

仙乐健康科技股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【157】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

仙乐健康科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
仙乐转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”或“公司”，股票代码:300791.SZ）专注营养健康食品B端业务，是国内重要的营养健康食品合同研发生产商，具备规模化的营养健康食品生产及制造能力，下游客户群体优质，保持稳定的盈利能力，经营现金生成能力较强，且公司债务结构较为合理，偿债能力表现良好。同时中证鹏元也关注到公司扩产项目部分产品产能存在市场消化风险，Best Formulations LLC（以下简称“BF公司”）净利润继续亏损对公司业绩形成拖累，继续面临商誉减值风险，且面临贸易政策波动等风险。

评级日期

2025年6月24日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	56.14	54.86	51.96	41.86
归母所有者权益	25.91	25.06	23.90	27.02
总债务	16.19	16.08	13.76	9.37
营业收入	9.54	42.11	35.82	25.07
净利润	0.56	2.82	2.40	2.12
经营活动现金流净额	0.64	5.67	3.86	4.45
净债务/EBITDA	--	1.30	1.07	-1.42
EBITDA利息保障倍数	--	9.09	9.95	12.34
总债务/总资本	37.36%	37.84%	34.90%	25.75%
FFO/净债务	--	55.95%	66.48%	-50.78%
EBITDA利润率	--	17.21%	18.46%	16.75%
总资产回报率	--	7.40%	7.14%	6.76%
速动比率	1.65	1.87	1.93	4.68
现金短期债务比	5.62	6.28	10.83	215.57
销售毛利率	33.09%	31.46%	30.27%	31.18%
资产负债率	51.65%	51.86%	50.61%	35.46%

注：2022年末公司净债务为负数。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：周广华
zhough@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司具备规模化的营养健康食品生产与制造能力，经营规模持续扩张，盈利能力保持稳定。**公司在中国、欧洲、美国建立了七大生产基地和五大研发中心，依托较强的研发实力及生产制造能力，已成为业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。公司持续提升长青市场份额并紧抓新消费市场，叠加海外业务不断拓展，2024 年公司实现营业总收入 42.11 亿元，同比增长 17.56%，综合毛利率为 31.46%。
- **产品技术应用良好，客户群体优质。**公司营养健康食品品类齐全，可满足从儿童、青少年、成人到中老年人全生命周期的多样化健康需求；2024 年新取得多项保健食品注册批准证书及备案凭证，拥有超过 6,000 个成熟营养健康食品产品配方。公司客户涵盖国际性的和区域性的医药企业、连锁药店等各种不同类型和经营模式的头部企业，客户群体较为优质且分散。
- **债务结构合理，偿债能力表现良好。**得益于下游客户及时回款和较强盈利水平，2024 年公司经营活动现金继续净流入；公司债务结构较为合理，以仙乐转债为主，EBITDA 利息保障倍数和现金短期债务比仍表现良好。

关注

- **部分产品产能利用率不高，扩产项目存在市场消化风险。**受市场结构和公司自身品类规划调整的影响，2024 年公司片剂、粉剂、功能饮品产能利用率有所下降，若市场拓展不及预期，将存在产能消化压力。
- **并购子公司业绩亏损，可能面临商誉减值风险。**公司于 2016 年收购 Sirio Germany、2023 年收购美国 BF 公司，截至 2024 年末，公司商誉资产账面价值为 41,710.46 万元，占归母所有者权益的比重为 16.65%。2024 年 BF 公司净利润继续亏损，未来若并购子公司经营业绩不及预期，公司将面临商誉减值风险。
- **境外收入占比持续增长，需关注贸易政策及汇率波动对公司业绩影响。**境外收入 2024 年末占总收入比重达 60.56%，其中美洲地区收入占比达 39.56%，当前中美贸易前景存在较大不确定性，后续仍需持续关注贸易政策和地缘政治环境变动对公司经营业绩的影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**中证鹏元认为公司在营养健康食品行业实现全球化布局，产品供应能力强，客户群体优质，具有较强的竞争优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	金达威 (002626.SZ)	汤臣倍健 (300146.SZ)	百合股份 (603102.SH)	仙乐健康 (300791.SZ)
总资产	63.92	142.80	18.16	54.86
营业收入	32.40	68.38	8.01	42.11
净利润	3.67	6.48	1.39	2.82
销售毛利率	38.52%	66.69%	36.50%	31.46%
资产负债率	32.44%	22.29%	11.56%	51.86%
净营业周期（天）	124.56	86.76	30.51	66.18
销售期间费用率	23.19%	53.93%	17.05%	23.19%

注：以上数据均为 2024 年/2024 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
仙乐转债	10.25	10.25	2024-6-26	2027-4-19

一、 债券募集资金使用情况

公司于2021年4月发行6年期10.25亿元可转换公司债券（以下简称“仙乐转债”），募集资金拟用于马鞍山生产基地扩产项目、华东研发中心建设项目、数字信息化建设项目的建设和补充流动资金。公司于2023年3月终止“华东研发中心建设项目”，将原拟投入“华东研发中心建设项目”的募集资金10,531.66万元全部投向“软胶囊车间技术升级改造项目”。截至2024年12月31日，公司尚未使用的仙乐转债的募集资金余额为1.48亿元。

根据仙乐健康于2025年5月发布的《仙乐健康科技股份有限公司关于向不特定对象发行可转换公司债券部分募投项目结项或调整建设投资规模后结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司将“马鞍山生产基地扩产项目”调减建设投资规模后予以结项，将“软胶囊车间技术升级改造项目”予以结项。将“马鞍山生产基地扩产项目”节余的募集资金9,762.76万元和“软胶囊车间技术升级改造项目”节余的募集资金801.91万元（均含利息收入净额）永久补充流动资金，用于公司日常生产经营及业务发展等。2024年仙乐转债合计转股34股。截至2024年末，仙乐转债累计转股6.35万元，累计转股1,109股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变更，股权结构稳定。截至2025年3月末，公司实际控制人仍为林培青、陈琼夫妇，分别直接持有公司9.09%、5.54%的股份，并通过广东光辉投资有限公司（以下简称“光辉投资”）持有公司42.60%股份。光辉投资、陈琼、林培青所持公司股份均无质押情况。

表1 截至 2025 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	占总股本比例
广东光辉投资有限公司	10,108.80	42.60%
林培青	2,156.54	9.09%
陈琼	1,314.14	5.54%
杨睿	763.54	3.22%
高锋	704.00	2.97%
姚壮民	621.38	2.62%
玄元私募基金投资管理（广东）有限公司—玄元科新 273 号私募证券投资基金	469.29	1.98%
珠海阿巴马私募基金投资管理有限公司—阿巴马悦享红利 96 号私募证券投资基金	438.05	1.85%
上海君禾私募基金管理有限公司—君禾星辰二号私募证券投资基金	291.59	1.23%
珠海横琴长乐汇资本管理有限公司—专享 1 号私募证券投资基金	251.30	1.06%
合计	17,118.64	72.16%

注：林培青和陈琼是夫妻关系，为公司实际控制人；广东光辉投资有限公司为公司实际控制人控制的公司；珠海阿巴马资产管理有限公司—阿巴马悦享红利 96 号私募证券投资基金是陈琼的一致行动人；姚壮民与林培青是夫妻关系，玄元私募基金

金投资管理（广东）有限公司—玄元科新 273 号私募证券投资基金是林培春的一致行动人；林培娜和郑毅是夫妻关系，上海君禾私募基金管理有限公司—君禾星辰二号私募证券投资基金是林培娜的一致行动人。
资料来源：公司 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

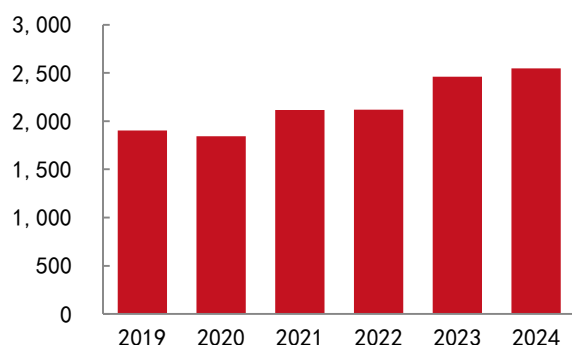
全球营养健康食品市场规模持续增长，境外市场美欧占比较高，中国政府持续加大对健康产业扶持力度，国内健康食品市场发展空间较大，新消费市场快速发展，B端头部企业市场占有率有望提升

全球营养健康食品市场规模持续增长。营养健康食品主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品。随着人们生活水平的提高以及对自身健康状况的日益关注，营养保健食品需求日渐旺盛，全球主要市场规模逐年增长。根据欧睿数据，2024年全球营养健康食品零售超过1,915亿美元，过去三年年均复合增长率为5.8%，到2026年全球规模预计2,268亿美元。美国、中国及欧洲仍为全球营养

健康食品主要市场。作为全球最大的营养健康食品成熟市场，美国市场2024年规模增至630亿美元，同比增长4.8%。中国为全球第二大消费市场，2024年营养健康食品市场规模达到2,602亿人民币，2019-2024年复合年增长率为6.3%。2024年欧洲营养健康食品市场规模为315亿美元，同比增长 6.6%。

