



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 28 日

基础数据

04 月 25 日收盘价（元）	10.92
总市值（亿元）	185.73
总股本（亿股）	17.01

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】汤臣倍健：去库进入尾声，期待调整优化-2025.03.26

【兴证食饮】汤臣倍健 24Q3 点评：业绩承压，静待调整优化-2024.10.26

【兴证食饮】汤臣倍健 24 年中报点评：Q2 经营承压，静待需求改善-2024.08.09

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

汤臣倍健(300146.SZ)

Q1 业绩承压，静待经营逐季修复

投资要点：

- 公司发布 2025 年一季报：公司发布 2025 年一季报：25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 17.92/4.55/4.09 亿元，同比-32.29%/-37.44%/-42.36%。
- Q1 线下渠道承压，主力产品迭代升级后销售不及预期。分品牌看，25Q1 主品牌汤臣倍健/健力多/Life-Space（境内）/LSG（境外）分别实现营收 9.83/2.01/0.77/2.44 亿元，同比-36.37%/-46.15%/-36.19%/+5.94%。由于药店客流下滑，健力多和蛋白粉迭代后终端销售不及预期，叠加去年同期高基数，Q1 表现相对承压，而 LSG 境外业务表现较好。预计 Q2 开始公司会陆续推出新品，加强终端覆盖，期待贡献增量收入。分渠道看，25Q1 线下/线上渠道分别实现营收 9.88/7.66 亿元，同比-42.62%/-15.78%。线下渠道大幅下滑，主要系去年经销商和终端库存处于相对高位，今年更加重视渠道质量，积极推动库存出清，报表端略有承压；线上渠道虽有下滑，但预计收入环比改善，公司希望通过加大渠道间产品区隔，提升经营质量。
- Q1 毛利率下滑，费用投放合理控制，盈利能力同比下降。25Q1 毛利率为 68.66%，同比-1.24pct，公司营收缩减，单位成本摊销增多。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.29%/5.77%/1.22%/0.02%，分别同比-0.91/+1.02/+0.03/+0.49pct，销售费用率同比下滑，主要系公司按照费比控制费用且调整了费用投放模型，加强费用管控。综合以上因素，25Q1 归母净利率为 25.37%，同比-2.09pct。
- 盈利预测与投资建议：根据 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 68.51/73.73/78.35 亿元，同比+0.2%/+7.6%/+6.3%，归母净利润分别为 8.01/9.23/10.27 亿元，同比+22.7%/+15.2%/+11.3%，EPS 为 0.47/0.54/0.60 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 23.2/20.1/18.1X，维持“增持”评级。
- 风险提示：产品质量管理风险、原料价格上升风险、行业竞争加剧风险、政策风险、消费者需求变化风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6838	6851	7373	7835
同比增长	-27.3%	0.2%	7.6%	6.3%
归母净利润（百万元）	653	801	923	1027
同比增长	-62.6%	22.7%	15.2%	11.3%
毛利率	66.7%	66.2%	66.6%	67.1%
ROE	5.9%	6.9%	7.5%	7.9%
每股收益（元）	0.38	0.47	0.54	0.60
市盈率	28.5	23.2	20.1	18.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年一季报：25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 17.92/4.55/4.09 亿元，同比-32.29%/-37.44%/-42.36%。

点评

- **Q1 线下渠道承压，主力产品迭代升级后销售不及预期。**

✓ 分品牌看，25Q1 主品牌汤臣倍健/健力多/Life-Space（境内）/LSG（境外）分别实现营收 9.83/2.01/0.77/2.44 亿元，同比 -36.37%/-46.15%/-36.19%/+5.94%。由于药店客流下滑，健力多和蛋白粉迭代后终端销售不及预期，叠加去年同期高基数，Q1 表现相对承压，而 LSG 境外业务表现较好。预计 Q2 开始公司会陆续推出新品，加强终端覆盖，期待贡献增量收入。

✓ 分渠道看，25Q1 线下/线上渠道分别实现营收 9.88/7.66 亿元，同比-42.62%/-15.78%。线下渠道大幅下滑，主要系去年经销商和终端库存处于相对高位，今年更加重视渠道质量，积极推动库存出清，报表端略有承压；线上渠道虽有下滑，但预计收入环比改善，公司希望通过加大渠道间产品区隔，提升经营质量。

- **Q1 毛利率下滑，费用投放合理控制，盈利能力略有下降。**

25Q1 毛利率为 68.66%，同比-1.24pct，公司营收缩减，单位成本摊销增多。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.29%/5.77%/1.22%/0.02%，分别同比 -0.91/+1.02/+0.03/+0.49pct，销售费用率同比下滑，主要系公司按照费比控制费用且调整了费用投放模型，加强费用管控。此外，公允价值同比正向扰动约 1100 万元，主要系本期理财产品浮动收益增加；资产处置收益正向扰动约 3000 万元，主要系原广州总部办公大楼在本期完成处置。综合以上因素，25Q1 归母净利率为 25.37%，同比-2.09pct。

