



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 12 日

基础数据

08 月 11 日收盘价（元）	12.73
总市值（亿元）	216.52
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：Q1 业绩承压，静待经营逐季修复-2025.04.28

【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

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师：王嘉琦

S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

汤臣倍健(300146.SZ)

Q2 收入降幅收窄，期待经营逐季向好

投资要点：

- 公司发布 2025 年中报：25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 35.32/7.37/6.93 亿元，同比-23.43%/-17.34%/-16.59%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 17.41/2.82/2.85 亿元，同比-11.51%/+71.44%/+133.45%。
- 随着新品陆续放量，核心品类 Q2 营收降幅环比收窄。分品牌看，25H1 主品牌汤臣倍健/健力多/Life-Space（境内）/LSG（境外）分别实现营收 18.88/4.11/1.38/5.34 亿元，同比-28.3%/-30.4%/-34.4%/+13.5%，其中 25Q2 营收同比-17.0%/-3.7%/-32.2%/+12.4%。Q2 起公司多款新品陆续上市，核心品类收入下滑收窄，我们预计随着产品换新升级，以及相关调整优化措施落地后，经营有望逐季优化。分渠道看，25H1 线下/线上渠道分别实现营收 17.98/16.84 亿元，同比-31.6%/-13.8%，其中 25Q2 营收同比-10.7%/-12.1%。公司持续通过加大渠道间产品区隔，提升经营质量。
- 25H1 毛利率相对稳定，销售费用率同比缩减，盈利能力有所提升。25H1 毛利率为 68.55%，同比-0.01pct，其中 Q2 毛利率为 68.43%，同比+1.68pct，主要系线上渠道毛利率同比提升。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 34.90%/6.35%/0.86%/-0.27%，同比-4.59/+0.85/-0.65/+0.28pct，其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比-10.99/+0.43/-1.46/+0.09pct。25H1 销售费用率下降系公司加强费用管控，其中广告费同比下降 53.49%。综合以上因素，25H1 归母净利率为 20.85%，同比+1.54pct，其中 Q2 归母净利率为 16.20%，同比+7.84pct。
- 盈利预测与投资建议：根据中报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 63.07/66.57/69.49 亿元，同比-7.8%/+5.5%/+4.4%，归母净利润分别为 6.90/7.77/8.57 亿元，同比+5.8%/+12.6%/+10.2%，EPS 为 0.41/0.46/0.50 元；对应 2025 年 8 月 11 日收盘价，PE 为 31.4/27.9/25.3X，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	6307	6657	6949
同比增长	-27.3%	-7.8%	5.5%	4.4%
归母净利润（百万元）	653	690	777	857
同比增长	-62.6%	5.8%	12.6%	10.2%
毛利率	66.7%	67.2%	67.2%	67.7%
ROE	5.9%	6.0%	6.4%	6.7%
每股收益（元）	0.38	0.41	0.46	0.50
市盈率	33.2	31.4	27.9	25.3

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 年中报：25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 35.32/7.37/6.93 亿元，同比-23.43%/-17.34%/-16.59%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 17.41/2.82/2.85 亿元，同比-11.51%/+71.44%/+133.45%。

点评

- 随着新品陆续放量，核心品类 Q2 营收降幅环比收窄。
- ✓ 分品牌看，25H1 主品牌汤臣倍健/健力多/Life-Space（境内）/LSG（境外）分别实现营收 18.88/4.11/1.38/5.34 亿元，同比-28.3%/-30.4%/-34.4%/+13.5%，其中 25Q2 营收同比-17.0%/-3.7%/-32.2%/+12.4%。Q2 起公司多款新品陆续上市，核心品类收入下滑收窄，我们预计随着产品换新升级，以及相关调整优化措施落地后，经营有望逐季优化。
- ✓ 分渠道看，25H1 线下/线上渠道分别实现营收 17.98/16.84 亿元，同比-31.6%/-13.8%，其中 25Q2 营收同比-10.7%/-12.1%。线下渠道收入大幅下滑，主要系药店渠道持续承压；线上渠道收入同比下滑，其中京东平台营收实现正增长、表现较好，公司持续通过加大渠道间产品区隔，提升经营质量。

