

## 汤臣倍健 (300146.SZ)

## 经营压力释放，期待逐季向好

**事件：**公司发布2025年一季度报，25Q1实现营收17.9亿元，同比-32.3%；实现归母净利润4.5亿元，同比-37.4%；实现扣非净利润4.1亿元，同比-42.4%。

**高基数及春节错期仍有压力，线下渠道客流量压力更大。**25Q1公司收入增长仍有承压，我们认为主要受上年同期基数为全年较高、今年春节错期、消费力偏弱且行业维持较高强度竞争影响。分渠道来看，25Q1公司线上/线下收入同比-15.8%/-42.6%，线下渠道上年同期基数较高，且预计仍受保健品行业整体线下渠道人流量承压、线上为主要增量渠道影响。分品牌来看，25Q1汤臣倍健主品牌/健力多/Life-spacce国内/LSG境外收入分别同比-36.4%/-46.2%/-36.2%/+5.9%，线下占比较高的主品牌、健力多、Life-spacce国内收入增长压力较明显，而LSG境外表现相对稳健。

**毛利率因产品结构及规模效应承压，费用管控效果逐步显现。**25Q1毛利率同比-1.2pct至68.7%，我们预计主要因产品结构变化、规模效应下降影响。25Q1公司销售/管理/研发/财务费用率同比-0.9pct/+1.0pct/持平/+0.5pct至30.3%/5.8%/1.2%/0.0%，在收入承压背景下费用率整体水平稳定，公司费用率优化效果已有呈现。综合来看，25Q1公司净利率同比-1.1pct至26.0%。

**Q2新品陆续上市，基数压力走低+改革成效兑现经营或逐季向好。**产品端来看，25Q2开始公司或将在不同渠道推出各主要品类的新品，年内预计将推出健力多OTC产品匹配药店渠道需求，期待新品上市对收入增长的拉动。渠道端来看，公司线下渠道实施经销商及终端唤醒计划，加强中小药店网点覆盖、提高团队服务能力，通过“零风险上新计划”打开新品增长空间等；线上渠道提升运营效率，优化费投模型实现高质量增长。2025年公司整体定调稳盘，主要预算目标为全年同比保持稳定；利润端公司持续推进费用精细管控、资源分配优化，利润表现或优于收入。分季度来看，我们认为25Q2起公司基数压力逐步走低，随着需求修复、新品上市、渠道改革成效兑现、经营提效，公司业绩有望逐季转好。

**投资建议：**考虑到行业竞争仍较激烈，公司以“稳盘”为总策略，我们调整盈利预测，预期2025-2027年公司实现归母净利润8.0/9.6/11.1亿元（前次预测为11.0/12.2/13.4亿元），同比+23.1%/19.1%/15.7%，当前股价对应PE为23/19/17x。

**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	6,839	7,149	7,478
增长率yoy(%)	19.7	-27.3	0.0	4.5	4.6
归母净利润(百万元)	1,746	653	804	960	1,111
增长率yoy(%)	26.0	-62.6	23.1	19.4	15.7
EPS最新摊薄(元/股)	1.03	0.38	0.47	0.56	0.65
净资产收益率(%)	14.4	5.9	7.2	8.6	9.9
P/E(倍)	10.6	28.5	23.1	19.3	16.7
P/B(倍)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6

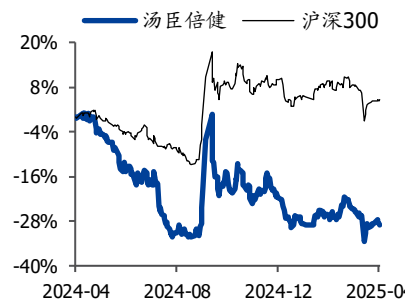
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年04月25日收盘价

## 增持(维持)

## 股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
04月25日收盘价(元)	10.92
总市值(百万元)	18,573.23
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)	13.77

## 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)：经营触底向上，降费效果初显》 2025-03-23
- 《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

**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
<b>流动资产</b>	8313	7615	7975	8326	8703
现金	3327	2597	2886	3155	3445
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	118	123	130
存货	989	609	678	711	747
其他流动资产	3474	4109	4072	4105	4139
<b>非流动资产</b>	6785	6665	6436	6241	6040
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	2472	2227	2114
<b>资产总计</b>	15098	14280	14411	14567	14743
<b>流动负债</b>	2463	2988	3044	3113	3188
短期借款	0	1543	1543	1543	1543
应付票据及应付账款	427	240	257	269	283
其他流动负债	2037	1206	1244	1301	1363
<b>非流动负债</b>	393	195	187	187	187
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	393	195	187	187	187
<b>负债合计</b>	2856	3183	3231	3300	3375
少数股东权益	75	46	61	79	100
股本	1701	1701	1701	1701	1701
资本公积	6121	6138	6144	6144	6144
留存收益	4418	3530	3585	3654	3734
归属母公司股东权益	12167	11051	11119	11188	11268
<b>负债和股东权益</b>	15098	14280	14411	14567	14743

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2051	686	1058	1230	1389
净利润	1779	648	819	978	1131
折旧摊销	249	266	343	350	356
财务费用	4	12	15	15	15
投资损失	-94	24	-34	-36	-37
营运资金变动	199	-322	15	17	18
其他经营现金流	-86	58	-100	-95	-95
<b>投资活动现金流</b>	-1327	-1149	-16	-54	-53
资本支出	-1257	-304	-90	-90	-90
长期投资	-111	-976	0	0	0
其他投资现金流	41	131	74	36	37
<b>筹资活动现金流</b>	-372	-263	-751	-907	-1047
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	6	0	0
其他筹资现金流	-380	-1824	-757	-907	-1047
<b>现金净增加额</b>	365	-732	289	269	290

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	9407	6838	6839	7149	7478
营业成本	2927	2278	2439	2559	2690
营业税金及附加	93	55	62	64	67
营业费用	3859	3031	2855	2894	2951
管理费用	494	557	523	475	422
研发费用	179	149	144	150	157
财务费用	-56	-49	-47	-54	-60
资产减值损失	-13	-43	-15	-15	-15
其他收益	27	28	31	31	31
公允价值变动收益	51	28	30	30	30
投资净收益	94	-24	34	36	37
资产处置收益	0	14	0	0	0
<b>营业利润</b>	2069	824	943	1142	1334
营业外收入	140	94	100	100	100
营业外支出	13	17	20	20	20
<b>利润总额</b>	2196	901	1023	1222	1414
所得税	417	253	205	244	283
<b>净利润</b>	1779	648	819	978	1131
少数股东损益	32	-5	15	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	1746	653	804	960	1111
EBITDA	2117	1022	1320	1519	1710
EPS (元/股)	1.03	0.38	0.47	0.56	0.65

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.7	-27.3	0.0	4.5	4.6
营业利润(%)	28.5	-60.2	14.6	21.1	16.8
归属母公司净利润(%)	26.0	-62.6	23.1	19.4	15.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.9	66.7	64.3	64.2	64.0
净利率(%)	18.6	9.5	11.8	13.4	14.9
ROE(%)	14.4	5.9	7.2	8.6	9.9
ROIC(%)	12.2	4.3	6.1	7.3	8.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.9	22.3	22.4	22.7	22.9
净负债比率(%)	-25.8	-9.5	-12.0	-14.3	-16.7
流动比率	3.4	2.5	2.6	2.7	2.7
速动比率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
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	11.1	11.0	11.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.38	0.47	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.40	0.62	0.72	0.82
每股净资产(最新摊薄)	7.15	6.50	6.54	6.58	6.62
<b>估值比率</b>					
P/E	10.6	28.5	23.1	19.3	16.7
P/B	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.2	19.0	13.1	11.2	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 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