.57   | 6.07   | 8.67   | 12.57  |
|    | 毛利率     | 33.95% | 34.00% | 35.00% | 35.00% |
| 欧洲 | 收入 (亿元) | 3.96   | 5.14   | 5.91   | 6.80   |



|      |         |        |        |        |        |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|
|      | YOY     | -9.15% | 30.00% | 15.00% | 15.00% |
|      | 成本 (亿元) | 2.74   | 3.55   | 4.02   | 4.62   |
|      | 毛利率     | 30.83% | 31.00% | 32.00% | 32.00% |
| 其他地区 | 收入 (亿元) | 0.79   | 1.51   | 2.27   | 3.40   |
|      | YOY     | 2.78%  | 90.00% | 50.00% | 50.00% |
|      | 成本 (亿元) | 0.48   | 0.92   | 1.36   | 2.04   |
|      | 毛利率     | 39.40% | 39.00% | 40.00% | 40.00% |
| 合计   | 收入 (亿元) | 25.07  | 33.15  | 40.89  | 51.23  |
|      | YOY     | 5.84%  | 32.20% | 23.35% | 25.30% |
|      | 成本 (亿元) | 17.26  | 22.65  | 27.42  | 34.20  |
|      | 毛利率     | 31.18% | 31.67% | 32.95% | 33.24% |

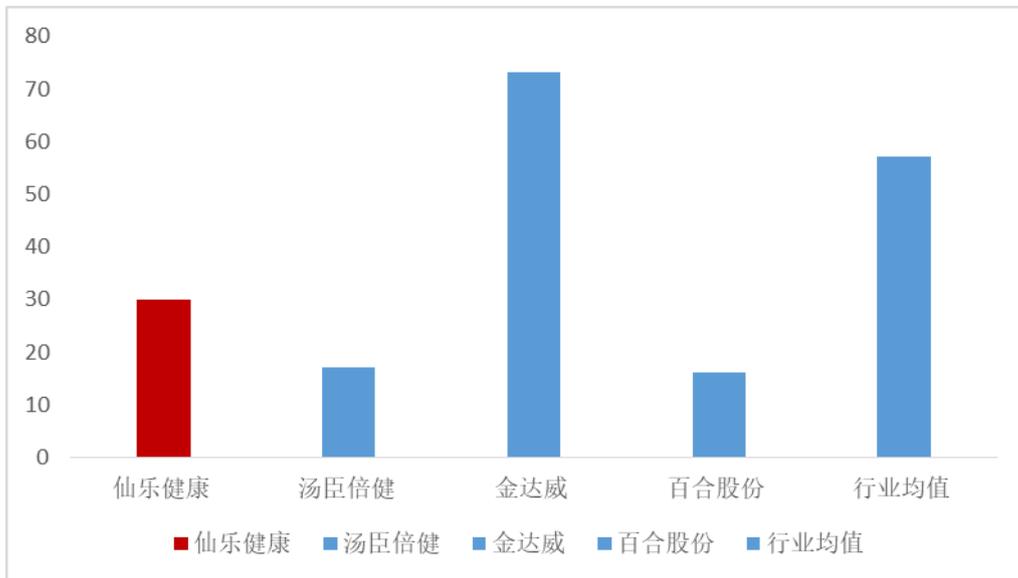
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 33.15、40.89、51.23 亿元，同比增长 32.20%、23.35%、25.30%，归属于母公司股东净利润分别为 2.75、3.89、4.94 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.52、2.16、2.74 元。

#### 四、公司估值分析

##### 4.1 P/E 模型估值

选取食品加工领域汤臣倍健、金达威、百合股份为可比公司，同时选取食品加工行业均值作为参考，以 2023 年 11 月 28 日数据为基准，可看出仙乐健康 PE (TTM) 处于较低水平。

图 21: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比汤臣倍健、金达威、百合股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 27X-35X，对应股价 41.04 元/股-53.20 元/股为合理估值区间。

表 3: 可比公司估值表 (截止 2023 年 11 月 28 日)

|  | 最新收盘价 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |       | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |



|            |       |      |      |      |      |              |              |              |              |
|------------|-------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 汤臣倍健       | 18.26 | 0.82 | 1.05 | 1.26 | 1.46 | 19.64        | 17.38        | 14.53        | 12.48        |
| 金达威        | 18.17 | 0.43 | 0.66 | 0.81 | 0.93 | 27.18        | 27.30        | 22.48        | 19.65        |
| 百合股份       | 40.47 | 2.20 | 2.76 | 3.25 | 3.80 | 18.27        | 14.63        | 12.45        | 10.66        |
| <b>平均值</b> |       |      |      |      |      | <b>21.70</b> | <b>16.01</b> | <b>13.49</b> | <b>11.57</b> |

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

## 4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.52、2.16、2.74 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 62.47 元。

表 4: DCF 模型估值

| 模型         | 折现率   | 永续增长率 | 预测期现值 | 永续期现值 | 总现值          |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 组合一        | 8.00% | 3.00% | 5.87  | 48.39 | 54.26        |
| 组合二        | 8.00% | 4.00% | 5.87  | 61.08 | 66.95        |
| 组合三        | 8.00% | 5.00% | 5.87  | 82.22 | 88.09        |
| 组合四        | 9.00% | 3.00% | 5.81  | 39.59 | 45.40        |
| 组合五        | 9.00% | 4.00% | 5.81  | 47.97 | 53.78        |
| 组合六        | 9.00% | 5.00% | 5.81  | 60.54 | 66.35        |
| <b>平均值</b> |       |       |       |       | <b>62.47</b> |

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

营养健康食品行业品牌力及渠道力更强的品牌，有望保持更高增速。公司是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业，客户类型涵盖医药企业、直销企业、营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等各种不同类型和经营模式的头部企业，公司具备剂型、批文储备及客户优势。目前，美洲客户去库存情况已逐步消退，美洲、中国及东南亚市场有望为维持良好增长。

2023 年 10 月，公司公告 2023 年限制性股票激励计划，首次授予激励对象共计 76 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司）任职的高级管理人员、管理人员及核心技术（业务）人员，拟授予激励对象的限制性股票数量为 154.6250 万股，有望进一步激发员工活力。



## 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 45.60 元/股，对应 2023 年 PE 为 30 倍。以 2023 年 11 月 29 日收盘价 35.68 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 27.80% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

| 投资评级 | 说明                           |
|------|------------------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15% |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间   |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上   |

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

## 七、风险提示

### 1、经济、政治与社会状况风险

公司业务覆盖中国、美洲、欧洲等全球市场，因此，公司的经营业绩、财务状况及前景受到各区域经济、政治、政策和法律变动等因素的影响。此外，地缘政治冲突、战争等因素也将加大加深对经济及行业的影响。

### 2、汇率波动风险

公司境外出口业务较多，主要出口地为美洲及欧洲地区。近年来，人民币汇率双向波动的弹性和幅度加大。如汇率大幅波动会对公司的出口业务产生影响，如汇兑损失大于汇兑收益，则会给公司经营业绩带来不利影响。

### 3、原材料价格和供应风险

公司产品品类众多，原材料较为分散，原材料采购价格的上涨将对产品毛利率产生一定影响。同时，随着公司销售规模的不断扩大，原材料需求不断增加，可能出现某些原材料供应量短缺，不能满足公司生产销售需求的情况。

### 4、市场竞争加剧风险



营养健康食品行业近年来增长较快，各类经营主体不断加入，从事营养健康食品生产经营的企业数量增长迅速，其中不乏跨行业进入者，这使得行业竞争激烈，竞争格局复杂。

附表：财务报表预测与主要财务比率

| 资产负债表            |                 | 单位:百万元          |                 |                 |  |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
| 会计年度             | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |  |
| 货币资金             | 1,359.72        | 1,788.53        | 1,900.69        | 1,840.52        |  |
| 应收和预付款项          | 480.66          | 628.34          | 738.76          | 973.97          |  |
| 存货               | 232.58          | 387.17          | 363.06          | 572.89          |  |
| 其他流动资产           | 217.71          | 124.62          | 123.07          | 118.66          |  |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |  |
| 投资性房地产           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |  |
| 固定资产和在建工程        | 1,304.43        | 1,397.27        | 1,484.55        | 1,638.35        |  |
| 无形资产和开发支出        | 379.98          | 191.52          | 166.12          | 140.71          |  |
| 其他非流动资产          | 55.10           | 21.09           | 82.22           | 33.30           |  |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,030.18</b> | <b>4,538.53</b> | <b>4,858.46</b> | <b>5,318.40</b> |  |
| 短期借款             | 0.16            | 0.16            | 0.16            | 0.16            |  |
| 应付和预收款项          | 363.83          | 442.45          | 489.55          | 621.40          |  |
| 长期借款             | 908.36          | 908.36          | 908.36          | 908.36          |  |
| 其他负债             | 56.32           | 279.19          | 279.19          | 258.97          |  |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,328.66</b> | <b>1,630.16</b> | <b>1,677.25</b> | <b>1,788.88</b> |  |
| 股本               | 180.50          | 180.50          | 180.50          | 180.50          |  |
| 资本公积             | 1,047.63        | 1,047.63        | 1,047.63        | 1,047.63        |  |
| 留存收益             | 1,473.40        | 1,680.25        | 1,953.09        | 2,301.39        |  |
| 归属母公司股东权益        | 2,701.52        | 2,908.38        | 3,181.21        | 3,529.52        |  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |  |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,701.52</b> | <b>2,908.38</b> | <b>3,181.21</b> | <b>3,529.52</b> |  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,030.18</b> | <b>4,538.53</b> | <b>4,858.46</b> | <b>5,318.40</b> |  |
| 现金流量表            |                 | 单位:百万元          |                 |                 |  |
| 会计年度             | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |  |
| 税后经营利润           | 196.04          | 245.68          | 366.04          | 471.10          |  |
| 折旧摊销             | 129.00          | 100.29          | 105.64          | 97.52           |  |
| 净营运资金增加          | 10.65           | -130.55         | -37.66          | -308.78         |  |
| 经营活动产生现金流量       | 437.48          | 250.30          | 454.34          | 274.52          |  |
| 投资活动产生现金流量       | 283.91          | 278.28          | -208.83         | -177.92         |  |
| 融资活动产生现金流量       | -77.90          | -99.77          | -133.34         | -156.77         |  |
| 现金净增加额(减)        | 673.34          | 428.80          | 112.17          | -60.17          |  |
| 估值和财务指标汇总        |                 |                 |                 |                 |  |
| 会计年度             | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |  |
| EBIT             | 282.71          | 352.94          | 473.94          | 592.19          |  |
| EBITDA           | 411.71          | 453.23          | 579.58          | 689.71          |  |
| NOPLAT           | 225.03          | 276.22          | 383.84          | 483.80          |  |
| 税前经营利润           | 235.42          | 291.08          | 433.69          | 558.16          |  |
| EPS              | 1.18            | 1.52            | 2.16            | 2.74            |  |
| BPS              | 14.97           | 16.11           | 17.62           | 19.55           |  |
| PE               | 30.24           | 23.47           | 16.52           | 13.02           |  |
| PB               | 2.45            | 2.28            | 2.08            | 1.87            |  |
| PS               | 2.64            | 2.00            | 1.62            | 1.29            |  |
| PCF              | 15.13           | 26.44           | 14.56           | 24.10           |  |
| EV/EBIT          | 21.90           | 16.35           | 11.95           | 9.69            |  |
| EV/EBITDA        | 15.04           | 12.73           | 9.78            | 8.32            |  |
| EV/NOPLAT        | 27.51           | 20.89           | 14.76           | 11.86           |  |
| EV/IC            | 2.72            | 2.80            | 2.54            | 2.17            |  |
| 股息率%             | 1.09            | 1.03            | 1.76            | 2.21            |  |

