

汤臣倍健 (300146)

磨砺以须，倍道而进

买入 (首次)

2026年05月12日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	6,838	6,265	7,207	8,302	9,554
同比 (%)	(27.30)	(8.38)	15.03	15.19	15.08
归母净利润 (百万元)	652.83	782.15	788.82	838.51	913.03
同比 (%)	(62.62)	19.81	0.85	6.30	8.89
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.39	0.46	0.47	0.50	0.54
P/E (现价&最新摊薄)	27.83	23.23	23.03	21.67	19.90

股价走势



投资要点

■ **保健品行业老牌劲旅，汤臣倍健二次创业再出发。**汤臣倍健创立于1995年，2006年正式启动品牌差异化战略，是最早将VDS引入非直销市场的品牌保健品企业，经过三十余年发展，现已形成多品牌全品类的完备产品矩阵。我们在该节点高度重视公司正在发生的变化，主要系基于管理层“二次创业”的战略定位，经营端已产生较多正向变化：①探索新品，细化价格带，新品表现可圈可点。现金支付时代，线下渠道需要更多大众化的产品，公司2025年上市的新品DK钙价格已降至100元以下；线上渠道则需要功能性更强、客单价更高的产品；②渠道侧，管控、进击并进。2025年线下渠道开始采取“一口价模式”，从钙片到蛋白粉到多维产品，渠道链各环节均进行相应的让利；同时25Q4做新品代发/代配售，控制窜货问题，加强物流的管控。此外，后续或将加大兴趣渠道的重视度，我们认为2026年公司抖音渠道收入可展望至翻倍正增；③海外市场布局加速。公司重视东南亚市场的布局且实现路径明晰，我们预计最大的市场印尼准入可于2026年内完成；④降本控费，投放精细，费用使用更科学、谨慎。

■ **创新更高效，新品贡献提升。**创新强力驱动，2025新品大年，多维双层片等新品销售占比接近20%。回顾2024-2025年公司的推新策略，可分为三个维度：其一，大单品升级，大有可为（蛋白粉升级为线下的金装/白金蛋白粉，线上的星钻/臻钻蛋白粉）；其二，重新梳理非处方药（OTC），推出健力多硫酸氨糖，布局加速；其三，2025年9月公司自主研发的第一个特殊医学用途全营养配方粉“每益乐”亦成功上市。展望未来三年，公司的创新或聚焦两个重点方向：（1）优势品类的微创新（同健力多、蛋白粉的升级创新）；（2）可大体量变现、重功能及新功能的创新，即广赛道，大单品。

■ **调整组织架构，完善产品矩阵，重新进击兴趣电商。**公司搭建专门的组织架构、招揽人才，匹配合理的激励机制，同时推出更多的跨境产品适配兴趣电商渠道。我们预计汤臣不会单纯的采用抖音主流玩家的流量打法，而是流量与品牌相结合的策略，依托其坚实的供应链和多年的产品积淀，做差异化、真正为消费者健康着想的产品。基于保健品行业电商销售中跨境渠道的占比由2022年的约43%增至2024年的约50%，三年间增长近7pct，汤臣亦积极入局，可重点关注跨境品牌Life-space的“超益计划（后续在稳固益生菌品类优势的基础上，拓展全品类产品线，同时更为重视抗衰产品的布局，人群定位更高阶）”及以PCC1为代表的成分。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2026-2028年公司归母净利润为7.89/8.39/9.13亿元，同增0.85%/6.30%/8.89%。对应PE23、22、20x，考虑到公司C端基础佳，新渠道、新市场探索积极，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	10.74
一年最低/最高价	10.35/13.20
市净率(倍)	1.58
流通A股市值(百万元)	12,036.15
总市值(百万元)	18,168.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.81
资产负债率(% ,LF)	17.61
总股本(百万股)	1,691.68
流通A股(百万股)	1,120.68

内容目录

引言：再创业，在行动	4
1. 砥砺三十载，成就保健品巨头	5
1.1. 品牌化之路，全品类布局	5
1.2. 股权集中，结构稳定	7
1.3. 走出低谷，经营拐点已至	8
2. 保健品行业：创新高地，结构性高成长	11
2.1. 长坡厚雪，创新高地	11
2.2. 线上转型，格局分化	12
3. 二次创业，老牌劲旅全面出击	14
3.1. 增强创新驱动力，2025 初赢收获	14
3.2. 渠道优化，兴趣电商全面出击，跨境渠道空间广阔	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 估值与投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	汤臣倍健产品矩阵.....	5
图 2:	汤臣倍健历史复盘.....	7
图 3:	股权结构 (截至 2025 年报)	7
图 4:	董事会及高管背景 (截至 2025 年报)	8
图 5:	2007-2025 年收入 CAGR 为 29%.....	9
图 6:	线上渠道以及益生菌收入占比提升.....	10
图 7:	公司毛利率稳步提升, 盈利状况基本稳定.....	10
图 8:	我国保健食品行业星辰大海, 发展具备“脉冲式增强”特征 (零售额单位: 亿元)	11
图 9:	65 岁以上人口占比提升 (纵轴: 65 岁以上人口占比, 单位%, 横轴: 单位年)	11
图 10:	不同年龄段消费者的日常消费结构 (2021 年)	11
图 11:	2023 年京东健康用户年龄分布及增速.....	12
图 12:	2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速.....	12
图 13:	保健品各主流品类规模 (2024 年为例)	12
图 14:	细分板块 GMV 增速对比	12
图 15:	2024 年保健品线上电商渠道收入占比达 58%, 已成为主要销售渠道.....	13
图 16:	保健品产业链图示.....	14
图 17:	蛋白粉产品矩阵, 升级大有可为.....	15
图 18:	OTC/蓝帽子/功能食品对比	16
图 19:	中国 OTC 行业渠道分布, 线上转型更明确.....	17
图 20:	2025 年推出新品 OTC 健力多硫酸氨糖.....	17
图 21:	特医食品与一般食品的区别 (右侧图时间均截至 2026 年 3 月)	18
图 22:	调整组织架构、完善产品矩阵, 进击兴趣电商.....	19
图 23:	一般贸易及跨境电商渠道对比.....	19
图 24:	重磅成分 PCC1 值得期待.....	20
表 1:	公司营收测算汇总 (百万元)	21
表 2:	可比公司估值对比 (估值日 2026/5/11)	22

引言：再创业，在行动

报告之始，引用汤臣倍健 2025 年年报致股东信中创始人梁总论述汤臣倍健的“再创业”心态的一段话，本报告亦由此展开。

“经过 2024 年的急跌、2025 年的企稳之后，我们选择在 2026 年以再创业的心态，开始全线出击。

第一、2026-2028，用三年时间创出收入新高。

第二、聚焦可商业化的重功能、新功能、新剂型等产品重大创新。

第三、再艰难，牺牲阶段性利润也要确保长远、健康原则下的品牌项投资。

第四、加快全球市场拓展，实现持续高速增长。

第五、出台平台创新创业长期机制，培育更多新项目“增长引擎”。

第六、强场景、强替代率为王，搭建汤臣倍健 AI Agent 矩阵。

第七、坚决对不创造价值的人、财、事持续做减法，去掉不产生价值的中间层和管理。

再创业，在行动！”

1. 砥砺前行三十载，成就保健品巨头

1.1. 品牌化之路，全品类布局

汤臣倍健于 1995 年正式创立，2006 年公司启动品牌差异化战略，经过三十余年发展，现已形成汤臣倍健主品牌、健力多、益生菌（Life-space/LSG）以及其他产品（如健安适、健视佳等）完备的品牌矩阵：

图1：汤臣倍健产品矩阵

品牌	产品	图片	功能	有效成分	规格	零售价（元）
主品牌	蛋白粉		补充蛋白质，增强免疫力	乳清蛋白、大豆蛋白	450克	248
	男女多维		补充所需维生素，以及： (1) 男士：提升活力 (2) 女士：抗氧化	维生素A、B、C、D、E族及矿物质等	60片/瓶	99
	维满 C		增强免疫力	维生素 C	60片/瓶	59
健力多	氨糖软骨素钙片		养护关节、增加骨密度	氨基葡萄糖硫酸钾盐、硫酸软骨素、碳酸钙	100片/瓶	162
	硫酸软骨素胶原蛋白肽片		滋养关节、改善肌肤弹性	硫酸软骨素、胶原蛋白肽、碳酸钙	60片/瓶	168
益生菌	Life-Space 成人益生菌		调节肠道菌群，改善消化	多种益生菌（如嗜酸乳杆菌、双歧杆菌等）、益生元（低聚果糖等）	60粒/瓶	150
	Life-Space B420 益生菌		助力体重管理	B420 益生菌（动物双歧杆菌亚种）、益生元等	60粒/瓶	120
其他	健安适		保护肝脏、缓解化学性肝损伤	朝鲜蓟提取物、水飞蓟提取物、姜黄提取物、葛根提取物等	120片/瓶	299
	健视佳		缓解视疲劳、保护视力	越橘提取物、叶黄素酯、天然β-胡萝卜素、核桃油等	30粒/瓶	129
	Yep 粉感小磁瓶		滋养肌肤、增加皮肤弹性	胶原蛋白肽、水、白砂糖、果汁（如苹果汁等）、柠檬酸等	5克×10瓶/盒	129

数据来源：京东官方旗舰店，东吴证券研究所

复盘公司历史，大致可分为几个阶段：

（1）1995-2007 年：大单品蛋白粉面市，绑定连锁药房渠道。1995 年汤臣倍健公司成立，开启营养健康领域的探索。2002 年公司推出核心大单品蛋白粉，同时正式将膳食营养补充剂概念引入国内非直销渠道。在 21 世纪初直销渠道盛行之时，公司差异化的借经销商之力大举进驻药房渠道，通过“专柜+营养顾问”模式构建线下基本盘。

（2）2008-2018 年：优势渠道黄金十年，公司业务蓬勃而上。①2019 年我国药店连锁企业数量为 6701 家，较 2013 年的 3570 家基本实现翻倍增长。从药店数量来看，2013-2019 年我国连锁药店数量由 15.8 万家增至 29 万家，CAGR 达 10.65%，连锁药店数量占药店整体的比重由 36.6%提升至 55.3%，逐步取代单体店，连锁药房迎来“黄金十年”。

公司差异化的连锁药房策略取得成功，渠道红利加持下，公司产品渗透率不断提升，至2019年超越直销龙头无限极，成为国内线上+线下渠道龙一，市占率达9.3%；②线上探索：2015年成立佰悦子公司，公司开始拓展线上渠道；③单品接续：2017年公司启动“大单品”战略，推出第二大单品健力多氨糖软骨素钙片，2019年销售额突破10亿（11.9亿元）。

（3）2019-2025年：历经调整，重整向前。①2019年国家对于药房渠道的保健品类目禁刷医保、叠加“百日整治”活动、电子代购法施行及2019年底的疫情冲击，对行业及公司的经营产生短期扰动，当年度VDS行业规模增速降速至2.54%，公司营收/归母净利润分别同比+21%/亏损3.6亿元。②疫情期间，线下药房渠道存在较高的交叉感染风险，消费场景受限，致公司2020-2022年收入CAGR降速至14%。③直至疫情放开，消费场景修复、居民保健意识提升，2023H1公司实现收入/归母净利润同比+33%/+47%，经营端迎来强势修复。④2023H2以来，渠道线上转型的趋势愈发明朗，公司的优势线下渠道流量出现持续下滑，叠加跨境电商等新品类冲击，经营步入调整期。

（4）2026年至今：二次创业，全线出击。我们在该节点选择发布公司深度报告，主要系基于管理层“二次创业”的积极心态，汤臣经营端已产生较多正向变化，不容忽视：①积极探索新品，细化价格带，新品表现可圈可点。如今的现金支付时代，线下渠道需要更多大众化的产品，公司2025年上市的新品DK钙价格已降至100元以下，线下蛋白粉价格亦优化至200元以下；线上渠道则需要功能性更强、客单价更高的产品；②渠道侧，管控、进击并进。2025年线下渠道开始采取“一口价模式”，从钙片到蛋白粉到多维产品，渠道链各环节均进行相应的让利；同时25Q4做新品代发/代配售，控制窜货问题，加强物流的管控，老品经销商试点亦同步进行中。此外，后续或将加大抖音渠道的重视度，我们认为2026年公司抖音渠道收入可展望至翻倍正增；③海外市场布局加速。考虑到消费习惯及经济发展阶段，公司重视东南亚市场的布局且实现路径明晰，我们预计最大的市场印尼准入可于2026年内完成；④降本控费、投放精细，费用使用更科学、谨慎。

图2：汤臣倍健历史复盘



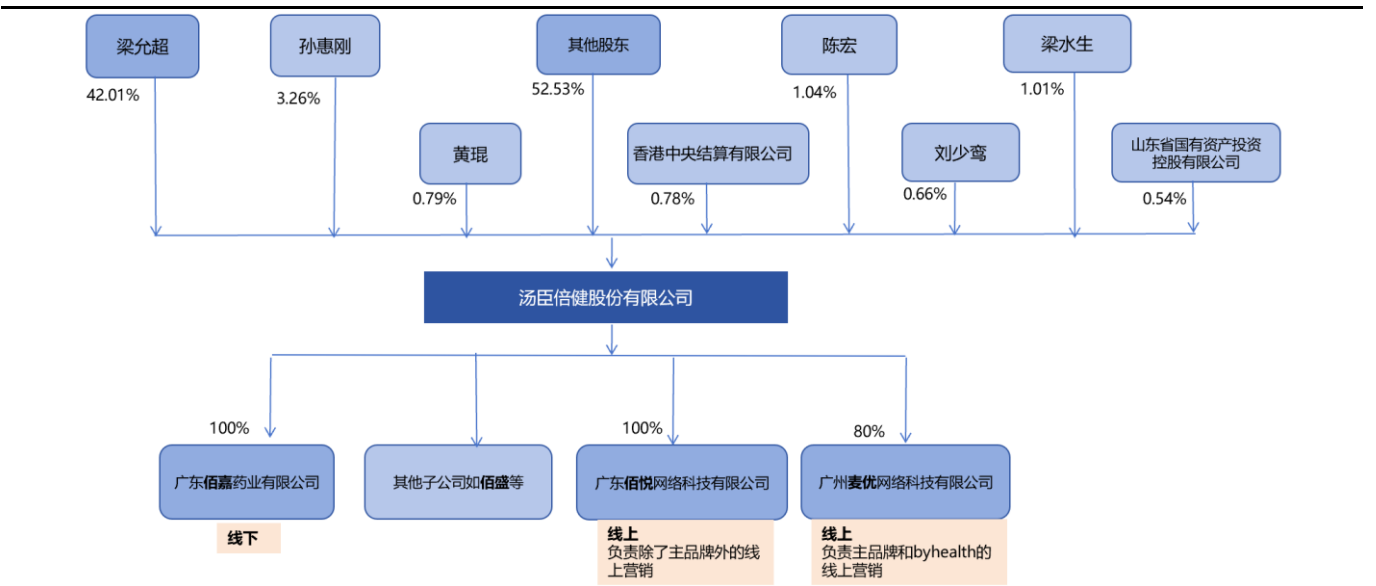
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

股权结构集中且稳定。截至 2025 年末，梁允超为公司第一大股东，持股比例达 42.01%，股权集中使决策更高效、战略执行更稳定。

管理层着眼长期，专业坚韧。公司的高管团队从业经验丰富，能为公司产品研发、市场拓展、运营管理等方面提供有力支撑，同心协力促发展。

图3：股权结构（截至 2025 年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：董事会及高管背景（截至 2025 年报）

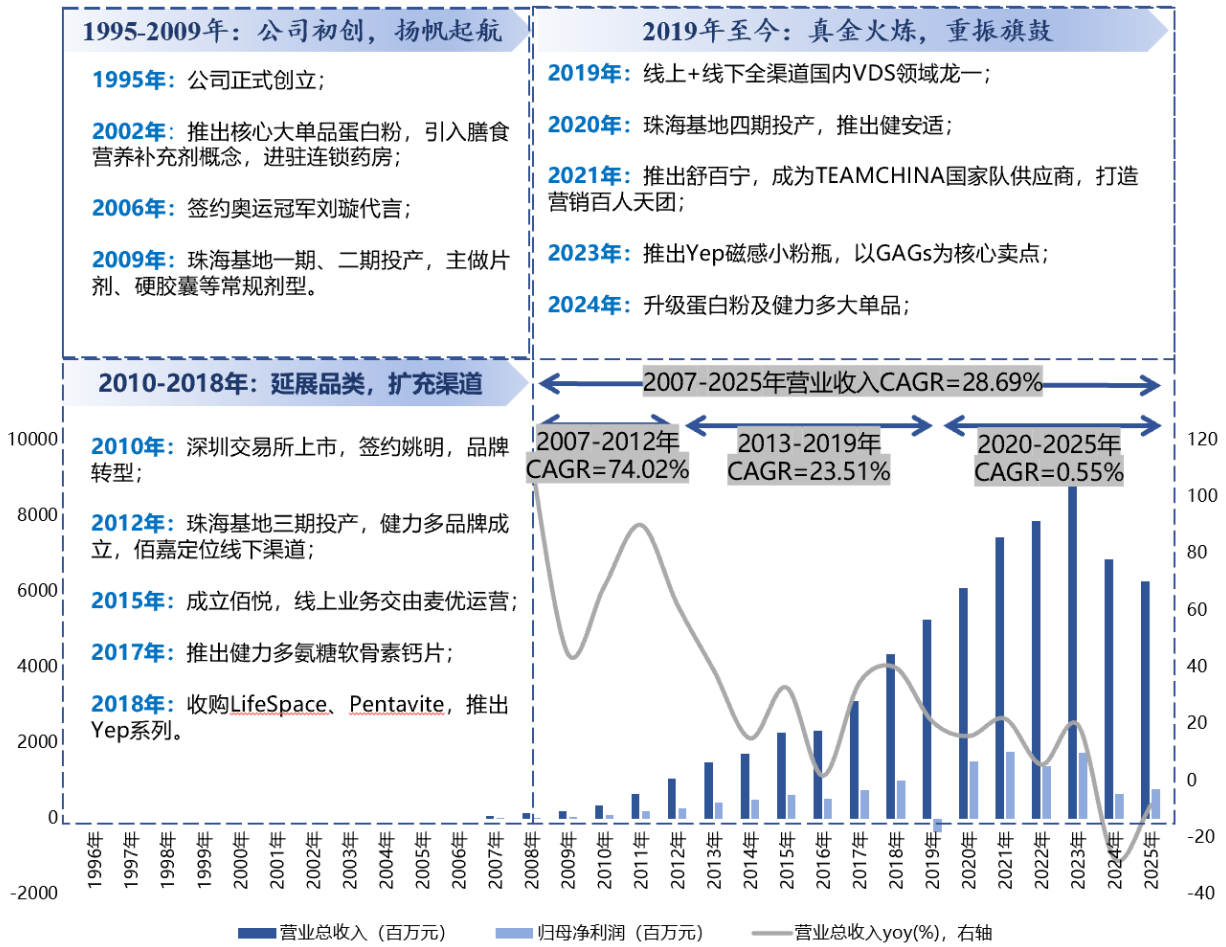
姓名	职务	履历
梁允超	董事长、董事	中国国籍，拥有香港居留权，中山大学工商管理硕士。2008 年至今任公司董事长；2013 年至今任诚承投资控股有限公司董事长、董事。
梁水生	副董事长、董事	中国国籍，拥有香港居留权，暨南大学高级管理人员工商管理硕士。2011 年 9 月至今任公司副董事长；2015 年 4 月至今任珠海佰润健康管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人；2015 年 6 月至今任上海臻鼎健康科技有限公司董事；2016 年 3 月至今任珠海市佰顺股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人；2020 年 9 月至今任珠海雨森投资有限公司经理、执行董事。
林志成	董事、总经理	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2011 年加入公司，历任投资发展中心总监、董事会秘书、副总经理；2014 年 9 月至今任公司董事；2015 年 2 月至今任公司总经理；2015 年 5 月至今任北京桃谷科技有限公司董事；2017 年 7 月至今历任信美人寿相互保险社监事、董事；2018 年 4 月至今任为来创业投资基金管理（广州）有限公司董事长。
汤晖	职工董事	中国国籍，拥有香港居留权，华南理工大学工商管理硕士。2008 年至今任公司董事；2015 年至今任汤臣倍健药业有限公司董事长；2019 年至今任广州佰盈执行事务合伙人；2021 年 3 月至今任上海润临投资管理有限公司董事。2025 年 8 月起任汤臣倍健股份有限公司职工董事。
陈宏	副总经理	中国国籍，香港居留权，中山大学高级管理人员工商管理硕士。2008 年 9 月至 2014 年 9 月任公司董事；2008 年 9 月至今任公司副总经理。
唐金银	董事会秘书	中国国籍，中山大学工商管理硕士。2010 年 10 月至 2017 年 9 月任公司证券事务代表；2017 年 3 月至今历任广东省与人公益基金会秘书长、理事长；2018 年 4 月至今任公司董事会秘书。
何白霖	财务总监	中国国籍，英国阿斯顿大学商学院会计与金融学硕士，注册会计师。2015 年 10 月至 2023 年 8 月历任公司投资发展中心经理、高级经理、汤臣倍健药业有限公司财务部高级经理；2023 年 8 月至今任公司财务总监。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 走出低谷，经营拐点已至

业绩底确认，经营展望趋好。2025 年公司营收达 62.65 亿元，2007-2025 年 CAGR 约 29%：（1）2007-2012 年大单品势如破竹、药店渠道蓬勃而上，期间收入 CAGR 高达 74%；（2）2013-2019 年步入成熟期，健力多等单品接续成长，收入 CAGR 趋于平稳 24%；（3）2020-2025 年特殊时期线下消费场景受限、叠加医保禁刷、线上格局恶化，收入 CAGR 降至 1%左右。但 2025 年下半年开始，公司营收已经停止进一步下跌，开始止跌增长，2025 年 Q3、Q4 营收同比分别增长 23.45%、22.20%。

图5: 2007-2025 年收入 CAGR 为 29%



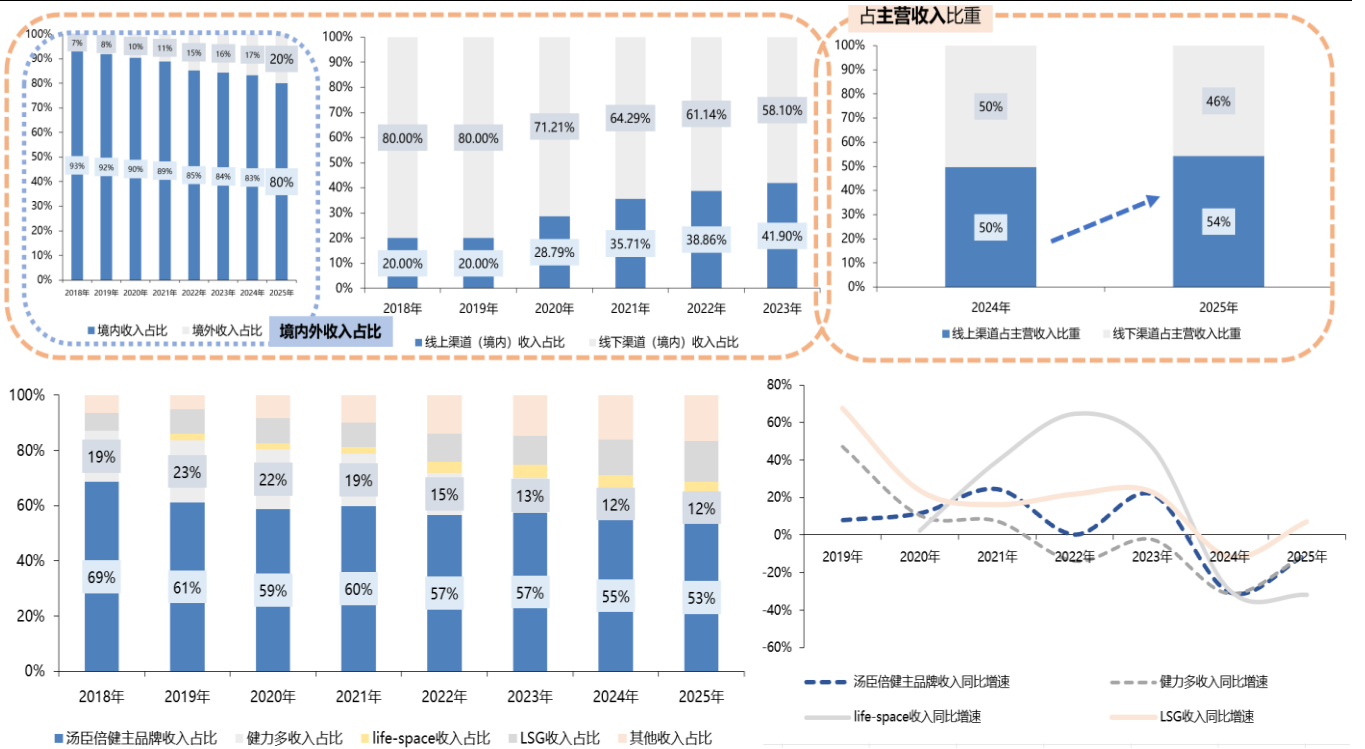
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（由于公司 2010 年上市，故 2007 年之前数据未公开）

2025 年境内：境外收入占比为 8: 2，受益于 LSG 并入及海外市场拓展，境外销售收入占比较 2018 年提升 13pct。

线上渠道收入占比快速提升，契合行业线上化趋势。得益于产品矩阵打磨、传统货架的运营优势及兴趣电商的积极探索，2025 年公司线上渠道占主营收入比重进一步提升 4pct 至 54%，2018 年线上渠道占境内收入比重仅 20%。

汤臣倍健主品牌仍贡献主要营收，益生菌占比持续提升。2025 年汤臣倍健主品牌/健力多/life-space/LSG 收入占比分别为 53%/12%/5%/13%，前两者较 2018 年分别-15/-7pct，益生菌合计占比提升 12pct。

图6: 线上渠道以及益生菌收入占比提升

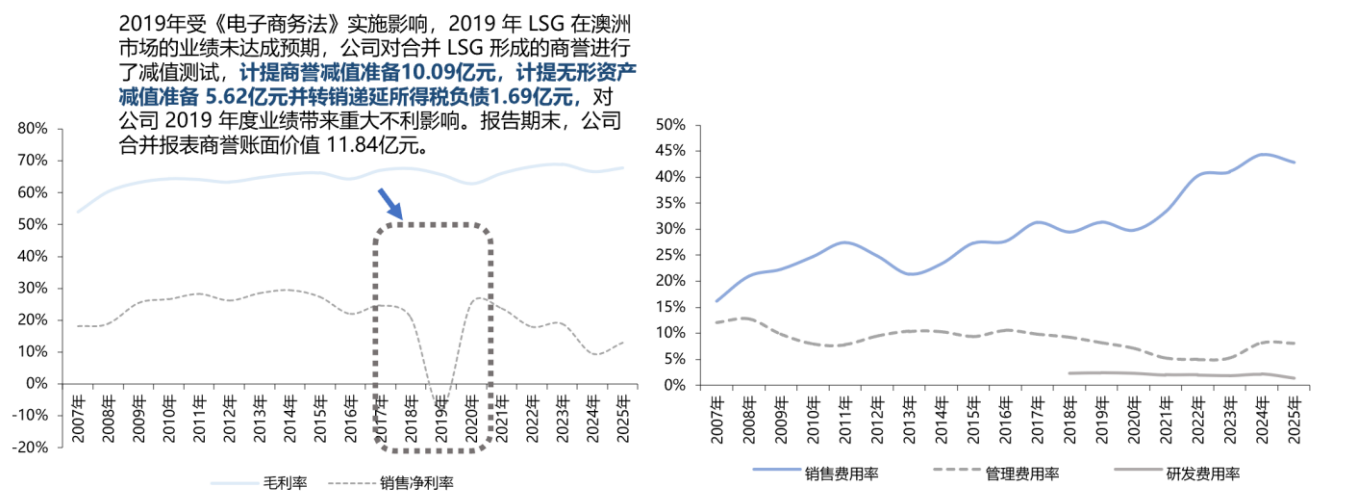


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司毛利率基本保持稳定, 处 60%以上区间, 受产品结构升级的影响, 2025 年毛利率达 68%, 较 2007 年提升 14pct.

受《电子商务法》实施影响, 2019 年 LSG 在澳洲市场的业绩未达成预期, 公司对合并 LSG 形成的商誉进行了减值测试, 计提商誉减值准备 10.09 亿元, 计提无形资产减值准备 5.62 亿元并转销递延所得税负债 1.69 亿元, 当年度净利润-4.15 亿元。2025 年公司销售净利率为 13%, 同比提升 4pct.

图7: 公司毛利率稳步提升, 盈利状况基本稳定



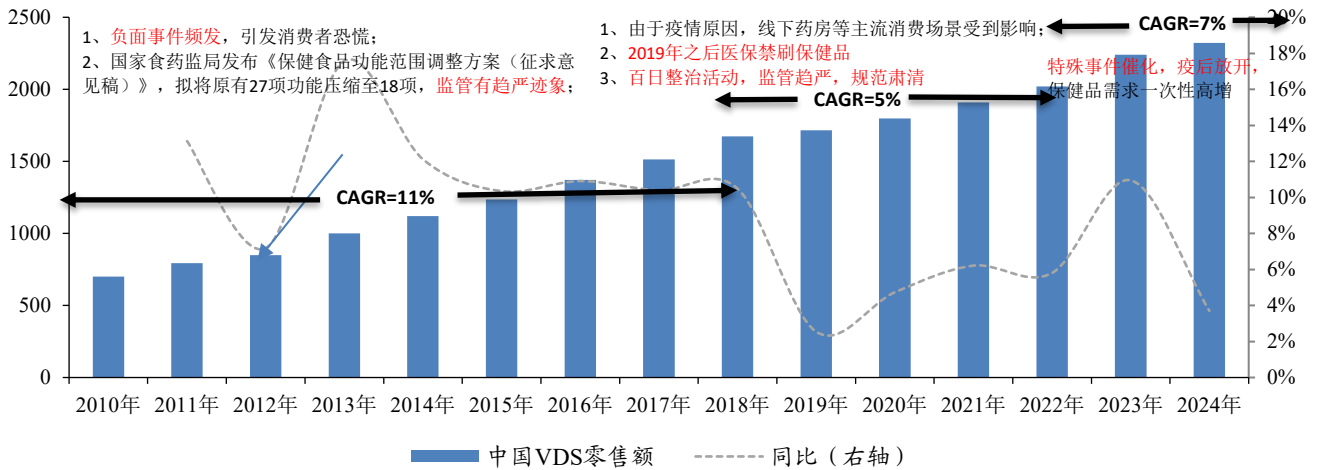
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 保健品行业：创新高地，结构性高成长

2.1. 长坡厚雪，创新高地

我国保健食品行业星辰大海，发展具备“脉冲式增强”特征，特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业渗透与扩容：2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。老龄化筑底、新消费驱动，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数，高于世界平均水平。

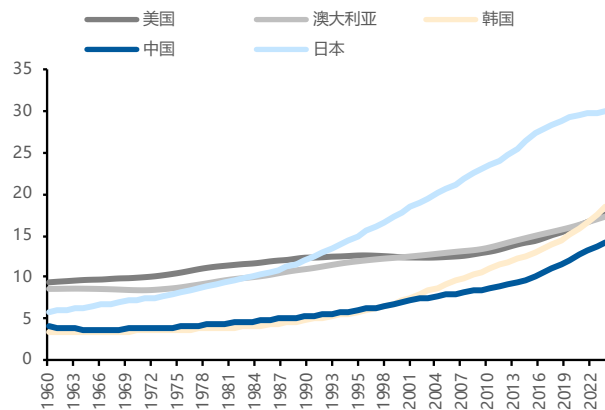
图8：我国保健食品行业星辰大海，发展具备“脉冲式增强”特征（零售额单位：亿元）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

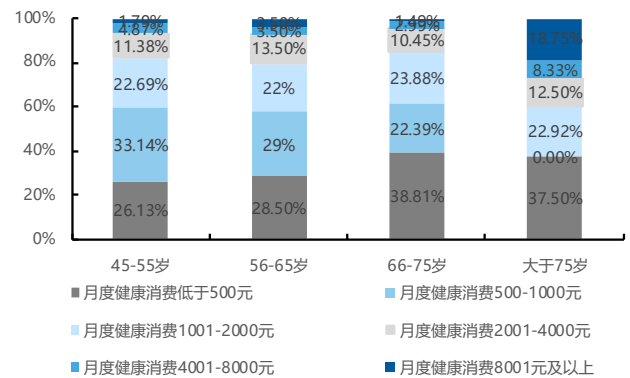
逻辑一：老龄化为我国保健品中长期需求夯底。我国 65 岁以上人口占比不断提升，2023 年突破 14%，随着第二次生育高峰的人群进入老年，老年人口或加速扩容。老年群体的健康需求更为刚需，2021 年大于 75 岁人口健康消费 8001 元以上的比例达 19%。

图9：65 岁以上人口占比提升（纵轴：65 岁以上人口占比，单位%，横轴：单位年）



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图10：不同年龄段消费者的日常消费结构（2021 年）



数据来源：基因港、周末南方，东吴证券研究所

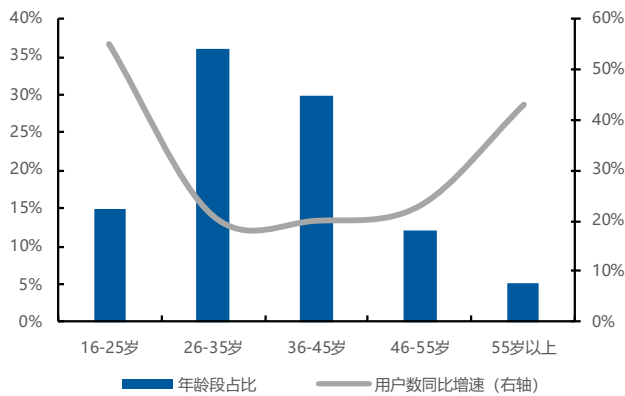
新消费贡献增量，由三个角度理解：新渠道、新圈层、新品类。

新渠道切换。新渠道如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景，跨境、私域、社区团购等渠道同步兴起，其中抖音等内容电商平台的趋势更佳，销售额占比不断提升；同时线下商超自我革新、向新零售转型。2024年线上渠道已经在保健品销售中占比整体超过50%以上，消费者画像更加清晰，精准化营销更具效果。

新圈层延展。客群从老年人愈加年轻化、下沉化，进一步延展至婴童、宠物环节。

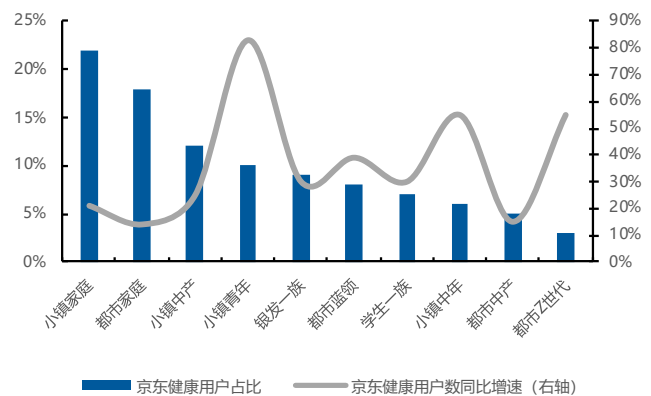
新品类迭出。行业由大类传统保健向口服美容、抗衰系列升级；由类药品剂型（如软胶囊、硬胶囊、粉剂等）向新剂型（软糖、口服液、微泡片等）升级。

图11: 2023年京东健康用户年龄分布及增速



数据来源: 第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》，东吴证券研究所

图12: 2023年京东健康用户人群占比及用户数增速



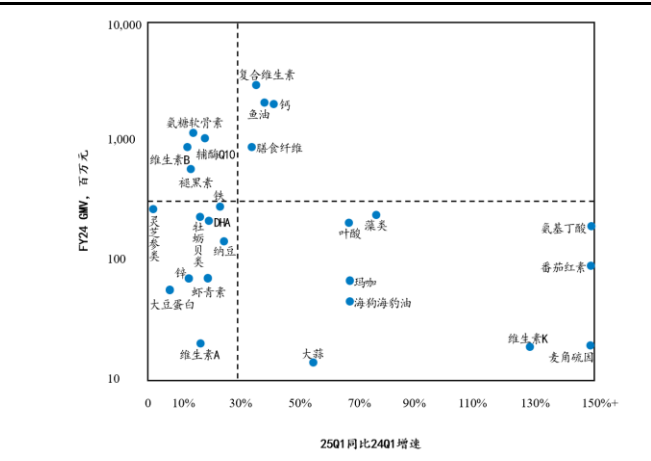
数据来源: 第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》，东吴证券研究所

图13: 保健品各主流品类规模 (2024年为例)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图14: 细分板块 GMV 增速对比



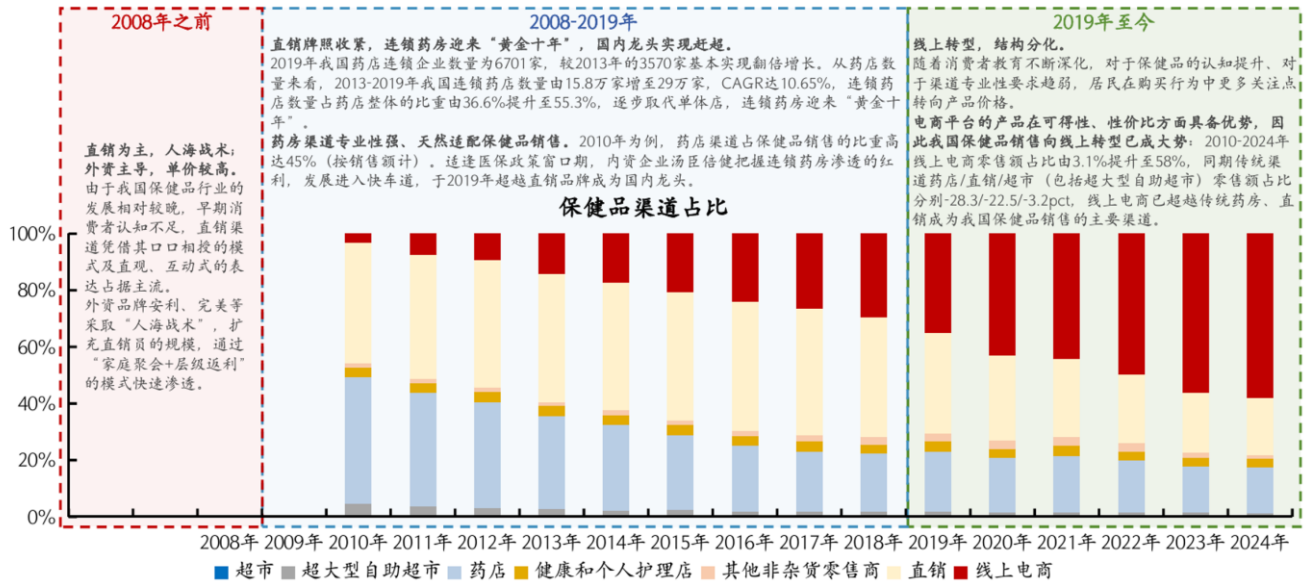
数据来源: 久谦中台, 东吴证券研究所

2.2. 线上转型，格局分化

渠道为影响保健品行业格局的重要因素，疫后边际变化为线上转型。随着消费者教育不断深化，对于保健食品的认知提升、对于渠道专业性要求趋弱，居民在购买行为中

更多关注点转向产品价格。电商平台的产品在可得性、性价比方面具备优势，因此我国保健食品销售向线上转型已成大势：2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%，同期传统渠道药店/直销/超市（包括超大型自助超市）零售额占比分别-28.3/-22.5/-3.2pct，**线上电商日益成为国内保健品销售主要渠道。**

图15：2024 年保健品线上电商渠道收入占比达 58%，已成为主要销售渠道



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

产业链而言，保健品行业可分为上游原料端、中游代工端、下游品牌端：

- (1) 原料端代表性公司包括金达威(优势原料辅酶Q10)、技源集团(优势原料HMB)；
- (2) 代工厂代表性公司包括仙乐健康、百合股份；
- (3) 品牌侧代表性公司包括汤臣倍健、H&H 国际控股 (Swisse)、金达威 (Doctor's Best)。

图16: 保健品产业链图示



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

3. 二次创业，老牌劲旅全面出击

3.1. 增强创新驱动动力，2025 初赢收获

2025 为汤臣倍健的新品大年，多维双层片等新品销售额占比接近 20%。回顾 2024-2025 年公司的推新策略，可分为三个维度：

其一，大单品升级，大有可为。2024 年 6 月公司于线上渠道上架星钻蛋白粉，2024H2 于线下上市金装、白金蛋白粉，2025H2 线上渠道升级臻钻蛋白粉，0 胆固醇、0 乳糖，免疫蛋白含量由 7.1g 升级至 22g，消化率由 94% 提升至 97% 以上，高纯蛋白含量由 87%+ 提升至 90%+，产品含量优化的同时，零售价格基本持平，性价比日益突出。

图17: 蛋白粉产品矩阵, 升级大有可为

产品名称	图片对比	销售渠道	价格	规格	蛋白质含量	消化率	原料	辅料/特别辅料	免疫调节蛋白含量	保健功能	适宜人群	不适宜人群	每日服用量
老版		线上/线下	428元/450g	450g	80%	>90%	新西兰/澳大利亚进口浓缩乳清蛋白; 非转基因大豆分离蛋白	大豆磷脂	-	增强免疫力	免疫力低下者	婴幼儿, 肾功能异常者	10g
星钻		线上	228元/300g	300g	82%	>94%	新西兰/澳大利亚进口浓缩乳清蛋白; 非转基因大豆分离蛋白	麦香香精, 二氧化硅, 黄原胶, 甜菊糖苷	-	增强免疫力	因蛋白质摄入不足而致免疫低下的成人	少年儿童	10g-20g
臻钻		线上	243元/300g	300g	90%	97%	新西兰/澳大利亚进口分离乳清蛋白; 非转基因大豆分离蛋白	黄原胶, 二氧化硅	22g	增强免疫力	因蛋白质摄入不足而致免疫低下的成人	少年儿童	10g-20g
金装		线下	428元/450g	450g	83%	95%	新西兰/澳大利亚进口浓缩乳清蛋白; 非转基因大豆分离蛋白	磷脂, 二氧化硅	-	增强免疫力	因蛋白质摄入不足而致免疫低下的成人	少年儿童	10g-20g
白金		线下	438元/480g	480g	83%	95%	新西兰/澳大利亚进口浓缩乳清蛋白; 非转基因大豆分离蛋白	椰子香精, 黄原胶, 二氧化硅, 甜菊糖苷	-	增强免疫力	因蛋白质摄入不足而致免疫低下的成人	少年儿童	10g-20g

数据来源: 京东官方旗舰店, 东吴证券研究所

其二, 重新梳理非处方药 (OTC), 布局加速。2025 年 6 月汤臣倍健自主研发的第一个 OTC 产品健力多硫酸氨糖上市, OTC 产品监管严、批文获取难度大, 侧面印证公司研发及批文获取能力、与时俱进积极进取的生命力。

相比功能食品及保健食品, OTC 属药品品类, 归属国家药品监督管理局监管, 审核严; 原料、安全性要求更高, 上市需经过严格的临床试验/生物等效性试验, 须有临床数据支持。

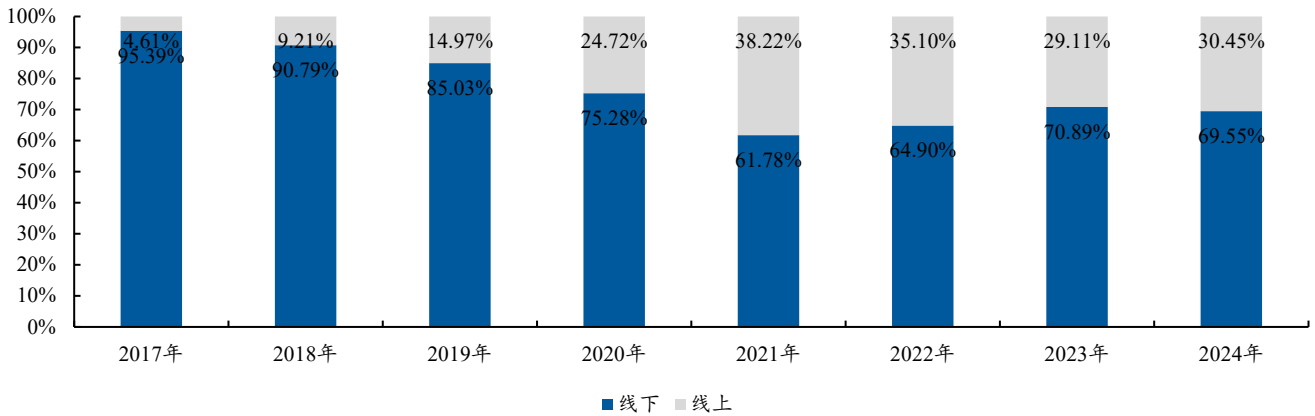
图18: OTC/蓝帽子/功能食品对比

比较维度	功能食品	保健食品	OTC 药品
法律定义	没有明确的法律定义, 泛指添加了 某种有益健康的功效性成分 的食品	适宜于特定人群食用, 具有调节机体功能, 不以治疗疾病为目的 , 并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	消费者可 不经过医生处方 , 直接从药房或药店购买的药品, 而且是 不在医疗专业人员指导下 就能安全使用的药品
产品批文	无批准文号	“蓝帽子”标识	OTC 标识
监管机构	国家市场监督管理总局-食品生产经营安全监督管理局	国家市场监督管理总局-特殊食品安全监督管理局	国家药品监督管理局
产品属性	普通食品	保健食品	药品
原料要求	普通食品 可使用的原料	普通食品 可使用的原料以及国家规定的可用在 保健食品 中的原料	中药、化学药、生物制品等
安全性	不得有毒副作用	不得有毒副作用	可有一定毒副作用, 一般较处方药更小
适用人群	没有严格要求, 通常不建议儿童孕妇等特殊人群食用	需要调节 某种机能的特定人群 , 具有明确的适宜和不适宜人群	适用于无需医生处方即可自行判断、购买和使用的 患者
使用时间	可长期食用	可长期食用	具备治疗周期, 多数不可长期使用
食用量	无规定	有明确规定, 不可替代膳食及药品	严格遵循药品说明书
功能性实验	没有强制要求 , 企业自主选择是否对产品做功能试验	注册制类 需开展 动物试验或/和人体试验、毒理性试验 ; 备案制 按照国家规定的原材料目录和剂量要求, 无须开展实验	首次上市的新药、改良型新药、仿制药品, 均需要经过严格的临床试验/生物等效性试验
科学文献	可以引用相关文献进行营养科普, 但是 没有强制规定 需证明产品及其功效性成分的添加量能够达到相关功效	须引用相关科学文献或者发表相关文献 , 证明产品及其功效性成分的添加量确实能够达到声称的功效	必须有临床数据支持 , 批准时需提交详细研究资料
功能宣传	不得进行功能声称 , 不得明示或者暗示其保健作用	允许声称 补充维生素、矿物质以及保健食品功能目录中规定的 24 项功能	可明确说明 适应症、治疗作用等功能
广告宣传	可以用代言人推荐	不得利用广告代言人 作推荐、证明	不得利用广告代言人 作推荐、证明
销售渠道	不可在药店销售	线上渠道及 商超、母婴店、药店 等线下渠道皆可销售, 但线下货架销售时需要 单列货架 , 不得与普通食品混放销售	1) 甲类非处方药 , 红底白色 OTC 字样, 可在 社会药店和医疗机构药房 购买; 2) 乙类非处方药 , 绿底白色 OTC 字样, 既可以在 社会药店和医疗机构药房 购买, 也可以在经过批准的 普通零售商业企业 购买

数据来源: 滨州医学院烟台附属医院、中国非处方药协会、艾瑞咨询、东吴证券研究所

2017-2024 年 OTC 行业线上渠道占比由 4.61% 提升至 30.45%, 其中: (1) 疫情期间 2021 年线上渠道占比达峰, 达 38.22%; (2) 疫后随着消费场景恢复, 线下渠道逐步修复, 至 2024 年线下仍为国内 OTC 销售的主流渠道, 线上/线下占比分别为 30.45%/69.55%。由于 OTC 相较 VDS 而言, 可刷医保、存在渠道及场景限制, 线下渠道仍旧具备天然的优势与壁垒, 因此布局 OTC 一方面与汤臣原有的优势药房渠道契合, 具备天然的品牌优势, 另一方面补足线下短板, 共谋药店生意新模式的转型升级。

