

仙乐健康 (300791.SZ)

中国业务改善，海外业务提速

25Q3 收入/归母净利润同比+18.11%/+16.20%，收入略超预期。公司 Q3 收入全面提速，其中中国区受新消费，新渠道带动增长全面提速，美洲出口业务三季度受订单节奏影响高增，长期仍受关税不确定性扰动。欧洲区业务实现新市场新业务突破持续贡献增量。收入高增下盈利能力稳健。当前行业延续高景气度，前瞻性布局海外市场及全球供应链，并逐步进入宠物赛道，有望通过多元化发展兑现增长潜力。建议关注 BF 个护业务剥离进展，及其带动的 26 年利润弹性释放。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 1.17 元、1.33 元，对应 25 年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q3 收入/归母净利润同比+18.11%/+16.20%，收入略超预期。25Q1-3 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 32.91/2.60/2.44 亿，同比+7.96%/8.53%/3.42%。单 Q3 来看，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.50/0.99/0.85 亿，同比+18.11%/+16.20%/+3.75%，收入略超预期。

□ 中国区低基数下显著改善，欧洲区延续高增。分区域看，中国区 Q3 总体收入同比增长 20%+，总体订单同比 25%+，主要系 MCN、跨境电商、私域、新零售商超等新消费市场拓展的成果，新消费客户占比超过 50%；美洲区看，出口业务前三季度营业收入同比增长超 20%，Q3 增速提升主要来自订单确认节奏影响，BF 核心业务前三季度营业收入同比个位数增长，继续努力改善加强运营管理；欧洲区 Q3 收入同比增长超 35%，相比上半年提速，成功吸引知名英国健康食品零售商合作，并与英国新锐线上健康公司达成合作，完成首个在欧洲工厂批量生产并包装的 Omega-3 软胶囊项目交付。

□ 毛利率改善，费用率提升，盈利能力保持稳定。单 Q3 看，公司毛利率 30.76%，同比+1.12pcts，主要在于现有业务持续优化定价策略，同时持续系统性采购降本增效所致，销售费用率 7.72%，同比+0.45pct，主要在于增加美洲销售团队，以及市场营销及咨询费用提升，管理费用率 9.55%，同比+0.16pct，归母净利率 7.93%，受费用率提升影响，同比-0.13pct。

□ Q4 及明年展望：中国区增长有望延续，关注 BF 个护业务剥离。前三季度公司收入实现逐季加速态势，其中中国区业务面对市场变化积极调整，三季度实现显著改善，同时新消费客户占比不断提升贡献增量。美洲区业务在关税政策影响下有所波动，欧洲市场延续双位数增长表现亮眼。Q4 看中国区有望延续增长态势，美洲区出口业务仍受关税不确定性扰动，增速或有所回落，欧洲区有望保持较快增速，预计 Q4 整体收入仍有望保持较快增长。明年看 BF 个护业务有望剥离，公司持续多元发展下利润能力有望得到释放。

□ 投资建议：中国业务改善，海外业务提速，维持“强烈推荐”评级。25Q3 收入/归母净利润同比+18.11%/+16.20%，收入略超预期。公司 Q3 收入全面提速，其中中国区受新消费，新渠道带动增长全面提速，美洲出口业务三季度受订单节奏影响高增，长期仍受关税不确定性扰动。欧洲区业务实现新市场新业务突破持续贡献增量。收入高增下盈利能力稳健。当前行业延续高景气度，前瞻性布局海外市场及全球供应链，并逐步进入宠物赛道，有望通过多元化发展兑现增长潜力。建议关注 BF 个护业务剥离进展，及其带动的 26 年利润弹性释放。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 1.17 元、1.33 元，对应 25

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：22.83 元

基础数据

总股本（百万股）	307
已上市流通股（百万股）	257
总市值（十亿元）	7.0
流通市值（十亿元）	5.9
每股净资产（MRQ）	8.6
ROE（TTM）	13.0
资产负债率	53.2%
主要股东	广东光辉投资有限公司
主要股东持股比例	42.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	19	14
相对表现	-9	-5	-4

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《仙乐健康（300791）—营收环比改善，内生利润率提升》2025-08-26
- 2、《仙乐健康（300791）—24 年迎难而上交出答卷，25 年改善可期》2025-04-24
- 3、《仙乐健康（300791）—收入保持信心，期待盈利修复》2024-10-24

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。
□ 风险提示：需求疲软、阶段性产能过剩、政策变动、成本上涨等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3582	4211	4630	5240	5897
同比增长	43%	18%	10%	13%	13%
营业利润(百万元)	282	327	344	391	415
同比增长	6%	16%	5%	13%	6%
归母净利润(百万元)	281	325	359	408	435
同比增长	32%	16%	10%	14%	7%
每股收益(元)	0.91	1.06	1.17	1.33	1.42
PE	25.0	21.6	19.6	17.2	16.1
PB	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1

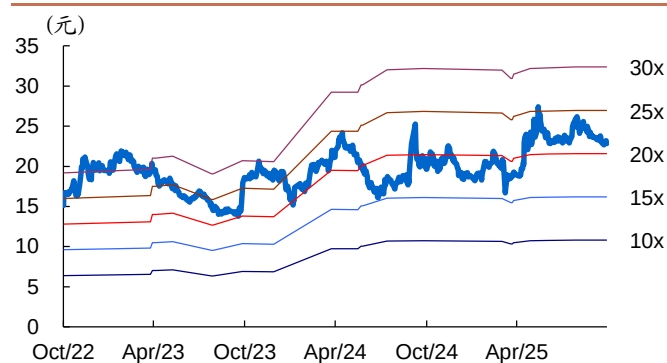
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23FY	24FY
一、营业总收入	958	1079	952	1039	1058	1163	954	1250	3582	4211
二、营业总成本	863	1009	880	946	990	1084	896	1159	3316	3899
其中: 营业成本	658	750	660	692	744	789	638	865	2498	2886
营业税金及附加	7	6	7	6	9	9	7	6	22	31
营业费用	71	92	73	83	77	120	89	97	278	353
管理费用	80	105	92	106	99	121	113	119	351	418
研发费用	29	35	31	36	31	27	29	38	110	126
财务费用	16	17	16	22	28	14	22	29	52	80
资产减值损失	1	3	1	0	1	4	-3	4	5	6
三、其他经营收益	-1	15	2	7	6	1	7	19	16	15
公允价值变动收益	4	61	4	6	4	28	5	21	72	42
投资收益	-6	-45	3	0	2	-26	2	0	-58	-22
其他收益	1	-2	-5	1	0	-1	1	-3	2	-5
四、营业利润	95	84	73	100	74	80	65	109	282	327
加: 营业外收入	1	0	1	1	0	0	2	-1	1	2
减: 营业外支出	1	8	5	2	0	5	2	2	10	12
五、利润总额	94	77	69	99	74	75	65	106	273	317
减: 所得税	14	-4	15	17	-3	5	8	21	33	35
六、净利润	80	81	54	82	77	69	56	86	240	282
减: 少数股东损益	-4	-15	-9	-9	-9	-16	-12	-14	-41	-43
七、归属母公司净利润	84	96	63	91	85	85	69	99	281	325
EPS	0.27	0.31	0.21	0.30	0.28	0.28	0.22	0.32	1.18	1.37
主要比率										
毛利率	31.3%	30.5%	30.6%	33.4%	29.6%	32.1%	33.1%	30.8%	30.3%	31.5%
主营税金率	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%
营业费率	7.4%	8.5%	7.7%	8.0%	7.3%	10.4%	9.3%	7.7%	7.8%	8.4%
管理费率	8.4%	9.8%	9.7%	10.2%	9.4%	10.4%	11.9%	9.5%	9.8%	9.9%
营业利润率	9.9%	7.8%	7.7%	9.6%	7.0%	6.9%	6.8%	8.8%	7.9%	7.8%
实际税率	15.1%	-5.3%	22.3%	17.0%	-4.1%	7.2%	12.9%	19.6%	12.1%	10.9%
净利率	8.8%	8.9%	6.6%	8.8%	8.1%	7.3%	7.2%	7.9%	7.8%	7.7%
YoY										
收入增长率	41.5%	50.1%	35.5%	23.3%	10.4%	7.7%	0.3%	18.1%	42.9%	17.6%
营业利润增长率	18.2%	53.8%	183.2%	29.4%	-21.7%	-5.2%	-11.0%	47.6%	6.4%	15.9%
净利润增长率	26.7%	165.5%	108.8%	28.8%	1.6%	-11.1%	8.9%	16.2%	32.4%	15.7%

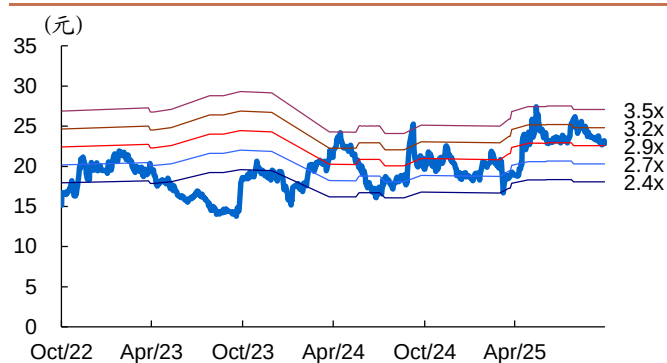
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 仙乐健康历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 仙乐健康历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

