

仙乐健康（300791）

2025 年中报点评：拥抱新消费，经营韧性强 买入（维持）

2025 年 08 月 27 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 | 4,572 | 5,092 | 5,664 |
| 同比（%） | 42.87 | 17.56 | 8.58 | 11.38 | 11.22 |
| 归母净利润（百万元） | 281.04 | 325.06 | 366.85 | 459.03 | 527.04 |
| 同比（%） | 32.39 | 15.66 | 12.86 | 25.13 | 14.82 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.91 | 1.06 | 1.19 | 1.49 | 1.71 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 28.34 | 24.51 | 21.71 | 17.35 | 15.11 |

投资要点

■ **事件：**仙乐健康发布半年报，25H1 公司收入/归母净利润 20.42/1.61 亿元，同比 2.57%/4.30%，其中 25Q2 收入/归母净利润 10.87/0.92 亿元，同比 4.66%/1.13%。

（1）分产品，25H1 软胶囊/软糖/片剂/饮品/粉剂/硬胶囊/其他/其他业务分别实现收入 9.47/5.17/1.89/1.11/0.90/1.08/0.66/0.13 亿元，同比分别 +6.47%/+6.35%/+33.37%/-20.84%/-36.02%/+11.00%/-17.91%/-4.92%；

（2）分地区看，25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区分别实现收入 8.18/7.60/3.59/1.05 亿元，同比分别-1.63%/+4.26%/+21.96%/-22.91%，其他地区（亚太及新兴市场）下滑或主要受到基数扰动。

①国内市场降速主要受订单跨期的影响、实际订单增速高于收入增速（25H1 订单超过 10%增长，或延迟至 Q3 确认）。积极拥抱新消费，私域/跨境业务收入增速超 200%/100%，新消费客户收入占比由 30%提升至 50%，未来可能继续扩大。25H1 大单品落地 10 个，25 个产品储备中。且从盈利端来看，结合 H1 情况(25H1 中国区毛利率+1.09pct 至 35.75%，净利率同样提升)，预计新消费业务不会拉低整体盈利水平。

②美洲出口及 BF：关税暂停措施加速推动了订单履行速度，且与多家客户启动了新软糖项目，为 Q3 提供了较为乐观的预测。BF 产品交付与跨境人员管理方面仍有压力。8 月 25 日公告，拟为控股子公司 Best Formulations PC 寻求投资、剥离、出售或其他机会。

③欧洲销售额超额完成：成功斩获欧洲市场战略客户最大单笔软糖订单；且得益于 RTG（提供成熟配方清单给客户参考）概念提出，机会转化率明显提高。

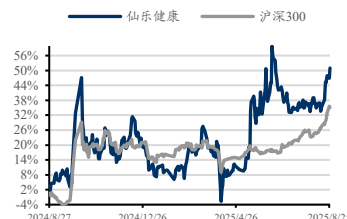
■ 25Q2 公司毛利率 33.27%，同比-0.08pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率 / 财务费用率 分别 +0.11/+0.96/-0.47/-0.33pct 至 8.08%/11.13%/3.04%/1.83%，25Q2 净利率同比-0.56pct 至 7.34%。

■ **25H2 国内市场趋势向好：**①国内市场：自研品+新零售开拓在途（东方甄选、养能健等成功案例）；叠加 25H2 国内市场进入低基数+大客户补库周期，数据端或有明确支撑；②海外市场：随着 BFPC 剥离出表、BF 核心保健品业务趋势转好，公司对海外的掌控性愈强，海外市场有望成为新的增长引擎。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到美洲 BF 个护业务仍有影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.67/4.59/5.27 亿元（2025-2027 年原值 3.92/4.97/5.86 亿元），同比增长 12.86%/25.13%/14.82%，对应当前 PE22x、17x、15x，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) | 25.92 |
| 一年最低/最高价 | 21.22/35.48 |
| 市净率(倍) | 3.39 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,651.85 |
| 总市值(百万元) | 7,965.71 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.63 |
| 资产负债率(%,LF) | 53.56 |
| 总股本(百万股) | 307.32 |
| 流通 A 股(百万股) | 256.63 |

