

仙乐健康科技股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【88】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。

仙乐健康科技股份有限公司相关债券2026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）是全球知名的营养健康食品综合解决方案提供商，具备规模化的营养健康食品研发及制造能力，下游客户群体优质，跟踪期内公司经营性现金流仍保持良好态势。同时中证鹏元也关注到，“仙乐转债”将于2027年4月到期，但当前转股比例较低，存在较大的即期偿付压力；个人护理业务计提资产减值导致公司2025年盈利能力指标承压，公司已于2026年5月30日完成对该业务的处置工作；部分产品产能利用率偏低，扩产项目面临一定的市场消化风险；此外，公司仍面临商誉减值风险、国际贸易政策与汇率波动等外部不确定性。

评级日期

2026年6月12日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	57.19	55.91	54.86	51.96
归母所有者权益	29.58	29.42	25.06	23.90
总债务	18.10	16.84	16.08	13.76
营业收入	10.03	42.63	42.11	35.82
净利润	0.42	0.20	2.82	2.40
经营活动现金流净额	-0.15	5.70	5.67	3.86
净债务/EBITDA	--	1.96	1.30	1.07
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	9.09	9.95
总债务/总资本	37.89%	36.26%	37.84%	34.90%
FFO/净债务	--	28.75%	55.95%	66.48%
EBITDA 利润率	--	14.27%	17.21%	18.46%
总资产回报率	--	1.48%	7.40%	7.14%
速动比率	1.41	1.38	1.87	1.93
现金短期债务比	2.40	2.54	6.28	10.83
销售毛利率	32.38%	30.57%	31.46%	30.27%
资产负债率	48.12%	47.07%	51.86%	50.61%

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026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：郜宇鸿
gaoyh@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，行业地位仍然稳固。**公司在中国、欧洲、美国布局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营养健康食品的企业。公司持续提升长青市场份额并紧抓新消费市场，2025年新取得多项保健食品注册批准证书及备案凭证，作为全球第三大营养健康食品解决方案提供商（按2025年收入计），公司的行业领先地位稳固。
- **核心品类收入保持增长，经营性现金流保持良好态势。**跟踪期内，得益于海外市场需求增长以及产品交付能力提升，公司软胶囊、软糖两大核心剂型收入保持增长。公司客户群体分散且优质，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，业务回款较为及时，2025年公司经营活动现金维持净流入，主业现金生成能力仍然较强，EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标仍表现较好。

关注

- **“仙乐转债”转股比例低，2027年将面临即期偿付压力。**“仙乐转债”将于2027年4月到期，截至本报告出具日，其转股比例仍然较低。本期债券剩余规模较大（债券余额为10.2482亿元），公司现金类资产无法对其形成覆盖，若转股比例持续不及预期，公司将面临较大的即期债务偿付压力。
- **计提资产减值导致净利润大幅下降，未来仍面临商誉减值风险。**2025年，公司对无法产生协同效益的个人护理业务计提资产减值1.95亿元，公司2025年盈利能力指标同比显著下滑。截至2025年末，公司商誉账面价值4.27亿元，Best Formulation LLC（以下简称“BF公司”）2025年净利润继续亏损，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。2026年5月30日，公司已完成个人护理业务相关特定资产的出售和交割，由于个人护理业务长期处于亏损状态，本次交易完成后将有效减少公司未来的经营亏损。
- **部分产品产能利用率不高，需关注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，2025年公司片剂、粉剂、功能饮品产能利用率仍处于较低水平。此外，泰国产能24亿粒软糖生产线仍在建设中，若未来市场拓展不及预期，将存在产能消化压力。
- **境外收入占比仍较高，需关注贸易政策及汇率波动对公司经营业绩影响。**2025年公司境外收入占总收入比重达60%，其中美洲地区收入占比仍较高，跟踪期内受中美贸易政策影响，2025年公司对美洲地区的出口大幅下滑，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；此外，2026年以来人民币汇率持续走强，汇兑损益对公司利润造成拖累。
- **需关注公司可能面临的声誉风险。**公司为下游品牌提供研发生产服务，若下游客户涉嫌虚假宣传，可能会通过社会舆论引发连锁声誉风险，进而对公司经营产生不利影响。

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	77.14	139.80	19.56	55.91
营业收入	33.65	62.65	9.11	42.63
净利润	3.21	8.17	1.34	0.20
销售毛利率	39.35%	67.90%	35.35%	30.57%

资产负债率	41.72%	19.95%	13.78%	47.07%
净营业周期（天）	133.91	83.09	41.22	63.94
销售期间费用率	24.40%	52.01%	18.07%	25.55%

注：上表数据均为 2025 年/2025 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_2025V1.0

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	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	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		7/9
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：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	2025-6-24	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（债券简称“仙乐转债”），募集资金原计划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。

2023年3月，公司终止“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”（位于广东省汕头市）。2025年5月，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，并将“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。截至2025年底，公司尚未使用的“仙乐转债”的募集资金余额为1,840.41万元。

“仙乐转债”转股期限为2021年10月25日至2027年4月18日，自2026年4月27日起转股价格调整为31.79元/股。“仙乐转债”将于2027年4月到期，截至2026年5月28日，转股比例仍然较低，未转股余额10.2482亿元。

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2026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9.11%、5.55%的股份，并通过广东光辉投资有限公司（以下简称“光辉投资”）控制公司42.72%股份。光辉投资、陈琼、林培青所持公司股份均无质押情况。

跟踪期内，为聚焦营养健康食品主业、优化业务结构、减少公司损失，公司对无法产生协同效应的个人护理业务予以剥离。个人护理业务源于公司2023年1月对美国Best Formulations LLC（以下简称“BF公司”）的收购，BF公司拥有营养健康食品业务和个人护理业务两个业务板块，公司收购时个人护理业务处于初创期。为集中运营，公司于2024年3月设立全资子公司Best Formulations PC LLC（以下简称“PC公司”）专门负责该板块。受经营环境恶化、客户需求下降及运营成本攀升等因素影响，2025年PC公司净利润亏损1,433.16万美元，占公司整体净利润的-505.38%。公司于2026年4月22日召开董事会，审议通过关停议案，决定对PC公司进行清算或注销（包括但不限于清算、注销或继续寻求出售、剥离或以其他方式处理），并对其存货、长期待摊费用、无形资产、固定资产和使用权资产计提资产减值。2026年5月30日，公司已完成个人护理业务相关特定资产的出售和交割，由于个人护理业务长期处于亏损状态，本次交易完成后，将彻底剥离该亏损业务板块，从而消除其对公司合并报表的利润拖累，有效减少公司未来的经营亏损。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

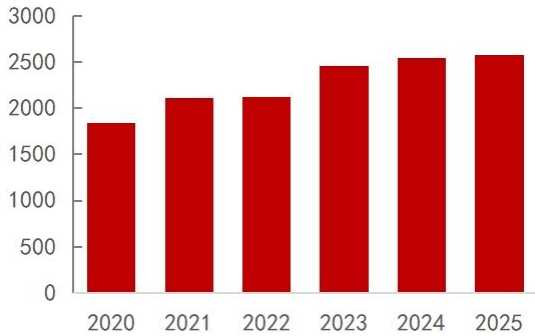
全球营养健康食品市场规模持续增长，境外市场美欧占比较高，中国政府持续加大对健康产业扶持力度，国内健康食品市场发展空间较大，新消费市场快速发展，呈现出渠道线上化与多元化、消费悦己化和目标客群全龄化等核心趋势，B端头部企业市场占有率有望提升

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。2025年全球营养健康食品GMV超过1,930亿美元，预计未来十年市场将维持约3%至5%的稳定增长，到2030年全球规模将增至2,510亿美元。美国、中国及欧洲仍为全球营养健康食品主要市场，美国和中国分别为全球第一和第二大市场。

中国人均医疗消费保健支出持续增长，但增速有所下滑，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、国家卫生健康委员会等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

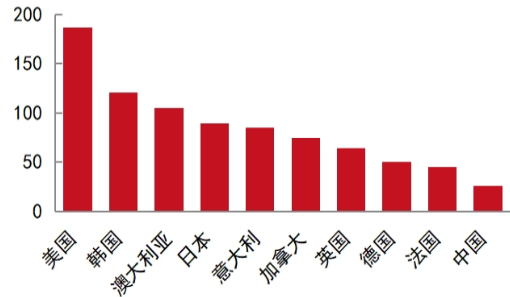
场供给、强化药店健康促进功能等重点任务。行业相关政策文件接连出台，通过鼓励发展创新，加强科普宣传及消费者教育等系列改革措施，鼓励和规范营养健康食品行业发展，持续为行业注入新动力。

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：公开资料，中证鹏元整理

中国新消费市场快速发展，呈现出渠道线上化与多元化、消费理念悦己化和目标客群全龄化等核心趋势。

(1) 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；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。

(2) 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。(3) 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、家庭角色和宠物营养等领域延伸。

新消费趋势正深刻影响产业链格局，B端头部企业市场占有率有望提升。跨境电商、私域、MCN等新兴主体入局国内营养健康食品市场，这类主体多为轻资产模式，普遍依赖第三方合作进行研发生产，这为专业的合同制造商带来了更大市场空间。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，食品级明胶价格2020年至2024年期间平均约为5美元/公斤，2025年以来明胶整体成本呈上涨态势；挪威等北欧国家是鱼油的主要产出和出口国，鱼油价格经历周期性波动，于2024年上半年达到13美元/公斤以上的高位，随后又回落至约8元/公斤，2026年以来因全球供应趋紧面临较大的价格上行压力。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解决方案，是全球知名的营养健康食品综合解决方案提供商，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营养健康食品的企业，向企业客户提供营养产品解决方案。受美洲出口业务关税扰动及中国市场渠道结构调整影响，2025年公司营业收入增速较上年显著放缓。分品类来看，随着下游需求增长和海外业务拓展，2025年软胶囊、软糖和片剂收入规模同比均有所增长，其中软糖受益于欧洲及亚太销量增加的影响，收入增长贡献较大；粉剂、饮品、硬胶囊收入同比则呈现一定程度下降，主要系市场结构、部分客户订单减少以及公司自身品类规划调整所致。2025年公司销售毛利率为30.57%，受个人护理业务拖累，整体盈利表现略有下滑。

2026年一季度公司业绩增速和主业毛利率水平有所修复，营业收入为10.03亿元，同比增长5.15%，当期销售毛利率回升至32.38%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年 1-3月			2025年			2024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	4.76	47.49%	27.28%	20.23	47.45%	26.18%	19.84	47.10%	25.57%
软糖	2.40	23.88%	43.23%	10.65	24.98%	45.14%	9.95	23.63%	48.88%
片剂	0.91	9.06%	41.08%	3.77	8.84%	37.83%	3.26	7.73%	45.73%
粉剂	0.46	4.63%	17.95%	2.07	4.85%	20.97%	2.32	5.50%	22.30%
饮品	0.66	6.63%	37.83%	2.37	5.56%	39.82%	2.48	5.89%	26.57%
硬胶囊	0.50	4.94%	19.65%	2.16	5.06%	18.56%	2.23	5.29%	16.84%
其他剂型	0.27	2.67%	19.74%	1.23	2.87%	-32.83%	1.77	4.21%	0.84%
其他业务	0.07	0.70%	92.04%	0.17	0.39%	76.41%	0.27	0.65%	94.73%
合计	10.03	100.00%	32.38%	42.63	100.00%	30.57%	42.11	100.00%	31.46%

资料来源：公司2024-2025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，跟踪期内技术应用能力保持良好，产品储备充裕，行业领先地位稳固，在核心剂型领域的竞争优势保持领先

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。2025年公司研发费用同比增长15.88%，新增4项保健食品注册证书及40项保健食品备案凭证。截至2025年末，公司拥有108项保健食品注册证书及325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。公司产品线丰富，截至2025年底，公司已经推出340种软胶囊剂型SKU、超过640种软糖剂型SKU。

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。

公司行业领先地位稳固，在核心剂型领域的竞争优势保持领先。按收入计，2025年全球营养健康食品解决方案行业前五大参与者的合计市场份额约为11%，公司排名第三，2025年市场份额为2.0%。细分领域方面，2025年公司在软胶囊及软糖类营养健康食品解决方案的全球市场份额均位列第二，凭借先认证壁垒与研发积累，持续保持其在CDMO细分赛道的核心竞争力。

跟踪期内，公司软胶囊、软糖、片剂的产能利用率有所提升，但受市场结构和公司自身品类规划调整影响，功能饮品、片剂、粉剂产能利用率仍处于较低水平；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2025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，中国生产基地包括汕头和马鞍山工厂，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、软糖、粉剂及片剂等产品。跟踪期内，随着马鞍山工厂产线陆续投产，公司功能饮品年产能由2024年末32,240万瓶/万袋提升至2025年末51,560万瓶/万袋，其他主要产品实际产能未发生变化。

表2 截至2025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	51,560.00	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2025年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，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增长，软胶囊、软糖和片剂的产品产能利用率有所提升；受市场需求结构变动和公司自身品类规划调整影响，功能饮品、粉剂产能利用率有所下降。其中，片剂、粉剂产能利用率仍然处于较低水平，功能饮品市场需求仍较为旺盛，公司持续加大对该领域继续拓展投入，当前产能利用率水平仍然较低，未来产能利用率能否改善有待关注。目前，公司在建项目的泰国生产基地建设规划软糖年产能24亿粒，预计2027年竣工投产，若市场拓展不及预期，可能存在产能消化压力。

表3 近年公司主要产品产能及产能利用率情况

产品类别	项目	2025年	2024年	2023年
软胶囊（亿粒）	年产能	116.08	116.08	116.08
	产能利用率	70.72%	67.66%	58.17%

片剂（亿片）	年产能	36.56	36.56	36.56
	产能利用率	52.58%	48.36%	50.63%
粉剂（吨）	年产能	5,588.62	5,588.62	5,588.62
	产能利用率	21.65%	22.51%	37.45%
软糖（亿粒）	年产能	55.10	55.10	47.90
	产能利用率	88.05%	84.37%	74.43%
功能饮品（万瓶/万袋）	年产能	51,560.00	32,240.00	32,240.00
	产能利用率	45.62%	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，2025年前五大客户占比进一步下降，对主要客户的依赖程度降低，其中境外收入占比仍较高，需关注后续贸易形势变动对公司经营业绩的影响；此外，需关注公司可能面临的声誉风险

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，2025年前五大客户销售金额占比为22.08%，较上年有所下降，对主要客户的依赖程度持续降低。需注意的是，公司为下游品牌提供研发生产服务，若下游品牌客户涉嫌虚假宣传可能会通过社会舆论引发连锁声誉风险，进而对公司经营产生不利影响。

表4 2025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	NOW Health Group, Inc.	软胶囊	29,587.64	6.94%
2	客户二	软胶囊、软糖	18,602.65	4.36%
3	客户三	软糖、软胶囊、片剂、粉剂、饮品、硬胶囊	16,252.51	3.81%
4	客户四	饮品、粉剂、片剂、软胶囊、软糖	15,168.78	3.56%
5	客户五	软胶囊、片剂、粉剂、饮品、软糖	14,540.65	3.41%
合计			94,152.24	22.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，受贸易政策波动影响，2025年公司境外收入与上年基本持平，占总收入比重约为60%，境外收入占比仍较高。2025年贸易形势对公司供应链控制和海外业务拓展带来挑战，公司对美洲的出口有所下滑，当前中美贸易形势有所缓解，目前BF公司美国本土生产交付能力逐步提升，需持续关注美洲区域销售收入的复苏情况。

表5 近年公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
境内	17.15	40.23%	16.61	39.44%
境外	25.48	59.77%	25.50	60.56%

欧洲	7.55	17.72%	6.04	14.35%
美洲	15.51	36.38%	16.66	39.56%
其他地区	2.42	5.67%	2.80	6.65%
合计	42.63	100.00%	42.11	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，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，单一原料占生产成本的比重通常在15%以下，其中明胶、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，2025年公司原料成本占主营业务成本的比重为67.71%，较上年略有下降，其中鱼油类成本占生产成本比重有所提升。2025年以来，受上游原料及环保政策收紧影响，明胶整体成本呈上涨态势；鱼油则因全球供应趋紧，2026年以来面临较大的价格上行压力。虽然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6 公司部分原料占生产成本比重情况

项目	2025 年	2024 年	2023 年
鱼油类	13.20%	12.02%	7.59%
明胶	4.28%	5.10%	4.46%
维生素类	1.57%	1.70%	2.42%
硫酸软骨素	0.70%	0.77%	1.16%
鳕鱼肝油	0.34%	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2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，受个人护理业务关停计提资产减值影响，公司盈利能力指标下滑，此外BF公司净利润持续亏损，仍需关注商誉减值风险；公司业务回款及时，资本性支出压力可控，但本期债券转股比例低，需关注到期偿付压力

资本实力与资产质量

公司资本结构较为稳定，以生产基地和机器设备等非流动资产为主。2025年汕头物流中心与动力中心项目建成转固，公司固定资产账面价值有所增长；当前在建工程主要包括北美软糖产线和泰国工厂项目，资本支出压力尚可。因PC公司经营亏损，公司计划关停个人护理业务，2025年公司对其存货、无

形资产、使用权资产等计提了资产减值损失合计1.95亿元。

长期股权投资为公司新增对湖北怡本荟品牌管理有限公司（以下简称“湖北怡本荟”）和上海迈向胜利健康技术有限公司的投资，2025年末因湖北怡本荟业绩不达预期，已对其计提减值准备0.55亿元；上述被投资标的均处于亏损状态，需持续关注减值风险。

公司商誉主要源于其海外并购扩张，继2016年收购 Sirio Germany 以及2023年收购美国 BF 公司后，截至2025年末公司账面商誉价值已超4亿元，且目前未计提商誉减值准备；由于商誉减值测试中可收回金额的各项参数主要为预估数据，未来仍存在较大的减值风险。此外，2025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2025年末，公司受限资产除少量受限货币资金外，下属子公司PC公司的全部资产（计提资产减值后账面价值1.04亿元）因进行银行融资担保抵押而受限，另有账面价值1.55亿元固定资产因融资抵押受限。上述合计受限资产账面价值2.61亿元，公司仍保有一定的抵质押融资空间。

图3 公司资本结构

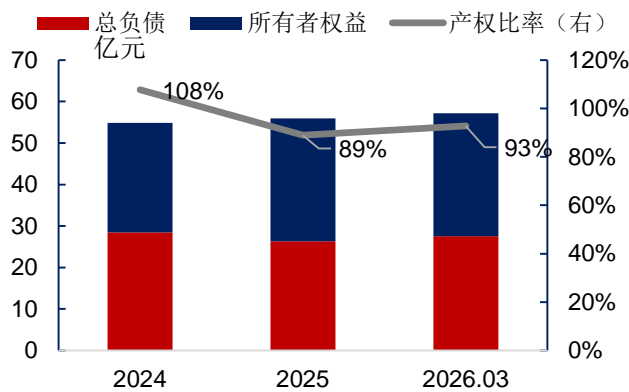
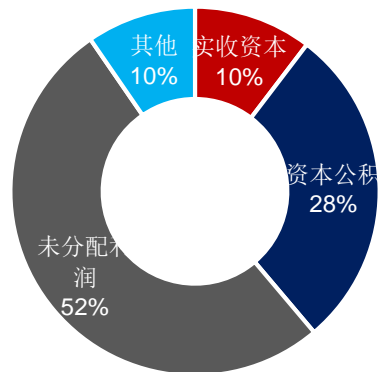


