

2025 年 05 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度业绩承压，关注改革成效释放

—汤臣倍健（300146.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

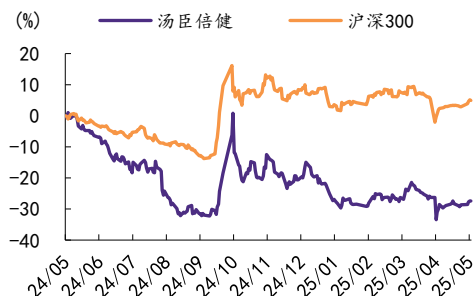
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-05-09

当前股价（元）	11.16
总市值（亿元）	190
总股本（百万股）	1701
流通股本（百万股）	1130
52 周价格范围（元）	10.57-16.04
日均成交额（百万元）	199.23

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

近日，汤臣倍健发布 2024 年年报与 2025 年一季报。2024 年总营收 68.38 亿元（同减 27%），归母净利润 6.53 亿元（同减 63%），扣非净利润 6.26 亿元（同减 61%）。2024Q4 总营收 11.05 亿元（同减 32%），归母净亏损 2.16 亿元（2023Q4 亏损 1.55 亿元），扣非净亏损 1.81 亿元（2023Q4 亏损 2.01 亿元）。2025Q1 总营收 17.92 亿元（同减 32%），归母净利润 4.55 亿元（同减 37%），扣非净利润 4.09 亿元（同减 42%）。

投资要点

■ 规模效应影响毛利，净利率下滑幅度收窄

2024 年/2025Q1 毛利率同减 2pct/1pct 至 66.69%/68.66%，主要系产品结构变化、规模效应下降所致，2024 年/2025Q1 销售费用率分别同比+3pct/-1pct 至 44.33%/30.29%，管理费用率分别同增 3pct/1pct 至 8.15%/5.77%，全年计划控制费用投放。净利率分别同减 9pct/1pct 至 9.47%/26.04%，预计随着规模效应释放，加强费用控制，盈利能力逐步提升。

■ 布局重功能赛道，强化渠道产品区隔

产品端来看，2024 年片剂/粉剂/胶囊营收分别为 10.49/6.25/11.03 亿元，分别同减 41%/42%/26%，2025Q1 公司用钙 DK 做试点，通过低客单、低日服，在连锁打造爆量增利的模式做推广，试点效果超公司预期，预计 2025Q2 陆续在此模式下推出新规、新装产品。除基础营养赛道外，公司计划通过更多模式来推出重功能、刚需赛道，结合差异化服务与终端一起提升转化率。渠道端来看，2024 年境内线上/线下产品营收分别为 12.22/31.25 亿元，分别同减 28%/32%，公司加强线上与线下产品区隔，线下渠道价值链下移，以消费者利益为核心，线上专供比例提高，定位高端化且制定盈利红线，持续推进全渠道均衡发展。

■ 盈利预测

2025Q1 公司主动调整任务排放比例，平滑季度波动，后续公司延续深度改革调整趋势，强化线上与线下渠道区隔，优化抖音渠道直播效果，且制定盈利红线，预计规模效应逐季释放。根据 2024 年年报与 2025 年一季报，我们预计公司

2025-2027 年 EPS 分别为 0.46/0.52/0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 24/21/19 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、外部需求不及预期、线上渠道开拓不及预期、海外市场发展不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	6,838	6,907	7,254	7,772
增长率（%）	-27.3%	1.0%	5.0%	7.2%
归母净利润（百万元）	653	781	886	1,010
增长率（%）	-62.6%	19.6%	13.5%	13.9%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.46	0.52	0.59
ROE（%）	5.9%	6.7%	7.3%	7.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	6,838	6,907	7,254	7,772
现金及现金等价物	2,597	3,989	4,699	5,423	营业成本	2,278	2,311	2,389	2,530
应收款	190	208	219	234	营业税金及附加	55	69	73	78
存货	609	913	944	1,000	销售费用	3,031	3,053	3,192	3,420
其他流动资产	4,219	2,829	2,871	2,933	管理费用	557	553	573	606
流动资产合计	7,615	7,940	8,732	9,591	财务费用	-49	-48	-67	-87
非流动资产：					研发费用	149	150	158	169
金融类资产	2,000	2,000	2,000	2,000	费用合计	3,688	3,708	3,855	4,108
固定资产	2,764	2,600	2,446	2,283	资产减值损失	-43	-30	-25	-10
在建工程	330	310	290	290	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	560	532	504	477	投资收益	-24	-5	0	10
长期股权投资	319	319	319	319	营业利润	824	812	937	1,079
其他非流动资产	2,692	2,692	2,692	2,692	加：营业外收入	94	100	90	85
非流动资产合计	6,665	6,453	6,252	6,062	减：营业外支出	17	20	15	11
资产总计	14,280	14,392	14,984	15,653	利润总额	901	892	1,012	1,153
流动负债：					所得税费用	253	161	182	208
短期借款	1,543	1,593	1,613	1,613	净利润	648	731	830	945
应付账款、票据	240	274	270	272	少数股东损益	-5	-50	-56	-64
其他流动负债	681	681	681	681	归母净利润	653	781	886	1,010
流动负债合计	2,988	2,604	2,622	2,628					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	195	195	195	195	营业收入增长率	-27.3%	1.0%	5.0%	7.2%
非流动负债合计	195	195	195	195	归母净利润增长率	-62.6%	19.6%	13.5%	13.9%
负债合计	3,183	2,798	2,817	2,823	盈利能力				
所有者权益					毛利率	66.7%	66.5%	67.1%	67.4%
股本	1,701	1,701	1,701	1,701	四项费用/营收	53.9%	53.7%	53.1%	52.8%
股东权益	11,097	11,594	12,167	12,830	净利率	9.5%	10.6%	11.4%	12.2%
负债和所有者权益	14,280	14,392	14,984	15,653	ROE	5.9%	6.7%	7.3%	7.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	22.3%	19.4%	18.8%	18.0%
净利润	648	731	830	945	营运能力				
少数股东权益	-5	-50	-56	-64	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	241	212	200	188	应收账款周转率	36.1	33.2	33.2	33.2
公允价值变动	28	0	0	0	存货周转率	3.7	2.6	2.6	2.6
营运资金变动	-227	633	-85	-128	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	686	1527	889	941	EPS	0.38	0.46	0.52	0.59
投资活动现金净流量	-1149	184	173	163	P/E	29.1	24.3	21.4	18.8
筹资活动现金净流量	1856	-184	-237	-283	P/S	2.8	2.7	2.6	2.4
现金流量净额	1,392	1,527	825	822	P/B	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。