

仙乐健康 (300791)

笃志力行, 驭变成势

买入 (维持)

2026年01月12日

证券分析师 苏毓

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	4,522	5,044	5,636
同比 (%)	42.87	17.56	7.39	11.54	11.73
归母净利润 (百万元)	281.04	325.06	253.19	405.07	476.71
同比 (%)	32.39	15.66	(22.11)	59.99	17.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	1.06	0.82	1.32	1.55
P/E (现价&最新摊薄)	27.09	23.42	30.07	18.80	15.97

股价走势



投资要点

■ **仙乐健康为保健品 CDMO 龙头企业**, 主营保健食品及功能性食品的研发制造, 2012-2024 年收入/归母净利润 CAGR 均为 18%, 经营稳健, 领跑行业。公司积极开展收并购业务, 2016 年、2022 年分别收购欧洲 Ayanda、美洲 Best Formulation (下文简称 BF), 逐步完善中美欧三大生产基地及全球供应链布局, 2024 年中国/美洲/欧洲/其他市场收入占比分别为 39%/40%/14%/7%, 海外收入占比已超越国内。**公司具备多地研发中心, 研发创新及洞察能力领先**, 能够第一时间“捕捉”市场热点, 通过完备的产线、灵活的供应体系, 尽快实现产品落地并反哺重要客户; 同时创新剂型 (爆珠、萃优酪®等)、延展品类 (六大高潜赛道如抗衰、益生菌、美丽健康、心脑代谢、免疫提升、运动营养)。

■ **保健品行业分散化发展, CDMO 环节受益**。2024 年全球保健品 C 端规模达 1.2 万亿元, 2024-2028 年 CAGR 为 5%, 北美/中国/欧洲为前三大市场, 在全球 C 端规模占比约 35%/20%/16%。对标海外, **假设中国未来渗透率提升至 45%、购买人群消费额提至 120 美元, 我们预计未来中国保健品行业规模有望由 2024 年的 2500 亿元增至 5200 亿元, 空间达 2 倍以上**。品牌分散化发展, CDMO 环节或受益: 2024 年全球保健品 CDMO 市场总规模为 2200-2500 亿元, 我们预计 2024-2028 年增速为 7~9%, 高于保健品行业整体增速。其中前三市场分别为: 北美/欧洲/中国, 2024 年规模分别为 650~750/300-500/330 亿元。我国保健品 CDMO 企业集中度偏低, 2023 年 CR5 低于 20%, 我们看好龙头市场份额提升。

■ **以全球视野为格局, 欧洲稳健增长, 美洲改善在途**。①欧洲工厂 Ayanda 经营平稳, 在 RTG (ready to go, 提供成熟配方清单供客户参考) 以及销售团队积极拓客之下, 订单落地转化加速, **我们预计欧洲市场有望维持低双增速, 考虑到关税转移订单, 或存提速可能**; ②2022 年收购的 BF 前序受制于运营管理及交付周期, 2025 年以来已持续改善, 核心营养品订单良好, PC 拖累有望解除, 轻装上阵; ③全球资源的整合能力有望成为公司的核心竞争力, 不断突破大客户份额。

■ **新零售客户重要性提升**。2024Q3 以来加大新零售拓客力度, 东方甄选、养能健订单贡献近亿元, 同时积极寻求新场景合作。截至 2025Q3, 新零售在国内市场占比已超五成, 增速超 40%, 对收入利润均存正面提振。

■ **盈利预测与投资评级**: 考虑到 BFPC 业务亏损放大, 我们调整 2025-2027 年公司营收分别为 45.22/50.44/56.36 亿元 (2025-2027 年原值 45.72/51.34/57.74 亿元), 同比增速分别为 7%/12%/12%; 2025-2027 年归母净利润为 2.53/4.05/4.77 亿元 (2025-2027 年原值 3.67/4.59/5.27 亿元), 同比增速为 -22%/60%/18%, EPS 分 0.82/1.32/1.55 元, 对应当前 PE 为 30x、19x、16x, 考虑到公司海外市场空间较大, 且研发及供应链端具备明显竞争力, 我们认为当下估值具备性价比, 维持“买入”评级。

■ **风险提示**: 国际贸易摩擦、汇率波动、资产减值、剥离失败的风险。

市场数据

收盘价(元)	24.75
一年最低/最高价	21.22/33.90
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	6,348.99
总市值(百万元)	7,613.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.98
资产负债率(% ,LF)	53.22
总股本(百万股)	307.63
流通 A 股(百万股)	256.52

相关研究

《仙乐健康(300791): 2025 年三季度报点评: 环比提速, 结构优化》

2025-10-29

《仙乐健康(300791): 2025 年中报点评: 拥抱新消费, 经营韧性强》

2025-08-27

内容目录

1. 笃志力行，驭变成势	4
1.1. 研发立命，通达全球.....	4
1.2. 股权集中，结构稳定.....	5
1.3. 经营稳健，领跑行业.....	6
2. 保健品行业：新消费，新周期	8
2.1. 万亿赛道，区域分化.....	8
2.2. 行业分散发展，CDMO 环节受益.....	11
3. 以科技创新为驱动，以全球视野为格局	13
3.1. 灵活提效，创新立命.....	13
3.1.1. 锻造内功，从“好”走向“快”	13
3.1.2. 差异服务，从“好”走向“更好”	14
3.2. 凿空之志，扬帆五洲.....	17
3.3. 居高声自远，更上一层楼.....	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

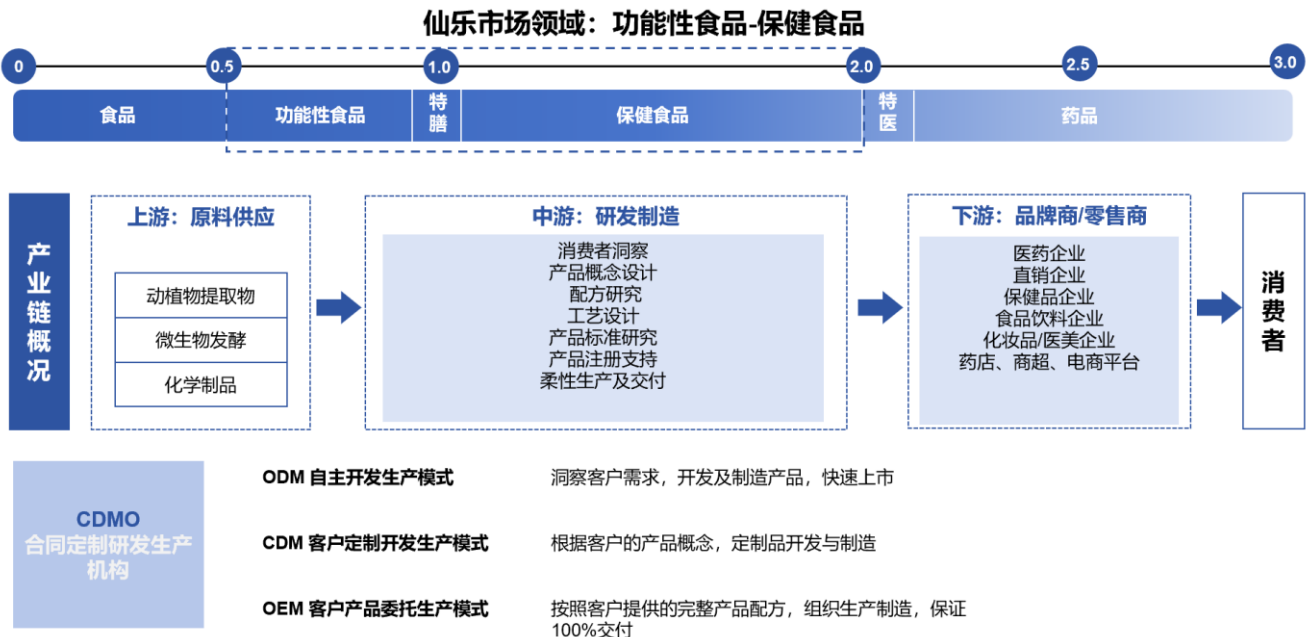
图 1:	仙乐健康商业模式.....	4
图 2:	仙乐健康发展历史.....	5
图 3:	仙乐健康股权结构（截至 2025 年 Q3）.....	5
图 4:	仙乐健康管理层背景（截至 2025 年 Q3）.....	6
图 5:	2012-2024 年营收 CAGR 为 18%.....	6
图 6:	2016-2024 年不同剂型收入占比.....	7
图 7:	2018-2024 年不同剂型收入 CAGR 对比.....	7
图 8:	2016-2024 年不同剂型市场占比.....	7
图 9:	2018-2024 年不同市场收入 CAGR 对比.....	7
图 10:	2016-2024 年整体毛利率走势.....	8
图 11:	2019-2024 年不同市场毛利率对比.....	8
图 12:	2018-2024 年公司费用率变化.....	8
图 13:	2018-2024 年公司净利率变化.....	8
图 14:	保健品产业链.....	9
图 15:	中美保健品定义对比.....	9
图 16:	营养保健品行业韧性较强.....	9
图 17:	2024 年全球营养保健品市场规模（单位：亿元）.....	10
图 18:	2024 年全球人均营养保健品消费额及 CAGR.....	10
图 19:	中国营养保健品渗透率及人均消费提升空间大.....	10
图 20:	保健品行业线上化转型.....	11
图 21:	行业前三十及长尾品牌销售额增速对比.....	11
图 22:	2016-2020 年中美欧前十保健品及长尾品牌市占率对比（单位：%）.....	11
图 23:	2024 年全球营养保健品代工行业市场规模（单位：亿元）.....	12
图 24:	全球 CDMO 行业四种经营模式.....	12
图 25:	我国保健品 2B 市场集中度较低.....	13
图 26:	代工企业研发、制造及营销能力较强（仙乐为例）.....	13
图 27:	仙乐健康九大生产基地遍布亚美欧，研发洞察具备全球视角.....	13
图 28:	仙乐健康的智能化 AI 系统.....	14
图 29:	仙乐健康剂型创新丰富，功效与体验并重.....	15
图 30:	保健品行业发展趋势之一为功能消费品化，功效与体验并重.....	15
图 31:	品类创新案例（节选）.....	16
图 32:	JsRight AI 智能评估系统.....	17
图 33:	仙乐健康营养包软糖，每日一袋，小巧便捷.....	17
图 34:	欧洲市场收入及增速.....	18
图 35:	美国市场收入及增速.....	18
图 36:	仙乐健康具备全球供应链，跨区域协同更佳.....	18
图 37:	国内保健品渠道三轮转型.....	19
图 38:	仙乐健康客户结构.....	19
图 39:	仙乐健康全球大客户.....	20

1. 笃志力行，驭变成势

1.1. 研发立命，通达全球

仙乐健康为保健品行业 CDMO 龙头企业，主营保健食品及功能性食品的研发制造。公司研发能力领先于行业，核心剂型包括软胶囊、营养软糖及饮品；创新剂型包括植物基软胶囊、萃优酪、爆珠、护菌方舟晶球等。

图1：仙乐健康商业模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经过多年发展，仙乐健康现已成为国内保健食品代工行业龙一，2023 年市占率为 8%：1993 年仙乐健康的前身广东仙乐制药有限公司成立，从事各类药品生产业务。21 世纪初，膳食营养补充剂赛道迎来蓬勃发展，广东仙乐开始关注新领域，布局保健食品代工业务。2007 年公司营养软糖、片剂、硬胶囊及粉剂等保健食品生产线投产完成，自此基本拥有了全剂型产品生产能力。2016 年为冲击 IPO，同时为了加强与辉瑞制药的合作关系，仙乐健康决定出售广东千林全部股份，放弃自主品牌发展，专注于保健食品的合同研发生产业务。2019 年 9 月 22 日公司在深圳证券交易所上市，成功登陆 A 股市场。

此外，公司放眼全球，积极开展收并购业务，加速海外市场拓展：①2016 年公司收购欧洲五大软胶囊制造商之一的德国 Ayanda 全部股份，迈出国际化发展战略的重要一步；②2022 年仙乐健康再次出手并购，斥资 12.11 亿元收购 BF 公司近 80% 股份，完善中美欧三大生产基地及全球供应链布局。

图2: 仙乐健康发展历史

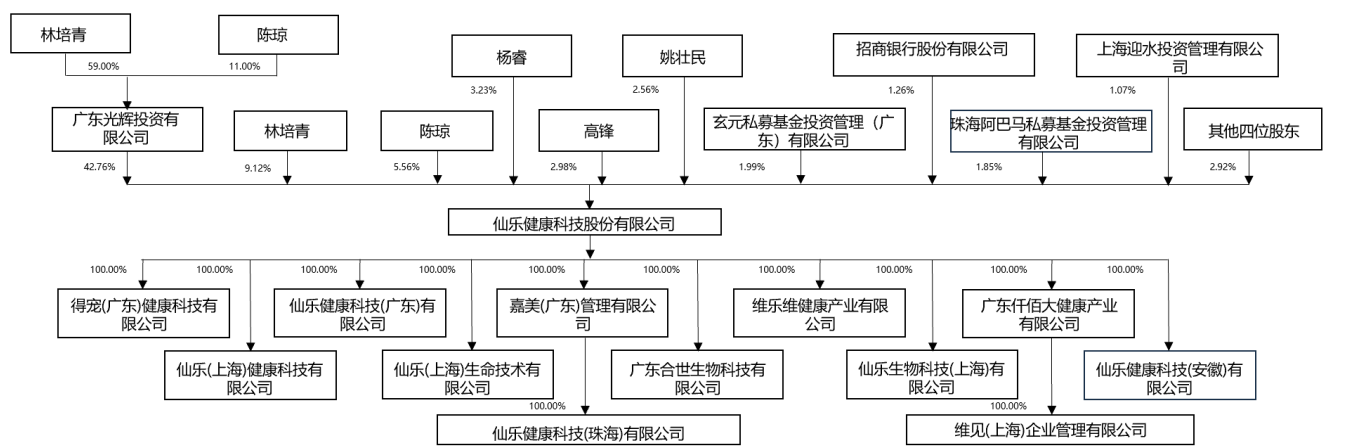


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 股权集中, 结构稳定

截至 2025Q3 末, 广东光辉投资为公司大股东, 持股占比 42.60%, 实控人林培青、陈琼夫妇直接、间接持股共 44.45%, 股权集中、结构稳定。

图3: 仙乐健康股权结构 (截至 2025 年 Q3)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

药企基因明确, 研发赋能明显。管理层多具备药企背景, 且于公司工作多年, 研发立命, 功于创新。

图4：仙乐健康管理层背景（截至 2025 年 Q3）

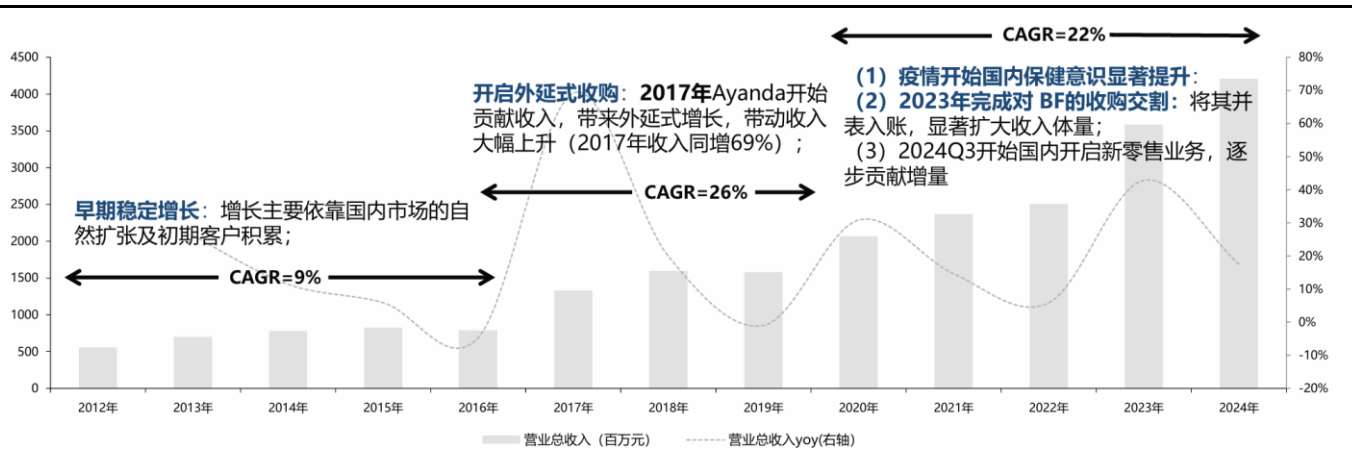
姓名	年龄	任职时间	现任	简介
林培青	60	1993	总经理, 董事长	曾任汕头金石制药总厂副厂长、仙乐有限董事长、总经理, 现任仙乐健康科技股份有限公司董事长兼总经理、广东光辉执行董事、上海盛瑞投资有限公司董事长。
陈琼	59	1993	副总经理, 董事	曾任皖滨化学药业总公司皖滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质管理课长、仙乐有限董事、副总经理, 现任仙乐健康科技股份有限公司董事兼副总经理、BestFormulatoins 管理人、上海盛瑞投资有限公司董事、上海轩锋投资有限公司监事、上海轩宏投资有限公司监事。
姚壮民	55	1993	副总经理, 董事	曾任汕头金石制药总厂销售经理, 广东干林健康产业有限公司董事、总经理, 现任仙乐健康科技股份有限公司董事兼副总经理、维乐维执行董事兼总经理、广东仟佰大健康产业有限公司董事、嘉美(广东)管理有限公司董事、仙乐(上海)健康科技有限公司执行董事、仙乐生物科技(上海)有限公司董事兼总经理、仙乐控股有限公司董事、仙乐国际有限公司董事、SirioEuropeVerwaltungsGmbH 董事、SirioNutritionCo.,Ltd 董事兼 CEO、SirioHoldings (Asia) Pte.Ltd. 董事、XtrapowerLifeNutritionLLC. 管理人、上海盛瑞投资有限公司董事、宁波昌达股权投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人、宁波巨丰股权投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人。
杨睿	55	-	董事	曾任汕头金石制药总厂部门经理, 仙乐有限董事、副总经理, 现任仙乐健康科技股份有限公司董事、广东光辉副总经理。
郑丽群	54	2002	副总经理	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任, 2002 年加入仙乐有限, 历任仙乐有限财务部经理、财务总监, 现任仙乐健康科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书、广东仟佰大健康产业有限公司董事长、嘉美(广东)管理有限公司董事长、维见(上海)企业管理有限公司执行董事兼总经理、仙乐控股有限公司董事、SirioHealthcareHoldingsLLC.CEO、SirioHoldings (Asia) Pte.Ltd. 董事、XeedLifeHealthcareLLC. 管理人兼总经理、SirioEuropeVerwaltungsGmbH 董事、AyandaVerwaltungsGmbH 董事。
刘若阳	36	2024	副总经理, 董事会秘书	历任国泰君安证券股份有限公司投资银行部高级经理, 中国国际金融股份有限公司投资银行部执行总经理, 摩根大通投资银行部执行董事、中国区基础设施与交通物流行业负责人, 现任仙乐健康副总经理、董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 经营稳健，领跑行业

2012-2024 年公司收入/归母净利润 CAGR 均为 18%，领先于行业：①2012-2016 年的增长主要靠国内市场及客户拓展，期间收入 CAGR=9%；②2016-2019 年由于外延收购，德国 Ayanda 带动收入大幅提升，期间收入 CAGR=26%；③2019-2024 年疫情催生保健品行业第二轮发展周期，叠加 2023 年完成美国 Best Formulation（简称 BF）的收购、2024Q3 开始布局国内新零售客户，期间收入 CAGR 维持 22% 高位水平。

