

首次覆盖

仙乐健康（300791）深度报告

风险评级：中风险

公司是保健品代工龙头 出口规模居行业第二

2020年3月11日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

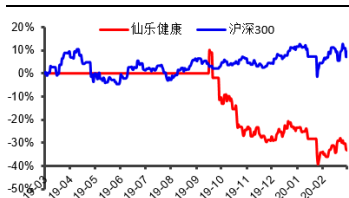
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2020年3月10日

收盘价(元)	52.65
总市值(亿元)	42.12
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.20
ROE(TTM)	9.69%
12月最高价(元)	86.69
12月最低价(元)	45.81

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司主营保健品合同生产，出口规模大。**公司成立于1993年，是营养保健食品合同开发与制造商之一。公司2015-2017年出口额均保持行业第二名。合同生产模式下，公司向下游品牌商和渠道商提供产品开发、产品生产与技术服务。公司过去几年合同生成模式贡献了95%以上的收入。品牌生产模式营收占比还很低，其中自有品牌销售和代理品牌销售营收占比均不足1%。
- **公司销售区域：国内市场与欧美市场并重。**从销售占比来看，2019年上半年境内与境外市场销售占比分别为61%和39%，国内市场仍然是主要市场，海外市场份额逐步提高。境外主要销售区域为欧洲及北美洲，2019年上半年销售占比分别为26.58%和10.09%，欧洲地区销售额较大的市场主要包括德国、英国、意大利、丹麦、捷克等。境内客户主要集中于华东地区及华南地区，2019年上半年销售占比分别24.41%和19.89%。
- **主要客户覆盖知名制药和营养保健食品公司。**公司主要客户包括辉瑞制药、葆婴、美乐家、HTC Group、安琪酵母等国内外知名企业。近几年公司前五大客户较为稳定，销售占比不断提高。2019年上半年前五大客户销售占比由2017年的29.75%提高至35.22%。第一大客户辉瑞制药销售占比由2017年的13.83%提高至2019年上半年的16.35%。
- **与A股可比公司对比。**A股公司中，可比公司主要包括汤臣倍健、西王食品（收购北美保健品kerr）、康比特（新三板）、新诺威和金达威。与可比公司相比，公司主营保健品代工，品牌销售占比非常低。公司营收规模在A股可比公司中排第四，归母净利润规模排第五。从成长性来看，公司上市前2017年和2018年营收增长较快，2019年增速有所下滑。与A股可比公司相比，公司盈利能力、营运能力居中。公司是首次覆盖研究，暂不评级。
- **保健品行业在中国仍然是朝阳行业。**根据Euromonitor数据，我国保健品行业市场规模已从2010年的695亿元增长至2018年的1627亿元，年均复合增速约为11.2%。预计到2022年市场规模有望达到2316亿元。对比发达国家和地区，我国保健品人均消费和渗透率还很低。公司所处的行业目前在中国仍属于朝阳行业，公司作为代工龙头，未来的成长逻辑在于提高规模优势和技术含量，持续开拓国内外知名保健品品牌客户，提高供应链响应速度等。
- **风险提示。**行业竞争加剧，监管趋严，食品安全风险等。

目 录

1. 公司是国内保健品代工企业 出口规模居行业第二	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司发展历程	4
1.3 公司产品结构丰富，软胶囊是核心产品	5
1.4 销售模式：以合同生产模式为主	6
1.5 公司销售区域：国内市场与欧美市场并重	7
1.6 股权结构	8
2. 公司竞争优势	8
2.1 A 股可比公司	8
2.2 公司竞争优势	9
2.3 财务指标对比	10
3. 保健品行业在中国仍然是朝阳行业	13
3.1 我国保健品行业市场规模已超千亿	13
3.2 未来仍有较大增长空间	14
3.3 行业竞争格局：较为分散	14
4. 公司 IPO 募投项目及其进展情况	16
4.1 安徽马鞍山生产基地建设项目	17
4.2 仙乐健康研发中心建设项目	18
4.3 仙乐健康 B2B 营销项目	18
4.4 包装车间技术改造项目	18
5. 风险提示	18

插图目录

图 1：仙乐健康一站式解决方案	4
图 2：仙乐健康发展历程	4
图 3：公司 2018 年营业总收入构成	6
图 4：公司 2018 年毛利构成	6
图 5：公司合同生产模式的销售流程	6
图 6：公司收入构成	7
图 7：公司 2019 年上半年海外和国内销售分布	7
图 8：公司 2019 年上半年主要客户收入占比	7
图 9：保健品产业链	13
图 10：我国保健品市场规模及其同比增速（亿元，%）	13
图 11：2018 年我国保健品细分品类市场占比（%）	13
图 12：我国与发达国家和地区人均保健品消费额（元）	14
图 13：我国与美国保健品渗透率对比（%）	14
图 14：我国保健品行业 2017 年市场集中度（%）	15
图 15：我国维生素与膳食补充剂 2018 年 CR5（%）	15
图 16：我国运动营养保健品 2018 年 CR5（%）	16
图 17：我国体重管理保健品 2018 年 CR5（%）	16

表格目录

表 1：公司产品结构	5
------------	---

表 2：仙乐健康股权架构（截至 2019 年三季度末）	8
表 3：A 股可比公司概况	9
表 4：公司在 A 股主要的竞争对手业绩对比	10
表 5：公司分产品毛利率（%）	11
表 6：公司分渠道毛利率（%）	11
表 7：A 股可比公司综合毛利率（%）	11
表 8：A 股可比公司期间费用率与净利率对比	11
表 9：A 股可比公司存货周转天数和应收账款周转天数（天）	12
表 10：A 股可比公司资产结构	12
表 12：我国主要的保健品公司	14
表 13：公司 IPO 募集资金投向	16
表 14：公司募集资金使用情况	17

1. 公司是国内保健品代工企业 出口规模居行业第二

1.1 公司简介

公司主营保健品合同生产，出口规模居行业第二。公司成立于 1993 年，是营养保健食品合同开发与制造商之一，为客户提供产品开发、制造、包装和物流在内的一站式解决方案。公司拥有超过 4,000 个成熟产品配方、126 个保健食品注册证书，拥有软胶囊、粉剂、片剂、软糖、口服液、硬胶囊等多种剂型的规模生产能力。公司以国际化为战略导向。公司与辉瑞制药、HTC Group Ltd.、葆婴、安琪酵母、Now Foods、修正药业、Takeda 等国内外知名客户建立了稳定的合作关系，客户遍及中国、德国、英国、美国、加拿大、意大利等国家。公司建立了完善的质量管理体系，在国内和全球主要营养保健食品市场取得了 13 项资格认证。根据商务部下属的中国医药保健品进出口商会的统计数据，2015 年至 2017 年公司出口额均保持行业第二名。

图 1：仙乐健康一站式解决方案



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

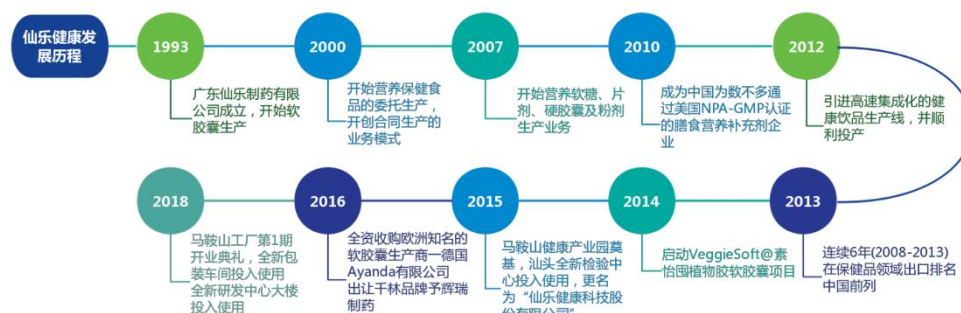
1.2 公司发展历程

1993-2003 年，开端的创新。 1993 年，广东仙乐制药有限公司成立，开始软胶囊生产。六年后，我们开始为膳食营养补充剂品牌公司提供合同制造服务。公司成立伊始，不断提高创新能力以满足市场需求的不断变化，而多年的药品生产经验则使我们具备了完全理解并严格执行良好生产规范的能力。质量和创新从一开始就融入到仙乐的基因中。

2005-2010 年，建立值得信任的品牌。 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。我们的高质量标准帮助我们连续多年成为中国重要的膳食营养补充剂出口公司，并被公认为中国主要的软胶囊生产商之一。

2011 - 2018 年，享誉全球的质量。 2015 年，广东仙乐制药有限公司正式更名为“仙乐健康科技股份有限公司”。仙乐健康已通过 10 项国际认可标准认证，是全球知名的营养保健食品合同开发与制造商之一，为全球客户提供一站式解决方案。

图 2：仙乐健康发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 公司产品结构丰富，软胶囊是核心产品

公司产品结构丰富，可满足多种需求。公司在营养保健食品领域深耕多年，一直保持对市场需求和技术发展的关注，持续开展功能配方的开发和剂型技术的应用研究，以更好地满足从婴童、青少年、孕妇到中老年人群的不同健康需求。**按照剂型分类**，公司产品主要有软胶囊、片剂、粉剂、软糖、硬胶囊、口服液等，剂型丰富，可满足消费者的多样化需求。**按照原料来源分类**，公司产品包括动物来源、植物来源、化学来源和发酵来源等；典型产品包括鱼油、维生素、矿物质、氨糖、胶原蛋白、辅酶 Q10、益生菌、蛋白质粉、藻油 DHA、蜂胶、欧洲越橘、叶黄素、蔓越莓、葡萄籽等。**按照功能分类**，公司产品涵盖补充维生素和矿物质、辅助降血脂、增强免疫力、增加骨密度、缓解体力疲劳、抗氧化、改善记忆、改善睡眠、改善营养性贫血、改善皮肤水分、缓解视疲劳、减肥、提高缺氧耐受力、通便、辅助降血糖、对辐射危害有辅助保护功能、调节肠道菌群和整体健康等 18 项用途，可满足从婴童、青少年、孕妇到中老年人等不同人群的多样化健康需求。

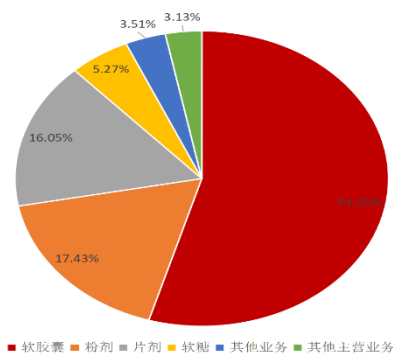
表 1：公司产品结构

剂型	代表产品	生产能力
软胶囊	主要包括鱼油软胶囊、鳕鱼肝油软胶囊、维生素软胶囊、辅酶 Q10 软胶囊、浓缩磷脂软胶囊等产品。	1993 年开始生产软胶囊产品，是中国主要的软胶囊出口商之一。在中国和德国共设立 4 个工厂。
硬胶囊	左旋肉碱铬酵母胶囊、蜂王浆蜂花粉胶囊、灵芝孢子粉胶囊等。	拥有高效自动硬胶囊生产线可以充分满足多种类型和尺寸的硬胶囊的需求，包括益生菌和植物提取物胶囊。
片剂	主要包括氨糖软骨素加钙片、维 C 咀嚼片、B 族维生素片、钙铁锌咀嚼片等产品。	流动化自动造粒，满足多种类型片剂的生产要求。
粉剂	主要包括蛋白质粉、胶原蛋白粉、益生菌粉、果蔬纤维粉、代餐粉、DHA 钙粉等产品。	多条先进的自动化设备，可提供不同包装、不同规格的粉剂产品；多样化的包装形式：条装、袋装和灌装；不同规格：1-3g、5-15g、20-30g、100-500g
软糖	主要包括复合维生素软片、红色草莓多维软片、DHA 藻油软糖、辅酶 Q10 软糖等产品。	拥有 1 个专门的软糖研发团队，在中国拥有 2 个软糖工厂，获得 5 项软糖国家发明专利，超过 300 中营养软糖配方储备
营养饮品	胶原蛋白饮品、果蔬酵素饮品、雪莲燕窝饮品等口服液产品。	提供两种包装选择：玻璃瓶和便携袋。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，东莞证券研究所

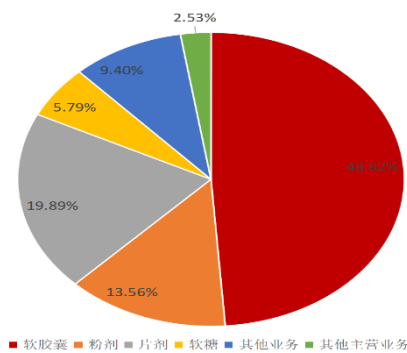
软胶囊是核心产品。软胶囊为公司贡献了过半业绩。公司 2018 年营业总收入 15.95 亿元，其中 54.55%来自软胶囊产品，粉剂和片剂营收分别占营业总收入的比重为 17.43%和 16.05%。4 种主要剂型产品占公司营业总收入的 93.30%。从利润端看，软胶囊仍然是公司利润主要来源。2018 年软胶囊毛利占公司毛利总额的 48.82%，片剂毛利占比 19.89%，超越了粉剂的 13.56%；4 种主要剂型产品毛利占公司毛利总额的 88.06%。

图 3：公司 2018 年营业总收入构成



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：公司 2018 年毛利构成

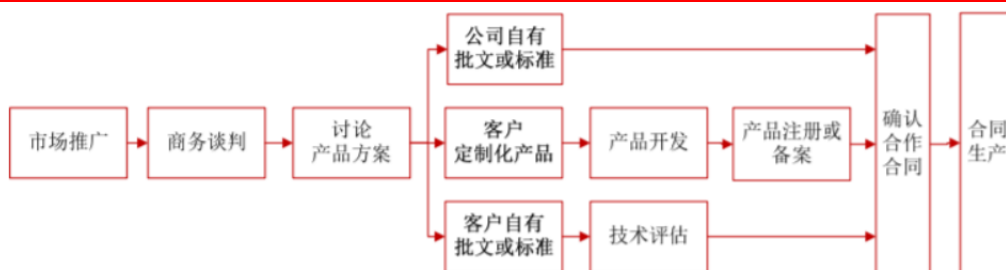


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 销售模式：以合同生产模式为主

公司的销售模式分为合同生产与品牌产品销售。合同生产模式下，公司向下游品牌商和渠道商提供产品开发、产品生产与技术服务。合同生产模式下，按照配方或批文所有权划分，公司的主要销售模式如下：①自有保健食品注册证书及普通营养食品标准或配方生产；②根据客户保健食品注册证书及普通营养食品标准或配方生产；③根据客户定制化产品注册证书及食品标准或配方生产。品牌产品销售模式主要包括向客户销售自有品牌产品及代理品牌产品，主要销售渠道包括经销商、直供渠道、电商及其他，并以经销模式为主。

图 5：公司合同生产模式的销售流程

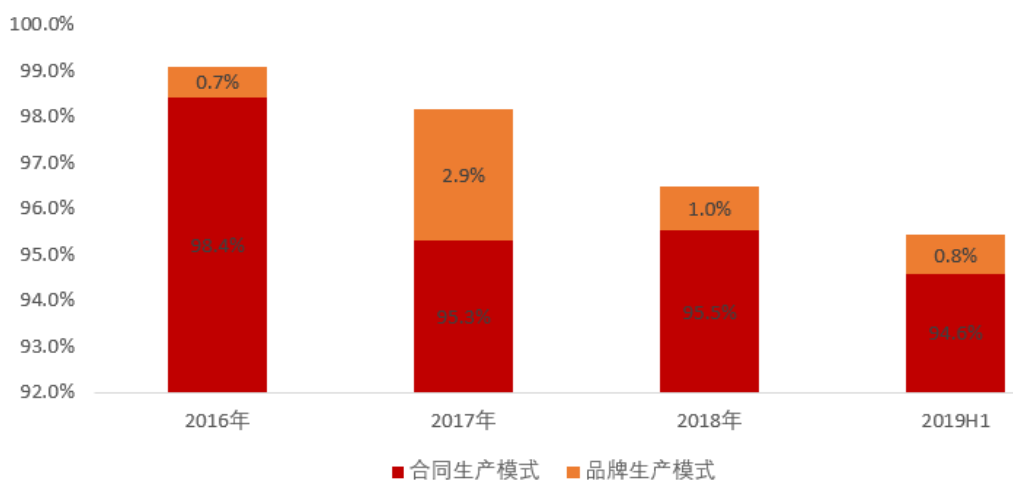


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

合同生产是核心销售模式。合同生产模式下，公司根据客户需求，通过系统的市场调研与研发，向客户提供产品定位、配方研究、工艺优化、原辅料供应、中试生产、制定标准、批文申报等一系列综合服务。公司过去几年合同生成模式贡献了 95%以上的收入，其中自有保健食品注册证及普通营养食品标准或配方生产和根据客户保健食品注册证

书及普通营养食品标准或配方生产各占约一半。品牌生产模式营收占比还很低，其中自有品牌销售和代理品牌销售营收占比均不足 1%。

图 6：公司收入构成



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.5 公司销售区域：国内市场与欧美市场并重

国内市场贡献约六成收入，海外市场贡献近四成收入。从销售占比来看，2019 年上半年境内与境外市场销售占比分别为 61%和 39%，国内市场仍然是主要市场，海外市场份额逐步提高。境外主要销售区域为欧洲及北美洲，2019 年上半年销售占比分别为 26.58%和 10.09%，欧洲地区销售额较大的市场主要包括德国、英国、意大利、丹麦、捷克等。境内客户主要集中于华东地区及华南地区，2019 年上半年销售占比分别 24.41%和 19.89%。

主要客户覆盖知名制药和营养保健食品公司。公司主要客户包括辉瑞制药、葆婴、美乐家、HTC Group、安琪酵母等国内外知名企业。近几年公司前五大客户较为稳定，销售占比不断提高。2019 年上半年前五大客户销售占比由 2017 年的 29.75%提高至 35.22%。第一大客户辉瑞制药销售占比由 2017 年的 13.83%提高至 2019 年上半年的 16.35%。

图 7：公司 2019 年上半年海外和国内销售分布

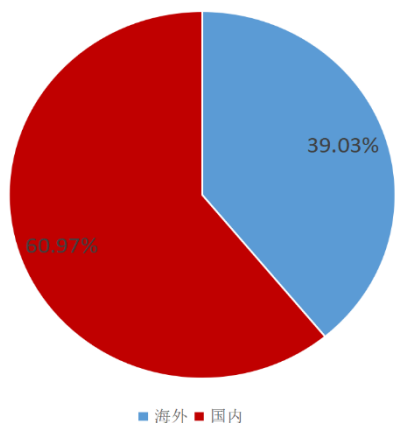
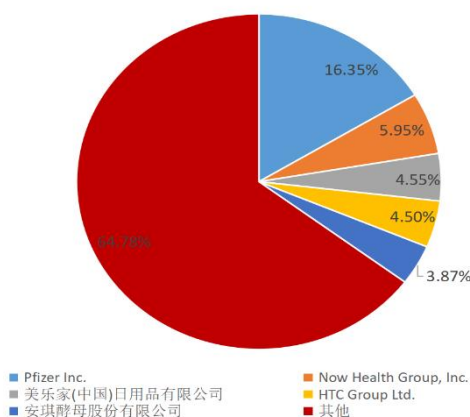