图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

单击或点击此处输入文字。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.36	11.13%	5.95	10.65%	6.36	11.59%
应收账款	6.88	12.03%	6.83	12.22%	6.75	12.30%
存货	4.72	8.25%	4.58	8.20%	4.82	8.78%
流动资产合计	20.11	35.17%	19.22	34.38%	20.23	36.87%
长期股权投资	1.40	2.45%	1.43	2.56%	0.00	0.00%
固定资产	18.02	31.52%	17.89	32.01%	15.23	27.75%
在建工程	2.16	3.78%	1.69	3.02%	2.38	4.35%
使用权资产	2.23	3.89%	2.33	4.17%	3.32	6.06%

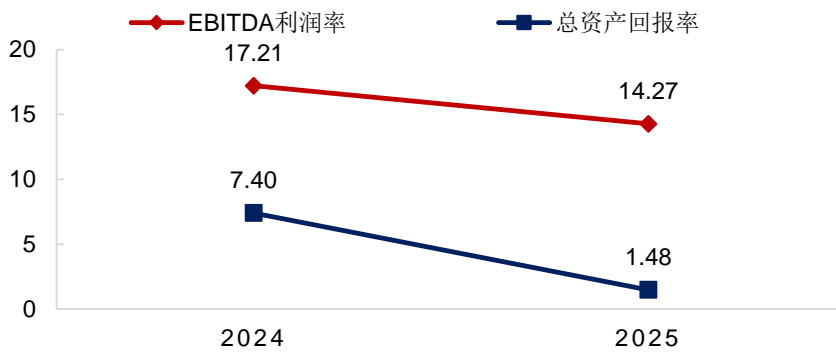
无形资产	4.43	7.74%	4.60	8.23%	5.26	9.59%
商誉	4.25	7.44%	4.27	7.64%	4.17	7.60%
非流动资产合计	37.08	64.83%	36.69	65.62%	34.63	63.13%
资产总计	57.19	100.00%	55.91	100.00%	54.86	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受个人护理业务亏损、公司计提资产减值损失影响，2025年公司盈利能力指标同比有所下降。目前公司营养健康食品产能已实现全球化布局，下游市场需求规模持续增长，且公司客户群体稳定优质，预计盈利水平将有所回升。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仍然偏低，且未来仍将新增产能投入，相关产能消化情况及对盈利能力的贡献需进一步观察。此外，公司外销产品占比较高，2026年以来人民币汇率持续走强，需关注国际贸易形势以及汇率波动对公司业绩和净利润的影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司债务结构仍以“仙乐转债”为主，受运营资金需求及泰国工厂项目建设投入增加的影响，2025年末公司银行借款规模同比增长，带动总债务有所上升。需要注意的是，仙乐转债将于2027年4月到期，截至本报告出具日，其转股比例仍然较低，公司或将面临较大的债务偿付压力。

经营性负债方面，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公司剩余少数股权所需支付对价的最佳估计金额现值，由于BF公司的盈利指标未达到协议约定的条件，公司无需履行该项支付义务，故已将相关账面金额予以冲回。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.84	6.68%	1.19	4.51%	0.55	1.93%

应付账款	3.89	14.13%	4.39	16.68%	3.92	13.79%
流动负债合计	10.90	39.60%	10.60	40.29%	8.25	28.98%
长期借款	1.14	4.15%	0.57	2.15%	1.32	4.62%
应付债券	10.98	39.92%	10.81	41.06%	10.24	36.00%
租赁负债	3.13	11.37%	3.07	11.68%	3.28	11.54%
其他非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.61	16.22%
非流动负债合计	16.62	60.40%	15.71	59.71%	20.20	71.02%
负债合计	27.52	100.00%	26.31	100.00%	28.45	100.00%
总债务	18.10	65.76%	16.84	63.98%	16.08	56.51%
其中：短期债务	2.84	15.71%	2.39	14.20%	1.24	7.68%
长期债务	15.25	84.29%	14.45	85.80%	14.84	92.32%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年，由于其他非流动负债中应付BF公司剩余少数股权款冲回，公司整体杠杆水平有所降低。受盈利情况转弱影响，EBITDA及FFO同比有所减少，但公司业务回款相对及时，经营活动现金流保持净流入，现金生成能力仍较强；EBITDA对利息的保障倍数有所下降，但覆盖倍数仍表现良好。公司在手货币资金能够较好地保障扩产项目的资本支出，整体资本性支出压力可控。

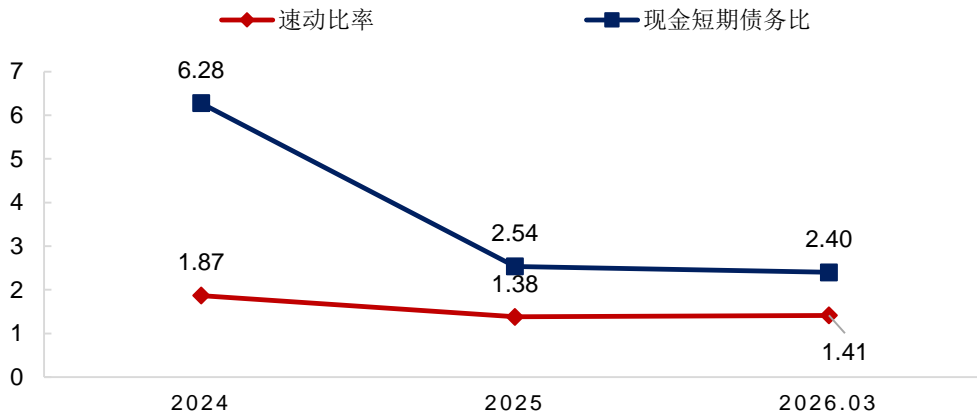
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.15	5.70	5.67
FFO（亿元）	--	3.42	5.27
资产负债率	48.12%	47.07%	51.86%
净债务/EBITDA	--	1.96	1.30
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	9.09
总债务/总资本	37.89%	36.26%	37.84%
FFO/净债务	--	28.75%	55.95%
经营活动现金流净额/净债务	-1.30%	47.87%	60.19%
自由现金流/净债务	-9.85%	10.82%	16.44%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司短期债务规模有所增长，现金类资产对短期债务的覆盖程度边际减弱，叠加本期债券将于2027年4月到期，若届时转股比例仍然较低，公司将面临较大的即期偿付压力。然而，公司作为上市公司，具备多元化的融资渠道应对资金需求。一方面公司于2026年1月29日正式向香港联交所递交H股发行上市申请，有望进一步拓宽股权融资路径；另一方面，公司银行授信储备充裕，截至2025年末尚未使用的授信额度16.80亿元，具备一定的融资弹性，且公司资产受限比例较低，仍保有一定的抵质押融资空间。根据公司公告，2026年公司拟向银行申请不超过30亿元的综合授信总额度（最终额度以实际审批为准），将为公司的流动性提供支持。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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2023年1月1日至报告查询日（2026年5月11日），公司本部、子公司仙乐健康科技（安徽）有限公司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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年5月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

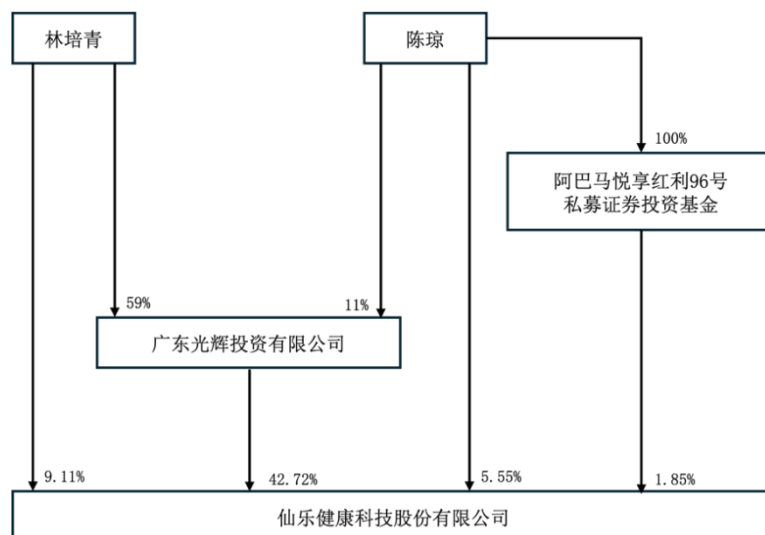
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	6.36	5.95	6.36	5.34
应收账款	6.88	6.83	6.75	6.13
流动资产合计	20.11	19.22	20.23	19.33
固定资产	18.02	17.89	15.23	14.40
非流动资产合计	37.08	36.69	34.63	32.63
资产总计	57.19	55.91	54.86	51.96
短期借款	1.84	1.19	0.55	0.00
应付账款	3.89	4.39	3.92	3.92
一年内到期的非流动负债	1.01	1.20	0.68	0.64
流动负债合计	10.90	10.60	8.25	7.51
长期借款	1.14	0.57	1.32	0.83
应付债券	10.98	10.81	10.24	9.66
租赁负债	3.13	3.07	3.28	2.56
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	16.62	15.71	20.20	18.78
负债合计	27.52	26.31	28.45	26.30
总债务	18.10	16.84	16.08	13.76
其中：短期债务	2.84	2.39	1.24	0.70
长期债务	15.25	14.45	14.84	13.05
所有者权益	29.67	29.59	26.41	25.66
营业收入	10.03	42.63	42.11	35.82
营业利润	0.53	0.08	3.27	2.82
净利润	0.42	0.20	2.82	2.40
经营活动产生的现金流量净额	-0.15	5.70	5.67	3.86
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-4.42	-3.28	-11.58
筹资活动产生的现金流量净额	1.69	-1.68	-1.31	-0.91
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	6.09	7.25	6.61
FFO（亿元）	--	3.42	5.27	4.70
净债务（亿元）	11.54	11.91	9.42	7.07
销售毛利率	32.38%	30.57%	31.46%	30.27%
EBITDA 利润率	--	14.27%	17.21%	18.46%
总资产回报率	--	1.48%	7.40%	7.14%
资产负债率	48.12%	47.07%	51.86%	50.61%
净债务/EBITDA	--	1.96	1.30	1.07
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	9.09	9.95
总债务/总资本	37.89%	36.26%	37.84%	34.90%

FFO/净债务	--	28.75%	55.95%	66.48%
经营活动现金流净额/净债务	-1.30%	47.87%	60.19%	54.65%
速动比率	1.41	1.38	1.87	1.93
现金短期债务比	2.40	2.54	6.28	10.83

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年末）



注：林培青先生名下持有公司股份 28,035,072 股，其中，21,902,400 股（占公司总股本比例 7.12%）为其自有的公司股份，6,132,672 股（占公司总股本比例 1.99%）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，由其行使表决权，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 2025 年年度报告

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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