

# 收入降幅收窄、盈利能力回升，经营拐点初现

汤臣倍健 (300146.SZ)

## 核心观点

公司 2025 年围绕“强经营质量提升”的核心目标，聚焦核心品类的创新升级、全渠道业务提质增效、数字化等重大项目课题，持续优化销售策略，在二季度及三季度新品陆续上市的基础上，于下半年有针对性地匹配营销资源投入，进一步扩大线下新品铺货率，新品有望为公司收入端带来业绩增量。同时，公司出海拓展持续推进，逐步进入东南亚保健品市场，打开未来空间。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年报

公司 25H1 实现营业收入 35.32 亿元，同比下滑 23.4%；归母净利润 7.37 亿元，同比下滑 17.34%；扣非净利润 6.93 亿元，同比下滑 16.59%；

其中 25Q2 单季收入 17.41 亿元，同比下滑 11.49%；归母净利润 2.82 亿元，同比增长 71.45%；扣非归母净利润 2.85 亿元，同比增长 133.44%。

## 简评

### Q2 收入降幅收窄，H2 有望持续修复

25H1 行业在各细分渠道表现持续分化，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，公司业绩承压。Q2 公司持续调整优化各渠道业务策略，收入同比降幅缩窄。

分品牌来看，主品牌“汤臣倍健”实现收入 18.88 亿元，同比下降 28.32%，其中单 Q2 收入 9.05 亿元，同比下滑 17.0%；健力多实现收入 4.11 亿元，同比下降 30.35%，其中单 Q2 收入 2.10 亿元，同比下滑 3.7%；life-space 国内产品实现收入 1.38 亿元，同比下降 34.43%，其中单 Q2 收入 0.61 亿元，同比下滑 32.2%，境外 LSG 实现收入 5.34 亿元，同比上升 13.46%（按澳元口径：LSG 营业收入为 1.17 亿澳元，同比上升 17.07%），其中单 Q2 收入 2.90 亿元，同比上涨 12.4%。主品牌、健力多环比均有显著改善。

分渠道来看，H1 线下/线上渠道实现收入 17.98/16.84 亿元，分别同比-31.63%/-13.78%，单 Q2 线下/线上实现收入 8.1/9.2 亿

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

高畅

gaochang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070010

马焱

mayanspylz@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080002

发布日期：2025 年 08 月 24 日

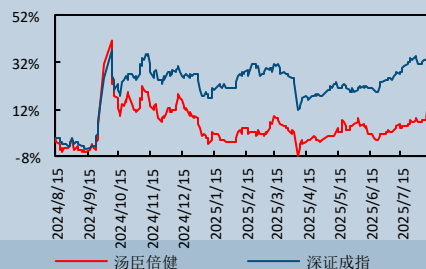
当前股价：12.22 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.44/0.98	7.86/-0.78	5.53/-22.32
12 月最高/最低价 (元)		16.00/10.57
总股本 (万股)		170,084.54
流通 A 股 (万股)		112,998.71
总市值 (亿元)		207.84
流通市值 (亿元)		138.08
近 3 月日均成交量 (万)		1409.41
主要股东		
梁允超		41.78%

## 股价表现



元，分别同比-10.7%/-12.1%，降幅环比均有收窄。

### 盈利能力修复，经营拐点初现

公司上半年毛利率 68.55%，同比下滑 0.01pcts，其中 Q2 毛利率 68.4%，同比+1.68pcts，预计主要因电商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%，系公司加强费用管控，减少广告投放及差旅会议费支出。受益于费用率的良好管控，25Q2 公司净利率同比+8.9pct 至 17.1%，盈利能力显著修复。

### 转型阵痛期，出海持续探索

2025 年公司在二季度及三季度新品陆续上市的基础上，首款 OTC 新品“健力多硫酸氨基葡萄糖胶囊”已上市，下半年有针对性地匹配营销资源投入，进一步扩大线下新品铺货率，新品有望为公司收入端带来业绩增量。公司收缩非核心预算，加码东南亚等国际市场，推动药店渠道价值链重塑。短期行业阵痛期业绩承压，公司主动出清低效业务，聚焦核心品类创新及国际化布局。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 62.46/69.25/75.58 亿元，同比 -8.7%/+10.9%/+9.1%，归母净利润分别为 8.24/10.33/12.31 亿，同比增长 26.1%/25.4%/19.2%，维持“买入”评级。

### 风险提示：

1. 食品安全问题：公司的产品聚焦健康和保健功效，加工生产过程中需要严格控制，如果出现较多不良反应或者食品安全事故，会对公司形象产生负面影响。2. 竞争加剧：随着资本入局，新兴网红品牌可以借助新渠道快速崛起，在一些细分品类里面创造较高销售额，行业内激烈的竞争有可能促使各家品牌为了抢占市占率而大打折扣，使得行业利润水平下降。3. 线上流量下滑，线上营业额可能无法持续增长。4. 经济疲软，居民消费力下降，居民对可选食品的购买欲望下降。5. 公司与宜通世纪科技股份有限公司就倍泰健康的股权转让纠纷案仍在二审过程中，如果公司二审败诉，将会对利润产生影响。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,407	6,838	6,246	6,925	7,558
增长率(%)	19.7	-27.3	-8.7	10.9	9.1
净利润(百万元)	1,746	653	824	1,033	1,231
增长率(%)	26.0	-62.6	26.1	25.4	19.2
EPS(元/股，摊薄)	1.03	0.38	0.48	0.61	0.72
P/E(倍)	11.90	31.84	25.24	20.13	16.88

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

### 高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

### 马焱

多伦多大学学士 纽约大学理学硕士

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk