

汤臣倍健(300146)

报告日期: 2026年04月28日

26年聚焦收入增长, 销售节奏趋于均衡

——汤臣倍健25年报&26一季报点评

事件

25年公司实现营业收入62.7亿元(同比-8.4%,下同);归母净利润7.8亿元(+19.8%);扣非归母净利润6.9亿元(+9.5%);25年分红比率96%;25Q4公司实现营业收入13.5亿元(+22.2%);归母净利润-1.3亿元(同比+0.9亿元);扣非归母净利润-1.4亿元(同比+0.4亿元);26Q1公司实现营业收入18.7亿元(+4.3%);归母净利润4.0亿元(-11.6%),扣非归母净利润3.8亿元(-8.2%)。

投资要点

□ 收入: 26Q1线上实现较快增长, 线下商超渠道双位数增长、药店渠道同比略降

分渠道: 1) **线上:** 25年收入33.7亿元,占比54.4%,同比+0.3%;其中天猫及京东占比近六成,兴趣电商占比近两成;25Q4收入9.8亿元,占比73.4%,同比+26.6%;26Q1收入8.5亿元,同比+11.0%。

2) **线下:** 25年收入28.2亿元,占比45.6%,同比-17.4%。其中境内药线占比近八成,商超及母婴均为个位数占比;25Q4收入3.6亿元,同比+15.5%,占比26.6%。26Q1收入10.1亿元,同比+2.2%,其中境内药店收入占比约7-8成,商超收入占比超10%,母婴为个位数占比。26Q1线下收入增长主要系商超渠道双位数增长带动,商超为公司今年重点渠道之一,公司希望其全年能实现较快增长;26Q1药店渠道收入同比略降,全年预期维持稳定,药店VDS大盘仍有十几个点的下滑;

分产品: 25年汤臣倍健/健力多/lifespace/境外LSG分别实现收入33.5/7.3/2.1/9.3亿元,同比-10.4%/-10.0%/-32.0%/+16.4%;26Q1汤臣倍健/健力多/lifespace品牌分别实现收入10.5/2.3/3.4亿元,同比+6.3%/+14.0%/+2.4%,其中,汤臣倍健主品牌和lifespace在抖音增速明显优于天猫和京东;健力多天猫和京东增速则快于抖音。

□ 盈利能力: 25年线上渠道占比提升带动毛利率向上, 预计26年毛利率提升趋势延续、费投加大且季度投放更为均衡

25年毛利率67.9%(+1.2pct),受到线上毛利率提升带动,净利率13.0%(+3.6pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为42.8%/8.1%/1.4%/-0.3%,同比-1.5%/-0.1%/-0.8%/+0.4pct。25年于“提质”目标下,整体销售费用率下降;

25Q4毛利率65.5%(+5.2pct),净利率-9.5%(+9.9pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为62.3%/10.0%/2.5%/-0.3%,同比+7.6%/+4.0%/-0.4%/+1.6pct。销售费用投入较多、主因Q4广告费投入较多、新品陆续推出,yep官宣代言人、激励奖金发放。

26Q1毛利率69.1%(+0.5pct),净利率21.6%(-4.5pct);销售/管理/研发/财务费用率分别为36.5%/5.7%/1.4%/-0.4%,同比+6.2%/持平/+0.2%/-0.4pct。2026年公司聚焦收入增长突破,在多个渠道、多个重点品类发力,品牌项的长期持续投资也将继续推进,销售费用率预计同比2025年会有一定程度提升,或对利润率造成压力。

□ 盈利预测与估值

(1) **收入端:** 公司目标26年收入双位数增长: ①**线上:** 主力增长渠道,将通过重点突破兴趣电商与跨境业务,确保传统电商持续增长驱动; ②**线下:** 药店渠道26年目标保持稳定,商超渠道作为重点发力方向之一,将通过创新差异化产品和精细化运营实现突破,目标全年实现较快增长。

投资评级: 买入(维持)

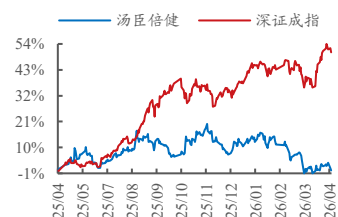
分析师: 张潇倩
执业证书号: S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

分析师: 孙天一
执业证书号: S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥10.45
总市值(百万元)	17,678.03
总股本(百万股)	1,691.68

股票走势图



相关报告

- 《25Q2收入降幅收窄,期待下半年企稳向好》2025.08.18
- 《23年经营稳健,推动线上渠道高质量增长》2024.03.24
- 《需求改善,多措并举》2023.08.06

(2) **盈利能力端**: 预计随着线上占比持续提升, 毛利率向上趋势不变, 但公司聚焦收入增长, 预计会加大销售费用投放, 或对净利率造成一定压力; 但26年季度间销售费用投放预计较以往更加均衡。

综上, 我们预计公司2026-2028年公司营业收入为69.7/76.7/84.3亿元, 同比+11.2%/+10.1%/+9.9%; 归母净利润为7.8/8.4/9.1亿元, 同比-0.2%/+8.2%/+8.2%。

□ 风险提示

食品安全风险; 行业竞争风险加剧等

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,265	6,966	7,671	8,432
(+/-) (%)	-8.38%	11.18%	10.13%	9.92%
归母净利润	782	780	845	914
(+/-) (%)	19.81%	-0.23%	8.24%	8.21%
每股收益(元)	0.46	0.46	0.50	0.54
P/E	22.60	22.65	20.93	19.34

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,608	7,900	8,343	8,811
现金	2,449	2,151	1,864	1,603
交易性金融资产	3,608	4,225	4,842	5,459
应收账款	275	220	242	266
其它应收款	27	39	43	48
预付账款	104	120	131	142
存货	685	693	758	821
其他	460	453	462	472
非流动资产	6,372	6,178	5,963	5,729
金融资产类	600	590	580	570
长期投资	239	189	139	89
固定资产	2,880	2,796	2,696	2,554
无形资产	466	359	252	143
在建工程	110	90	75	95
其他	2,077	2,154	2,221	2,277
资产总计	13,980	14,078	14,306	14,540
流动负债	2,578	2,617	2,777	2,937
短期借款	948	948	948	948
应付款项	296	291	319	345
预收账款	4	2	2	2
其他	1,330	1,376	1,508	1,642
非流动负债	212	212	212	212
长期借款	84	84	84	84
其他	128	128	128	128
负债合计	2,790	2,829	2,988	3,149
少数股东权益	81	116	153	193
归属母公司股东权	11,109	11,134	11,165	11,198
负债和股东权益	13,980	14,078	14,306	14,540

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,265	6,966	7,671	8,432
营业成本	2,011	2,196	2,405	2,603
营业税金及附加	76	84	93	102
营业费用	2,682	3,135	3,483	3,879
管理费用	506	557	606	666
研发费用	89	104	115	126
财务费用	(18)	(15)	(12)	(9)
资产减值损失	(54)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	71	27	27	27
投资净收益	(4)	(4)	(5)	(5)
其他经营收益	22	24	27	30
营业利润	975	973	1,056	1,145
营业外收支	33	33	33	33
利润总额	1,008	1,006	1,089	1,178
所得税	192	191	207	224
净利润	817	815	882	954
少数股东损益	34	34	37	40
归属母公司净利润	782	780	845	914
EBITDA	1,197	1,327	1,434	1,545
EPS (最新摊薄)	0.46	0.46	0.50	0.54

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-8.38%	11.18%	10.13%	9.92%
营业利润	18.44%	-0.23%	8.52%	8.46%
归属母公司净利润	19.81%	-0.23%	8.24%	8.21%
获利能力				
毛利率	67.90%	68.47%	68.65%	69.13%
净利率	12.48%	11.20%	11.01%	10.84%
ROE	7.04%	7.01%	7.57%	8.16%
ROIC	5.97%	6.54%	7.06%	7.62%
偿债能力				
资产负债率	19.95%	20.09%	20.89%	21.66%
净负债比率	-12.66%	-9.94%	-7.35%	-5.01%
流动比率	2.95	3.02	3.00	3.00
速动比率	2.51	2.57	2.55	2.55
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.50	0.54	0.58
应收账款周转率	28.44	28.15	33.24	33.21
应付账款周转率	7.93	7.60	8.13	8.09
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.46	0.50	0.54
每股经营现金	0.72	0.70	0.74	0.79
每股净资产	6.57	6.58	6.60	6.62
估值比率				
P/E	22.60	22.65	20.93	19.34
P/B	1.59	1.59	1.58	1.58
EV/EBITDA	15.79	12.48	11.75	11.07

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,214	1,187	1,254	1,344
净利润	817	815	882	954
折旧摊销	296	335	357	375
财务费用	9	50	50	50
投资损失	4	4	5	5
营运资金变动	152	66	47	49
其它	(63)	(83)	(86)	(89)
投资活动现金流	(731)	(680)	(677)	(674)
资本支出	(76)	(120)	(117)	(113)
长期投资	(819)	(535)	(535)	(535)
其他	164	(25)	(25)	(26)
筹资活动现金流	(1,237)	(802)	(864)	(931)
短期借款	(594)	0	0	0
长期借款	84	0	0	0
其他	(726)	(802)	(864)	(931)
现金净增加额	(758)	(298)	(287)	(261)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>