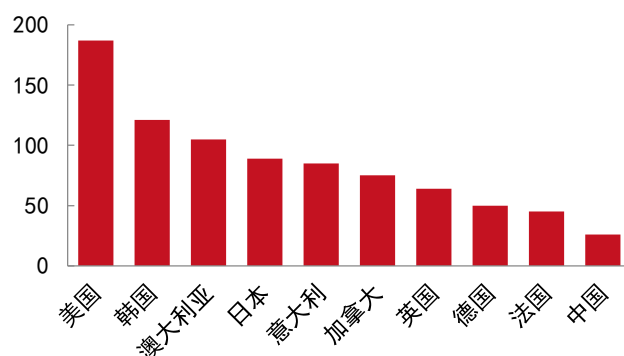
近年中国人均医疗消费保健支出持续增长，但营养健康食品人均消费额在全球主要市场中排名靠后，中国政府持续加大对健康产业扶持力度，国内营养健康食品市场空间较大。政府“健康中国”战略推动疾病治疗向健康管理转变，营养健康食品行业已列入国家重点发展产业。2024 年国务院出台首个支持“银发经济”的政策文件，鼓励适老保健食品发展；2025 年 4 月，商务部、国家卫生健康委等 12 部门联合印发《促进健康消费专项行动方案》，提出提升健康饮食消费水平、优化特殊食品市场供给、强化药店健康促进功能等重点任务。行业相关政策文件接连出台，通过鼓励发展创新，加强科普宣传及消费者教育等系列改革措施，鼓励和规范营养健康食品行业发展，持续为行业注入新动力。

图 1 中国人均医疗消费保健支出（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2024年全球主要市场营养健康食品人均消费额（单位：美元）



资料来源：欧睿数据，中证鹏元整理

新消费市场快速发展，B端头部企业市场占有率有望提升。中国营养健康食品市场处在快速发展时期，新消费市场潜力涌现，以直播电商、社交电商、跨境电商、商超新零售等多元化渠道为主要代表。新消费市场呈现出诸多新特征、新趋势。首先，渠道上呈现为线上化及多元化。线上渠道产品丰富、比价方便等优势愈发契合消费者需求，根据灼识咨询数据，中国营养健康品市场线上渗透率从2020年的46%增长至 2024年的58%；跨境渠道兴起，主要包括天猫国际、京东国际、抖音全球购等，根据灼识咨询数据，电商渠道中跨境占比从2022年的约43%增长至2024 年的约50%；私域电商表现突出，私域电商通过“产品设计-IP 打造-粉丝引流-朋友圈运营-社区运营”与消费者建立联系，有效提升用户的黏性和忠诚度；商超新零售快速发展，山姆、Costco等大型商超纷纷布局自有品牌的营养健康产品线，消费者普遍对商超的品牌抱有较高的信任感，更容易接受其推出的健康产品。其次，悦己化趋势崛起。消费者购买营养健康食品时更加注重自我愉悦、情绪满足、生活品质和个人价值的提升，营养健康食品呈现出功效精细化、功能消费品化、剂型零食化、风味创新化、消费日常化等特征。最后，新消费市场呈现全年龄段客群扩容的趋势。健康产业正加速从“银发经济”向“全龄经济”转型，消费边界已突破单一年龄维度，向性别

差异、代际关系、家庭角色甚至跨物种关怀延伸。

新消费市场快速发展，跨境、私域、MCN 等新兴玩家入局国内营养健康食品市场，这类玩家多为轻资产模式，缺乏自研自产能力，更倾向将研发生产交由第三方完成，第三方合作模式预计将获得更多的市场份额。另一方面，在竞争加剧的市场格局下，品牌对第三方制造商的资质、研发和生产能力提出更高要求，B 端市场预计将进一步向头部集中，更具技术创新、规模优势的企业将获得更高的市场份额。

此外，营养健康食品主要原材料以明胶、鱼油、维生素等为主，其中，明胶和鱼油的成本占比相对较高。中国是明胶进口大国，相关进口需求较大，挪威等北欧国家是鱼油的主要产出和出口国。目前国际贸易政策及环境面临一定不确定性，需关注明胶、鱼油等主要原材料价格波动对国内营养健康食品企业的经营业绩影响。

四、 经营与竞争

公司专注营养健康食品B端业务，是国内重要的营养健康食品合同研发生产商，也是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。受下游需求增长和海外业务拓展影响，2024年公司营业收入较上年增长17.56%，其中，受益于美洲及亚太销量增加的影响，软胶囊收入增长贡献较大，此外，对美直接出口及国内销售增加、叠加BF公司软糖生产线上线，软糖及硬胶囊也实现一定程度增长。2024年度，饮品、片剂、粉剂收入同比呈现一定程度下降，主要系市场结构和公司自身品类规划调整所致。2024年公司销售毛利率为31.46%，盈利能力保持稳定。2025年一季度公司营业收入为9.54亿元，同比增长0.28%，当期销售毛利率为33.09%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软胶囊	4.37	45.77%	27.83%	19.84	47.10%	25.57%	15.27	42.63%	26.01%
片剂	1.10	11.51%	38.03%	3.26	7.73%	45.73%	3.62	10.10%	47.66%
粉剂	0.42	4.39%	26.79%	2.32	5.50%	22.30%	2.93	8.17%	19.99%
软糖	2.34	24.47%	48.83%	9.95	23.63%	48.88%	7.40	20.65%	45.16%
饮品	0.42	4.39%	34.62%	2.48	5.89%	26.57%	4.22	11.78%	26.96%
硬胶囊	0.49	5.10%	19.00%	2.23	5.29%	16.84%	1.52	4.23%	20.64%
其他剂型	0.34	3.58%	-7.54%	1.77	4.21%	0.84%	0.73	2.05%	-44.72%
其他业务	0.06	0.79%	79.93%	0.27	0.65%	94.73%	0.14	0.39%	69.75%
合计	9.54	100.00%	33.09%	42.11	100.00%	31.46%	35.82	100.00%	30.27%

注：上表中合计数与各明细数相加之和在尾数上如有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司2023-2024年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司重视技术创新和产品研发，技术应用能力保持良好，产品储备充裕

公司在中国汕头、上海、马鞍山、德国法尔肯哈根和美国加利福尼亚州设有五大研发中心，专注于

营养健康食品的技术和应用创新、聚焦创新剂型研究与孵化、创新原料研究与孵化、循证营养研究、标准研究与安全验证等关键技术领域的深度研究。2024年公司研发费用同比增长13.98%，取得2项保健食品注册证书及50项保健食品备案凭证。截至2024年末，公司拥有113项保健食品注册证书及285项保健食品备案凭证，软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型具备全球竞争力的产能和技术，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型的产能和技术水平在行业处于前列，此外，公司还持续推出素怡®植物基软胶囊(Plantegrity®)、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球（ProbioArk™）等，具备较强的产品储备能力。并拥有“广东省营养保健食品国际化工程技术研究中心”、“广东省企业技术中心”、“安徽省企业技术中心”三个平台，设立了“广东省博士工作站”，荣获国家级“高新技术企业”和“绿色工厂”、安徽省“智能工厂”、“绿色工厂”及“专精特新冠军企业”等荣誉。

公司具备精准高效的研发成果落地转化能力，可满足从儿童、青少年、成人到中老年人全生命周期的多样化健康需求，也可满足婴儿、孕妇等特殊人群的健康需求。公司现有超过6,000个成熟营养健康食品配方，均在不同程度上转化为具体产品先后在国内外市场进行销售。

跟踪期内，公司软胶囊、软糖等主要产品产能利用率有所提升，受市场结构和公司自身品类规划调整影响，功能饮品、片剂、粉剂产能利用率亦有所下降，且BF公司软糖产能尚处于爬坡阶段，目前市场竞争激烈，未来若市场拓展不及预期，将面临产能消化风险

公司具有全剂型生产能力及丰富的产品线，生产模式主要是自主生产。截至 2024 年末，公司拥有中国、德国及美国生产基地，基本实现全球化布局，行业规模优势较强。其中，中国生产基地分为汕头和马鞍山工厂，汕头工厂主要生产软胶囊、片剂等产品，马鞍山工厂主要生产软糖产品和功能饮品；德国工厂主要生产软胶囊产品；美国生产基地主要供应软胶囊及粉剂等产品。跟踪期内，因马鞍山工厂和 BF 公司产线持续投入，公司软糖年产能由 2023 年末 47.90 亿粒提升至 2024 年末 55.10 亿粒，其他主要产品产能无变动。

表3 截至 2024 年末公司生产基地布局情况

生产基地	产品类型	主要产品的实际产能情况					
		软胶囊 (亿粒)	片剂 (亿片)	功能饮品 (万瓶/万袋)	粉剂 (吨)	软糖 (亿粒)	硬胶囊 (亿粒)
中国	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等剂型	72.00	30.00	32,240.00	4,897.42	52.60	6.08
德国	软胶囊	18.89	-	-	-	-	-
美国	软胶囊、软糖、片剂、粉剂	25.19	6.56	-	691.20	2.50	15.55

注：产能按照当年实际投产的时间折算。
 资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司主要产品产能利用率有所分化，受益于产能释放及市场需求，主要产品软胶囊和软糖产品产能利用率有所提升；受市场结构和公司自身品类规划调整影响，功能饮品、片剂、粉剂产能利用率有所下降。其中，片剂、粉剂产能利用率短期较难改善，功能饮品市场需求仍较为旺盛，随着公司对该领域继续拓展投入，产能利用率有望改善。目前，BF公司通过调整软胶囊产线生产时长及新增软糖产线等方式，加大美国本土生产及交付能力，软糖产能尚处于爬坡阶段，若市场拓展不及预期，将存在产能消化压力。

表4 近年公司主要产品产能及产能利用率情况

产品类别	项目	2024 年	2023 年
软胶囊（亿粒）	年产能	116.08	116.08
	产能利用率	67.66%	58.17%
片剂（亿片）	年产能	36.56	36.56
	产能利用率	48.36%	50.63%
粉剂（吨）	年产能	5,588.62	5,588.62
	产能利用率	22.51%	37.45%
软糖（亿粒）	年产能	55.10	47.90
	产能利用率	84.37%	74.43%
功能饮品（万瓶/万袋）	年产能	32,240.00	32,240.00
	产能利用率	45.93%	62.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体较为优质且分散，跟踪期内境外收入持续增长，但需关注后续贸易政策变动对公司经营业绩影响

公司对不同的客户采取不同的销售账期政策，跟踪期内，公司对主要客户的信用政策无重大变化。公司深耕中国、美洲和欧洲等营养健康食品的主要市场，积累了稳定优质的客户资源；客户涵盖国际性的和区域性的医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品和化妆品企业等各种不同类型和经营模式的头部企业，群体较为优质且黏度较高，2024年前五大客户销售占比为27.60%。

表5 2024 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

排名	客户名称	类型	销售金额	占营业收入比例
1	客户一	饮品、粉剂、片剂、软胶囊、软糖	32,605.42	7.70%
2	客户二	软胶囊	30,671.16	7.30%
3	客户三	软胶囊、软糖	22,242.43	5.30%
4	客户四	软胶囊、软糖、片剂、硬胶囊、粉剂	18,085.89	4.30%
5	客户五	软胶囊、片剂、粉剂、饮品、软糖	12,600.65	3.00%
合计			116,205.55	27.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，境外收入大幅增长，2024年末占总收入比重达60.56%，境外收入占比已超过境内收入，主要系BF公司美国销售规模增加、公司本部对美国出口提升、中国区收入下滑所致。2024年公司对美直接出口具有一定规模，贸易争端将对公司供应链控制和海外业务拓展带来挑战，目前公司正通过增加BF公司美国本土生产交付能力，推进泰国生产基地建设等方式降低关税影响并新增非美客户贸易。

表6 近年公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	16.61	39.44%	18.51	51.67%
境外	25.50	60.56%	17.31	48.33%
欧洲	6.04	14.35%	5.29	14.77%
美洲	16.66	39.56%	10.44	29.15%
其他地区	2.80	6.65%	1.58	4.41%
合计	42.11	100.00%	35.82	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年受产品结构调整影响，明胶及鱼油类成本占比同比进一步增加，需对原料价格波动保持持续关注

公司产品线完整，所需原料种类众多；其次，公司单一原料占生产成本的比重通常在10%以下，其中鱼胶、鱼油类、维生素类等占比相对较高。受产品结构调整及原料协同采购影响，2024年公司原料成本占主营业务成本的比重为68.50%，较上年减少1.56个百分点，其中明胶及鱼油类成本占生产成本比重均有所提升。公司具备产能规模优势，拥有一定的成本转移能力，但受国际贸易及大宗商品价格波动影响，公司产品价格调整存在滞后的可能，继而影响当期利润，需对原料价格波动保持持续关注。

表7 2023-2024 年公司部分原料占生产成本比重情况

项目	2024 年	2023 年
鱼油类	12.02%	7.59%
明胶	5.10%	4.46%
维生素类	1.70%	2.42%
硫酸软骨素	0.77%	1.16%
鳕鱼肝油	0.42%	0.20%

资料来源：公司提供

五、 财务分析

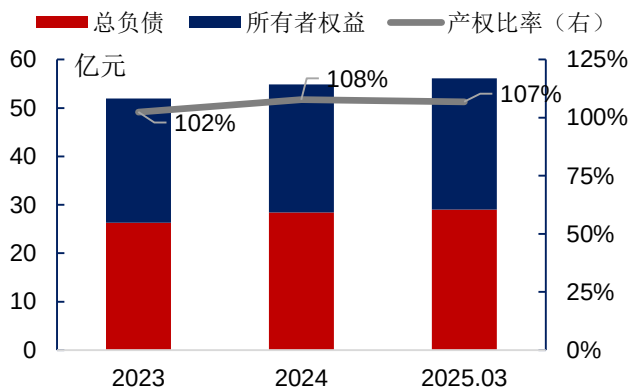
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司盈利水平相对稳定，经测算不计提商誉减值准备，但BF公司净利润持续亏损对公司整体盈利形成拖累，需关注商誉减值风险；同时海外业务持续拓展导致债务规模增长，财务杠杆有所提升；公司业务回款及时，现金生成能力有所提升，偿债能力仍表现良好

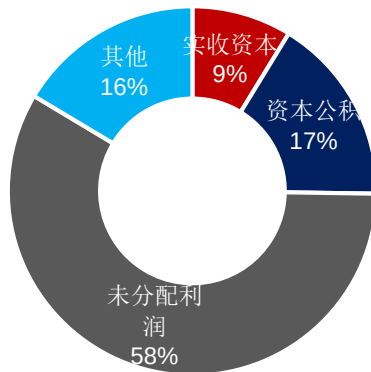
资本实力与资产质量

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司货币资金基本为银行存款，少量因信用证保证金、关税保证金等受限（账面价值0.03亿元）。交易性金融资产系公司使用闲置募集资金购买的短期银行理财产品。在建工程包括北美软糖产线、物流中心与动力中心建设项目、数字信息化建设项目等，2024年物流中心与动力中心建设项目新增投入较大。存货主要为原材料和库存商品，2024年末库存商品计提的跌价准备进一步增长。应收账款账龄主要集中在1年以内，欠款客户相对分散。公司回款较为及时，整体回收风险可控。

公司于2016年收购Sirio Germany、2023年收购美国BF公司，2024年末商誉资产账面价值为41,710.46万元，2024年公司按预计未来现金流量的现值确定被收购企业资产组的可收回金额，与相关资产账面价值对比后确定不计提商誉减值准备，因可收回金额测算时多项参数为预估值，未来存在波动风险，中证鹏元对后续商誉资产减值计提情况表示关注。此外，BF公司尚处于产能爬坡阶段，部分产品毛利率相对较低，2024年BF公司继续经营亏损，若未来BF公司及Sirio Germany经营不及预期，公司将存在资产减值风险。

截至2024年末，公司受限资产除上述受限货币资金外，下属子公司Best Formulations PC LLC的全部资产（账面价值3.56亿元）因进行银行融资担保抵押而受限，合计受限资产账面价值3.60亿元，占同期末总资产比重为6.56%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.01	10.71%	6.36	11.59%	5.34	10.29%
交易性金融资产	0.91	1.61%	1.15	2.10%	2.01	3.86%
应收账款	6.39	11.38%	6.75	12.30%	6.13	11.79%
存货	5.38	9.58%	4.82	8.78%	4.81	9.26%
流动资产合计	19.78	35.23%	20.23	36.87%	19.33	37.20%
固定资产	15.11	26.92%	15.23	27.75%	14.40	27.71%
在建工程	2.59	4.61%	2.38	4.35%	1.87	3.60%
无形资产	5.15	9.18%	5.26	9.59%	5.45	10.49%
商誉	4.23	7.53%	4.17	7.60%	4.21	8.10%
非流动资产合计	36.36	64.77%	34.63	63.13%	32.63	62.80%
资产总计	56.14	100.00%	54.86	100.00%	51.96	100.00%

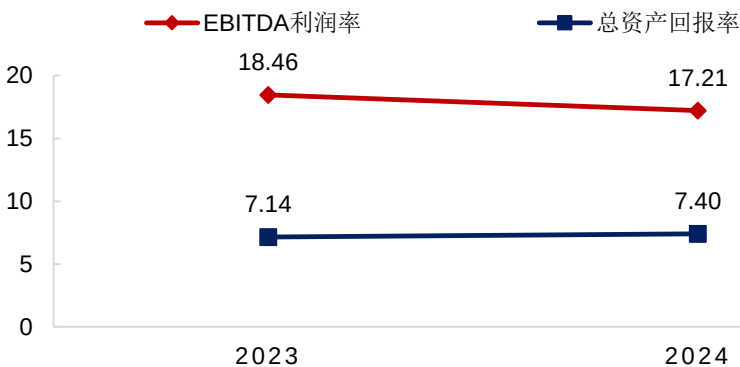
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受下游需求增长，2024年公司营业收入实现增长，盈利能力维持相对稳定。但公司存在一定汇兑损失，BF公司净利润持续亏损对公司整体盈利形成拖累。

目前公司营养健康食品产能实现全球化布局，下游市场需求规模持续增长，且公司客户群体稳定优质，盈利水平预计维持稳定。但公司主要产品产能利用率有所分化，片剂、粉剂、功能饮品产能利用率有所下降，因BF公司生产时长调整、软糖新产线投入，软糖产品处于产能爬坡阶段，相关产能消化情况及对盈利能力的贡献需进一步观察。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司债务仍以仙乐转债为主，规模有所增长系租赁负债及银行借款小幅增加所致，租赁负债为应付融资租赁及经营租赁款。应付账款主要系应付供应商的原材料采购款。其他非流动负债系公司满足特定条件时需购买 BF 剩余少数股权所需支付对价的最佳估计金额现值。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.65	2.23%	0.55	1.93%	0.00	0.00%
应付账款	3.80	13.11%	3.92	13.79%	3.92	14.90%
一年内到期的非流动负债	0.64	2.19%	0.68	2.38%	0.64	2.44%
流动负债合计	8.74	30.15%	8.25	28.98%	7.51	28.56%
长期借款	1.23	4.25%	1.32	4.62%	0.83	3.15%
应付债券	10.41	35.90%	10.24	36.00%	9.66	36.74%
租赁负债	3.26	11.25%	3.28	11.54%	2.56	9.74%
其他非流动负债	4.61	15.89%	4.61	16.22%	4.77	18.15%
非流动负债合计	20.26	69.85%	20.20	71.02%	18.78	71.44%
负债合计	29.00	100.00%	28.45	100.00%	26.30	100.00%
总债务	16.19	55.82%	16.08	56.51%	13.76	52.31%
其中：短期债务	1.28	7.93%	1.24	7.68%	0.70	5.12%
长期债务	14.91	92.07%	14.84	92.32%	13.05	94.88%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司杠杆水平整体有所抬升。公司业务具备较好盈利能力且回款相对及时，2024年公司经营活动现金流保持净流入，EBITDA及FFO规模增加，现金生成能力仍较强，EBITDA对利息的保障倍数表现良好。公司募集资金能够较好地保障扩产项目的资本支出，整体资金需求不大。

