



# 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2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
仙乐转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定；维持“仙乐转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司技术服务实力较强，拥有优质稳定的客户，现金类资产占比较高。同时中证鹏元也关注到，公司存在一定的产能消化风险，盈利出现下降等风险因素。

## 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。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年6月9日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	38.51	38.20	26.50	23.59
归母所有者权益	25.63	25.45	21.83	19.45
总债务	8.86	8.74	0.35	1.00
营业收入	4.21	23.69	20.67	15.80
EBITDA 利息保障倍数	--	9.91	213.34	17.30
净利润	0.15	2.32	2.57	1.43
经营活动现金流净额	1.39	3.41	3.20	2.32
销售毛利率	28.08%	32.72%	32.60%	32.94%
EBITDA 利润率	--	16.95%	18.59%	15.12%
总资产回报率	--	9.06%	12.53%	8.79%
资产负债率	33.43%	33.38%	17.62%	17.55%
净债务/EBITDA	--	-0.85	-1.69	-3.01
总债务/总资本	25.68%	25.57%	1.57%	4.88%
FFO/净债务	--	-75.12%	-49.26%	-21.77%
速动比率	4.78	5.04	2.73	3.69
现金短期债务比	533.19	240.61	21.20	12.72

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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，2021 年公司新取得多项保健食品注册批准证书及备案凭证，累计了超过 4,000 个成熟营养健康食品产品配方，并维持在全球主要消费市场的准入资格，可实现多区域销售。
- **公司拥有优质稳定客户，且集中度较低。**公司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，2021 年对主要客户的销售规模保持稳定增长，且客户群体较为分散，对单一客户不存在重大依赖。
- **公司现金类资产占比较高，债务偿还压力可控。**得益于持续的利润积累、收入回款及时，公司 2022 年 3 月末现金类资产占比仍较高，且债务以长期为主，各项杠杆状况及流动性指标表现仍较好。

## 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。
- **公司盈利出现下降，且未来仍可能波动。**2021 年公司营收保持增长，但期间费用增长较快，对当期利润形成一定侵蚀；2022 年一季度受整体产能利用率下降、市场需求下滑等影响，公司利润总额同比出现较大下降，且未来盈利仍易受市场需求、产能消化、原材料价格波动等因素的影响。
- **公司面临一定的商誉减值风险。**公司于 2016 年收购德国 Ayanda 公司，形成一定规模的商誉。2022 年一季度，Ayanda 公司受疫情影响开工率不足，产能利用率下降，经营业绩出现一定下降。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	公司规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-2
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					
公司主体信用等级					AA-



### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-25	刘惠琼、蒋晗	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-11-30	刘惠琼、李燃	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
仙乐转债	10.25	10.25	2021-6-25	2027-4-19

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 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《关于仙乐健康科技股份有限公司2021年度募集资金年度存放与使用情况的鉴证报告》，截至2021年12月31日，本期债券募集资金余额为5.35亿元。

根据有关规定和公司约定，本期债券转股期限自2021年10月25日至2027年4月18日。截至2022年3月31日，本期债券剩余金额为10.25亿元。

跟踪期内，因公司完成年度权益分派及实施限制性股票激励计划，导致本期债券转股价格进行了多次微调，目前转股价格为56.48元/股，自2022年5月23日起生效。

## 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。股本及股权结构由于实施股权激励、可转债转股等影响，略有变化。截至2022年5月30日，广东光辉投资有限公司、陈琼、林培青分别持有公司43.16%、7.48%和7.19%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，广东光辉投资有限公司所持股份，无股权质押情况，陈琼、林培青分别质押了所持股份的59.52%及59.46%，股权结构图见附录二。

根据公司于2021年7月9日发布的《关于董事会、监事会和高级管理人员换届完成的公告》，公司董事会、监事会和高级管理人员进行了换届选举，其中独立董事、非职工监事、高级管理人员发生变动，主要变动内容为：选举朱桂龙、胡世明、高见为独立董事，3名原独立董事任期届满离任；选举周香春、张美彬为新任非职工代表监事，张峰、方素琼不再担任监事；新聘任吴志伟、郑丽群担任公司副总经理。

2021年公司投资设立广东合世生物科技有限公司、仙乐（上海）生命技术有限公司，当期纳入公司合并范围，截至2021年12月末合并范围子公司见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延

续

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

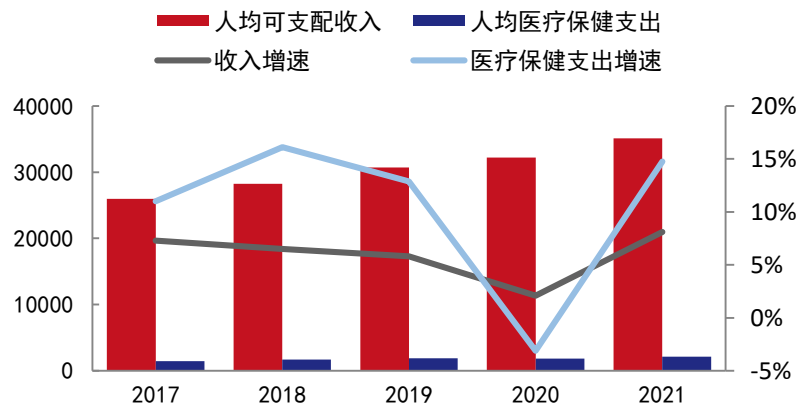
## 行业环境

**全球主要地区营养健康食品市场规模保持增长，我国成长为全球第二市场，未来居民收入水平的提高、人口老龄化加速等仍将推动我国营养健康食品市场的持续增长**

全球主要地区营养健康食品市场规模保持增长。从全球范围来看，营养健康食品行业尚处于成长期，其中，作为全球最大的营养健康食品成熟市场，北美市场2021年规模达535亿美元，近五年复合增长率为4.3%，保持中低速增长。而中国作为增速最快的市场，目前已成长为全球第二市场，2021年市场规模达329亿元。欧洲市场目前高度分散，仍以严肃型剂型为主，整体保持较快增长，2021年市场规模仅次于北美和中国，规模达231亿美元。随着人均消费水平的提高，特别是新冠疫情的发生加深了消费者对于健康的关注，客观上促进了行业的发展，预计未来几年，全球营养健康食品行业市场规模仍将保持良好增长态势。

居民生活水平提升及人口老龄化为我国营养健康食品行业增长的主要驱动要素。根据国家统计局的数据显示，近年我国的居民人均可支配收入保持稳定增长，2021年全年全国居民人均可支配收入达35,128元，实际增长8.1%。由此也拉动了居民对于医疗保健的消费，我国人均医疗保健支出由2019年的1,902元提升至2021年的2,115元，其中2020年受新冠疫情影响，居民消费等活动受限，导致医疗保健消费出现下降，2021年疫情因素逐步消退，人均医疗保健支出同比增长达14.76%，高于收入增速。此外，我国已进入老龄化国家行列，近十年来老龄人口数量及比重快速增长。2021年我国65岁及以上人口突破2亿，占总人口的比例达14.2%。根据IQVIA的数据，我国中老年群体的保健品渗透率最高，反映出老年人作为疾病高发群体有更强烈的健康保养需求，对于保健食品的接受度也更高。因此，我国老龄化加速带来老龄人口迅速增长也将为营养健康食品行业带来更大的市场空间。

**图1 居民可支配收入提升带动医疗保健支出（单位：元）**



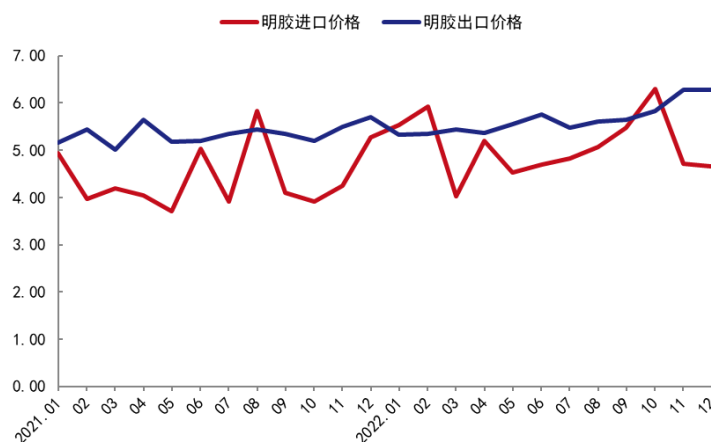
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 营养健康食品行业核心原材料价格呈波动增长态势，2022年以来增幅有所缓和，预计未来或将维持高位

营养健康食品主要原材料以明胶、鱼油、维生素等为主，其中明胶和鱼油的成本占比相对较大，是产品生产中最核心的原料。

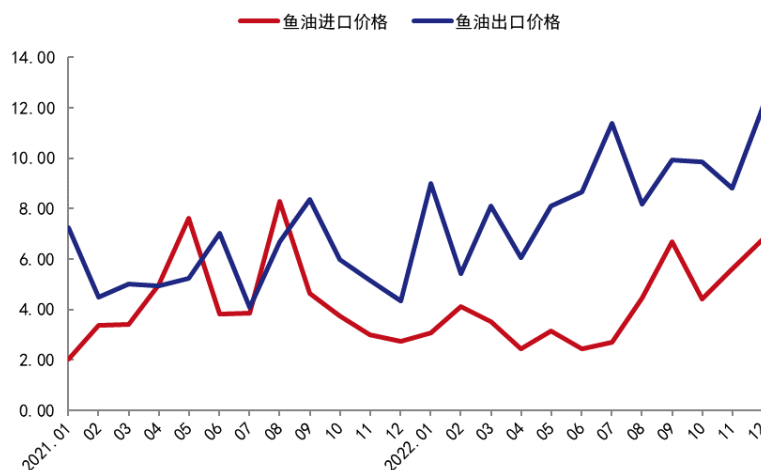
2021年以来我国明胶进出口价格出现背离。我国是明胶进口大国，2021年我国进口明胶7,593.51吨，同比增长46.43%。旺盛的需求，带动我国明胶进口价格一路走阔，特别是2021年三季度，整体价格处于较高水平。2021年四季度以来，我国明胶进口价格出现一定幅度的下行后，增长逐步趋缓。此外，我国亦是明胶胶囊出口大国，2017年以来，中国企业的胶囊出口量趋势性上行，不断加大全球供应。2021年以来明胶出口价格一路上行，国内外明胶价格出现背离，在一定程度上加大了营养健康食品生产企业的采购管控压力。2022年以来，明胶进口价格涨幅有所缓和，但仍维持在高位运行；出口价格则仍维持涨势。



**图2 2021年以来我国明胶进出口价格出现背离（单位：美元/千克）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年鱼油进口均价大幅上行。在疫情之前，进口鱼油均价维持在2至4美元/千克，出口鱼油均价维持在3至6美元/千克，二者甚至偶尔会出现价格倒挂，进口价格整体稳定。疫情爆发以来，鱼油的进出口均价大幅上行，其中2021年12月，鱼油进口均价为6.81美元/千克，较2020年1月上漲235.54%；同期，鱼油出口均价为12.05美元/千克，上漲65.91%，鱼油的进出口价明显走阔。

**图3 2021年以来我国鱼油进出口价格均出现较大增长（单位：美元/千克）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍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。2021年公司营业收入同比增长14.62%，主要系当期软糖及饮品产能释放所致。软胶囊

产品收入稳定增长，仍为公司第一大收入来源，但占比有所下降。跟踪期内，公司马鞍山生产基地第二条营养软糖生产线投产、二期项目饮品车间投入使用，软糖和功能饮品产能释放，收入增长较快，且受益于规模效应，软糖毛利率继续提升，但饮品受汕头生产基地产线搬迁影响，毛利率有所下降。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。

2022年一季度，受下游市场需求下降影响，公司营业收入出现一定下降，其中部分产品如粉剂等因产品结构调整，低毛利的产品占比较高，对其收入及毛利率均造成较大影响；此外，其他主要产品毛利率亦受当期产能利用率下降影响，出现不同幅度的下降。其他剂型主要为新剂型产品的试生产，处于工艺调试阶段，故毛利率出现较大幅度下降。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
软胶囊	-	-	90,289.78	26.80%	88,313.45	26.74%
片剂	-	-	32,037.93	48.68%	29,100.94	49.39%
粉剂	-	-	32,939.70	22.31%	31,211.09	23.67%
软糖	-	-	47,194.26	40.01%	32,723.28	38.17%
饮品	-	-	24,971.07	22.98%	18,292.94	26.97%
其他剂型	-	-	5,661.47	43.25%	3,298.03	45.42%
其他业务	-	-	3,800.55	87.16%	3,742.05	82.29%
<b>合计</b>	<b>42,124.86</b>	<b>28.08%</b>	<b>236,894.76</b>	<b>32.72%</b>	<b>206,681.78</b>	<b>32.60%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

### 公司持续技术创新和产品研发，保持良好的技术应用能力，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 2021 年继续着力于制剂技术研究、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。当期投入研发费用 8,319.03 万元，同比增长 28.56%，高于公司收入增速。受益于前期储备和持续性研发，公司提交发明专利申请 35 项，完成多个新产品研究开发和上市，其中包括备案制凝胶糖果、精华管饮品、爆珠等新品，为营业收入的增长奠定了基础。2021 年公司共取得 5 项保健食品注册批准证书及 43 项备案凭证，截至 2021 年末，公司拥有 128 个保健食品注册批准证书及 120 项保健食品备案凭证。同时，公司继续与广东以色列理工学院、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。

公司具备良好的技术应用能力。公司现有超过 4,000 个成熟营养健康食品产品配方，可满足从婴童、青少年、成年人到中老年人等不同人群的多样化健康需求，也可满足孕妇等特殊人群的健康需求。配方均在不同程度上可转化为具体产品先后在国内外市场进行销售，具备将研发成果有效转化为产品推向市场的能力。

公司维持在全球主要消费市场的准入，自身质量控制体系相对完善。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，公司检验中心经中国合格评定国家认可委员会（CNAS）评审，获得 CNAS 认可证书；公司质量控制体系获得了包括澳大利亚 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。

### 公司产能规模进一步提升，规模优势凸显，但在建项目产能规模较大，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。

跟踪期内，公司马鞍山及汕头生产基地产能规模进一步提升。马鞍山生产基地第二条营养软糖生产线已于2021年第一季度投产，年产能8亿粒；二期项目饮品车间投入使用，整合了原有的袋装饮品生产线和汕头生产基地的袋装饮品生产线，实现了饮品生产线的统一智能化管理，并新增三条产线，其中包括两条袋装饮品生产线，及一条果冻生产线；汕头生产基地新增一条爆珠生产线，年产能9亿粒；新增一条精华瓶饮品生产线，年产能3,700万瓶。目前新增产能正在逐步释放，未来公司生产供应规模将进一步提升。

**表2 截至 2021 年末公司生产基地情况（单位：亿粒、亿片、万瓶/万袋、吨、亿粒）**

工厂	产品类型	主要产品的实际产能情况				
		软胶囊	片剂	功能饮品	粉剂	软糖
汕头工厂	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等剂型	46.87	30.00	8,240.00	2,561.77	3.60
马鞍山工厂	软糖、片剂、粉剂、功能饮品	-	-	24,000.00	2,335.65	26.00、在建 18.00
德国工厂	软胶囊	18.89	-	-	-	-

注：产能按照当年实际投产的时间折算。

资料来源：公司 2021 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

产能利用方面，2021年除粉剂和功能饮品受产能大幅扩充影响，产能利用率出现一定下滑外，其他主要产品的产能利用率均稳中有升，特别是软糖产品，受益于下游旺盛的需求，当期新增产能利用情况较好。但中证鹏元关注到，公司原计划于2022年第一季度投放的马鞍山生产基地第三条营养软糖生产线，年产能18亿粒，因疫情原因，海外设备供应商无法到现场进行安装调试，整体进度有所延后，预计将于2022年下半年大规模量产，届时软糖产能增长幅度较大，且本期债券募投项目达产后，亦将新增较大规模的功能饮品、粉剂产能，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3 公司产能及产能利用率情况**

产品类别	项目	2021年	2020年
软胶囊（亿粒）	年产能	65.76	65.76
	产能利用率	104.26%	86.97%
片剂（亿片）	年产能	30.00	30.00
	产能利用率	66.43%	59.38%
粉剂（吨）	年产能	4,897.42	3,986.39
	产能利用率	43.30%	68.55%
软糖（亿粒）	年产能	29.60	21.60
	产能利用率	83.58%	82.25%
功能饮品（万瓶/ 万袋）	年产能	32,240.00	14,600.00
	产能利用率	50.26%	74.43%

注：产能按照各年实际投产的时间折算。

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

**公司客户群体较为优质且分散，但部分地区外销业务受疫情影响出现下降，未来外销业务仍面临贸易政策、疫情等因素的不确定性**

公司主要销售模式为合同生产模式，具体分为“自主开发产品”模式、“自主开发产品+客户定制修饰”模式、“客户定制开发产品”模式和“客户产品委托生产模式”。公司对不同的客户采取不同的销售账期政策，跟踪期内，与主要客户的结算周期未发生较大变化。

公司的客户群体较为优质且分散。除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2021年还新拓展了多家重要客户。2021年前五大客户销售占比略有提升，但仍处于较低水平，对单一客户销售占比不超过8%。整体上看，客户群体较为分散，对单一客户不存在重大依赖。

**表4 2021年公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

客户名称	销售主要产品	销售金额	占比
客户 1	软胶囊、片剂	17,975.88	7.59%
客户 2	软胶囊、软糖	17,849.37	7.53%
客户 3	饮品	9,899.15	4.18%
客户 4	粉剂	9,697.52	4.09%
客户 5	片剂、软糖	9,552.72	4.03%
合计	-	<b>64,974.63</b>	<b>27.43%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品仍以内销为主，部分地区外销业务受疫情影响。国内市场是公司主要销售区域，2021年中国大陆销售占比维持在60%以上，在经济较为发达的华南、华东地区销售占比较高。2021年公司外销收入持续增长，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，但2021年受疫情影响导致区域内线下销售疲软，欧洲区域销售收入出现下降；从国内出口的产品主要销往

北美洲区域，受益于公司北美销售团队的组建，该区域2021年销售收入增长较快。当前国际贸易环境不稳定性较大，且疫情影响尚未完全消退，未来公司外销业务仍将面临一定的不确定性。此外，受人民币升值影响产生的汇兑损益对公司的利润也会形成一定影响。

**表5 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
境内	142,258.60	61.03%	124,099.49	61.15%
境外	90,835.61	38.97%	78,840.23	38.85%
欧洲	43,492.45	18.66%	46,158.26	22.74%
美洲	39,611.79	16.99%	26,576.30	13.10%
其他地区	7,731.37	3.32%	6,105.68	3.01%
合计	233,094.21	100.00%	202,939.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

**公司直接材料成本占比较高，且主要原材料价格波动较大，对公司盈利造成一定影响**

公司原材料供应商较为稳定，集中度较低。除一些客户指定原材料外，公司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。2021年公司前五大供应商采购额占比为14.98%，供应商群体较为分散。

公司直接材料成本占比较高。2021年公司直接材料成本占主营业务成本的比例达70.57%，较上年有所下降，但仍处于较高水平。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，单项采购金额占比不超过8%。

**表6 公司原材料占生产成本比重情况**

项目	2022年 1-3月	2021年	2020年
明胶	5.87%	6.03%	6.74%
鱼油类	7.71%	7.36%	9.05%
维生素类	2.70%	3.29%	2.56%
鳕鱼肝油	0.40%	0.85%	0.82%
硫酸软骨素	2.29%	1.89%	1.63%

资料来源：公司提供

2021年公司主要原材料采购单价仍维持上涨趋势。鱼油类、维生素类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，单价均有不同程度的上涨。特别是2022年一季度以来，公司主要原材料采购价格均出现了较大幅度的上涨，受此影响，公司2022年一季度营业利润同比下滑75.19%，短期内原材料涨价对公司成本管控提出较高要求。