-
- 1、《仙乐健康（300791）—24 年迎难交出答卷，25 年改善可期》2025-04-24
 - 2、《仙乐健康（300791）—收入保持信心，期待盈利修复》2024-10-24
 - 3、《仙乐健康（300791）—出口增长强劲，全年信心仍足》2024-08-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1933	2023	2238	2542	2842
现金	534	636	729	852	956
交易性投资	201	116	116	116	116
应收票据	9	12	13	15	17
应收款项	613	675	742	840	945
其它应收款	5	21	23	26	29
存货	481	482	525	593	665
其他	90	82	90	101	114
非流动资产	3263	3463	3394	3335	3285
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1440	1523	1596	1661	1719
无形资产商誉	998	975	878	790	711
其他	825	965	920	884	855
资产总计	5196	5486	5632	5878	6128
流动负债	751	825	741	802	867
短期借款	0	55	0	0	0
应付账款	398	393	429	484	543
预收账款	53	37	40	45	51
其他	300	339	272	272	273
长期负债	1878	2020	2020	2020	2020
长期借款	83	132	132	132	132
其他	1796	1889	1889	1889	1889
负债合计	2630	2845	2761	2822	2887
股本	182	236	307	307	307
资本公积金	705	648	648	648	648
留存收益	1504	1622	1827	2066	2309
少数股东权益	176	135	88	34	(24)
归属于母公司所有者权益	2390	2506	2783	3022	3264
负债及权益合计	5196	5486	5632	5878	6128

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	386	567	606	600	648
净利润	240	282	311	354	377
折旧摊销	227	254	313	303	294
财务费用	83	93	80	80	80
投资收益	(2)	5	(15)	(15)	27
营运资金变动	(149)	(4)	(83)	(121)	(130)
其它	(13)	(62)	0	0	0
投资活动现金流	(1158)	(328)	(229)	(229)	(271)
资本支出	(452)	(412)	(244)	(244)	(244)
其他投资	(706)	84	15	15	(27)
筹资活动现金流	(91)	(131)	(284)	(249)	(272)
借款变动	(208)	45	(123)	0	0
普通股增加	1	54	71	0	0
资本公积增加	(545)	(57)	0	0	0
股利分配	(63)	(200)	(153)	(169)	(193)
其他	723	27	(80)	(80)	(80)
现金净增加额	(863)	108	93	123	104

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3582	4211	4630	5240	5897
营业成本	2498	2886	3145	3551	3985
营业税金及附加	22	31	34	39	43
营业费用	278	353	421	489	553
管理费用	351	418	482	544	610
研发费用	110	126	138	162	183
财务费用	52	80	80	80	80
资产减值损失	(5)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	(58)	(22)	(22)	(22)	(22)
其他收益	72	42	42	42	0
投资收益	2	(5)	(5)	(5)	(5)
营业利润	282	327	344	391	415
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	10	12	12	12	12
利润总额	273	317	334	380	405
所得税	33	35	23	26	28
少数股东损益	(41)	(43)	(47)	(54)	(58)
归属于母公司净利润	281	325	359	408	435

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	43%	18%	10%	13%	13%
营业利润	6%	16%	5%	13%	6%
归母净利润	32%	16%	10%	14%	7%
获利能力					
毛利率	30.3%	31.5%	32.1%	32.2%	32.4%
净利率	7.8%	7.7%	7.7%	7.8%	7.4%
ROE	11.0%	13.3%	13.6%	14.1%	13.8%
ROIC	10.8%	12.9%	13.4%	14.2%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	51.9%	49.0%	48.0%	47.1%
净负债比率	2.8%	4.6%	2.3%	2.2%	2.1%
流动比率	2.6	2.5	3.0	3.2	3.3
速动比率	1.9	1.9	2.3	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	7.0	6.0	6.2	6.4	6.3
应收账款周转率	6.6	6.4	6.4	6.5	6.5
应付账款周转率	7.6	7.3	7.7	7.8	7.8
每股资料(元)					
EPS	0.91	1.06	1.17	1.33	1.42
每股经营净现金	1.26	1.84	1.97	1.95	2.11
每股净资产	7.78	8.15	9.05	9.83	10.62
每股股利	0.65	0.50	0.55	0.63	0.67
估值比率					
PE	25.0	21.6	19.6	17.2	16.1
PB	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.8	16.1	12.4	11.8	11.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。