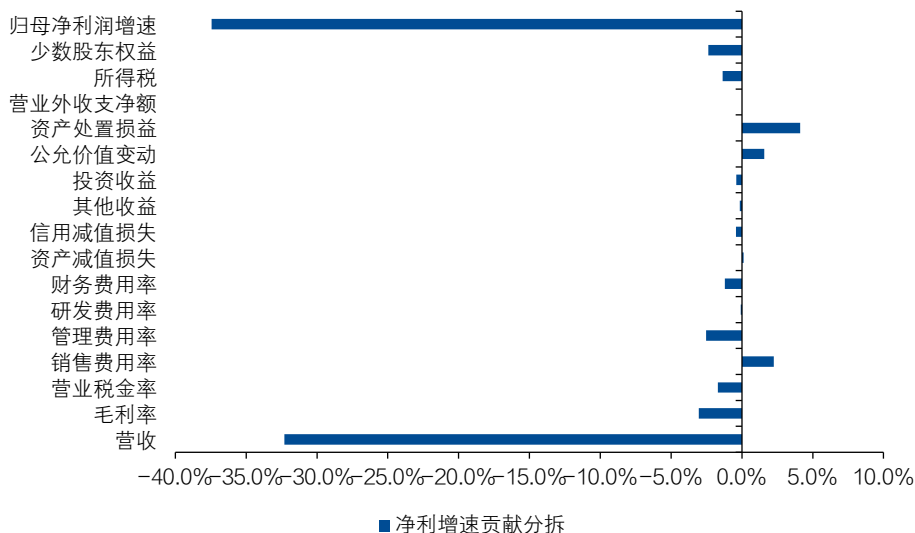
- **短期经营仍有压力，Q2 新品陆续上市，25 年有望逐季企稳。**

产品方面，公司加快产品推新进度，25Q1 试点推出钙 DK 产品表现超预期，预计 Q2 起陆续上市多款新品，通过新规新装丰富产品矩阵，顺应当下消费趋势。渠道方面，在线下渠道持续激活经销商团队及终端服务力，加强中小单体药店覆盖，并通过“零风险上新计划”打开新品增长空间，线上积极布局多元化电商平台，减少有量但无效的投入，通过搭建自主可控的抖音直播间，提升线上渠道运营质量。

短期来看，公司持续去库出清，基数走低下 25 年有望逐季企稳。中长期来看，随着保健品行业稳步扩张，公司费用投放效率持续优化，品牌价值逐步凸显。

- **盈利预测与投资建议：**根据 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 68.51/73.73/78.35 亿元，同比+0.2%/+7.6%/+6.3%，归母净利润分别为 8.01/9.23/10.27 亿元，同比+22.7%/+15.2%/+11.3%，EPS 为 0.47/0.54/0.60 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 23.2/20.1/18.1X，维持“增持”评级。

图1、25Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

产品质量管理风险、原料价格上升风险、行业竞争加剧风险、政策风险、消费者需求变化风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7615	8456	8969	9915
货币资金	2597	2895	3629	4422
交易性金融资产	2000	2354	2279	2314
应收票据及应收账款	165	246	243	274
预付款项	110	175	172	180
存货	609	661	743	646
其他	2133	2125	1903	2079
非流动资产	6665	6986	7219	7157
长期股权投资	319	346	370	385
固定资产	2764	3119	3148	3202
在建工程	330	325	498	584
无形资产	560	496	467	259
商誉	1092	1101	1105	1099
其他	1600	1598	1632	1627
资产总计	14280	15442	16188	17072
流动负债	2988	3554	3598	3744
短期借款	1543	1543	1543	1543
应付票据及应付账款	240	385	475	527
其他	1206	1627	1580	1674
非流动负债	195	210	249	249
长期借款	0	0	0	0
其他	195	210	249	249
负债合计	3183	3764	3847	3993
股本	1701	1701	1701	1701
未分配利润	2680	3118	3625	4190
少数股东权益	46	61	78	97
股东权益合计	11097	11678	12341	13079
负债及权益合计	14280	15442	16188	17072

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	653	801	923	1027
折旧和摊销	266	487	547	625
营运资金的变动	-322	379	180	30
经营活动产生现金流量	686	1598	1613	1631
资本支出	-304	-752	-679	-481
长期投资	-976	-309	128	28
投资活动产生现金流量	-1149	-989	-546	-433
债权融资	1537	23	39	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-263	-309	-334	-404
现金净变动	-732	298	733	794

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6838	6851	7373	7835
营业成本	2278	2316	2460	2579
税金及附加	55	56	60	64
销售费用	3031	3035	3193	3369
管理费用	557	507	523	556
研发费用	149	130	140	149
财务费用	-49	-29	-21	-20
投资收益	-24	35	6	21
公允价值变动收益	28	51	51	51
信用减值损失	3	-2	-3	-1
资产减值损失	-43	-16	-16	-8
营业利润	824	938	1095	1238
营业外收支	77	100	101	93
利润总额	901	1038	1196	1331
所得税	253	222	256	285
净利润	648	816	940	1046
少数股东损益	-5	15	17	19
归属母公司净利润	653	801	923	1027
EPS(元)	0.38	0.47	0.54	0.60

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-27.3%	0.2%	7.6%	6.3%
营业利润增长率	-60.2%	14.0%	16.7%	13.1%
归母净利润增长率	-62.6%	22.7%	15.2%	11.3%
盈利能力				
毛利率	66.7%	66.2%	66.6%	67.1%
归母净利率	9.5%	11.7%	12.5%	13.1%
ROE	5.9%	6.9%	7.5%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	22.3%	24.4%	23.8%	23.4%
流动比率	2.55	2.38	2.49	2.65
速动比率	1.63	1.58	1.75	1.91
营运能力				
资产周转率	46.6%	46.1%	46.6%	47.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.47	0.54	0.60
每股经营现金	0.40	0.94	0.95	0.96
估值比率(倍)				
PE	28.5	23.2	20.1	18.1
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn