

汤臣倍健 (300146)

证券研究报告
2026年04月22日

25年业绩触底回升，26年聚焦线上突破与新品驱动

事件：公司发布2025年财报，25年营收62.65亿元(yoy-8.4%)，归母净利润7.82亿元(yoy+19.8%)；25Q4营收13.5亿元(yoy+22.2%)，归母净利润-1.25亿元(同比亏损收窄)。26年定调“再创业”、目标未来三年(26-28年)创历史收入新高(26年及往后均需实现双位数增长)。

产品端/品牌端：多品牌矩阵清晰，新品为主要抓手

①主品牌“汤臣倍健”：主品牌将聚焦鱼油、儿童液体钙等高成长品类，完善全渠道产品矩阵，扩大市场份额；②“健力多”：将拓展跨境高含量产品和运动营养系列，满足不同人群的关节养护需求；③“Life-Space”：推出“超益计划”，借助益生菌建立的品类心智优势拓展全品类产品线，通过品类联动寻找新增量；④“天然博士”：细化分龄场景，在钙锌成长品类上寻求突破。

渠道端：线上为主，重点突破兴趣电商及跨境业务

25年公司线上渠道收入占比为54%，其中天猫及京东占比近60%，兴趣电商占比近20%；线下渠道收入占比为46%，其中境内药线占比近八成，商超及母婴均为个位数占比。26年增量核心来自线上，跨境电商与兴趣电商为重点。线下则采取分化策略：药线渠道将加速DDI数字化基建，持续推进新商业配送模式；商超渠道将聚焦增长快的高潜力会员店，通过差异化产品布局实现增长突破。

利润端：得益于线上渠道占比提升，毛利率有望稳中有升

25年毛利率为67.9%(同比+1.2pct)；净利率13.0%(同比+3.6pct)；原材料价格虽有波动，但整体影响可控。25年销售/管理/研发费率分别为42.8%/8.1%/1.4%，分别同比-1.5pct/-0.1pct/-0.8pct。26年公司聚焦收入增长突破，在多个渠道、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。

出海：目前已在东南亚主要国家进行布局，将加速扩大东南亚线下渠道覆盖，推动线上渠道实现增长突破。

投资建议：公司2025年业绩已实现触底回升，2026年定调“再创业”。核心看点在于线上渠道的结构性突破(跨境与兴趣电商)与新品矩阵的持续发力。考虑到新品推出效果可能不及预期，我们调整26-28年归母净利润为8.05/9.09/10.28亿元(26-27年前值为10.19/11.52亿元)，增速为2.9%/13.0%/13.1%，对应PE分别为22X/20X/18X，维持“增持”评级。

风险提示：政策风险，原材料成本增长风险，行业竞争加剧风险，新品牌与新业务的不确定性风险，产品质量和食品安全风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,838.39	6,265.47	6,910.23	7,669.14	8,530.72
增长率(%)	(27.30)	(8.38)	10.29	10.98	11.23
EBITDA(百万元)	1,205.30	1,400.96	1,318.26	1,494.93	1,627.31
归属母公司净利润(百万元)	652.83	782.15	804.61	909.22	1,028.17
增长率(%)	(62.62)	19.81	2.87	13.00	13.08
EPS(元/股)	0.38	0.46	0.48	0.54	0.61
市盈率(P/E)	27.77	23.06	22.41	19.83	17.54
市净率(P/B)	1.64	1.62	1.61	1.61	1.60
市销率(P/S)	2.65	2.88	2.61	2.35	2.11
EV/EBITDA	13.19	9.88	8.39	7.32	6.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	10.66元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,691.68
流通A股股本(百万股)	1,120.68
A股总市值(百万元)	18,033.28
流通A股市值(百万元)	11,946.50
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	19.95
一年内最高/最低(元)	13.20/10.62

作者

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《汤臣倍健-年报点评报告:新品迭代基本结束，期待25年费投优化》2025-04-02
- 《汤臣倍健-季报点评:单品调整接近尾声，改革成效兑现可期》2024-11-01
- 《汤臣倍健-首次覆盖报告:巩固规模优势，产品多元化持续拓展》2024-09-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,596.96	2,449.40	2,905.40	2,880.33	3,195.35	营业收入	6,838.39	6,265.47	6,910.23	7,669.14	8,530.72
应收票据及应收账款	165.28	275.29	210.61	328.65	271.20	营业成本	2,278.02	2,011.47	2,220.65	2,466.57	2,745.82
预付账款	109.87	103.66	132.08	129.76	161.72	营业税金及附加	55.49	75.72	69.33	77.29	91.55
存货	608.88	685.25	743.46	843.47	923.12	销售费用	3,031.49	2,681.97	3,005.95	3,313.07	3,685.27
其他	4,133.65	4,094.55	4,139.30	4,192.88	4,246.36	管理费用	557.13	505.93	559.73	620.43	689.99
流动资产合计	7,614.63	7,608.15	8,130.84	8,375.10	8,797.75	研发费用	148.63	88.95	103.65	111.20	124.26
长期股权投资	319.00	239.32	239.32	239.32	239.32	财务费用	(49.12)	(18.11)	(33.05)	(37.23)	(40.49)
固定资产	2,764.02	2,879.56	2,812.45	2,736.78	2,652.54	资产/信用减值损失	(40.40)	(62.29)	(38.86)	(47.19)	(49.45)
在建工程	330.22	110.04	90.04	75.04	60.04	公允价值变动收益	28.39	70.75	42.11	50.00	50.00
无形资产	570.38	475.97	314.52	190.58	66.64	投资净收益	(23.79)	(3.84)	10.00	20.00	30.00
其他	2,681.51	2,667.04	2,660.05	2,653.06	2,646.07	其他	42.54	51.17	40.11	44.61	45.30
非流动资产合计	6,665.12	6,371.92	6,116.39	5,894.78	5,664.60	营业利润	823.51	975.32	1,037.33	1,185.24	1,310.17
资产总计	14,279.75	13,980.07	14,247.23	14,269.89	14,462.36	营业外收入	94.13	41.62	50.00	60.00	65.00
短期借款	1,542.50	948.02	950.00	850.00	800.00	营业外支出	17.02	8.52	10.00	11.85	10.12
应付票据及应付账款	239.89	295.70	295.58	361.18	369.94	利润总额	900.61	1,008.43	1,077.33	1,233.39	1,365.05
其他	1,205.62	1,334.05	1,489.58	1,567.99	1,755.19	所得税	252.75	191.87	237.33	284.18	291.65
流动负债合计	2,988.01	2,577.76	2,735.16	2,779.17	2,925.13	净利润	647.86	816.55	840.00	949.21	1,073.40
长期借款	0.00	84.22	75.00	75.00	75.00	少数股东损益	(4.97)	34.40	35.39	39.99	45.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	652.83	782.15	804.61	909.22	1,028.17
其他	194.57	127.67	127.67	127.67	127.67	每股收益(元)	0.38	0.46	0.48	0.54	0.61
非流动负债合计	194.57	211.89	202.67	202.67	202.67						
负债合计	3,182.58	2,789.65	2,937.83	2,981.84	3,127.80						
少数股东权益	46.21	81.28	82.56	84.01	85.65	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股本	1,700.85	1,691.68	1,691.68	1,691.68	1,691.68	成长能力					
资本公积	6,138.40	6,039.54	6,039.54	6,039.54	6,039.54	营业收入	-27.30%	-8.38%	10.29%	10.98%	11.23%
留存收益	3,529.90	3,706.01	3,735.15	3,768.09	3,805.33	营业利润	-60.19%	18.44%	6.36%	14.26%	10.54%
其他	(318.17)	(328.09)	(239.53)	(295.27)	(287.63)	归属于母公司净利润	-62.62%	19.81%	2.87%	13.00%	13.08%
股东权益合计	11,097.18	11,190.42	11,309.40	11,288.05	11,334.56	获利能力					
负债和股东权益总计	14,279.75	13,980.07	14,247.23	14,269.89	14,462.36	毛利率	66.69%	67.90%	67.86%	67.84%	67.81%
						净利率	9.55%	12.48%	11.64%	11.86%	12.05%
						ROE	5.91%	7.04%	7.17%	8.12%	9.14%
						ROIC	10.34%	12.01%	16.90%	20.76%	24.26%
						偿债能力					
						资产负债率	22.29%	19.95%	20.62%	20.90%	21.63%
						净负债率	-9.49%	-12.66%	-16.63%	-17.32%	-20.47%
						流动比率	2.55	2.95	2.97	3.01	3.01
						速动比率	2.34	2.69	2.70	2.71	2.69
						营运能力					
						应收账款周转率	33.00	28.44	28.44	28.44	28.44
						存货周转率	8.56	9.68	9.67	9.67	9.66
						总资产周转率	0.47	0.44	0.49	0.54	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.38	0.46	0.48	0.54	0.61
						每股经营现金流	0.40	0.72	0.74	0.69	0.89
						每股净资产	6.50	6.57	6.64	6.62	6.65
						估值比率					
						市盈率	27.77	23.06	22.41	19.83	17.54
						市净率	1.64	1.62	1.61	1.61	1.60
						EV/EBITDA	13.19	9.88	8.39	7.32	6.48
						EV/EBIT	16.49	12.45	10.64	9.16	7.99

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	647.86	816.55	804.61	909.22	1,028.17
折旧摊销	245.27	294.97	278.55	299.62	308.19
财务费用	12.15	8.63	(33.05)	(37.23)	(40.49)
投资损失	23.79	3.84	(10.00)	(20.00)	(30.00)
营运资金变动	(127.93)	1,848.54	137.81	(68.33)	145.32
其它	(115.21)	(1,758.82)	77.50	89.99	95.22
经营活动现金流	685.94	1,213.70	1,255.42	1,173.27	1,506.42
资本支出	895.15	121.52	30.00	85.00	85.00
长期投资	(98.85)	(79.68)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,945.69)	(773.21)	(134.22)	(250.00)	(240.00)
投资活动现金流	(1,149.39)	(731.38)	(104.22)	(165.00)	(155.00)
债权融资	1,579.78	(492.93)	25.81	(62.77)	(9.51)
股权融资	(834.00)	(871.76)	(721.02)	(970.57)	(1,026.88)
其他	(1,009.08)	128.09	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(263.30)	(1,236.60)	(695.20)	(1,033.33)	(1,036.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(726.75)	(754.28)	456.00	(25.06)	315.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com