图19: 中国 OTC 行业渠道分布, 线上转型更明确



数据来源: Statista、东吴证券研究所

2025 年公司进一步推出 OTC 版健力多硫酸氨基糖, 布局加速。

图20: 2025 年推出新品 OTC 健力多硫酸氨基糖

对比维度	氨基糖软骨素钙片	氨基糖硫酸软骨素胶原蛋白肽钙片	OTC 健力多硫酸氨基糖 (药品款)
产品图片			
产品性质	膳食补充剂 (保健食品)	膳食补充剂 (保健食品)	非处方药 (OTC)
价格	204.5 元 / 140 片	299.5 元 / 180 片	69.9 元 / 60 粒
单价成本	约 1.46 元/片	约 1.66 元/片	约 1.16 元/粒
规格/片重	126g (0.9g/片)	212.4g (1.18g/片)	15g (0.25g/粒)
核心功能	改善骨密度 (日常养护)	改善骨密度 (全方位修复)	治疗原发性及继发性骨关节炎
原料成分	碳酸钙、氨基糖、软骨素、CPP、碎补提取物	在左侧基础上新增: 胶原蛋白肽、透明质酸钠 (玻尿酸)	纯硫酸氨基葡萄糖 (每粒 0.25g)
辅料	纤维素、淀粉钠、包衣剂、二氧化硅、硬脂酸镁	同左侧, 新增共聚酯酮、聚维酮K30	淀粉、乳糖、硬脂酸镁、滑石粉、胶囊壳
食用/服用量	每日 2 次, 每次 2 片	每日 2 次, 每次 2 片	每日 3 次, 每次 2 粒
日均成本	约 5.84 元/天	约 6.64 元/天	约 6.99 元/天
适宜人群	中老年人 (骨质流失者)	中老年人 (有关节润滑/修复需求者)	成人、老年人 (已确诊关节炎患者)
不适宜人群	少年儿童、孕妇、乳母	少年儿童、孕妇、乳母	孕妇及哺乳期妇女、儿童
有效率	84%	84%	未标注 (临床治疗效果为主)

数据来源: 京东官方旗舰店, 东吴证券研究所

其三, 2025 年 9 月公司自主研发的第一个特殊医学用途全营养配方粉“每益乐”亦成功上市。自 2016 年《特殊医学用途配方食品注册管理办法》实施以来, 截至 2026 年 3 月, 全国仅批准 312 个产品注册, 门槛极高。而汤臣的“每益乐”作为特医食品, 主要面向 10 岁以上进食受限、消化吸收障碍、代谢紊乱需补充营养者, 以及术后康复人群, 现已成功进入三甲院线渠道。

图21：特医食品与一般食品的区别（右侧图时间均截至2026年3月）



数据来源：医脉通、重庆人大网、上海市药品监督管理局、云南网、东吴证券研究所

展望未来三年，公司的创新或聚焦两个重点方向：（1）优势品类的微创新（同健力多、蛋白粉的升级创新）；（2）可大体量变现、重功能及新功能的创新，即广赛道，大单品。

3.2. 渠道优化，兴趣电商全面出击，跨境渠道空间广阔

兴趣电商或为行业主要增量贡献。展望未来，我们认为线下渠道趋稳，但比较难有较大增长，可期待更高的经营质量，而线上的大贸/传统电商或维持低个位数的年均销售额增速，兴趣电商（如抖音）及跨境渠道销售额增速显著领先，因此跨境及兴趣电商或成为头部品牌必争之地。

其一，调整组织架构，完善产品矩阵，重新进攻兴趣电商。2023-2025 年公司错失抖音渠道或因届时组织架构、人才准备不足，同时主品牌和健力多核心产品均为蓝帽子、品类集中，于内容电商销售多有掣肘。展望未来，公司搭建专门的组织架构、招揽人才，匹配合理的激励机制，同时推出更多的跨境产品适配兴趣电商渠道。我们预计汤臣不会单纯的采用抖音主流玩家的流量打法，而是流量与品牌相结合的策略，依托其坚实的供应链和多年的产品积淀，做差异化、真正为消费者健康着想的产品。

图22: 调整组织架构、完善产品矩阵, 进军兴趣电商

维度	举措
产品层面	开发 QS 品类 (普通食品)、推进跨境业务, 核心品牌健力多等研发港版, 除鱼油以货架电商为主外, 其他全部开放给兴趣电商。
组织架构	搭建专门的抖音组织架构、招揽人才, 人员陆续到位。
激励制度	建立适配新型电商的激励和奖励制度。

抖音业务两条底线:

- 一是达播、自播、商城、短视频整体不亏损;
- 二是抖音占总营收比重不超过 30%-40%

数据来源: 公司调研、东吴证券研究所

其二, 重视跨境, 储备充足。跨境电商已成为保健品行业重要组成部分, 2018 年 11 月国务院宣布自 2019 年起跨境电商进口保健品按照个人自用物品监管, 取消了首次进口许可批件注册或备案的要求, 这为营养健康食品进口品牌提供了较大便利, 降低进口营养健康食品进入国内市场的准入门槛, 免去了冗长的注册备案流程及认证费用, 产品功能上更多样化, 来自全球各地的品牌也给国内消费者提供了更多选择。跨境电商渠道包括天猫国际、京东国际、抖音全球购等, 据仙乐健康公告及灼灼咨询, **电商中跨境渠道的占比由 2022 年的约 43% 增至 2024 年的约 50%, 三年间增长近 7pct。**

图23: 一般贸易及跨境电商渠道对比

	一般贸易	跨境电商
销售模式	一般 B2B, 面向境内的企业, 用于国内在生产或分销	一般 B2C, 直接面向境内终端消费者
商品与包装	通常是符合中国标准的“中文标签版”, 可以在国内市场二次销售	境外原版, “原装本土版”
物流与时效	大宗海运为主, 追求低成本, 周期长 (30-60 天)	小包空运、快递或保税仓发货, 追求高时效 (数天至 1~3 天)
清关流程	逐票正式报关, 需提交合同、发票、箱单、提单、原产地等全套商业单据, 流程复杂	“三单” 比对, 凭交易、支付、物流的电子数据清单申报, 流程简化
税收政策	按货物征收关税、进口环节征收增值税 (通常 13%)、消费税, 增值税后续可以抵扣	关税税率为 0; 进口环节增值税和消费税按照法定税额的 70% 征收 (无免征额)
交易限制	无个人交易限制, 有完整贸易合同	个人年度限值 26000 元, 单次限值 5000 元, 仅限《跨境电子商务零售进口商品清单》内的商品

数据来源: 上海跨境电子商务行业协会, 宁波海关, 人民日报海外版, LianLian Global, 东吴证券研究所

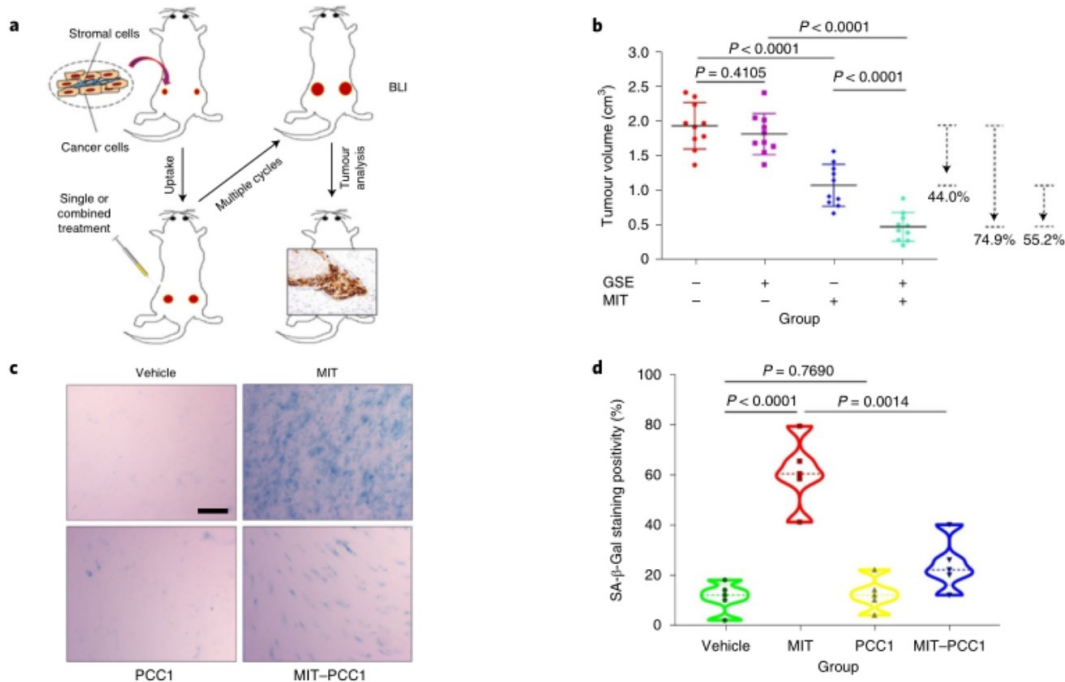
引用汤臣倍健 2025 年年报致股东信中, 创始人梁总的一段话: “急挫比温水煮更让人顿醒。掌声越多的时候, 往往就是风险越大的时候。直面解决危机和挑战, 就孕育着新的机会。” 经历了增量和势能渠道缺失的调整后, 我们认为公司对于跨境渠道的机会更为重视。 **展望未来, 公司跨境渠道的探索可重点关注跨境品牌 Life-space 的“超益计划” 及以 PCC1 为代表的新成分布局。**

(1) **超益计划:** 跨境品牌 life-space 定位为微生态而非单纯做益生菌, 我们预计后

续在稳固益生菌品类优势的基础上，拓展全品类产品线，同时更为重视抗衰产品的布局，该系列产品人群定位更高阶。

(2) **重磅成分如 PCC1 亦值得期待。** PCC1 (Procyanidin C1, 原花青素 C1) 是一种从特定葡萄籽提取物中发现的天然多酚类化合物。该研究成果由中国科学院上海营养与健康研究所、汤臣倍健营养健康研究院等多家机构联合完成，于 2021 年 12 月发表在顶级科学期刊《Nature Metabolism》上，该原料选择性清除衰老细胞，同时抑制衰老相关分泌表型，有真实实验数据及大量前期基础研究验证，证据链路（如发表的研究级别和数量）相比其他食品类抗衰物质更强，商业化可期。

图24: 重磅成分 PCC1 值得期待



数据来源:《Nature Metabolism》, 中国发展网, 第一财经, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测: 公司新产品、新市场、新渠道扩容在即，我们看好公司未来发展，我们预计 2026-2028 年营收同比增速为 15.03%/15.19%/15.08%，其中汤臣倍健主品牌在大单品升级带动下有望迎来长足发展，2026-2028 年营收同比增速为 15%/15%/14%；健力多亦在升级产品、OTC 款带动下迎来显著修复，2026-2028 年营收同比增速为 12%/9%/8%；Life-Space 国内保持平稳，我们预计 2026-2028 年收入同比基本持平，LSG 受益于跨境渠道红利，我们预计 2026-2028 年收入增速

30%/30%/30%；境内其他品类受益于品牌势能增强，我们预计增速稳定提升，2026-2028 年收入增速 10%/10%/10%；境外其他暂非发展重点，我们预计表现平稳，2026-2028 年收入同比持平。

业绩预测：随着产品结构升级，我们预计毛利率稳中有升，我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 67.9%/68.0%/68.2%；随着线上渠道费用投放的规模化日益显现，公司经营有望持续向上，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.89/8.39/9.13 亿元，同比增速为 0.85%/6.30%/8.89%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,407	6,838	6,265	7,207	8,302	9,554
yoy	19.66%	-27.30%	-8.38%	15.03%	15.19%	15.08%
毛利率	68.9%	66.7%	67.9%	67.9%	68.0%	68.2%
汤臣倍健	5,400	3,737	3,349	3,851	4,429	5,049
yoy	21.5%	-30.8%	-10.4%	15.0%	15.0%	14.0%
健力多	1,179.5	808.0	727.0	814.2	887.5	958.5
yoy	-2.5%	-31.5%	-10.0%	12.0%	9.0%	8.0%
Life-Space（国内）	444.9	314.0	214.0	214.0	214.0	214.0
yoy	46.8%	-29.4%	-31.8%	0.0%	0.0%	0.0%
境内其他	908.2	840.0	720.2	792.3	871.5	958.6
yoy	21.2%	-7.5%	-14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
LSG	987.9	872.0	934.0	1,214.2	1,578.5	2,052.0
yoy	23.0%	-11.7%	7.1%	30.0%	30.0%	30.0%
境外其他	486.5	267.4	321.2	321.2	321.2	321.2
yoy	38.5%	-45.0%	20.1%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 72.07/83.02/95.54 亿元，同比增速分别为 15.03%/15.19%/15.08%；2026-2028 年归母净利润为 7.89/8.39/9.13 亿元，同比增速为 0.85%/6.30%/8.89%。

公司处于保健品赛道，可比公司包括金达威、若羽臣、民生健康、技源集团等。2026 年 5 月 11 日，同行可比公司对应 2026-2027 年 PE 为 40.12、28.28x，考虑到公司 C 端基础佳，新渠道、新市场探索积极，我们认为当下估值具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/5/11)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
002626.SZ	金达威	98.26	16.11	0.56	0.56	0.83	1.00	28.77	28.77	19.41	16.11
003010.SZ	若羽臣	91.02	29.26	0.64	0.62	1.25	1.80	45.72	47.19	23.41	16.26
603262.SH	技源集团	104.84	26.21	0.50	0.33	0.34	0.50	52.42	79.42	77.09	52.42
301507.SZ	民生健康	53.52	15.01	0.26	0.33	0.37	0.53	57.73	45.48	40.57	28.32
	平均值							44.07	50.22	40.12	28.28
300146.SZ	汤臣倍健	181.69	10.74	0.39	0.46	0.47	0.50	27.83	23.23	23.03	21.67

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除了汤臣倍健以外, 其他公司盈利预测来自 2026 年 5 月 11 日 Wind 一致预期 (备注: PE 均取 2026 年 5 月 11 日收盘价计算)。

5. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险: 如若单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

食品安全风险: 如若发生食品安全问题, 或对经营及销售产生负面影响。

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,608	8,728	10,236	11,839	营业总收入	6,265	7,207	8,302	9,554
货币资金及交易性金融资产	6,057	6,897	8,239	9,636	营业成本(含金融类)	2,011	2,314	2,657	3,038
经营性应收款项	477	468	551	644	税金及附加	76	75	88	103
存货	685	731	839	972	销售费用	2,682	3,152	3,711	4,376
合同资产	0	0	0	0	管理费用	506	541	606	669
其他流动资产	388	632	607	587	研发费用	89	144	166	191
非流动资产	6,372	6,219	6,030	5,813	财务费用	(18)	(1)	20	40
长期股权投资	239	160	80	0	加:其他收益	22	26	30	34
固定资产及使用权资产	2,880	2,883	2,860	2,812	投资净收益	(4)	1	(6)	(4)
在建工程	110	110	110	110	公允价值变动	71	0	0	0
无形资产	466	395	321	243	减值损失	(62)	(61)	(61)	(61)
商誉	1,136	1,180	1,225	1,269	资产处置收益	29	22	28	33
长期待摊费用	52	66	85	104	营业利润	975	971	1,046	1,140
其他非流动资产	1,489	1,425	1,350	1,275	营业外净收支	33	63	56	54
资产总计	13,980	14,947	16,266	17,652	利润总额	1,008	1,034	1,101	1,195
流动负债	2,578	3,393	4,578	5,821	减:所得税	192	228	243	257
短期借款及一年内到期的非流动负债	948	1,634	2,548	3,462	净利润	817	806	859	937
经营性应付款项	300	310	356	415	减:少数股东损益	34	17	20	24
合同负债	526	628	700	814	归属母公司净利润	782	789	839	913
其他流动负债	804	822	973	1,131	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.47	0.50	0.54
非流动负债	212	321	405	489	EBIT	990	1,033	1,122	1,235
长期借款	84	84	84	84	EBITDA	1,286	1,411	1,529	1,671
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.90	67.90	68.00	68.20
租赁负债	0	109	193	278	归母净利率(%)	12.48	10.94	10.10	9.56
其他非流动负债	128	128	128	128	收入增长率(%)	(8.38)	15.03	15.19	15.08
负债合计	2,790	3,714	4,983	6,311	归母净利润增长率(%)	19.81	0.85	6.30	8.89
归属母公司股东权益	11,109	11,134	11,165	11,198					
少数股东权益	81	99	119	143					
所有者权益合计	11,190	11,233	11,284	11,341					
负债和股东权益	13,980	14,947	16,266	17,652					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,214	1,068	1,449	1,612	每股净资产(元)	6.57	6.58	6.60	6.62
投资活动现金流	(731)	(451)	(690)	(684)	最新发行在外股份(百万股)	1,692	1,692	1,692	1,692
筹资活动现金流	(1,237)	(26)	94	(19)	ROIC(%)	6.45	6.37	6.44	6.62
现金净增加额	(758)	588	853	909	ROE-摊薄(%)	7.04	7.08	7.51	8.15
折旧和摊销	296	378	407	436	资产负债率(%)	19.95	24.85	30.63	35.75
资本开支	(76)	(285)	(286)	(282)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.23	23.03	21.67	19.90
营运资本变动	152	(150)	104	124	P/B(现价)	1.64	1.63	1.63	1.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>