

保健品行业深度报告

健康产业朝阳赛道，千亿市场加速渗透

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

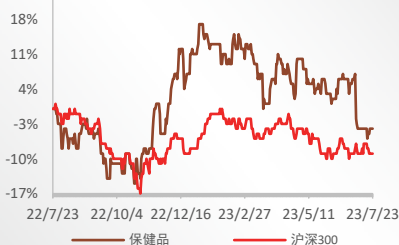
联系人 孙思茹

行业评级：推荐

公司信息

上市公司总数家数	7
总股本(亿股)	57.42
销售收入(亿元)	81.04
利润总额(亿元)	16.79
行业平均 PE	71.97
平均股价(元)	18.19

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

我国保健品行业的相关法规、监管正在逐步确立和完善。保健品是个模糊的概念，其中保健食品有明确的法规定义和独立的监管体系，而功能性食品在国内尚无明确法规定义，按照普通食品进行监管，产品上市前无需注册或者备案，不能进行功能声称。保健食品的发展伴随着监管和制度的逐步完善，从“发展中规范”到“规范下发展”，现行上市监管体系是注册、备案双轨制，注册制下产品创新空间大，备案制下产品上市周期快，双轨制并行有助于推动保健食品行业的发展。

消费群体渗透率逐步提升，人均消费金额提升空间大。从市场规模的角度，我国保健品市场规模大，但人均消费额仍有较大提升空间。从竞争格局上看，膳食补充剂市场格局分散，竞争激烈，龙头公司销售费用率高。从品类上看，膳食补充剂零售规模增速高于传统滋补产品，我国保健品消费呈现专业化、现代化趋势。从产品剂型和功能上看，剂型以便于服用携带的胶囊和片剂为主，功能上以补充维生素、矿物质、增强免疫力为主。从渠道结构上看，伴随着消费者对保健品认知的提升与营销方式的转变，我国保健品的销售渠道结构也在发生变化，传统渠道占比下降，线上占比持续提升。

借鉴日本营养健康产业的发展，老龄化、品类分级管理以及产品形态丰富是行业持续发展的动力。通过对日本的复盘，我们发现，保健品市场在日本经济增速放缓、出现负增长的时候，也在持续稳定增长，我们认为主要原因是人口老龄化、分级管理以及产品形态的丰富。日本保健功能食品的范围经历了逐步扩大的过程，1991年推出特定保健食品（FOSHU），2001年推出营养机能食品（FNFC），2015年推出功能性标示食品（FFC），在行业发展的不同阶段，三次政策的推出都刺激了日本健康食品行业整体规模的增长。

健康产业是朝阳赛道，我国保健品市场发展空间大。当前中国保健品行业的发展处于起步阶段，消费者教育是一个逐步渗透的过程，随着健康意识的提升与人口老龄化，保健品需求将会持续提升。此外，功能性食品有很大的创新空间，有望拓宽消费人群与消费场景。

投资建议：从产业链上看，1）下游品牌端竞争激烈，膳食补充剂市场集中度较低，此外，当前功能性食品尚无标准规范，众多新兴品牌成立并借助线上渠道快速推广，但产品生命周期尚未得到验证。建议关注龙头公司汤臣倍健，其在膳食补充剂市场中占据约10%的份额，销售费用率处于30-40%的水平；公司多品牌、大单品战略明确，既有大单品稳固消费者心智，又能通过多品牌、全品类、全渠道抢占新消费人群，有望在享受保健品行业扩容的同时，实现市占率的继续提升。2）中游代工厂受益于行业持续稳定增长，建议关注专业能力强、质量与交付稳定、能够提供定制化服务的CDMO企业仙乐健康。3）上游原材料建议关注高壁垒的品种，如临床循证扎实的益生菌公司科拓生物、具备膳食纤维和阿洛酮糖生产工艺优势的百龙创园。

风险提示：食品安全事件、监管政策变化、行业竞争加剧等

正文目录

1 保健品概述：从“发展中规范”到“在规范下发展”	5
1.1 保健品是个相对模糊广泛的概念，保健食品有明确的法规定义和监管体系	5
1.2 保健食品的发展历程：伴随行业规模增长，监管和制度逐步完善迭代	6
1.3 保健食品的现行监管体系：注册、备案双轨制推动了行业的繁荣	8
2 中国保健品市场现状：规范化发展初期，产品创新与消费渗透均有较大空间	10
2.1 从市场规模的角度，我国保健品市场规模大，但人均消费额仍有较大提升空间	11
2.2 从产品剂型和功能上看，类型相对单一，功能相对集中	12
2.3 从市场竞争格局上看，膳食补充剂市场格局分散，竞争激烈	13
2.4 从渠道结构上看，传统渠道占比下降，线上占比持续提升	14
3 日本保健品的发展借鉴：老龄化、分级管理以及产品形态丰富是保健品行业持续发展的动力	15
3.1 人口老龄化为保健产业发展奠定了基础，三类健康食品的规范刺激了日本健康食品市场规模的增长 ..	15
3.2 日本保健食品内涵丰富，三大细分品类实行分级管理	16
3.3 特定保健食品市场已经相对成熟，结构趋于稳定	17
3.4 功能性标示食品产品形态丰富，对消费者有较好的吸引力	18
4 健康产业是朝阳赛道，我国保健品市场发展空间大	19
4.1 伴随社会老龄化与保健品认知提升，保健食品的渗透率有望提升	19
4.2 针对年轻人的消费习惯，功能性保健品有望获得发展	21
5 重点公司情况	22
5.1 仙乐健康：全球化布局的 CDMO 企业，凭借一站式响应持续开发品牌客户	22
5.2 汤臣倍健：多品牌、大单品战略明确，在保健品渗透率提升与渠道变革的背景下有望继续提升份额 ..	24
5.3 百龙创园：产品顺应健康趋势，持续研发构筑成长壁垒	27
5.4 科拓生物：益生菌赛道高度景气，公司临床循证扎实，卡位高壁垒的菌株研发端	29
6 投资建议	32
7 风险提示	32

图表目录

图表 1: 在中国现行法规下, 保健食品有明确的法规定义和监管体系.....	5
图表 2: 某保健食品产品介绍页详情	5
图表 3: 某功能性食品产品介绍页详情.....	5
图表 4: 保健食品和食品、药品的区别.....	6
图表 5: 各国/地区对于保健食品的界定存在差异.....	6
图表 6: 我国保健食品市场发展伴随着监管的逐步完善和严格, 行业发展越来越规范.....	7
图表 7: 我国保健食品相关政策法规	8
图表 8: 保健食品原料目录	9
图表 9: 我国保健食品的注册制与备案制适用对象情况.....	9
图表 10: 近 6 成的产品通过注册上市, 近 4 成的产品通过备案上市.....	9
图表 11: 营养素补充剂主要通过备案制上市, 特定功能产品主要通过注册制上市.....	9
图表 12: 注册制和备案制的对比	10
图表 13: 2015-2021 年中国保健食品市场规模及增速	11
图表 14: 我国人均保健品消费额有较大的提升空间.....	11
图表 15: 2008-2027 年中国膳食补充剂、传统滋补产品零售市场规模及预测	12
图表 16: 中国保健食品市场剂型情况.....	13
图表 17: 中国保健食品市场已注册产品功能分布情况.....	13
图表 18: 中国膳食补充剂市场格局分散, 2022 年	13
图表 19: 其他国家/地区膳食补充剂市场格局也较为分散.....	13
图表 20: 汤臣倍健市场份额逐年提升 (零售额市场份额, 膳食补充剂行业)	14
图表 21: 2013-2022 年汤臣倍健销售费用及销售费用率变化情况	14
图表 22: 2008-2022 年中国膳食补充剂渠道结构变化情况	15
图表 23: 2008-2022 年中国传统滋补产品渠道结构变化情况	15
图表 24: 日本经济增速放缓, 1990s 开始出现 gdp 负增长	16
图表 25: 三次制度规范刺激了日本健康食品市场规模的增长.....	16
图表 26: 日本 65 岁以上人口数及在总人口中的占比情况.....	16
图表 27: 日本人口结构情况	16
图表 28: 日本保健功能食品内涵丰富, 包含特定保健食品、营养机能食品、功能性标示食品.....	17
图表 29: 日本特定保健食品 (FOSHU) 市场规模及增速.....	17
图表 30: 近年来, 日本功能性标示食品 (FFC) 市场规模增速远高于 FOSHU 市场规模增速.....	17
图表 31: 1997-2020 年日本 FOSHU 不同产品功能市场规模占比情况	18
图表 32: 2020 年肠道调节不同细分品类市场规模占比	18
图表 33: 2007-2020 年日本 FOSHU 不同产品形态市场规模占比	18
图表 34: 2007-2020 年日本 FOSHU 产品销售渠道占比情况	18
图表 35: 日本特定保健食品和功能性标示食品的对比.....	19
图表 36: 2015 年和 2020 年日本功能性标示食品产品形态变化情况	19
图表 37: 2015 年-2020 年 6 月 FFC 已认证的产品功能声称分布情况.....	19
图表 38: 中国经济发展由高速增长阶段迈入高质量发展阶段.....	20
图表 39: 中国人均 gdp 持续提升, 2022 年达到日本 20 世纪 80 年代水平, 单位: 美元	20
图表 40: 中国人均保健品消费水平较低, 2022 年	20
图表 41: 各国/地区人均保健品消费呈现整体增长的态势, 美元.....	20
图表 42: 1962-2022 年我国人口结构变化情况	21
图表 43: 当前我国人口老龄化程度和日本 20 世纪 90 年代类似.....	21
图表 44: 中国、美国各年龄段保健品渗透率情况, 2020 年	21
图表 45: 年轻人的健康状态自评分数低于年纪大的群体, 2020 年	21

图表 46: 功能性食品和保健食品在产品形态、包装和规格上存在差异.....	22
图表 47: 仙乐健康拥有全剂型平台开发能力, 剂型、产品功能丰富.....	23
图表 48: 仙乐健康分产品收入结构情况.....	23
图表 49: 2019-2022 年仙乐健康、行业在各地区的复合增长率.....	23
图表 50: 2017-1Q23 仙乐健康营业收入、归母净利润及增长率.....	24
图表 51: 2017-1Q23 仙乐健康利润率及费用率情况.....	24
图表 52: 仙乐健康的业务领域.....	24
图表 53: 汤臣倍健部分产品展示.....	25
图表 54: 2013-1Q23 汤臣倍健营收及增速情况.....	25
图表 55: 2013-1Q23 汤臣倍健归母净利润及增速情况.....	25
图表 56: 2013-2022 年汤臣倍健毛利率、净利率情况.....	26
图表 57: 2013-2022 年汤臣倍健各项费用率情况.....	26
图表 58: 我国膳食补充剂市场份额分散, 2022 年.....	26
图表 59: 2013-2022 年汤臣倍健在我国膳食补充剂市场中的份额持续呈现提升的趋势.....	26
图表 60: 2019-2022 年汤臣倍健分品牌收入占比情况.....	27
图表 61: 2018-2022 年汤臣倍健境内业务分渠道占比情况.....	27
图表 62: 百龙创园重点产品推出的时间线.....	27
图表 63: 2017-1Q23 百龙创园营收和归母净利润情况.....	28
图表 64: 百龙创园四大产品系列收入占比变化情况.....	28
图表 65: 百龙创园毛利率和净利率变化情况.....	28
图表 66: 百龙创园各项费用相对稳健, 研发投入较大.....	28
图表 67: 三个在建项目将于 2023 年陆续投产, 为后续增长提供支持.....	29
图表 68: 科拓生物形成“两个基础, 三大系列”的业务布局.....	29
图表 69: 2018-1Q23 科拓生物营收和归母净利润情况.....	30
图表 70: 科拓生物分业务收入占比情况.....	30
图表 71: 2017-2022 年科拓生物毛利率、净利率情况.....	30
图表 72: 2017-2022 年科拓生物各项费用率情况.....	30
图表 73: 益生菌终端消费形态多样.....	31
图表 74: 科拓生物部分临床试验展示.....	31
图表 75: 科拓生物金华工厂技改扩产, 定增募资建设和林产能.....	32

1 保健品概述：从“发展中规范”到“在规范下发展”

1.1 保健品是个相对模糊广泛的概念，保健食品有明确的法规定义和监管体系

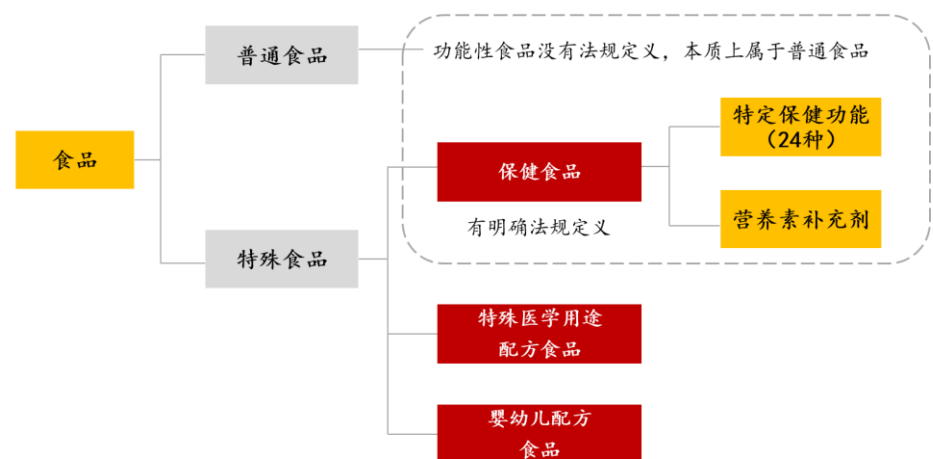
保健品是个模糊的概念，其中保健食品有明确的法规定义和独立的监管体系。

保健品是个通俗的概念，没有明确的法规定义，指对人体有保健功效的产品，既包括食品，也包括器械等。在某些语境下，人们用保健品指代具有营养价值的食品，在另一些语境下，保健品是保健食品的简称。

保健食品有明确的法规定义，根据食品安全国家标准，保健食品是指声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。保健食品适用于特定人群，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。根据功效，保健食品可以分为两类，即特定保健功能产品和营养素补充剂。

功能性食品在国内尚无明确法规定义，本质上仍是普通食品，按照普通食品进行监管，产品上市前无需注册或者备案，不能进行功能声称。

图表1:在中国现行法规下，保健食品有明确的法规定义和监管体系



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表2:某保健食品产品介绍页详情



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表3:某功能性食品产品介绍页详情



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

保健食品的用途介于食品和药品之间，消费者认知相对模糊。食品和药品有清晰的边界，食品维持生存和提供营养，药品用于预防、诊断和治疗疾病，而保健品介于二者之间，其本质是补充人体营养缺陷和调节机能，其功效因人而异且短期不具有明显效果，因此定义和认知相对模糊。不同国家对保健品的界定和管理差异较大，仅从名称上看，美国叫膳食补充剂（dietary supplement），欧盟称补充食品（food supplement），澳大利亚归类为辅助药品（complementary medicine），日本则有保健功能食品（health food）。

图表4:保健食品和食品、药品的区别

品类	和保健食品的区别
食品	食品维持生存和提供营养，无特定的人群食用范围，提供均衡的营养；而保健食品含有一定量功效成分，能调节人体的机能，具有特定的功效，适用于特定人群。
药品	1、药品用于预防、诊断和治疗疾病。 2、药品投入市场需经过大量临床验证，通过审查批准，有严格的适应症。 3、药品生产过程的质量控制要求很高，需要达到 GMP 标注，而保健品仅检验污染物、细菌等卫生指标。

资料来源：中国市场监管报，百度百科，方正证券研究所

图表5:各国/地区对于保健食品的界定存在差异

国家/地区	保健食品的命名
中国	保健食品
美国	膳食补充剂（dietary supplement）
欧盟	补充食品（food supplement）
澳大利亚	辅助药品（complementary medicine）
日本	保健功能食品（health food）

资料来源：中国市场监管报，方正证券研究所

1.2 保健食品的发展历程：伴随行业规模增长，监管和制度逐步完善迭代

保健食品的发展伴随着监管和制度的逐步完善，从发展中规范到规范下发展。

1) 1985-1994 年是发展起步期，中国传统滋补养生食品的历史悠久，但是营养保健品的形态直到 20 世纪 80 年代才开始出现，产品以中式滋补类为主，典型企业产品包括杭州保灵的蜂王浆、太阳神口服液等，产品质量参差不齐，虚假宣传盛行。这一期间的行业法规仅有于 1987 年出台的《中药保健药品的管理规定》，其对中药保健药品的临床和审批做出了规定。

2) 1995-2004 年是在发展中规范的阶段，行业规范逐步确立，开始实行审批制。1996 年《保健食品管理办法》出台，明确了保健食品的定义，并开始对保健食品实行批准文号的身份管理制度，即保健食品企业必须为产品申请批准文号，在对外销售的获批产品外包装标注“卫食健字”字样，业界俗称“蓝帽子”。随后的 10 年中，国家有关部门陆续规范了保健食品的评审、功能学评价、检验与评价、广告审查等行为，营养品产业的生产、销售和管理逐步进入规范发展的轨道。在该阶段，钙片、维生素、蛋白粉等膳食补充剂发展迅速，

膳食补充剂、中式滋补品并行发展。截至 2004 年获得批文的保健食品产品共有 6900 余个。

3) 2005-2015 年制度进一步完善，开始实行注册制，同时监管逐渐强化。2005 年国家出台《保健食品注册管理办法》，明确对产品的注册申请与审批等工作的具体规定。2015 年新修订的《食品安全法》将保健食品纳入特殊食品进行严格管理；同年，新修订的《广告法》规定保健食品广告不能涉及保证功效安全、疾病治疗、药物对比、健康必需，不得用广告代言人做推荐。此外，2012 年跨境电商试点工作启动，Swisse、Blackmores 等国外品牌进入国内。截至 2015 年，获得注册批文的保健食品产品共有 1.4 万余个。

4) 2016 年至今，注册、备案双轨制推动了行业的繁荣，保健食品在规范下发展。2016 年出台的《保健食品注册与备案管理办法》推行注册备案双轨制，构建起有层次的制度体系，有助于行业的发展与创新。在 2018 年的权健事件后，2019 年国家 13 部门联合开展整治“百日行动”，重拳整治市场乱象。此外，2019 年以来，围绕原材料目录产品命名、功能声称等国家出台/更新了一系列文件，进一步规范行业发展。截至 2021 年底，获得注册的保健食品批文共有 1.7 万余个，获得备案的保健食品批文共有 9100 余个。

图表6: 我国保健食品市场发展伴随着监管的逐步完善和严格，行业发展越来越规范



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表7:我国保健食品相关政策法规

时间	文件	核心内容
1987 年	《中药保健药品的管理规定》	终结了行业没有法规和管理主体的混乱发展局面。另外,《规定》提出“中药保健药品临床和生产的审批,委托各省、自治区、直辖市卫生厅(局)负责办理,审批同时抄报卫生部备案,批准文号为‘×卫药健字()Z-××号’
1995 年	《食品卫生法》	首次确定了保健食品的法律地位
1996 年	《保健食品管理办法》	保健食品有了明确定义,保健食品开始实行批准文号的身份管理制度,即保健食品企业须为产品申请批准文号,在对外销售的获批产品外包装标注“卫食健字”字样,且终身有效,业界俗称“蓝帽子”。
1997 年	《保健(功能)食品通用标准 GB16740-1997》	标志着我国营养品产业的生产、销售、管理进一步步入规范发展局面。但当时“药健字”批号没有取消,“食健字”和“药健字”一个不准说疗效,一个可以宣传疗效,两种监管模式并行也带来了一些新矛盾。
2000 年	《关于开展中药保健药品整顿工作的通知》	要求各省级药品监督管理部门于 2002 年 12 月 31 日前撤销审批的全部中药“健字”批准文号,2004 年 1 月 1 日起“健字”药品不得在市场上流通。整顿后凡符合要求的,统一纳入药品管理,重新颁发批准文号。
2003 年	《保健食品检验与评价技术规范》	在原有内容基础上做了进一步的细化,并将保健功能扩大为 27 项。
2003 年	国家食品药品监督管理局	2003 年 10 月,保健食品评审、监督管理权由国家食品药品监督管理局正式受理。
2005 年	《保健食品注册管理办法(试行)》、《保健食品广告审查暂行规定》	自 7 月 1 日施行,保健食品的批准文号终身制不再存在。规范企业夸大、过度广告等行为。
2009 年	《食品安全法》	该法规明确要求国家对声称具有特定保健功能的食品进行严格监管。
2015 年	食品安全法	将保健食品纳入特殊食品实行监督管理,提出保健品注册和备案双轨制,明确“保健食品”的功能和成分应当与标签、说明书一致。
2016 年	《保健食品注册与备案管理办法》	自 7 月 1 日起实施,保健食品注册证书有效期五年,注册号格式开头为国食健注 G 和国食健注 J。
2019 年	整治“百日行动”	重拳出击整治“保健”市场乱象

资料来源:方正证券研究所整理

1.3 保健食品的现行监管体系:注册、备案双轨制推动了行业的繁荣

注册制下产品创新空间大,备案制下产品上市周期快,双轨制并行有助于推动保健食品行业的发展。

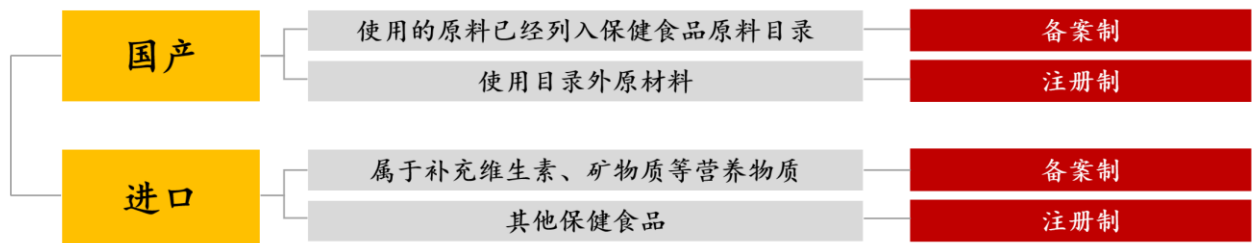
根据使用的原料是否列入目录,保健食品实行注册和备案双轨制管理。对于使用已经列入保健食品原料目录的保健食品,以及首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品,实行备案制;对于使用目录外原料的保健食品,以及首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质除外的保健食品,实行注册制。目前我国已上市的产品中,60%通过注册上市,40%通过备案上市。保健食品原料目录涵盖 88 种原材料,包含 83 种营养素补充剂类原材料以及 5 种功能性原材料,因此营养素补充剂主要通过备案制上市,特定功能产品主要通过注册制上市。

图表8:保健食品原料目录

类型	包含种类
营养素补充剂类原料	钙、镁、钾、锰、铁、锌、硒、铜、维生素 A 维生素 D、维生素 B1、维生素 B2、维生素 B6、维生素 B12、烟酸、叶酸、生物素、胆碱、维生素 C、维生素 K、泛酸、维生素 E、B-胡萝卜素、二十二碳六烯酸（DHA）以补充维生素、矿物质为功能的 24 种营养素
功能性原料	辅酶 Q10、褪黑素、螺旋藻、破壁灵芝孢子粉、鱼油等 5 个原料

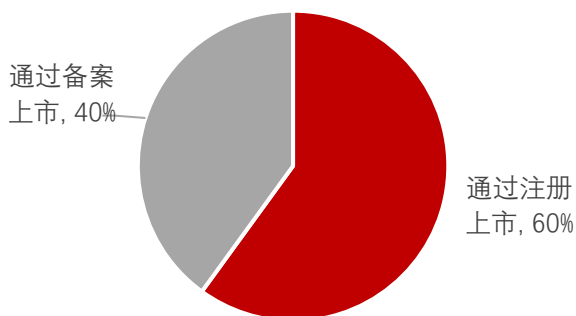
资料来源:《保健食品原料目录 营养素补充剂 (2023 年版)》, 市场监管总局, 方正证券研究所

图表9:我国保健食品的注册制与备案制适用对象情况



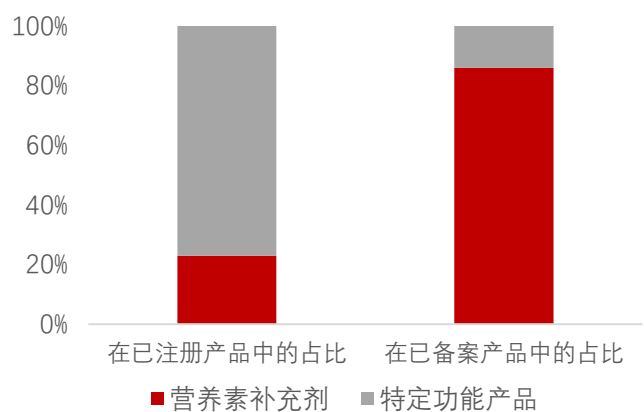
资料来源:《保健食品注册与备案管理办法》, 方正证券研究所

图表10:近 6 成的产品通过注册上市, 近 4 成的产品通过备案上市



资料来源: IQVIA 艾昆纬, 方正证券研究所

图表11:营养素补充剂主要通过备案制上市, 特定功能产品主要通过注册制上市



资料来源: IQVIA 艾昆纬, 方正证券研究所

注册制和备案制相互补充, 有助于保健食品行业的创新与规模发展。注册制下, 产品在原料和剂型的选择上有更大的空间, 因此可创新的空间更大, 但产品的实验要求高, 审批周期长, 资金耗费多, 数据显示, 2019 年获得注册批文的保健食品, 超过 90%注册周期分布在 5-6 年里。备案制和注册制形成互补, 备案制下, 产品不需要做动物实验和/或人体试食实验以及毒理学试验, 审批

时间通常为 1-3 个月，且审批通过后无有效期限限制，产品上市的时间、成本都相对较低，但因为原材料目录有限，集中在营养补充剂类产品，备案制上市的产品呈现同质化特点。

图表12:注册制和备案制的对比

对比	备案制	注册制
产品类型	1) 使用的原料 <u>已经列入</u> 保健食品原料目录的保健食品; 2) 首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品（其营养物质应当是列入保健食品原料目录的物质）	1) 使用保健食品原料 <u>目录以外</u> 原料的保健食品; 2) 首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）
受理部门	省、自治区、直辖市食品药品监督管理部门	国家食品药品监督管理总局
产品要求	产品配方、原辅料名称及用量、功效、生产工艺等应当符合法律、强制性标准以及保健食品原料目录技术要求的规定; 产品不需要做动物实验和/或人体试食实验以及毒理学试验	可以使用目录内外的原材料，但需要提供目录外原料及产品安全性、保健功能、质量可控性的论证报告和相关科学依据以及中试规模以上的验证数据，证明其安全性和有效性; 产品需要做动物实验和/或人体试食实验以及毒理学试验
可用剂型	片剂（口服片、含片、泡腾片、咀嚼片）、口服溶液剂（口服液、滴剂）、颗粒剂、硬胶囊、软胶囊、凝胶糖果（软糖）、粉剂	剂型范围更广，但需要提供充足的剂型选择科学依据，对选择剂型的必要性和合理性等进行分析论证
文号管理	国产:食健备 G+4 位年代号+2 位省级行政区域代码+6 位顺序编号 进口:食健备 J+4 位年代号+00+6 位顺序编号	国产:国食健注 G+4 位年代号+4 位顺序号 进口:国食健注 J+4 位年代号+4 位顺序号
有效期限	未规定有效期	5 年，保健食品注册人应当在有效期届满 6 个月前申请延续
批文申请周期	审批时间短，通常 1-3 个月	审批周期长，至少需要 2 年-3 年，甚至更长时间，政策影响审批时间
产品上市时间	比较成熟的配方和产品，从开始研发到最终拿到批文 1 年左右即可	从开始研发到做试验到最终拿到批文至少需要 5 年，此外受注册批文审批受政策影响大，存在产品上市时间难以把控的问题
费用	费用较低，几万到十几万	根据产品功能发展成熟度、相关研究文献及做动物试验或人体试验的不同，从几十万到数百万不等
优点	产品研发费用低，审批时间短，产品上市周期快	产品可用原材料和剂型广泛，国家规定的 24 项产品功能皆可申请，产品可创新空间相对备案制产品较大
缺点	可用原材料目录有限，集中在营养补充剂类产品，产品同质化严重	审批周期长，产品上市速度慢，对企业研发和资金能力要求高

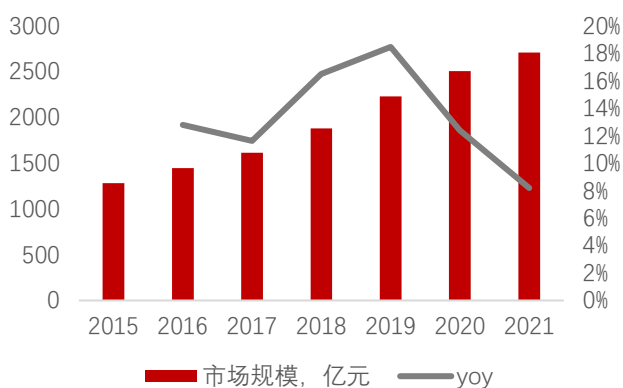
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

2 中国保健品市场现状：规范化发展初期，产品创新与消费渗透均有较大空间

2.1 从市场规模的角度，我国保健品市场规模大，但人均消费额仍有较大提升空间

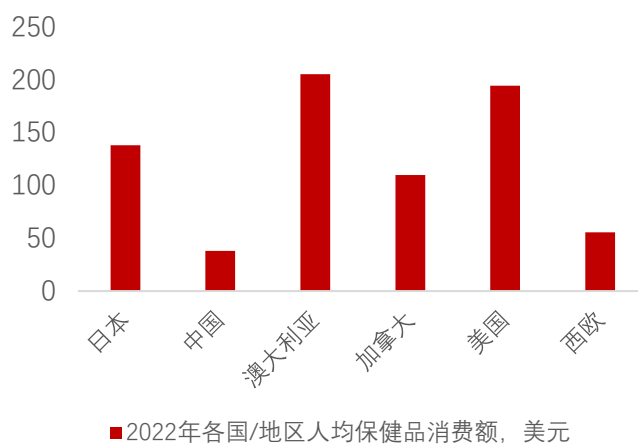
IQVIA 对保健食品的统计包含了进口“功能性食品”，根据其统计，2021 年全球保健食品行业规模达到了 2732 亿美元，其中美国市场规模为 853 亿美元，占全球市场的 31%，中国市场规模为 485 亿美元，占全球市场 18%，市场规模位列全球第二。但是我国人均保健品消费额水平较低，根据欧睿数据，2022 年我国人均年度保健品消费额为 38 美元，而日本/澳大利亚/加拿大/美国/西欧人均消费额在 138/205/110/194/56 美元。我们认为，随着经济水平的提升，居民健康意识有望进一步提升，我国人均保健品消费金额尚有较大发展空间。

图表13:2015-2021 年中国保健食品市场规模及增速



资料来源：IQVIA 艾昆纬，方正证券研究所

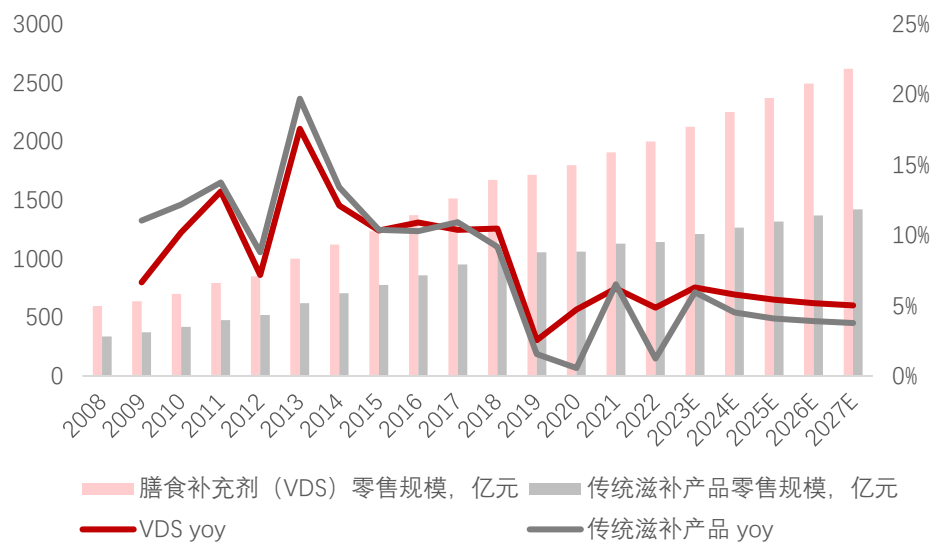
图表14:我国人均保健品消费额有较大的提升空间



资料来源：欧睿，方正证券研究所

膳食补充剂零售规模增速高于传统滋补产品，我国保健品消费呈现专业化、现代化趋势。根据欧睿数据，膳食补充剂和传统滋补产品是中国消费者健康领域的两大品类，2019 年二者增速均出现较大幅度下降，主要原因是 2018 年权健事件打击了消费者信心；2019 年之后，膳食补充剂的增速明显高于传统滋补产品，我们认为这在一定程度上表明保健品消费呈现专业化趋势。2022 年我国膳食补充剂零售市场规模达到 2001 亿元，过去 10 年复合增速约 8.9%；传统滋补产品零售市场规模达到 1144 亿元，过去 10 年复合增速约 8.2%。

图表15:2008-2027 年中国膳食补充剂、传统滋补产品零售市场规模及预测

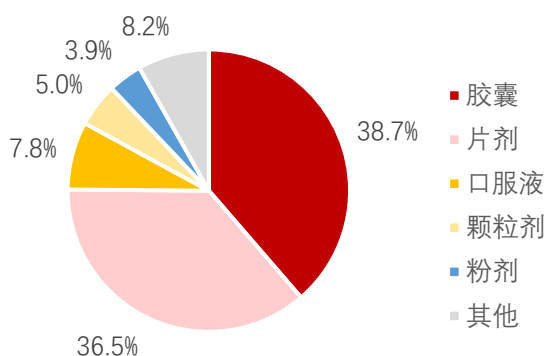


资料来源：欧睿，方正证券研究所

2.2 从产品剂型和功能上看，类型相对单一，功能相对集中

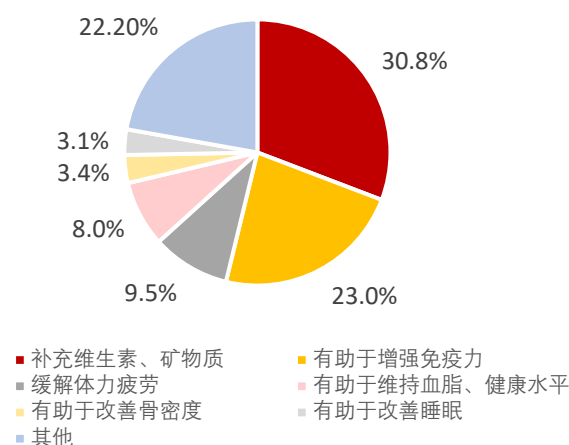
剂型以便于服用携带的胶囊和片剂为主，功能上以补充维生素、矿物质、增强免疫力为主。保健食品分类可以按原料来源、产品剂型以及功能。根据国内的行业现状和国际惯例，国内保健品根据来源可以分为7类：以维生素和矿物质为原料、以天然或珍贵植物以及其提取剂为原料、以名贵中药或有药用价值的动植物为主要原料、以海洋生物中提取有效成分制成、以动物初乳为原料、以膳食纤维为原料；根据《保健食品备案产品剂型及技术要求（2021年版）》，按产品剂型可以分为7类：片剂、硬胶囊、软胶囊、口服溶液、颗粒剂、凝胶糖、粉剂；根据2022年1月国家市场监督管理总局的公告，按功能可以分为24类，包括增强免疫力功能、改善睡眠功能、对化学性肝损伤有辅助保护功能、增加骨密度功能、提高缺氧耐受力功能等。从剂型上看，目前中国保健食品仍以胶囊和片剂为主，二者分别占据38.7%、36.5%的市场份额；从功能分布上看，已注册产品功能以补充维生素矿物质、有助于增强免疫力为主，二者占比分别为30.8%/23.0%。

图表16: 中国保健食品市场剂型情况



资料来源: IQVIA 艾昆纬, 方正证券研究所

图表17: 中国保健食品市场已注册产品功能分布情况

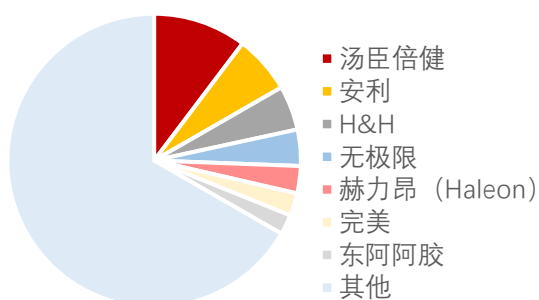


资料来源: IQVIA 艾昆纬, 方正证券研究所

2.3 从市场竞争格局上看, 膳食补充剂市场格局分散, 竞争激烈

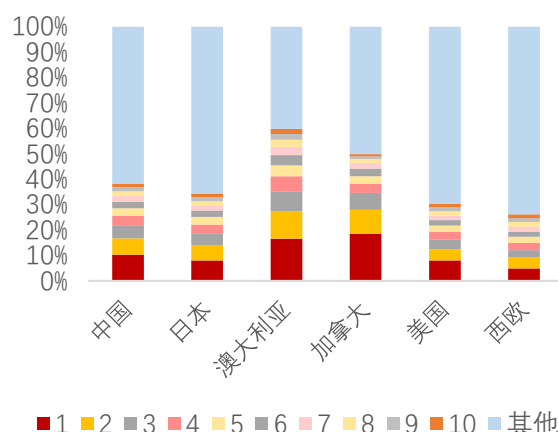
借鉴海外市场的情况, 日本/美国/西欧膳食补充剂市场呈现相对分散的特点, CR5 分别为 25%/22%/17%, 澳大利亚和加拿大市场呈现相对集中的特点, CR5 分别为 45%/41%。不同地区市场集中度的差异主要和监管与准入标准相关, 澳大利亚、加拿大将保健品作为特殊药品进行监管, 因此上市门槛高, 而欧盟、美国和日本把保健品作为特殊食品监管, 门槛相对较低。根据欧睿数据, 2022 年我国膳食补充剂零售市场 CR5 为 29%, 其中汤臣倍健为龙头, 市占率达到 10%, 其他 4 家市占率仅为个位数。近年来, 汤臣倍健市占率持续提升, 从 2016 年的 5% 提升至 2022 年的 10%, 但同时其销售费用率也居高不下, 2022 年其销售费用为 31.69 亿元, 销售费用率高达 40%。

图表18: 中国膳食补充剂市场格局分散, 2022 年



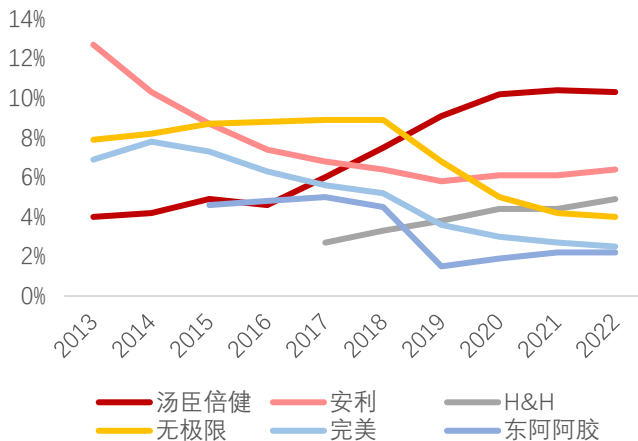
资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表19: 其他国家/地区膳食补充剂市场格局也较为分散



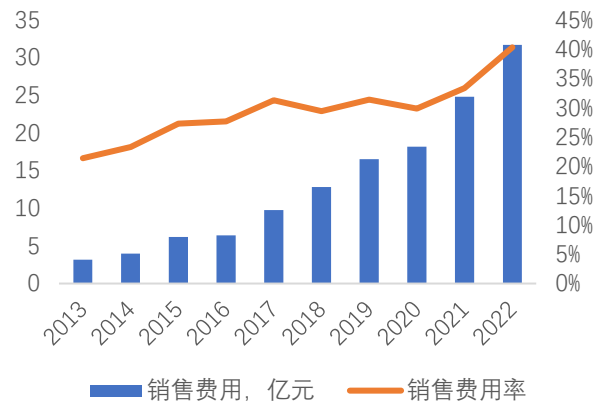
资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表20:汤臣倍健市场份额逐年提升(零售额市场份额,膳食补充剂行业)



资料来源:欧睿,方正证券研究所

图表21:2013-2022年汤臣倍健销售费用及销售费用率变化情况

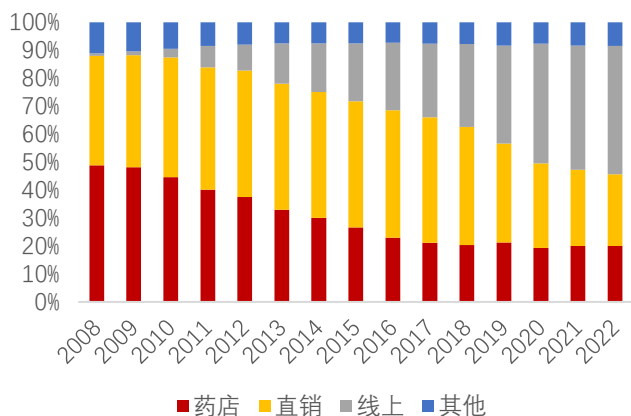


资料来源:wind,方正证券研究所

2.4 从渠道结构上看,传统渠道占比下降,线上占比持续提升

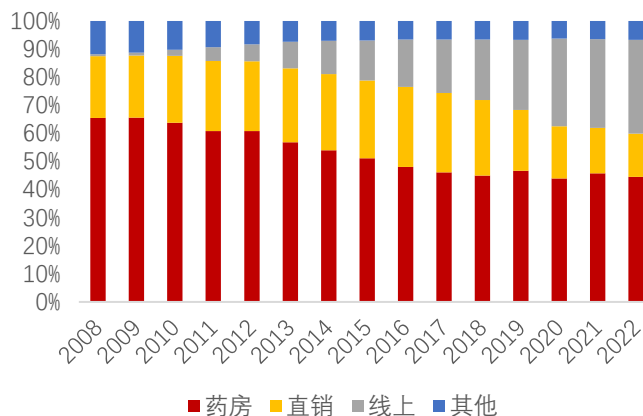
随着消费者对保健品认知的普及,线上渠道占比持续提升。直销、药店和线上是保健品的三个主要销售渠道,伴随着消费者对保健品认知的提升与营销方式的转变,我国保健品的销售渠道结构也在发生变化。1) 直销在市场导入期有较强的竞争力,在保健品市场发展的初期,消费者认知不足,直销方式通过销售人员直接接触终端消费人员,通过面对面的沟通讲解保健品的功效、服用方法,并为消费者带来情感上的关怀。2) 药店是重要的保健品销售渠道,且药店是有壁垒的渠道,只有获得“蓝帽子”认证的保健食品可以进驻药店。3) 线上渠道的特点是众多的品类、便利的购买方式和具备性价比的价格。线上渠道包括三种模式,传统电商平台以本土品牌为主,占据60%份额,代购主要涵盖国外品牌,占据24%的份额,以及跨境电商占据约16%的份额。近年来线上渠道的占比在持续提升,根据欧睿数据,2008年膳食补充剂线上渠道销售额占比仅为1%,2013年突破两位数达到14%,2020年成为份额最大的渠道,占比到达43%。

图表22: 2008-2022 年中国膳食补充剂渠道结构变化情况



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表23: 2008-2022 年中国传统滋补产品渠道结构变化情况



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

3 日本保健品的发展借鉴: 老龄化、分级管理以及产品形态丰富是保健品行业持续发展的动力

通过对日本的复盘, 我们发现, 保健品市场在日本经济增速放缓、出现负增长的时候, 也在持续稳定增长, 我们认为主要原因是人口老龄化、分级管理以及产品形态的丰富。

3.1 人口老龄化为保健产业发展奠定了基础, 三类健康食品的规范刺激了日本健康食品市场规模的增长

1990s 日本经济增速开始显著放缓, 甚至出现负增长, 但是健康食品市场却持续发展, 市场规模从 1988 年的 3200 亿日元连续 17 年增长, 至 2005 年达到 12850 亿日元, 年均复合增速 9%。在此期间, 日本的人口老龄化程度快速提升, 65 岁及以上人口占比从 1988 年的 12% 提升至 2005 年的 21%。历史上, 日本保健功能食品的范围经历了逐步扩大的过程, 1991 年推出特定保健食品 (FOSHU), 2001 年推出营养机能食品 (FNFC), 2015 年推出功能性标示食品 (FFC), 在行业发展的不同阶段, 三次政策的推出都刺激了日本健康食品行业整体规模的增长。

图表24: 日本经济增速放缓, 1990s 开始出现 gdp 负增长



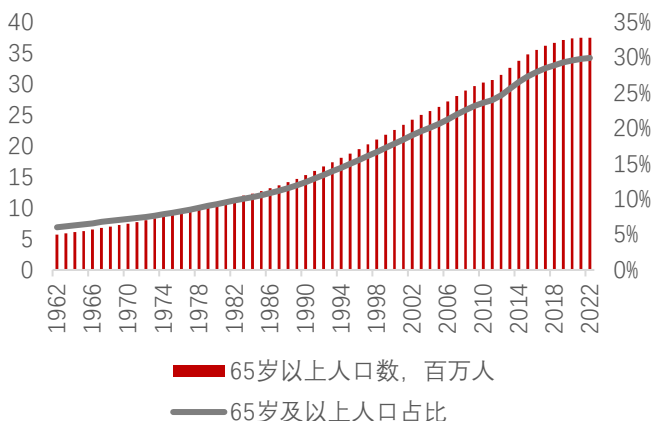
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25: 三次制度规范刺激了日本健康食品市场规模的增长



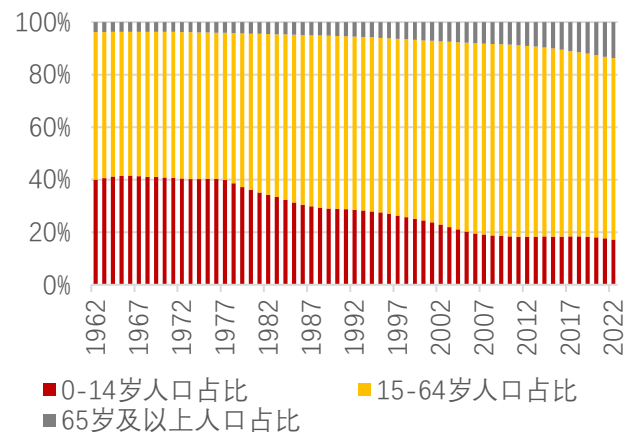
资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

图表26: 日本 65 岁以上人口数及在总人口中的占比情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表27: 日本人口结构情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

3.2 日本保健食品内涵丰富, 三大细分品类实行分级管理

根据日本消费者事务厅的定义, 食品分为一般食品和保健功能食品两类, 其中保健功能食品获批后可对批准的功能进行标示, 包括特定保健食品 (FOSHU)、营养机能食品 (FNFC) 和功能性标示食品 (FFC) 三类。特定保健用食品于 1991 年引入, 实行审批制, 进入门槛高; 营养机能食品于 2001 年引入, 产品成分及用量需使用经过科学认证的营养成分, 产品可以直接上市销售; 功能性标示食品于 2015 年引入, 上市前 60 天企业向消费者事务厅备案即可。伴随着三个品类管理办法的逐步推出, 日本保健功能食品范围逐步扩大, 市场参与者的进入门槛降低, 并打开了产品创新的空间。三个品类接棒推动日本保健食品行业的发展, 特定保健食品 (FOSHU) 在 1997-2007 年之间保持高速增长, 年均复合增速高达 18%, 之后随着市场的成熟, 消费需求趋于饱和, 规模进入相对稳定的区间。功能性标示食品 (FFC) 在 2015 年推出后市场快速增长,

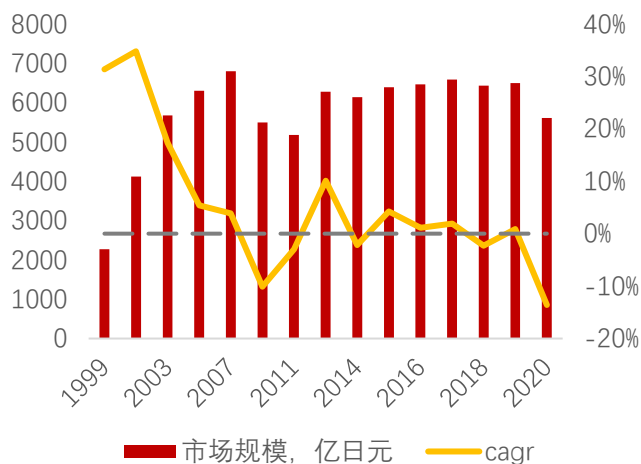
2016-2020 年复合增速达到 20%，到 2020 年市场规模达到 2843 亿日元，已经和 FOSHU 市场规模的一半相当。

图表28: 日本保健功能食品内涵丰富，包含特定保健食品、营养机能食品、功能性标示食品



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

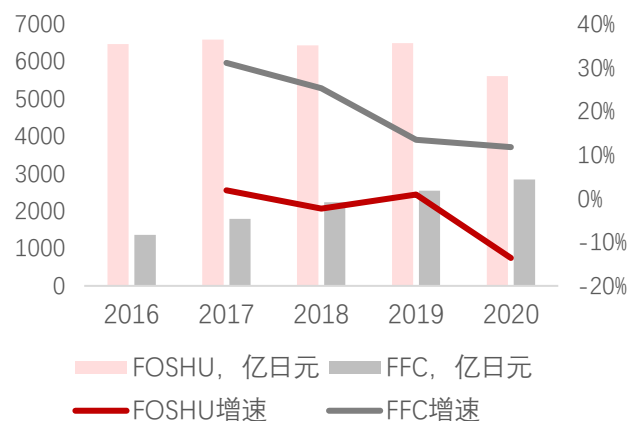
图表29: 日本特定保健食品（FOSHU）市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

注：1997-2013 年之间为两年复合增速，2013 年之后为同比增速

图表30: 近年来，日本功能性标示食品（FFC）市场规模增速远高于 FOSHU 市场规模增速



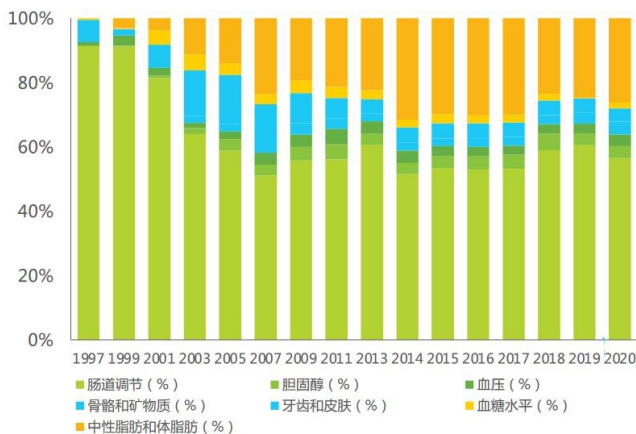
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

3.3 特定保健食品市场已经相对成熟，结构趋于稳定

2015 年之后，日本 FOSHU 市场发展进入相对成熟的阶段，许可产品数量、市场规模、市场结构都呈现相对稳定的状态。从产品功能上看，肠道调节类规模最大，占比超过 50%，细分子品类包括乳酸菌（占 95%）、低聚糖和膳食纤维。2000 年之后，中性脂肪/体脂肪产品占比提升，目前占比在 25-30%。从产品形态上看，乳制品、软饮料是主要的应用领域，2020 年占比分别为 56%、32%，

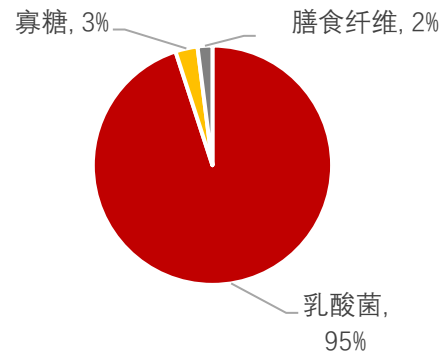
经典产品如养乐多，其在 1998 年获得“特定保健用食品”标记许可。从销售渠道上看，超级市场和便利店是两大主要渠道，2020 年占比分别为 46% 和 22%，和中国膳食补充剂以及传统滋补类产品的销售渠道有较大差异，我们认为主要原因是中日保健食品产品形态的差异。

图表31:1997-2020 年日本 FOSHU 不同产品功能市场规模占比情况



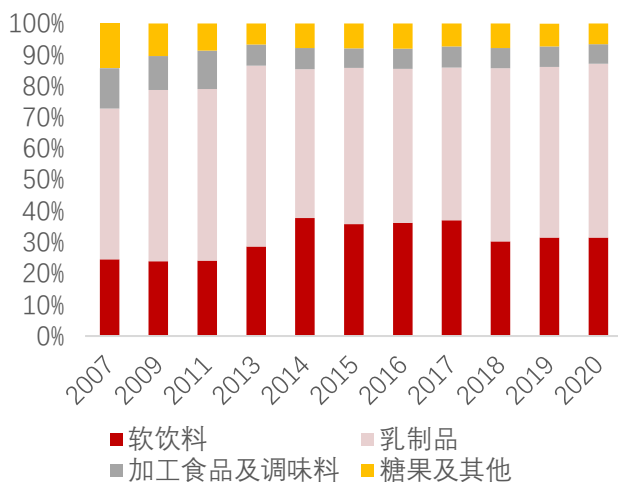
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表32:2020 年肠道调节不同细分品类市场规模占比



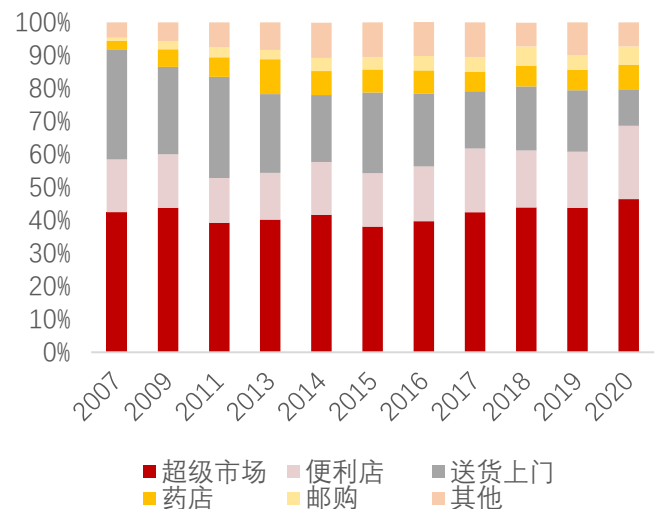
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表33:2007-2020 年日本 FOSHU 不同产品形态市场规模占比



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表34:2007-2020 年日本 FOSHU 产品销售渠道占比情况



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

3.4 功能性标示食品产品形态丰富，对消费者有较好的吸引力

在 FOSHU 市场增速放缓的背景下，日本推出功能性标示食品 (FFC) 制度，再次刺激了健康食品市场的增长。和 FOSHU 相比，FFC 无需行政审批和强制做临床试验，因此产品上市周期短，降低了企业进入的门槛，同时可声称的范围广泛，企业的创新空间大，促进了功能性成分研究的成熟和科学文献的增加，激发了企业开发新产品的热情，使功能性标示食品产品种类不断丰富。2015 年

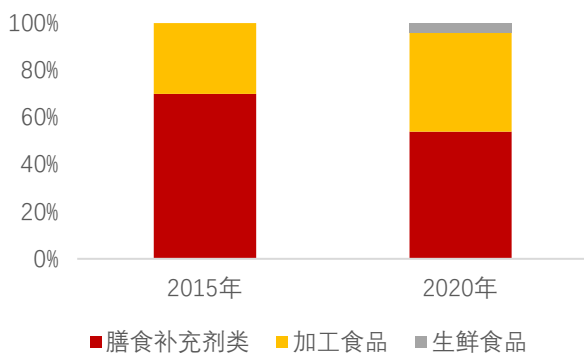
FFC 制度刚启动时，膳食补充剂占比达到 70%，主要原因是胶囊、片剂形态更易保留原料成分；随着工艺技术的发展，加工食品在保证产品口味的同时也能很好地保留有效成分，因此加工食品的形态越来越多，2020 年其占比达到 42%。FFC 制度下企业进入门槛更低，市场格局更为分散，截至 2019 年 5 月，FFC 制度实施 4 年以来共认证了 1785 个 FFC 产品，由约 300 家企业持有；FOSHU 制度实施 28 年获得批准的产品 1068 个，由约 150 家企业持有。

图表35: 日本特定保健食品和功能性标示食品的对比

比较维度	特定保健食品 (FOSHU)	功能性标示食品 (FFC)
时间和资金	产品申报至少需要 2 年；企业需花费数十万美元对产品进行安全测试及功效验证	产品上市前 60 天提交资料备案，可引用已有的科学证据
功能性试验	需要进行人体临床试验	可以用数据库中已发表的论文作为科学依据
功能声称	功能窄，主要为七大类别	功能广泛，主要为二十大类别
产品形态	生鲜食品不可申请	多样化

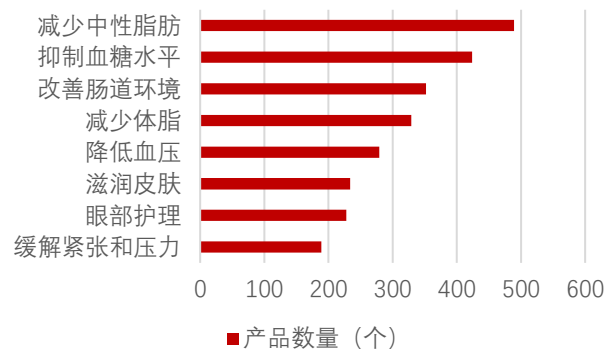
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表36: 2015 年和 2020 年日本功能性标示食品产品形态变化情况



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表37: 2015 年-2020 年 6 月 FFC 已认证的产品功能声称分布情况



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

4 健康产业是朝阳赛道，我国保健品市场发展空间大

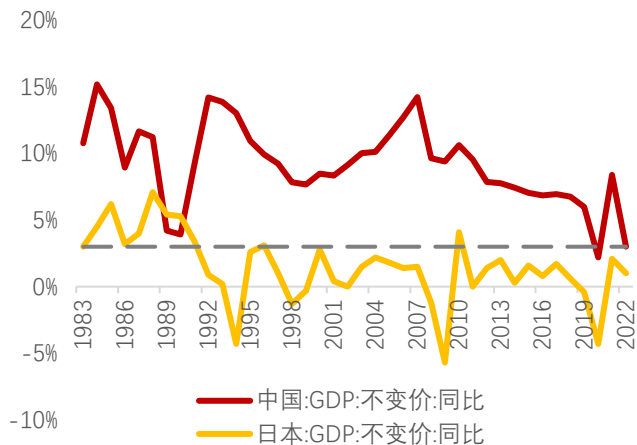
当前中国保健品行业的发展处于起步阶段，消费者教育是一个逐步渗透的过程，随着健康意识的提升与人口老龄化，保健品需求将会持续提升。此外，功能性食品有很大的创新空间，有望拓宽消费人群与消费场景。

4.1 伴随社会老龄化与保健品认知提升，保健食品的渗透率有望提升

社会健康意识将会随经济水平的提升而提升，我国人均保健品消费增长空间大。中国经济发展由“高速增长阶段”迈入“高质量发展阶段”，2022 年我国 GDP 增速为 3%，人均可支配收入持续提升，2022 年达到 3.69 万元，同日本 20 世纪 80 年代水平相当，彼时正处于日本健康食品市场规模快速增长的前夕。我们认为保健品是一种可选消费，只有当消费者充分满足基本生活需求后仍有富裕资金时，才会考虑更高层次的主动预防、保健需求，因此随着经济水平的提升，社会的健康意识将会持续提升，根据欧睿数据，日本、澳大利亚、加拿

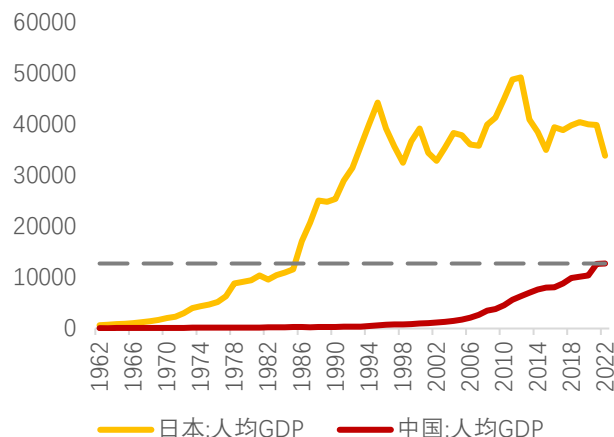
大、美国等国人均保健品消费金额均呈现持续提升的态势。2022 年，我国人均保健品消费金额为 38 美元，仅为日本人均消费水平的 30%，有较大增长空间。

图表38:中国经济发展由高速增长阶段迈入高质量发展阶段



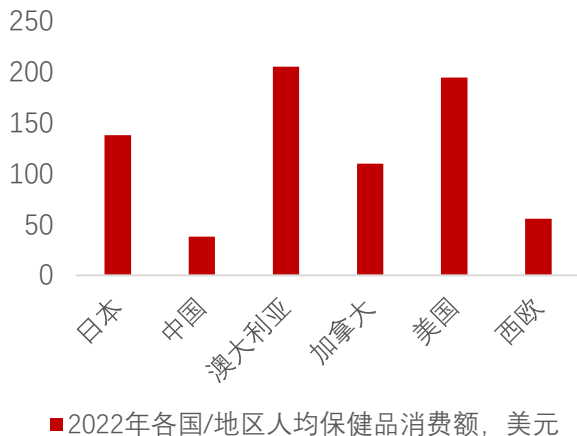
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表39:中国人均 gdp 持续提升, 2022 年达到日本 20 世纪 80 年代水平, 单位: 美元



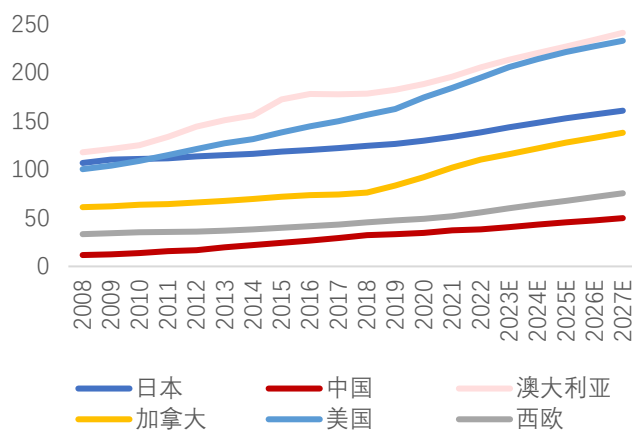
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表40:中国人均保健品消费水平较低, 2022 年



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表41:各国/地区人均保健品消费呈现整体增长的态势, 美元



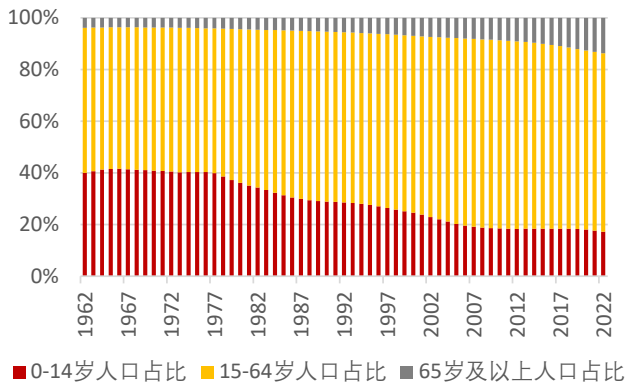
资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

注: 人均保健品消费额统计范围包括维生素和膳食补充剂、传统滋补类保健品、运动营养品和体重管理产品四类

伴随着人口结构的老龄化与年轻群体保健意识的崛起, 保健品的渗透率有望快速提升。随着年龄的增长, 人体的新陈代谢会逐渐减缓, 导致身体的各项机能下降, 因此老年人对保健品的需求量更大, 根据观研天下的数据, 美国保健品渗透率随着年龄段的上移而提升, 其中 45 岁及以上人群保健品渗透率超过 60%。我国年龄结构在逐步上移, 老年人口占比持续提升, 2022 年 65 岁及以上人口占比达到 14%, 同日本 20 世纪 90 年代水平接近。随着老龄化程度的加

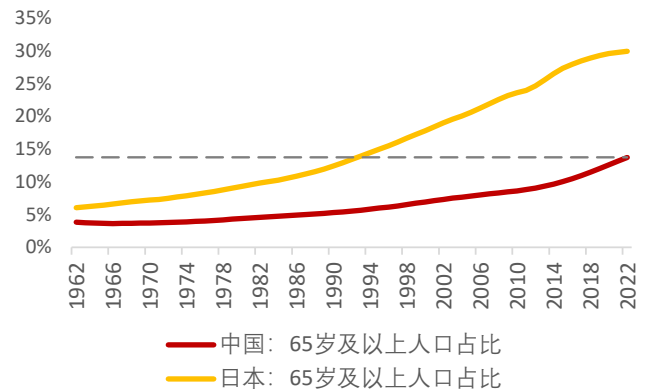
深，保健品渗透率或持续提升。此外，中国各年龄段保健品渗透率呈现两端高中间低的特点，年轻群体里的渗透率比较高，并且从 70 前到 00 后，人们的健康期待值没有明显变化，但 90 后和 Z 世代对自身的健康自评分数明显低于其他代际，说明了年轻一代对自身健康状况的焦虑。从年轻人的养生意识来看，Z 世代人群对于自身健康和营养补充等方面的重视程度高，说明年轻消费者的健康意识不断增强，对健康养生产品的潜在需求将不断释放，中国年轻人的保健品消费有很大增长空间。

图表42:1962-2022 年我国人口结构变化情况



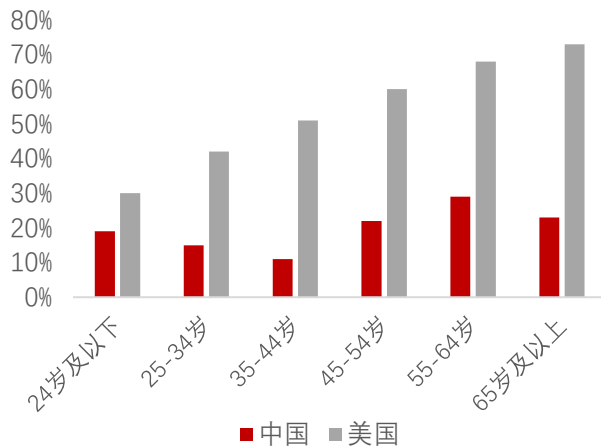
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表43:当前我国人口老龄化程度和日本 20 世纪 90 年代类似



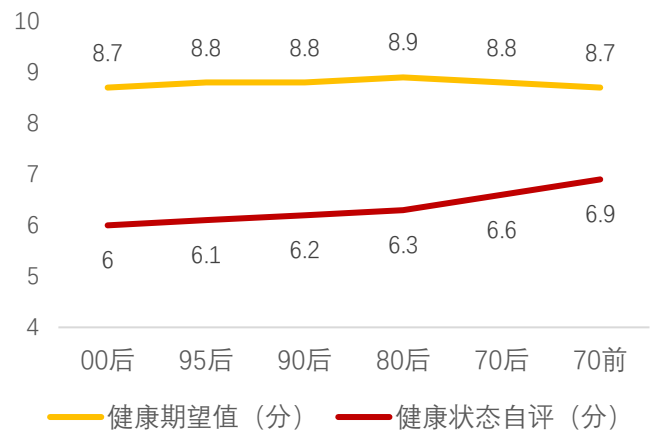
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表44:中国、美国各年龄段保健品渗透率情况, 2020 年



资料来源: 观研天下, 方正证券研究所

图表45:年轻人的健康状态自评分数低于年纪大的群体, 2020 年



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

4.2 针对年轻人的消费习惯，功能性保健品有望获得发展

年轻人偏好“轻松”的保健养生方式，功能性食品形态、功能丰富，能更好满足需求。随着年轻群体的养生意识崛起，其消费需求越来越被重视。传统的保健食品多为胶囊、片剂，从产品形态上讲，给人留下“药品”的形象。年轻人的养生并非刚性需求，更偏好生活化、兴趣化、轻松化的产品。功能性食品产品形态丰富，以零食、饮料为载体，将功能性作为附加值，包装颜值更高，产品创新空间更大，将保健养生融入生活之中。

图表46: 功能性食品和保健食品在产品形态、包装和规格上存在差异



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

我国功能性食品尚无法规标准，目前按照普通食品监管生产，产业处于萌芽期，长期的健康发展仍有待规范的出台。在我国，功能性食品尚未被官方定义，没有单独的规范制度，按照普通食品来监管和生产，因此尽管其中添加了功效性成分，但不能在产品宣传上进行保健功能声称。近年来我国功能性食品正在萌芽，但产品周期尚未得到长时间的验证，且新兴品牌营销投入大，产品差异化小，且部分产品存在概念性添加现象，消费者难以辨别产品质量与效果。功能性食品的仍需行业规范的出台保驾护航。

5 重点公司情况

5.1 仙乐健康：全球化布局的 CDMO 企业，凭借一站式响应持续开发品牌客户

公司是全球领先的营养健康食品生产商，以合同研发生产模式（CDMO）为 B 端客户提供综合解决方案，包括产品研发、注册申报、制造包装、营销支持和供应链服务。

1) 从产品形态上看，公司拥有全剂型开发能力，主要产品形态有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、爆珠、维浆果®、萃优酪®等创新剂型，其中软胶囊收入占比在下降，软糖占比在提升，主要剂型在收入中的占比呈现均衡化的趋势。

2) 从经营区域上看，公司客户主要分布在中国、欧洲和美洲，客户类型丰富，涵盖药企、直销企业、品牌公司、连锁药店、现代商超、社交电商、食品及化妆品等。公司在中国、欧洲、美国建立了生产基地和营销中心，整合前沿的市场信息和供应商资源，与全球众多优秀企业建立了深度产品合作，同时积极支持一些成长迅速的新锐品牌发展壮大。2019-2022 年期间，公司在中国、美洲、东南亚&澳新均实现了远高于行业的年均复合增速。

图表47:仙乐健康拥有全剂型平台开发能力,剂型、产品功能丰富

核心剂型



软胶囊

- 核心技术:专利肠溶技术*、无缝、高固含量复杂配方等

*专利技术: ZL201511023661.7



营养软糖

- 备案制维生素矿物质软糖的引领者
- 核心技术:无糖、植物基、高含量维矿、风味研究、形态(夹心、双层)



饮品

- 防腐剂零添加
- 多种包装设计专利(袋装,瓶装,精华管)
- 核心技术: Loctheory® 锁鲜科技平台风味、多相功能物料超匀速溶

基础剂型



片剂

- 核心技术:口腔微泡腾片、速溶片
- 流畅的规模化生产



粉剂

- 运动营养资质
- 罐装,袋装,瓶装
- 核心技术:直饮粉、泡腾粉、代餐粉



硬胶囊

- 满足多种类型及尺寸需求
- 核心技术:益生菌复配、引湿性成分保护能力

创新剂型



Plantegrity 植物基软胶囊

- 专利技术:天然肠溶软胶囊制备方法
- 耐更高温度、阻氧性能优异
- 清洁标签:非转基因、无麸质、无糖



爆珠

- 新型“社交利器”:口内快速爆破,清新口气
- 无缝技术



维浆果®

- 承载营养成分,美味可口
- 高颜值,内嵌花瓣、奇亚籽等



萃优酪®

- 高油脂含量的稳定凝胶组合物物的制备
- 美味可咀嚼的多不饱和脂肪酸可满足澳大利亚TGA的GMP要求

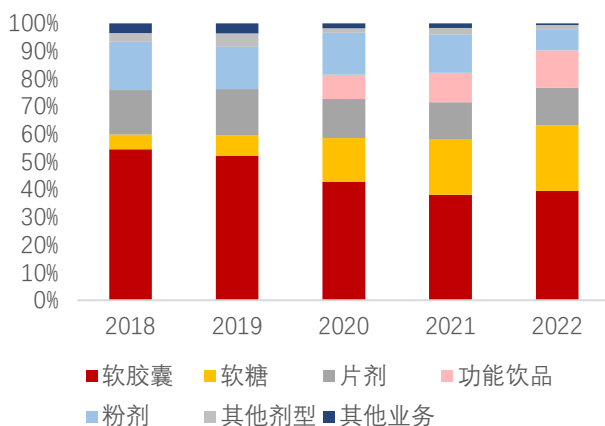


萃滋球®

- 爽脆柔韧爆浆,三重口感享受
- 更好保护敏感营养素稳定性

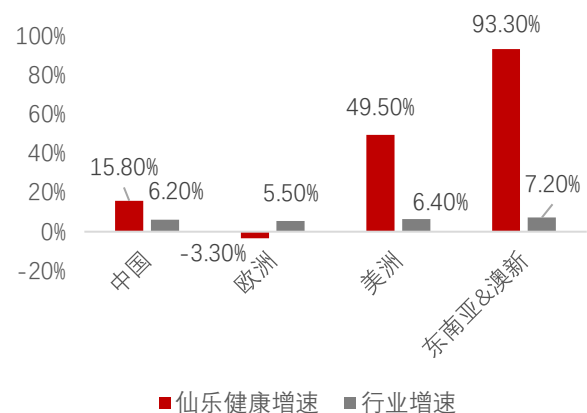
资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表48:仙乐健康分产品收入结构情况



资料来源:wind,方正证券研究所

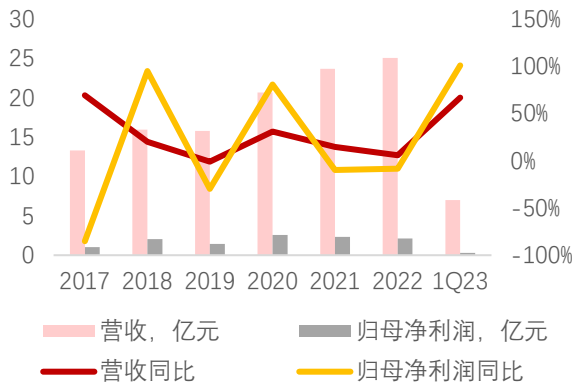
图表49:2019-2022年仙乐健康、行业在各地区的复合增长率



资料来源:公司公告,方正证券研究所

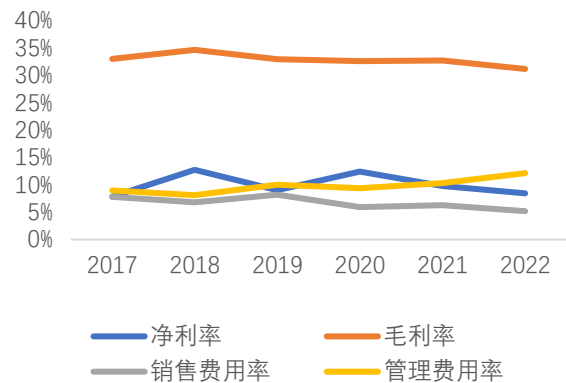
3) 从历史业绩看,公司过去5年基本实现收入、利润的翻倍,盈利能力相对稳健。2017-2022年期间,公司营业收入从13.30亿元增长至25.07亿元,5年复合增长率为14%;归母净利润从1.04亿元增长至2.12亿元,5年复合增长率为15%。毛利率和净利率相对稳定,变化不大。管理费用率较高,2022年为11.83%,同比提升1.82pct,主要系收购BF发生的中介服务费用扰动,未来随着规模效应,管理费用率有优化空间。

图表50:2017-1Q23 仙乐健康营业收入、归母净利润及增长率



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表51:2017-1Q23 仙乐健康利润率及费用率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

4) 从中长期维度看, 受益于人口老龄化和保健意识的持续普及规范, 我国保健品渗透率将会持续提升, 行业规模不断壮大; 在线上流量快速发展与电商渠道占比持续提升的背景下, 众多新品牌雨后春笋般成立并快速发展, 部分新品牌并不具备生产能力, 因此具备多剂型、多功能生产能力的生产商将会受益。仙乐健康的业务领域涵盖功能性食品、特膳、保健食品, 服务B端的能力强, 能够提供一站式响应, 有望持续开发品牌客户。

图表52:仙乐健康的业务领域



资料来源: 公司公告, 方正证券研究

5.2 汤臣倍健: 多品牌、大单品战略明确, 在保健品渗透率提升与渠道变革的背景下有望持续提升份额

公司是国内膳食营养补充剂(VDS)行业的龙头公司, 在2002年将VDS引入非直销领域, 在成功培育主品牌“汤臣倍健”之后, 不断拓展细分专业品牌, 先后推出了科学骨关节营养品牌“健力多”、年轻人的新营养品牌“YEP”、眼部营养专家“健视佳”、肝健康养护专家“健安适”、维生素C营养补充专家“维满C”、孕婴童营养品牌“天然博士”等, 形成了全品类、全人群覆盖的产品线布局。2018年公司收购澳大利亚益生菌品牌Life-Space, 进一步丰富公司的品牌及品类矩阵。

图表53:汤臣倍健部分产品展示

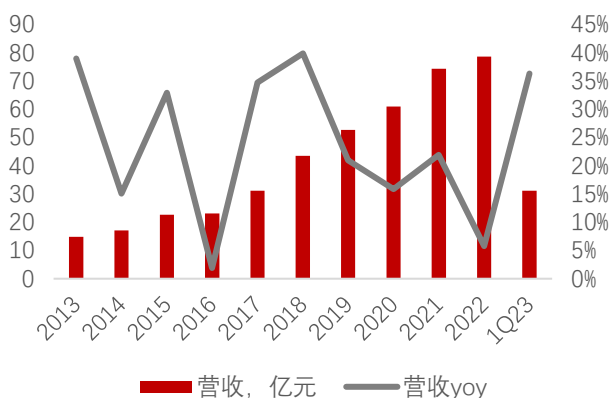


资料来源：公司官网，方正证券研究

1) 从历史业绩上看，公司收入、业绩在较长时间段里保持较高的增长速度。2013-2022 年公司营收/归母净利润复合增速分别为 20%/14%，2019 年公司归母净利润为负主要原因是海外并购出现巨大商誉减值，剔除因合并 LSG 形成的商誉及无形资产减值，公司 2019 年归属于上市公司股东的净利润 10.46 亿元。1Q23 在保健意识因疫情管控放开被放大的背景下，公司实现业绩高增；但同时囤货行为给 2023 造成一定压力。

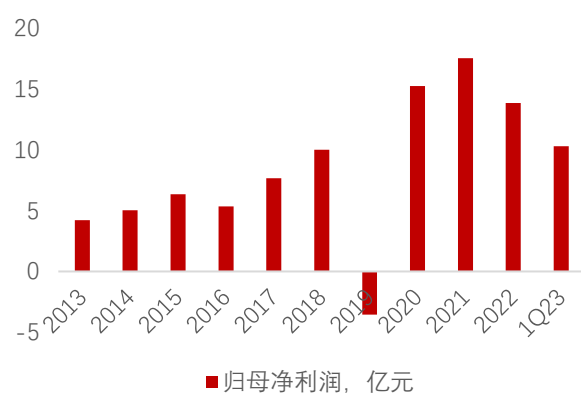
公司呈现高毛利率、高销售费用率的特点，管理费用率正在持续优化。公司毛利率水平相对稳定，维持在较高水平，2022 年为 68.28%。销售费用率维持高位，近年来在药店客流受阻、线上渠道占比提升的背景下，公司销售费用率呈现提升的态势，2022 年达到 40.31%，同比提升 6.96pct，因此导致净利率下滑，2022 年公司净利率为 17.95%，同比下降 5.82pct。

图表54:2013-1Q23 汤臣倍健营收及增速情况



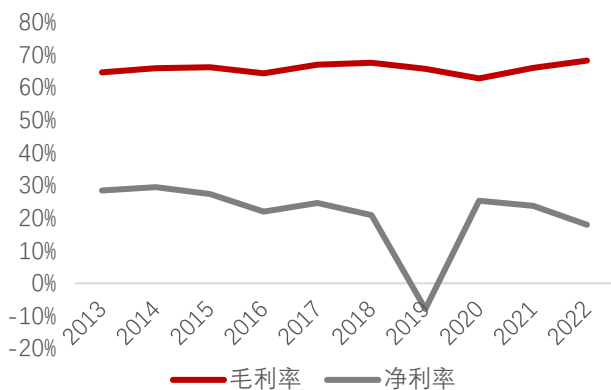
资料来源：wind，方正证券研究所

图表55:2013-1Q23 汤臣倍健归母净利润及增速情况



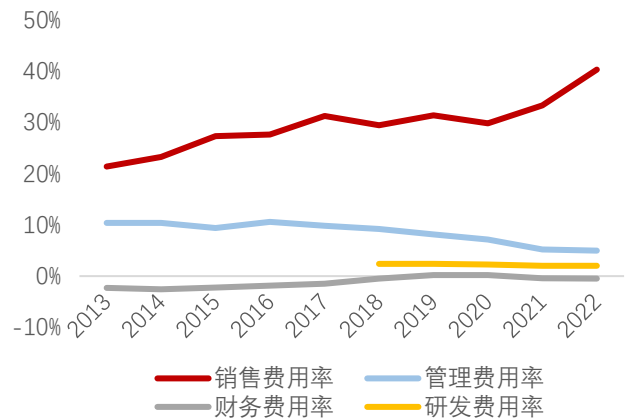
资料来源：wind，方正证券研究所

图表56:2013-2022 年汤臣倍健毛利率、净利率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

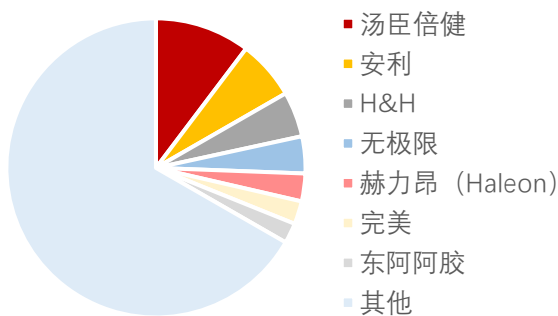
图表57:2013-2022 年汤臣倍健各项费用率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

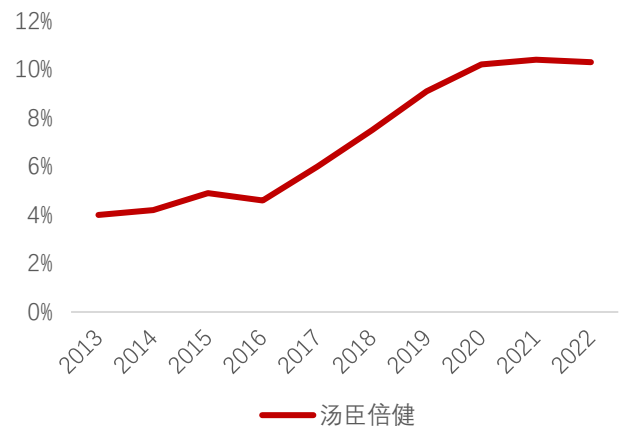
2) 公司“多品牌、大单品、全品类、全渠道、单聚焦”战略明确,在保健品渗透率提升与渠道变革的背景下有望继续提升份额。膳食补充剂行业竞争格局分散,根据欧睿终端零售额数据,2022 年我国膳食补充剂 CR3 为 22%,CR5 为 29%;近年来汤臣倍健份额呈现持续提升的态势,从 2013 年的 4%提升至 2022 年的 10%。在线上渠道占比持续提升与新品牌如雨后春笋般成立的背景下,保健品行业竞争越发激烈,我们认为公司战略明确,既有大单品稳固消费者心智,又能通过多品牌、全品类、全渠道抢占新消费人群,有望在享受保健品行业扩容的同时,实现市占率的持续提升。

图表58:我国膳食补充剂市场份额分散,2022 年



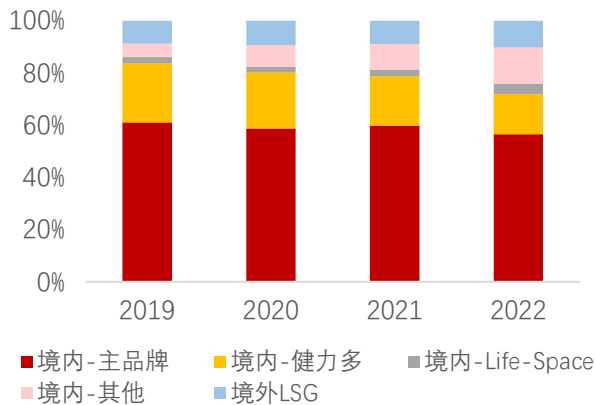
资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表59:2013-2022 年汤臣倍健在我国膳食补充剂市场中的份额持续呈现提升的趋势



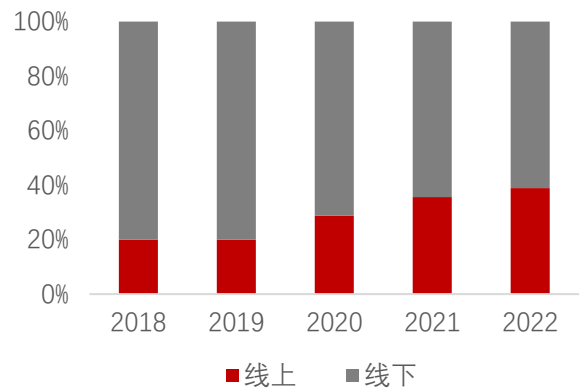
资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表60:2019-2022 年汤臣倍健分品牌收入占比情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表61:2018-2022 年汤臣倍健境内业务分渠道占比情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

5.3 百龙创园：产品顺应健康趋势，持续研发构筑成长壁垒

公司成立于 2005 年，致力于发展功能糖和生物发酵产业，持续推出新系列、新产品，从麦芽糖醇到益生元，再到膳食纤维和健康甜味剂，小而美的细分健康品种成为公司源源不断的成长动力。

图表62:百龙创园重点产品推出的时间线

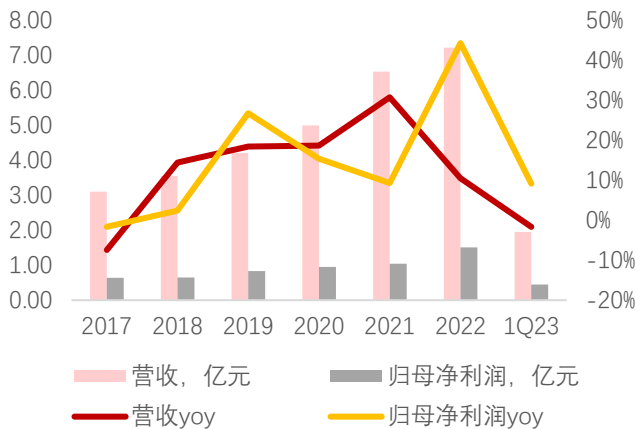


资料来源：公司公告，方正证券研究所

1) 从历史业绩上看，公司收入增长、盈利能力变化受产能约束，在新产能释放时能够实现收入的快速增长，在产能相对饱和时能够调整产品结构实现盈利能力的提升。2018-2020 年公司收入稳健增长，随着高毛利的膳食纤维产品逐渐打开市场，公司在产能相对紧张背景下，优先生产膳食纤维，益生元短期受到挤压，公司整体毛利率呈现提升的态势。2020 年公司年产 10000 吨低聚异麦芽糖和年产 6000 吨结晶麦芽糖醇项目投产，并对此前的混用产线进行了梳理改造，生产线得到优化，膳食纤维产品收入持续高增。随着产能的快速消化，2022 年、2023 年一季度公司依旧面临产能紧张的情况，收入增速放缓，2023Q1 在高基数且无新产能补充的情况下，收入小幅下滑。

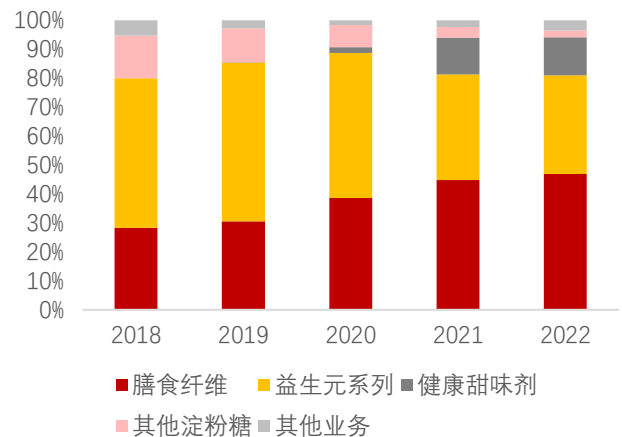
2) 从收入结构上看,膳食纤维系列正在持续发力,健康甜味剂初露锋芒,益生元业务稳健。近年来膳食纤维业务在收入结构中占比持续提升,成为公司的支柱业务,2022年实现相关收入3.39亿元,同比增长15.82%,收入占比达到47%,膳食纤维作为新型食品原料正处风口,市场规模有望持续增长。公司健康甜味剂业务主要产品为阿洛酮糖,其被誉为最具潜力的蔗糖替代品,性能优异,但生产技术存在一定壁垒,产业化难度大,公司较早储备阿洛酮糖的生产技术,目前已经具备产业化的能力,相关收入随境外需求的爆发而增长,未来国内需求有望随法规许可的落地而打开。

图表63:2017-1Q23 百龙创园营收和归母净利润情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

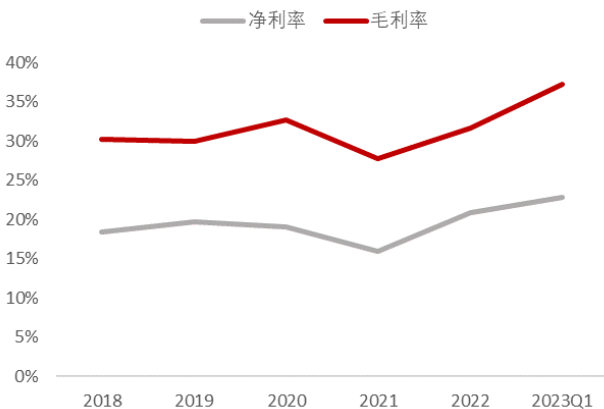
图表64:百龙创园四大产品系列收入占比变化情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

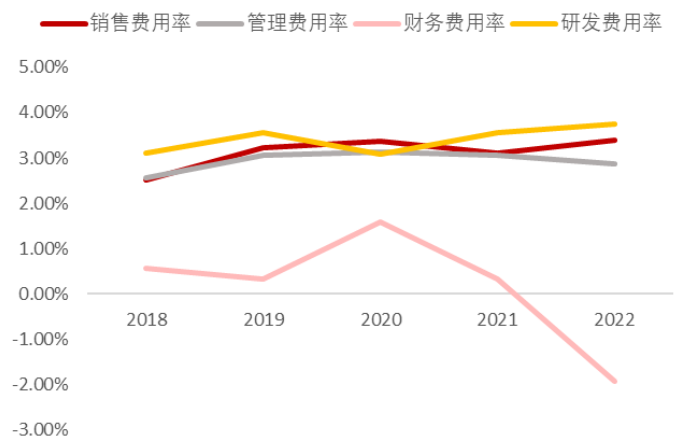
3) 从盈利能力上看,公司毛利率、净利率水平高,费用率稳定,研发投入较大。随着高毛利业务膳食纤维系列占比提升,以及阿洛酮糖业务因工艺向前端延伸带来原材料成本下降,公司整体毛利率仍有提升空间。

图表65:百龙创园毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所
注: 2018、2019年毛利率已考虑运输费

图表66:百龙创园各项费用相对稳健,研发投入较大



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所
注: 2018、2019年销售费用率已剔除运输费

4) 短期新产能投放带来增长的确定性，中长期顺应健康趋势，持续开发新产品。短期看，2023 年公司三个在建项目有望陆续落地，为公司未来 2-3 年的增长带来支撑。中长期看，我们认为公司具备深厚的研发创新功力，在同下游客户密切交流的背景下，能够把握住行业的发展趋势，持续开发小而美的品种，中长期维度有持续成长的动力。

图表67:三个在建项目将于 2023 年陆续投产，为后续增长提供支持

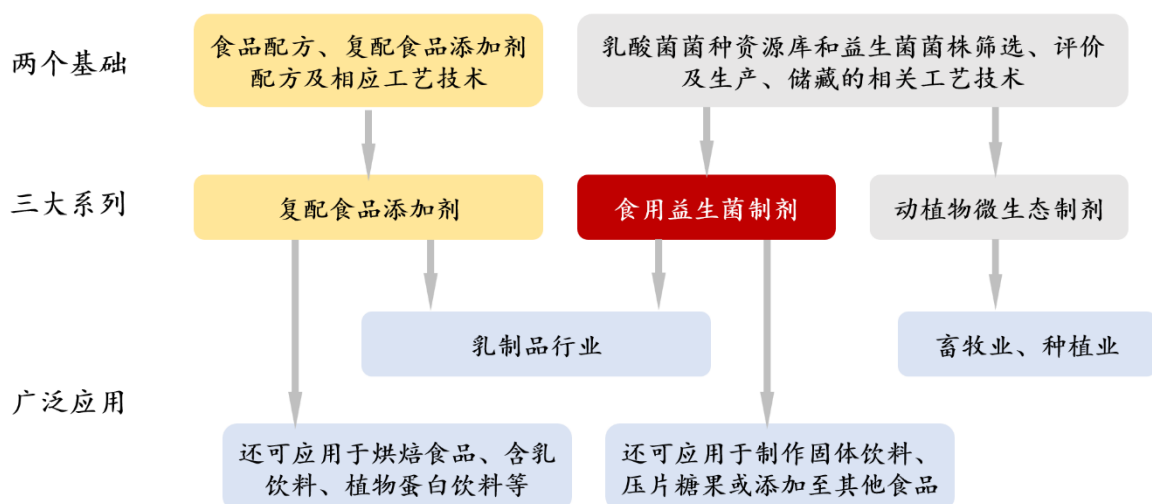
建设项目	具体产品	具体年产能，吨	预计投产时间
年产 20000 吨功能糖干燥项目	粉成品低聚果糖	8000	2023 年 4 月
	粉成品抗性糊精	5000	
	粉成品聚葡萄糖	7000	
年产 30000 吨可溶性膳食纤维项目	抗性糊精（液体）	7000	2023 年 Q4
	抗性糊精（粉体）	3000	
	聚葡萄糖	20000	
年产 15000 吨结晶糖项目	阿洛酮糖	15000	2023 年 Q4

资料来源：公司公告，方正证券研究所

5.4 科拓生物：益生菌赛道高度景气，公司临床循证扎实，卡位高壁垒的菌株研发端

公司成立于 2003 年，实控人是长期从事食品科学研发的科研人员，也是公司的首席科学家，其中孙天松女士为复配食品添加剂方向，张和平先生为益生菌方向。公司以食品添加剂相关贸易起家，2010 年拓展到复配食品添加剂领域，同下游知名乳企紧密合作，2015-2016 年通过收购、重组布局了益生菌业务，近年来益生菌业务高速增长，收入占比快速提升，已经成为公司成长的主要驱动力。

图表68:科拓生物形成“两个基础，三大系列”的业务布局

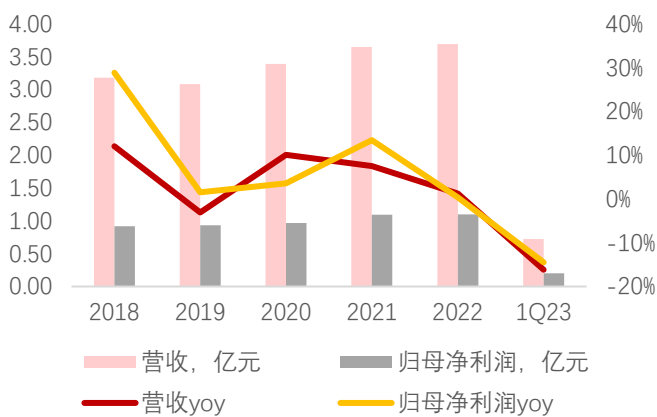


资料来源：公司公告，方正证券研究所

1) 从历史业绩上看,近年来传统复配业务受下游景气度影响拖累公司业绩表现,益生菌业务快速增长逐步开始主导公司成长。2018-2022 年公司营收/归母净利润复合增速分别为 3.81%/4.57%,增速较慢原因是公司传统业务复配食品添加剂出现瓶颈,其主要下游应用常温酸奶消费疲软,其收入占比正在逐渐压缩,从 2018 年的 82%下降至 2022 年的 47%。食用益生菌制品正在持续高速增长,并将引领公司的成长,其 2018-2022 年均复合增长率为 78%,收入占比从 2018 年的 4%提升至 2022 年的 38%。

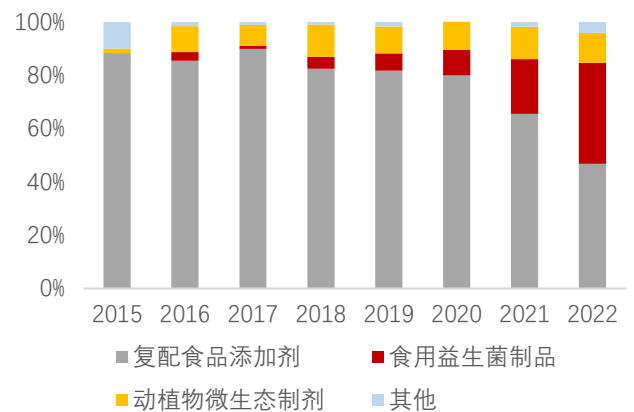
随着高毛利率的益生菌业务占比提升,公司整体毛利率呈现缓慢提升的态势,2022 年公司实现毛利率 51.98%,同比提升 1.66pct。同时,近年来,为拓展销售渠道、扩大销售团队,公司销售费用率有所提升,2022 年为 7.38%;2021 年管理费用率提升主要原因是计提股权激励费用。

图表69:2018-1Q23 科拓生物营收和归母净利润情况



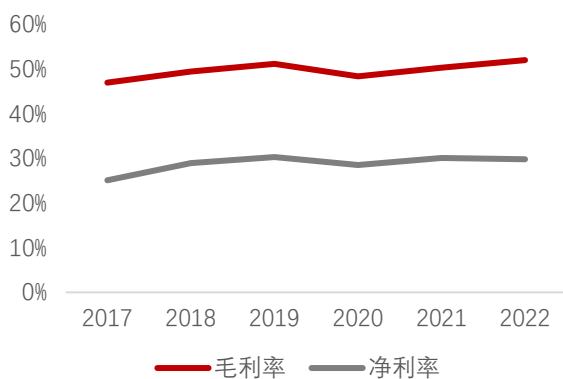
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表70:科拓生物分业务收入占比情况



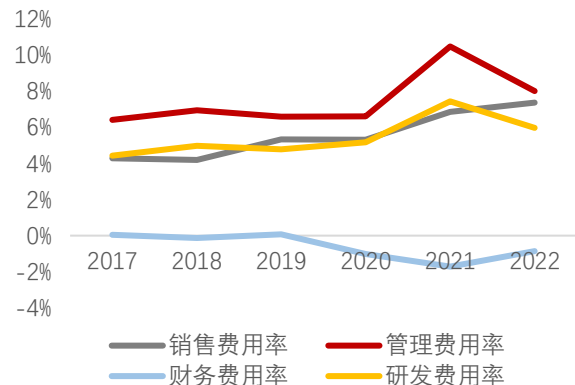
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表71:2017-2022 年科拓生物毛利率、净利率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表72:2017-2022 年科拓生物各项费用率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

2) 益生菌是高景气赛道,公司临床循证扎实,卡位高壁垒的菌株研发端。益生菌是有益的活性微生物,科学合理补充有助于人体微生态平衡。随着经济水平提升,消费者愈加注重健康管理,在专业人士的科普与传播下,对益生菌在肠胃、睡眠、女性健康等方面的作用有了逐步清晰的认知。益生菌临床试验多

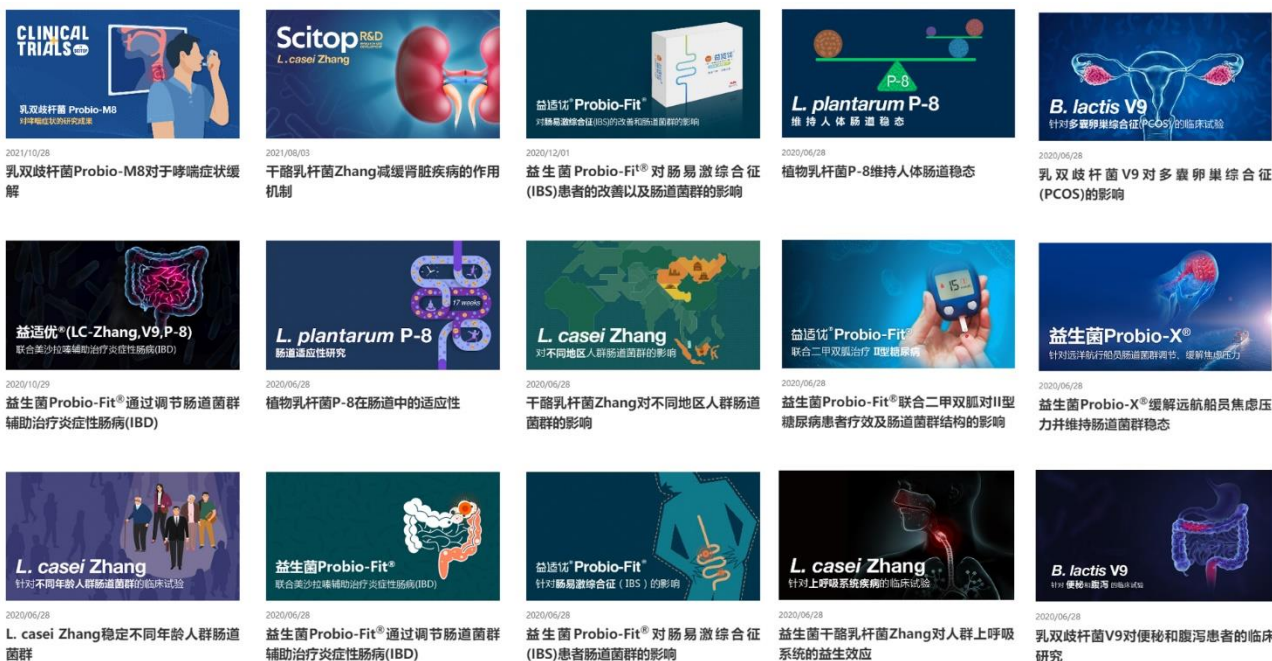
领域齐头并进，响应消费者需求，国内益生菌消费将持续蓬勃发展。根据科拓生物 2022 年报，当前中国益生菌消费市场仍以 11-12% 的速度快速增长，市场潜力巨大。公司研发实力强，具备丰富的菌种资源储备、扎实的临床循证依据、专业的生产能力、紧密的技术交流与快速的响应服务，构筑深厚竞争优势，全位布局原料、产品和品牌，并通过转让菌株实现同客户的深度绑定，在进口替代与行业规范发展背景下或受益最大。

图表73: 益生菌终端消费形态多样



资料来源：淘宝，方正证券研究所

图表74: 科拓生物部分临床试验展示



资料来源：公司官网，方正证券研究所

3) 益生菌产能规划着眼中长期，业务实力将不断增强。2022 年 12 月公司顺利定增，募集资金将用于产能建设，完全达产后公司复配食品添加剂/益生菌原料菌粉/益生菌终端消费品产能将分别为现有产能的 3.86/14.33/13.00 倍，并新增酸奶发酵剂和后生元产能。根据公司测算，若新增产能消化顺利，至 2027

年公司复配食品添加剂/食用益生菌制品市占率将分别达到 13.33%/28.38%（当前市占率分别为 5.26%/4.02%）；2021-2027 年复合增长率分别为 15.42%/74.74%。

图表75:科拓生物金华工厂技改扩产，定增募资建设和林产能

工厂	状态	产能	产值
金华工厂	2021 年投产	年产 30 吨乳酸菌粉、45 吨固体饮料、45 吨压片糖果和 10 吨即食型乳酸菌项目	设计产值 1.5 亿，后通过技改提升，满产产值可达 2.5 亿元
和林工厂	正在办理环评，分批建设	可实现年产 1 万吨食品配料、400 吨益生菌原料菌粉、100 吨酸奶发酵剂、600 吨后生元和 1,200 吨益生菌终端消费品的生产能力。	满产产值超过 25 亿元

资料来源：公司公告，方正证券研究所

6 投资建议

健康产业是朝阳赛道，随着人口老龄化与社会健康意识的提升，保健品渗透率有望持续提升，市场规模将持续增长。从产业链上看，1) 下游品牌端竞争激烈，膳食补充剂市场集中度较低，此外，当前功能性食品尚无标准规范，众多新兴品牌成立并借助线上渠道快速推广，但产品生命周期尚未得到验证。建议关注龙头公司**汤臣倍健**，其在膳食补充剂市场中占据约 10% 的份额，销售费用率处于 30-40% 的水平；公司多品牌、大单品战略明确，既有大单品稳固消费者心智，又能通过多品牌、全品类、全渠道抢占新消费人群，有望在享受保健品行业扩容的同时，实现市占率的继续提升。2) 中游代工厂受益于行业持续稳定增长，建议关注专业能力强、质量与交付稳定、能够提供定制化服务的 CDMO 企业**仙乐健康**。3) 上游原材料建议关注高壁垒的品种，如临床循证扎实的益生菌公司**科拓生物**、具备膳食纤维和阿洛酮糖生产工艺优势的**百龙创园**。

7 风险提示

- 1、食品安全事件、舆论事件等造成较大社会反响的负面事件会冲击行业发展
- 2、健康意识、保健品消费意识的培养是一个长期缓慢的过程，不会一蹴而就
- 3、关注行业政策变化，监管和制度的变化可能对保健品行业的研发、生产、上市和销售产生较大影响

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com