

公司研究

收入稳步增长，增投费用致利润承压

——汤臣倍健（300146.SZ）2026年一季报点评

要点

事件：汤臣倍健 26Q1 营业收入 18.69 亿元，同比+4.30%；归母净利润 4.02 亿元，同比-11.62%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比-8.19%。

26Q1 线上线下收入增速回正，“健力多”收入表现较优。26Q1 主品牌“汤臣倍健”实现收入 10.45 亿元，同比+6.25%，核心品类恢复稳健；关节护理品牌“健力多”实现收入 2.29 亿元，同比+14.00%，OTC 硫酸氨基糖上市后续表现亮眼；“Life-Space”品牌实现收入 3.44 亿元，同比+2.41%，新品“超益系列”逐步起量，抖音渠道增速领跑。分渠道来看，26Q1 线下渠道实现收入 10.10 亿元，同比+2.21%，线下渠道收入的增长主要受商超渠道的拉动，药店渠道仍承压；线上渠道实现收入 8.51 亿元，同比+11.04%，成为增长核心引擎。

费用投入加大，盈利短期承压。26Q1 公司毛利率为 69.1%，同比+0.5%，主要系低成本原料储备对冲成本压力+线上高毛利渠道收入占比提升。26Q1 销售费用率为 36.5%，同比+6.2pcts，公司为实现收入增长目标，在“再创业”战略下主动加大对新渠道和新品推广的投入，26 年季度间费用投放节奏将更均衡。26Q1 管理费用率为 5.7%，同比基本持平。综合来看，26Q1 归母净利率为 21.5%，同比-3.9pcts。利润短期承压是公司主动选择“以利润换增长”战略的体现。

“再创业”战略全面推进，渠道与产品双轮驱动。公司确立 2026-2028 年收入优先核心战略，目标 2028 年收入突破历史峰值，短期适度让利以抢占核心品类市占率。公司 26 年全年目标为双位数收入增长，Q1 为全年增长压力最大季度，Q2 起随新品落地、包装升级等举措推进，增速有望逐季提升。具体来看：1) 持续产品创新与迭代：主品牌重点突破鱼油和儿童钙等高增速细分赛道；“健力多”推广高含量港版产品及创新剂型，今年还将推出跨境品、包装及卖点升级、增加品牌曝光；“Life-Space”实施“超益计划”，拓展抗衰、辅酶 Q10 等新品类。2) 渠道布局全线出击：线上渠道作为主要增量来源，将持续加大对跨境电商、抖音等新渠道的投放；线下渠道将商超列为增长重点，同时通过数字化手段提升药店渠道运营效率。预计全年销售费用率将有所上升，以支持收入目标的达成。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司费用投入加大，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润预测分别至 7.29/7.98/8.78 亿元（较前值分别下调 9%/9%/8%），对应 2026-2028 年 PE 分别为 25x/23x/21x，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,838	6,265	6,892	7,619	8,463
营业收入增长率	-27.30%	-8.38%	10.00%	10.56%	11.07%
归母净利润（百万元）	653	782	729	798	878
归母净利润增长率	62.62%	19.81%	-6.85%	9.55%	10.03%
EPS（元）	0.38	0.46	0.43	0.47	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.91%	7.04%	6.58%	7.09%	7.65%
P/E	28	23	25	23	21
P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-23（注：2024-2028 年股本数分别为 17.01/16.92/16.92/16.92/16.92 亿股）

增持（维持）

当前价：10.80 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

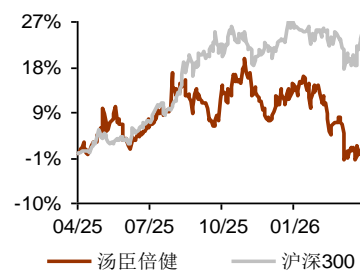
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.92
总市值(亿元)	182.70
一年最低/最高(元)	10.19/12.67
近 3 月换手率	75.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.33	-11.31	-22.67
绝对	2.60	-9.96	3.45

资料来源：Wind

相关研报

全年业绩企稳，开启“再创业”新阶段——汤臣倍健（300146.SZ）2025 年年报点评（2026-03-22）

Q3 业绩显著改善，建议关注新品表现——汤臣倍健（300146.SZ）2025 年三季度点评（2025-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,838	6,265	6,892	7,619	8,463
营业成本	2,278	2,011	2,199	2,397	2,624
折旧和摊销	241	289	286	297	307
税金及附加	55	76	83	92	102
销售费用	3,031	2,682	3,157	3,551	4,003
管理费用	557	506	555	595	640
研发费用	149	89	98	108	120
财务费用	-49	-18	-16	-14	-14
投资收益	-24	-4	5	5	5
营业利润	824	975	910	996	1,095
利润总额	901	1,008	943	1,029	1,128
所得税	253	192	179	196	215
净利润	648	817	764	833	913
少数股东损益	-5	34	35	35	35
归属母公司净利润	653	782	729	798	878
EPS(元)	0.38	0.46	0.43	0.47	0.52

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	686	1,214	931	998	1,097
净利润	653	782	729	798	878
折旧摊销	241	289	286	297	307
净营运资金增加	-660	-1,808	292	347	384
其他	452	1,950	-376	-445	-472
投资活动产生现金流	-1,149	-731	-306	-320	-295
净资本支出	-304	-76	-190	-200	-200
长期投资变化	319	239	0	0	0
其他资产变化	-1,164	-895	-117	-120	-95
融资活动现金流	-263	-1,237	-380	-393	-472
股本变化	0	-9	0	0	0
债务净变化	1,531	-511	355	191	167
无息负债变化	-1,204	118	59	62	90
净现金流	-732	-758	245	284	330

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	66.7%	67.9%	68.1%	68.5%	69.0%
EBITDA 率	15.9%	20.3%	16.1%	15.8%	15.5%
EBIT 率	12.3%	15.6%	12.0%	11.9%	11.9%
税前净利润率	13.2%	16.1%	13.7%	13.5%	13.3%
归母净利润率	9.5%	12.5%	10.6%	10.5%	10.4%
ROA	4.5%	5.8%	5.3%	5.6%	5.9%
ROE (摊薄)	5.9%	7.0%	6.6%	7.1%	7.7%
经营性 ROIC	6.4%	10.3%	8.5%	9.0%	9.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	22%	20%	22%	23%	24%
流动比率	2.55	2.95	2.74	2.73	2.74
速动比率	2.34	2.69	2.48	2.46	2.46
归母权益/有息债务	7.16	10.76	7.98	7.13	6.57
有形资产/有息债务	8.05	11.79	9.08	8.28	7.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	14,280	13,980	14,397	14,873	15,377
货币资金	2,597	2,449	2,694	2,979	3,308
交易性金融资产	2,000	3,608	3,608	3,608	3,608
应收账款	165	275	293	324	360
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	27	30	33	36
存货	609	685	751	821	901
其他流动资产	2,041	460	460	460	460
流动资产合计	7,615	7,608	7,949	8,348	8,809
其他权益工具	308	214	400	500	600
长期股权投资	319	239	239	239	239
固定资产	2,764	2,880	2,810	2,683	2,557
在建工程	330	110	94	127	151
无形资产	560	466	467	467	468
商誉	1,092	1,136	1,136	1,136	1,136
其他非流动资产	559	631	553	553	553
非流动资产合计	6,665	6,372	6,447	6,525	6,568
总负债	3,183	2,790	3,204	3,458	3,715
短期借款	1,543	948	1,119	1,226	1,309
应付账款	211	296	323	352	386
应付票据	29	0	0	0	0
预收账款	0	4	4	5	5
其他流动负债	35	36	35	33	31
流动负债合计	2,988	2,578	2,898	3,056	3,216
长期借款	0	84	168	253	337
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	71	61	71	83	97
非流动负债合计	195	212	306	402	500
股东权益	11,097	11,190	11,193	11,415	11,662
股本	1,701	1,692	1,692	1,692	1,692
公积金	6,989	6,890	6,890	6,890	6,890
未分配利润	2,680	2,856	2,823	3,010	3,222
归属母公司权益	11,051	11,109	11,076	11,264	11,475
少数股东权益	46	81	116	151	186

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	44.33%	42.81%	45.81%	46.61%	47.31%
管理费用率	8.15%	8.07%	8.06%	7.81%	7.56%
财务费用率	-0.72%	-0.29%	-0.23%	-0.19%	-0.16%
研发费用率	2.17%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
所得税率	28%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.36	0.45	0.36	0.39	0.43
每股经营现金流	0.40	0.72	0.55	0.59	0.65
每股净资产	6.50	6.57	6.55	6.66	6.78
每股销售收入	4.02	3.70	4.07	4.50	5.00

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	28	23	25	23	21
PB	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	16.3	12.2	14.4	13.5	12.5
股息率	3.3%	4.2%	3.3%	3.6%	4.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