图 8：公司 2019 年上半年主要客户收入占比



1.6 股权结构

林培青为实控人。公司股权集中度较高。截至 2019 年三季度末，公司控股股东为广东光辉投资有限公司，持有公司股份 43.20%。林培青与其一致行动人陈琼是公司的实际控制人，直接和间接持有公司股份 41.57%。林培青董事长，硕士学历，曾任汕头金石制药总厂副厂长，广东千林董事长，仙乐有限董事长，总经理，现任广东光辉执行董事，上海仙乐执行董事，美国仙乐董事，首席执行官，盛瑞投资董事长。2015 年 4 月起，担任仙乐健康科技股份有限公司董事长，总经理。另外大股东陈琼直接持股仙乐健康的 7.49% 股份，持股广东光辉投资的约 11% 股本。陈琼，硕士学历，曾任鲇滨化学药业总公司鲇滨制药厂研究所制剂研究员，汕头明治医药有限公司品质管理课长，仙乐有限董事，副总经理，广东千林董事，Ayanda 董事，现任盛瑞投资董事，轩锋投资监事，轩宏投资监事。2015 年 4 月起，担任仙乐健康科技股份有限公司董事，副总经理。

表 2：仙乐健康股权架构（截至 2019 年三季度末）

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	广东光辉投资有限公司	43.20
2	陈琼	7.49
3	林培青	7.20
4	汕头市正诺投资合伙企业(有限合伙)	3.00
5	高锋	2.88
6	姚壮民	2.59
7	林培春	2.59
8	杨睿	2.30
9	林奇雄	2.02
10	林培娜	1.73
合 计		75.00

资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 公司竞争优势

2.1 A 股可比公司

公司在 A 股主要有 5 家可比公司。公司主营保健品合同开发与制造，产品主要以维生素、矿物质等膳食补充剂和滋补品为主。A 股公司中，公司可比公司主要包括汤臣倍健、西王食品（收购北美保健品 kerr）、康比特（新三板）、新诺威和金达威。其中汤臣倍健产品以膳食补充剂为主，旗下拥有品牌汤臣倍健、健力多、健视佳、无限能、健乐多、天然博士等。西王食品通过收购北美保健品公司 kerr 进入保健品行业，kerr 主营业务为生产运动健康食品，专注于运动和减肥两个领域，旗下有 MuscleTech、SixStar、Hydroxycut 与 Purely Inspired 等品牌；以 MuscleTech、SixStar 两个品牌最为知名，其中 MuscleTech 在美国市场占有率较大，销售范围超过全球 80 个国家。康比特是新三板上市公司，主营运动营养食品的生产与销售。新诺威主要产品为咖啡因、维生素 C 含

片（果维康品牌）等。金达威主要产品包括维生素 A、辅酶 Q10、功能饮品等。与可比公司相比，公司主营保健品代工，品牌销售占比非常低。

表 3：A 股可比公司概况

公司名称	公司概况
汤臣倍健	成立于 2005 年，2010 年登陆深交所创业板。公司员工 2419 人，公司原料产地遍及世界各地 23 个国家，公司致力于从单一产品提供商逐步升级至健康干预的综合解决方案提供商，成为膳食补充剂行业的领导企业，公司建立了全面、科学的膳食补充体系，包括：蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其它功能性膳食补充食品。2019 年实现营业收入 52.62 亿元。
西王食品	成立于 2011 年，公西王食品股份有限公司原名湖南金德发展股份有限公司，成立于 1984 年，1996 年登陆深交所挂牌交易，2016 年公司成功收购加拿大北美地区知名运动营养与体重管理健康食品 Kerr 公司，员工超过 2107 人。公司主营业务主要涉及健康食用油及运动营养和体重管理两大业务板块。2018 年实现营业收入 58.453 亿元。
康比特	成立于 2001 年，2015 年挂牌新三板，员工人数超过 439 人。康比特是一家集研发、生产、销售于一体的高新技术企业，致力于为竞技运动人群和大众健身人群提供运动营养产品和科学健身解决方案服务。主要产品为运动营养食品、科学健身解决方案以及相关体质测评、监控仪器等设备耗材。2018 年实现营业收入 3.16 亿元。
新诺威	成立于 2006 年，2019 年登陆深交所创业板，员工人数约 1505 人，公司的主营业务为功能食品的研发、生产与销售，公司目前生产的功能食品主要为维生素类保健食品和咖啡因类功能饮料添加剂。目前公司的主要产品为维生素 C 含片和咖啡因，公司咖啡因产品作为食品添加剂广泛应用于功能饮料中，是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商。2019 年实现营业收入 12.56 亿元。
金达威	成立于 1997 年，2011 年于深圳证券交易所上市，公司是国家火炬计划重点高新技术企业和创新型试点企业。立足于医药原料制造，充分整合国内外营养健康领域资源，逐步提升产业优势，现已发展成为保健品、运动营养品制造行业的新星。2019 年实现营业收入 31.95 亿元。

资料来源：公司公告，wind，东莞证券研究所

2.2 公司竞争优势

（1）具有全剂型产品线

公司具备软胶囊、粉剂、片剂、软糖、口服液、硬胶囊等多种剂型，剂型技术覆盖面广，同时各剂型均具备规模生产能力。公司多年来实施精益管理，建立了较为高效的供应链管理体系。公司设备高度自动化，建立了 APS 系统等集成化系统，并正在分步实施智能化制造。依靠长期技术积累以及高效的供应链管理系统，公司可根据人体不同生命周期的营养需求和消费习惯，设计多样化的剂型配方，以满足不同人群的多元化健康需求。

（2）面向全球的战略布局，与国际知名企业建立了紧密的合作关系

公司在美国设有子公司，在德国拥有工厂，通过采取本土化经营的方式，更好的融入了全球高端产品市场，更加便捷了解当地市场需求，能够为客户提供更为精准的服务。并同时充分利用了当地企业的销售网络和资源，快速打开了销售局面，提高了公司的知名度与行业地位。公司依靠多年对国际市场的深入了解，具备了较强的市场竞争力，得到了国外知名企业，例如辉瑞制药、HTC Group Ltd.、Now Foods、Takeda、Dr. Max 的认同并与其建立了长期业务合作关系。公司得以紧跟国际市场发展趋势，有利地促进了公司在海内外的业务发展。同时通过为知名客户进行持续合作，公司积累了丰富的研发经验，树立了良好的市场形象，吸引了更多的客户与公司合作，形成了良性发展循环。

（3）供应链管理能力强

公司已实现规模化、专业化、标准化生产，有效降低了单位采购和生产成本，提高了供应链效率。公司实施了全面的信息化管理系统，可保障各个业务环节管理规范化和信息畅通，能够及时准确地掌握和追溯包括预测、采购、仓储、生产、质量保证、运输、销售等供应链各个环节的数据信息，对供应链各环节能够进行动态地管理，优化公司资源配置，使公司各部门运作协调有序，保障合理有效地计划和组织生产活动。公司可与供应链的合作伙伴进行信息共享，快速响应客户的需求，能够有效管理产品和原料的质量和安

