

## 仙乐健康 (300791.SZ)

## 中国区环比修复，内生业务盈利亮眼

**事件：**公司发布 25Q1 季报，25Q1 实现营收 9.5 亿元，同比+0.3%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+8.9%；实现扣非归母净利润 0.7 亿元，同比+0.2%。

**中国区增速较 24 年转正，欧洲区取得亮眼高增速。**分地区来看，中国区收入在高基数下实现正增长，增速较 2024 年转正，且订单增速高于收入增速，趋势向好。其中 MCN 渠道收入同比增长 32 倍，跨境电商同比增长超 100%。欧洲区收入同比增长超 35%，肌酸软糖等品类增速亮眼，新增南欧头部品牌客户或带来正向贡献。美洲区、亚太区 25Q1 或因高基数增速较 24 年有所放缓，亚太区仍在深化澳洲、东南亚市场覆盖。

**毛利率持续提升，内生业务盈利亮眼。**25Q1 公司毛利率同比+2.5pct 至 33.1%，我们预计主要受产品结构影响，且 BF 成本改善带来正向贡献。25Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.6/+2.2/-0.2/+0.6pct 至 9.3%/11.9%/3.0%/2.3%，费用率小幅增加，我们预计主要与公司持续夯实底盘能力、强化管理和销售队伍相关，人员投入有利于强化中长期核心竞争力。受益于毛利率提升，25Q1 净利率同比+0.3pct 至 5.9%。根据少数股东损益测算，25Q1 BF 净利润（含摊销费用）为-4251 万元，亏损同比小幅增加；内生净利润同比增长 15.2%，显著高于公司收入增速及整体业绩表现，内生业务盈利能力或继续提升。

**中国区新客开拓或贡献更高增量，关注 BF 盈利能力改善进度。**国内市场来看，我们认为保健品市场在老龄化趋势、需求修复、未来内需政策刺激等催化下仍将是长青赛道，公司凭借创新引领、供应链优化、品牌建设和组织强化等将持续扩大在国内的领先地位。2025 年公司中国区将持续做深做透高价值客户，同时着力开拓新零售、私域、MCN 等新客户拓展增量。全球市场来看，公司全球供应链能力有望持续提升，国内底盘强化亦将支撑国际业务发展。利润端，我们认为公司内生净利率有望维持高位，BF 核心业务扭亏进入攻坚期，人效显著提升且成本持续改善，建议持续关注 BF 盈利改善带来的利润弹性。

**投资建议：**维持前次盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润 4.0/5.0/6.0 亿元，同比+23.4%/25.6%/19.3%，当前股价对应 PE 为 15/12/10x。

**风险提示：**行业竞争加剧，消费力恢复不及预期，大单品培育不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,582	4,211	4,820	5,418	6,077
增长率 yoy（%）	42.9	17.6	14.5	12.4	12.2
归母净利润（百万元）	281	325	401	504	601
增长率 yoy（%）	32.4	15.7	23.4	25.6	19.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.18	1.37	1.69	2.12	2.53
净资产收益率（%）	11.8	13.0	14.6	16.7	18.0
P/E（倍）	21.5	18.6	15.1	12.0	10.1
P/B（倍）	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

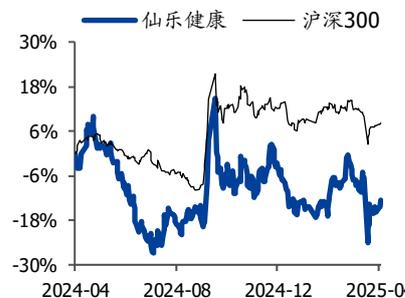
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 23 日收盘价

## 增持（维持）

## 股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
04 月 23 日收盘价（元）	25.48
总市值（百万元）	6,045.74
总股本（百万股）	237.27
其中自由流通股（%）	83.32
30 日日均成交量（百万股）	3.19

## 股价走势



## 作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

## 相关研究

- 《仙乐健康 (300791.SZ)：24 年平稳落地，关注中国区改善》 2025-04-19
- 《仙乐健康 (300791.SZ)：接入 DeepSeek 大模型，深化抗衰赛道布局》 2025-02-23
- 《仙乐健康 (300791.SZ)：再推股权激励，经营企稳向好》 2025-01-13

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1933	2023	2478	2953	3666
现金	534	636	872	1178	1697
应收票据及应收账款	621	687	809	905	1016
其他应收款	5	21	13	15	17
预付账款	12	21	20	22	24
存货	481	482	592	658	734
其他流动资产	279	176	171	174	177
<b>非流动资产</b>	3263	3463	3392	3288	3012
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1440	1523	1468	1382	1159
无形资产	545	526	526	526	526
其他非流动资产	1278	1415	1398	1381	1327
<b>资产总计</b>	5196	5486	5870	6241	6678
<b>流动负债</b>	751	825	964	1060	1168
短期借款	0	55	55	55	55
应付票据及应付账款	398	393	506	562	627
其他流动负债	353	376	404	442	486
<b>非流动负债</b>	1878	2020	2019	2019	2019
长期借款	83	132	132	132	132
其他非流动负债	1796	1889	1888	1888	1888
<b>负债合计</b>	2630	2845	2983	3079	3187
少数股东权益	176	135	131	140	152
股本	182	236	237	237	237
资本公积	548	501	521	521	521
留存收益	1496	1623	1837	2104	2421
归属母公司股东权益	2390	2506	2756	3022	3339
<b>负债和股东权益</b>	5196	5486	5870	6241	6678

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	386	567	685	843	882
净利润	240	282	396	514	612
折旧摊销	263	288	309	324	276
财务费用	83	93	77	77	77
投资损失	-2	5	0	0	0
营运资金变动	-248	-71	-94	-79	-86
其他经营现金流	50	-30	-3	8	3
<b>投资活动现金流</b>	-1158	-328	-214	-223	-3
资本支出	-449	-407	-224	-223	-3
长期投资	-811	101	0	0	0
其他投资现金流	102	-22	10	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-91	-131	-237	-314	-360
短期借款	0	55	0	0	0
长期借款	83	49	0	0	0
普通股增加	1	54	1	0	0
资本公积增加	-500	-47	20	0	0
其他筹资现金流	325	-242	-259	-314	-360
<b>现金净增加额</b>	-868	111	236	306	518

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3582	4211	4820	5418	6077
营业成本	2498	2886	3279	3647	4067
营业税金及附加	22	31	35	40	45
营业费用	278	353	385	416	467
管理费用	351	418	451	488	536
研发费用	110	126	144	162	182
财务费用	52	80	81	79	85
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	72	42	20	20	20
公允价值变动收益	-58	-22	0	0	0
投资净收益	2	-5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	282	327	459	600	715
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	10	12	5	5	5
<b>利润总额</b>	273	317	456	597	712
所得税	33	35	59	84	100
<b>净利润</b>	240	282	396	514	612
少数股东损益	-41	-43	-5	10	11
<b>归属母公司净利润</b>	281	325	401	504	601
EBITDA	653	721	845	1000	1073
EPS (元/股)	1.18	1.37	1.69	2.12	2.53

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.9	17.6	14.5	12.4	12.2
营业利润(%)	6.4	15.9	40.2	30.9	19.1
归属母公司净利润(%)	32.4	15.7	23.4	25.6	19.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.3	31.5	32.0	32.7	33.1
净利率(%)	7.8	7.7	8.3	9.3	9.9
ROE(%)	11.8	13.0	14.6	16.7	18.0
ROIC(%)	8.7	9.1	10.4	12.2	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.6	51.9	50.8	49.3	47.7
净负债比率(%)	32.5	36.7	25.3	13.4	-2.7
流动比率	2.6	2.5	2.6	2.8	3.1
速动比率	1.9	1.8	1.9	2.1	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	6.7	6.5	6.5	6.4	6.4
应付账款周转率	7.7	7.4	7.3	6.9	6.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.37	1.69	2.12	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.39	2.89	3.55	3.72
每股净资产(最新摊薄)	10.07	10.56	11.61	12.74	14.07
<b>估值比率</b>					
P/E	21.5	18.6	15.1	12.0	10.1
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.9	10.0	8.0	6.5	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月23日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com