

仙乐健康 (300791.SZ)

25FY 理清包袱，26Q1 收入稳健

公司 25 年业绩承压，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。26Q1 收入/归母净利润分别同比+5.1%/-27.3%，收入稳健，利润受 BF 个护亏损及汇兑损益拖累，费用率改善明显。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修复弹性。我们预计 26-27 年 EPS 分别为 1.14 元、1.33 元，对应 26 年估值 18X，维持“强烈推荐”评级。

- 25Q4 收入同比-16.4%，利润转亏，BF 个护亏损+剥离减值拖累 25 年业绩。公司发布 2025 年度报告，25 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 42.63/1.37/0.74 亿，同比+1.23%/-58.00%/-77.35%。其中 25Q4 实现营业收入/归母净利润分别 9.72/-1.24 亿，收入同比-16.4%，利润转亏。业绩大幅下降核心源于 BF 个护业务经营压力较大亏损拖累，以及剥离 BF 个护业务的资产减值影响。公司 25 年分红金额 4000 万，分红率 29.3%。
- 25 年欧洲区增长亮眼，美洲区调整承压。公司 25 年中国/美洲/欧洲/其他地区实现营收 17.15/15.51/7.55/2.42 亿，同比+3.3%/-6.9%/+25.0%/-13.7%。其中，中国区传统直销和药店渠道虽下滑明显，但直播电商、私域、山姆盒马等新兴渠道补位，整体实现低个位数增长，消费者渗透率增长超 50%；美洲区出口业务受关税影响较大，全年收入下降 6.9%，但 BF 核心业务（保健品）在完成供应链垂直一体化强管控后，交付质量根本改善；欧洲业务表现亮眼，新增多家重要客户，首次推出泡腾片产品，德国工厂已 120% 负荷满产；亚太区泰国产业园一期有序推进，新加坡亚太总部建成，区域战略布局持续深化。
- 25 年减值拖累利润，费用投入增加。25 年公司毛利率 30.57%，同比-0.9pct，销售费用率 8.75%，同比+0.37pct，主要系市场宣传费用、海外拓展等费用增加所致；管理费用率 10.93%，同比+1.02pct，主要系职工薪酬增加较多；公司 25 年剥离 BF 个护业务导致资产减值损失 1.95 亿拖累利润，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，均对全年业绩有所拖累。25 年全年归母净利率 3.2%，同比-4.5pcts。
- 26Q1 收入稳健增长，费用率改善，BF 个护拖累利润。公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 10.03/0.50/0.50 亿，同比+5.15%/-27.29%/-23.02%，其中 26Q1 BF 核心业务通过供应链实施垂直一体化管控，加上管理人员替换，首次实现净利润转正。利润端看，26Q1 毛利率 32.4%，同比-0.7pcts，销售/管理费用率分别为 8.62%、10.76%，同比-0.7、-1.1pct，费用率改善明显，净利率 4.97%，同比-2.2pcts，主要因 PF 个护业务 Q1 报表端仍记有亏损，叠加美元汇率走弱导致的汇兑损益损失，以及利息支出增加的影响。
- 投资建议：25FY 理清包袱，26Q1 收入稳健，维持“强烈推荐”评级。公司 25 年业绩承压，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。26Q1 收入/归母净利润分别同比+5.1%/-27.3%，收入

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：20.37 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）	6.3
流通市值（十亿元）	5.2
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	2	-10	8
相对表现	-6	-14	-18

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《仙乐健康（300791）—减值拖累盈利，激励锚定成长》2026-02-02
- 2、《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
- 3、《仙乐健康（300791）—中国业务改善，海外业务提速》2025-10-29

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

稳健，利润受 BF 个护亏损及汇兑损益拖累，费用率改善明显。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修复弹性。我们预计 26-27 年 EPS 分别为 1.14 元、1.33 元，对应 26 年估值 18X，维持“强烈推荐”评级。

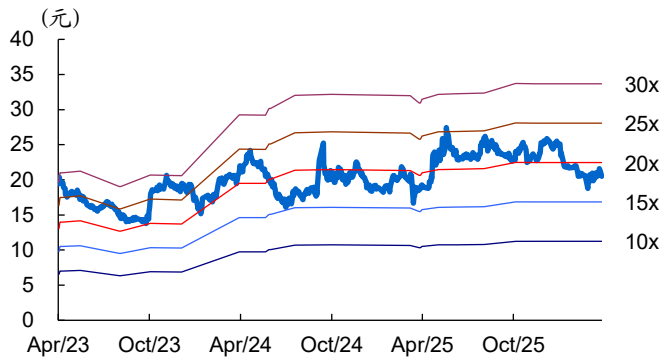
□ 风险提示：需求疲软、行业竞争加剧、税收政策变动、成本上涨等

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4211	4263	4670	5004	5426
同比增长	18%	1%	10%	7%	8%
营业利润(百万元)	327	8	356	412	548
同比增长	16%	-97%	4159%	16%	33%
归母净利润(百万元)	325	137	351	408	548
同比增长	16%	-58%	157%	16%	34%
每股收益(元)	1.06	0.44	1.14	1.33	1.78
PE	19.3	45.9	17.9	15.4	11.4
PB	2.5	2.1	1.9	1.8	1.6

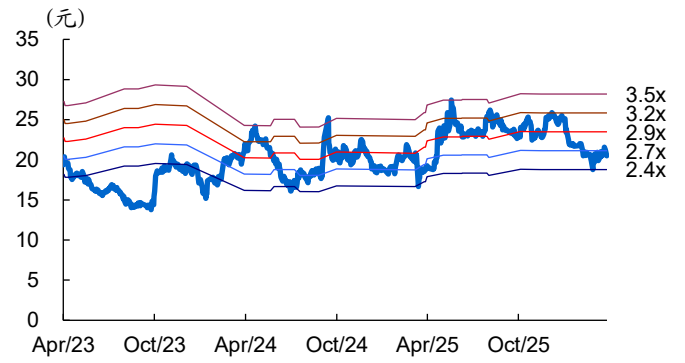
资料来源：公司数据、招商证券

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）—减值拖累盈利，激励锚定成长》2026-02-02
- 2、《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
- 3、《仙乐健康（300791）—中国业务改善，海外业务提速》2025-10-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2023	1922	1884	2066	2378
现金	636	595	430	516	699
交易性投资	116	5	5	5	5
应收票据	12	6	6	7	7
应收款项	675	683	748	802	869
其它应收款	21	12	13	14	15
存货	482	458	502	531	575
其他	82	163	179	191	208
非流动资产	3463	3669	3779	3878	3968
长期股权投资	0	143	143	143	143
固定资产	1523	1789	2026	2237	2424
无形资产商誉	975	922	830	747	672
其他	965	814	779	752	730
资产总计	5486	5591	5662	5945	6346
流动负债	825	1060	867	898	944
短期借款	55	119	0	0	0
应付账款	393	439	481	509	550
预收账款	37	43	47	50	54
其他	339	459	339	339	339
长期负债	2020	1571	1571	1571	1571
长期借款	132	57	57	57	57
其他	1889	1515	1515	1515	1515
负债合计	2845	2631	2438	2470	2515
股本	236	308	308	308	308
资本公积金	648	1008	1008	1008	1008
留存收益	1622	1627	1938	2243	2672
少数股东权益	135	17	(29)	(83)	(156)
归属于母公司所有者权益	2506	2942	3253	3558	3987
负债及权益合计	5486	5591	5662	5945	6346

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	567	570	564	676	752
净利润	282	20	305	354	476
折旧摊销	254	243	327	338	348
财务费用	93	102	104	104	104
投资收益	5	6	(92)	(55)	(92)
营运资金变动	(4)	282	(80)	(66)	(83)
其它	(62)	(85)	0	0	0
投资活动现金流	(328)	(442)	(346)	(383)	(346)
资本支出	(412)	(441)	(438)	(438)	(438)
其他投资	84	(1)	92	55	92
筹资活动现金流	(131)	(168)	(383)	(207)	(224)
借款变动	45	44	(239)	0	0
普通股增加	54	72	0	0	0
资本公积增加	(57)	360	0	0	0
股利分配	(200)	(153)	(40)	(103)	(119)
其他	27	(490)	(104)	(104)	(104)
现金净增加额	108	(40)	(165)	86	183

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4211	4263	4670	5004	5426
营业成本	2886	2960	3241	3433	3712
营业税金及附加	31	27	29	31	34
营业费用	353	373	403	425	449
管理费用	418	466	478	502	518
研发费用	126	146	151	151	153
财务费用	80	104	104	104	104
资产减值损失	(6)	(271)	0	0	0
公允价值变动收益	(22)	61	61	61	61
其他收益	42	37	37	0	37
投资收益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
营业利润	327	8	356	412	548
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	12	15	15	15	15
利润总额	317	(6)	342	397	534
所得税	35	(26)	38	44	58
少数股东损益	(43)	(116)	(46)	(54)	(73)
归属于母公司净利润	325	137	351	408	548

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	18%	1%	10%	7%	8%
营业利润	16%	-97%	4159%	16%	33%
归母净利润	16%	-58%	157%	16%	34%
获利能力					
毛利率	31.5%	30.6%	30.6%	31.4%	31.6%
净利率	7.7%	3.2%	7.5%	8.2%	10.1%
ROE	13.3%	5.0%	11.3%	12.0%	14.5%
ROIC	12.9%	198.5%	12.6%	13.5%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	47.1%	43.1%	41.5%	39.6%
净负债比率	4.6%	5.3%	1.0%	1.0%	0.9%
流动比率	2.5	1.8	2.2	2.3	2.5
速动比率	1.9	1.4	1.6	1.7	1.9
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	6.0	6.3	6.8	6.6	6.7
应收账款周转率	6.4	6.2	6.5	6.4	6.4
应付账款周转率	7.3	7.1	7.0	6.9	7.0
每股资料(元)					
EPS	1.06	0.44	1.14	1.33	1.78
每股经营净现金	1.84	1.85	1.83	2.20	2.45
每股净资产	8.15	9.56	10.58	11.57	12.96
每股股利	0.50	0.13	0.33	0.39	0.53
估值比率					
PE	19.3	45.9	17.9	15.4	11.4
PB	2.5	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.6	29.4	10.6	9.7	8.3

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。