（4）获得全球主要市场的质量认证，质量管理体系较为完善

公司高度重视产品的安全控制和质量管理，建立了严格的质量控制体系，配备各种精密仪器的实验室，对原材料采购、原料验收和存储、生产过程控制、成品检验等环节进行全过程管理。公司质量管理体系完善，目前已获得了包括美国 NPA-ULGMP 认证、英国 BRC 认证、澳大利亚 TGA's GMP 认证、ISO9001 认证、HACCP 认证、CNAS 实验室认可、AEO 认证等在内的多项认证。

2.3 财务指标对比

（1）盈利能力对比

公司业绩规模与 A 股主要的竞争对手相比居中，成长性一般。公司营收规模在 A 股可比公司中排第四，归母净利润规模排第五。从成长性来看，公司上市前 2017 年和 2018 年营收增长较快，2019 年增速有所下滑，预计 2019 年营收同比下滑 0.8% 左右，归母净利润同比下滑 30% 左右，2019Q4 业绩下滑幅度较前三个季度有所扩大，业绩下滑的主要原因在于部分客户受保健品百日行动等影响导致公司订单增长不及预期。与 A 股可比公司相比，公司成长性一般。

表 4：公司在 A 股主要的竞争对手业绩对比

证券代码	证券简称	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	2019 年前三季度营业收入 (亿元)	2019 年前三季度归母净利润 (亿元)	总市值 (亿元)	PE(TTM) (倍)
000639.SZ	西王食品	58.45	4.68	42.06	3.33	55.91	11.86
300146.SZ	汤臣倍健	43.51	10.02	43.81	11.91	263.01	-73.90
002626.SZ	金达威	28.73	6.87	22.97	5.28	132.48	21.12
300791.SZ	仙乐健康	15.95	2.03	11.67	1.19	42.12	29.54
300765.SZ	新诺威	12.40	2.24	9.60	2.13	73.60	26.99
833429.OC	康比特	3.16	0.73	未公布	未公布	14.21	46.45

资料来源：公司公告，wind，东莞证券研究所

公司毛利率较为稳定。公司近两年毛利率维持在 30%-33% 之间，基本保持稳定。核心产品软胶囊毛利率稳步提升。软糖 2019 年上半年毛利率大幅下降，主要由于 2018 年 9 月安徽仙乐马鞍山工厂投产后，软糖订单逐渐由仙乐健康母公司转移到马鞍山，投产及转移期间试生产、固定摊销、管理费用较大。

表 5：公司分产品毛利率（%）

分产品毛利率	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
软胶囊	31.34	31.01	29.38	30.90
片剂	43.28	26.92	27.64	30.75
粉剂	27.21	42.97	41.34	36.71
软糖	5.55	38.19	45.83	34.28
主营毛利率	30.66	32.57	32.08	32.11

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 6：公司分渠道毛利率（%）

分渠道毛利率	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
合同生产	30.5	32.33	31.28	31.96
品牌产品销售	49.06	55.99	58.67	54.61
主营毛利率	30.66	32.57	32.08	32.11

资料来源：wind，东莞证券研究所

公司毛利率低于可比公司，源于运营模式及业务模式差异。公司毛利率低于 A 股可比公司，主要原因在于运营模式及所处细分领域的不同所致。公司收入主要来源于保健品代工，收入占比超过 95%，自主品牌产品销售占比低，因此整体毛利率偏低。而竞争对手汤臣倍健等拥有自主品牌保健品，终端销售定价权大，因此毛利率相对较高。

表 7：A 股可比公司综合毛利率（%）

证券简称	2019H1 毛利率（%）	2018 年毛利率（%）	2017 年毛利率（%）	2016 年毛利率（%）
汤臣倍健	68.01	67.66	67.08	64.40
康比特	61.09	58.28	57.05	56.46
新诺威	51.67	49.09	48.87	47.21
金达威	48.96	52.06	47.79	41.04
西王食品	33.87	36.30	35.59	29.27
均值	52.72	52.68	51.28	47.68
仙乐健康	33.30	34.66	32.99	32.37

资料来源：wind，东莞证券研究所

公司近两年净利率逐步提高。公司2016年公司净利率过高，主要是由于出售资产导致的投资收益过高。2017-2018年净利率逐步提高，主要原因在于：毛利率提升及费用率有所下降。与A股可比公司相比，公司净利率低于可比公司均值，主要原因在于毛利率低于可比公司。由于公司主要为代工模式，所以期间费用率尤其是销售费用率低于可比公司均值。

表 8：A 股可比公司期间费用率与净利率对比

证券简称	2019H1 净利率（%）	2018 年净利率（%）	2017 年净利率（%）	2016 年净利率（%）	2019 H1 期间费用率（%）	2018 年期间费用率（%）	2017 年期间费用率（%）	2016 年期间费用率（%）
汤臣倍健	27.94	20.88	24.65	21.98	33.40	40.53	39.64	36.39
金达威	23.95	23.89	22.31	18.05	20.03	17.27	19.09	18.94
新诺威	20.98	18.09	18.90	23.17	27.67	26.36	24.85	19.69
康比特	14.67	29.80	12.30	29.37	43.50	43.70	46.53	48.33
西王食品	9.51	9.10	7.05	4.73	23.81	24.14	26.64	22.75

均值	19.41	20.35	17.04	19.46	29.68	30.40	31.35	29.22
仙乐健康	11.27	12.74	7.84	89.51	20.83	19.64	22.16	20.61

资料来源：wind，东莞证券研究所

（2）营运能力对比

公司存货周转和应收账款周转能力**相对较强**。近两年，公司存货周转效率和应收账款周转率相对稳定。与A股可比公司相比，公司存货周转效率高于可比公司均值，主要原因在于：公司以代工为主，以销定产，因此对于库存控制相对优于行业平均水平。公司应收账款周转效率略低于可比公司均值，主要是因为公司下游客户以大客户为主，信用良好，公司给予大客户较长账期，但应收账款周转效率仍高于新诺威和金达威。

表 9：A 股可比公司存货周转天数和应收账款周转天数（天）

证券简称	存货周转天数（天）				应收账款周转天数（天）			
	2019H1	2018 年	2017 年	2016 年	2019H1	2018 年	2017 年	2016 年
西王食品	62.17	73.35	79.17	71.26	26.91	25.78	30.37	35.72
新诺威	72.21	69.25	61.64	51.85	51.57	45.61	40.72	43.50
金达威	107.81	104.33	104.22	106.10	49.62	51.30	56.06	49.63
汤臣倍健	126.33	139.91	133.82	142.02	14.67	15.55	12.08	8.28
康比特	128.00	127.21	107.96	92.91	33.26	37.30	43.59	38.20
均值	99.30	102.81	97.36	92.83	35.21	35.11	36.56	35.07
仙乐健康	76.54	72.66	70.53	92.56	41.20	41.53	38.15	42.84

