

研究所:

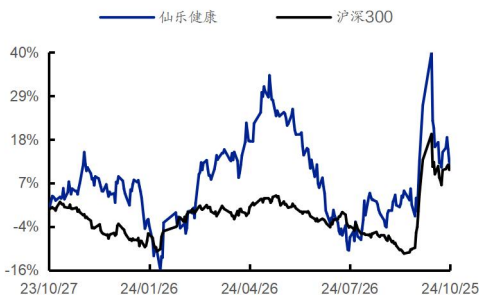
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006  
liujm@ghzq.com.cn

 证券分析师: 秦一方 S0350523120001  
qinyf@ghzq.com.cn

## 国内业务承压，海外高景气延续

### ——仙乐健康 (300791) 2024 三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/10/25

表现	1M	3M	12M
仙乐健康	11.9%	24.6%	24.6%
沪深 300	16.3%	16.4%	12.9%

市场数据

2024/10/25

当前价格 (元)	26.60
52 周价格区间 (元)	21.22-43.38
总市值 (百万)	6,274.22
流通市值 (百万)	5,170.45
总股本 (万股)	23,587.29
流通股本 (万股)	19,437.79
日均成交额 (百万)	170.23
近一月换手 (%)	2.17

相关报告

《仙乐健康 (300791) 公司深度研究: 研发制造并重, 国内海外兼修, 全球布局的营养保健食品 CDMO 龙头 (买入) \*食品加工\*刘浩铭, 秦一方》——2024-10-11

《仙乐健康 (300791) 2024 年半年报点评: 海外景气延续, 竞争力持续强化 (买入) \*食品加工\*刘浩铭, 秦一方》——2024-08-13

### 事件:

2024 年 10 月 24 日, 仙乐健康发布 2024 年三季度报告。2024Q1-3 公司实现营收 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%。其中, 2024Q3 公司实现营收 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%。

### 投资要点:

- Q3 收入增速放缓, 预计海外区域表现好于国内。**2024Q3 公司实现营业收入 10.58 亿元, 同比+10.43%, 增速环比前两季度有所放缓。分业务来看, 我们预计公司中国区域受到国内消费环境的影响, 收入有所承压; 美洲及亚太区域预计有较高的增长, 其中美洲受益于收购 BF 后形成优势互补和交叉协同销售, 亚太区域体量较小, 发展空间潜力大; 欧洲区域预计表现较为稳健。
- 毛利率同比略有波动, 少数股东损益亏损环比收窄。**2024Q3 公司毛利率 29.63%, 同比-1.65pct。费用端, 2024Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 7.27%/9.39%/2.96%, 同比-0.14pct/+1.03pct/-0.06pct, 其中管理费用率有所提升, 我们预计主要系公司在收购 BF 后, 组织调整及升级带来了费用的增加。公司少数股东损益 2024Q3 为-0.085 亿元, 亏损环比小幅收窄, 但仍对公司的盈利水平产生影响。最终, 公司 2024Q3 实现归母净利率 8.07%, 同比-0.69pct; 实现扣非归母净利率 7.74%, 同比-1.15pct。
- 收入目标达成可期, 利润目标或有挑战。**展望全年, 2024 年公司股权激励目标为收入不低于 43 亿元, 同比+20%, 归母净利润目标为 4 亿元, 同比+43%, 其中归母净利润需剔除股权激励计划或员工持股计划的股份支付费用及考核当年提取的奖励金影响。收入端, 目前公司 2024 前三季度收入同比+21.8%, 我们预计 2024Q4 海外渠道依旧保持较好的增长, 若国内业务环比改善, 则收入目标达成率较高。利润端, 我们预计 2024Q4 随着产能利用率的提升, BF 亏损将进一步收窄, 但考虑到国内业务存在压力, 利润目标达成或有挑战。

- **盈利预测和投资评级:** 公司为保健品行业 CDMO 龙头, 拥有多种剂型研发和生产能力, 并致力于剂型创新和技术升级。此外, 公司收购美国 Best Formulations, 设立珠海跨境工厂, 与汕头、马鞍山和德国三大生产基地共同构建中美欧三地协同的全球供应能力, 有望享受全球化布局带来的订单增长。考虑到国内业务承压, 我们调整盈利预测, 预计公司 2024~2026 年的营业收入分别为 43.13/49.27/56.17 亿元, 归母净利润分别为 3.60/4.50/5.60 亿元, EPS 分别为 1.53/1.91/2.37 元, 对应 PE 分别为 17/14/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 原材料价格上行; 2) 渠道扩展不及预期; 3) 海外需求不及预期; 4) 行业竞争格局加剧; 5) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3582	4313	4927	5617
增长率(%)	43	20	14	14
归母净利润 (百万元)	281	360	450	560
增长率(%)	32	28	25	25
摊薄每股收益 (元)	1.19	1.53	1.91	2.37
ROE(%)	12	14	16	18
P/E	22.24	17.41	13.95	11.20
P/B	2.63	2.44	2.24	2.04
P/S	1.76	1.45	1.27	1.12
EV/EBITDA	10.92	10.53	8.54	6.86

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：仙乐健康盈利预测表

证券代码:	300791				股价:	26.60				投资评级:	买入				日期:	2024/10/25			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12%	14%	16%	18%	EPS	1.56	1.53	1.91	2.37										
毛利率	30%	30%	31%	31%	BVPS	13.16	10.92	11.87	13.06										
期间费率	19%	19%	18%	17%	<b>估值</b>														
销售净利率	8%	8%	9%	10%	P/E	22.24	17.41	13.95	11.20										
<b>成长能力</b>					P/B	2.63	2.44	2.24	2.04										
收入增长率	43%	20%	14%	14%	P/S	1.76	1.45	1.27	1.12										
利润增长率	32%	28%	25%	25%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.76	0.77	0.79	0.83	营业收入	3582	4313	4927	5617										
应收账款周转率	6.68	6.39	6.20	6.18	营业成本	2498	3016	3421	3883										
存货周转率	7.00	6.14	6.32	6.21	营业税金及附加	22	27	30	34										
<b>偿债能力</b>					销售费用	278	323	345	368										
资产负债率	51%	55%	55%	54%	管理费用	351	410	450	494										
流动比	2.57	3.09	3.08	3.16	财务费用	52	72	82	85										
速动比	1.85	2.45	2.44	2.51	其他费用/(-收入)	110	138	158	169										
					<b>营业利润</b>	<b>282</b>	<b>400</b>	<b>516</b>	<b>662</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-9	-15	-10	3										
现金及现金等价物	735	1316	1496	1736	<b>利润总额</b>	<b>273</b>	<b>385</b>	<b>506</b>	<b>665</b>										
应收款项	621	741	859	974	所得税费用	33	54	69	90										
存货净额	481	502	581	669	<b>净利润</b>	<b>240</b>	<b>331</b>	<b>437</b>	<b>575</b>										
其他流动资产	95	93	99	109	少数股东损益	-41	-30	-13	14										
<b>流动资产合计</b>	<b>1933</b>	<b>2652</b>	<b>3035</b>	<b>3489</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>360</b>	<b>450</b>	<b>560</b>										
固定资产	1440	1472	1508	1547															
在建工程	187	188	198	218	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1636	1738	1733	1730	经营活动现金流	386	559	708	844										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	281	360	450	560										
<b>资产总计</b>	<b>5196</b>	<b>6050</b>	<b>6474</b>	<b>6984</b>	少数股东损益	-41	-30	-13	14										
短期借款	0	10	10	10	折旧摊销	263	220	242	263										
应付款项	398	453	524	595	公允价值变动	58	0	0	0										
合同负债	53	55	64	75	营运资金变动	-248	-58	-78	-93										
其他流动负债	300	340	385	425	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1158</b>	<b>-320</b>	<b>-292</b>	<b>-314</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>751</b>	<b>859</b>	<b>984</b>	<b>1105</b>	资本支出	-449	-309	-294	-316										
长期借款及应付债券	1049	1349	1434	1509	长期投资	-811	0	0	0										
其他长期负债	829	1121	1123	1143	其他	102	-11	2	2										
<b>长期负债合计</b>	<b>1878</b>	<b>2470</b>	<b>2557</b>	<b>2652</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-91</b>	<b>343</b>	<b>-236</b>	<b>-290</b>										
<b>负债合计</b>	<b>2630</b>	<b>3329</b>	<b>3541</b>	<b>3757</b>	债务融资	97	608	135	95										
股本	182	236	236	236	权益融资	14	12	0	0										
股东权益	2566	2721	2933	3227	其它	-202	-277	-371	-385										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5196</b>	<b>6050</b>	<b>6474</b>	<b>6984</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-868</b>	<b>581</b>	<b>180</b>	<b>240</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。