

公司研究

收入继续承压，控费带动 Q2 利润同比改善

——汤臣倍健（300146.SZ）2025 年半年度业绩点评

要点

事件：公司 25H1 实现营业收入 35.3 亿元，同比-23.4%；归母净利润 7.4 亿元，同比-17.3%；扣非归母净利润 6.9 亿元，同比-16.6%。其中，25Q2 实现营业收入 17.4 亿元，同比-11.5%；归母净利润 2.8 亿元，同比+71.4%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比+133.5%。

需求疲软及库存调整，主要品牌收入继续承压。（1）**分品牌看：**25H1①主品牌“汤臣倍健”实现收入 18.88 亿元，yoy-28.32%。②关节护理品牌“健力多”实现收入 4.11 亿元，yoy-30.35%。③“Life-Space”国内实现收入 1.38 亿元，yoy-34.43%；境外 LSG 实现营业收入 5.34 亿元，yoy+13.46%（按澳元口径为 1.17 亿港元，同比+17.07%）。（2）**分渠道看：**今年上半年药店渠道客流及膳食营养补充剂销售规模继续下行，线上延续激烈竞争格局。经销模式下 25H1①线下渠道收入为 17.98 亿元，yoy-31.63%。②线上渠道收入为 16.84 亿元，yoy-13.78%。境内外经销商 25H1 减少 147 家至 640 家，其中境内经销商减少 141 家至 597 家；境外经销商减少 6 家至 43 家。

销售费用管控下，净利率同比显著改善。1) 25H1/25Q2 公司毛利率分别为 68.55%/68.43%，同比-0.01/+1.68pcts，主要得益于线上高毛利率渠道销售占比提升及产品结构优化。2) 25H1/25Q2 公司销售费用率分别为 34.9%/39.65%，同比-4.59/-10.99pcts，主要系公司加强费用管控，减少对广告费的投入。3) 25H1/25Q2 管理费用率分别为 6.35%/6.96%，同比+0.85/+0.43pcts，主要系收入下滑导致费用率被动提升。4) 综合来看，25H1/25Q2 公司销售净利率达到 21.61%/17.06%，同比+2.54/+8.86pcts。

渠道调整与新品推广并行，全年收入降幅有望收窄。公司预计 25 年全年收入将实现同比个位数下降，降幅较上半年收窄。公司将通过多项举措推动业绩修复：1) 持续产品创新与迭代：公司于二、三季度密集推出新品，自主研发的首款 OTC 新品“健力多硫酸氨基葡萄糖胶囊”已于 7 月推出。2) 深化全渠道改革：线下实施“经销商及终端唤醒计划”，通过新品发布会等方式重构价值链生态；线上提升品牌自营销售占比，强化用户运营。随着各项改革措施逐步落地显效，公司下半年经营有望改善。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 7.91/9.21/10.24 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 分别为 0.46/0.54/0.60 元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 26x/22x/20x，公司为膳食补充剂行业领导企业，行业仍具备增长前景，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、食品安全问题、经济增速放缓压力加大。

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	6,229	6,630	7,025
营业收入增长率	19.66%	-27.30%	-8.91%	6.44%	5.95%
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%	21.11%	16.53%	11.16%
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	12	31	26	22	20
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-08

增持（维持）

当前价：11.92 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@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):	202.74
一年最低/最高(元):	9.99/17.21
近 3 月换手率:	46.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.53	0.08	-18.11
绝对	4.38	6.81	5.11

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-04-27）

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）

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	6,229	6,630	7,025
营业成本	2,927	2,278	2,081	2,229	2,375
折旧和摊销	225	241	284	302	319
税金及附加	93	55	50	53	56
销售费用	3,859	3,031	2,593	2,707	2,805
管理费用	494	557	519	526	536
研发费用	179	149	125	126	126
财务费用	-56	-49	-49	-48	-49
投资收益	94	-24	0	50	50
营业利润	2,069	824	990	1,169	1,308
利润总额	2,196	901	1,068	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	1,171	1,062	1,198
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	-322	196	179
其他	-1,241	398	418	-358	-324
投资活动产生现金流	-1,327	-1,149	-854	-597	-572
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	-565	-197	-172
融资活动现金流	-372	-263	-609	-317	-480
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-8	1,531	-44	82	-17
无息负债变化	462	-1,204	2	19	34
净现金流	365	-732	-292	149	146

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	68.9%	66.7%	66.6%	66.4%	66.2%
EBITDA 率	22.5%	15.9%	18.9%	20.0%	21.1%
EBIT 率	20.1%	12.3%	14.3%	15.4%	16.5%
税前净利润率	23.3%	13.2%	17.1%	18.8%	19.7%
归母净利润率	18.6%	9.5%	12.7%	13.9%	14.6%
ROA	11.8%	4.5%	5.6%	6.2%	6.7%
ROE (摊薄)	14.4%	5.9%	7.0%	7.9%	8.4%
经营性 ROIC	15.7%	6.5%	7.4%	8.2%	9.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	19%	22%	22%	22%	21%
流动比率	3.38	2.55	2.60	2.62	2.70
速动比率	2.97	2.34	2.41	2.42	2.50
归母权益/有息债务	957.33	7.16	7.49	7.40	7.81
有形资产/有息债务	1019.32	8.05	8.40	8.34	8.78

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	14,426	15,014	15,557
货币资金	3,327	2,597	2,305	2,453	2,599
交易性金融资产	1,375	2,000	2,500	2,600	2,700
应收账款	249	165	151	160	170
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	86	24	22	24	25
存货	989	609	556	596	635
其他流动资产	2,096	2,041	2,028	2,037	2,045
流动资产合计	8,313	7,615	7,662	7,977	8,289
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	484	484	484
非流动资产合计	6,785	6,665	6,764	7,037	7,268
总负债	2,856	3,183	3,141	3,242	3,260
短期借款	0	1,543	1,399	1,481	1,465
应付账款	427	211	193	207	220
应付票据	0	29	26	28	30
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	97	35	20	30	39
流动负债合计	2,463	2,988	2,948	3,048	3,065
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	69	70	71
非流动负债合计	393	195	193	194	195
股东权益	12,242	11,097	11,286	11,772	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%	41.63%	40.83%	39.93%
管理费用率	5.25%	8.15%	8.34%	7.94%	7.64%
财务费用率	-0.59%	-0.72%	-0.79%	-0.73%	-0.70%
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	0.69	0.62	0.70
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	3.66	3.90	4.13

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	31	26	22	20
PB	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.8	17.9	16.1	14.3	12.7
股息率	7.6%	3.0%	2.2%	2.5%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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都不与、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所载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