资料来源：wind，东莞证券研究所

（3）资产结构对比

公司资产负债率有所降低，流动比率提升。公司 2019H1、2018 年、2017 年、2016 年资产负债率分别为 45.52%、49.21%、54.95%和 68.68%，资产负债率有所下降主要是偿还了短期借款及支付应付股利所致；报告期内流动比率分别为 1.23、1.09、1.24 和 1.04。与 A 股可比公司相比，公司资产负债率高于可比公司均值，流动比率低于可比公司均值。公司近年来资产负债率不断下降，流动比率有所提升，公司整体资产结构处于优化向好趋势。

表 10：A 股可比公司资产结构

证券简称	资产负债率（%）				流动比率			
	2019H1	2018 年	2017 年	2016 年	2019H1	2018 年	2017 年	2016 年
西王食品	48.28	51.10	64.06	58.38	1.59	1.39	0.80	0.94
新诺威	14.17	28.15	32.08	40.95	5.70	1.89	1.70	1.09
金达威	38.96	34.15	25.07	29.70	2.01	2.40	3.90	3.16
汤臣倍健	26.87	29.65	16.06	11.72	2.80	2.75	4.45	5.33
康比特	26.04	24.80	43.38	40.67	4.43	5.31	1.83	1.41
均值	30.87	33.57	36.13	36.28	3.31	2.75	2.54	2.39
仙乐健康	45.52	49.21	54.95	68.68	1.23	1.09	1.24	1.04

3. 保健品行业在中国仍然是朝阳行业

保健品是保健食品的通俗说法，监管较普通食品严格。GB16740-97《保健（功能）食品通用标准》第 3.1 条将保健食品定义为：“保健（功能）食品是食品的一个种类，具有一般食品的共性，能调节人体的机能，适用于特定人群食用，但不以治疗疾病为目的。”根据我国《食品安全法》，对保健食品实行严格监督管理，并规定保健食品声称保健功能，应当具有科学依据，不得对人体产生急性、亚急性或者慢性危害。我国对营养保健食品行业实施“注册制”、“备案制”等全程强制行政管理。

保健品产业链。我国保健品行业自 80 年代起发展至今已有近 40 年的历史。产业链上游为各类原材料，主要由基础化工品生产企业和中草药提取厂商构成，原材料种类主要包括维生素、矿物质、蛋白质、动植物提取物和生物活性物质等。中游包括保健品代工厂和自产品牌商，生产出来的保健品种类繁多，主要包括膳食补充剂、运动营养品、体重管理产品和传统滋补类产品。下游销售渠道主要包括直销和非直销。直销是指保健品企业通过各级销售员工将商品直接销售至消费者。非直销主要包括药店、商超、电商、医院等渠道方式。

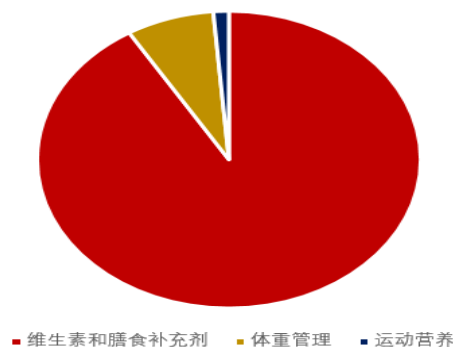
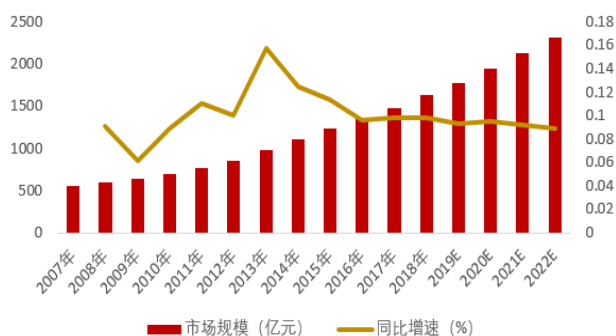
图 9：保健品产业链



资料来源：公开资料，东莞证券研究所

3.1 我国保健品行业市场规模已超千亿

我国保健品市场保持快增。根据 Euromonitor 数据，我国保健品行业市场规模已从 2010 年的 695 亿元增长至 2018 年的 1627 亿元，年均复合增速约为 11.2%。预计到 2022 年市场规模有望达到 2316 亿元，2018-2022 年均复合增速约为 9.2%。从保健品细分品类消费需求来看，维生素和膳食补充剂仍然占据主导地位，市场占比一直维持在 90%以上。体重管理和运动营养市场占比相对较小，其中运动营养近年来增速最快。



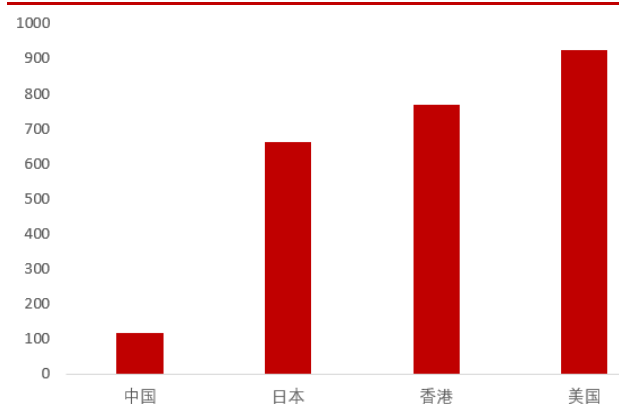
资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

3.2 未来仍有较大增长空间

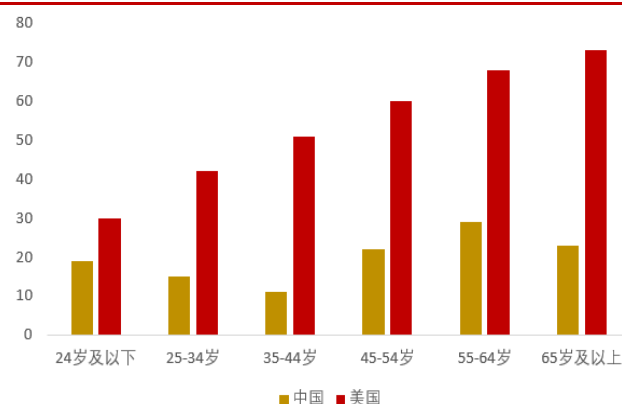
对比发达国家和地区，我国保健品人均消费和渗透率还很低。我国保健品人均消费额对比欧美发达国家和地区还偏低。根据 Euromonitor 数据，2018 年，我国保健品人均消费金额 117 元，仅为同期日本保健品人均消费额的 18%，仅为美国的 13%，仅为我国香港地区的 15%。我国保健品渗透率与欧美国家相比还很低。美国保健品平均渗透率达 50% 以上，其中 65 岁以上保健品渗透率高达 73%。相比，我国保健品平均渗透率仅为 20% 左右，其中 65 岁以上保健品渗透率约为 23%。对比来看，我国保健品人均消费额和渗透率还有很大提升空间。

图 12：我国与发达国家和地区人均保健品消费额（元）



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 13：我国与美国保健品渗透率对比（%）



资料来源：IQVIA，东莞证券研究所

3.3 行业竞争格局：较为分散

我国保健品市场较为分散。我国保健品行业生产厂家众多，截至 2017 年年底我国有 2317 家保健品生产厂商，其中绝大部分厂商为品牌力薄弱的小型企业，数量占比约为 98%。根据 Euromonitor 的统计，我国 TOP10 保健品企业仍以直销企业为主导，前五大公司分别是无限极、安利（中国）、汤臣倍健、完美（中国）和东阿阿胶，2017CR5 约为 34%。

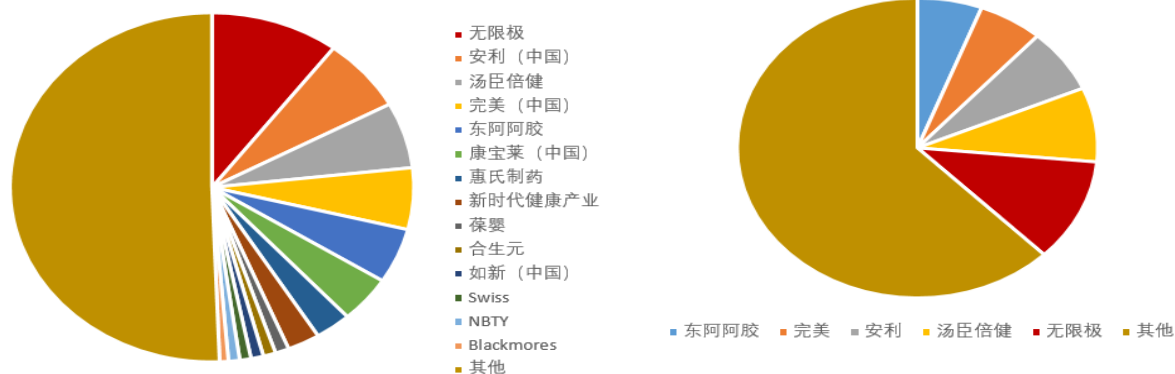
表 11：我国主要的保健品公司

公司名称	2017 年市占率 (%)	公司简介	主要产品类
------	---------------	------	-------

无限极	10.3%	是李锦记健康产品集团旗下成员，成立于1992年，是一家从事中草药健康产品研发、生产、销售及服务的现代化大型企业。拥有新会、营口两个生产基地。	5大系列、6大品牌共143款产品，包括：无限极健康食品、萃雅护肤品、维雅护肤品、植雅个人护理品、帮得佳家居用品、享优乐养生用品
安利（中国）	6.8%	公司总部位于美国。1995年，安利（中国）正式成立。经过22年的发展，目前安利（中国）经营区域已遍布全国31个省区，中国也成为了安利全球最大的市场。2013年，安利（中国）年销售额达到293亿人民币。	纽崔莱营养保健品、雅姿美容化妆品、家居科技系列、个护系列、XS运动营养系列等。
汤臣倍健	6.1%	创立于1995年10月，2002年系统地将膳食营养补充剂引入中国非直销领域，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，年销量超过10,000,000瓶。	蛋白质、维生素及其它功能性膳食营养补充剂等，旗下品牌汤臣倍健、健力多、健视佳、无限能、健乐多、天然博士等。
完美（中国）	5.7%	公司是成立于1994年的侨资企业，公司总部坐落于广东省中山市，2006年12月1日经国家商务部批准开展直销业务。	健康食品、保洁用品及个人护理品、小型厨具、化妆品等。
东阿阿胶	5.1%	公司于1952年建厂，隶属于华润集团，拥有中成药、保健品、生物药三大产业门类，其中阿胶系列产品是核心产品。	东阿阿胶、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕等
康宝莱（中国）	4.3%	公司总部位于美国，1997年开始在中国投资，1998年开始建设苏州工业园生产基地，2000年建成投产，2001年开始在中国市场销售产品。	目前在中国生产和销售的产品以蛋白混合饮料为主的体重管理产品以及各类营养保健食品。
惠氏制药	2.9%	公司是美国惠氏在苏州投资的一家外商独资制药企业，于1991年在苏州市吴中区投资建厂，共投资8840万美金。	主要生产抗生素类药、妇女保健品、多种维生素（善存）及钙补充剂（钙尔奇D）等处方类和非处方类药品。
新时代健康产业	2.6%	公司成立于1995年，目前，新时代集团形成了大健康业务、国际化业务、商业物业经营业务等业务格局。	国珍系列保健品及食品、香兰阁化妆品、竹珍保洁用品及健康生活用品等。
葆婴	1.1%	总部位于美国，于1998年进入中国，总部设在北京。目前，在全国设立了29家分支机构。公司的注册资本3000万美元，总投资9000万美元。2009年，葆婴获得了国家商务部颁发的直销经营许可证。	葆婴康保健食品、护肤品、辅助工具等。
合生元	1.0%	是H&H（健合）集团旗下品牌，健合集团创建于1999年。两大核心业务-BNC婴幼儿营养与护理&ANC成人营养与护理。	健合集团旗下拥有高端婴幼儿营养与健康品牌 Biostime 合生元，澳大利亚销量领先的自然健康品牌 wisse，美国36年历史的有机食品品牌 Healthy Times，以及法国高端婴幼儿护理用品品牌 Dodie。
其他	54.1%	略	略

资料来源：Euromonitor，公司官网，百度百科，东莞证券研究所

膳食补充剂领域竞争激烈，市场较为分散。根据 Euromonitor 数据，膳食补充剂占据我国保健品绝大部分市场份额，2018 年市场规模超过 1400 亿元，占我国保健品整体市场比重达到 91.3%。产品类型丰富，主要包括维生素、矿物质、微量元素等。2018 年我国膳食补充剂市场占比前五强公司分别是无限极、汤臣倍健、安利、完美和东阿阿胶，CR5 为 37.6%。



资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

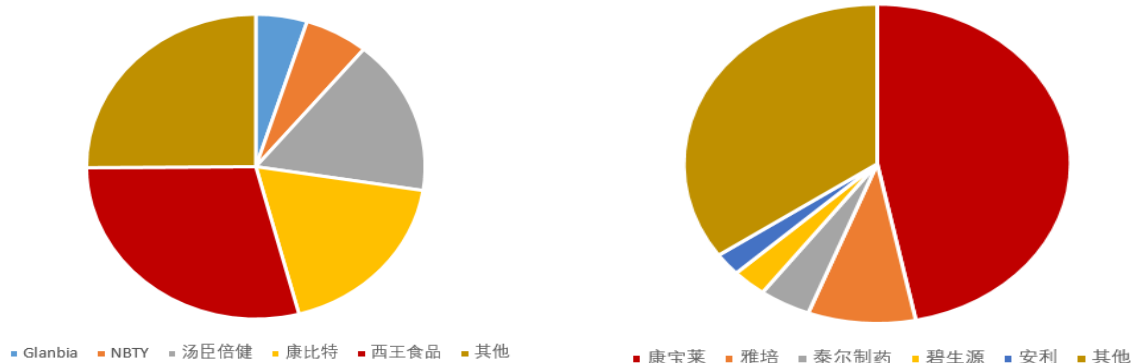
资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

在体重管理领域，龙头集中度高，康宝莱占据优势地位。根据 Euromonitor 数据，2018 年我国体重管理领域保健品市场规模约为 120 亿元，占我国保健品整体市场比重达到 7.4%。前五大公司分别是康宝莱、雅培、泰尔制药、碧生源和安利，CR5 约为 65%，其中康宝莱几乎占据半壁江山。

运动营养领域市场还较小，龙头集中度高。根据 Euromonitor 数据，2018 年我国运动营养领域保健品市场规模约为 21 亿元，占我国保健品整体市场比重达到 1.3%。前五大公司分别是西王食品、康比特、汤臣倍健、NBTY 和 Glanbia，CR5 约为 75%，其中西王食品旗下运动营养品牌 MuscleTech 市占率接近 30%。

图 16: 我国运动营养保健品 2018 年 CR5 (%)

图 17: 我国体重管理保健品 2018 年 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

4. 公司 IPO 募投项目及其进展情况

公司于 2019 年 9 月 25 日上市，发行价 54.73 元/股，募集资金总额 10.95 亿元，募集资金净额 10.19 亿元，主要用于安徽马鞍山生产基地建设项目、仙乐健康研发中心建设项目、仙乐健康 B2B 营销项目、包装车间技术改造项目，以及偿还银行贷款和补充流动资金。

表 12: 公司 IPO 募集资金投向

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额 (万元)	募集资金承诺投资金额 (万元)
1	安徽马鞍山生产基地建设项目	安徽仙乐	19,362.72	19,362.72
2	仙乐健康研发中心建设项目	仙乐健康	8,973.56	8,973.56
3	仙乐健康 B2B 营销项目	仙乐健康	6,003.23	6,003.23
4	仙乐健康包装车间技改项目	仙乐健康	4,275.45	4,275.45
5	偿还银行借款	仙乐健康	20,000.00	20,000.00
6	补充流动资金	仙乐健康	45,000.00	43,287.27
合计			103,614.96	101,902.23

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

截至 2019 年 9 月 30 日，公司已使用募集资金完成募投项目安徽马鞍山生产基地建设项目、仙乐健康研发中心建设项目、仙乐健康 B2B 营销项目，以及包装车间技术改造项目预先投入自筹资金的置换。至此，公司及子公司安徽仙乐的募集资金已使用完毕。

表 13：公司募集资金使用情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金承诺投资金额 (万元)	截至 2019 年 9 月 30 日用 自筹资金投入金额 (万元)	置换金额 (万元)
1	安徽马鞍山生产基地建设项目	19,362.72	19,362.72	19,978.10	19,362.72
2	仙乐健康研发中心建设项目	8,973.56	8,973.56	10,938.59	8,973.56
3	仙乐健康 B2B 营销项目	6,003.23	6,003.23	6,348.92	6,003.23
4	仙乐健康包装车间技改项目	4,275.45	4,275.45	4,798.22	4,275.45
5	偿还银行借款	20,000.00	20,000.00	-	-
6	补充流动资金	45,000.00	43,287.27	-	-
合计		103,614.96	101,902.23	42,063.83	38,614.96

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.1 安徽马鞍山生产基地建设项目

项目建成达产后预计年产营养软糖 24 亿粒，年新增净利约 3500 万元。安徽马鞍山生产基地建设项目的实施主体公司为全资子公司安徽仙乐。该项目主要是建设新型营养软糖（包括果胶软糖、明胶软糖）的生产厂房及配套设施；添置先进的生产设备、办公设备及其他设备，建设先进、高效及环保节能的流水线；引入一批高素质的生产技术工人，并配套技术和管理人员。

在国外，营养软糖作为普通食品已为大众所接受，需求量每年稳步增长。在国内，营养软糖处于起步阶段，未来成长空间较大。公司选择地处经济发达的长江三角洲的马鞍山，一方面是周边地区对营养保健食品的需求量大，一方面是利用马鞍山的地理位置，减少产品冷链运输时间，降低物流成本。

项目建成并达产后预计年产营养软糖 24 亿粒，新增年营收 3.41 亿元，新增年利

润总额 4668.75 万元，新增年净利润 3501.56 万元；税后财务内部收益率 17.23%，静态投资回收期 6.7 年（含建设期）。

目前该项目的马鞍山软糖车间已投产，截至 2019 年底公司的软糖产品生产已陆续由汕头转移至马鞍山。

4.2 仙乐健康研发中心建设项目

研发项目将改善公司产品结构、拓宽产品种类。该项目将汕头市仙乐健康原有的行政楼四、五楼改造为研发中心，总面积 2000 平方米，建设期 12 个月。通过该项目的实施建立实验室、质量研究室以及研发中心办公室，购置先进的研发设备、测试设备，加强技术研发团队建设，引进进行内各专业领域的高端人才，完善企业技术研发体系，提高公司研发能力以及产品检测能力。

实施该项目将有助于公司改善产品结构、拓宽产品种类；还有助于提高公司产品的技术含量，提高高端产品的比重，提高产品的毛利率；以更多元化、更符合发展趋势的产品满足市场的需求。

4.3 仙乐健康 B2B 营销项目

营销项目实施有助于提升公司知名度。该项目主要用于办事机构的建设，公司将在北京、上海建立办事处，并聘用营销人员，进行国内市场推广活动以及参加美洲、欧亚地区的展会和协会等一系列活动来进行海外市场推广。该项目的实施有利于公司营销网络的布局，分散市场风险和提升国内外知名度。

4.4 包装车间技术改造项目

项目实施有助于提高产品包装效率，缩短交货期。该项目是对仙乐健康现有的包装车间进行技术改造、升级，购买先进的生产、办公设备，对瓶装生产线中的低速线、合并低速线、高速线、泡罩包装生产线以及综合包装生产线进行升级、改造。建设面积 7500 平方米，建设期 24 个月。该项目的实施将提高整个流水线的自动化率，降低公司生产的人力成本；并有助于提高产品的包装效率，缩短交货期。

5. 风险提示

行业竞争加剧，监管趋严，食品安全风险，客户销售不及预期等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn