

仙乐健康 (300791)

2024年Q3业绩点评：中国区降速拖累业绩表现，积极调整应对渠道变革

买入 (维持)

2024年10月24日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

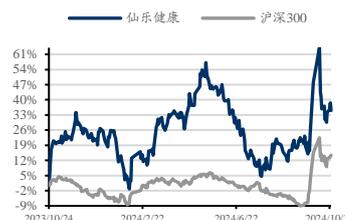
证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2507	3582	4311	4968	5714
同比 (%)	5.84	42.87	20.34	15.26	15.00
归母净利润 (百万元)	212.29	281.04	346.33	428.33	542.87
同比 (%)	(8.43)	32.39	23.23	23.67	26.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.90	1.19	1.47	1.82	2.30
P/E (现价&最新摊薄)	26.13	19.74	16.02	12.95	10.22

股价走势



投资要点

■ 事件：公司发布 2024 年三季报：

2024Q1-3：公司实现营收约 30.48 亿元，同比+21.8%；归母净利润 2.40 亿元，同比+29.52%；扣非净利润 2.36 亿元，同比+28.11%。

2024Q3：公司实现营收约 10.58 亿元，同比+10.43%；归母净利润 0.85 亿元，同比+1.63%；扣非净利润 0.82 亿元，同比-3.84%。

■ **中国区保健品渠道变革拖累收入表现，其余区域保持稳健增长。**根据公司交流反馈，24Q3 整体收入环比较降速主要受中国区拖累。24Q3 欧洲延续稳健增长，美洲（包括 BF）与亚太区保持快速增长。其中 BF 前三季度同比增长接近 40%。中国区收入降速明显，主因国内保健品发生渠道变革，药店渠道受到线上渠道冲击以及政策变化影响，整体表现疲软，因此公司药店渠道大客户订单推迟。同时公司前期对新零售业务的快速增长反应滞后，Q3 开始加快布局扭转局面。这共同导致了导致中国区收入 Q3 环比降速。公司已开始采取措施积极布局线上新零售业务，预期明年中国区收入将有明显改善。

■ **收入结构变化致使毛利率承压，BF 减亏在途。**公司 24Q3 归母净利率为 8.07%，同比-0.7pct，环比-0.74pct。其中 24Q3 毛利率 29.63%，同比-1.65pct，环比-3.72pct，毛利率下降幅度加大考虑主因收入结构变化，即中国区毛利率较高，收入占比下降；且中国区的高价值客户订单延迟导致中国区高毛利率客户占比下降。24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.27%/9.39%/2.96%/2.61%，同比-0.14/+1.03/-0.06/+0.90pct，管理费用率增加主因激励费用摊销增加。少数股东损益 24Q3 为-0.85 亿元，环比小幅收窄。考虑 BF 仍有亏损主因个护产线折旧摊销费用影响较大，BF 已逐步推进组织优化，同时协同精益供应链精益管理，提高生产排单计划性、物料采购计划性等帮助减亏，目前已取得较大改善。预计 Q4 BF 的产能利用率已接近 70%，比上半年显著提升。

■ **盈利预测与投资评级：**仙乐健康是保健品 CDMO 龙头企业，美洲去库阶段结束后需求恢复，中长期公司研发、生产端优势积累足，龙头地位有望持续提升。考虑到今年中国区拖累整体收入，高价值客户占比下降，我们略下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3.46/4.28/5.43 亿元（前次为 4.02/4.77/5.87 亿元），分别同比增长 23%/24%/27%，对应 PE 分别为 16x、13x、10x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险，产能投放和消化不及预期风险，食品安全风险。

市场数据

收盘价(元)	27.55
一年最低/最高价	21.22/43.38
市净率(倍)	2.92
流通 A 股市值(百万元)	5,355.11
总市值(百万元)	6,498.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.43
资产负债率(% ,LF)	51.30
总股本(百万股)	235.87
流通 A 股(百万股)	194.38

相关研究

《仙乐健康(300791)：2024 年中报业绩点评：美洲收入增速保持强劲，全年信心充足》

2024-08-12

《仙乐健康(300791)：2024 年中报业绩预告点评：Q2 表现稳健，BF 盈利 H2 改善可期》

2024-07-22

仙乐健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,933	2,425	3,068	3,872	营业总收入	3,582	4,311	4,968	5,714
货币资金及交易性金融资产	735	1,087	1,625	2,307	营业成本(含金融类)	2,498	2,970	3,392	3,869
经营性应收款项	665	768	843	938	税金及附加	22	26	30	34
存货	481	536	565	591	销售费用	278	332	378	429
合同资产	0	0	0	0	管理费用	351	431	482	543
其他流动资产	52	34	35	35	研发费用	110	138	154	177
非流动资产	3,263	3,329	3,241	3,138	财务费用	52	37	35	30
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	72	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,726	1,750	1,662	1,560	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	187	187	187	187	公允价值变动	(58)	0	0	0
无形资产	545	545	545	545	减值损失	(5)	0	0	0
商誉	421	421	421	421	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	169	169	169	169	营业利润	282	377	498	632
其他非流动资产	215	257	257	257	营业外净收支	(9)	(9)	(9)	(9)
资产总计	5,196	5,754	6,309	7,010	利润总额	273	368	489	623
流动负债	751	880	1,004	1,157	减:所得税	33	44	59	75
短期借款及一年内到期的非流动负债	64	70	70	70	净利润	240	324	430	548
经营性应付款项	398	479	565	666	减:少数股东损益	(41)	(23)	2	5
合同负债	53	52	50	57	归属母公司净利润	281	346	428	543
其他流动负债	236	280	319	363	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.47	1.82	2.30
非流动负债	1,878	1,988	1,988	1,988	EBIT	389	405	524	653
长期借款	83	133	133	133	EBITDA	652	630	763	905
应付债券	966	1,021	1,021	1,021	毛利率(%)	30.27	31.09	31.73	32.28
租赁负债	256	260	260	260	归母净利率(%)	7.85	8.03	8.62	9.50
其他非流动负债	573	574	574	574	收入增长率(%)	42.87	20.34	15.26	15.00
负债合计	2,630	2,868	2,992	3,145	归母净利润增长率(%)	32.39	23.23	23.67	26.74
归属母公司股东权益	2,390	2,733	3,162	3,705					
少数股东权益	176	153	156	161					
所有者权益合计	2,566	2,887	3,317	3,866					
负债和股东权益	5,196	5,754	6,309	7,010					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	386	546	741	885	每股净资产(元)	12.05	10.73	12.54	14.85
投资活动现金流	(1,158)	(264)	(159)	(159)	最新发行在外股份(百万股)	236	236	236	236
筹资活动现金流	(91)	70	(44)	(44)	ROIC(%)	9.03	8.57	10.06	11.32
现金净增加额	(868)	352	538	682	ROE-摊薄(%)	11.76	12.67	13.55	14.65
折旧和摊销	263	226	239	252	资产负债率(%)	50.61	49.83	47.42	44.86
资本开支	(449)	(257)	(159)	(159)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.74	16.02	12.95	10.22
营运资本变动	(248)	(36)	19	32	P/B(现价)	1.95	2.19	1.87	1.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>