



2021年仙乐健康科技股份有限公司向不 特定对象发行可转换公司债券2021年跟 踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年仙乐健康科技股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-25	2020-11-30

债券概况

债券简称：仙乐转债

债券剩余规模：10.25 亿元

债券到期日期：2027-04-19

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”或“公司”，股票代码：300791.SZ）及其2021年4月19日向不特定对象发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司技术服务实力较强，拥有优质稳定、分散的客户，产能规模优势凸显，收入快速增长。同时也关注到，公司存在一定的产能消化风险，行业监管政策及贸易政策存在不确定性等风险因素。

未来展望

- 公司拥有优质稳定客户，预计公司业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	27.38	26.50	23.59	15.44
归母所有者权益	22.42	21.83	19.45	7.84
总债务	0.35	0.35	1.00	4.31
营业收入	5.08	20.67	15.80	15.95
净利润	0.57	2.57	1.43	2.03
经营活动现金流净额	0.20	3.20	2.32	1.83
销售毛利率	35.47%	32.60%	32.94%	34.66%
EBITDA 利润率	-	18.59%	15.12%	19.60%
总资产回报率	-	12.53%	8.79%	17.59%
资产负债率	18.11%	17.62%	17.55%	49.21%
净债务/EBITDA	-	-1.69	-3.01	1.25
EBITDA 利息保障倍数	-	213.34	17.30	18.38
总债务/总资本	1.55%	1.57%	4.88%	36.00%
FFO/净债务	-	-49.26%	-21.77%	53.17%
速动比率	2.35	2.73	3.69	0.65
现金短期债务比	18.17	21.20	12.72	0.29

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司技术服务实力仍较强。**公司为营养健康食品合同生产商，截至 2020 年末，拥有保健食品注册证书 133 项，质量控制体系获得中国、英国、美国、欧洲、澳大利亚等相关机构的认证。
- **公司拥有优质稳定客户，且较为分散。**公司已与葛兰素史克有限公司、Now Health Group, Inc.、美乐家（中国）日用品有限公司、安琪酵母股份有限公司等国内外知名企业建立了长期的业务合作关系，2020 年前五大客户销售额占比相对较低，客户较分散。
- **公司产能规模优势凸显，收入快速增长。**受益于下游需求旺盛和产能持续释放，2020 年公司营业收入快速增长。同时得益于持续的利润积累和货款回收较及时，目前公司盈余现金较充裕。

关注

- **公司在建产能规模较大，存在一定的产能消化风险。**本期债券募投项目达产后公司软糖、功能饮品和粉剂产能增幅较大，未来若行业政策变化、市场拓展不及预期，或将存在一定的产能消化风险。
- **公司面临行业监管政策及贸易政策不确定性。**2019 年以来监管部门对保健食品市场中长期存在的虚假宣传等问题进行了集中整治，若未来整顿行动延续，可能会对公司业务拓展产生不利影响。此外，公司仍有一定规模的欧美市场业务，而当前国际贸易环境不稳定性较大，未来贸易摩擦或将影响公司外销业务。
- **公司个别原材料采购较为集中。**公司单项原材料采购占比不高，整体原材料供应商较为分散，但基于质量及服务的考虑，个别原材料采购较为集中，一旦该等主要原材料供应商经营状况恶化，虽有替代供应商，但可能对公司原材料采购成本以及产品质量会造成一定影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月19日发行6年期10.25亿元可转换公司债券，募集资金拟用于马鞍山生产基地扩产项目、华东研发中心建设项目、数字信息化建设项目的建设和补充流动资金。根据公司披露的《关于签署募集资金三方监管协议的公告》，截至2021年4月29日，本期债券募集资金专项账户余额为10.16亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。2021年6月8日，公司实施2020年度权益分派，总股本增至1.80亿股。截至2021年3月末，广东光辉投资有限公司、陈琼、林培青分别持有公司43.20%、7.49%和7.20%的股份，林培青、陈琼分别持有广东光辉投资有限公司51.22%、11.00%股份，公司实际控制人为林培青、陈琼夫妇，不存在股份质押的情况¹，股权结构图见附录二。跟踪期内公司董事会成员、主要监事以及高级管理人员均保持稳定，2020年3月公司投资设立广州仙乐易简健康产业投资合伙企业（有限合伙），当期纳入公司合并范围，截至2020年12月末公司合并范围一级子公司见附录四。

跟踪期内，公司仍主要从事营养健康食品的研发、生产与销售，主要产品类型包括软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等。

四、运营环境

我国营养保健品行业规模增长迅速，居民生活水平提升及人口结构的改变为保健品行业提供主要动力和发展机会

随着居民生活水平的提升，营养保健品市场增长迅速，居民生活水平提升及人口老龄化将为未来营养保健品行业增长提供主要动力和发展机会。医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗服务需求不断上升，我国营养保健品行业增长迅速。2020年中国保健品行业市场规模为2,691亿元，同比增长21%，预计2021年保健品行业市场规模将

¹ 2021年4月14日，广东光辉投资有限公司、陈琼、林培青办理股票质押手续，分别质押所持股份1,800.50万股、307.06万股及295.25万股。

一步提升。虽然受宏观经济因素影响，2019-2020年人均医疗保健支出小幅下降，但占人均消费支出的比重仍维持在8.7%左右。而根据Nutrition Business Journal 数据显示，我国的人均膳食补充剂消费水平远低于全球平均水平及发达国家水平，而近年我国人民生活水平不断提高，国民购买力快速增长，2020年全国居民人均可支配收入32,189元，比上年增长4.7%，高于GDP增速，未来随着我国人民生活水平进一步提升，膳食营养补充剂等保健品的需求空间仍旧保持旺盛。另一方面，根据全国第七次人口普查数据，2020年末我国60岁及以上人口的比重达到18.70%，其中65岁及以上人口比重达到13.50%，老年人口规模庞大，且老龄化进程明显加快。人口结构的改变，将带来大规模的医疗保健需求，医疗保健占人均消费支出的比重将进一步提升。

图1 我国营养保健品行业规模增长迅速

图2 我国老龄人口占比不断提升



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

营养保健品行业监管趋严，短期内负面事件对行业需求有一定的冲击，但长期看有利于行业健康发展

近年来对营养保健品行业的监管措施趋严，对行业增长有一定的冲击，但有利于行业长期健康发展。长期以来营养保健品行业存在传销、虚假宣传等负面舆情，部分不法商家的行为导致行业乱象频出，2019年1月，国家市场监督管理总局等13部委联合开展了整治保健食品市场乱象的“百日行动”，对保健食品市场中长期存在的虚假宣传等问题进行了集中整治；2020年以来，相关部门重点对保健食品市场存在的非法生产、违法宣传营销、欺诈误导消费者等行为进行整治，力争在2021年底前有效净化保健食品市场。监管政策趋严导致部分业务模式激进的直销企业销售额下滑，同时负面事件导致营养保健品的产品声誉受损较大，行业整体需求有一定的减少，对营养保健品行业有一定的冲击，但整顿行业发展乱象有利于提升消费者对行业的信赖度，也可以肃清虚假宣传等违法行为的恶劣影响，维护营养保健品行业长期健康发展。同时，监管部门扩大保健食品中产品备案制的实施，粉剂、凝胶糖果纳入保健食品备案剂型，加快符合要求的保健品进入市场，使得保健食品行业中有研究实力、剂型丰富、能够与时俱进

跟上制度发展的企业更易获得市场的准入。

表1 近年医疗保健品相关法律法规

名称	时间	内容
13个相关部门展开“百日行动”	2019年1月	锁定10类重点行为虚假宣传、组织虚假宣传行为；虚假违法广告行为；保健食品中非法添加非食用物质及宣传治疗作用的行为；制售假冒伪劣产品行为；无证无照经营行为；价格违法行为；故意拖延或无理拒绝消费者合理要求行为；直销企业、直销员及直销企业经销商的违规直销及传销行为；相关企业或个人未经许可经营旅行社业务等行为；以“保健”为名开展的各种违法违规行。从此，对保健食品行业的专项整治清理活动拉开序幕。
市场监管总局关于征求调整保健食品保健功能意见	2019年3月	对保健品功能范畴进行了调整，取消功能的产品停产
中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见	2019年5月	全面开展严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告等违法犯罪行为，严厉查处各种非法销售保健食品行为，打击传销。完善保健食品标准和标签标识管理，做好消费者维权服务工作。
2019年食品安全重点工作安排的通知	2019年6月	严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告、传销等违法犯罪行为。开展以老年人识骗、防骗为主要内容的宣传教育活动。大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为
药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法	2019年12月	保健食品广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。保健食品广告应当显著标明“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”，声明本品不能代替药物，并显著标明保健食品标志、适宜人群和不宜人群
保健食品行业清理整治行动方案（2020-2021年）	2020年4月	重点对保健食品市场存在的非法生产、违法宣传营销、欺诈误导消费者等行为进行整治，力争在2021年年底有效净化保健食品市场
允许保健食品声称的保健功能目录 营养素补充剂（2020年版）的公告	2020年12月	规范保健品功能的声称，避免消费者受到误导
保健食品备案产品可用辅料及其使用规定（2021年版）	2021年2月	粉剂、凝胶糖果纳入保健食品备案剂型，自2021年6月1日起施行，加快符合要求的保健品进入市场

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要为海内外客户提供营养健康食品合同生产服务，覆盖产品概念设计、配方开发、工艺研究、标准研究、产品注册支持、产品生产等服务。公司主要产品类型有软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮

品。2020年公司营业收入同比增长30.85%，主要系当期新剂型产品需求旺盛，且软糖及功能饮品产能释放所致。软胶囊产品收入较为稳定，仍为公司第一大收入来源，但占比下降至42.73%，毛利率亦有所下降。软糖和功能饮品产能释放，收入增长较快，分别同比增长180.28%和279.11%，且受益于规模效应，该等业务毛利率提升较多。片剂、粉剂等产品收入仍保持增长，毛利率受细分产品结构影响，出现一定波动。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
软胶囊	18,822.14	28.70%	88,313.45	26.74%	82,256.32	30.22%
片剂	6,041.79	45.39%	29,100.94	49.39%	26,604.27	45.42%
粉剂	7,723.04	25.29%	31,211.09	23.67%	24,058.67	27.76%
软糖	10,948.03	46.36%	32,723.28	38.17%	11,675.20	15.38%
功能饮品	4,737.69	17.24%	18,292.94	26.97%	4,825.22	20.50%
其他剂型	2,396.16	81.63%	3,298.03	45.42%	2,742.12	44.19%
其他业务	87.20	64.84%	3,742.05	82.29%	5,794.42	76.34%
合计	50,756.04	35.47%	206,681.78	32.60%	157,956.23	32.94%

资料来源：公司2020年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司持续技术创新和产品研发，新增多项国内营养健康食品相关资质，并维持在全球多个主要消费地区的营养健康食品市场准入资格

公司2020年继续着力于功效物料研究、核心配方研发和功效验证等领域的研究和开发，受益于前期储备和持续性研发，公司提交发明专利申请18项，完成多个新产品研究开发和上市，其中包括夹心营养软糖、酵素功能饮品和复杂配方固体饮料新品。2020年公司共取得11个保健食品注册批准证书及22个保健食品备案凭证，截至2020年末，公司拥有133个保健食品注册批准证书及77个保健食品备案凭证。同时，公司继续与广东以色列理工大学、华南理工大学围绕营养健康食品原料和功效开展探索性合作研发项目，面向未来储备技术。

公司PLM（产品全生命周期管理）系统实施顺利完成并如期上线运行。通过系统建立标准化和电子化的工作流程和工作模板，实现产品全生命周期中概念设计、产品规划、开发验证、小试、量产的协同，并兼顾研发资源在满足客户需求和面向未来趋势研发方面的投入管控，同时提高产品研发档案的有效管理水平，降低技术秘密的泄露风险。公司所建立的营养健康食品数据库中已包括4,000种配方数量，具备较强的技术服务实力。

公司已获得全球主要消费市场的准入，自身质量控制体系完善。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。因此作为营养健康食品生产企业，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。截至目前，公司质量控制体系获得了澳大利亚TGA-GMP认证、美国NPA-ULGMP认证、英国BRC认证、国际标准化组织ISO9001认证、中国质量认证中心HACCP认证、中国和欧盟有机产品双认证、Halal认证。此外，公司质量检测中心获得中国合格评定国家认可委员会CNAS认可证书。

公司新增产能逐步释放，产能规模优势凸显，但在建项目产能规模较大，仍存在一定的产能消化风险

公司具有全剂型生产能力及丰富的产品线，产能规模优势较大。公司现拥有汕头工厂、马鞍山工厂和德国工厂三个生产基地，其中汕头工厂具备全剂型的生产能力，马鞍山工厂主要生产软糖产品、功能饮品，德国工厂主要生产软胶囊产品，具体情况见下表。

2020年公司马鞍山工厂年产24亿粒营养软糖项目产能完全释放，年产4,000万袋功能饮品生产线和年产3,400万瓶瓶装代餐生产线项目均于2020年四季度投产，目前产能正在逐步释放，未来公司生产供应规模将进一步提升，能够更好地实现客户的需求。截至2020年末，公司已拥有软胶囊年产能65.76亿粒、片剂30.00亿片、粉剂3,986.39吨、软糖21.60亿粒、口服液14,600.00万袋的生产能力，产能优势凸显。

表3 截至2020年末公司生产基地情况

工厂	产品类型	主要产线
汕头工厂	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等剂型	软胶囊产线22条，片剂产线6条，粉剂产线20条，软糖产线1条，袋装功能饮品产线2条，瓶装口服液产线1条
马鞍山工厂	软糖、功能饮品	软糖高产能产线2条，袋装功能饮品产线3条
德国工厂	软胶囊	软胶囊产线11条

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产能利用方面，2020年公司各类产品产能利用情况尚可，特别是软糖和功能饮品等产品，受益于下游旺盛的需求，当期产能利用情况较好。但中证鹏元关注到，本期债券募投项目达产后预计新增26.00亿粒软糖、2.82亿袋功能饮品和5,960.00吨粉剂生产能力，产能增长幅度较大，未来若行业政策变化、市场拓展不及预期，或将存在一定的产能消化压力。

表4 公司产能及产能利用率情况（单位：亿粒、亿片、吨、亿粒、万瓶/万袋）

产品类别	项目	2020年	2019年
软胶囊	产能	65.76	65.76
	产能利用率	86.97%	83.91%
片剂	产能	30.00	13.33
	产能利用率	59.38%	107.14%
粉剂	产能	3,986.39	1,669.62
	产能利用率	68.55%	69.59%
软糖	产能	21.60	10.27
	产能利用率	82.25%	56.65%
口服液	产能	14,600.00	3,766.67

产能利用率	74.43%	55.28%
-------	--------	--------

注：片剂、粉剂、软糖、口服液 2020 年产能系按三班计算，2019 年产能系按一班计算。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品产销两旺，带动收入快速增长，客户较为优质且分散，但外销业务仍面临贸易政策的不确定性

公司主要销售模式为合同生产模式，根据产品的配方权归属分为“自主开发产品合同生产服务模式”（公司自有配方权）、“客户开发产品合同生产服务模式”（客户拥有配方权）。公司对不同的客户采取不同的销售账期政策，国内客户通常是现结或预付款30%加尾款15-60天账期；欧美客户通常是30-90天账期。

2020年公司软胶囊、片剂、粉剂产品收入稳中有增，软糖等新剂型产品需求旺盛，带动业务收入快速增长。软胶囊产品是公司主打产品，2020年软胶囊收入稳定增长，但收入占比有所下降。公司继续加深与主要固体制剂客户合作，当期片剂、粉剂产品收入均有所提升。此外，随着消费者对营养健康食品口感等方面的需求提升，新剂型产品的需求正处于快速增长的阶段，2020年公司软糖及功能饮品收入同比大幅增长，受益前述多重因素，公司当期营业收入同比增长30.85%。

公司的客户群结构较为合理。除与葛兰素史克有限公司（以下简称“葛兰素史克”）、Now Health Group, Inc.、美乐家（中国）日用品有限公司、安琪酵母股份有限公司等在内的国内外知名企业建立了长期、稳定的业务合作关系外，公司还拥有覆盖全销售渠道的客户群体。2020年前五大客户销售占比仅24.68%，整体上看，客户群体较为分散，对单一客户不存在重大依赖。

公司产品类型众多，细分产品结构变化导致价格有一定的波动。其中软胶囊、营养软糖和片剂产品价格变动较小。由于粉剂细分产品结构变化，单价高的粉剂产品占比下降，当期产品价格下降较多，亦对粉剂产品毛利率造成一定影响。

表5 公司主要产品销售价格情况

产品	2020 年		2019 年	
	金额	变动	金额	变动
软胶囊（元/千粒）	155.56	4.45%	148.93	5.15%
营养软糖（元/千粒）	206.68	-2.02%	210.94	12.63%
粉剂（元/千克）	119.96	-36.00%	187.45	30.13%
片剂（元/千片）	169.56	-3.72%	176.11	15.22%

资料来源：公司 2020 年年度报告及公司提供的资料

公司产品仍以内销为主，贸易政策不确定性或将加大公司产品海外市场拓展难度。国内市场是公司主要销售区域，2020年以来中国大陆销售占比维持在60%以上，在经济较为发达的华东、华南地区销售占比较高。2020年公司外销收入持续增长，海外市场主要以欧美市场为主，其中德国子公司生产的产品主要销售市场为欧洲地区，是公司外销重要销售区域之一；从国内出口的产品主要销往北美洲区域。当

前国际贸易环境不稳定性较大，未来贸易摩擦或将影响公司外销业务。

表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
欧洲	9,872.80	19.48%	46,158.26	22.74%	39,507.46	25.96%
北美洲	8,484.71	16.75%	26,576.30	13.10%	16,142.69	10.61%
其他地区	1,807.05	3.57%	6,105.68	3.01%	3,359.27	2.20%
境外合计	20,164.55	39.80%	78,840.23	38.85%	59,009.43	38.78%
华东	9,153.18	18.06%	42,332.04	20.86%	34,413.70	22.62%
华南	13,562.50	26.77%	47,422.81	23.37%	31,827.46	20.92%
华北	4,344.71	8.57%	19,145.43	9.43%	8,421.59	5.53%
其他地区	3,443.90	6.80%	15,199.22	7.49%	18,489.63	12.15%
境内合计	30,504.29	60.20%	124,099.49	61.15%	93,152.38	61.22%
合计	50,668.84	100.00%	202,939.72	100.00%	152,161.81	100.00%

资料来源：公司提供

公司个别原材料采购较为集中，主要原材料价格波动较大

公司原材料供应商较为稳定，集中度较低。公司主要原材料供应商较为稳定，除一些客户指定原材料外，大部分原材料采购均有多家供应商，较少原材料为唯一供应商。公司一般在收到原材料后开具60天以内承兑汇票结算货款。2020年公司前五大供应商采购额占比为14.74%，供应商群体较为分散。

2020年公司直接材料成本占主营业务成本的比例为73.35%，占比较高。原材料主要为明胶、鱼油类、维生素类等，各主要原材料应客户需求在功效和品种方面会有所区别，单项采购金额均不高。但值得注意的是，公司基于质量及服务的考虑，鳕鱼肝油主要向冰岛LYSI HF公司采购，硫酸软骨素主要向嘉兴恒杰生物制药股份有限公司采购，前述两家供应商的采购份额占对应原材料采购总额的比重均在90%以上；尽管有其他备用供应商，但一旦主要原材料供应商经营状况恶化，对公司原材料采购成本以及产品质量可能造成一定影响。

表7 公司原材料占生产成本比重情况

项目	2021年3月	2020年	2019年
明胶	8.40%	6.74%	7.88%
鱼油类	8.62%	9.05%	11.89%
维生素类	4.76%	2.56%	2.81%
鳕鱼肝油	0.40%	0.82%	1.59%
硫酸软骨素	2.26%	1.63%	1.84%

资料来源：公司提供

2020年公司主要原材料明胶及鱼油类采购单价仍维持上涨趋势，维生素类、鳕鱼肝油和硫酸软骨素受原材料供需关系、采购种类以及供应商变化的影响，单价均有一定程度的下滑。但2021年一季度，公

司鱼油类和维生素类原材料采购价格上涨较多，短期内原材料涨价对公司成本管控提出一定要求。

表8 公司采购原材料单价情况（单位：元/KG）

原材料	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	变动	金额	变动	金额	变动
明胶	45.58	0.41%	45.39	8.46%	41.85	2.51%
鱼油类	77.66	20.99%	64.19	1.61%	63.17	2.89%
维生素类	133.84	23.45%	108.42	-21.26%	137.70	-14.34%
鳕鱼肝油	29.75	-21.79%	38.04	-3.11%	39.26	7.45%
硫酸软骨素	231.41	-1.79%	235.64	-5.75%	250.02	-19.60%

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2018-2019年合并报表范围无变化；2020年公司新增1家子公司纳入公司合并范围。

资产结构与质量

公司资产总额持续增长，以固定资产、现金类资产等为主，资产质量尚可

得益于利润积累，公司资产持续增长。资产构成上仍主要由固定资产、现金类资产等构成。

2020年末公司现金类资产规模有所上升，主要系当期其他非流动资产中的结构性存款赎回后，购买银行浮动收益型理财产品所致。当期末公司现金类资产中有862.41万元的货币资金为关税保证金以及开具信用证保证金，使用受限。

应收账款主要为合同生产模式产生的业务款项，期末账龄主要集中在1年以内，前五大应收账款合计占比40.74%，集中度偏高。当期计提坏账准备443.96万元，期末坏账损失余额增至1,199.35万元。随着公司业务规模的扩大，存货规模亦随之扩大。当期公司存货管理水平提升，存货周转天数同比下降较多，有利于提升营运资金效率。

固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，当期在建工程-马鞍山生产基地二期建设项目竣工转入固定资产。

2020年末公司仍有一定规模的商誉，主要系2016年收购德国子公司形成，近年德国子公司经营业绩尚可，公司并未对商誉进行减值。但若未来德国子公司经营业绩下滑，商誉仍存在一定的减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.84	6.71%	2.17	8.18%	3.95	16.76%
交易性金融资产	4.20	15.35%	4.73	17.87%	0.00	0.00%
应收账款	2.59	9.45%	2.61	9.87%	1.87	7.92%
存货	3.48	12.70%	2.67	10.07%	2.04	8.66%
其他流动资产	0.36	1.30%	0.33	1.26%	4.72	20.00%
流动资产合计	13.26	48.43%	13.24	49.96%	13.17	55.82%
固定资产	6.87	25.09%	6.50	24.54%	5.37	22.78%
在建工程	1.28	4.67%	1.18	4.45%	0.92	3.90%
商誉	1.69	6.18%	1.76	6.65%	1.72	7.28%
非流动资产合计	14.12	51.57%	13.26	50.04%	10.42	44.18%
资产总计	27.38	100.00%	26.50	100.00%	23.59	100.00%

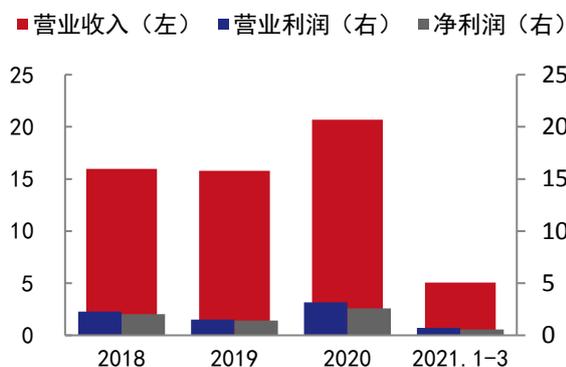
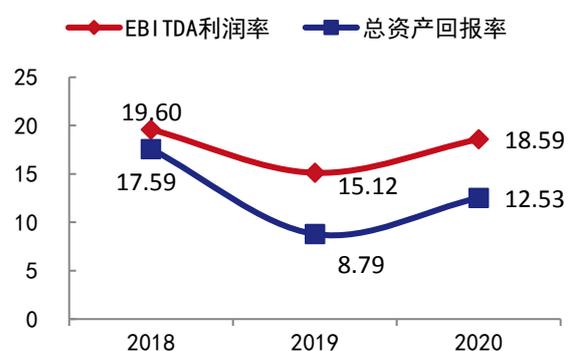
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入快速增长，盈利能力有所回升

2020年公司新剂型产品需求旺盛，且软糖及功能饮品产能逐步释放，营业收入快速增长。公司当期销售费用和财务费用控制较好，但受布局新剂型市场和股权激励影响，管理费用增长加快，综合影响下，期间费用率下降4.51个百分点。受益于收入的增长和期间费用的下降，2020年公司营业利润和净利润同比均大幅增长，盈利能力指标亦有所回升。

2021年一季度公司营业收入同比增长41.60%，一方面源于2020年同期收入基数较低，另一方面，软糖、功能饮品等产品的销售额延续高增长态势。截至2021年3月末，马鞍山生产基地扩产项目尚在进行中，未来仍有较大规模的产能释放，若未来行业政策变化、市场拓展不及预期，或将存在一定的产能消化压力，项目投资有益亦存在不确定性。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司整体现金生成能力较好，扩产项目投资主要来源募集资金，整体资金压力较小

2020年公司收入增长较快，且当期业务回款较及时，经营活动净现金流入规模同比扩大。投资方面，公司近年积极扩产，2020年资本开支虽有所下降但整体仍较高，投资活动现金流呈现为大额净流出，2020年投资活动净现金流出与经营活动净流入存在一定的资金缺口。由于2019年IPO募集大量资金，现金较为充裕，2020年筹资活动主要表现为偿还借款。

受益公司利润持续积累和回款较及时，2020年EBITDA和FFO大幅上升，现金生成能力较好。截至2021年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，募集资金能够较好地保障上述扩产项目的资本支出，整体资金压力较小。此外，公司产品销售账期较为稳定，随着公司产品生产效率提升，当期存货管理水平有所提升，存货周转天数同比下降较多。但部分原材料供应商议价能力较强，当期应付款项周转天数下降。综合来看，公司应收应付款项周转效率相当，存货管理水平对当期净营业周期影响较多，2020年整体营运效率有所提升。

图 5 公司现金流结构

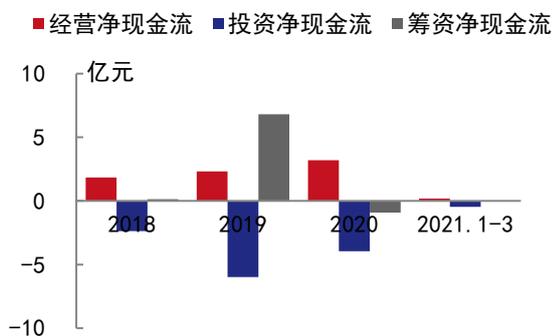
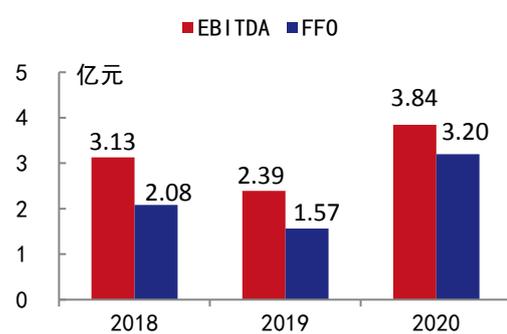


图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况

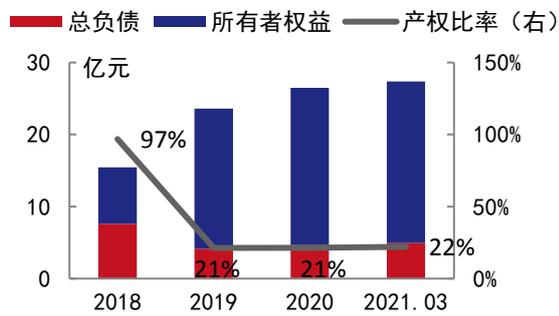
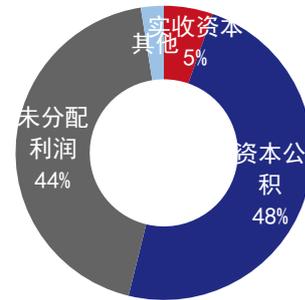


