

2025年08月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

收入降幅收窄，优化费投带动盈利改善

—汤臣倍健（300146.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-11

当前股价(元)	12.73
总市值(亿元)	217
总股本(百万股)	1701
流通股本(百万股)	1130
52周价格范围(元)	10.57-16
日均成交额(百万元)	206.92

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《汤臣倍健（300146）：一季度业绩承压，关注改革成效释放》
2025-05-13

2025年8月8日，汤臣倍健发布2025年半年度业绩公告。2025H1总营收35.32亿元（同减23%），归母净利润7.37亿元（同减17%），扣非净利润6.93亿元（同减17%）。其中2025Q2总营收17.41亿元（同减12%），归母净利润2.82亿元（同增71%），扣非净利润2.85亿元（同增133%）。

投资要点

■ 二季度收入降幅收窄，强化费控利润提升

2025H1/2025Q2公司毛利率分别同比-0.01pct/+2pct至68.55%/68.43%，主要系二季度产品与线上渠道结构优化所致；2025H1/2025Q2销售费用率分别同减5pct/11pct至34.90%/39.65%，主要系费投节奏变化叠加通过预算管理及销售复盘强化费控所致，管理费用率分别同增1pct/0.4pct至6.35%/6.96%，净利率分别同增3pct/9pct至21.61%/17.06%，公司动态优化资源分配，实现盈利改善。

■ 境外LSG增长亮眼，渠道改革持续深化

产品端来看，公司2025H1主品牌/健力多/lifespace国内产品/境外LSG收入分别同比-28%/-30%/-34%/+13%至18.88/4.11/1.38/5.34亿元。境内产品销售下滑主要系受医保控费与消费萎靡影响，药店终端对高客单价产品接受度下滑，境外LSG主要受益于跨境电商发展取得高速增长。渠道端来看，公司2025H1线下/线上渠道收入分别同减32%/14%至17.98/16.84亿元。线上渠道目前仍处于策略调整过程中，通过组建自播团队缩减费投。线下渠道聚焦降本增效、优化整合经销体系，截至2025H1末经销商较年初净减少147家至640家，后续将通过丰富SKU、下探价格带、经销商唤醒计划等多策略并行驱动业务企稳。

■ 盈利预测

公司内部调改持续推进，二季度盈利能力环比明显改善，随着强费控延续、差异化新品上市以及全渠道优化落地，预计全年营收降幅进一步收窄，利润率同比提升。根据2025年半年报，我们调整2025-2027年EPS分别为0.46/0.52/0.60元（前值为0.46/0.52/0.59元），当前股价对应PE分别为27/24/21倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、原材料价格上涨风险、新品推广不及预期、渠道调整不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	6,838	6,692	7,030	7,535
增长率（%）	-27.3%	-2.1%	5.0%	7.2%
归母净利润（百万元）	653	789	888	1,017
增长率（%）	-62.6%	20.8%	12.5%	14.6%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.46	0.52	0.60
ROE（%）	5.9%	6.8%	7.3%	7.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,597	4,044	4,757	5,490
应收款	190	202	212	227
存货	609	885	915	970
其他流动资产	4,219	2,804	2,844	2,905
流动资产合计	7,615	7,934	8,728	9,592
非流动资产:				
金融类资产	2,000	2,000	2,000	2,000
固定资产	2,764	2,600	2,446	2,283
在建工程	330	310	290	290
无形资产	560	532	504	477
长期股权投资	319	319	319	319
其他非流动资产	2,692	2,692	2,692	2,692
非流动资产合计	6,665	6,453	6,252	6,062
资产总计	14,280	14,387	14,980	15,653
流动负债:				
短期借款	1,543	1,593	1,613	1,613
应付账款、票据	240	266	262	263
其他流动负债	681	681	681	681
流动负债合计	2,988	2,594	2,612	2,618
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	195	195	195	195
非流动负债合计	195	195	195	195
负债合计	3,183	2,788	2,807	2,813
所有者权益				
股本	1,701	1,701	1,701	1,701
股东权益	11,097	11,599	12,173	12,841
负债和所有者权益	14,280	14,387	14,980	15,653

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	648	739	831	952
少数股东权益	-5	-50	-57	-65
折旧摊销	241	212	200	188
公允价值变动	28	0	0	0
营运资金变动	-227	683	-82	-125
经营活动现金净流量	686	1584	892	951
投资活动现金净流量	-1149	184	173	163
筹资活动现金净流量	1911	-187	-237	-285
现金流量净额	1,447	1,581	828	829

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,838	6,692	7,030	7,535
营业成本	2,278	2,241	2,316	2,454
营业税金及附加	55	67	70	75
销售费用	3,031	2,925	3,065	3,278
管理费用	557	535	555	588
财务费用	-49	-50	-69	-89
研发费用	149	145	153	164
费用合计	3,688	3,556	3,704	3,940
资产减值损失	-43	-30	-25	-10
公允价值变动	28	0	0	0
投资收益	-24	-5	0	10
营业利润	824	821	939	1,087
加:营业外收入	94	100	90	85
减:营业外支出	17	20	15	11
利润总额	901	901	1,014	1,161
所得税费用	253	162	182	209
净利润	648	739	831	952
少数股东损益	-5	-50	-57	-65
归母净利润	653	789	888	1,017

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-27.3%	-2.1%	5.0%	7.2%
归母净利润增长率	-62.6%	20.8%	12.5%	14.6%
盈利能力				
毛利率	66.7%	66.5%	67.0%	67.4%
四项费用/营收	53.9%	53.1%	52.7%	52.3%
净利率	9.5%	11.0%	11.8%	12.6%
ROE	5.9%	6.8%	7.3%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	22.3%	19.4%	18.7%	18.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	36.1	33.2	33.2	33.2
存货周转率	3.7	2.6	2.6	2.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.38	0.46	0.52	0.60
P/E	33.2	27.4	24.4	21.3
P/S	3.2	3.2	3.1	2.9
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。