

公司研究

Q3 业绩显著改善，建议关注新品表现

——汤臣倍健（300146.SZ）2025 年三季报点评

增持（维持）

当前价：12.71 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

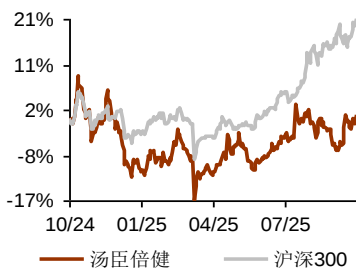
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.92
总市值(亿元):	215.01
一年最低/最高(元):	9.99/13.78
近 3 月换手率:	83.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.74	-7.28	-17.76
绝对	10.23	6.18	3.34

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-08-11）

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）

要点

事件：汤臣倍健 25 年前三季度实现营业收入 49.2 亿元，同比-14.3%；归母净利润 9.1 亿元，同比+4.5%；扣非归母净利润 8.3 亿元，同比+2.4%。其中，25Q3 实现营业收入 13.8 亿元，同比+23.5%；归母净利润 1.7 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 1.3 亿元，同比扭亏为盈。

25Q3 业绩拐点显现，主品牌和“健力多”改善明显。

1) 分品牌看：25 年前三季度，①主品牌“汤臣倍健”实现收入 26.76 亿元，yoy-16.22%。②关节护理品牌“健力多”实现收入 5.74 亿元，yoy-17.76%。其中 25Q3 “汤臣倍健”和“健力多”收入同比均实现快速增长，主要系 24Q3 因产品迭代导致出货基数较低，以及今年新品的贡献。③“Life-Space”国内产品实现收入 1.78 亿元，yoy-34.38%，主要受其聚焦的线下药店渠道拖累；境外 LSG 业务则表现亮眼，实现收入 7.20 亿元，yoy+13.64%（按澳元口径同比增长 17.36%）。2) 分渠道看：线下渠道调整仍在持续，药店客流及销售规模继续承压。经销模式下 25 年前三季度①线下渠道收入为 24.67 亿元，yoy-20.62%。②线上渠道收入为 23.88 亿元，yoy-7.67%，降幅较上半年的 13.78%明显收窄。

销售费用管控下，净利率同比显著改善。

1) 25 年前三季度/25Q3 公司毛利率分别为 68.55%/68.56%，同比+0.63/+3.25pcts，主要得益于线上高价值新品推出带来产品结构优化。2) 25 年前三季度/25Q3 公司销售费用率分别为 37.46%/43.98%，同比-4.87/-10.03pcts，主要系公司加强费用管控，减少对广告费的投入。3) 25 年前三季度/25Q3 管理费用率分别为 7.53%/10.54%，同比+0.52/-2.71pcts。4) 25 年前三季度/25Q3 研发费用率分别为 1.13%/1.80%，分别同比-0.90/-2.35pcts，主要系委外研发未达预期，公司收到供应商退款，冲减委外研发费用。5) 综合来看，25 年前三季度/25Q3 公司销售净利率达到 19.21%/13.07%，同比+4.17/+14.68pcts。

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，降幅较前三季度继续收窄。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：公司今年加快新品推出节奏，针对线上推出高价值新品如高纯度鱼油、儿童液体钙等，以及针对线下渠道推出高性价比新品（如钙 DK、钙维生素 e 蛋白粉等），有效改善了产品矩阵，成为驱动 Q3 增长的关键动力，前三季度新品收入贡献已接近 20%。2) 深化全渠道改革：线下渠道持续优化，线上则加大对抖音等兴趣电商的投入，通过自建直播间等方式强化自播能力，寻找增量机会。随着各项改革措施逐步落地显效，公司 25Q4 经营有望持续改善。展望未来，公司计划从 2026 年起以“再创业”心态全线出击，将优先追求收入的挑战性增长，收入增速或将快于利润增速。

盈利预测、估值与评级：考虑到市场竞争仍较激烈，需求较疲软，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别至 6.88/7.98/8.79 亿元（分别下调 13%/13%/14%），对应 2025-2027 年 PE 分别为 31x/27x/24x，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。

