



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月26日

基础数据

08月25日收盘价(元)	25.20
总市值(亿元)	77.44
总股本(亿股)	3.07

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】仙乐健康: Q1收入承压, 盈利能力改善-2025.04.24

【兴证食饮】仙乐健康: 内生业务稳健增长, 静待BF盈利改善-2025.04.18

【兴证食饮】仙乐健康24Q3点评: Q3海外表现亮眼, 国内短期承压-2024.10.24

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师: 王嘉琦

S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

仙乐健康(300791.SZ)

国内业务承压, 海外表现稳健

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年中报: 25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 20.42/1.61/1.59 亿元, 同比+2.57%/+4.30%/+3.25%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.87/0.92/0.94 亿元, 同比+4.66%/+1.13%/+5.46%。
- **中国区 Q2 收入环比降速, 欧洲区表现亮眼, 美洲区相对稳健。** 分产品看, 25H1 软胶囊/软糖/片剂/粉剂/饮品/硬胶囊实现收入 9.47/5.17/1.89/0.91/1.11/1.08 亿元, 同比+6.47%/+6.35%/+33.37%/-36.02%/-20.84%/+11.00%。软胶囊、软糖收入增速稳健, 主要系订单量持续稳定增长; 片剂收入同比大幅增长, 硬胶囊基数较小、收入增速较快, 而粉剂和饮品收入有所下滑。分地区看, 25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区实现收入 8.18/7.60/3.59/1.05 亿元, 同比-1.63%/+4.26%/+21.96%/-22.91%。25H1 内生收入同比+3%, 分区域看, 中国区 Q1 在去年同期高基数下仍实现正增长、Q2 略有承压, 主要系跨期订单影响, 上半年总体订单增速达双位数、快于收入增速; 欧洲区表现亮眼, 超额达成目标, 公司在核心客户合作方面取得显著突破; 25H1 美洲区存量部分收入增速 7%, 受关税暂停措施影响订单履行速度加快, 而 BF 业务短期承压, 上半年实现收入 4.62 亿元, 同比+2%; 此外, 公司持续开拓亚太市场, 并加速推进泰国工厂建设, 希望未来能够覆盖东南亚、日韩、澳新市场。
- **25H1 毛利率提升, 费用率小幅增长, 盈利能力同比改善。** 25H1 毛利率为 33.18%, 同比+1.14pct, 其中 Q2 毛利率为 33.27%, 同比-0.09pct, 主要系经营生产持续降本、集中采购、定价策略优化, 带动毛利率稳步提升。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 8.67%/11.47%/3.04%/2.06%, 同比+0.84/+1.54/-0.34/+0.13pct, 销售费用率提升主要系公司整合销售团队、加强市场营销并加大新业务赛道投入, 管理费用率提升主要系管理团队升级。上半年内生净利率 13%, 同比基本持平, BF 亏损同比扩大系个护业务拖累。综合以上因素, 25H1 归母净利润率为 7.89%, 同比+0.13pct, 其中 Q2 归母净利率为 8.50%, 同比-0.30pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 预计 2025-2027 年营业收入分别为 44.79/50.18/54.63 亿元, 同比增长 6.4%/12.0%/8.9%, 归母净利润分别为 3.65/4.78/5.35 亿元, 同比增长 12.1%/31.1%/12.0%, EPS 为 1.19/1.56/1.74 元, 对应 2025 年 8 月 25 日收盘价, PE 为 21.2/16.2/14.5 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4211	4479	5018	5463
同比增长	17.6%	6.4%	12.0%	8.9%
归母净利润(百万元)	325	365	478	535
同比增长	15.7%	12.1%	31.1%	12.0%
毛利率	31.5%	31.8%	32.3%	32.4%
ROE	13.0%	13.0%	15.6%	16.0%
每股收益(元)	1.06	1.19	1.56	1.74
市盈率	23.8	21.2	16.2	14.5

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年中报：25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 20.42/1.61/1.59 亿元，同比+2.57%/+4.30%/+3.25%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.87/0.92/0.94 亿元，同比+4.66%/+1.13%/+5.46%。

点评

- **中国区 Q2 收入环比降速，欧洲区表现亮眼，美洲区相对稳健。**
 - ✓ 分产品看，25H1 软胶囊/软糖/片剂/粉剂/饮品/硬胶囊实现收入 9.47/5.17/1.89/0.91/1.11/1.08 亿元，同比 +6.47%/+6.35%/+33.37%/-36.02%/-20.84%/+11.00%。软胶囊、软糖收入增速稳健，主要系订单量持续稳定增长；片剂收入同比大幅增长，硬胶囊基数较小、收入增速较快，而粉剂和饮品收入有所下滑。
 - ✓ 分地区看，25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区实现收入 8.18/7.60/3.59/1.05 亿元，同比-1.63%/+4.26%/+21.96%/-22.91%。25H1 内生收入同比+3%，分区域看，中国区 Q1 在去年同期高基数下收入仍实现正增长、Q2 略有承压，主要系跨期订单影响，上半年总体订单增速达双位数、快于收入增速，其中新消费市场持续贡献增量、收入占比提升至 50%；欧洲区表现亮眼，超额达成目标，公司在核心客户合作方面取得显著突破；25H1 美洲区存量部分收入增速 7%，受关税暂停措施影响订单履行速度加快，而 BF 业务短期承压，上半年实现收入 4.62 亿元，同比+2%，预计三季度美洲区业务改善、收入环比大幅增长；此外，公司持续开拓亚太市场，并加速推进泰国工厂建设，希望未来能够覆盖东南亚、日韩、澳新市场。
- **25H1 毛利率提升，费用率小幅增长，盈利能力同比改善。**25H1 毛利率为 33.18%，同比+1.14pct，其中 Q2 毛利率为 33.27%，同比-0.09pct，主要系经营生产持续降本、集中采购、定价策略优化，带动毛利率稳步提升。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 8.67%/11.47%/3.04%/2.06%，同比 +0.84%/+1.54/-0.34/+0.13pct，其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 8.08%/11.13%/3.04%/1.83%，同比+0.12/+0.96/-0.47/-0.33pct，销售费用率提升主要系公司整合销售团队、加强市场营销并加大新业务赛道投入，管理费用率提升主要系管理团队升级。上半年内生净利率 13%，同比基本持平，BF 亏损同比扩大系个护业务拖累。综合以上因素，25H1 归母净利率为 7.89%，同比+0.13pct，其中 Q2 归母净利率为 8.50%，同比-0.30pct。

