

仙乐健康 (300791)

证券研究报告
2024年09月26日

外延并购助力全球化发展，境外业务实现高增

1、中国 VDS 行业：稳步提升，长期增长空间可期

1) 市场规模：多项驱动，VDS 市场持续扩容，未来仍有提升空间。据欧睿国际数据，2023 年中国 VDS 市场规模增长至 2253.41 亿元，增速远高于发达国家。我国 VDS 行业发展时间短，居民相关消费意识和习惯尚未成型，人均消费水平存在较高增长空间。主要市场增长驱动因素有三：①国民健康意识提升叠加生活改善带来健康需求跃升；②人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长；③青年人心态转变，带来消费新势力。据欧睿国际数据，VDS 市场 2028 年将达到 2931.53 亿元，未来增长空间可期。

2) 市场格局：

①线上渠道占比不断增加，电商渠道增长可期。多方政策因素加上疫情影响，线上渠道占比不断加大，逐渐超过直销渠道位列第一。23 年，线上销售份额占比已超过一半。随着电商渠道的发展，药店渠道的发展将持续承压发生转移，占比可能会持续下降。线上渠道已成为企业部署重点；

②行业集中度低，头部企业市占率仍存在提升空间。相比于加拿大、澳大利亚等国家，中国 VDS 市场集中度较低，23 年 CR5 为 30%。原因主要为行业技术与资金门槛较低；产品同质化严重，难以形成核心竞争力；头部企业市场占比低等。

2、公司竞争力：研发、生产经验充分，外延布局全球市场

1) 产业链：跨国并购打造全球产业链，助力海外业务本地化供应与营销。公司于 2016 年完成了对德国公司 Ayanda 的收购，Ayanda 系一家欧洲大型的专注于复杂配方软胶囊的营养保健食品行业合同生产商。主要客户包括国际知名医药与营养保健食品企业，如 Takeda、Queisser Pharma、Orthomol 等。公司于 2023 年 1 月收购了美国 Best Formulations 的控制权。公司早在 2012 年就在美国设有经营实体，对美国的公司治理、合规监管、财税管控、商业实践等相关方面均有较好的实践经验，2016 年收购德国 Ayanda 以来，公司逐渐积累了境外制造工厂的管理经验，这都为公司顺利整合美国 Best Formulations 提供了良好的能力基础。

2) 产品端：公司产品储备与研发表现优异，打造产品竞争优势。公司强化研发创新，拥有多项专利及保健食品认证，新品转化率高，储备丰富。公司覆盖剂型全面，在中美欧布局七大生产研发基地，随着软糖等创新剂型产能逐渐释放，有望贡献新增量。

3) 渠道端：B 端依托大客户一站式服务，C 端线上线下双重发力。1) 公司深耕营养健康食品 B 端，提供一站式服务，B 端渠道较稳定。公司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，多年深耕积累，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。公司的产品和服务得到了客户和行业的高度认可。2) C 端线上线下双发力，跨境电商业务助力品牌拓展。公司客户主要分布于中国、亚太、欧洲和美洲，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、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不同经营模式的头部企业，共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。此外，公司大力发展跨境业务，与天猫国际合作深化跨境供应链创新，为公司 C 端电商业务打造新增增长点。

3、投资建议：预计公司 2024/25/26 年营收 43.53/51.75/59.45 亿元，yoy+22%/19%/15%，归母净利润 4.07/5.05/5.91 亿元，同比+45%/24%/17%。我们认为公司保健品产品覆盖全面，并表美国 Best Formulations 后有望全面整合中美欧供应能力，巩固全球供应体系，给予 24 年 20xPE，目标市值 81 亿元，目标价为 34.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场需求疲软、新品市场接受度低、原材料成本激增、汇率波动、海外业务面临不确定性风险、产品质量及食品安全管理风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,507.26	3,582.02	4,352.80	5,175.29	5,944.96
增长率(%)	5.84	42.87	21.52	18.90	14.87
EBITDA(百万元)	483.37	598.13	716.20	866.16	959.40
归属母公司净利润(百万元)	212.29	281.04	407.47	504.66	591.00
增长率(%)	(8.43)	32.39	44.99	23.85	17.11
EPS(元/股)	0.90	1.19	1.73	2.14	2.51
市盈率(P/E)	26.41	19.95	13.76	11.11	9.49
市净率(P/B)	2.08	2.35	2.26	2.03	1.82
市销率(P/S)	2.24	1.57	1.29	1.08	0.94
EV/EBITDA	11.99	10.35	7.62	6.21	4.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.77 元
目标价格	34.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	235.87
流通 A 股股本(百万股)	194.38
A 股总市值(百万元)	5,606.70
流通 A 股市值(百万元)	4,620.36
每股净资产(元)	9.03
资产负债率(%)	51.79
一年内最高/最低(元)	43.38/21.22

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
陈潇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002	chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍：营养保健食品 CDMO 龙头	4
1.1. 公司介绍：专注合同生产，拥有全剂型平台开发能力	4
1.2. 公司介绍：专注合同生产，拥有全剂型平台开发能力	5
1.3. 管理架构：股权结构清晰，核心团队稳定	5
1.4. 盈利能力：近几年收入端增速较快，利润端波动较大	7
1.4.1. 分产品：产品结构改善，高毛利软糖增速较快	8
1.4.2. 分区域：欧洲区毛利率持续改善，美洲区营收稳步增长	8
2. 中国 VDS 行业：稳中求进，长期增长空间可期	9
2.1. 市场规模：VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间	9
2.2. 市场格局：渠道结构变化加剧，竞争格局不断演变，市占率仍存在提升空间	11
2.2.1. 线上渠道占比不断提升，未来消费增长可期	11
2.2.2. 行业分散，竞争加剧，市占率仍有提升空间	12
2.2.3. 市场价格呈现分层，未来或将形成三类定价	13
3. 核心竞争力：研发、生产经验充分，外延布局全球市场	13
3.1. 产业链：跨国并购打造全球产业链，助力海外业务本地化供应与营销	13
3.2. 产品端：公司产品储备与研发表现优异，竞争优势强	15
3.3. 渠道端：B 端依托大客户一站式服务，C 端线上线下双重发力	16
4. 盈利预测与估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：仙乐健康产品矩阵	4
图 2：营养保健行业上下游	4
图 3：2014-2024H1，公司分产品收入情况（亿元，左轴）及总收入增速（%，右轴）	5
图 4：仙乐健康发展历程	5
图 5：公司股权结构（截止 2024 年半年报）	6
图 6：公司自然人股东之间的关联关系	6
图 7：2014-2024H1 公司营业总收入（亿元）及 YOY	7
图 8：2017-2024H1 年公司归母净利润（亿元）及 YOY	7
图 9：2017-2024H1 年公司毛净利率（%）	8
图 10：2017-2024H1 年公司费用率情况（%）	8
图 11：2014-2024H1 年公司主要产品营业收入增速（%）	8
图 12：2014-2024H1 年公司主要产品毛利率（%）	8
图 13：2020-2024H1 年公司分地区营业总收入（亿元）及 YOY	9

图 14: 2020-2024H1 年公司分地区毛利率 (%)	9
图 15: 2009-2028E 年中国 VDS 市场规模	9
图 16: 2013-2023 年各国 VDS 市场复合增速	9
图 17: 2012-2023 年中国居民健康素养水平	10
图 18: 2013-2023 年中国人均可支配收入及医疗保健支出 (元)	10
图 19: 2010-2040 年中国老年人口数量及占比	10
图 20: 2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变	11
图 21: 2023 年 VDS 行业企业市占率	11
图 22: 2017-2022 我国保健食品注册企业数量 (万)	12
图 23: 2014-2023 年各国 VDS 市场 CR5	12
图 24: 2023 年各国 VDS 市场集中度	13
图 25: 仙乐健康保税工厂	17
图 26: 仙乐健康保税工厂揭幕仪式	17
表 1: 公司高管及核心技术人员任职情况	6
表 2: 收购前后 Ayanda 业绩情况 (万欧元)	14
表 3: 仙乐健康收购前后, Ayanda 与仙乐健康重合的客户交易情况 (万元)	14
表 4: Best Formulations 财务情况 (万美元)	15
表 5: 2024 上半年公司新增保健食品注册证书/备案凭证	15
表 6: 2023 年公司前五大客户销售金额 (亿元)	16
表 7: 公司分地区拆分及预测	18
表 8: 同类可比公司 PE 对比	19

1. 公司介绍：营养保健食品 CDMO 龙头

1.1. 公司介绍：专注合同生产，拥有全剂型平台开发能力

公司专注合同生产，全剂型平台开发能力突出。仙乐健康主要从事为客户提供从产品定位、概念设计、配方研究与试验、生产制造、技术升级到营销支持的全产业链条服务。公司以合同研发生产模式（CDMO）为客户提供营养健康食品综合解决方案，包括产品研发、注册申报、制造包装、营销支持和供应链服务。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。

图 1：仙乐健康产品矩阵



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

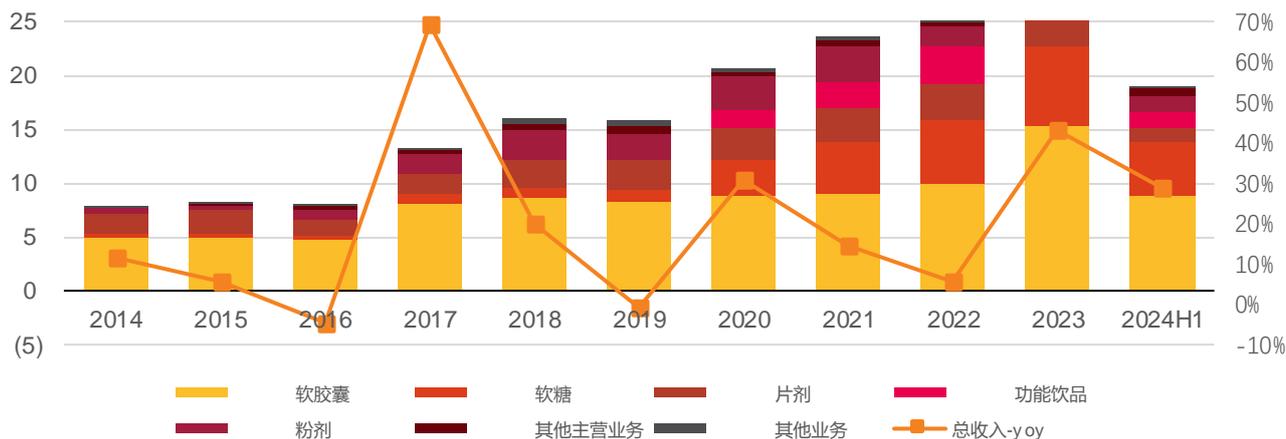
图 2：营养保健行业上下游



资料来源：招股说明书（图中发行人指代仙乐健康），天风证券研究所

公司营收稳步增长，软糖类产品表现尤为突出，营收占比大幅提升。2024H1 公司营业收入实现 19.90 亿元，同比增长 28.85%。细分各类产品收入，2024H1 公司软胶囊/软糖/片剂/功能饮料/粉剂分别实现收入 8.9/4.9/1.4/1.4/1.4 亿元，占比分别为 44.7%/24.4%/7.1%/7.0%/7.1%。其中软糖类产品占比提升显著，从 2013 年的 4.0% 提升至 2024H1 的 24.4%。

图 3：2014-2024H1，公司产品收入情况（亿元，左轴）及总收入增速（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司介绍：专注合同生产，拥有全剂型平台开发能力

1993 - 2003 年：公司成立于 1993 年，主营软胶囊生产。1999 年开始为膳食营养补充剂品牌公司提供合同制造服务。

2005 - 2013 年：2007 年公司发展营养软糖、片剂、硬胶囊及粉剂生产业务。2010 年成为中国为数不多的通过美国 NPA-GMP 认证的膳食营养补充剂企业。2008-2013 年连续 6 年在保健品领域出口排名中国前列。

2014 - 至今：2016 年公司收购德国企业 Ayanda，布局欧洲市场。2019 年公司上市，募集资金主要用于安徽马鞍山基地建设，进一步提升公司营养软糖产能，增强产品供应能力。2023 年公司收购美国企业 Best Formulations，扩张美国市场以及公司跨境发展。

图 4：仙乐健康发展历程

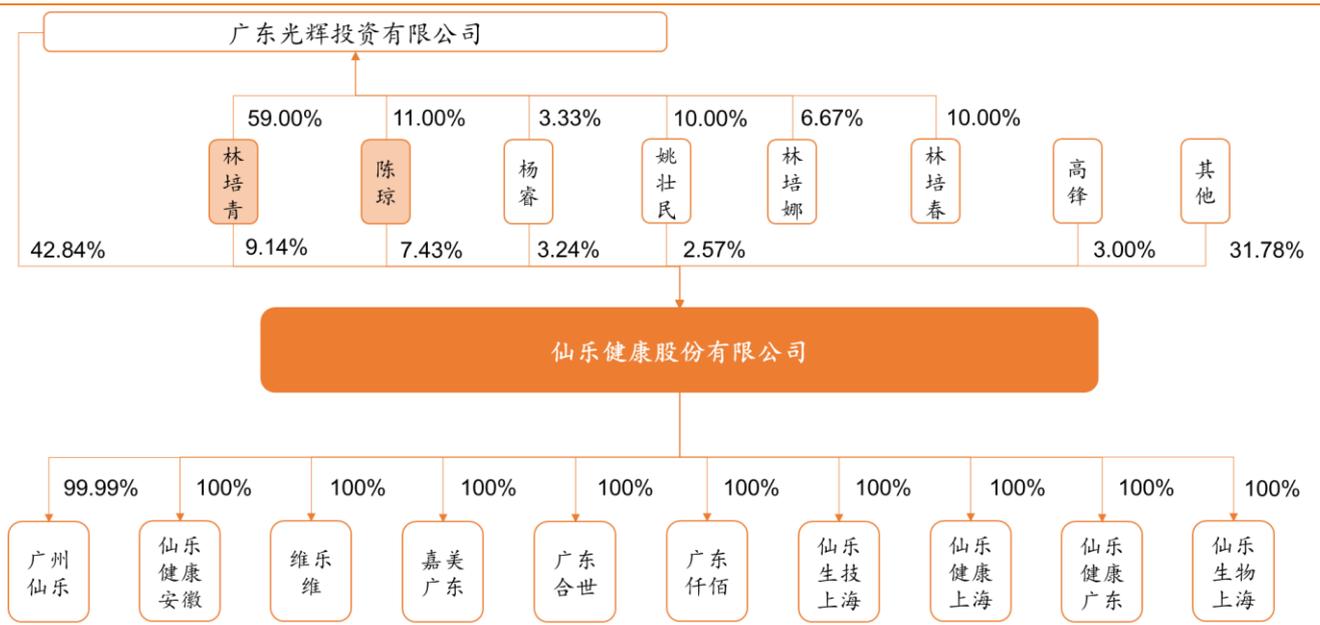


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

1.3. 管理架构：股权结构清晰，核心团队稳定

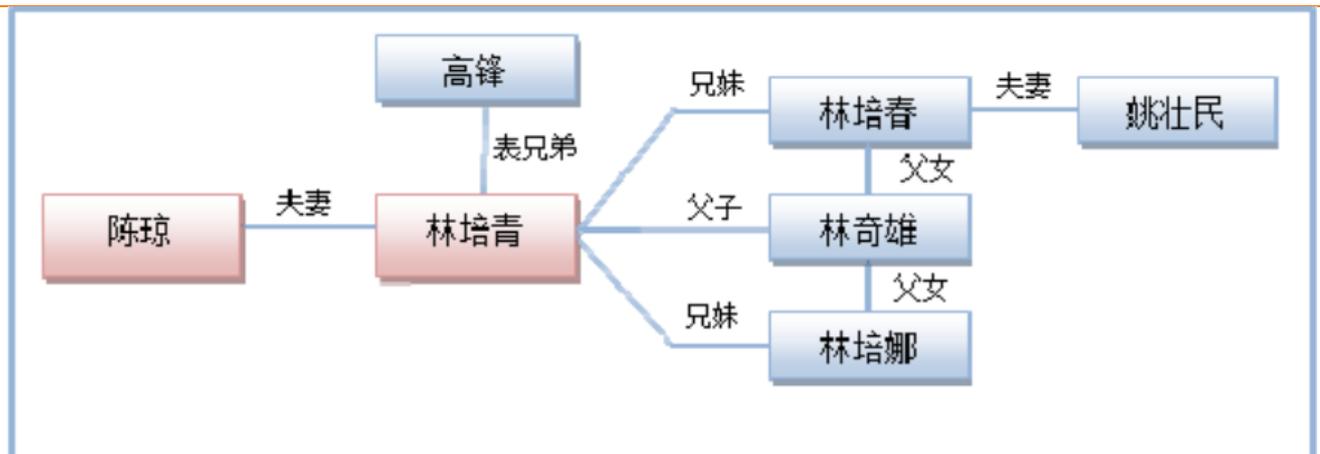
公司股权结构清晰，股权高度集中。林培青、陈琼夫妇为公司实际控制人，截止 2024 年半年报，林培青、陈琼夫妇直接持有公司股份 16.57%，同时通过控股股东广东光辉投资有限公司间接持有股份 29.99%，合计持有股份 46.56%。

图 5：公司股权结构（截止 2024 年半年报）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司自然人股东之间的关联关系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

核心高管与技术人员多具备制药背景，经验丰富，团队稳定。董事长林培青与董事杨睿曾在汕头金石制药总厂共事，而核心技术人员陈琼与方素琼曾在汕头鮀滨制药厂研究所共事，团队专业技术过硬，且具备多年共事经验。

表 1：公司高管及核心技术人员任职情况

姓名	职务	学历	履历
林培青	董事长、董事、 总经理	硕士	曾任汕头金石制药总厂副厂长、广东仙乐制药有限公司董事长、总经理，现任仙乐健康科技股份有限公司董事长、总经理，仙乐生物科技（上海）有限公司执行董事，仙乐控股有限公司董事，广东光辉投资有限公司执行董事，上海盛瑞投资有限公司董事长。
陈琼	董事、副总经理	硕士	曾任鮀滨化学药业总公司鮀滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质量管理课长、广东仙乐制药有限公司董事长、董事、副总经理，现任仙乐健康科技

股份有限公司董事、副总经理，仙乐（上海）生命技术有限公司执行董事兼总经理，上海盛瑞投资有限公司董事，上海轩锋投资有限公司监事，上海轩宏投资有限公司监事。

杨睿 董事、副总经理 硕士

曾任汕头金石制药总厂部门经理，广东仙乐制药有限公司董事、副总经理，现任仙乐健康科技股份有限公司董事、广东光辉投资有限公司副总经理。

郑丽群 财务总监、董事会秘书 硕士

曾任汕头保税区中信有限公司商务主任，2002 年加入广东仙乐制药有限公司，历任广东仙乐制药有限公司财务部经理、财务总监，现任仙乐健康科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。

姚壮民 董事、副总经理 硕士

曾任汕头金石制药总厂销售经理、广东仙乐制药有限公司副总经理、广东干林健康产业有限公司董事、总经理，现任仙乐健康科技股份有限公司董事、维乐维健康产业有限公司执行董事兼总经理、广东仟佰大健康产业有限公司执行董事兼总经理、嘉美（广东）管理有限公司执行董事兼总经理、仙乐（上海）健康科技有限公司执行董事兼总经理、上海盛瑞投资有限公司董事、宁波昌达股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、宁波巨丰股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。

资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 盈利能力：近几年收入端增速较快，利润端波动较大

近几年营收增速较快。2016-2023 年营收增长迅速，从 7.9 亿元提升至 35.8 亿元，CAGR 达 24.2%。2024H1 营业总收入为 19.9 亿元，同比增长 28.9%。2023 年 Best Formulations 并表，营收增速较快。

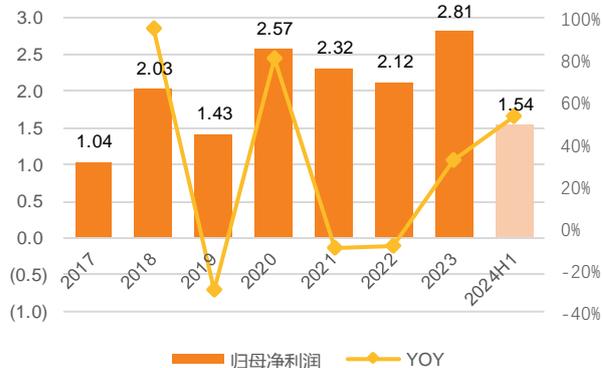
归母净利润波动较大。2016 年由于仙乐健康将旗下子公司广东干林健康产业有限公司以 1.44 亿美元的价格出售给辉瑞制药的全资子公司 Pfizer Consumer Healthcare Limited，归母净利润大幅增长。近几年毛利率略承压，主要源于硫酸软骨素、维生素等原料价格上涨。

图 7：2014-2024H1 公司营业总收入（亿元）及 YOY



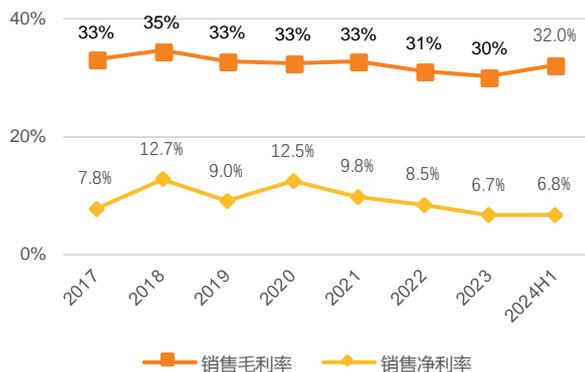
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2017-2024H1 年公司归母净利润（亿元）及 YOY



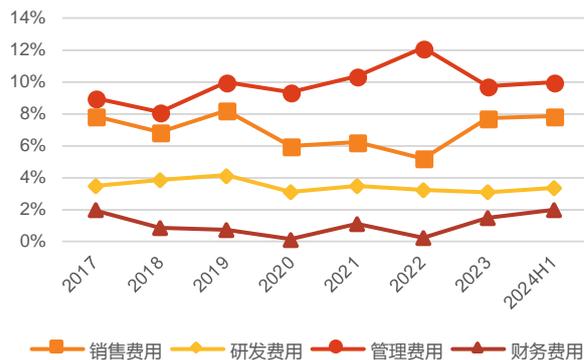
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2017-2024H1 年公司毛净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2017-2024H1 公司费用率情况 (%)

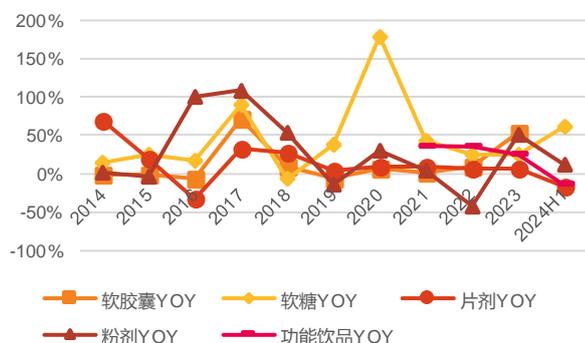


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4.1. 分产品：产品结构改善，高毛利软糖增速较快

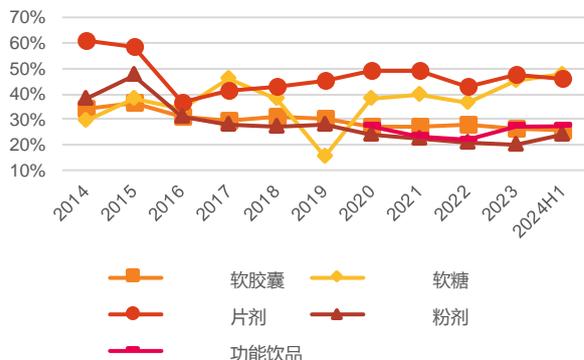
公司提前布局抗衰主题市场，新品频推促增长。公司产品品类较多，主要可以分成软胶囊、软糖、片剂、粉剂、功能饮料五大类。2022 年，公司推出新品超过 500 个，其中片剂与软糖两大品类毛利率较高，2023 年两大品类毛利率超过 40%。公司目前继续聚焦抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大重点功能赛道发展，重点突破抗衰和益生菌两大战略赛道；充分挖掘老龄化背景下抗衰功能的价值和 market 潜力，提前布局抗衰主题市场；推动益生菌品类的高速增长。

图 11：2014-2024H1 年公司主要产品营业收入增速 (%)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 12：2014-2024H1 年公司主要产品毛利率 (%)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

1.4.2. 分区域：欧洲区毛利率持续改善，美洲区营收稳步增长

欧洲区域毛利率提升显著；Best Formulations 并表推动美洲区域营收快速增长。分地区来看，公司业务主要分布在中国大陆、美洲、欧洲三个地区。随着欧洲本地供应链与营销团队逐步优化，公司欧洲地区毛利率显著提升，从 2020 年的 26% 提升至 2023 年的 34%。

各区域未来布局：

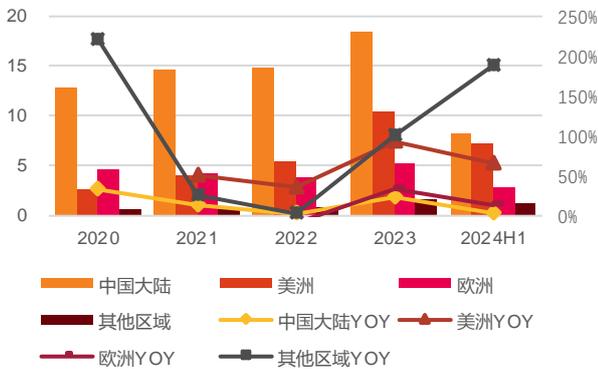
中国区：夯实高价值客户，打造战略客户项目运作标杆，带动高价值客户拓展规范化；探索以营销新模式，打造与客户共创标杆，视频号试运行；2023 年公司新项目落地超过 300 个；加大对零售商和创新业务的开拓力度；围绕铁三角优化组织，通过日常培训、专班研讨，提升团队能力。

美洲区：继续推行大客户策略，进一步夯实与大客户的联动关系，建立有效的销售漏斗，引导大客户从初步接触到订单转化；整合 Best Formulations 和公司原有销售团队，统筹

美洲区销售管理和业务开拓。

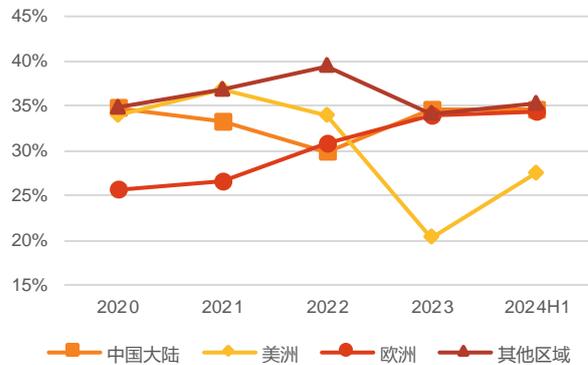
欧洲区：加大产品创新力度，新品软糖数量快速增加，产品市场竞争力进一步提升；优化本地供应链，精准实现客户定制化开发需求，同时推出主推产品清单吸引客户，提升现有国家品牌和渠道客户的体量增长；制定并启动大客户管理计划，突破欧洲主要品牌商业业务，增加大客户数量；入局东欧、中欧和中东等新兴市场，构建当地销售网络，提升仙乐制造品牌在当地的知名度，扩大当地业务。

图 13：2020-2024H1 年公司分地区营业总收入（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2020-2024H1 年公司分地区毛利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 中国 VDS 行业：稳中求进，长期增长空间可期

2.1. 市场规模：VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间

膳食营养补充剂（VDS）是以维生素、矿物质、动植物提取物及其它生物活性物质等为主要原料制成，以达到平衡营养、提高机体健康水平的目的，VDS 不以治疗疾病为目的，也不能代替正常饮食，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害。这些补充剂可以提供从食物来源中提取的营养素，也可以单独或组合提供合成的营养素，以增加其消费量。我国膳食营养补充剂行业的发展要追溯到保健品行业的起源，我国保健品行业于 20 世纪 80 年代中期起步，发展晚于其他发达国家。

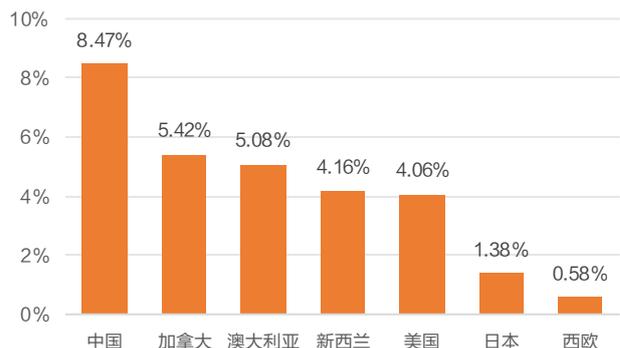
2023 年中国 VDS 行业规模达到 2253.41 亿元，复合增速领先。据欧睿国际数据，2009 年中国 VDS 市场规模为 636.42 亿，2023 年稳步增长至 2253.41 亿元，14 年间翻了 3.5 倍。从增速看，2013-2023 年中国 VDS 市场 CAGR 为 8.47%，远高于其他发达国家的水平。我国 VDS 行业发展时间较短，居民的相关消费意识和习惯尚未成型。根据公司 23 年年报描述，从人均消费水平看，中国维生素与膳食补充剂人均消费 23.3 美元，仅约为美国的 22%，相比于发达国家而言存在较高增长空间。据欧睿国际数据预测，2023-2028 年间的 CAGR 为 5.4%，2028 年将达到 2931.53 亿元，未来增长空间可期。

图 15：2009-2028E 年中国 VDS 市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

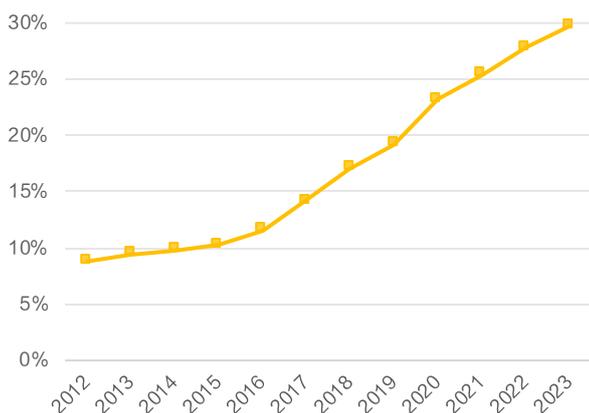
图 16：2013-2023 年各国 VDS 市场复合增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

驱动一：国民健康意识提升叠加生活改善，带来健康需求跃升。2013-2023 年间，居民人均可支配收入由 18310 元上升至 39218 元，CAGR 为 7.91%；人均医疗保健支出由 912 元上升至 2460 元，CAGR 为 10.43%，增速高于人均可支配收入。医疗保健支出在人均消费支出中的占比由 2013 年的 6.9% 逐步提升至 2023 年的 9.18%，随着收入水平的提升，人们的健康意识逐步提高。据国家卫生健康委员会发布，我国居民健康素养水平近 10 年间有很大提升，由 2012 年的 8.8% 提升至 2023 年的 29.7%，为营养健康产业的发展奠定良好基础。健康素养是指个人获取基本健康信息和服务以提升维护和促进自身健康的能力，因此居民健康素养水平的提高体现了居民健康意识的提升。据《全民健康素养提升三年行动方案》，全民健康素养水平 2024-2027 年每年+2pct。我们认为，未来收入水平和健康意识的进一步提高将持续刺激居民释放健康需求，带来保健行业市场增长。

图 17：2012-2023 年中国居民健康素养水平



资料来源：国家卫生健康委员会，天风证券研究所

图 18：2013-2023 年中国人均可支配收入及医疗保健支出 (元)



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

驱动二：人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长。老年人口的增加使得居民在医疗保健方面的支出增加，对健康保健和营养补充的需求也相对应增加。2012 至 2023 年间，我国 60 岁以上老年人口从 1.91 亿上升至 2.83 亿，占总人口比例由 14.13% 上升至 20.03%。根据欧睿国际数据，到 2025 年，中国进入中度老龄化阶段，老年人口突破 3 亿，占比超 22%；2032 年左右进入重度老龄化，老年人口超 4 亿，占比超 29%。到 2040 年我国老年人口将达到 4.48 亿。银发群体一直是营养保健食品消费的主力军。在消费营养保健产品时，银发群体往往更注重产品功效性，看重产品能够解决的针对性问题。例如，不少银发群体对心血管疾病、骨质疏松类疾病的营养健康食品有较高的需求，这类产品多是“蓝帽子”产品，属于保健食品。

图 19：2010-2040 年中国老年人口数量及占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

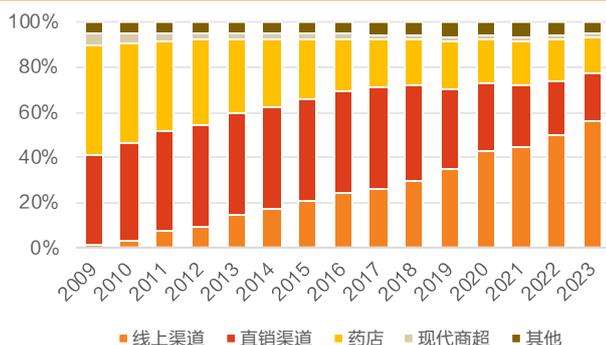
驱动三：青年人心态转变，带来消费新势力。随着生活方式转变和健康意识提升，VDS 市场面对的消费者年龄层及不断扩大，营养健康食品随之出现了新的消费趋势：人群年轻化、保养日常化、需求细分多样化等。据央视、国家统计局、中国邮政联合发起的《中国美好生活大调查》2023 年的数据显示，18-35 岁年轻人的消费榜单中，保健养生位列第三，接近 1/3 的年轻人打算增加保健养生方面的消费支出。此外，年轻人通常对新事物有较高的需求和接受度。

2.2. 市场格局：渠道结构变化加剧，竞争格局不断演变，市占率仍存在提升空间

2.2.1. 线上渠道占比不断提升，未来消费增长可期

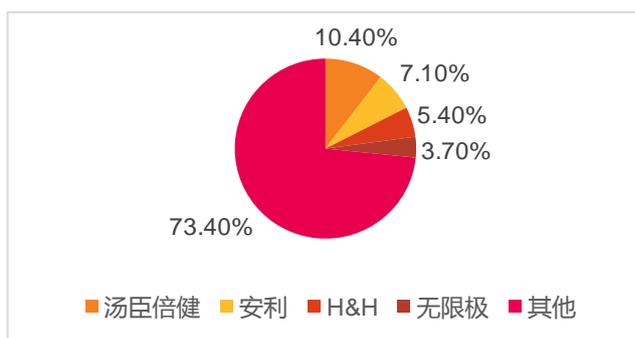
2009-2023 年间，VDS 市场各销售渠道占比变化明显。近年来行业竞争持续加剧，一是行业内国际领先企业进入中国市场，大型药企和食品企业介入等；二是海外品牌借助跨境电商等方式与国内品牌在线上渠道竞争充分；三是新时代下，新媒体、新渠道、新技术应用等为新品类、新品牌快速发展提供了机会。2009 年，线下直销和药店销售占比达到 88%，线上销售仅占比 1.4%。2011 年，直销渠道超过药店，位列第一。2020 年，在疫情影响下，线上渠道占比不断增大，达到 42.9%，超过直销渠道位列第一。2023 年，线上销售份额占比已超过一半，达到 56%。

图 20：2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 21：2023 年 VDS 行业企业市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

药店渠道具有专业性强，可以起到品牌推广和背书的作用。2020 年 8 月，国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，9 月 1 日起施行，规定个人医保账户不得用养生保健消费。而这也一定程度上影响保健品在药店渠道的销售。2020 年 VDS 市场药店渠道销售额同比-5.1%。2019-2023 年间，在 VDS 市场以 7% 的复合增长率迅速扩张的情况下，药店渠道销售 CAGR 仅有 0.3%。整体上医保趋严是大趋势，到当前阶段已成常态化。近几年国家医保局、卫健委出台“双通道”等多项政策促进“处方外流”的实质性开展，为药店渠道带来新的机遇。基于处方外流等趋势，药店渠道仍然会长期存在并且是具备增长潜力的渠道。

直销渠道通过与消费者线下互动保持强关系，在消费者对保健品认知度较低的发展期占据重要地位。2019 年，相关监管趋严，“百日行动”开展后暂停直销牌照发放，渠道发展一定程度上受到影响。2020 年，疫情对面对面接触产生较大影响，直销逐步让贤电商渠道。

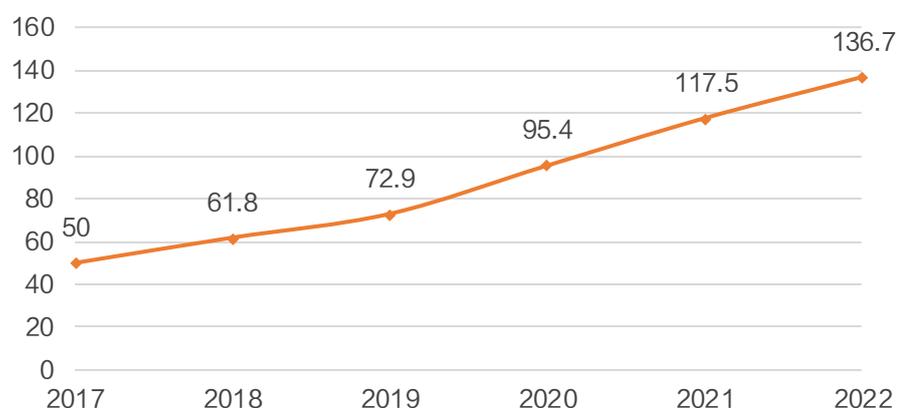
线上渠道具有品类多、方便快捷、价格优惠、能提供个性化推荐等特点。近几年专业科普风潮的流行，许多专业人士线上为产品的功效进行背书，增强了产品可信度。从需求端看，青年消费群体需求被打开。2017 年《关于促进食品工业健康发展的指导意见》出台，加快满足特定人群需求的功能性食品的发展，促进了企业研发。产品研发突破打开了年轻人群体的市场需求。电商渠道作为年轻人聚集地得到发展。

线上渠道的各项优点加之内容输出的属性，为企业提供了品牌发展、品牌创新管理、提高消费者认可的机会，是保健品行业的重点趋势渠道。随着电商渠道的发展，**药店渠道的发展将持续承压发生转移，占比可能会持续下降。线上渠道已成为企业部署重点。我们认为，未来 VDS 行业渠道增量重点有较大可能在于线上渠道。**

2.2.2. 行业分散，竞争加剧，市占率仍有提升空间

行业竞争加剧：①**国际领先企业进入中国市场**，大型药企和食品企业介入；②**海外品牌借助跨境电商参与线上渠道竞争**，如澳大利亚品牌 Swisse、Blackmores。海外品牌通过跨境电商方式销售产品无需申请蓝帽子，准入门槛低；③**新时代下，技术、媒体、渠道的发展为新品牌、产品提供了机会**。2017-2022 年，我国保健食品注册企业数量飞速增长，CAGR 达到 22.3%，2022 年已经企业数量已达 136.7 万家。

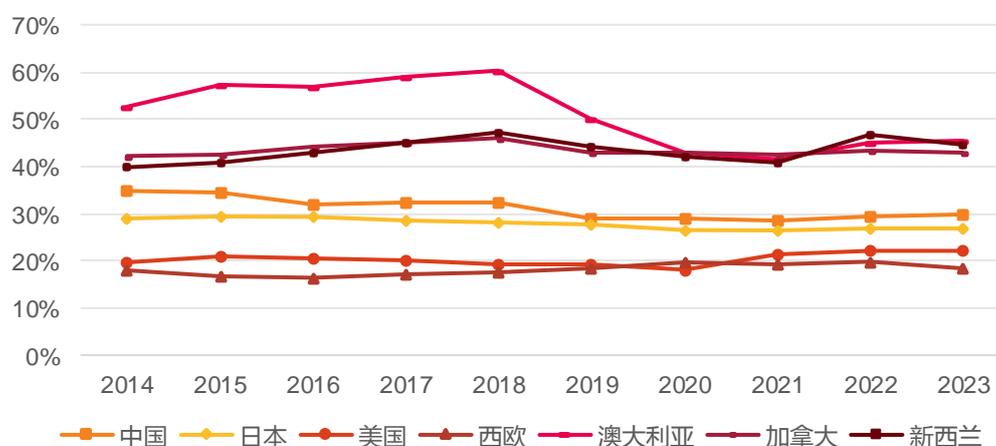
图 22：2017-2022 我国保健食品注册企业数量（万）



资料来源：中商产业研究院公众号，企查查，天风证券研究所

从不同国家的 VDS 市场排名前五的公司的市占率来看，中国、日本、美国、西欧的集中度较低，且在 2014-2023 年间波动不大。美国、西欧 CR5 保持在 20%左右，日本保持在 30%左右，中国 CR5 整体呈轻微下降趋势，2023 年为 30%，较 2014 年下降 4.8pct。澳大利亚、加拿大、新西兰市场集中度较高，且波动比低集中度市场更大。集中度最高的澳大利亚市场 2023 年的 CR5 为 45.6%。