表 1：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	688	798	879
归母净利润增长率	-26.01%	-62.62%	5.39%	15.94%	10.24%
EPS（元）	1.03	0.38	0.41	0.47	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.35%	5.91%	6.18%	6.92%	7.35%
P/E	12	33	31	27	24
P/B	1.8	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30

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	2,063	2,209	2,354
折旧和摊销	225	241	285	304	324
税金及附加	93	55	75	80	84
销售费用	3,859	3,031	2,593	2,720	2,833
管理费用	494	557	557	566	579
研发费用	179	149	106	113	119
财务费用	-56	-49	-29	-28	-27
投资收益	94	-24	-50	5	5
营业利润	2,069	824	893	1,046	1,159
利润总额	2,196	901	970	1,123	1,236
所得税	417	253	272	315	347
净利润	1,779	648	698	808	889
少数股东损益	32	-5	10	10	10
归属母公司净利润	1,746	653	688	798	879
EPS(元)	1.03	0.38	0.41	0.47	0.52

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,051	686	1,144	1,003	1,120
净利润	1,746	653	688	798	879
折旧摊销	225	241	285	304	324
净营运资金增加	1,321	-606	-326	196	179
其他	-1,241	398	496	-295	-262
投资活动产生现金流	-1,327	-1,149	-904	-642	-617
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	-615	-242	-217
融资活动现金流	-372	-263	-532	-213	-357
股本变化	0	0	-9	0	0
债务净变化	-8	1,531	54	149	59
无息负债变化	462	-1,204	-1	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%	66.9%	66.7%	66.5%
EBITDA 率	22.5%	15.9%	18.4%	19.2%	20.0%
EBIT 率	20.1%	12.3%	13.8%	14.6%	15.4%
税前净利润率	23.3%	13.2%	15.6%	16.9%	17.6%
归母净利润率	18.6%	9.5%	11.0%	12.0%	12.5%
ROA	11.8%	4.5%	4.8%	5.4%	5.7%
ROE (摊薄)	14.4%	5.9%	6.2%	6.9%	7.3%
经营性 ROIC	15.7%	6.5%	6.9%	7.5%	8.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	19%	22%	22%	23%	22%
流动比率	3.38	2.55	2.52	2.48	2.51
速动比率	2.97	2.34	2.33	2.30	2.32
归母权益/有息债务	957.33	7.16	6.97	6.61	6.63
有形资产/有息债务	1019.32	8.05	7.88	7.55	7.60

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	14,419	15,003	15,541
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	150	159	169
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	551	590	629
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	7,655	7,970	8,281
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	2,853	2,895	2,936
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	6,763	7,034	7,260
总负债	2,856	3,183	3,236	3,404	3,496
短期借款	0	1,543	1,497	1,646	1,705
应付账款	427	211	191	205	218
应付票据	0	29	26	28	29
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	3,043	3,210	3,301
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	11,183	11,600	12,045
股本	1,701	1,701	1,692	1,692	1,692
公积金	6,973	6,989	6,998	6,998	6,998
未分配利润	3,565	2,680	2,755	3,162	3,597
归属母公司权益	12,167	11,051	11,127	11,533	11,969
少数股东权益	75	46	56	66	76

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	41.02%	44.33%	41.63%	41.03%	40.33%
管理费用率	5.25%	8.15%	8.94%	8.54%	8.24%
财务费用率	-0.59%	-0.72%	-0.46%	-0.42%	-0.39%
研发费用率	1.91%	2.17%	1.70%	1.70%	1.70%
所得税率	19%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.90	0.36	0.23	0.26	0.26
每股经营现金流	1.21	0.40	0.68	0.59	0.66
每股净资产	7.15	6.50	6.58	6.82	7.07
每股销售收入	5.53	4.02	3.68	3.92	4.15

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	33	31	27	24
PB	1.8	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.4	19.2	17.7	15.9	14.4
股息率	7.1%	2.8%	1.8%	2.1%	2.1%

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不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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