**表7 公司采购主要原材料单价情况（单位：元/KG）**

原材料	2022年 1-3月		2021年		2020年	
	金额	变动	金额	变动	金额	变动

明胶	46.98	9.68%	42.83	-5.63%	45.39	8.46%
鱼油类	68.57	5.62%	64.92	1.13%	64.19	1.61%
维生素类	146.46	11.04%	131.90	21.66%	108.42	-21.26%
鳕鱼肝油	35.31	7.42%	32.87	-13.58%	38.04	-3.11%
硫酸软骨素	268.47	8.11%	248.32	5.38%	235.64	-5.75%

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2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增2家子公司纳入公司合并范围，截至2021年12月末公司合并范围子公司共计14家。

### 资产结构与质量

#### 公司资产总额持续增长，现金类资产占比较高，资产质量尚可，但仍面临一定的商誉减值风险

受本期债券发行的影响，2021年末公司资产大幅增长。期末资产构成上主要为现金类资产，固定资产及在建工程规模有所上升。

2021年末公司现金类资产规模大幅上升，主要系收到本期债券募集资金所致，期末尚未使用的募集资金余额为5.35亿元；此外现金类资产中有681.11万元的货币资金主要为关税保证金以及开具信用证保证金，使用受限。

2021年末应收账款主要为合同生产模式产生的业务款项，其中境内业务款项期末余额占比59.81%，境外业务款项期末余额占比38.93%，期末账龄主要集中在1年以内，前五大应收账款合计占比34.83%，集中度有所下降。当期计提坏账准备较小，整体回收风险可控。当期公司存货管理水平有所提升，同时随着新增产能的集中释放，原材料储备有所下降。

债权投资系公司持有至到期的定期存单，规模较去年有所上升。

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扩产项目、Ayanda扩产项目部分完工转入固定资产，期末马鞍山生产基地扩产项目仍存在较大规模的投资支出。

2021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。2021年，公司进行了商誉减值测试，测试结果为不存在商誉减值。2022年一季度，Ayanda公司受疫情影响开工率不足，产能利用率下降，经营业绩出现一定下降，若未来德国子公司经营业绩持续下降，商誉将存在一定的减值风险。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.60	17.15%	7.16	18.73%	2.17	8.18%
交易性金融资产	5.65	14.68%	5.31	13.89%	4.73	17.87%
应收票据及应收账款	2.28	5.93%	3.42	8.95%	2.61	9.87%
存货	3.00	7.79%	2.40	6.27%	2.67	10.07%
<b>流动资产合计</b>	<b>18.61</b>	<b>48.32%</b>	<b>19.15</b>	<b>50.12%</b>	<b>13.24</b>	<b>49.96%</b>
债权投资	3.91	10.14%	3.38	8.84%	1.52	5.75%
固定资产	7.75	20.13%	7.86	20.58%	6.50	24.54%
在建工程	4.10	10.64%	3.65	9.56%	1.18	4.45%
商誉	1.56	4.04%	1.59	4.15%	1.76	6.65%
<b>非流动资产合计</b>	<b>19.90</b>	<b>51.68%</b>	<b>19.06</b>	<b>49.88%</b>	<b>13.26</b>	<b>50.04%</b>
<b>资产总计</b>	<b>38.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.50</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

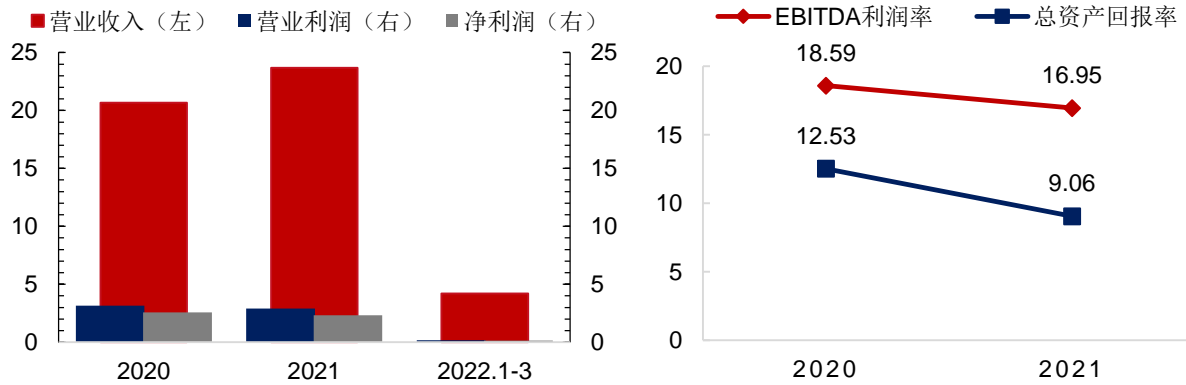
## 盈利能力

### 公司营业收入保持增长，但利润规模出现下降，未来盈利仍可能波动

2021年公司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管理费用有所上升，主要系市场推广费用增长和实现股权激励影响；此外，受2021年人民币升值影响，公司当期产生了1,816.88万元的汇兑损益，同时新增本期债券利息支出，财务费用上涨较多。综合影响下，期间费用率有所上升，对利润形成一定侵蚀，2021年营业利润和净利润同比出现下降，且当期总资产增长较快，总资产回报率下降较多。

2022年一季度公司营业收入同比下降17.01%，主要系受市场需求下滑影响。同时叠加春节假期影响，公司产能利用率下降，当期营业利润和净利润均出现较大幅度下降。截至2022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。

**图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）**
**图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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**

2021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。受益于公司利润持续积累和回款较及时，2021年EBITDA上升，但当期利息支出规模上升，对FFO规模造成一定影响，但整体上看，公司现金生成能力仍较好。

投资方面，公司近年积极扩产，随着本期债券募集资金的到位，2021年资本开支规模有所扩大，投资活动现金流呈现为大额净流出，投资活动净现金流出与经营活动净流入的资金缺口主要依托IPO募集资金及本期债券募集资金。截至2022年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，尚需投资6.52亿，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，公司产品应收账款期小幅上升，随着公司产品生产效率及规模的提升，当期存货管理水平有所提升，存货周转天数同比下降。公司与供应商的合作相对稳定，当期应付款项周转天数变动较小。综合来看，当期净营业周期影响较2020年小幅上升，2021年整体营运效率略有下降。

图 6 公司现金流结构

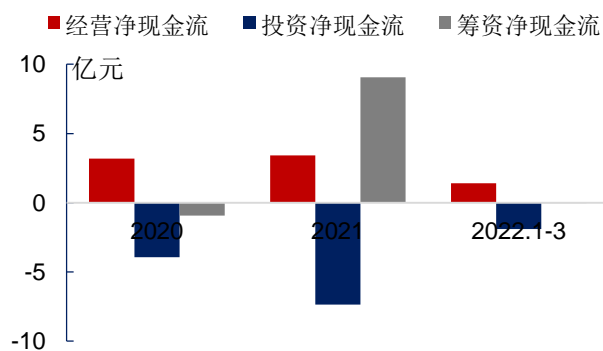
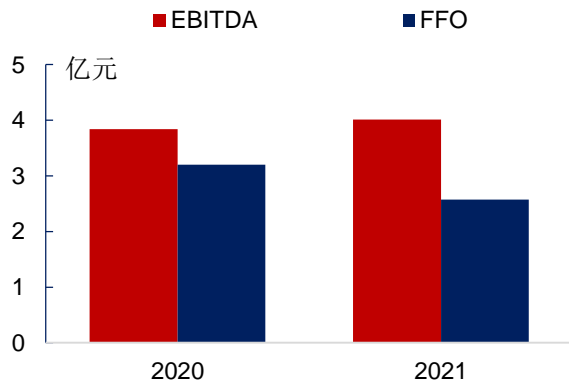


图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况





资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

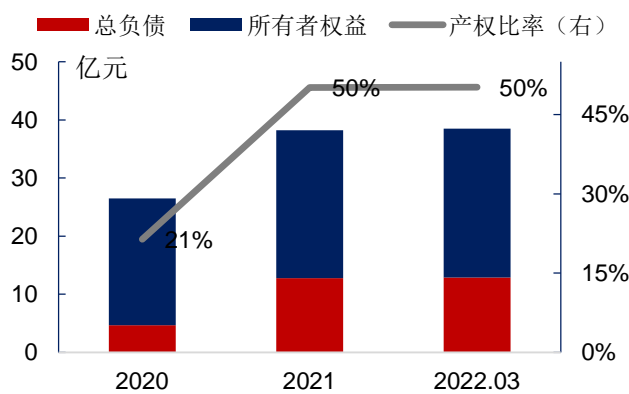
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 本期债券发行提升公司资产负债水平，但债务偿还压力仍可控

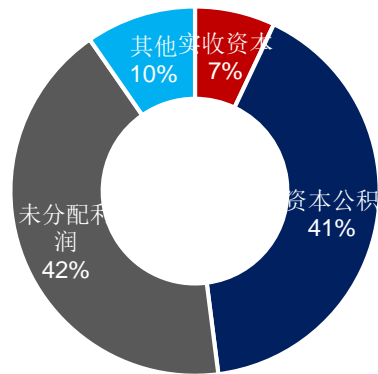
本期债券发行后，公司负债规模有所上升。2021 年受益于利润积累，所有者权益进一步上升，但增幅小于债务增长。受此影响，期末所有者权益对负债的保障程度有所下降，但仍处于较好水平。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

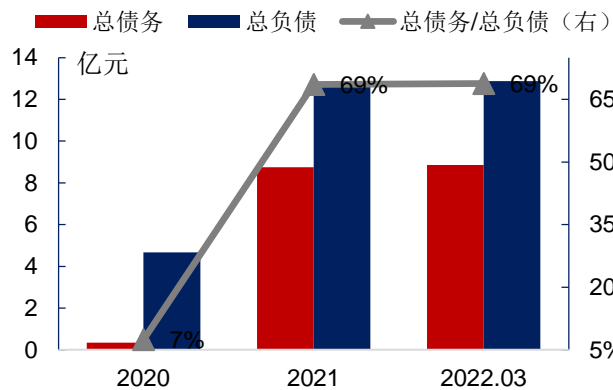
2021 年末公司银行借款规模很小，负债主要为经营性负债及本期债券。应付账款主要系应付供应商的原材料采购款，其他应付款主要为公司收到客户的履约保证金与运输商的押金，以及各项应付费用，应付款项整体受经营影响，有所波动。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

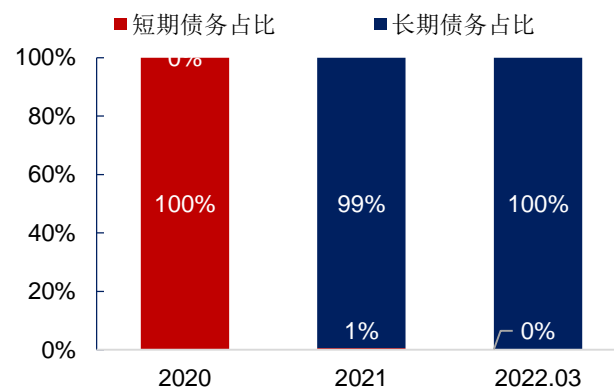
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.01%	0.02	0.34%
应付账款	1.95	15.16%	1.96	15.35%	2.00	42.73%
其他应付款	0.38	2.95%	0.45	3.56%	0.34	7.27%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.18%	0.05	0.41%	0.33	7.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.26</b>	<b>25.36%</b>	<b>3.32</b>	<b>26.07%</b>	<b>3.87</b>	<b>82.89%</b>
应付债券	8.66	67.30%	8.52	66.83%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.61</b>	<b>74.64%</b>	<b>9.43</b>	<b>73.93%</b>	<b>0.80</b>	<b>17.11%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务主要为本期债券，2022 年 3 月末余额为 8.86 亿元，主要为长期债务，短期债务压力较小。

**图 10 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 11 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

本期债券发行推升公司资产负债水平，但源于利润积累，EBITDA对利息的保障倍数亦处于较高水平。此外，公司盈余现金充裕，总体债务规模不大，2021年末净债务为负数，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现为负数。

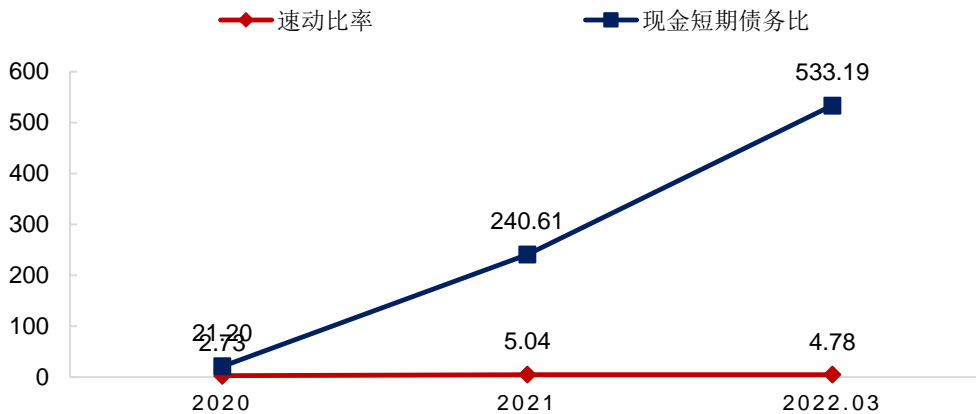
**表10 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	33.43%	33.38%	17.62%
净债务/EBITDA	--	-0.85	-1.69
EBITDA 利息保障倍数	--	9.91	213.34
总债务/总资本	25.68%	25.57%	1.57%
FFO/净债务	--	-75.12%	-49.26%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性指标表现较好。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，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尚可。

**图 12 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月9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、抗风险能力分析

公司为营养健康食品合同生产商，拥有较强的技术服务实力，并与优质客户形成了稳定的合作关系，且2021年末现金类资产占比较高，各项杠杆状况及流动性指标表现仍较好。但公司在建产能规模较大，面临一定产能消化压力，未来仍易受市场需求、产能消化、原材料价格波动等因素的影响。

## 九、结论

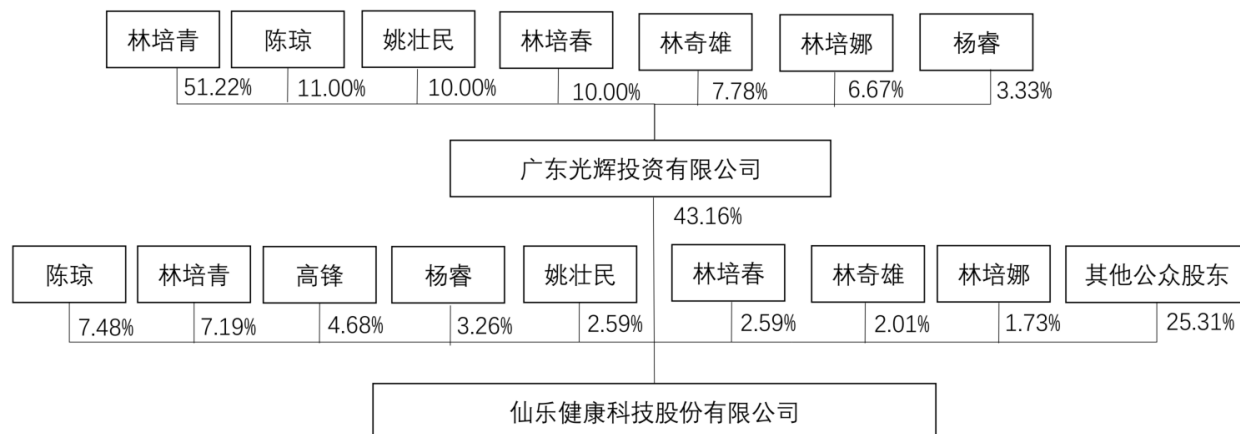
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.60	7.16	2.17	3.95
交易性金融资产	5.65	5.31	4.73	0.00
流动资产合计	18.61	19.15	13.24	13.17
债权投资	3.91	3.38	1.52	0.00
固定资产	7.75	7.86	6.50	5.37
在建工程	4.10	3.65	1.18	0.92
非流动资产合计	19.90	19.06	13.26	10.42
资产总计	38.51	38.20	26.50	23.59
短期借款	0.00	0.00	0.02	0.35
应付账款	1.95	1.96	2.00	1.43
一年内到期的非流动负债	0.02	0.05	0.33	0.32
流动负债合计	3.26	3.32	3.87	3.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.32
应付债券	8.66	8.52	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	9.61	9.43	0.80	1.13
负债合计	12.87	12.75	4.67	4.14
总债务	8.86	8.74	0.35	1.00
归属于母公司的所有者权益	25.63	25.45	21.83	19.45
营业收入	4.21	23.69	20.67	15.80
净利润	0.15	2.32	2.57	1.43
经营活动产生的现金流量净额	1.39	3.41	3.20	2.32
投资活动产生的现金流量净额	-1.91	-7.35	-3.95	-5.98
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	9.06	-0.93	6.81
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	28.08%	32.72%	32.60%	32.94%
EBITDA 利润率	--	16.95%	18.59%	15.12%
总资产回报率	--	9.06%	12.53%	8.79%
产权比率	50.22%	50.12%	21.39%	21.29%
资产负债率	33.43%	33.38%	17.62%	17.55%
净债务/EBITDA	--	-0.85	-1.69	-3.01
EBITDA 利息保障倍数	--	9.91	213.34	17.30
总债务/总资本	25.68%	25.57%	1.57%	4.88%
FFO/净债务	--	-75.12%	-49.26%	-21.77%
速动比率	4.78	5.04	2.73	3.69
现金短期债务比	533.19	240.61	21.20	12.72

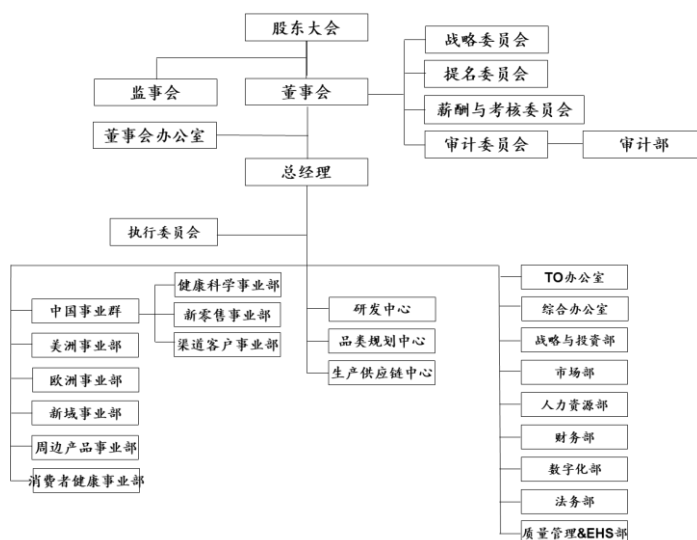
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
Sirio 营养品有限公司	100.00%	营养健康食品销售
仙乐健康科技（安徽）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
仙乐生物科技（上海）有限公司	100.00%	营养健康食品销售
仙乐控股有限公司	100.00%	投资
仙乐国际有限公司	100.00%	投资
Sirio Europe Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Sirio Europe GmbH & Co. KG	100.00%	投资、营养保健食品销售
Ayanda Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Ayanda GmbH	100.00%	营养健康食品生产销售
维乐维健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
广东仟佰大健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
仙乐（上海）生命技术有限公司	100.00%	营养科技、保健科技、美容科技等的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让
广东合世生物科技有限公司	100.00%	原料加工
广州仙乐易简健康产业投资合伙企业（有限合伙）	99.99%	投资

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

## 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。