

公司研究

业绩继续承压，关注新品上市进展

——汤臣倍健（300146.SZ）2025年一季报点评

要点

事件：汤臣倍健 25Q1 实现营业收入 17.9 亿元，同比-32.3%；归母净利润 4.5 亿元，同比-37.4%；扣非归母净利润 4.1 亿元，同比-42.4%。

高基数及需求疲软，致收入承压。1) **分产品看：**25Q1 主品牌“汤臣倍健”实现营收 9.83 亿元，同比-36.37%；关节护理品牌“健力多”实现营收 2.01 亿元，同比-46.15%；Life-Space 国内产品实现营收 0.77 亿元，同比-36.19%。主品牌及健力多营收下滑幅度较大，主要系去年同期基数较高，且两大核心单品迭代升级后终端销售不及预期所致。境外业务方面，LSG 实现营收 2.44 亿元，同比+5.94%（澳元口径营收 0.54 亿澳元，同比+10.14%），表现相对稳健。2) **分渠道看：**线下渠道实现收入 9.88 亿元，同比-42.62%；线上渠道实现收入 7.66 亿元，同比-15.78%。线下渠道收入大幅下降，主要受药店渠道客流及 VDS 销售规模持续下行、去年同期高基数以及核心单品迭代致终端销售不及预期的影响。线上渠道营收降幅相对较小，线上渠道策略仍在持续优化中。

销售费用管控显效，毛利率下滑影响净利率。1) 25Q1 公司毛利率为 68.66%，同比-1.24pcts，主要系，一方面低毛利率产品（如 LSG 业务产品）销量占比提升，另一方面收入下降导致单位固定成本上升。2) 25Q1 公司销售费用率为 30.29%，同比-0.91pcts，主要系公司加强费用控制。一季度销售费用通常占比较低，因为一季度公司主要忙于规划、筹备终端活动、开展铺货上新等工作，相关工作完成后才进行相关投入与推广。随着二季度大量新品上市，推广费用或环比提升。3) 25Q1 管理费用率为 5.77%，同比+1.02pcts，主要系收入下降导致占比提升。4) 综合来看，25Q1 公司销售净利率达到 26.04%，同比-1.13pcts。

Q2 新品有望发力，致力于激活线下渠道业务。为应对消费疲软、业绩下滑的现状，公司将在二季度采取多项积极措施。在产品端，一方面公司从基础营养赛道发力，将钙 DK 产品模式复制于维生素系列、益生菌系列，推出新规新装产品；另一方面将针对刚需人群（如蛋白粉、儿童产品的受众）推出新规新装产品，结合终端试吃、检测等服务促进动销。渠道端，随着二季度大量新品线下上市，公司将通过线下新品发布会陆续推进终端唤醒计划，重塑价值链各方信心。建议关注新品推广进展。

盈利预测、估值与评级：考虑到需求仍较为疲软，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别至 7.91/9.21/10.24 亿元（分别下调 13%/17%/19%），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 23x/20x/18x，公司为膳食补充剂行业龙头企业，行业仍具备增长前景，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、商誉减值风险、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,407	6,838	6,916	7,428	7,849
营业收入增长率	19.66%	-27.30%	1.13%	7.41%	5.67%
归母净利润（百万元）	1,746	653	791	921	1,024
归母净利润增长率	-26.01%	-62.62%	21.10%	16.54%	11.17%
EPS（元）	1.03	0.38	0.46	0.54	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.35%	5.91%	7.04%	7.87%	8.39%
P/E	11	28	23	20	18
P/B	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

增持（维持）

当前价：10.92 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

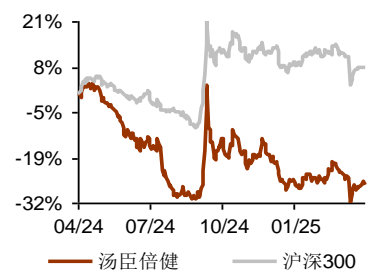
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.01
总市值(亿元)	185.73
一年最低/最高(元)	9.99/17.21
近3月换手率	48.28%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.03	1.01	-34.10
绝对	-5.72	0.23	-26.83

资料来源：Wind

相关研报

业绩承压，关注调整进程——汤臣倍健（300146.SZ）2024 年年报点评（2025-03-25）
Q3 业绩承压，建议关注调整进展——汤臣倍健（300146.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,407	6,838	6,916	7,428	7,849
营业成本	2,927	2,278	2,338	2,526	2,685
折旧和摊销	225	241	284	302	319
税金及附加	93	55	55	59	63
销售费用	3,859	3,031	3,031	3,174	3,275
管理费用	494	557	577	590	607
研发费用	179	149	138	141	141
财务费用	-56	-49	-45	-40	-38
投资收益	94	-24	100	120	120
营业利润	2,069	824	990	1,169	1,309
利润总额	2,196	901	1,067	1,246	1,386
所得税	417	253	267	311	346
净利润	1,779	648	801	934	1,039
少数股东损益	32	-5	10	13	15
归属母公司净利润	1,746	653	791	921	1,024
EPS(元)	1.03	0.38	0.46	0.54	0.60

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,051	686	1,037	1,001	1,145
净利润	1,746	653	791	921	1,024
折旧摊销	225	241	284	302	319
净营运资金增加	1,321	-606	-21	245	191
其他	-1,241	398	-17	-467	-389
投资活动产生现金流	-1,327	-1,149	-847	-535	-510
净资本支出	-1,257	-304	-289	-400	-400
长期投资变化	418	319	0	0	0
其他资产变化	-488	-1,164	-558	-135	-110
融资活动现金流	-372	-263	-228	-276	-479
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-8	1,531	339	131	-5
无息负债变化	462	-1,204	73	31	37
净现金流	365	-732	-38	190	156

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	68.9%	66.7%	66.2%	66.0%	65.8%
EBITDA 率	22.5%	15.9%	15.8%	17.2%	18.3%
EBIT 率	20.1%	12.3%	11.7%	13.1%	14.2%
税前净利润率	23.3%	13.2%	15.4%	16.8%	17.7%
归母净利润率	18.6%	9.5%	11.4%	12.4%	13.0%
ROA	11.8%	4.5%	5.4%	6.0%	6.5%
ROE (摊薄)	14.4%	5.9%	7.0%	7.9%	8.4%
经营性 ROIC	15.7%	6.5%	6.5%	7.5%	8.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	19%	22%	24%	24%	24%
流动比率	3.38	2.55	2.36	2.36	2.43
速动比率	2.97	2.34	2.18	2.17	2.23
归母权益/有息债务	957.33	7.16	5.97	5.81	6.08
有形资产/有息债务	1019.32	8.05	6.93	6.81	7.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,098	14,280	14,880	15,527	16,085
货币资金	3,327	2,597	2,559	2,748	2,904
交易性金融资产	1,375	2,000	2,500	2,600	2,700
应收账款	249	165	167	180	190
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	86	24	25	26	28
存货	989	609	625	675	718
其他流动资产	2,096	2,041	2,043	2,054	2,063
流动资产合计	8,313	7,615	8,031	8,405	8,732
其他权益工具	185	308	400	500	600
长期股权投资	418	319	319	319	319
固定资产	906	2,764	2,828	2,838	2,849
在建工程	1,419	330	266	331	380
无形资产	689	560	551	544	537
商誉	1,175	1,092	1,092	1,092	1,092
其他非流动资产	875	559	569	569	569
非流动资产合计	6,785	6,665	6,849	7,122	7,353
总负债	2,856	3,183	3,594	3,756	3,788
短期借款	0	1,543	1,782	1,913	1,908
应付账款	427	211	217	234	249
应付票据	0	29	29	32	34
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	97	35	37	49	59
流动负债合计	2,463	2,988	3,399	3,559	3,590
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	71	71	72	73
非流动负债合计	393	195	195	196	197
股东权益	12,242	11,097	11,285	11,771	12,297
股本	1,701	1,701	1,701	1,701	1,701
公积金	6,973	6,989	6,989	6,989	6,989
未分配利润	3,565	2,680	2,858	3,331	3,841
归属母公司权益	12,167	11,051	11,229	11,702	12,213
少数股东权益	75	46	56	69	84

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	41.02%	44.33%	43.83%	42.73%	41.73%
管理费用率	5.25%	8.15%	8.34%	7.94%	7.74%
财务费用率	-0.59%	-0.72%	-0.66%	-0.54%	-0.49%
研发费用率	1.91%	2.17%	2.00%	1.90%	1.80%
所得税率	19%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.90	0.36	0.26	0.30	0.31
每股经营现金流	1.21	0.40	0.61	0.59	0.67
每股净资产	7.15	6.50	6.60	6.88	7.18
每股销售收入	5.53	4.02	4.07	4.37	4.61

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	28	23	20	18
PB	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.0	16.4	16.1	13.8	12.2
股息率	8.2%	3.3%	2.4%	2.8%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP