

仙乐健康 (300791)

2025 年一季报点评: 积极调整, 稳扎稳打

买入 (维持)

2025 年 04 月 24 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

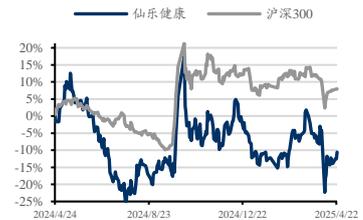
证券分析师 邓洁

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

股价走势



投资要点

- **事件:** 2025Q1 公司实现营收 9.54 亿元, 同比增加 0.28%; 实现归母净利润 0.69 亿元, 同比+8.90%; 扣非归母净利润 0.65 亿元, 同比+0.21%。
- **毛利率进一步提升, 费用投放力度略有加大。** 2025Q1 公司毛利率为 33.09%, 同比+2.47pct; 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别+1.65/+2.18/-0.19/+0.64pct 至 9.33%/11.85%/3.05%/2.33%, 营销投入略有加大。2025Q1 公司销售净利率为 5.92%, 同比+0.26pct。
- **国内市场峰回路转, 柳暗花明, 在去年高基数的基础上, 中国地区仍实现收入正增长, 符合此前预期, 或主要由于新零售客户开拓顺利。** 2023Q3 以来为应对市场的结构性转变, 公司优化销售策略和团队结构 (资源及重心向新零售倾斜), 现有专门的团队覆盖私域、MCN、跨境等客户, 简化报价和审批机制, 提高快速响应的能力; 同时通过标准化解决方案和爆品策略抓住新零售产品侧机会, 提高中长尾客户的服务能力: (1) MCN 渠道营收同比增长 32 倍, 新增千万级营收客户 2 家; (2) 跨境电商营收突破 3 千万, 同比增长超 100%, 新增客户 12 家; (3) 私域渠道通过探索微信小店生态, 开拓社交零售新增量, 深耕 5 家战略客户, 新增客户 4 家; (4) 新零售业务: MT-ODM 业务同比增速超 50%, 深化 4 家重点客户合作。
- **美洲市场预计同比小个位数下滑, 出口业务受到高基数扰动及关税影响, BF 收入端或更显稳健。** 24Q1 美洲区域由于刚结束去库周期, 且存在季度间结算节奏差异, 致单季度增速较高, 25Q1 出口业务或同比呈小双位数下滑, BF 个护业务仍有负累, 但核心业务趋势预计环比转好。
- **欧洲市场表现超预期, 预计本地+出口收入同比增速 35%+。** 据公司披露, 25Q1 欧洲区域订单总量增长超 30%, 新兴产品如肌酸营养软糖市场机会涌现。多元化的产品组合与大订单 SKU 驱动落地项目数量持续增长。亚太及新兴市场或由于基数原因表现承压, 我们预计 25Q1 或出现下滑。
- **国内市场拐点或至, 海外市场改善在途:** 国内新零售业务逐步起势, 有望持续贡献增量, 25H2 国内市场进入低基数状态, 届时传统客户或进入补库周期, 数据端有望进一步转好。
- **盈利预测与投资评级:** 国内新零售业务平稳启航, 期待增量。我们维持 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。

市场数据

收盘价(元)	25.48
一年最低/最高价	21.22/43.38
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	5,037.51
总市值(百万元)	6,045.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.07
资产负债率(%LF)	51.65
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 年报点评: 符合预期, 行稳致远》  
2025-04-19
- 《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
<b>流动资产</b>	<b>2,023</b>	<b>2,486</b>	<b>3,161</b>	<b>3,790</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,211</b>	<b>4,701</b>	<b>5,346</b>	<b>5,984</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>3,463</b>	<b>3,422</b>	<b>3,445</b>	<b>3,408</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>327</b>	<b>417</b>	<b>523</b>	<b>644</b>
其他非流动资产	201	188	231	259	营业外净收支	(10)	(11)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>5,486</b>	<b>5,908</b>	<b>6,606</b>	<b>7,199</b>	<b>利润总额</b>	<b>317</b>	<b>406</b>	<b>513</b>	<b>633</b>
<b>流动负债</b>	<b>825</b>	<b>961</b>	<b>1,103</b>	<b>1,220</b>	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	<b>净利润</b>	<b>282</b>	<b>354</b>	<b>452</b>	<b>558</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>325</b>	<b>392</b>	<b>497</b>	<b>586</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>2,845</b>	<b>3,048</b>	<b>3,547</b>	<b>3,854</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,641</b>	<b>2,860</b>	<b>3,058</b>	<b>3,345</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,486</b>	<b>5,908</b>	<b>6,606</b>	<b>7,199</b>					

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>