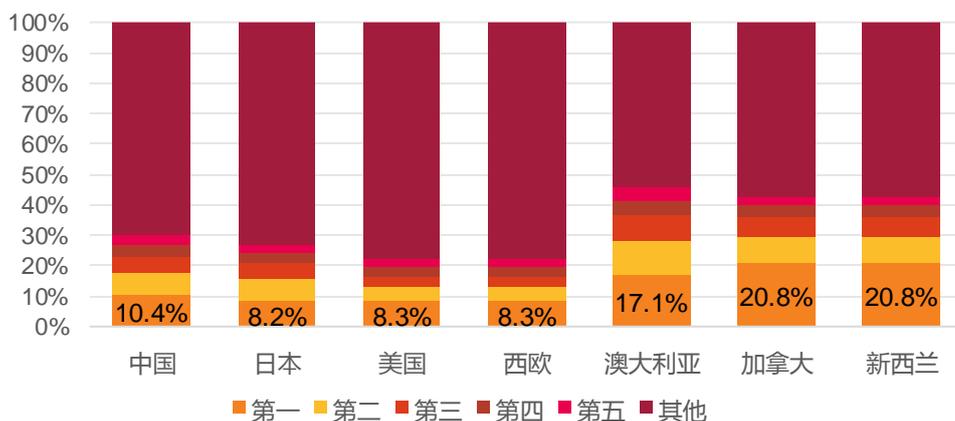
图 23：2014-2023 年各国 VDS 市场 CR5



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

中国 VDS 市场低集中度的原因：①**技术与资金门槛较低：**中国保健品行业代加工比例高，新锐品牌多为轻资产模式，技术和资金门槛低。②**产品同质化严重，难以形成核心竞争力：**中国对保健品市场进行规范化管理之后，对保健品可声称的功能进行了规定。原为 27 种，22 年出台相关政策调整为 24 种功能。这一规定在一定程度上减少了产品多样化，加剧了产品同质化；③**头部企业市场占比低：**汤臣倍健 2023 年市占率为 10.4%，略高于日本、美国、西欧等低集中度国家市占率排名第一的企业。但澳大利亚、加拿大、新西兰市占率排名第一的企业占比分别为 17%\21%\21%，接近中国的两倍。

图 24：2023 年各国 VDS 市场集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

政策趋严提高进入门槛，海外并购促进行业整合：①**政策趋严，监管加强。**准入门槛有望进一步提高；②**政策改进，有望建立技术研发优势。**2023 年 8 月出台《保健食品新功能及产品技术评价实施细则（试行）》，正式放开保健食品新功能的申报管理。有助于企业创新探索，提高产品差异化；③**行业并购加剧，海内外协同促进行业整合。**国内企业不断通过海外收购扩充业务品类，激活空白市场和渠道。

2.2.3. 市场价格呈现分层，未来或将形成三类定价

市场的价格敏感度表现为：中端和中高端客户对价格较为敏感，而高端客户的价格敏感度则较低。对于大品牌的西式保健营养品，由于科技优势不明显，可以采用国民平价的定价策略，这种方式更容易得到渠道的认可。

未来，保健营养品市场的价格定位可能会分为三类：第一类是适合高端人群的细分稀缺品类，采用高定价策略，包括抗衰老提取物、珍贵中草药和降糖功能食品等；第二类是针对中端人群的特色保健品，采用中高端定价策略，如益生菌、DHA、EPA 等成分，主要面向城市白领；第三类是面向大众人群的成熟功能食品，采用中低端定价策略，如复合维生素和膳食纤维等，科技含量较低但产量较大。

3. 核心竞争力：研发、生产经验充分，外延布局全球市场

3.1. 产业链：跨国并购打造全球产业链，助力海外业务本地化供应与营销

跨国并购打造全球化产业链，助力海外业务发展。公司于 2016 年完成了对德国公司 Ayanda 的收购。Ayanda 成立于 1992 年，位于德国法尔肯哈根市，系一家欧洲大型的专注于复杂配方软胶囊的营养保健食品行业合同生产商。其生产的主要产品包括姜黄素软胶囊、鱼油软胶囊等营养保健食品，主要客户包括国际知名医药与营养保健食品企业，如

Takeda、Queisser Pharma、Orthomol 等。

1) **销售协同**：在收购前，公司与 Ayanda 重合客户仅有 1-2 个，销售金额在收购后占比小于 4%，收购 Ayanda 帮助公司快速打通欧洲主流品牌市场的通道。

2) **产品协同**：公司的全剂型优势可以帮助 Ayanda 应对客户多样化产品需求，扩大客户合作范围。

表 2：收购前后 Ayanda 业绩情况（万欧元）

项目	2019H1	2018	2017	2016	2015
营业收入	1,824.81	3,932.44	3,689.55	3,329.93	3,079.11
物耗边际贡献率	48.85%	44.22%	44.55%	42.88%	43.57%
人工支出	427.72	824.53	808.88	738.27	690.45
折旧摊销	42.42	123.4	93.14	103.76	83.7
其他经营费用	213.72	451.62	500.95	477.45	470
利息等费用	0.99	3.15	3.93	2.69	16.08
净利润	188.53	284.9	230.06	46.41	131.9

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：仙乐健康收购前后，Ayanda 与仙乐健康重合的客户交易情况（万元）

客户名称	2019H1	2018	2017	2016
Pfizer Consumer Manufacturing Italy S.r.l.	288.07	700.27	956.82	1,124.00
Service Achats LUTECIE	5.88	-	39.9	-
合计	293.94	700.27	996.72	1,124.00
占 Ayanda 收入比例	2.11%	2.32%	3.58%	4.91%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

收购北美营养品制造商 BF 控股权，加速实现发展目标。公司于 2023 年 1 月收购了美国 Best Formulations 的控制权。公司早在 2012 年就在美国设有经营实体，对美国的公司治理、合规监管、财税管控、商业实践等相关方面均有较好的实践经验，2016 年收购德国 Ayanda 以来，公司逐渐积累了境外制造工厂的管理经验，这都为公司顺利整合美国 Best Formulations 提供了良好的能力基础。此外，公司聘请专业的投后整合团队，制定详细的整合策略和整合计划，确保整合有序开展，达到公司和美国 Best Formulations 双向业务协同的效果。

1) **供应链优势**：Best Formulations 拥有四个生产基地，具有强大的生产扩张能力，拥有先进的生产和实验室设施，并获得了美国食品和药物管理局（FDA）药物批准认证、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证等多项资格认证，其生产能力能够满足国际市场的监管要求。

2) **研发优势**：Best Formulations 拥有超过 20 年的软胶囊产品生产经验，在配方专业知识水平和制造工艺水平方面形成了优势壁垒，是植物胶软胶囊领域的领导者。

3) **渠道优势**：Best Formulations 拥有一批健康和保健领域的全球零售商和优质品牌客户。截至 2021 年底，Best Formulations 与前十大客户中的九家平均合作时长超过 10 年，并且是其众多客户的主要供应商。

表 4: Best Formulations 财务情况 (万美元)

项目	2021 年 12 月 31 日	2022 年 3 月 31 日
总资产	6,726.72	7,930.96
总负债	4,498.81	5,684.66
净资产	2,227.91	2,246.30
归属于母公司所有者权益	2,227.91	2,246.30
项目	2021 年度	2022 年度 1-3 月
营业收入	12,066.94	3,095.97
毛利润	1,491.08	846.45
净利润	1,469.78	28.7
归属于母公司净利润	1,469.78	28.7

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司优化全球供应链，协同采购降成本，原材料成本控制力强。公司收购 Ayanda 与 BF 后，通过中美欧三大生产基地的跨国协同能力，全方位满足国际品牌、本土品牌的生产需求，打造精益、敏捷、富有韧性的供应链体系，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，赢取战略物料更优的价格。

3.2. 产品端：公司产品储备与研发表现优异，竞争优势强

公司强化研发创新，拥有多项专利及保健食品认证，新品转化率高，产品储备丰富。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有“广东省营养保健食品国际化工程技术研究中心”、“广东省企业技术中心”、“安徽省企业技术中心”三个平台，设立了“广东省博士工作站”。公司取得 75 项发明专利，提交 94 项发明专利申请，并获得 373 项保健食品批文。2024 年上半年，公司取得 25 项发明专利（其中，中国 15 项、日本 3 项、澳大利亚 5 项、加拿大 2 项），获批广东省专利预审服务工作站。

表 5: 2024 上半年公司新增保健食品注册证书/备案凭证

序号	产品名称	备案主体	备案号
1	爱维多®褪黑素片	仙乐健康	食健备 G202444000804
2	purely inspired®钙维生素 D 维生素 K 凝胶糖果	安徽仙乐	食健备 G202434000172
3	加勉®钙锌维生素 D 维生素 K 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434000312
4	小力度伸®多种维生素矿物质凝胶糖果	安徽仙乐	食健备 G202434000539
5	合生元®钙锌维生素 D 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434000822
6	力度伸®多种维生素矿物质凝胶糖果	安徽仙乐	食健备 G202434000823
7	朴雪®铁维生素 B6 烟酸凝胶糖果	安徽仙乐	食健备 G202434000825
8	天灿®钙锌维生素 D 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434000847
9	澳诺®多种矿物质口服液	安徽仙乐	食健备 G202434001226
10	澳诺®钙维生素 D 维生素 K 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434001227
11	福尔®多种矿物质咀嚼片	仙乐健康	食健备 G202444001573
12	金钙尔奇®钙锌维生素 D 维生素 K 口服液	仙乐健康	食健备 G202434001581
13	凯睿海恩®大豆分离蛋白乳清蛋白粉	仙乐健康	食健备 G202444001719
14	莱思纽卡®钙锌维生素 D 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434001721
15	初唯®钙锌维生素 D 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434001720
16	VitaTips®维生素 C 咀嚼片	仙乐健康	食健备 G202444001757
17	福尔®多种维生素矿物质咀嚼片(草莓味)	仙乐健康	食健备 G202444001960
18	怡日健®多种维生素矿物质片	仙乐健康	食健备 G202444002085
19	安琪纽特®钙锌维生素 D 口服液	安徽仙乐	食健备 G202434002104

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的主要销售模式为合同研发生产 (CDMO)，为客户提供从产品定位、概念设计、配方研究与试验 (中试生产、检测方法及标准研究、稳定性试验、功能验证、产品备案或者注册)、生产制造、技术升级到营销支持的全产业链条服务。具体包括以下三种模式：

一、自主开发模式 (ODM, Original Design Manufacturer)：洞察客户需求，推荐完善产品，快速上市：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。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、检测方法及标准研究、稳定性试验、功能验证等等。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。

二、客户定制开发模式 (CDM, Customize Design Manufacturer)：充分理解客户的产品需求，进行定制化的产品开发与制造。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。

三、客户产品委托生产模式 (OEM, Original Equipment Manufacturer)：根据客户配方组织生产，100%准确交付。公司按照客户提供的完整产品配方，组织产品生产和交付。

因产品品类众多，一般情况下，公司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。公司作为客户的生意伙伴，以客户的商业成功为意识起点，公司业务人员会定期拜访客户，依托公司的自主产品目录及创新平台，组织双方市场研发人员共同参加产品交流会，进行产品推荐与探讨，并根据客户需要，组织公司资源，提供产品终端推广的建议和产品培训等增值服务，实现公司与客户双赢。

3.3. 渠道端：B 端依托大客户一站式服务，C 端线上线下双重发力

公司深耕营养健康食品 B 端，提供一站式服务，B 端渠道较稳定。公司专注营养健康食品领域 30 年，服务于全球优质客户，公司客户主要分布于中国、亚太、欧洲和美洲，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、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不同经营模式的头部企业，共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。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。公司的产品和服务得到了客户和行业的高度认可，获得多家供应商的年度最佳供应商称号以及天猫健康年度品类共建工厂等荣誉。

表 6：2023 年公司前五大客户销售金额 (亿元)

排名	客户名称	销售金额	占年度销售总额比例
1	客户一	2.33	6.52%
2	客户二	1.76	4.90%
3	客户三	1.43	3.99%
4	客户四	1.35	3.76%
5	客户五	1.29	3.60%
合计		8.16	22.77%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司针对不同区域采取不同业务拓展模式，助力 B 端渠道稳步提升。

- 1) **中国区：**打造“业务+解决方案+项目管理”的铁三角组织协同运作，以客户需求为导向，提高主推产品提案质量，持续提升客户服务满意度，2023 上半年新项目成功率由 46%（22 年上半年）提升至 63%。
- 2) **美洲区：**聚焦 Best Formulations 投后整合的价值实现和协同增长，关注客户本地供应的需求，落地交叉销售，包括营养健康食品和个人护理产品之间的跨部门销售。
- 3) **欧洲区：**通过加强品牌宣传，改善客户服务，增强客户忠诚度；实施进取的客户开发和市场渗透策略，针对大宗产品采用有竞争力的定价策略，针对有优势的复杂配方采用高价值报价策略；加大东欧、中欧等新兴市场推广力度，挖掘潜在客户。
- 4) **新城：**进一步重点开发澳洲头部客户，布局澳新市场；充分借助东盟一体化和 RCEP 机会，提高东南亚市场关注度；扩充新城销售人员；同时积极寻找战略合作伙伴，进一步提升区域影响力。

公司跨境业务蓬勃发展，保税工厂助力 C 端电商新增长，与天猫国际合作深化跨境供应链创新。2023 年 4 月，随着“天猫国际新世界工厂—暨仙乐健康珠海保税工厂”的建成，仙乐健康与天猫国际将打造面向多个市场多个渠道的第四餐全球成品交付中心，通过国际产业链合作优化第四餐供应链能力，共同拓展国际营养保健食品业务。珠海保税工厂正式启用后，商家将通过仙乐健康珠海保税工厂，最快 20 天就能实现从 0 到 1 的产品落地，包含新品研发、生产、包装到线上销售等一站式跨境营养产品服务。

图 25：仙乐健康保税工厂



资料来源：仙乐健康公众号，天风证券研究所

图 26：仙乐健康保税工厂揭幕仪式



资料来源：仙乐健康公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

中国地区：公司持续拓展现代渠道零售商客户，陆续与多家头部会员店/母婴店/美妆店等建立品类战略合作意向。公司内部产能充足，生产开发模式完善，预计 2024-2026 年公司中国地区收入为 21.29 亿、24.05 亿、26.46 亿元，同比增长 15%、13%、10%。毛利率随营销渠道布局预计略有下降，预计毛利率分别为 33%、32%、30%。

美洲地区：公司在美洲市场继续巩固和拓展头部客户业务，支持和陪伴头部客户拓展新市场；在与 Best Formulations 整合协同的过程中有望推动美洲地区订单快速增长，实现部分头部客户交叉销售。美洲区目前毛利率相比于其他地区较低，主要是因为 BF 的新业务仍处于爬坡期，随着 BF 产能逐步释放，美洲整体毛利率将回归正常水平。2024 上半年公司美洲地区毛利率已开始逐步回暖，毛利率达 27.47%，比上年同期提升 6.89pct。预

计 2024-2026 年公司美洲地区收入为 13.05 亿、15.66 亿、18.01 亿元，同比增长 25%、20%、15%，毛利率分别为 23%、24%、24%。

欧洲地区：公司在欧洲市场深挖头部客户需求，增加合作品种，着力推广软糖等新剂型，扩大头部客户的口袋份额；加大东欧、南欧市场拓展力度，快速赢得新客户；持续推广植物基产品，推出植物基软糖 BloomDays™，在英国首次实现植物基产品销售，软糖作为公司内毛利率较高产品，有望带动产品结构持续优化。预计 2024-2026 年公司欧洲地区收入为 6.35 亿、7.49 亿、8.62 亿元，同比增长 20%、18%、15%，毛利率分别为 35%、35%、36%。

其他地区：公司在继续扩大澳洲头部客户的合作，增加合作品类，提升销售份额；巩固和提升现有东南亚客户的合作，完善东南亚销售团队，打造市场与销售协同的营销组织，目前公司在亚太地区业务团队初步建成，总体营收体量较小，同时公司订单快速增长，预计在毛利率相对稳定的情况下带动公司营收快速提升。预计 2024-2026 年公司其他地区收入为 2.84 亿、4.55 亿、6.36 亿元，同比增长 80%、60%、40%。东南亚经济增长快，人口基数大，政府政策支持力度高，消费者医疗保健支出逐步提升，预计毛利率分别为 36%、36%、36%。

表 7：公司分地区拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2,368.95	2,507.26	3,582.02	4,352.79	5,175.29	5,944.96
yoy	14.6%	5.8%	42.9%	21.5%	18.9%	14.9%
毛利润（百万元）	775.22	781.71	1,084.08	1,327.13	1,571.45	1,765.30
毛利率	32.7%	31.2%	30.3%	30.5%	30.4%	29.7%
归母净利润（百万元）	231.83	212.29	281.04	407.47	504.66	591.00
yoy	-9.9%	-8.4%	32.4%	45.0%	23.9%	17.1%
归母净利率	9.8%	8.5%	7.8%	9.4%	9.8%	9.9%
分地区拆分						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国大陆（百万元）	1,458.2	1,491.4	1,851.0	2,128.6	2,405.3	2,645.8
yoy	14.1%	2.3%	24.1%	15.0%	13.0%	10.0%
成本	974.3	1,046.5	1,211.4	1,426.2	1,635.6	1,852.1
毛利	483.8	444.9	639.5	702.4	769.7	793.8
毛利率	33.2%	29.8%	34.6%	33.0%	32.0%	30.0%
美洲（百万元）	398.1	540.9	1,044.1	1,305.2	1,566.2	1,801.1
yoy	49.8%	35.9%	93.0%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	251.5	357.3	832.8	1,005.0	1,190.3	1,368.9
毛利	146.6	183.6	211.4	300.2	375.9	432.3
毛利率	36.8%	34.0%	20.2%	23.0%	24.0%	24.0%
欧洲（百万元）	435.4	395.5	529.1	634.9	749.2	861.6
yoy	-5.7%	-9.2%	33.8%	20.0%	18.0%	15.0%
成本	319.1	273.6	349.6	412.7	487.0	551.4
毛利	116.2	122.0	179.5	222.2	262.2	310.2
毛利率	26.7%	30.8%	33.9%	35.0%	35.0%	36.0%
其他区域（百万元）	77.3	79.5	157.8	284.1	454.6	636.4

yoy	26.7%	2.8%	98.6%	80.0%	60.0%	40.0%
成本	48.8	48.2	104.0	181.8	290.9	407.3
毛利	28.6	31.3	53.8	102.3	163.6	229.1
毛利率	36.9%	39.4%	34.1%	36.0%	36.0%	36.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 投资建议

本文选取汤臣倍健、百合股份、新诺威三家保健品企业作为可比上市公司, 其 2024E 的 PE 估值区间位于 11.1x-72.0x。我们认为公司保健品产品覆盖全面, 并表美国 Best Formulations 后有望全面整合中美欧供应能力, 巩固全球供应体系, 给予 24 年 20xPE, 目标市值 81 亿元, 目标价为 34.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 8: 同类可比公司 PE 对比

	归母净利润 (亿元)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
汤臣倍健	12.7	15.3	17.5	15.2	12.6	11.1
百合股份	1.7	1.9	2.1	11.1	10.1	9.1
新诺威	4.7	6.1	8.0	72.0	55.6	42.6
平均值				32.8	26.1	20.9

资料来源: Wind (截止至 2024 年 9 月 25 日), 天风证券研究所 (可比公司盈利数据来自 wind 一致预测)

5. 风险提示

- 1、市场需求疲软:** 当市场需求未能达到预期水平时, 公司的销售收入可能会受到负面影响, 出现下滑趋势。
- 2、新品市场接受度低:** 若公司推出的新产品市场表现未达预期, 可能会阻碍业务扩张计划, 并导致盈利能力下降。
- 3、原材料成本激增:** 面对鱼油、明胶等关键原材料价格的显著上涨, 公司将承受更大的成本压力, 影响整体运营成本。
- 4、汇率波动:** 公司部分业务涉及外币交易, 人民币的持续升值可能会削弱公司的盈利能力, 增加财务负担。
- 5、海外业务面临不确定性风险:** 公司海外业务占比较大, 且当前全球政治经济环境复杂多变, 任何不利因素都可能对公司海外业务的稳定运营构成挑战, 增加经营风险。
- 6、产品质量及食品安全管理风险:** 营养健康食品品类繁多, 涉及物料众多, 且产品迭代速度快, 对企业全流程食品质量安全管控能力的要求高。如公司在物料采购、产品生产、存储或运输等任何环节出现质量管理失误, 将有可能产生食品安全风险, 进而影响公司信誉和产品销售。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,501.60	534.49	1,088.20	1,293.82	1,506.29
应收票据及应收账款	459.80	621.27	649.92	926.03	854.21
预付账款	16.41	12.09	38.84	15.12	45.09
存货	232.58	481.06	403.52	619.61	595.28
其他	222.16	284.02	261.70	297.97	284.23
流动资产合计	2,432.56	1,932.93	2,442.18	3,152.55	3,285.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,235.15	1,439.78	1,246.31	1,052.85	859.39
在建工程	69.28	186.94	286.94	436.94	636.94
无形资产	216.93	577.56	517.92	458.29	398.65
其他	231.91	1,058.53	878.68	840.33	904.19
非流动资产合计	1,753.26	3,262.80	2,929.86	2,788.41	2,799.16
资产总计	4,185.82	5,195.73	5,372.04	5,940.96	6,084.25
短期借款	0.16	0.00	427.03	611.34	110.25
应付票据及应付账款	259.25	398.13	383.32	559.80	531.29
其他	184.46	299.87	593.61	493.82	733.25
流动负债合计	443.87	698.00	1,403.97	1,664.96	1,374.79
长期借款	0.00	82.87	83.23	0.00	0.00
应付债券	908.36	966.18	908.94	927.82	934.31
其他	106.24	829.38	342.08	425.90	532.46
非流动负债合计	1,014.60	1,878.43	1,334.25	1,353.73	1,466.77
负债合计	1,484.29	2,629.56	2,738.22	3,018.69	2,841.55
少数股东权益	0.00	176.14	153.86	153.86	153.86
股本	180.50	181.56	235.96	235.96	235.96
资本公积	1,047.63	547.50	502.85	502.85	502.85
留存收益	1,278.27	1,496.13	1,741.15	2,029.60	2,350.03
其他	195.13	164.84	0.00	0.00	(0.00)
股东权益合计	2,701.52	2,566.17	2,633.82	2,922.27	3,242.70
负债和股东权益总计	4,185.82	5,195.73	5,372.04	5,940.96	6,084.25

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	212.29	240.29	407.47	504.66	591.00
折旧摊销	129.00	226.81	253.10	253.10	253.10
财务费用	15.62	83.07	21.53	22.44	15.69
投资损失	(23.39)	(2.22)	(16.74)	(16.89)	(14.81)
营运资金变动	416.14	146.94	(18.65)	(269.57)	303.14
其它	(304.79)	(308.81)	(37.04)	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	444.86	386.08	609.68	493.74	1,148.12
资本支出	275.31	438.19	587.30	66.18	93.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.59	(1,596.05)	(650.56)	(242.38)	(256.58)
投资活动现金流	283.91	(1,157.86)	(63.26)	(176.20)	(163.13)
债权融资	51.01	145.01	310.07	104.29	(501.95)
股权融资	(46.73)	(727.93)	(302.78)	(216.21)	(270.57)
其他	(82.18)	491.77	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(77.90)	(91.15)	7.30	(111.92)	(772.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	7.00
现金净增加额	650.87	(862.93)	553.71	205.62	219.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,507.26	3,582.02	4,352.80	5,175.29	5,944.96
营业成本	1,725.56	2,497.91	3,025.67	3,603.84	4,179.66
营业税金及附加	14.85	22.41	26.49	31.51	36.53
销售费用	130.13	277.61	302.68	343.81	388.88
管理费用	304.44	350.83	419.61	453.48	491.83
研发费用	80.72	110.49	134.27	147.42	165.18
财务费用	7.17	52.31	21.53	22.44	15.69
资产/信用减值损失	(8.97)	(4.77)	(6.87)	(5.82)	(6.35)
公允价值变动收益	(1.64)	(57.67)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.39	2.22	16.74	16.89	21.81
其他	(33.45)	48.65	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	265.06	282.02	432.41	583.86	682.65
营业外收入	0.85	1.36	1.11	1.24	1.17
营业外支出	14.39	10.13	12.26	11.20	11.73
利润总额	251.52	273.26	421.26	573.90	672.09
所得税	39.23	32.97	50.83	69.24	81.09
净利润	212.29	240.29	370.43	504.66	591.00
少数股东损益	0.00	(40.75)	(37.04)	0.00	0.00
归属于母公司净利润	212.29	281.04	407.47	504.66	591.00
每股收益(元)	0.90	1.19	1.73	2.14	2.51

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	5.84%	42.87%	21.52%	18.90%	14.87%
营业利润	-8.54%	6.40%	53.32%	35.03%	16.92%
归属于母公司净利润	-8.43%	32.39%	44.99%	23.85%	17.11%
获利能力					
毛利率	31.18%	30.27%	30.49%	30.36%	29.69%
净利率	8.47%	7.85%	9.36%	9.75%	9.94%
ROE	7.86%	11.76%	16.43%	18.23%	19.13%
ROIC	12.99%	15.82%	17.46%	22.87%	24.21%
偿债能力					
资产负债率	35.46%	50.61%	50.97%	50.81%	46.70%
净负债率	-21.69%	22.55%	13.54%	9.50%	-12.99%
流动比率	5.18	2.57	1.74	1.89	2.39
速动比率	4.68	1.93	1.45	1.52	1.96
营运能力					
应收账款周转率	6.26	6.63	6.85	6.57	6.68
存货周转率	10.62	10.04	9.84	10.12	9.79
总资产周转率	0.63	0.76	0.82	0.91	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.90	1.19	1.73	2.14	2.51
每股经营现金流	1.89	1.64	2.58	2.09	4.87
每股净资产	11.45	10.13	10.51	11.73	13.09
估值比率					
市盈率	26.41	19.95	13.76	11.11	9.49
市净率	2.08	2.35	2.26	2.03	1.82
EV/EBITDA	11.99	10.35	7.62	6.21	4.83
EV/EBIT	16.14	16.40	11.79	8.77	6.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com