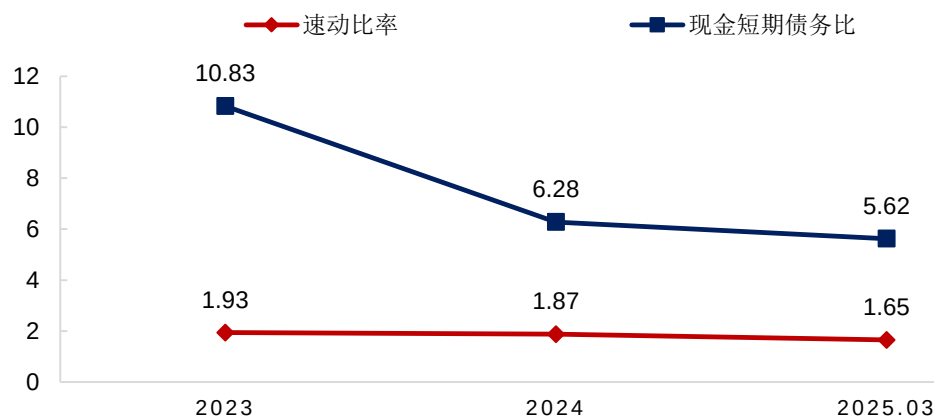
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.64	5.67	3.86
FFO（亿元）	--	5.27	4.70
资产负债率	51.65%	51.86%	50.61%
净债务/EBITDA	--	1.30	1.07
EBITDA 利息保障倍数	--	9.09	9.95
总债务/总资本	37.36%	37.84%	34.90%
FFO/净债务	--	55.95%	66.48%
经营活动现金流净额/净债务	6.89%	60.19%	54.65%
自由现金流/净债务	-2.55%	16.44%	-9.29%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司短期债务有所增长，现金类资产对短期债务覆盖程度有所下降，但仍表现良好。作为上市公司，公司融资渠道相对丰富，银行授信额度较充足，具有一定融资弹性。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月4日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

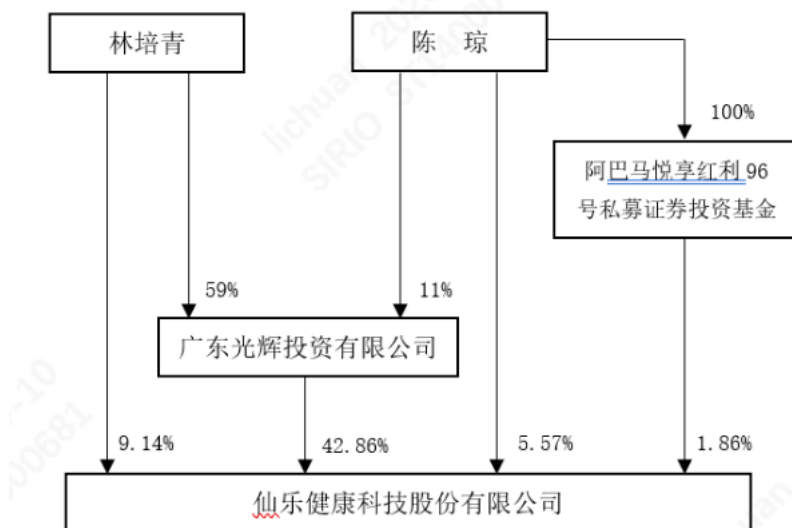
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	6.01	6.36	5.34	15.02
交易性金融资产	0.91	1.15	2.01	0.79
应收账款	6.39	6.75	6.13	4.60
存货	5.38	4.82	4.81	2.33
其他流动资产	0.18	0.20	0.27	0.12
流动资产合计	19.78	20.23	19.33	24.33
固定资产	15.11	15.23	14.40	12.35
在建工程	2.59	2.38	1.87	0.69
无形资产	5.15	5.26	5.45	1.78
商誉	4.23	4.17	4.21	1.63
长期待摊费用	2.23	2.26	1.69	0.21
非流动资产合计	36.36	34.63	32.63	17.53
资产总计	56.14	54.86	51.96	41.86
短期借款	0.65	0.55	0.00	0.00
应付账款	3.80	3.92	3.92	2.59
其他应付款	1.91	1.23	1.12	1.05
一年内到期的非流动负债	0.64	0.68	0.64	0.07
流动负债合计	8.74	8.25	7.51	4.70
长期借款	1.23	1.32	0.83	0.00
应付债券	10.41	10.24	9.66	9.08
租赁负债	3.26	3.28	2.56	0.21
其他非流动负债	4.61	4.61	4.77	0.00
非流动负债合计	20.26	20.20	18.78	10.15
负债合计	29.00	28.45	26.30	14.84
总债务	16.19	16.08	13.76	9.37
长期债务	14.91	14.84	13.05	9.29
所有者权益	27.14	26.41	25.66	27.02
营业收入	9.54	42.11	35.82	25.07
营业利润	0.65	3.27	2.82	2.65
净利润	0.56	2.82	2.40	2.12
经营活动产生的现金流量净额	0.64	5.67	3.86	4.45
投资活动产生的现金流量净额	-1.24	-3.28	-11.58	2.84
筹资活动产生的现金流量净额	0.14	-1.31	-0.91	-0.78
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	7.25	6.61	4.20
FFO（亿元）	--	5.27	4.70	3.03

净债务（亿元）	9.23	9.42	7.07	-5.96
销售毛利率	33.09%	31.46%	30.27%	31.18%
EBITDA 利润率	--	17.21%	18.46%	16.75%
总资产回报率	--	7.40%	7.14%	6.76%
资产负债率	51.65%	51.86%	50.61%	35.46%
净债务/EBITDA	--	1.30	1.07	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	9.09	9.95	12.34
总债务/总资本	37.36%	37.84%	34.90%	25.75%
FFO/净债务	--	55.95%	66.48%	-50.78%
经营活动现金流净额/净债务	6.89%	60.19%	54.65%	-74.67%
速动比率	1.65	1.87	1.93	4.68
现金短期债务比	5.62	6.28	10.83	215.57

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2024 年末）



注：林培青先生名下持有公司股份 21,565,440 股，其中，16,848,000 股（占公司总股本比例 7.14%）为其自有的公司股份，4,717,400 股（占公司总股本比例 2%）系其作为信托受托人持有的公司股份，其作为信托受托人持有的公司股份登记在其名下，其仅对该等股份享有表决权，该等股份及其派生股份（若有）的全部经济利益由信托合同项下的受益人享有。

资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 截至 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册资本	业务性质	持股比例	
				直接	间接
Sirio Nutrition Co., Ltd	美国	美元 594,042.00	营养保健食品销售	10.81%	89.19%
仙乐健康科技(安徽)有限公司	马鞍山	人民币 100,000,000.00	营养保健食品生产销售	100.00%	-
仙乐生物科技(上海)有限公司	上海	人民币 5,000,000.00	营养保健食品销售	100.00%	-
Sirio Holdings Limited	香港	美元 100,000.00	投资	100.00%	-
Sirio International Limited	香港	美元 100,000.00	投资	-	100.00%
Sirio Europe GmbH & Co.KG	德国	欧元 0.00	投资、营养保健食品销售	-	100.00%
Sirio Europe Verwaltungs GmbH	德国	欧元 25,000.00	投资	-	100.00%
Ayanda Verwaltungs GmbH	德国	欧元 25,000.00	投资	-	100.00%
Sirio Pharma Germany GmbH	德国	欧元 100,000.00	营养保健食品生产销售	-	100.00%
维乐维健康产业有限公司	广州	人民币 50,000,000.00	营养保健食品销售	100.00%	-
广东仟佰大健康产业有限公司	广州	人民币 60,000,000.00	营养保健食品销售	100.00%	-
广东合世生物科技有限公司	汕头	人民币 10,000,000.00	原料加工	100.00%	-
仙乐(上海)生命技术有限公司	上海	人民币 10,000,000.00	营养科技、保健科技、美容科技等的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让	100.00%	-
嘉美(广东)管理有限公司	汕头	人民币 200,000,000.00	投资	100.00%	-
仙乐健康科技(珠海)有限公司	珠海	人民币 10,000,000.00	营养保健食品生产销售	-	100.00%
Sirio Americas Holdings, Inc.(注 1)	美国	不适用	投资	-	100.00%
Sirio Healthcare Holdings LLC.	美国	美元 7,600,000.00	投资	-	100.00%
仙乐健康科技(广东)有限公司	汕头	人民币 10,000,000.00	营养健康食品生产销售	100.00%	-
Best Formulations	美国	美元 100,000,000.00	营养健康食品生产销售	-	71.41%
Best Formulations PC LLC	美国	美元 0.00	个人护理产品生产销售	-	71.41%
仙乐(上海)健康科技有限公司	上海	人民币 10,000,000.00	营养保健食品销售	100.00%	-
维见(上海)企业管理有限公司	上海	人民币 50,000,000.00	投资	-	100.00%
得宠(广东)健康科技有限公司	汕头	人民币 10,000,000.00	宠物食品生产销售	100.00%	-
Sirio Holdings (Asia) Pte. Ltd.	新加坡	美元 100.00	投资	-	100.00%
Sirio Healthcare (Thailand) Co., Ltd.	泰国	泰国铢 5,000,000.00	营养健康食品生产销售	-	100.00%
Sirio (UK) Healthcare Co., Ltd.	英国	英镑 100,000.00	营养健康食品生产销售	-	100.00%
XeedLife Healthcare LLC.	美国	美元 1,000,000.00	投资	-	100.00%
Genepower Healthcare LLC.(注 2)	美国	美元 1,000,000.00	营养健康食品生产销售	-	100.00%

注：（1）该子公司 2024 年已注销；（2）该子公司于 2025 年 2 月更名为 XtrapowerLife Nutrition LLC。

资料来源：公司 2024 年审计报告

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号