

仙乐健康（300791）

2024 年报点评：符合预期，行稳致远

买入（维持）

2025 年 04 月 19 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

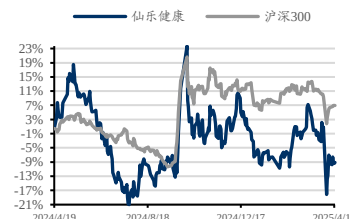
dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,582	4,211	4,701	5,346	5,984
同比（%）	42.87	17.56	11.64	13.71	11.95
归母净利润（百万元）	281.04	325.06	391.89	496.65	585.57
同比（%）	32.39	15.66	20.56	26.73	17.90
EPS-最新摊薄（元/股）	1.18	1.37	1.65	2.09	2.47
P/E（现价&最新摊薄）	20.75	17.94	14.88	11.74	9.96

投资要点

- **事件：**2024 年/2024Q4 公司实现营收 42.11/11.63 亿元，同比增加 17.56%/7.74%；实现归母净利润 3.25/0.85 亿元，同比 15.66%/-11.09%。另据披露，近三年内生（剔除 BF 后）净利润 CAGR 达 23.64%。
- **新零售业务平稳启航，期待增量：**2024 年中国/美洲/欧洲/其他营业收入分别 16.61/16.66/6.04/2.80 亿元，同比-10.28%/59.56%/14.25%/77.38%，（1）2024H2 内需承压致保健品、KA 大客户返单放缓、进入去库存状态；叠加新零售客户开拓滞，2024 年国内市场出现下滑，其中 2024Q4 国内市场预计或呈小两位数下滑。但考虑到 2024H2 新零售客户开拓力度明显增强，且进度可喜，我们预计 2025Q1 国内市场有望恢复正增长；（2）2024 年海外市场占比同比+12pct 至 61%、合计占比已超越国内。其中欧洲市场维持稳健增长，我们预计 2025Q1 延续 2024Q4 趋势，增速或维持在高单-低双区间；2024 年美洲增势强劲，2025Q1 出口业务预计在高基数扰动下略有承压，BF 收入端增长稳健。
- **产品结构分化，优势剂型软糖维持高增：**2024 年软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型其他业务营业收入分别 19.84/3.26/2.32/9.95/2.48/2.23/1.77 亿元，同比+29.91%/-10.05%/-20.90%/34.54%/-41.22%/46.83%/141.32%，胶囊保持健康增长、其他传统剂型如片剂、粉剂有所下滑、或与年轻消费者占比增加有关。
- **销售及财务费用率略有上行，抵消部分毛利率提升的影响，全年销售净利率基本稳定。**2024 年公司毛利率 31.46%，同比+1.19pct，或与：（1）数字化改造，采购、生产及供应链效率提升，持续推进成本优化；（2）品类结构优化、高毛利的软糖剂型占比增加（软糖生产需高温、高湿环境、难度较大、故毛利率更高、2024 年软糖剂型毛利率已达 48.88%）；（3）BF 主业产能利用率持续提升有关。2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别 0.64/0.13/-0.09/+0.43pct，销售费用上行主要系销售团队升级及市场营销推广所致，财务费用受到可转债利息、银行借款利息及汇兑损益的影响。2024 年销售净利率同比-0.01pct 至 6.7%。关于美洲子公司 BF，据披露 2024 年 BF 亏损 1.51 亿元（含摊销），略有增亏，我们预计主要系个护业务拖累明显、相关板块经验不足、经营团队调整所致；软胶囊和片剂预计已接近盈亏平衡、步入正轨。
- **盈利预测与投资评级：**2024 年整体表现符合预期，国内新零售业务平稳启航，期待增量。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.92/4.97/5.86 亿元，同比增长 20.56%/26.73%/17.90%，对应当前 PE14.88x、11.74x、9.96x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.58
一年最低/最高价	21.22/43.38
市净率(倍)	2.52
流通 A 股市值(百万元)	4,859.57
总市值(百万元)	5,832.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.77
资产负债率(%,LF)	51.86
总股本(百万股)	237.27
流通 A 股(百万股)	197.70

相关研究

《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》

2024-10-24

《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

仙乐健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,023	2,486	3,161	3,790	营业总收入	4,211	4,701	5,346	5,984
货币资金及交易性金融资产	751	1,016	1,507	1,983	营业成本(含金融类)	2,886	3,209	3,631	4,039
经营性应收款项	723	863	955	1,056	税金及附加	31	31	36	41
存货	482	529	635	683	销售费用	353	414	454	503
合同资产	0	0	0	0	管理费用	418	465	524	580
其他流动资产	67	78	63	69	研发费用	126	141	155	168
非流动资产	3,463	3,422	3,445	3,408	财务费用	80	57	53	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	42	13	14	0
固定资产及使用权资产	1,855	1,818	1,755	1,647	投资净收益	(5)	24	20	0
在建工程	238	202	183	154	公允价值变动	(22)	0	0	0
无形资产	526	497	468	466	减值损失	(6)	(5)	(5)	(5)
商誉	417	417	416	416	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	226	299	392	466	营业利润	327	417	523	644
其他非流动资产	201	188	231	259	营业外净收支	(10)	(11)	(10)	(10)
资产总计	5,486	5,908	6,606	7,199	利润总额	317	406	513	633
流动负债	825	961	1,103	1,220	减:所得税	35	52	61	75
短期借款及一年内到期的非流动负债	123	119	157	188	净利润	282	354	452	558
经营性应付款项	393	477	538	583	减:少数股东损益	(43)	(38)	(45)	(28)
合同负债	37	53	62	63	归属母公司净利润	325	392	497	586
其他流动负债	272	312	346	386	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.37	1.65	2.09	2.47
非流动负债	2,020	2,087	2,445	2,634	EBIT	433	463	566	638
长期借款	132	175	234	284	EBITDA	721	774	892	809
应付债券	1,024	1,081	1,139	1,197	毛利率(%)	31.46	31.75	32.08	32.51
租赁负债	328	432	569	674	归母净利率(%)	7.72	8.34	9.29	9.79
其他非流动负债	536	398	503	479	收入增长率(%)	17.56	11.64	13.71	11.95
负债合计	2,845	3,048	3,547	3,854	归母净利润增长率(%)	15.66	20.56	26.73	17.90
归属母公司股东权益	2,506	2,762	3,006	3,320					
少数股东权益	135	97	52	24					
所有者权益合计	2,641	2,860	3,058	3,345					
负债和股东权益	5,486	5,908	6,606	7,199					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	567	734	729	700	每股净资产(元)	9.77	10.79	11.82	13.14
投资活动现金流	(328)	(340)	(329)	(160)	最新发行在外股份(百万股)	237	237	237	237
筹资活动现金流	(131)	(196)	93	(89)	ROIC(%)	9.43	9.05	10.14	10.37
现金净增加额	111	207	496	456	ROE-摊薄(%)	12.97	14.19	16.52	17.64
折旧和摊销	288	311	326	170	资产负债率(%)	51.86	51.60	53.70	53.53
资本开支	(407)	(202)	(198)	(11)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.94	14.88	11.74	9.96
营运资本变动	(71)	(38)	(104)	(67)	P/B (现价)	2.52	2.28	2.08	1.87

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>