图5：2012-2024 年营收 CAGR 为 18%

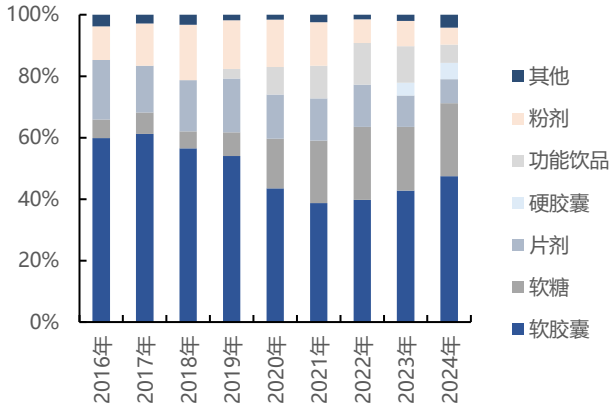


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品类，2024 年软胶囊收入占比超四成，软糖占比提升明显：2024 年收入占比前

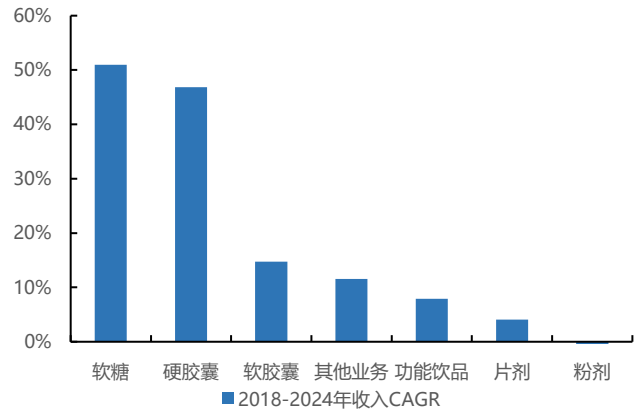
三是软胶囊、软糖、片剂，分别为 47%、24%、8%；趋势而言，传统剂型占比略有退坡，如 2018-2024 年软胶囊、片剂、粉剂收入占比分别-7、-8、-12pct；新兴剂型如软糖、功能饮品占比均有提升，同期分别提升+18、+6pct；

图6: 2016-2024 年不同剂型收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

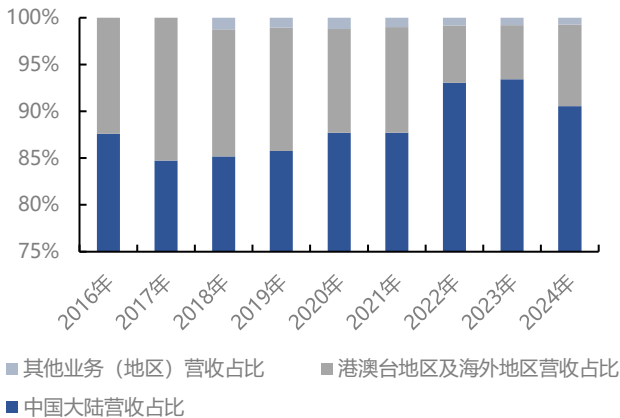
图7: 2018-2024 年不同剂型收入 CAGR 对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

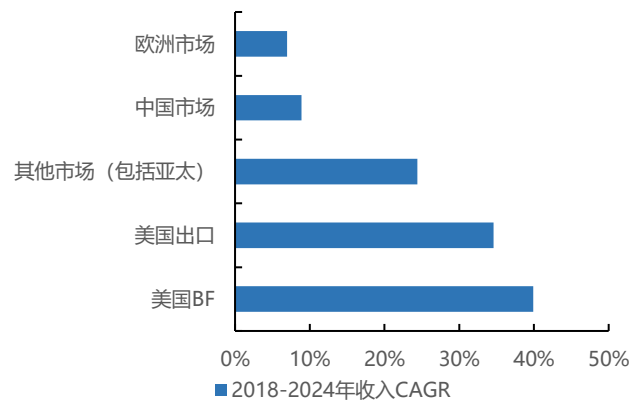
分市场, 2024 年海外已超越国内成为主要市场: 2024 年中国、海外市场收入合计占比为 39%、61%，其中美洲、欧洲、其他市场收入占比分别 40%、14%、7%；2016-2024 年海外市场合计占比提升 30pct。

图8: 2016-2024 年不同剂型市场占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

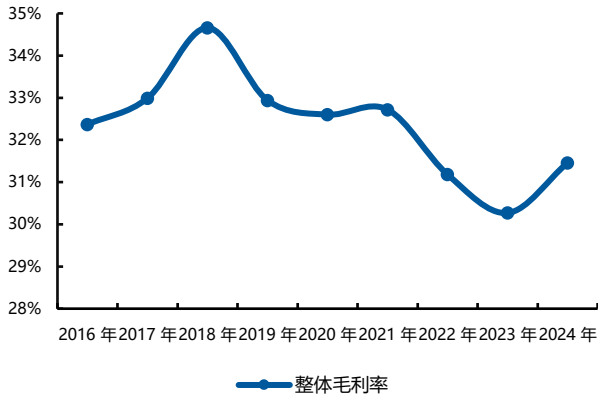
图9: 2018-2024 年不同市场收入 CAGR 对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: BF 为 2023 年收购, 故取 2023-2024 年收入同比数据)

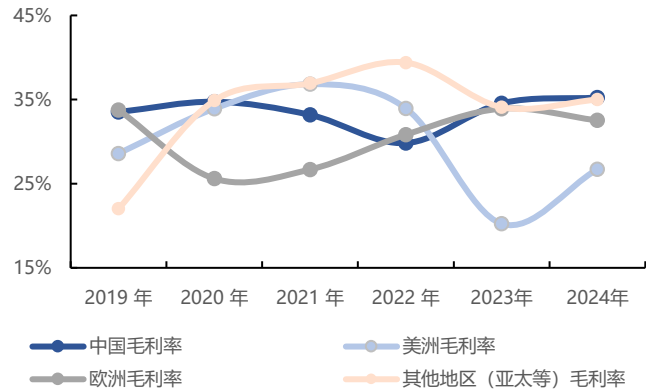
近年来毛利率略有承压主要系市场结构调整所致。 欧美市场毛利率偏低, 该部分收入占比持续提升 (2024 年占比 54%, 较 2016 年提升 26pct) 对整体毛利率产生负面影响, 但我们认为随着海外市场步入正轨、规模效应显现, 且国内市场由于客户结构调整 (新零售客户占比提升), 整体毛利率有望恢复至正常水平。

图10: 2016-2024 年整体毛利率走势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

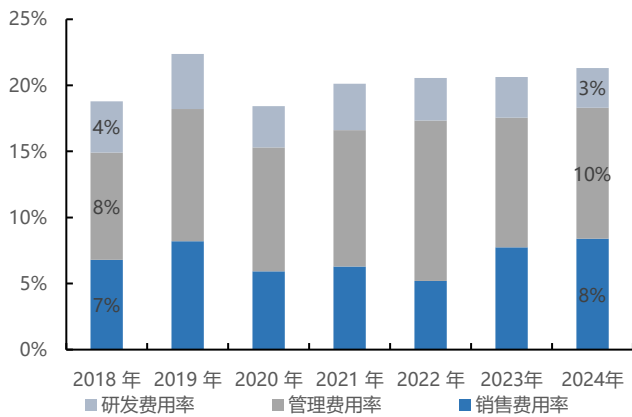
图11: 2019-2024 年不同市场毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

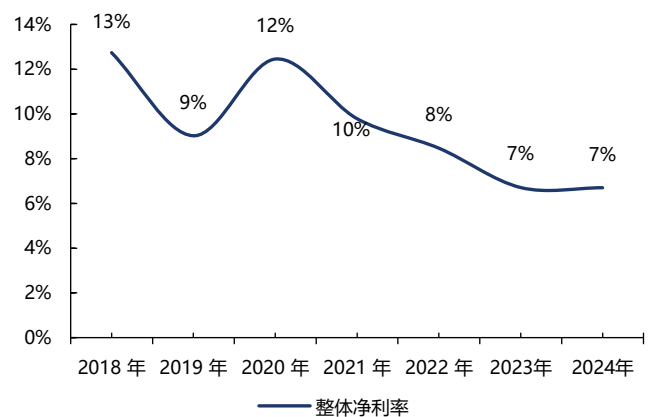
费用率基本稳定, 近年来受到疫情影响, 叠加美国 BF 对利润的拖累, 整体净利率略有承压, 后续随着 BF 整顿向好; 国内市场客户结构改善、新零售客户占比提升、抗风险能力愈强, 我们预计公司盈利拐点已至, 业绩有望进入上行周期。

图12: 2018-2024 年公司费用率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 2018-2024 年公司净利率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 保健品行业: 新消费, 新周期

2.1. 万亿赛道, 区域分化

根据国家食品安全法释义, 保健食品是具有保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品。即适用于特定人群食用、具有调节机体功能, 但不以治疗疾病为目的、并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。

保健品产业链分为上游原料端、中游代工端、下游品牌端: ①原料端代表性公司包括金达威 (优势原料辅酶 Q10)、技源集团 (优势原料 HMB); ②代工厂代表性公司包括仙乐健康、百合股份、技源集团; ③品牌侧代表性公司包括汤臣倍健、H&H 国际控股