| 利润表               |               | 单位:百万元        |               |               |  |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度              | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |  |
| 营业收入              | 2,507.2       | 3,314.7       | 4,088.7       | 5,123.1       |  |
| 减: 营业成本           | 1,725.5       | 2,264.7       | 2,741.5       | 3,420.2       |  |
| 营业税金及附加           | 14.85         | 19.64         | 24.22         | 30.35         |  |
| 营业费用              | 130.13        | 261.86        | 286.21        | 384.24        |  |
| 管理费用              | 304.44        | 331.47        | 449.76        | 563.55        |  |
| 财务费用              | 7.17          | 33.13         | 15.62         | -5.33         |  |
| 研发费用              | 80.72         | 106.71        | 131.63        | 164.93        |  |
| 资产减值损失            | 4.98          | 3.20          | 3.41          | 3.86          |  |
| 加: 投资收益           | 23.39         | 24.00         | 23.50         | 23.75         |  |
| 公允价值变动损益          | -1.64         | 0.33          | -0.89         | -0.85         |  |
| 其他经营损益            | -3.99         | -2.83         | -2.60         | -3.14         |  |
| <b>营业利润</b>       | <b>257.18</b> | <b>315.42</b> | <b>456.30</b> | <b>581.06</b> |  |
| 加: 其他非经营损益        | -5.66         | 5.84          | 0.73          | 0.30          |  |
| 利润总额              | 251.52        | 321.26        | 457.03        | 581.36        |  |
| 减: 所得税            | 39.23         | 46.32         | 67.76         | 87.11         |  |
| <b>净利润</b>        | <b>212.29</b> | <b>274.94</b> | <b>389.27</b> | <b>494.25</b> |  |
| 减: 少数股东损益         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |  |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>212.29</b> | <b>274.94</b> | <b>389.27</b> | <b>494.25</b> |  |
| EBIT              | 282.71        | 352.94        | 473.94        | 592.19        |  |
| EBITDA            | 411.71        | 453.23        | 579.58        | 689.71        |  |
| 主要财务比率            |               |               |               |               |  |
| 会计年度              | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |  |
| 收益率               |               |               |               |               |  |
| 毛利率               | 31.18%        | 31.67%        | 32.95%        | 33.24%        |  |
| 三费/营业收入           | 17.62%        | 18.90%        | 18.38%        | 18.40%        |  |
| EBIT/营业收入         | 11.28%        | 10.65%        | 11.59%        | 11.56%        |  |
| EBITDA/营业收入       | 16.42%        | 13.67%        | 14.18%        | 13.46%        |  |
| 销售净利率             | 8.47%         | 8.29%         | 9.52%         | 9.65%         |  |
| 资产获利率             |               |               |               |               |  |
| ROE               | 7.86%         | 9.45%         | 12.24%        | 14.00%        |  |
| ROA               | 7.01%         | 7.78%         | 9.75%         | 11.13%        |  |
| 增长率               |               |               |               |               |  |
| 销售收入增长率           | 5.84%         | 32.20%        | 23.35%        | 25.30%        |  |
| EBIT 增长率          | -1.78%        | 24.84%        | 34.28%        | 24.95%        |  |
| EBITDA 增长率        | 5.96%         | 10.09%        | 27.88%        | 19.00%        |  |
| 净利润增长率            | -8.43%        | 29.52%        | 41.58%        | 26.97%        |  |
| 总资产增长率            | 9.19%         | 12.61%        | 7.05%         | 9.47%         |  |
| 股东权益增长率           | 6.16%         | 7.66%         | 9.38%         | 10.95%        |  |
| 经营营运资本增长率         | -41.10%       | 24.89%        | 6.53%         | 43.06%        |  |
| 资本结构              |               |               |               |               |  |
| 资产负债率             | 32.97%        | 36.05%        | 34.65%        | 29.43%        |  |
| 投资资本/总资产          | 56.46%        | 45.42%        | 45.90%        | 49.80%        |  |
| 带息债务/总负债          | 68.38%        | 55.53%        | 53.97%        | 58.05%        |  |
| 流动比率              | 5.74          | 6.13          | 5.95          | 5.34          |  |
| 速动比率              | 5.16          | 5.32          | 5.26          | 4.47          |  |
| 股利支付率             | 33.91%        | 24.76%        | 29.91%        | 29.53%        |  |
| 收益留存率             | 66.09%        | 75.24%        | 70.09%        | 70.47%        |  |
| 资产管理效率            |               |               |               |               |  |
| 总资产周转率            | 0.65          | 0.77          | 0.87          | 1.01          |  |
| 固定资产周转率           | 2.48          | 2.68          | 3.19          | 3.88          |  |
| 应收账款周转率           | 6.26          | 6.26          | 6.26          | 6.26          |  |
| 存货周转率             | 7.31          | 7.31          | 7.31          | 7.31          |  |

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。