

汤臣倍健 (300146.SZ)

优化销售费用投放，盈利能力大幅改善

事件: 公司发布 2025 年半年报, 25H1 实现营收 35.3 亿元, 同比-23.4%, 实现归母净利润 7.4 亿元, 同比-17.3%; 实现扣非归母净利润 6.9 亿元, 同比-16.6%。其中 25Q2 实现营收 17.4 亿元, 同比-11.5%; 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比+71.4%; 实现扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比+133.5%。

新品推新促进收入降幅收窄, LSG 率先恢复正增长。 25Q2 公司营收降幅收窄, 除基数走低外, 一方面受益于公司强化用户运营、提升销售转化, 另一方面受益于公司加速推新, 线上推出高价格带产品, 线下完善大众价格带布局。分渠道来看, 25Q2 线上/线下渠道实现营收 9.2/8.1 亿元, 同比-12.1%/-10.7%, 降幅环比均有收窄。分品牌来看, 25Q2 汤臣倍健/健力多/Life-space 国内/LSG 实现营收 9.1/2.1/0.6/2.9 亿元, 同比-17.0%/-3.7%/-32.2%/+12.4%, LSG 收入增速率先转正, 汤臣倍健主品牌、健力多环比均有显著改善。

线上渠道毛利率提升, 销售费用率大幅优化改善净利率。 25H1 公司毛利率同比基本持平, 其中 25Q2 公司毛利率同比+1.7pct 至 68.4%, 预计主要因产品、平台结构变化影响带动线上毛利率同比提升。25Q2 销售费用率同比-11.0pct 至 39.6%, 预计费用端在公司持续推进费用投放精益化、效率严管控的背景下得到大幅缩减。综合来看, 主要受益于费用率的良好管控, 25Q2 公司净利率同比+8.9pct 至 17.1%, 盈利能力显著改善。

25H2 低基数+新品贡献收入增速或转正, 盈利能力有望持续向好。 展望下半年, 24H2 公司收入端在消费力承压、大单品新老品替换去库存、行业竞争加剧等影响下形成极低基数, 25Q2-Q3 公司新品陆续上市, 并将针对性匹配营销资源投入, 预计 25H2 在极低基数、新品支撑下收入增速或迎转正, 其中主品牌和 LSG 仍有望成为拉动营收增长的主要驱动。利润端来看, 公司将持续完善电商投放策略, 加大对核心品类升级品的投资, 在抖音等兴趣电商或增加自播投入尝试, 费投有望持续优化, 贡献利润弹性, 盈利能力有望持续向好。

投资建议: 因 25H1 费投优化效果显著, 略调整盈利预测, 预期 2025-2027 年公司实现归母净利润 8.3/9.7/10.9 亿元 (前次预测为 8.0/9.6/11.1 亿元), 同比+26.7%/17.5%/12.1%, 当前股价对应 PE 为 25/21/19x。

风险提示: 电商渠道竞争加剧, 新品培育不及预期, 药店人流量持续下滑。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,407	6,838	6,468	6,942	7,425
增长率 yoy (%)	19.7	-27.3	-5.4	7.3	6.9
归母净利润 (百万元)	1,746	653	827	972	1,090
增长率 yoy (%)	26.0	-62.6	26.7	17.5	12.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.03	0.38	0.49	0.57	0.64
净资产收益率 (%)	14.4	5.9	7.5	8.7	9.7
P/E (倍)	11.6	31.1	24.5	20.9	18.6
P/B (倍)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8

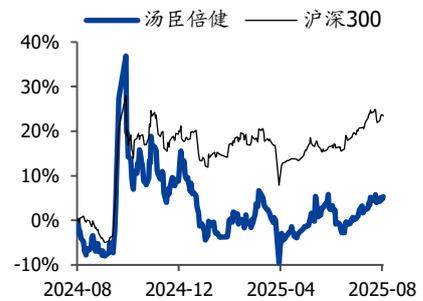
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 08 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
08 月 08 日收盘价 (元)	11.92
总市值 (百万元)	20,274.08
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)	11.69

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: cheniyi5@gszq.com

相关研究

- 《汤臣倍健 (300146.SZ): 经营压力释放, 期待逐季向好》 2025-04-27
- 《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

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	7820	8203	8602
现金	3327	2597	2842	3123	3420
应收票据及应收账款	249	165	156	168	179
其他应收款	86	24	54	58	62
预付账款	188	110	104	111	119
存货	989	609	597	641	683
其他流动资产	3474	4109	4067	4103	4138
非流动资产	6785	6665	6411	6216	6014
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	2446	2202	2089
资产总计	15098	14280	14231	14419	14616
流动负债	2463	2988	2909	3007	3104
短期借款	0	1543	1543	1543	1543
应付票据及应付账款	427	240	226	243	259
其他流动负债	2037	1206	1140	1221	1302
非流动负债	393	195	159	159	159
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	393	195	159	159	159
负债合计	2856	3183	3068	3166	3263
少数股东权益	75	46	72	92	114
股本	1701	1701	1701	1701	1701
资本公积	6121	6138	6150	6150	6150
留存收益	4418	3530	3595	3665	3743
归属母公司股东权益	12167	11051	11091	11161	11239
负债和股东权益	15098	14280	14231	14419	14616

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	1087	1274	1398
净利润	1779	648	853	992	1113
折旧摊销	249	266	343	350	356
财务费用	4	12	15	15	15
投资损失	-94	24	-32	-35	-37
营运资金变动	199	-322	-9	25	26
其他经营现金流	-86	58	-83	-75	-75
投资活动现金流	-1327	-1149	-34	-75	-73
资本支出	-1257	-304	-119	-110	-110
长期投资	-111	-976	0	0	0
其他投资现金流	41	131	85	35	37
筹资活动现金流	-372	-263	-813	-918	-1028
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	11	0	0
其他筹资现金流	-380	-1824	-824	-918	-1028
现金净增加额	365	-732	246	280	297

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9407	6838	6468	6942	7425
营业成本	2927	2278	2148	2307	2460
营业税金及附加	93	55	70	69	74
营业费用	3859	3031	2661	2806	2962
管理费用	494	557	579	586	605
研发费用	179	149	117	126	135
财务费用	-56	-49	-47	-53	-60
资产减值损失	-13	-43	-15	-15	-15
其他收益	27	28	29	30	30
公允价值变动收益	51	28	30	30	30
投资净收益	94	-24	32	35	37
资产处置收益	0	14	0	0	0
营业利润	2069	824	1016	1180	1331
营业外收入	140	94	84	90	90
营业外支出	13	17	34	30	30
利润总额	2196	901	1066	1240	1391
所得税	417	253	213	248	278
净利润	1779	648	853	992	1113
少数股东损益	32	-5	26	20	22
归属母公司净利润	1746	653	827	972	1090
EBITDA	2117	1022	1362	1538	1688
EPS (元/股)	1.03	0.38	0.49	0.57	0.64

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	-5.4	7.3	6.9
营业利润(%)	28.5	-60.2	23.3	16.2	12.8
归属母公司净利润(%)	26.0	-62.6	26.7	17.5	12.1
获利能力					
毛利率(%)	68.9	66.7	66.8	66.8	66.9
净利率(%)	18.6	9.5	12.8	14.0	14.7
ROE(%)	14.4	5.9	7.5	8.7	9.7
ROIC(%)	12.2	4.3	6.4	7.4	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	22.3	21.6	22.0	22.3
净负债比率(%)	-25.8	-9.5	-11.6	-14.0	-16.5
流动比率	3.4	2.5	2.7	2.7	
速动比率	2.1	1.6	1.8	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	40.2	42.8	42.8
应付账款周转率	7.4	7.1	10.5	11.2	11.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.38	0.49	0.57	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.40	0.64	0.75	0.82
每股净资产(最新摊薄)	7.15	6.50	6.52	6.56	6.61
估值比率					
P/E	11.6	31.1	24.5	20.9	18.6
P/B	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	12.2	19.0	13.9	12.2	10.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月08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