- 25H1 毛利率相对稳定，销售费用率同比缩减，盈利能力有所提升。

25H1 毛利率为 68.55%，同比-0.01pct，其中 Q2 毛利率为 68.43%，同比+1.68pct，主要系线上渠道毛利率同比提升。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 34.90%/6.35%/0.86%/-0.27%，同比-4.59/+0.85/-0.65/+0.28pct，其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 39.65%/6.96%/0.49%/-0.57%，同比-10.99/+0.43/-1.46/+0.09pct。25H1 销售费用率下降系公司加强费用管控，其中广告费同比下降 53.49%；研发费用率下滑系委外研发未达预期，本期收到供应商退款，冲减委外研发费用；财务费用率增长主要系本期票据贴现利息费用增加及银行存款利息收入减少所致。综合以上因素，25H1 归母净利率为 20.85%，同比+1.54pct，其中 Q2 归母净利率为 16.20%，同比+7.84pct。

- 短期经营仍有压力，Q2 起新品陆续上市，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，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，我们预计基数走低下 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

根据中报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 63.07/66.57/69.49 亿元，同比-7.8%/+5.5%/+4.4%，归母净利润分别为 6.90/7.77/8.57 亿元，同比+5.8%/+12.6%/+10.2%，EPS 为 0.41/0.46/0.50 元；对应 2025 年 8 月 11 日收盘价，PE 为 31.4/27.9/25.3X，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。

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	8235	8583	9146
货币资金	2597	2793	3382	3807
交易性金融资产	2000	2354	2279	2314
应收票据及应收账款	165	226	219	242
预付款项	110	156	153	157
存货	609	590	660	561
其他	2133	2116	1890	2065
非流动资产	6665	6972	7239	7384
长期股权投资	319	346	370	385
固定资产	2764	2891	2922	3085
在建工程	330	584	787	790
无形资产	560	496	467	432
商誉	1092	1101	1105	1109
其他	1600	1554	1588	1584
资产总计	14280	15207	15822	16530
流动负债	2988	3369	3386	3478
短期借款	1543	1543	1543	1543
应付票据及应付账款	240	343	422	458
其他	1206	1483	1422	1478
非流动负债	195	182	222	222
长期借款	0	0	0	0
其他	195	182	222	222
负债合计	3183	3551	3608	3700
股本	1701	1701	1701	1701
未分配利润	2680	3065	3493	3964
少数股东权益	46	59	73	89
股东权益合计	11097	11656	12214	12830
负债及权益合计	14280	15207	15822	16530

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	653	690	777	857
折旧和摊销	266	457	514	601
营运资金的变动	-322	313	174	-10
经营活动产生现金流量	686	1405	1455	1423
资本支出	-304	-752	-679	-664
长期投资	-976	-309	128	28
投资活动产生现金流量	-1149	-986	-576	-645
债权融资	1537	22	39	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-263	-229	-290	-353
现金净变动	-732	196	589	425

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	6307	6657	6949
营业成本	2278	2066	2185	2241
税金及附加	55	51	54	56
销售费用	3031	2775	2882	2988
管理费用	557	514	473	493
研发费用	149	126	126	132
财务费用	-49	-29	-16	-12
投资收益	-24	6	-24	-8
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	878	999	1120
营业外收支	77	100	101	93
利润总额	901	978	1101	1213
所得税	253	274	309	340
净利润	648	703	792	873
少数股东损益	-5	13	14	16
归属母公司净利润	653	690	777	857
EPS(元)	0.38	0.41	0.46	0.50

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%	-7.8%	5.5%	4.4%
营业利润增长率	-60.2%	6.6%	13.8%	12.1%
归母净利润增长率	-62.6%	5.8%	12.6%	10.2%
盈利能力				
毛利率	66.7%	67.2%	67.2%	67.7%
归母净利率	9.5%	10.9%	11.7%	12.3%
ROE	5.9%	6.0%	6.4%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	22.3%	23.4%	22.8%	22.4%
流动比率	2.55	2.44	2.53	2.63
速动比率	1.63	1.63	1.77	1.86
营运能力				
资产周转率	46.6%	42.8%	42.9%	43.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.41	0.46	0.50
每股经营现金	0.40	0.83	0.86	0.84
估值比率(倍)				
PE	33.2	31.4	27.9	25.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

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