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务偿还压力可控，但本期债券发行推升公司资产负债水平

2019年公司IPO成功后，资本结构优化。2020年受益于利润积累，所有者权益进一步上升。当期负债规模较为稳定，期末所有者权益对负债的保障程度较高。

图 7 公司资本结构

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

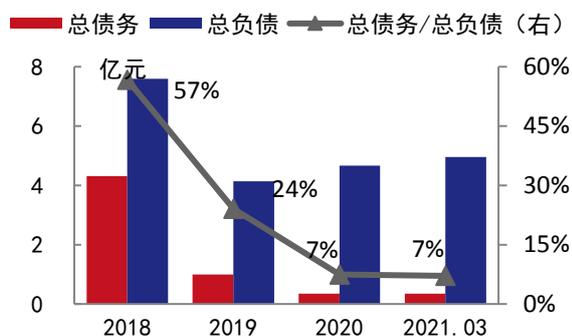
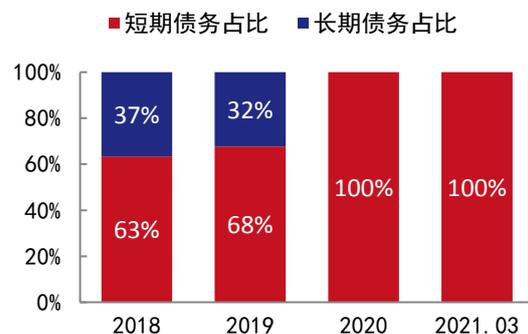
2020 年末公司银行借款规模很小，负债主要为经营性负债，而受经营规模扩大影响，应付账款和合同负债等规模有所扩大。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.01	0.21%	0.02	0.34%	0.35	8.47%
应付账款	2.55	51.49%	2.00	42.73%	1.43	34.44%
合同负债	0.41	8.24%	0.43	9.23%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	0.34	6.90%	0.33	7.09%	0.32	7.84%
流动负债合计	4.16	83.86%	3.87	82.89%	3.01	72.79%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.32	7.79%
递延收益-非流动负债	0.64	12.87%	0.65	13.97%	0.68	16.45%
非流动负债合计	0.80	16.14%	0.80	17.11%	1.13	27.21%
负债合计	4.96	100.00%	4.67	100.00%	4.14	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司债务全部为银行借款，2021 年 3 月末余额为 0.35 亿元，均为短期债务，由于规模较小，刚性债务压力可控。但本期债券的成功发行推升公司资产负债水平。

图 9 公司债务占负债比重

图 10 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2019年IPO后至本期债券发行前，公司并没有大规模融资行为，2021年3月末资产负债水平偏低。同时，源于良好的业绩和利润积累，EBITDA对利息的保障倍数亦处于很高水平。此外，公司盈余现金充裕，总体债务规模不大，近两年净债务为负数，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现为负数。

表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	18.11%	17.62%	17.55%
净债务/EBITDA	-	-1.69	-3.01
EBITDA 利息保障倍数	-	213.34	17.30
总债务/总资本	1.55%	1.57%	4.88%
FFO/净债务	-	-49.26%	-21.77%

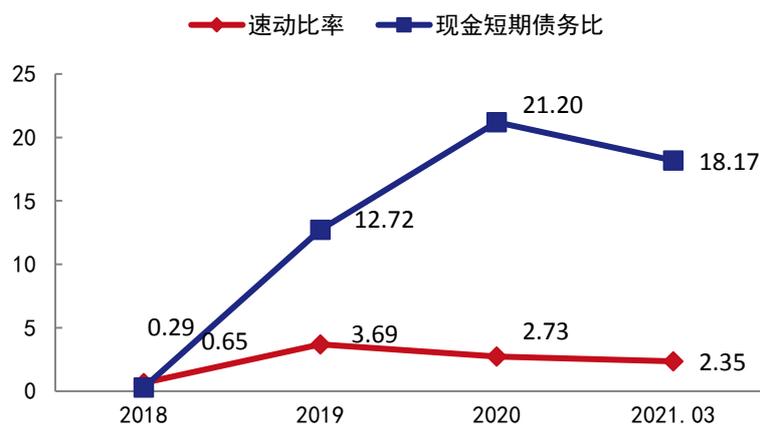
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

由于公司历史债务少，本期债券成功发行后，其杠杆状况将波动很大，从而将影响公司的杠杆水平评分，因此我们对公司杠杆状况评分时将考虑这一调整因素。

公司流动性指标较高。由于公司资产中的现金类资产、应收账款占比较高，同时短期债务小，速动比率和现金短期债务比指标均表现较好。

公司为上市公司，外部融资渠道多样且较通畅，具有一定的融资弹性，银行授信额度较充足，截至2020年末尚未使用的银行授信余额为5.65亿元，现金类资产、生产设备和厂房等大部分未抵押，整体上公司获取流动性资源的能力较强。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

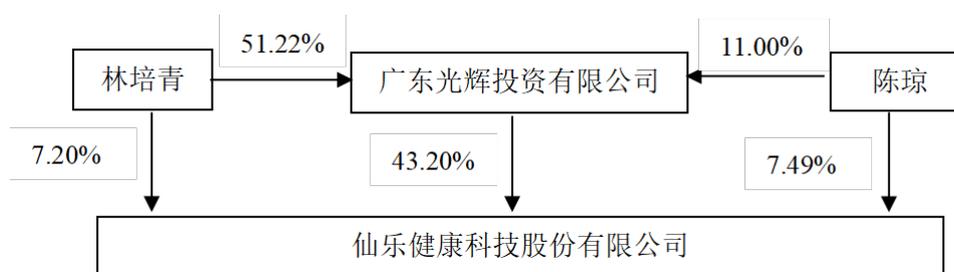
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	1.84	2.17	3.95	0.72
交易性金融资产	4.20	4.73	0.00	0.00
存货	3.48	2.67	2.04	2.28
流动资产合计	13.26	13.24	13.17	5.69
固定资产	6.87	6.50	5.37	5.45
非流动资产合计	14.12	13.26	10.42	9.74
资产总计	27.38	26.50	23.59	15.44
短期借款	0.01	0.02	0.35	1.66
应付账款	2.55	2.00	1.43	1.45
一年内到期的非流动负债	0.34	0.33	0.32	1.07
流动负债合计	4.16	3.87	3.01	5.22
长期借款	0.00	0.00	0.32	1.58
递延收益-非流动负债	0.64	0.65	0.68	0.71
非流动负债合计	0.80	0.80	1.13	2.38
负债合计	4.96	4.67	4.14	7.60
总债务	0.35	0.35	1.00	4.31
归属于母公司的所有者权益	22.42	21.83	19.45	7.84
营业收入	5.08	20.67	15.80	15.95
净利润	0.57	2.57	1.43	2.03
经营活动产生的现金流量净额	0.20	3.20	2.32	1.83
投资活动产生的现金流量净额	-0.46	-3.95	-5.98	-2.39
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.93	6.81	0.13
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	35.47%	32.60%	32.94%	34.66%
EBITDA 利润率	-	18.59%	15.12%	19.60%
总资产回报率	-	12.53%	8.79%	17.59%
产权比率	22.12%	21.39%	21.29%	96.87%
资产负债率	18.11%	17.62%	17.55%	49.21%
净债务/EBITDA	-	-1.69	-3.01	1.25
EBITDA 利息保障倍数	-	213.34	17.30	18.38
总债务/总资本	1.55%	1.57%	4.88%	36.00%
FFO/净债务	-	-49.26%	-21.77%	53.17%
速动比率	2.35	2.73	3.69	0.65
现金短期债务比	18.17	21.20	12.72	0.29

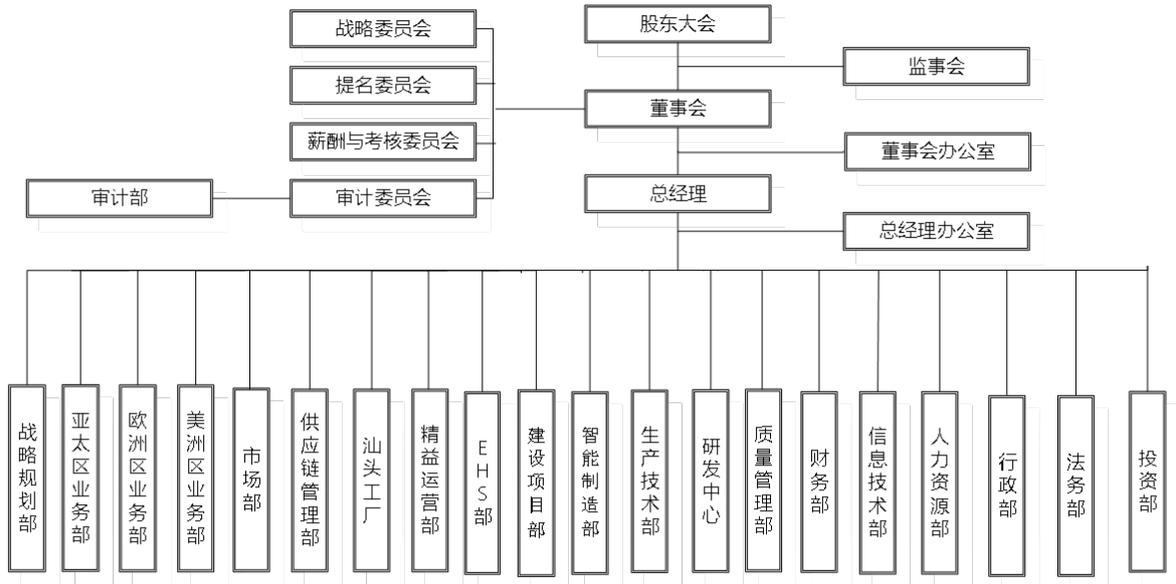
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
Sirio 营养品有限公司	10.00 万美元	100.00%	营养健康食品销售
仙乐健康科技（安徽）有限公司	8,000.00	100.00%	营养健康食品生产销售
仙乐生物科技（上海）有限公司	500.00	100.00%	营养健康食品销售
仙乐控股有限公司	10.00 万美元	100.00%	投资
仙乐国际有限公司	1.00 万美元	100.00%	进口及营销营养补充剂
Sirio Overseas Verwaltungs GmbH	2.50 万欧元	100.00%	投资
Sirio Overseas GmbH & Co. KG	631.20 万欧元	100.00%	投资控股、销售药品、营养补充剂
AyandaVerwaltungsGmbH	2.50 万欧元	100.00%	暂无业务
AyandaGmbH	10.00 万欧元	100.00%	药品、营养补充剂生产销售
维乐维健康产业有限公司	5,000.00	100.00%	营养健康食品销售
广东仟佰大健康产业有限公司	1,000.00	100.00%	营养健康食品销售
广州仙乐易简健康产业投资合伙企业（有限合伙）	10,001.00	99.99%	投资

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。