(Swisse)。

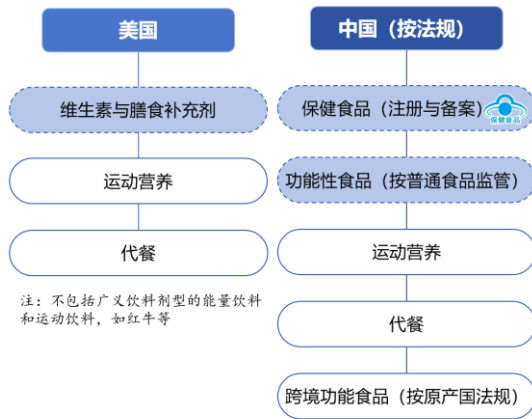
图14: 保健品产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

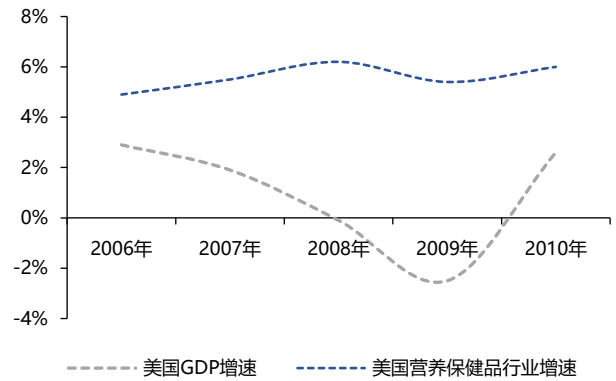
行业特性而言, 营养保健品具备较强韧性, 平抑经济周期影响。2007-2009 年经济危机期间, 在消费渗透率较高的发达国家, 营养保健品行业具有更强的抵御能力。

图15: 中美保健品定义对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 营养保健品行业韧性较强



数据来源: WorldBank, 欧睿国际, 东吴证券研究所

2024 年全球保健品 C 端市场总规模高达 1.2 万亿元, 2024-2028 年 CAGR 为 5%, 整体趋稳。其中: 北美为第一大市场, C 端规模占比约 35%; 中国为第二大市场, 规模占比达 20%, 欧洲次之, 占比 16%。

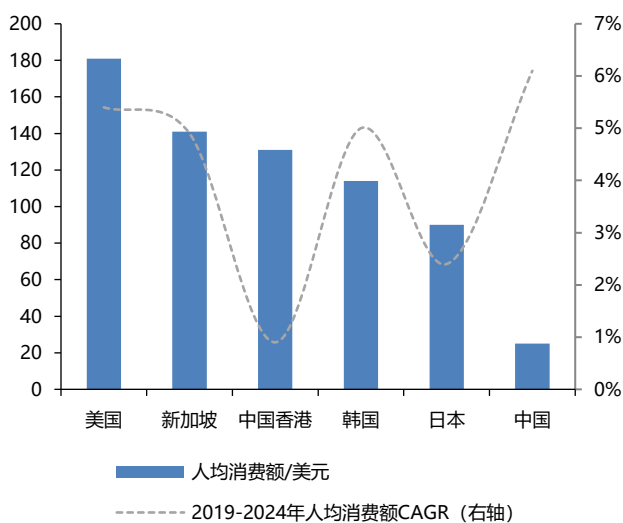
图17: 2024 年全球营养保健品市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: 欧睿国际, BCG 分析, 仙乐健康, 东吴证券研究所 (注: “其他” 含印度、朝鲜、哈萨克斯坦、孟加拉、巴基斯坦等南亚、西亚国家)

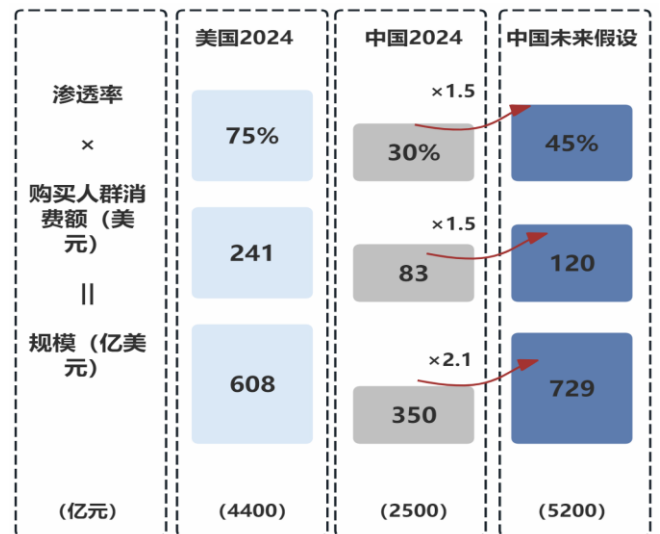
需求向上, 我国营养保健品发展空间较大。人均营养保健品消费额角度, 2024 年美国/新加坡/中国香港/韩国/日本/中国分别为 181/141/131/114/90/25 美元/人/年, 2019-2024 年 CAGR 分别 5%/5%/1%/5%/2%/6%, 中国增速领先。考虑到: ①2024 年美国保健品渗透率高达 75%, 同期中国仅为 30%; ②2024 年美国保健品购买人群消费额为 241 美元, 同期中国仅为 83 美元; 假设中国未来渗透率提升至 45% 的合理水平、且购买人群消费额提至 120 美元, 预计未来中国保健品行业规模有望由 2024 年的 2500 亿元增至 5200 亿元, 空间达 2 倍以上。

图18: 2024 年全球人均营养保健品消费额及 CAGR



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图19: 中国营养保健品渗透率及人均消费提升空间大

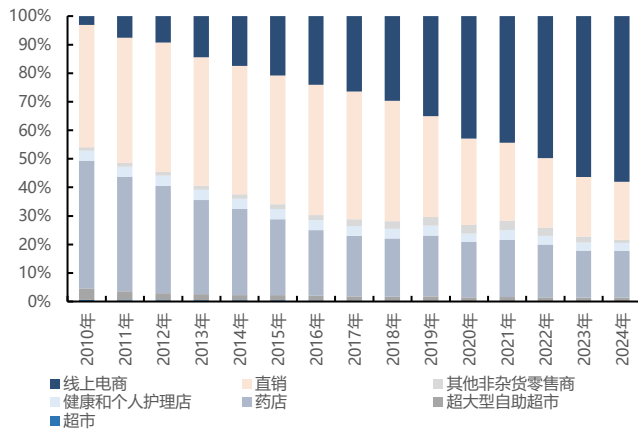


数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

2.2. 行业分散发展，CDMO 环节受益

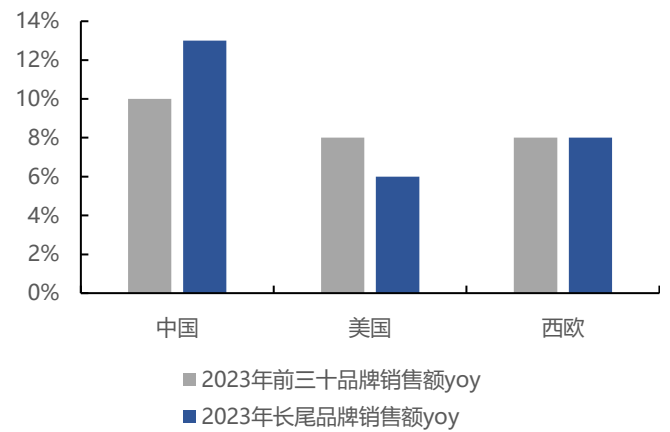
由于保健品线上渠道无批文限制，进入壁垒偏低，品牌端呈分散化发展。电商的保健品无需“蓝帽子”批文即可售卖，生产轻资产化、产品同质化、品牌分散化，品牌企业集中度略有下滑：2023 年前三十品牌及长尾品牌市占率分别为 46%/42%，分别较 2016 年-9/+7pct。同年中国前三十品牌/长尾品牌销售额同比增速分别为 10%/13%，长尾品牌增速领先。竞争加剧、推新加速，产业链的效率及专业性亟待提升，即品牌侧重渠道及营销，代工厂聚焦研发及制造。

图20：保健品行业线上化转型



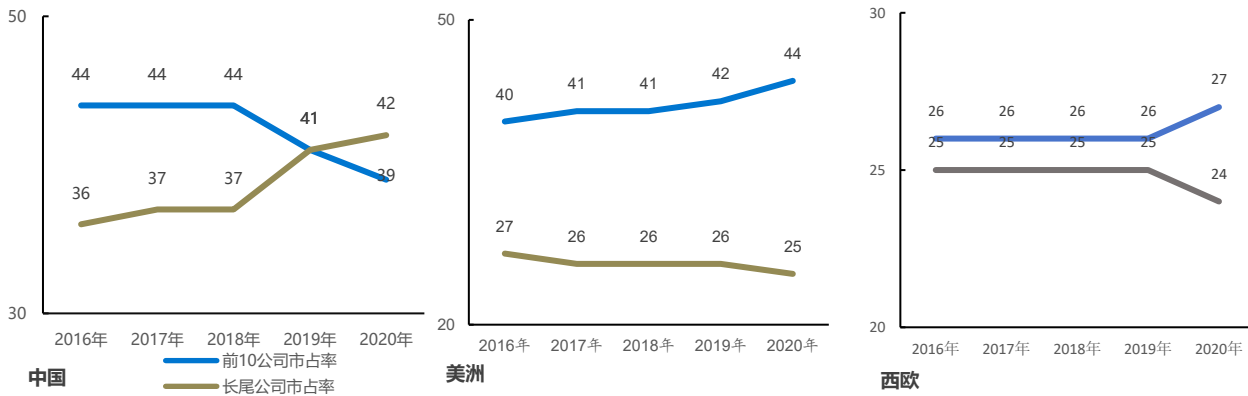
数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图21：行业前三十及长尾品牌销售额增速对比



