

仙乐健康 (300791.SZ)

新消费市场突破，内生净利率再提升

事件: 公司发布 2025 年半年报, 25H1 实现营收 20.4 亿元, 同比+2.6%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比+4.3%; 实现扣非归母净利润 1.6 亿元, 同比+3.3%。其中 25Q2 实现营收 10.9 亿元, 同比+4.7%; 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比+1.1%; 实现扣非归母净利润 0.9 亿元, 同比+5.5%。

中国区新消费市场取得亮眼突破, 美洲关税压力下稳健增长。 25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区实现收入 8.2/7.6/3.6/1.0 亿元, 同比 -1.6%/+4.3%/+22.0%/-22.9%, 其中中国区收入略降, 但公司全面拥抱新消费趋势, 新消费客户营收同比增速超过 40%, 占比提升至 50%, 取得亮眼突破; 中国区大单品战略也取得成效, 落地推广 10 个大单品, 储备 25 个产品, 在益生菌和抗衰赛道取得重大突破。25H1 公司美洲区域在关税扰动下仍取得稳健增长, 欧洲市场实现双位数增长, 其他地区收入因高基数有所下降。分剂型来看, 25H1 软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型收入同比 +6.5%/+33.4%/-36.0%/+6.4%/-20.8%/+11.0%/-17.9%, 片剂、硬胶囊、软胶囊、软糖增速更高。

内生业务净利率持续提升, BF 亏损小幅扩大。 25Q2 净利率同比 -0.1pct 至 33.3%, 我们判断主要受 BF 毛利率波动影响。25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.1/+1.0/-0.5/-0.3pct 至 8.1%/11.1%/3.0%/1.8%, 管理费用率提升我们预计主要与公司持续强化管理队伍、提升中长期竞争力相关。综合来看, 25Q2 公司净利率同比 -0.6pct 至 7.3%。拆分来看, 25H1 公司内生业务实现收入 15.8 亿元, 同比+2.6%; 实现净利润 2.2 亿元, 同比+11.1%; 内生业务净利率同比持续提升 1.1pct 至 14.1%。25H1 BF 实现收入 4.6 亿元, 同比+2.4%; 实现净亏损 0.9 亿元, 同比小幅扩大。

25H2 中国区或加速增长, BFPC 寻求剥离、出售等改善盈利。 展望 25H2, 中国区在低基数及新消费市场破局后, 或迎来加速增长; 海外市场有望保持高速扩张。利润端, 我们认为公司内生净利率有望维持高位; 此外公司公告拟为控股子公司 Best Formulations PC LLC 寻求投资、剥离、出售或其他机会, BFPC 主要从事个人护理产品、美容产品的生产及销售, 与公司保健品主业协同较小, 我们预计 BFPC 剥离或出售等将有利于实现业务高度聚焦, 提升整体盈利能力, 贡献报表端利润弹性。

投资建议: 考虑到 BF 短期亏损影响, 略调整盈利预测, 预期 2025-2027 年归母净利润 3.7/4.7/5.6 亿元 (前次为 4.0/5.0/6.0 亿元), 同比 +14.7%/25.9%/18.3%, 当前股价对应 PE 为 21/17/14x。

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	4,742	5,395	6,053
增长率 yoy (%)	42.9	17.6	12.6	13.8	12.2
归母净利润 (百万元)	281	325	373	469	555
增长率 yoy (%)	32.4	15.7	14.7	25.9	18.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.91	1.06	1.21	1.53	1.81
净资产收益率 (%)	11.8	13.0	13.5	15.6	16.8
P/E (倍)	27.6	23.8	20.8	16.5	13.9
P/B (倍)	3.2	3.1	2.8	2.6	2.3

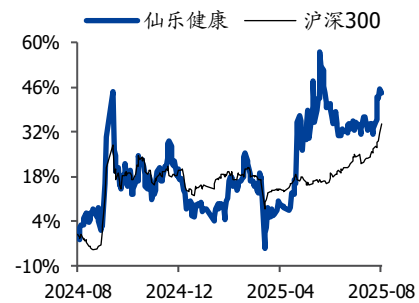
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
08 月 25 日收盘价 (元)	25.20
总市值 (百万元)	7,744.44
总股本 (百万股)	307.32
其中自由流通股 (%)	83.51
30 日日均成交量 (百万股)	4.24

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: cheniyi5@gszq.com

相关研究

- 《仙乐健康 (300791.SZ): 中国区环比修复, 内生业务盈利亮眼》 2025-04-24
- 《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

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
流动资产	1933	2023	2423	2875	3561
现金	534	636	839	1108	1602
应收票据及应收账款	621	687	796	901	1012
其他应收款	5	21	13	15	17
预付账款	12	21	19	22	24
存货	481	482	584	655	728
其他流动资产	279	176	171	174	177
非流动资产	3263	3463	3419	3315	3039
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	1424	1407	1354
资产总计	5196	5486	5841	6190	6600
流动负债	751	825	951	1053	1158
短期借款	0	55	55	55	55
应付票据及应付账款	398	393	499	559	622
其他流动负债	353	376	397	439	481
非流动负债	1878	2020	2030	2030	2030
长期借款	83	132	132	132	132
其他非流动负债	1796	1889	1899	1899	1899
负债合计	2630	2845	2981	3083	3188
少数股东权益	176	135	103	101	113
股本	182	236	307	307	307
资本公积	548	501	449	449	449
留存收益	1496	1623	1829	2077	2370
归属母公司股东权益	2390	2506	2758	3006	3299
负债和股东权益	5196	5486	5841	6190	6600

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	386	567	624	790	836
净利润	240	282	340	468	567
折旧摊销	263	288		324	276
财务费用	83	93		77	77
投资损失	-2	5	0	0	0
营运资金变动	-248	-71	-83	-86	-87
其他经营现金流	50	-30	-18	8	3
投资活动现金流	-1158	-328	-229	-223	-3
资本支出	-449	-407	-222	-223	-3
长期投资	-811	101	0	0	0
其他投资现金流	102	-22	-7	0	0
筹资活动现金流	-91	-131	-201	-298	-339
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	71	0	0
资本公积增加	-500	-47	-52	0	0
其他筹资现金流	325	-242	-221	-298	-339
现金净增加额	-868	111	203	269	494

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3582	4211	4742	5395	6053
营业成本	2498	2886	3237	3629	4033
营业税金及附加	22	31	35	40	45
营业费用	278	353	407	453	508
管理费用	351	418	475	524	586
研发费用	110	126	132	151	169
财务费用	52	80	81	79	86
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
营业利润	282	327	389	535	647
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	10	12	5	5	5
利润总额	273	317	386	532	644
所得税	33	35	46	64	77
净利润	240	282	340	468	567
少数股东损益	-41	-43	-33	-1	11
归属母公司净利润	281	325	373	469	555
EBITDA	653	721	776	935	1005
EPS (元/股)	0.91	1.06	1.21	1.53	1.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	42.9	17.6	12.6	13.8	12.2
营业利润(%)	6.4	15.9	19.1	37.4	20.9
归属母公司净利润(%)	32.4	15.7	14.7	25.9	18.3
获利能力					
毛利率(%)	30.3	31.5	31.7	32.7	33.4
净利率(%)	7.8	7.7	7.9	8.7	9.2
ROE(%)	11.8	13.0	13.5	15.6	16.8
ROIC(%)	8.7	9.1	9.2	11.4	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	51.9	51.0	49.8	48.3
净负债比率(%)	32.5	36.7	26.6	15.8	0.0
流动比率	2.6	2.5	2.5	2.7	3.1
速动比率	1.9	1.8	1.9	2.1	2.4
营运能力					
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.06	1.21	1.53	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.84	2.03	2.57	2.72
每股净资产(最新摊薄)	7.78	8.15	8.97	9.78	10.73
估值比率					
P/E	27.6	23.8	20.8	16.5	13.9
P/B	3.2	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.9	10.0	11.0	8.8	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月25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