- **持续挖掘增量客户，供应链管理持续优化。**收入端，中国区坚持做深做透高价值客户，同时进行团队升级，针对原有销售组织实施扁平化管理，设立 BD 团队挖掘增量客户，一方面聚焦新零售赛道，紧抓私域直播风口，突破 MCN 核心客户，另一方面拓展零售商业务和现代渠道客户，提升药店和会员制仓储超市渠道份额；欧洲区坚持大客户战略，并通过南欧、东欧、中东等新兴市场获取增量；美洲区短期受关税扰动，公司积极与客户协商共担关税成本上涨，子公司 BF 预计将承接多数内生出口部分订单，加快软糖产能爬坡进度，进一步降低关税负面影响。利润端，公司降本增效措施持续推进，随着 BF 逐步减亏，盈利能力有望提升。此外，公司计划剥离 BF 个护业务或引入战略投资者，进一步优化公司的美国业务结构。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 44.79/50.18/54.63 亿元，同比增长 6.4%/12.0%/8.9%，归母净利润分别为 3.65/4.78/5.35 亿元，同比增长 12.1%/31.1%/12.0%，EPS 为 1.19/1.56/1.74 元，对应 2025 年 8 月 25 日收盘价，PE 为 21.2/16.2/14.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2023	1975	2269	2609
货币资金	636	575	611	1067
交易性金融资产	115	132	100	90
应收票据及应收账款	687	636	859	804
预付款项	21	22	22	24
存货	482	544	609	553
其他	82	66	67	70
非流动资产	3463	3744	3855	3918
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1523	1634	1669	1715
在建工程	238	267	281	288
无形资产	526	510	500	485
商誉	417	447	485	450
其他	759	887	921	980
资产总计	5486	5719	6124	6526
流动负债	825	774	861	917
短期借款	55	55	55	55
应付票据及应付账款	393	432	518	555
其他	376	288	288	307
非流动负债	2020	2045	2131	2209
长期借款	132	77	100	124
其他	1889	1969	2031	2086
负债合计	2845	2820	2992	3126
股本	236	307	307	307
未分配利润	1515	1662	1843	2045
少数股东权益	135	89	69	55
股东权益合计	2641	2899	3131	3400
负债及权益合计	5486	5719	6124	6526

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	325	365	478	535
折旧和摊销	288	359	402	452
营运资金的变动	-71	-60	-209	171
经营活动产生现金流量	567	697	777	1292
资本支出	-407	-543	-482	-462
长期投资	101	-48	24	-12
投资活动产生现金流量	-328	-643	-511	-536
债权融资	123	9	86	78
股权融资	3	71	0	0
融资活动产生现金流量	-131	-124	-229	-300
现金净变动	111	-61	36	456

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4211	4479	5018	5463
营业成本	2886	3056	3399	3692
税金及附加	31	33	37	40
销售费用	353	385	381	399
管理费用	418	452	479	508
研发费用	126	132	143	153
财务费用	80	75	69	105
投资收益	-5	-5	-5	-5
公允价值变动收益	-22	-14	-17	-17
信用减值损失	-1	-3	-4	5
资产减值损失	-5	-2	-2	4
营业利润	327	364	523	595
营业外收支	-10	-7	-9	-9
利润总额	317	357	514	585
所得税	35	39	56	64
净利润	282	318	458	521
少数股东损益	-43	-46	-20	-14
归属母公司净利润	325	365	478	535
EPS(元)	1.06	1.19	1.56	1.74

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	17.6%	6.4%	12.0%	8.9%
营业利润增长率	15.9%	11.3%	43.6%	13.7%
归母净利润增长率	15.7%	12.1%	31.1%	12.0%
盈利能力				
毛利率	31.5%	31.8%	32.3%	32.4%
归母净利率	7.7%	8.1%	9.5%	9.8%
ROE	13.0%	13.0%	15.6%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	51.9%	49.3%	48.9%	47.9%
流动比率	2.45	2.55	2.63	2.84
速动比率	1.79	1.77	1.86	2.18
营运能力				
资产周转率	78.8%	79.9%	84.7%	86.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.06	1.19	1.56	1.74
每股经营现金	1.84	2.27	2.53	4.20
估值比率(倍)				
PE	23.8	21.2	16.2	14.5
PB	3.1	2.8	2.5	2.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn