

仙乐健康 (300791.SZ)

强烈推荐 (维持)

减值拖累盈利，激励锚定成长

公司 25 年利润层面业绩承压，主要源自 BF 个护业务剥离+经营亏损拖累，叠加部分业务经营费用前期集中投放。同时公司公布新一期员工持股+限制性股票激励计划，分别对利润、收入层面进行考核。我们认为随着 BF 个护业务剥离，公司未来进一步聚焦 BF 主业，整体盈利有望触底改善，同时激励计划为公司成长规划方向。当前保健品行业整体保持较高景气度，公司产品力扎实的同时积极提升创新与服务能力，未来国内新兴渠道及海外市场均有望实现加速发展，建议关注公司成长潜力及业绩弹性。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 0.41 元、1.25 元，对应 26 年估值 19X，维持“强烈推荐”评级。

□ **BF 个护亏损+剥离减值拖累 25 年业绩。**公司发布 2025 年业绩预告，预计实现归母净利润 1.01-1.51 亿元，同比-68.85 至-53.44%；扣非归母净利润 0.58-0.86 亿元，同比-82.45 至-73.77%。业绩大幅下降核心源于 BF 个护业务经营压力较大，以及剥离后预计带来较大程度的资产减值影响。其中：1) 资产减值方面，公司于 25 年 8 月开始启动业务处置，计提全额资产减值 1.95 亿元，为主要业绩拖累项；对湖北本荟长期股权投资计提减值 5654.73 万元，对应公允价值变动收益 5956.5 万元，同时由于湖北怡本荟未完成约定的协议，其原股东应回购公司持有的湖北怡本荟股权，或赔偿公司的损失，因而确认近似金额的或有收益，整体影响较小。2) 经营层面：BF 个护业务 25 年受运营成本增加，以及团队变动等因素影响，收入大幅下降并预计亏损近 1 亿元，对经营利润有所影响。此外，25 年产生一次性战略咨询费用，以及 AI+精准营养、宠物营养等创新赛道业务前期投入暂未形成规模化收益，叠加 Q4 出口关税对美国业务造成一定影响，均对 25 年全年业绩有所拖累。扣非归母净利润少于归母净利润的原因在于，湖北怡本荟对公司造成的减值计提计入经营性亏损，而赔偿则列入非经常性收益。

□ **限制性股票+员工持股计划落地，对收入利润均有考核锚定成长。**公司激励计划落地，采取限制性股票+持股计划并行方式，形成分层、双目标的激励体系。具体来看：1) **限制性股票**：覆盖 85 名管理及核心技术骨干，计划以 12.21 元/股授予 220.25 万股，约占总股本的 0.72%，未来分三期解除限售，比例分别为 30%、30%、40%。考核目标为营业收入（对 2023 年已推出的限制性股票激励计划的收入考核目标进行了追溯修订，剔除 PC 业务收入预期）调整后考核指标为：26-28 年 100%解锁门槛分别不低于 50.90/53.83/58.32 亿元，按照我们预估公司 25 年收入 45.36 亿测算，同比增速分别为 12.2%/5.7%/8.3%。若完成收入目标的 85%以上，则按照完成比例对应解锁限售比例；若实际收入低于目标的 85%，则不解锁。2) **员工持股计划**：授针对不超过 12 名核心管理层，受让的股份总数不超过总股本的 0.42%，考核目标聚焦 26-27 年度利润，解锁比例分别为 50%、50%。考核指标为：26、27 年净利润分别不低于 3.8、4.5 亿元，26-27 年累计净利润不低于 8.30 亿元。若完成利润目标的 80%以上，则按照完成比例对应解锁限售比例；若实际利润低于目标的 80%，则不解锁。

□ **投资建议：减值拖累盈利，激励锚定成长，维持“强烈推荐”评级。**公司 25 年利润层面业绩承压，主要源自 BF 个护业务剥离+经营亏损拖累，叠加部分

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：23.4 元

基础数据

总股本 (百万股)	308
已上市流通股 (百万股)	257
总市值 (十亿元)	7.2
流通市值 (十亿元)	6.0
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	-8	1	24
相对表现	-10	-13	1

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《仙乐健康 (300791) — 聚焦主业 BF 个护剥离在即，赴港上市强化海外布局》2026-01-12
- 2、《仙乐健康 (300791) — 中国业务改善，海外业务提速》2025-10-29
- 3、《仙乐健康 (300791) — 营收环比改善，内生利润率提升》2025-08-26

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

业务经营费用前期集中投放。同时公司公布新一期员工持股+限制性股票激励计划，分别对利润、收入层面进行考核。我们认为随着 BF 个护业务剥离，公司未来进一步聚焦 BF 主业，整体盈利有望触底改善，同时激励计划为公司成长规划方向。当前保健品行业整体保持较高景气度，公司产品力扎实的同时积极提升创新与服务能力，未来国内新兴渠道及海外市场均有望实现加速发展，建议关注公司成长潜力及业绩弹性。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 0.41 元、1.25 元，对应 26 年估值 19X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求疲软、行业竞争加剧、税收政策变动、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	4536	5080	5405
同比增长	43%	18%	8%	12%	6%
营业利润(百万元)	282	327	128	369	431
同比增长	6%	16%	-61%	188%	17%
归母净利润(百万元)	281	325	126	385	452
同比增长	32%	16%	-61%	205%	17%
每股收益(元)	0.91	1.06	0.41	1.25	1.47
PE	25.6	22.1	57.0	18.7	15.9
PB	3.0	2.9	2.9	2.5	2.3

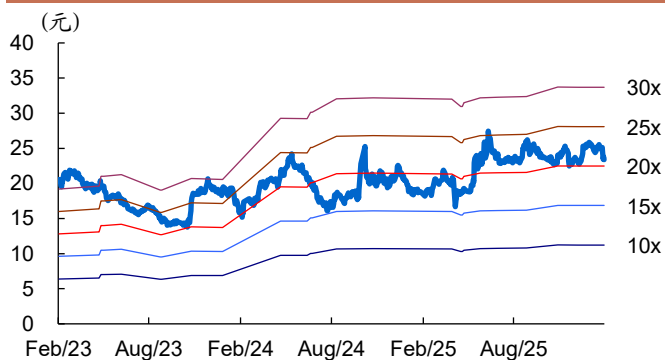
资料来源：公司数据、招商证券

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	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%

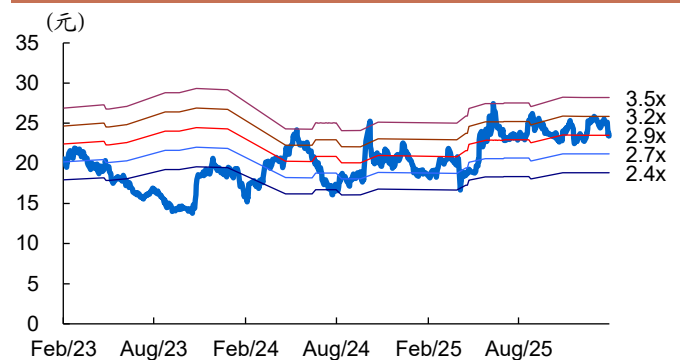
资料来源: 公司数据、招商证券

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 年迎难而上交出答卷，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	1979	2365	2654
现金	534	636	498	724	920
交易性投资	201	116	116	116	116
应收票据	9	12	13	15	16
应收款项	613	675	727	814	866
其它应收款	5	21	22	25	27
存货	481	482	515	574	606
其他	90	82	88	98	104
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	5373	5700	5940
流动负债	751	825	732	785	814
短期借款	0	55	0	0	0
应付账款	398	393	421	469	495
预收账款	53	37	39	44	46
其他	300	339	272	272	272
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	2752	2805	2834
股本	182	236	308	308	308
资本公积金	705	648	599	599	599
留存收益	1504	1622	1595	1921	2191
少数股东权益	176	135	119	68	8
归属于母公司所有者权益	2390	2506	2502	2828	3098
负债及权益合计	5196	5486	5373	5700	5940

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	386	567	423	594	729
净利润	240	282	110	334	392
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)	(64)	(108)	(64)
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)	(332)	(139)	(261)
借款变动	(208)	45	(123)	0	0
普通股增加	1	54	72	0	0
资本公积增加	(545)	(57)	(49)	0	0
股利分配	(63)	(200)	(153)	(60)	(182)
其他	723	27	(80)	(80)	(80)
现金净增加额	(863)	108	(138)	226	196

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3582	4211	4536	5080	5405
营业成本	2498	2886	3085	3437	3630
营业税金及附加	22	31	33	37	40
营业费用	278	353	409	471	490
管理费用	351	418	481	543	553
研发费用	110	126	136	157	154
财务费用	52	80	80	80	80
资产减值损失	(5)	(6)	(200)	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	128	369	431
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	118	359	421
所得税	33	35	8	25	29
少数股东损益	(41)	(43)	(17)	(51)	(60)
归属于母公司净利润	281	325	126	385	452

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	43%	18%	8%	12%	6%
营业利润	6%	16%	-61%	188%	17%
归母净利润	32%	16%	-61%	205%	17%
获利能力					
毛利率	30.3%	31.5%	32.0%	32.3%	32.8%
净利率	7.8%	7.7%	2.8%	7.6%	8.4%
ROE	11.0%	13.3%	5.0%	14.5%	15.3%
ROIC	10.8%	12.9%	6.9%	14.5%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	51.9%	51.2%	49.2%	47.7%
净负债比率	2.8%	4.6%	2.4%	2.3%	2.2%
流动比率	2.6	2.5	2.7	3.0	3.3
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.0	6.0	6.2	6.3	6.2
应收账款周转率	6.6	6.4	6.4	6.5	6.3
应付账款周转率	7.6	7.3	7.6	7.7	7.5
每股资料(元)					
EPS	0.91	1.06	0.41	1.25	1.47
每股经营净现金	1.26	1.84	1.38	1.93	2.37
每股净资产	7.77	8.15	8.13	9.19	10.07
每股股利	0.65	0.50	0.19	0.59	0.69
估值比率					
PE	25.6	22.1	57.0	18.7	15.9
PB	3.0	2.9	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	18.6	16.8	18.4	12.7	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。