相关研究

《仙乐健康(300791)：2025 年一季度报点评：积极调整，稳扎稳打》

2025-04-24

《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 | 2,454 | 3,092 | 3,686 | 营业总收入 | 4,211 | 4,572 | 5,092 | 5,664 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 751 | 1,021 | 1,512 | 1,969 | 营业成本(含金融类) | 2,886 | 3,125 | 3,472 | 3,851 |
| 经营性应收款项 | 723 | 839 | 910 | 998 | 税金及附加 | 31 | 30 | 34 | 39 |
| 存货 | 482 | 515 | 607 | 651 | 销售费用 | 353 | 402 | 433 | 476 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 418 | 462 | 499 | 549 |
| 其他流动资产 | 67 | 78 | 63 | 68 | 研发费用 | 126 | 137 | 148 | 159 |
| 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 | 391 | 484 | 580 |
| 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 | 5,875 | 6,537 | 7,094 | 利润总额 | 317 | 380 | 474 | 570 |
| 流动负债 | 825 | 939 | 1,061 | 1,171 | 减:所得税 | 35 | 49 | 57 | 68 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 123 | 119 | 157 | 188 | 净利润 | 282 | 331 | 417 | 502 |
| 经营性应付款项 | 393 | 465 | 514 | 556 | 减:少数股东损益 | (43) | (36) | (42) | (25) |
| 合同负债 | 37 | 52 | 59 | 60 | 归属母公司净利润 | 325 | 367 | 459 | 527 |
| 其他流动负债 | 272 | 304 | 331 | 368 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.06 | 1.19 | 1.49 | 1.71 |
| 非流动负债 | 2,020 | 2,087 | 2,445 | 2,634 | EBIT | 433 | 437 | 527 | 575 |
| 长期借款 | 132 | 175 | 234 | 284 | EBITDA | 721 | 748 | 853 | 745 |
| 应付债券 | 1,024 | 1,081 | 1,139 | 1,197 | 毛利率(%) | 31.46 | 31.65 | 31.82 | 32.01 |
| 租赁负债 | 328 | 432 | 569 | 674 | 归母净利率(%) | 7.72 | 8.02 | 9.01 | 9.31 |
| 其他非流动负债 | 536 | 398 | 503 | 479 | 收入增长率(%) | 17.56 | 8.58 | 11.38 | 11.22 |
| 负债合计 | 2,845 | 3,026 | 3,506 | 3,805 | 归母净利润增长率(%) | 15.66 | 12.86 | 25.13 | 14.82 |
| 归属母公司股东权益 | 2,506 | 2,749 | 2,973 | 3,256 | | | | | |
| 少数股东权益 | 135 | 100 | 58 | 33 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,641 | 2,849 | 3,031 | 3,289 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,486 | 5,875 | 6,537 | 7,094 | | | | | |

| 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 | 727 | 712 | 653 | 每股净资产(元) | 9.77 | 8.29 | 9.02 | 9.94 |
| 投资活动现金流 | (328) | (340) | (329) | (160) | 最新发行在外股份(百万股) | 307 | 307 | 307 | 307 |
| 筹资活动现金流 | (131) | (184) | 111 | (61) | ROIC(%) | 9.43 | 8.55 | 9.48 | 9.41 |
| 现金净增加额 | 111 | 212 | 496 | 437 | ROE-摊薄(%) | 12.97 | 13.34 | 15.44 | 16.18 |
| 折旧和摊销 | 288 | 311 | 326 | 170 | 资产负债率(%) | 51.86 | 51.51 | 53.63 | 53.63 |
| 资本开支 | (407) | (202) | (198) | (11) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 24.51 | 21.71 | 17.35 | 15.11 |
| 营运资本变动 | (71) | (22) | (87) | (58) | P/B (现价) | 2.65 | 3.13 | 2.87 | 2.61 |

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>