

汤臣倍健（300146.SZ）

经营触底向上，降费效果初显

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 68.4 亿元，同比-27.3%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比-62.6%；实现扣非归母净利润 6.3 亿元，同比-60.8%。其中 24Q4 实现营收 11.0 亿元，同比-32.0%；实现归母净利润-2.2 亿元，亏损同比增加 0.6 亿元；实现扣非归母净利润-1.8 亿元，扣非损失同比减少 0.2 亿元。

需求偏弱叠加新老品替换，24Q4 经营仍承压。24Q4 公司营收同比-32.0%，同比表现仍承压但幅度环比收窄，我们预计仍主要受需求偏弱、行业竞争加剧、两大单品消化老品库存影响。分品牌来看，24Q4 主品牌/健力多/Life-spacce 国内/LSG 境外收入分别同比-38.9%/-39.9%/-29.5%/-12.6%，主品牌及健力多因新老品替换下滑幅度较大，以跨境电商为主的境外 LSG 表现相对较好。分渠道来看，2024 年直营/境内线上经销/境内线下经销/境外经销收入同比-20.8%/-28.2%/-32.0%/-21.2%，线下渠道预计受人流量下降、老品库存消化影响，线上因基数较高、竞争加剧亦承压。

优化费投效果初显，非经损失影响利润表现。24Q4 毛利率同比下降 5.0pct 至 60.3%，我们预计主要受线上价格竞争激烈、规模效应下降等影响。24Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比-14.8%/+5.1%/-0.5%/-0.9pct 至 54.7%/14.0%/2.9%/-1.9%，公司持续调整费用投放模型、强化费用管控，销售费用率同比显著下降，优化效果初步显现；但在规模效应下降的影响下，管理费用率同比提升。综合来看，受益于销售费用率下行，24Q4 扣非损失同比减少 0.2 亿元；但因资产减值损失/投资损失扩大 0.3/0.6 亿元等，归母净亏损同比扩大 0.6 亿元。

收入有望逐季向好，降费贡献利润弹性。2025 年公司主要预算目标为同比保持稳定，我们认为随着新老品上市替换完成、需求修复，收入端有望逐季转好。其中线下渠道通过激活经销商团队及终端服务力促进修复，通过“零风险上新计划”打开新品增长空间；线上渠道目标优化费投实现高质量增长；产品端在原有大单品矩阵基础上加速国际业务和婴童赛道布局。利润端来看，公司持续推进费用精细管控、资源分配优化，24Q4 销售费用率显著下降为一大亮点，建议关注费率下降贡献 2025 年利润弹性。

投资建议：考虑到行业竞争仍较激烈，公司积极调整战略应对，我们略下调 2025-2026 年并引入 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年实现归母净利润 11.0/12.2/13.4 亿元（前次 2025-2026 年预测为 12.1/14.0 亿元），同比+68.6%/10.9%/9.4%，当前股价对应 PE 为 19/17/15x。

风险提示：行业竞争加剧，消费力恢复不及预期，大单品培育不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,407	6,838	6,842	7,160	7,491
增长率 yoy（%）	19.7	-27.3	0.1	4.6	4.6
归母净利润（百万元）	1,746	653	1,101	1,221	1,336
增长率 yoy（%）	26.0	-62.6	68.6	10.9	9.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.03	0.38	0.65	0.72	0.79
净资产收益率（%）	14.4	5.9	9.9	10.9	11.8
P/E（倍）	11.7	31.4	18.6	16.8	15.4
P/B（倍）	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 21 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
03 月 21 日收盘价（元）	12.06
总市值（百万元）	20,512.20
总股本（百万股）	1,700.85
其中自由流通股（%）	66.44
30 日日均成交量（百万股）	15.99

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

- 《汤臣倍健（300146.SZ）：竞争加剧、消化库存，短期业绩承压》 2024-10-26
- 《汤臣倍健（300146.SZ）：短期业绩承压，中长期战略定力足》 2024-08-06
- 《汤臣倍健（300146.SZ）：高基数下短期承压，战略着眼长远》 2024-04-26

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8313	7615	7885	8256	8645
现金	3327	2597	2763	3035	3325
应收票据及应收账款	249	165	165	173	181
其他应收款	86	24	57	60	62
预付账款	188	110	109	115	120
存货	989	609	631	660	690
其他流动资产	3474	4109	4159	4213	4267
非流动资产	6785	6665	6477	6282	6080
长期投资	418	319	319	319	319
固定资产	906	2764	3151	3265	3241
无形资产	689	560	495	430	365
其他非流动资产	4773	3022	2512	2267	2155
资产总计	15098	14280	14362	14537	14725
流动负债	2463	2988	2986	3051	3118
短期借款	0	1543	1543	1543	1543
应付票据及应付账款	427	240	239	250	262
其他流动负债	2037	1206	1204	1258	1314
非流动负债	393	195	195	195	195
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	393	195	195	195	195
负债合计	2856	3183	3180	3245	3313
少数股东权益	75	46	67	89	114
股本	1701	1701	1701	1701	1701
资本公积	6121	6138	6138	6138	6138
留存收益	4418	3530	3604	3691	3787
归属母公司股东权益	12167	11051	11115	11202	11298
负债和股东权益	15098	14280	14362	14537	14725

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2051	686	1267	1467	1589
净利润	1779	648	1121	1243	1361
折旧摊销	249	266	343	350	356
财务费用	4	12	15	15	15
投资损失	-94	24	-51	-54	-56
营运资金变动	199	-322	-57	17	18
其他经营现金流	-86	58	-105	-105	-105
投资活动现金流	-1327	-1149	-49	-46	-44
资本支出	-1257	-304	-100	-100	-100
长期投资	-111	-976	0	0	0
其他投资现金流	41	131	51	54	56
筹资活动现金流	-372	-263	-1047	-1149	-1255
短期借款	0	1543	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	18	0	0	0
其他筹资现金流	-380	-1824	-1047	-1149	-1255
现金净增加额	365	-732	166	272	290

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9407	6838	6842	7160	7491
营业成本	2927	2278	2270	2376	2483
营业税金及附加	93	55	62	64	67
营业费用	3859	3031	2775	2849	2945
管理费用	494	557	421	404	386
研发费用	179	149	144	150	157
财务费用	-56	-49	-47	-51	-57
资产减值损失	-13	-43	-15	-15	-15
其他收益	27	28	27	29	30
公允价值变动收益	51	28	50	50	50
投资净收益	94	-24	51	54	56
资产处置收益	0	14	0	0	0
营业利润	2069	824	1332	1484	1631
营业外收入	140	94	100	100	100
营业外支出	13	17	30	30	30
利润总额	2196	901	1402	1554	1701
所得税	417	253	280	311	340
净利润	1779	648	1121	1243	1361
少数股东损益	32	-5	20	23	25
归属母公司净利润	1746	653	1101	1221	1336
EBITDA	2117	1022	1698	1854	2000
EPS (元/股)	1.03	0.38	0.65	0.72	0.79

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	-27.3	0.1	4.6	4.6
营业利润(%)	28.5	-60.2	61.7	11.5	9.9
归属母公司净利润(%)	26.0	-62.6	68.6	10.9	9.4
获利能力					
毛利率(%)	68.9	66.7	66.8	66.8	66.8
净利率(%)	18.6	9.5	16.1	17.0	17.8
ROE(%)	14.4	5.9	9.9	10.9	11.8
ROIC(%)	12.2	4.3	8.5	9.4	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	22.3	22.1	22.3	22.5
净负债比率(%)	-25.8	-9.5	-10.9	-13.2	-15.6
流动比率	3.4	2.5	2.6	2.7	2.8
速动比率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	32.5	33.0	41.4	42.3	42.3
应付账款周转率	7.4	7.1	10.8	11.0	11.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.38	0.65	0.72	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.40	0.75	0.86	0.93
每股净资产(最新摊薄)	7.15	6.50	6.53	6.59	6.64
估值比率					
P/E	11.7	31.4	18.6	16.8	15.4
P/B	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	12.2	19.0	11.4	10.3	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com