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

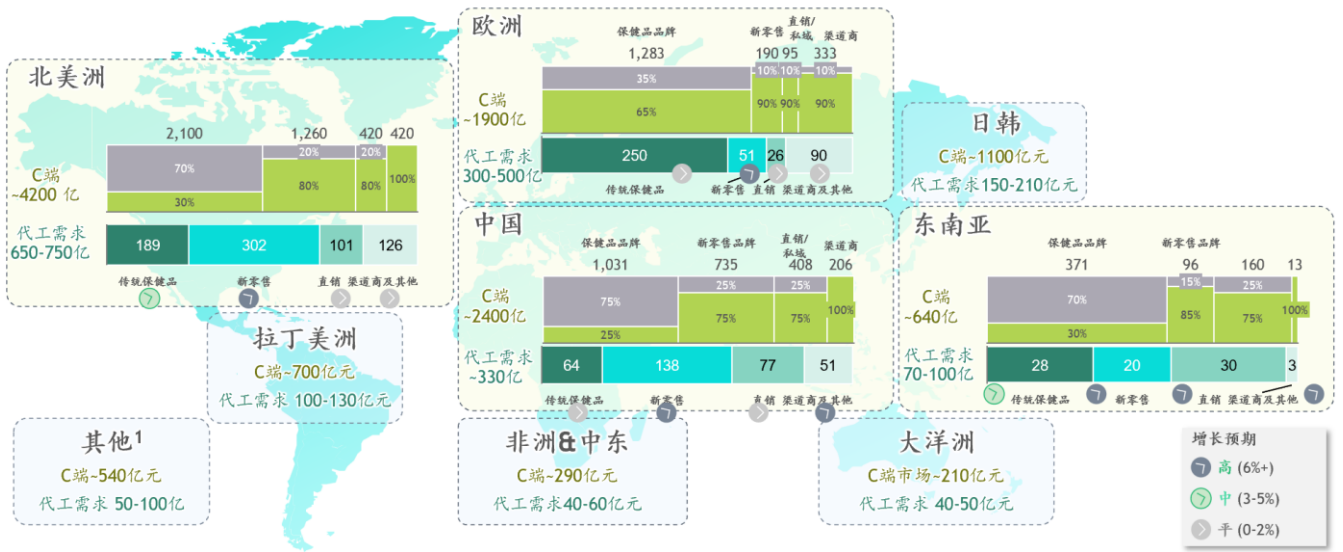
图22：2016-2020 年中美欧前十保健品及长尾品牌市占率对比（单位：%）



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

行业分散化发展利好保健品 CDMO 企业。2024 年全球保健品 CDMO 市场总规模为 2200-2500 亿元，2024-2028 年增速我们预计为 7~9%，高于保健品行业整体增速。其中前三市场分别为：北美/欧洲/中国，2024 年市场规模分别为 650~750/300-500/330 亿元。

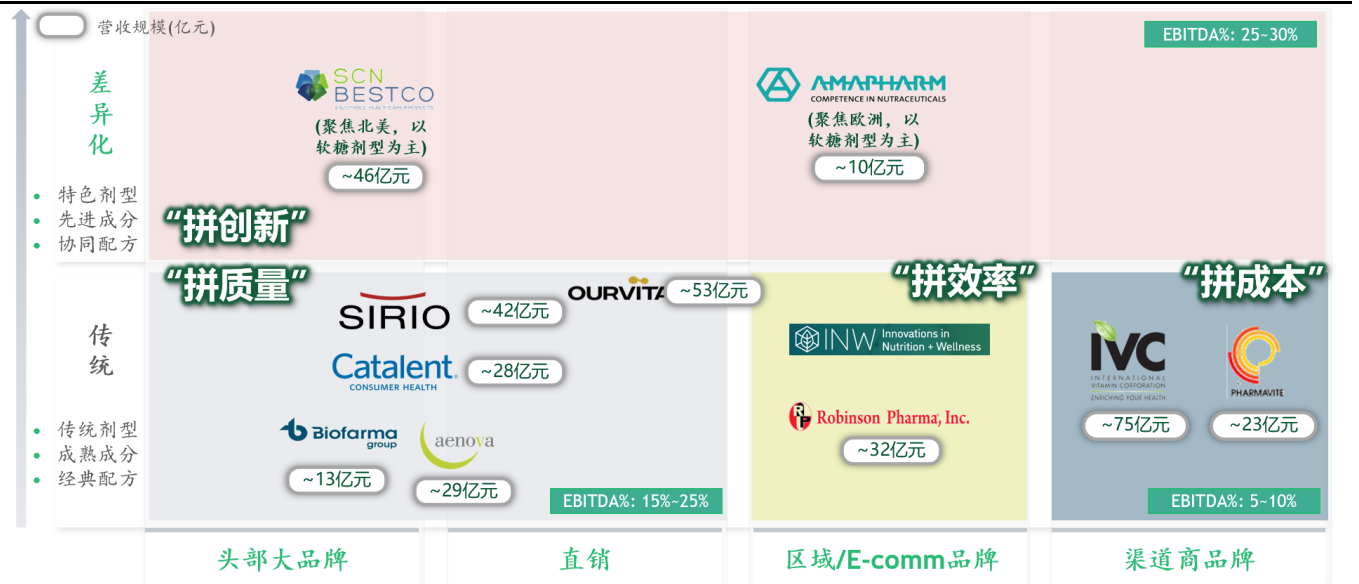
图23: 2024 年全球营养保健品代工行业市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

保健品 CDMO 行业现存四种经营模式: ①拼创新如 SCN; ②拼质量如仙乐、Catalent、Aenova; ③拼效率如 INW; ④拼成本如 IVC、Pharmavite 等, 仙乐健康属兼具质量及创新的头部企业。

图24: 全球 CDMO 行业四种经营模式

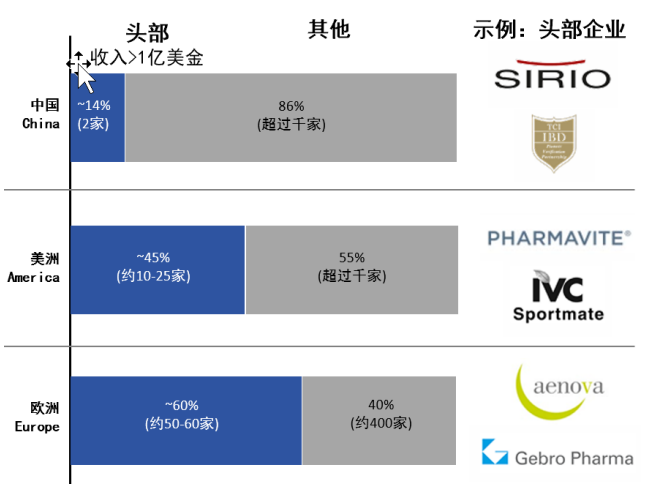


数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

现阶段我国保健品 CDMO 企业集中度仍偏低, 2023 年 CR5 低于 20%, 其中龙一仙乐健康市占率仅为 8%, 我们看好龙头代工企业市场份额提升。①一方面, 头部保健品品牌面临转型、推新加速, 对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高的要求; ②另一方面, 长尾品牌占比提升且更迭加速, 传统模式资本开支大、小规模企业难以为继, 中小企业的代工需求应运走强, 具备规模及技术优势的头部代工厂有望获得更高的市场份额。

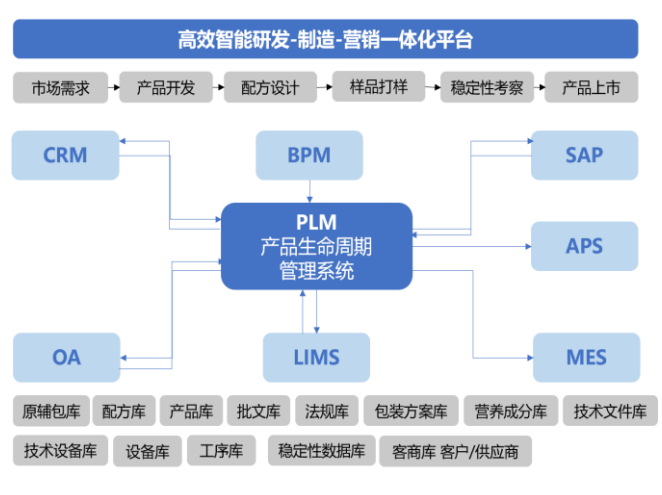
横向对比，我国保健品 2B 市场集中度较低。将年收入>1 亿美金定义为头部，我国头部代工厂仅 2 家（仙乐、大江生医）份额合计 14%，对比美洲和欧洲（头部企业份额合计 45%/60%），集中度有进一步提升的空间。

图25：我国保健品 2B 市场集中度较低



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

图26：代工企业研发、制造及营销能力较强(仙乐为例)



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

3. 以科技创新为驱动，以全球视野为格局

3.1. 灵活提效，创新立命

3.1.1. 锻造内功，从“好”走向“快”

研发及洞察能力领先。公司具备多地研发中心，能够第一时间“捕捉”市场热点，通过完备的产线、灵活的供应体系，尽快实现产品落地并反哺重要客户。

图27：仙乐健康九大生产基地遍布亚美欧，研发洞察具备全球视角

九大生产基地遍布亚美欧，远程下单本土智造，稳定供应有保障

中国·汕头 (全球总部)

- 软胶囊智能车间，装备18条生产线，产能提升40%，交付周期缩短35%
- 先进检验中心，CNAS权威认可，具备2000+检测能力，食品自检比例达90%
- 通过制定能源管理体系、搭建中水回用系统等举措，实现绿色生产

生产范围：汕头第一产业园-软胶囊、固体制剂、饮品等多种剂型；汕头第二产业园-萃优酪、凝胶软片、摩珠等创新形态

德国·普利茨瓦尔克

- 复合型专家团队，从产品研发到市场营销
- 质量管理覆盖生产全流程，确保高质量交付
- 节能设施配合能源回收技术，绿色可持续生产范围：软糖、软胶囊、固体制剂等

中国·马鞍山

- 提供大规模的定制生产和敏捷柔性的小单快返
- 1000+方法检测能力、200+非标内控方法，全项目自检能力超99%
- 45000m²物流中心，全数字化管理，出入库效率提升可达70%以上

生产范围：营养软糖、饮品、粉剂、片剂、硬胶囊等剂型

美国·加州工业城

- 专业研发团队，协助客户进行配方创新
- 全程质量管理，为高品质产品供应提供保证
- 配备多条高速自动瓶装线，同时提供药丸灌装服务

生产范围：软胶囊、软糖、硬胶囊、片剂、粉剂等

中国·珠海

- 依托跨境工厂区及政策优势，最快可实现7-14天出货
- 先进的智能化生产包装线，千万级年产能
- 高效检验认证，可快速提供官方认证COA文件、CNAS检测报告

生产范围：软胶囊、硬胶囊、片剂等剂型；个性营养包等产品的包装生产

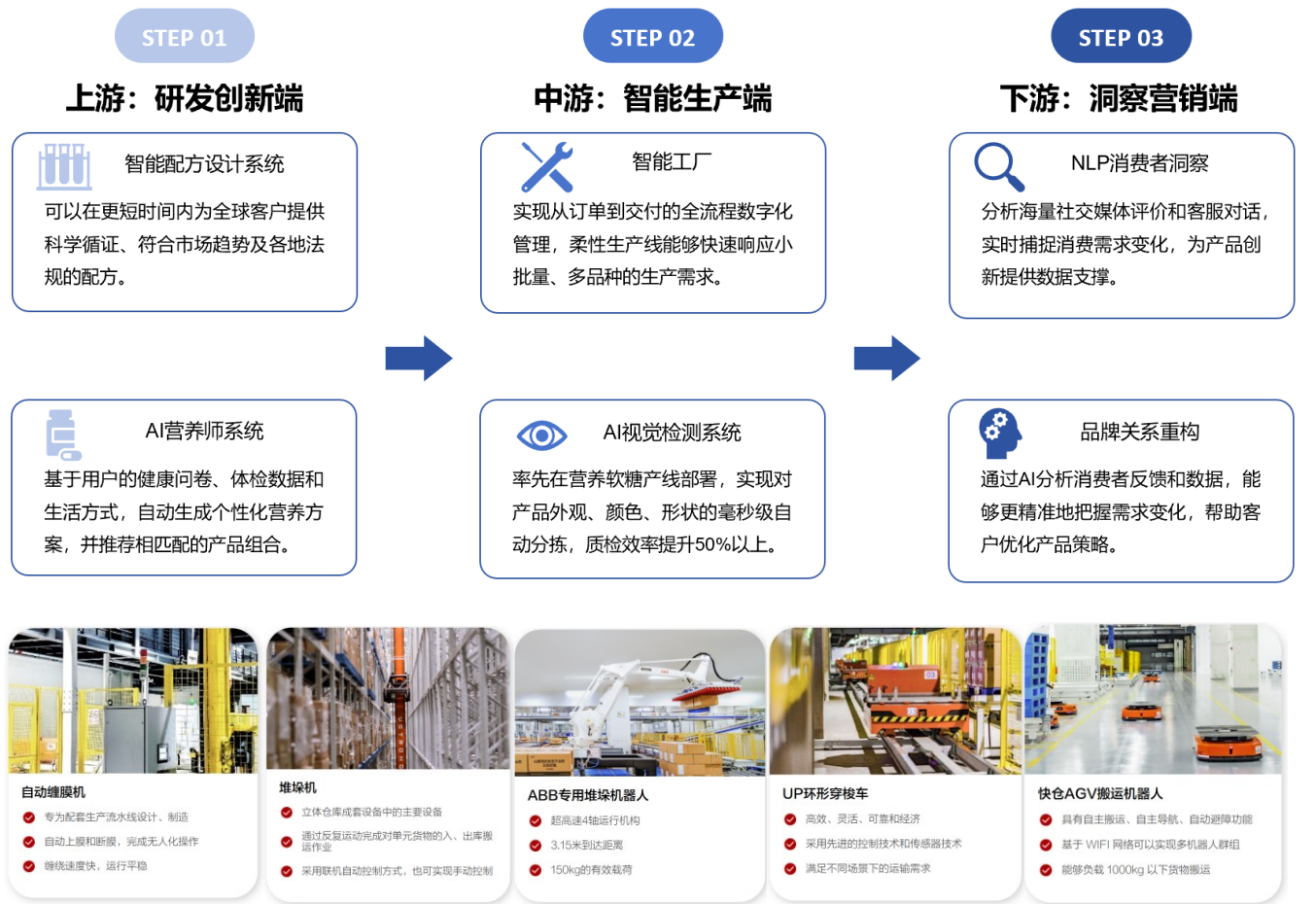
更多

- 中国·香港：立足香港的跨境营养包制造基地，服务全球客户；规模化生产标准营养包生产，柔性定制精准营养包
- 泰国工厂 (在建中)：东南亚地区产能枢纽，满足区域市场需求；拟建设营养软糖生产线，以及软胶囊、片剂、硬胶囊等多条包装线，协同全球供应网络

数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

柔性制造、敏捷响应，灵活性及稳定性兼具：①**供应商：**2024 年公司实施“好伙伴”计划以来，优选供应商的采购占比已突破 50%，合作效率与质量同步提升；②**采购模式：**2025 年全球集采模式升级为“全球寻源+本土协同”，在保持标准化、规模化采购优势的同时，强化区域定制与敏捷响应能力。③**智能化：**AI 营养诊断系统持续解析海量健康数据，智能算法自动生成个性化营养方案，数字化生产线则精准地把控着制造全流程。

图28：仙乐健康的智能化 AI 系统



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

3.1.2. 差异服务，从“好”走向“更好”

创新铸就差异。我们认为仙乐健康的创新可由三个角度理解：

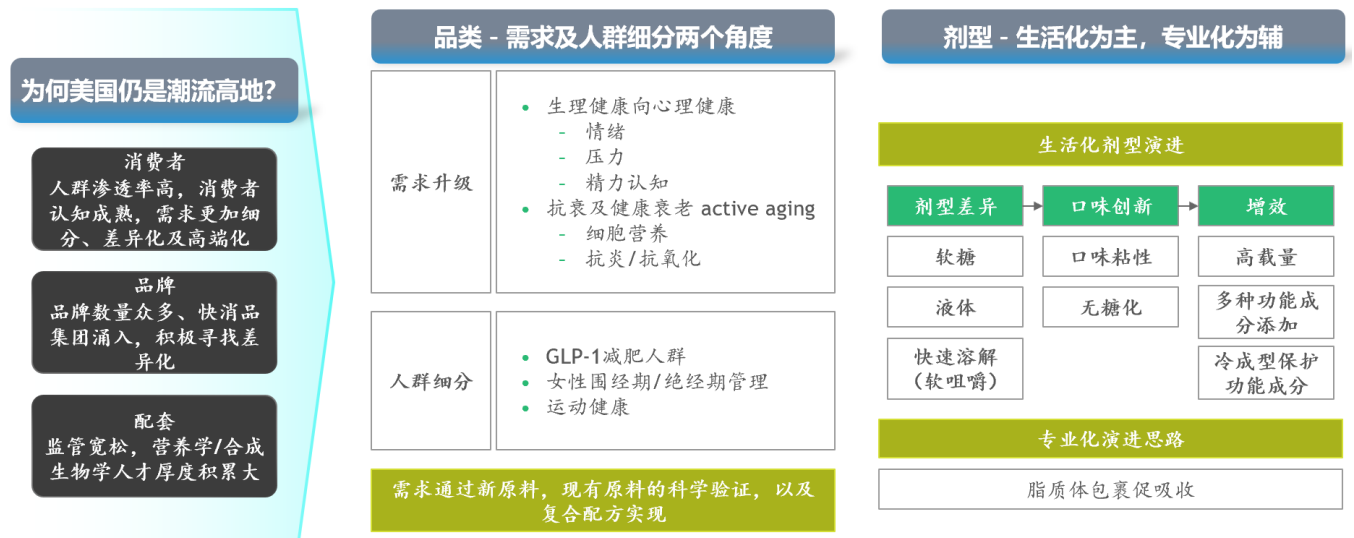
其一，剂型创新，功效与体验并重。公司已经建立了多剂型研发平台，掌握软胶囊、营养软糖、片剂、粉剂、饮品等主流剂型技术，并研发出爆珠、萃优酪®、乳态饮、维浆果®、Plantegrity®、ProbioArk™新剂型，确保产品在口感、稳定性和生物利用度等方面均达到最优水平。

图29: 仙乐健康剂型创新丰富, 功效与体验并重



数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

图30: 保健品行业发展趋势之一为功能消费品化, 功效与体验并重



数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

其二, 品类创新, 前瞻布局。公司聚焦于六大高潜赛道: 抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养, 其中 2025 年 2 月成立了专门的抗衰研究院, 聚焦衰老机理及相关产品开发, 该研究院与多家科研机构合作, 开展基础研究和临床应用研究, 已发表多篇学术论文并申请相关专利。整体而言, 截至 2025 年共计 94 项发明专利, 超

过 30 项行业标准及年超 700 款新品输出；2025 年 11 月进一步推出 WELMAX 平台（开放式循证营养），通过整合研发、检测、临床与学术资源，构建从原料筛选到产品上市的全链路科学循证。

图31：品类创新案例（节选）

业务板块	代表产品	产品情况
孕婴童营养	<p>天灿®钙锌维生素 D 口服液</p> 	<p>天灿®钙锌维生素 D 口服液采用自研 Miumusion®乳化技术，模拟牛奶中钙的天然分散状态，提升吸收效率，同时具备酸奶般绵密口感，满足 1-17 岁群体的日常营养补充需求。</p>
女性营养	<p>VITALVINE™胶原小分子活性肽饮品</p>  <p>PQQ 盐当归黄芪乌鸡肽饮品</p> 	<p>VITALVINE™胶原小分子活性肽饮品凭借双专利胶原小分子活性肽技术，3 倍快充力，助力基底膜营养与胶原焕活；而 PQQ 盐当归黄芪乌鸡肽饮品则融合自研 Femgrace®组合物，浓缩 18 倍乌鸡肽和 100 倍海参肽，搭配高纯 PQQ 盐，为女性提供多维营养支持。</p>
益生菌	<p>akk</p>  <p>姜黄</p> 	<p>跨境产品 Slimboom®AKKONE 体重管理胶囊通过美国 FDA Self-GRAS 认证，300 亿 AKKONE 菌定向激活 GLP-1 代谢通路，科学支持体重与糖脂代谢管理。汉方产品如安益加®姜黄白芍人参胶囊，则精选长白山人参等草本原料，通过标准化生产和蓝帽认证，协同保护肝脏健康。</p>

数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

其三，模式创新，布局新智生产力。行业层面而言，营养包正加速成为营养健康新势能，通过算法精准匹配不同人群的个性化需求，以科学配方取代随机盲选，实现营养补充效率跃升。公司亦积极推进 AI 应用，包括 AI 配方引擎（对内提升研发效率）和 AI 精准营养项目，形成“分析-建议-解决方案-反馈”闭环。我们认为在 AI 垂直应用领域内，以仙乐健康为代表的懂产品、有技术、能快速闭环迭代的公司或更具优势，发展潜力可观。

图32: JsRight AI 智能评估系统



数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

图33: 仙乐健康营养包软糖，每日一袋，小巧便捷



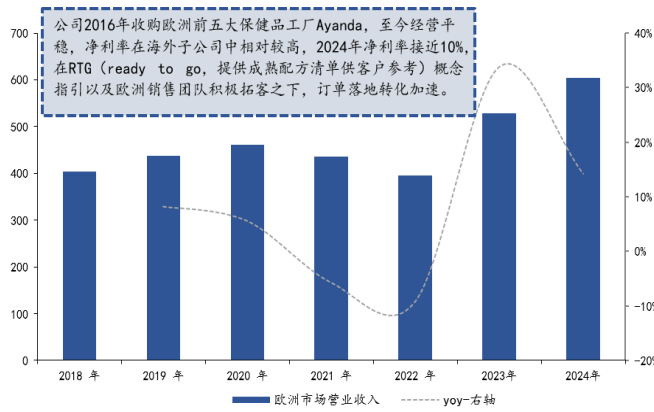
数据来源：中地网，东吴证券研究所

3.2. 凿空之志，扬帆五洲

欧洲市场多元布局，稳健增长。公司 2016 年收购欧洲前五大保健品工厂 Ayanda，在 RTG（ready to go，提供成熟配方清单供客户参考）概念指引以及欧洲销售团队积极拓客之下，订单落地转化加速：①25H1 发布 12 款新品，且核心客户合作取得显著突破，成功斩获欧洲市场战略客户最大单笔软糖订单，同时与全球知名电商平台头部保健品品牌达成新业务合作；同时通过新成立的 Sirio 英国实体公司成功吸引 5 家客户进行交易。②25Q3 战绩同样亮眼，与英国知名健康食品零售商达成合作，完成 Plantegrity®植物基软胶囊和欧洲首款泡腾片交付，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，同时长期合作的大型药房客户对 Lychetox®荔枝元相关产品表现浓厚兴趣，已提交软糖投标，并成功获得几家跨国药企在欧盟、俄罗斯市场多个新 SKU 业务。欧洲市场基础较佳、团队素质过硬，同时自动化包装产线将交付周期缩短至 3 周，英国设立实体 Office 以更好的服务大客户，后续有望进一步挖潜头部客户，增长合作品种；同时加大中东欧、南欧市场拓展力度。新品类（植物基有机产线等）、新模式（RTG）、新市场战略清晰，我们预计欧洲市场有望维持低双增速，且考虑到中美关税影响，订单转移下或存进一步上行可能性。

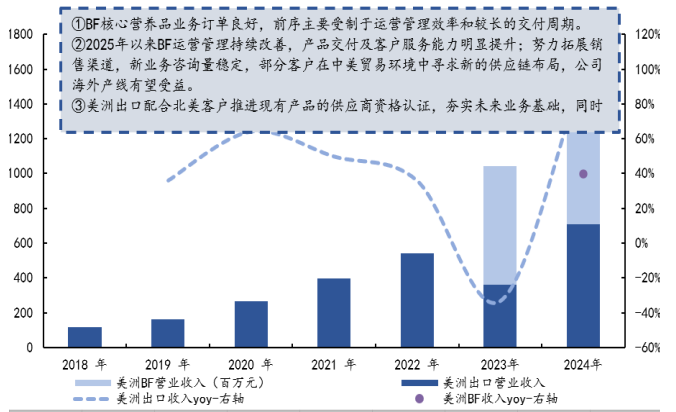
美洲 Best Formulation 多措并举，改善在途。①BF 核心营养品业务订单良好，前序主要受制于运营管理效率和较长的交付周期（交期稳定性与时间控制存在较大波动）。2025 年以来运营管理持续改善，产品交付及客户服务能力明显提升；同时努力拓展销售渠道，新业务咨询量稳定，部分客户在中美贸易环境中寻求新的供应链布局（即原跨境贸易改为美洲本地生产），公司海外产线有望受益。②同时美洲出口修炼内功，配合北美客户推进现有产品的供应商资格认证，夯实未来业务基础，同时今年以来仍与多家客户启动了多个新软糖项目，在不确定中寻找确定性。

图34: 欧洲市场收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

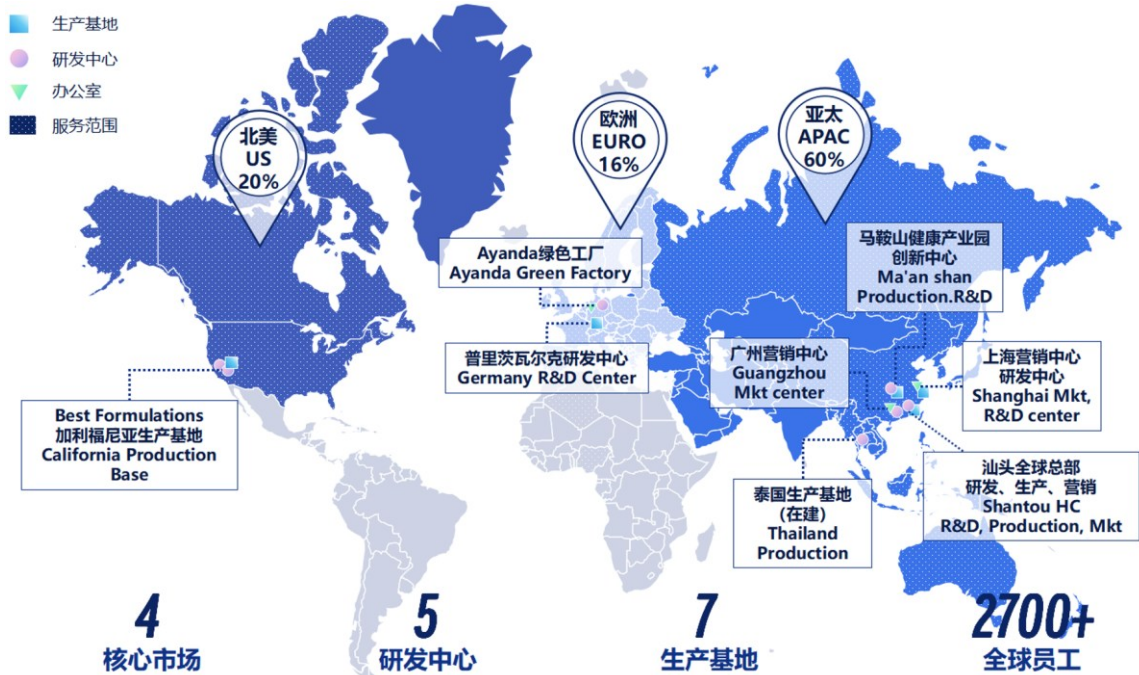
图35: 美国市场收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

加强跨区域协同, 突破全球大客户份额。全球布局让公司能够整合世界优质资源: **中国的工程师红利和关灯工厂智能制造优势、德国的工艺技术、美国的创新理念、东南亚的成本优势**, 通过全球化网络实现高效流动和配置, 我们认为全球资源的整合能力有望成为公司的核心竞争力。

图36: 仙乐健康具备全球供应链, 跨区域协同较佳

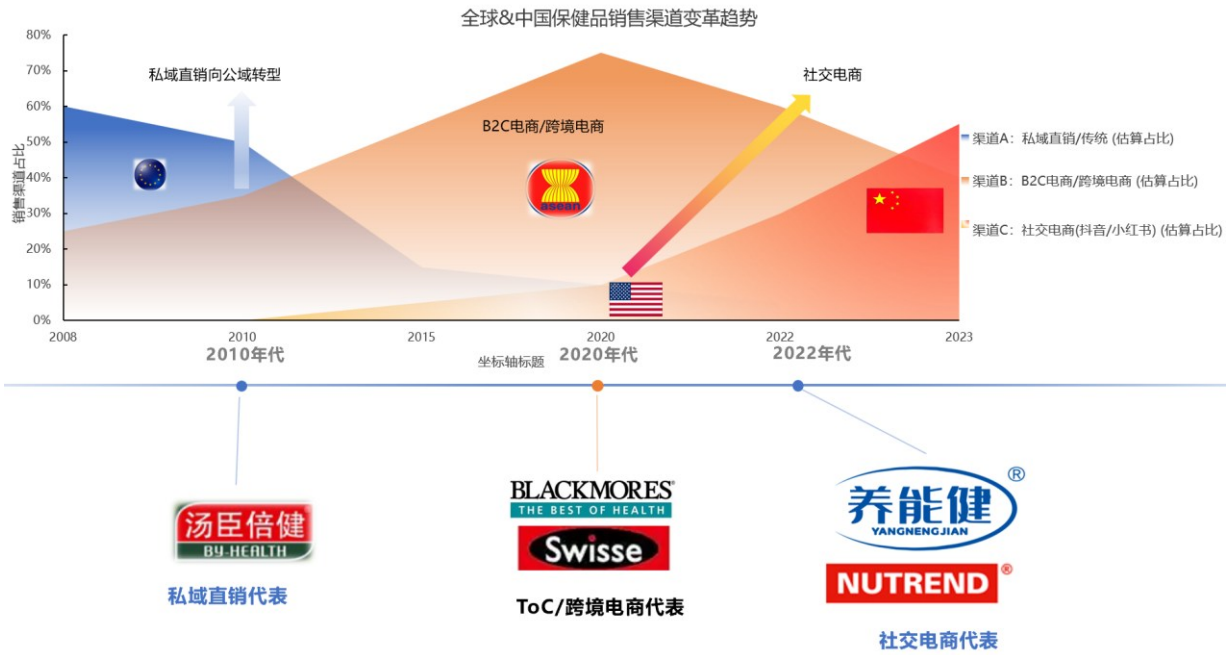


数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

3.3. 居高声自远, 更上一层楼

新零售客户重要性提升。国内保健品销售渠道经历了私域直销向公域转型、B2C 电商/跨境电商、社交电商三轮切换。

图37: 国内保健品渠道三轮转型



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

仙乐健康重视国内新零售客户挖潜,有望打造新增长极。新零售包括①线上如MCN机构/直播/私域客户等;②线下如会员商超等。公司自2024Q3以来加大新零售方向拓客力度,开拓成效显著,新客户东方甄选、养能健订单贡献近亿元,同时积极寻求奶茶、卡游等新场景合作。截至2025Q3末,新零售在国内市场占比已超五成,增速超40%。

图38: 仙乐健康客户结构



数据来源：仙乐健康，东吴证券研究所

图39: 仙乐健康全球大客户

仙乐全球大客户		头部大品牌 (50个)	直销品牌 (数百个)	区域/E-com (数万个)	渠道商品牌 (数百个)
跨区域定义	<ul style="list-style-type: none"> 跨国集团旗下品牌 欧睿前50名品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 通过减少中间环节、直接面向消费者销售产品的保健品品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 以DTC、e-comm形式的新势力品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 渠道商的贴牌产品 	
仙乐中国对应	<ul style="list-style-type: none"> 战略KA 医药保健品品牌 快消跨界 	<ul style="list-style-type: none"> 战略KA 直销 中国 - 私域 	<ul style="list-style-type: none"> 新零售-公域 医药保健品品牌 	<ul style="list-style-type: none"> MT和OTC渠道 	
24年零售规模 (%占比)	2802亿元 (35%)	1034亿元 (13%)	3455亿元 (43%)	753亿元 (9%)	
24年代工需求 (%占比)	200-240亿元 (~17%) ↻	180-220亿元 (~15%) ↻	610-650亿元 (~47%) ↻	260-300亿元 (~21%) ↻	
举例说明		全球品牌 	区域性、国家型品牌 	美洲 欧洲 	

数据来源: 仙乐健康, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测: 公司研发能力及生产灵活性高于行业, 我们预计海外市场空间较大, 看好未来发展, 我们预计 2025-2027 年营收同比增速为 7%/12%/12%, 其中中国市场受益于长青客户修复、新零售客户放量, 收入有望稳定增长, 2025-2027 年营收同比增速为 8%/10%/10%; 美洲市场受关税不确定性略显平缓, 2025-2027 年营收同比增速为 5%/9%/9%; 欧洲市场较为稳健, 2025-2027 年营收同比增速为 25%/15%/15%。

业绩预测: 随着规模效应显现、技术水平提升, 我们预计公司经营有望持续向上; 且 2026 年 BF 经营端有望进一步调整向好、内生业务在新零售客户带动下有望明显修复, 叠加低基数, 预计增速可观。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.53/4.05/4.77 亿元, 同比增速为-22%/60%/18%。

表1: 公司营收测算汇总 (百万元)

百万元	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,507.26	3582.02	4211.06	4522.34	5044.26	5636.06
YOY	6%	43%	17.56%	7.39%	11.54%	11.73%
中国	1,491.36	1850.95	1660.66	1793.51	1972.86	2170.15
YOY	2.28%	24.11%	-10.28%	8%	10%	10%
美洲	540.90	1044.14	1665.98	1749.27	1900.12	2073.58
YOY	36%	93%	60%	5%	9%	9%
欧洲	395.52	529.11	604.48	755.60	868.94	999.28
YOY	-9%	34%	14%	25%	15%	15%
其他	79.48	157.83	279.95	223.96	302.35	393.05
YOY	3%	99%	77%	-20%	35%	30%

数据来源: 公司公告, Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

考虑到 BFPC 业务亏损放大, 我们调整 2025-2027 年公司营收分别至 45.22/50.44/56.36 亿元 (2025-2027 年原值 45.72/51.34/57.74 亿元), 同比增速分别为 7%/12%/12%; 2025-2027 年归母净利润分别为 2.53/4.05/4.77 亿元 (2025-2027 年原值 3.67/4.59/5.27 亿元), 同比增速为-22%/60%/18%。

公司处于保健品赛道, 可比公司包括技源集团、汤臣倍健、若羽臣、民生健康、金达威等。2026 年 1 月 9 日, 同行可比公司对应 2025-2026 年 PE 为 36、29x, 考虑到公司海外市场空间较大, 且研发及供应链端具备明显竞争力, 我们认为当下估值仍具性价比, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/1/9)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
002626.SZ	金达威	122.47	20.08	0.50	0.61	0.77	0.95	40.47	32.75	26.06	21.18
300146.SZ	汤臣倍健	207.74	12.28	1.06	0.45	0.52	0.61	11.57	27.03	23.40	20.03
003010.SZ	若羽臣	119.48	38.41	0.41	0.58	0.95	1.32	92.97	66.46	40.29	29.02
603262.SH	技源集团	116.44	29.11	-	0.49	0.59	0.78	-	59.71	49.13	37.56
301507.SZ	民生健康	57.87	16.23	0.24	0.36	0.38	0.46	67.44	45.27	42.44	35.33
	平均值							53.11	46.25	36.26	28.62
300791.SZ	仙乐健康	76.14	24.75	0.91	1.06	0.82	1.32	27.09	23.42	30.07	18.80

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除仙乐健康外, 其余公司盈利预测来自 2026 年 1 月 9 日 Wind 一致预期。

5. 风险提示

国际贸易摩擦的风险：如若发生国际贸易摩擦，或对公司经营产生影响。

汇率波动的风险：由于涉及海外业务，汇率波动或对公司利润产生影响。

资产减值风险：美国 BF 子公司 PC 业务或存剥离可能性，如若发生剥离，或存资产减值计提可能，对公司利润产生负面影响。

剥离失败风险：2026 年 1 月 11 日公司公告近期公司与潜在购买方就其收购 BFPC 公司 100% 股权事宜签署了非约束性的《关于购买 Best Formulations PC LLC 股权的意向书》，签署后潜在购买方进一步开展项目尽调等相关工作，如若剥离失败，BF 子公司或对公司利润端仍有负面影响。

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	2,407	3,029	3,605	营业总收入	4,211	4,522	5,044	5,636
货币资金及交易性金融资产	751	981	1,449	1,880	营业成本(含金融类)	2,886	3,140	3,522	3,925
经营性应收款项	723	830	902	994	税金及附加	31	29	34	39
存货	482	518	616	664	销售费用	353	407	426	453
合同资产	0	0	0	0	管理费用	418	512	479	535
其他流动资产	67	78	62	67	研发费用	126	135	131	147
非流动资产	3,463	3,422	3,445	3,408	财务费用	80	57	54	6
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	273	428	526
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	5,828	6,474	7,013	利润总额	317	262	418	515
流动负债	825	941	1,071	1,187	减:所得税	35	34	50	61
短期借款及一年内到期的非流动负债	123	119	157	188	净利润	282	229	368	454
经营性应付款项	393	467	522	567	减:少数股东损益	(43)	(25)	(37)	(23)
合同负债	37	51	59	60	归属母公司净利润	325	253	405	477
其他流动负债	272	304	334	373	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	0.82	1.32	1.55
非流动负债	2,020	2,087	2,445	2,634	EBIT	433	319	472	522
长期借款	132	175	234	284	EBITDA	721	630	798	692
应付债券	1,024	1,081	1,139	1,197	毛利率(%)	31.46	30.56	30.18	30.35
租赁负债	328	432	569	674	归母净利率(%)	7.72	5.60	8.03	8.46
其他非流动负债	536	398	503	479	收入增长率(%)	17.56	7.39	11.54	11.73
负债合计	2,845	3,029	3,516	3,821	归母净利润增长率(%)	15.66	(22.11)	59.99	17.68
归属母公司股东权益	2,506	2,689	2,884	3,141					
少数股东权益	135	111	74	51					
所有者权益合计	2,641	2,800	2,958	3,193					
负债和股东权益	5,486	5,828	6,474	7,013					

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	634	663	603	每股净资产(元)	9.77	8.09	8.72	9.56
投资活动现金流	(328)	(340)	(329)	(160)	最新发行在外股份(百万股)	308	308	308	308
筹资活动现金流	(131)	(130)	136	(37)	ROIC(%)	9.43	6.28	8.60	8.68
现金净增加额	111	172	473	410	ROE-摊薄(%)	12.97	9.42	14.04	15.18
折旧和摊销	288	311	326	170	资产负债率(%)	51.86	51.96	54.31	54.48
资本开支	(407)	(202)	(198)	(11)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.42	30.07	18.80	15.97
营运资本变动	(71)	(13)	(86)	(61)	P/B(现价)	2.53	3.06	2.84	2.59

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>