



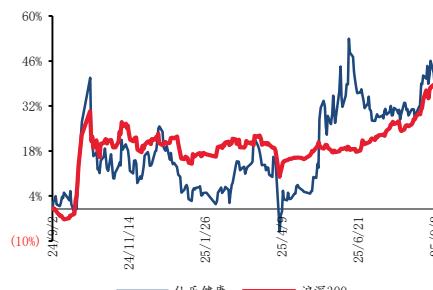
仙乐健康(300791)

目标价: 31

昨收盘: 24.77

仙乐健康：国内新消费客户快速崛起，海外延续稳健增长

走势比较



股票数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通(亿股) | 3.07/2.57 |
| 总市值/流通(亿元) | 76.12/63.57 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 35.48/21.22 |

相关研究报告

<<仙乐健康：国内需求疲软拖累整体表现，海外延续高增态势 报告标题>>--2024-10-28

<<仙乐健康：Q2 业绩符合预期，内生维持较高盈利水平>>--2024-08-15

<<仙乐健康：2024Q1 收入符合预期，内生盈利水平提升超预期>>--2024-04-23

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司公布 2025 年中报，2025H1 公司实现总收入 20.42 亿元，同比+2.6%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比+4.3%，实现扣非净利润 1.59 亿元，同比+3.3%。2025Q2 单季度实现总收入 10.87 亿元，同比+4.7%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比+1.1%，实现扣非净利润 0.94 亿元，同比+5.5%。

中国区收入整体承压，但国内新消费客户快速崛起，海外地区表现稳健。分地区来看，25H1 公司中国境内/美洲/欧洲/其他地区分别实现收入 8.2/7.6/3.6/1.1 亿元，分别同比-1.6%/+4.3%/+22.0%/-22.9%，内生/BF 子公司收入分别同比+3%/2%。中国区收入同比有所下降主要受到国内保健品消费多元化影响，但受益于新消费客户订单高增，实际订单增速高于报表端收入增速，公司全面积极拥抱国内新消费趋势变化，新消费客户(MCN、跨境新零售)预计实现收入近 50%增长，占国内收入比例近 50%，同时新消费业务未拖累整体盈利水平，随新消费客户收入占比提升，国内地区毛利率与净利率均保持上升趋势。海外地区整体保持稳健增长，其中欧洲地区软糖业务延续较快增长势头，新发布 12 款新产品，与核心客户取得大订单突破，并新成立英国子公司吸引多家新客户完成交易；美洲地区受到关税政策影响，上半年收入仅实现 7%左右增长。BF 上半年承接部分出口受阻订单，但仍面临员工管理以及跨境文化融合等经营问题，公司公告寻求 BF 子公司个护 PC 业务剥离，若能成功实现剥离将明显增厚公司利润。

团队持续优化升级，25H1 内生净利率延续改善。2025H1/Q2 公司毛利率分别为 33.18%/33.27%，分别同比+1.14/-0.09pct，上半年毛利率整体保持稳中有升，主因公司不断深化全球采购协同，且供应链运营效率得以提升。费用方面，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.7%/+11.5%/3.0%/2.1%，分别同比+0.8/+1.5/-0.3/+0.1pct，其中 Q2 分别同比+0.1/+1.0/-0.5/-0.3pct，销售费用提升主要来源于美洲销售团队整合升级，以及匹配新消费客户加大市场营销投入力度；管理费用提升主因阶段性管理团队升级。综上，据公司业绩交流提到，25H1 公司内生净利率同比增长近 10%，经测算 25H1 公司内生净利率为 13%，同比提升近 0.8pct，25H1/Q2 整体净利率分别为 7.9%/8.5%，分别同比+0.1/-0.3pct。

投资建议：今年公司通过内部组织调整应对国内渠道分流变化，优化团队交付能力及中后台响应能力，加大力度突破高价值跨境电商业务，国内新消费客户实现高速增长，同时新客户仍在持续开拓，后续有望进一步享受新消费增长趋势延续高增。海外市场软糖等业务增长表现亮眼，核心客户合作持续加深，未来若 BF 的 PC 业务顺利剥离出表，利润有望显著增厚。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 45.6/50.7/55.7 亿元，分别同比+8.2%/+11.3%/+9.9%，实现归母净利润 3.8/4.8/5.3 亿元，分别同比+15.6%/+26.8%/+11.2%，对应 PE 分别为 20/16/14X，按照 2026 年业绩给予 20 倍 PE，对应目标价为 31.0 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；个护业务剥离受阻；汇率变动加剧；大客户订单交付不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4,211 | 4,555 | 5,067 | 5,566 |
| 营业收入增长率(%) | 17.56% | 8.16% | 11.25% | 9.85% |
| 归母净利（百万元） | 325 | 376 | 477 | 530 |
| 净利润增长率(%) | 15.66% | 15.58% | 26.84% | 11.24% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.39 | 1.22 | 1.55 | 1.72 |
| 市盈率（PE） | 18.92 | 20.26 | 15.97 | 14.36 |

资料来源：据宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表（百万） | | | | | 利润表（百万） | | | | | | |
|-----------|--------|-------|-------|-------|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 534 | 636 | 864 | 973 | 1,176 | 营业收入 | 3,582 | 4,211 | 4,555 | 5,067 | 5,566 |
| 应收和预付款项 | 633 | 708 | 638 | 724 | 795 | 营业成本 | 2,498 | 2,886 | 3,097 | 3,395 | 3,729 |
| 存货 | 481 | 482 | 413 | 472 | 518 | 营业税金及附加 | 22 | 31 | 27 | 30 | 33 |
| 其他流动资产 | 284 | 197 | 187 | 191 | 196 | 销售费用 | 278 | 353 | 424 | 466 | 512 |
| 流动资产合计 | 1,933 | 2,023 | 2,102 | 2,360 | 2,685 | 管理费用 | 351 | 418 | 501 | 542 | 590 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 52 | 80 | 23 | 21 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 0 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,440 | 1,523 | 1,556 | 1,578 | 1,587 | 投资收益 | 2 | -5 | 46 | 51 | 56 |
| 在建工程 | 187 | 238 | 290 | 305 | 310 | 公允价值变动 | -58 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产开发支出 | 578 | 558 | 577 | 597 | 617 | 营业利润 | 282 | 327 | 410 | 527 | 608 |
| 长期待摊费用 | 169 | 226 | 226 | 226 | 226 | 其他非经营损益 | -9 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| 其他非流动资产 | 2,822 | 2,941 | 3,043 | 3,277 | 3,581 | 利润总额 | 273 | 317 | 400 | 517 | 597 |
| 资产总计 | 5,196 | 5,486 | 5,692 | 5,984 | 6,321 | 所得税 | 33 | 35 | 52 | 67 | 78 |
| 短期借款 | 0 | 55 | 55 | 55 | 55 | 净利润 | 240 | 282 | 348 | 450 | 520 |
| 应付和预收款项 | 398 | 393 | 430 | 472 | 518 | 少数股东损益 | -41 | -43 | -28 | -27 | -10 |
| 长期借款 | 83 | 132 | 132 | 132 | 132 | 归母股东净利润 | 281 | 325 | 376 | 477 | 530 |
| 其他负债 | 2,149 | 2,265 | 2,210 | 2,235 | 2,262 | 预测指标 | | | | | |
| 负债合计 | 2,630 | 2,845 | 2,827 | 2,893 | 2,966 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 股本 | 182 | 236 | 307 | 307 | 307 | 毛利率 | 30.27% | 31.46% | 32.00% | 33.00% | 33.00% |
| 资本公积 | 548 | 501 | 449 | 449 | 449 | 销售净利率 | 7.85% | 7.72% | 8.25% | 9.40% | 9.52% |
| 留存收益 | 1,496 | 1,623 | 1,829 | 2,082 | 2,357 | 销售收入增长率 | 42.87% | 17.56% | 8.16% | 11.25% | 9.85% |
| 归母公司股东权益 | 2,390 | 2,506 | 2,758 | 3,010 | 3,285 | EBIT 增长率 | 55.70% | 11.11% | -2.37% | 27.11% | 11.08% |
| 少数股东权益 | 176 | 135 | 108 | 81 | 70 | 净利润增长率 | 32.39% | 15.66% | 15.58% | 26.84% | 11.24% |
| 股东权益合计 | 2,566 | 2,641 | 2,866 | 3,091 | 3,356 | ROE | 11.76% | 12.97% | 13.62% | 15.83% | 16.13% |
| 负债和股东权益 | 5,196 | 5,486 | 5,692 | 5,984 | 6,321 | ROA | 5.41% | 5.93% | 6.60% | 7.96% | 8.39% |
| 现金流量表（百万） | | | | | EPS(X) | 8.71% | 9.08% | 8.24% | 9.97% | 10.48% | |
| 经营性现金流 | 386 | 567 | 596 | 538 | | 1.20 | 1.39 | 1.22 | 1.55 | 1.72 | |
| 投资性现金流 | -1,158 | -328 | -242 | -195 | PE(X) | 28.91 | 18.92 | 20.26 | 15.97 | 14.36 | |
| 融资性现金流 | -91 | -131 | -136 | -234 | | 2.63 | 2.48 | 2.76 | 2.53 | 2.32 | |
| 现金增加额 | -868 | 111 | 228 | 109 | PB(X) | 1.76 | 1.47 | 1.67 | 1.50 | 1.37 | |
| | | | | | | EV/EBITDA(X) | 10.92 | 9.95 | 13.66 | 11.15 | 9.93 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提

构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。