

证券研究报告|行业专题报告

保健品

行业评级 强于大市（首次评级）

2025年9月5日



解构：

迈入科学消费新阶段的保健品行业投资框架

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

谭志千 执业证书编号：S0210525040004

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

为什么说保健品行业发展迎来了新的拐点向上周期？

- ◆ 年轻消费者占比提升：以25-35岁年龄段为主，以女性消费者为主，代表一种健康的生活方式，本质还是健康意识的提升，以及对于衰老的焦虑。
- ◆ 线上占比提升，抖音渠道成为重要的种草和转化平台：线上增速很快，尤其是以跨境电商为主的渠道，可以绕过线下保健食品监管的要求，尤其符合现阶段年轻消费者对于一些新的未获批的成分的需求。
- ◆ 产品迭代速度加快：下游产品迭代快，产品生命周期短，对品牌端的产品研发，产品运营，渠道优势和营销水平提出了更高的要求。

有哪些细分赛道近年保持在高景气度？

- ✓ 抗衰赛道：麦角硫因，PQQ，NAD+产品等
- ✓ 运动健康：氨糖，钙DK产品增速较快
- ✓ 心脑血管保健：鱼油大类下细分深海鱼油，高纯鱼油等，藻油，磷虾油等品类
- ✓ 护肝赛道：水飞蓟，谷胱甘肽，姜黄素等产品
- ✓ 益生菌赛道：女性消费者为主，改善肠道菌群，调节身体整体健康状态

投资建议

1. 品牌端：可以给予较高的品牌溢价，优选提前布局高景气细分品类赛道，产品运营能力突出，品牌认知度高的品牌公司，关注若羽臣，H&H国际控股等。
2. 生产端：代工模式优选规模大，客户资源较好的龙头公司，关注仙乐健康等。
3. 原料端：优选行业龙头，关注金达威等

风险提示

- 1) 监管风险；2) 市场竞争风险；3) 消费者保健需求变迁风险。

- 保健品行业迎来发展拐点向上新周期
 - 行业特征：年轻化趋势明显，新兴细分赛道兴起，产品迭代加快
 - 监管态度：线下从严，线上放松
 - 渠道：受到消费习惯和监管影响，保健品线上化率逐年提升
 - 产业链：下游看营销渠道，中游看规模和客户，上游看成本和工艺
- 保健品高景气核心赛道一览
- 相关企业
- 投资建议
- 风险提示

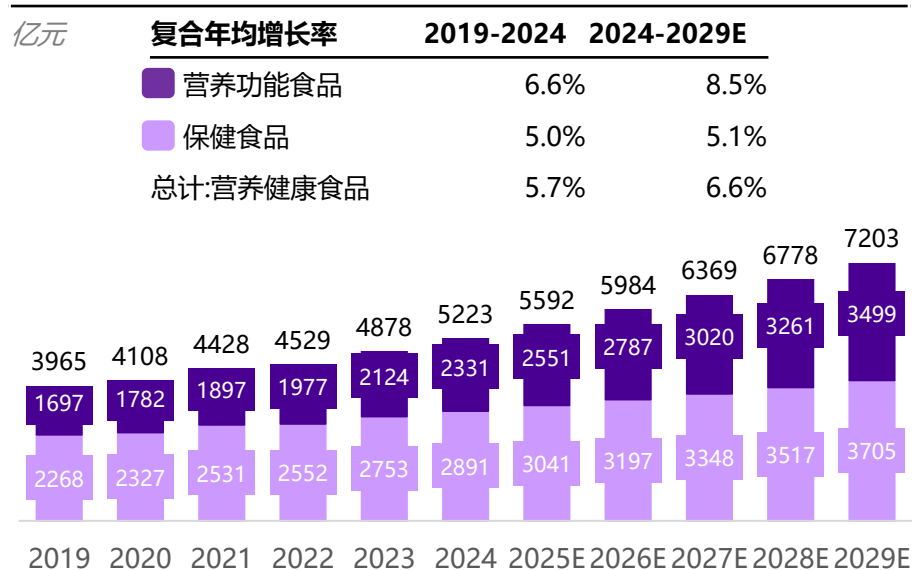
为什么说保健品行业发展迎来了新的拐点向上周期？

- ◆ **新消费细分赛道兴起**：传统保健品行业整体规模约3000多亿元，增速维持在5%左右水平，但新消费赛道，如抗衰，心脑血管保健，护肝，益生菌，美白等细分赛道兴起，软糖，饮品等新型剂型兴起，给整个保健品行业带来了新的增长点。
- ◆ **年轻消费者占比提升，对于保健品的认知在变化**：疫情后25-35岁年龄段消费者健康意识提升，认识到预防的作用大于治疗，会把服用保健品当做日常饮食的一部分。
- ◆ **社交媒体的种草和焦虑渲染**，也使得消费者对于科学服用保健品，调节身体健康的意识在提升。
- ◆ **线上占比提升，抖音渠道成为重要的种草和转化平台**：线上增速很快，尤其是以跨境电商为主的渠道，可以绕过线下保健食品监管的要求，直接宣传保健功效，线上渠道已经成为保健品越来越重要的销售渠道。
- ◆ **产品迭代速度加快**：下游产品迭代快，产品生命周期短，对品牌端的产品研发，产品运营，渠道优势和营销水平提出了更高的要求。

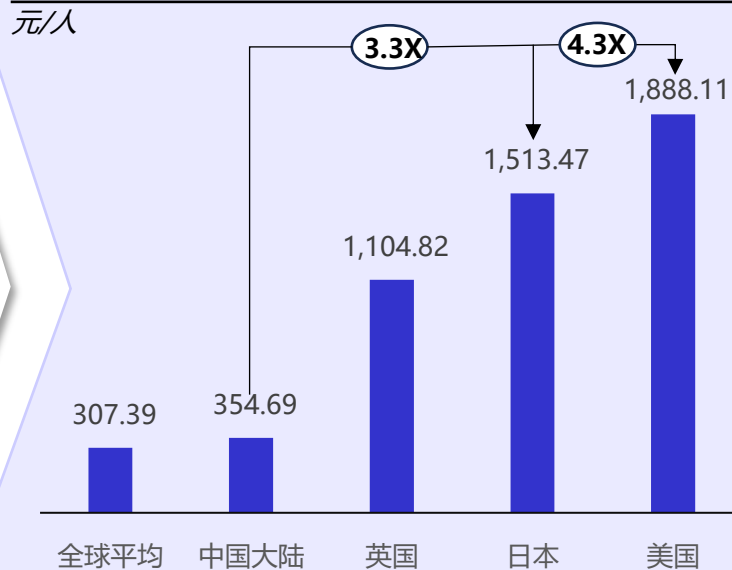
行业特征：新兴细分赛道兴起，产品迭代加快

中国营养健康食品市场2024年总规模达到5,223亿元，其中营养功能食品和保健食品分别为2,891亿元和2,331亿元。从人均消费水平角度来看，2024年中国大陆人均营养健康食品支出为355元，较发达国家水平仍有提升空间。

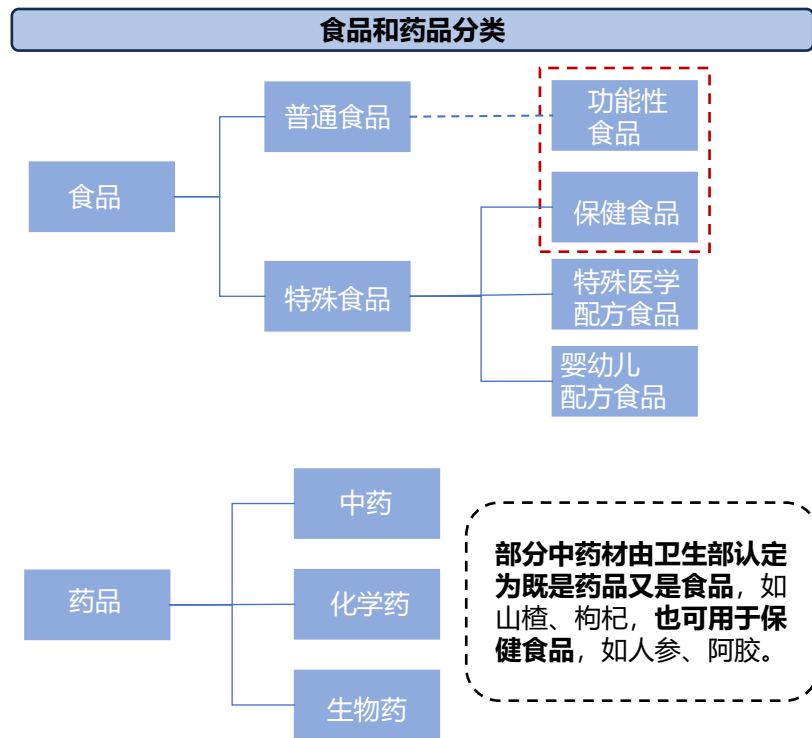
中国营养健康食品市场规模,以零售销售额计,2019-2029E



全球营养健康食品人均消费额, 按地区, 2024年



监管：保健品监管介于功能性食品和特殊食品之间



	保健食品	特殊医学食品	药品
概念	具有特殊保健功能的食品规定用量下无毒副作用	为特定疾病状态人群专门加工配制而成的配方食品，以满足营养膳食需要对特定人群无毒副作用	用于预防、治疗、诊断人的疾病，有目的地调节人的生理机能并规定适应症或者功能主治的物质按规定服用仍可能伴随毒副作用
目标人群	健康、亚健康人群	患者人群 不适用于非目标人群	患者人群 不适用于非目标人群
用途	以调节人体机能为目的起营养补充作用不具备预防治疗作用	为患者疾病治疗、康复及机体功能维持起营养支撑作用不具备预防治疗功能	针对疾病起预防治疗作用
使用方法	无需在医生或临床营养师指导下使用 明确规定每日食用量	需在医生或临床营养师指导下使用 明确规定用量或遵医嘱	处方药需要在医生指导下使用 明确规定用量或遵医嘱
管理方式	注册或备案	注册	注册
申报主体	非生产企业亦可	仅生产企业	仅生产企业
临床试验	不需要	特定的全营养配方食品需要	需要

监管：保健品监管介于功能性食品和特殊食品之间

	主要类型	定义及特点	代表产品
保健产品	维生素	维生素为维持身体健康所需的一类有机化合物,大部分需要通过日常膳食获取	维生素A、B1、B2、B3、B5、B6、B7、B9、B12、C、D、E、K等
	矿物质	矿物质是生物体维持正常生理功能和生化代谢等生命活动所必需的化学元素,需通过膳食补充	钙、铁、锌、硒等
	益生菌	对人体健康有益的活性微生物,核心功能为改善人体胃肠道健康,增强免疫力	乳杆菌、双歧杆菌、革兰阳性球
	动植物提取	存在于天然动植物体内,对增强身体特定机能有帮助作用,人体自身合成可能不足	蛋白粉、辅酶Q10、叶黄素、褪黑素、鱼油、膳食纤维等
功能性食品	运动补剂	能够提高运动健身效果的营养补充食品	乳清蛋白、肌酸等
	功能饮料	添加电解质/糖类/牛磺酸/维生素等一种或多种材料,补充人体在运动中损失的水分/能量/电解质	运动饮料、能量饮料等
	无糖饮料	添加人工、天然甜味剂的饮料,替代高热量饮品,减少人体糖分摄入,满足消费者低卡零卡需求	无糖气泡水、无糖茶饮、无糖植物蛋白饮料等
	健康美容食品	在零食、饮料中添加营养元素或美容物质,有一定健康美容效果,但无需通过保健品注册	助眠软糖、口服玻尿酸、益生菌固体饮料、奶昔代餐等

政策文件	具体规定
《食品安全法》	保健食品的标签、说明书不得涉及疾病预防、治疗功能，内容应当真实，与注册或者备案的内容相一致，载明适宜人群、不适宜人群、功效成分或者标志性成分及其含量等，并声明“本品不能代替药物”。保健食品的功能和成分应当与标签、说明书相一致。
《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》	第七条 除维生素、矿物质等营养物质外，纳入保健食品原料目录的原料应当符合下列要求： （一）具有国内外食用历史，原料安全性确切，在批准注册的保健食品中已经使用； （二）原料对应的功效已经纳入现行的保健功能目录； （三）原料及其用量范围、对应的功效、生产工艺、检测方法等产品技术要求可以实现标准化管理，确保依据目录备案的产品质量一致性。
《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》	保健食品广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。保健食品广告应当显著标明“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”，声明本品不能代替药物，并显著标明保健食品标志、适宜人群和不适宜人群。

保健食品的注册与备案

(1) 保健食品注册，是指市场监督管理部门根据注册申请人申请，依照法定程序、条件和要求，对申请注册的保健食品的安全性、保健功能和质量可控性等相关申请材料进行系统评价和审评，并决定是否准予其注册的审批过程。

(2) 保健食品备案，是指保健食品生产企业依照法定程序、条件和要求，将表明产品安全性、保健功能和质量可控性的材料提交市场监督管理部门进行存档、公开、备查的过程。

适用范围：

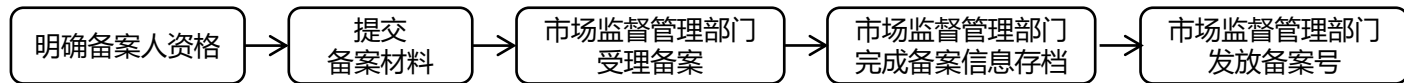
(1) 注册：适用于使用保健食品原料目录以外原料的保健食品，以及除首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品（即营养素补充剂）以外的首次进口保健食品。

(2) 备案：适用于使用的原料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。

保健品注册流程



保健品备案流程



跨境电商渠道可以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以及认证费用，产品功能上更多样化，来自全球各地的品牌也给中国消费者提供了更多选择。

跨境电商渠道	一般贸易渠道
	
保健食品无需在国内进行注册备案,以普通食品来销售,节省时间和资金,仅可在跨境电商平台销售	保健食品需在国内进行注册备案,有“蓝帽子”标记,审批流程长,费用高,但可在线下和线上渠道销售
产品功能和所用成分不受国内保健食品法规限制,符合原产国标准,产品创新空间大	产品功能和成分受国内保健食品监管限制,产品创新空间小但安全程度高
功能性食品无需注册备案,但需要通过食品检验	功能性食品无需注册备案,但需要通过食品检验

为进一步理清食品安全监管责任，建立健全协同监管机制，强化全链条监管合力，坚决守牢食品安全底线，切实保障人民群众身体健康和生命安全，中共中央办公厅、国务院办公厅于2025年发布《关于进一步强化食品安全全链条监管的意见》。

进一步强化食品安全全链条监管

建立跨境电商零售进口食品负面清单 —— 海关总署配合商务部建立

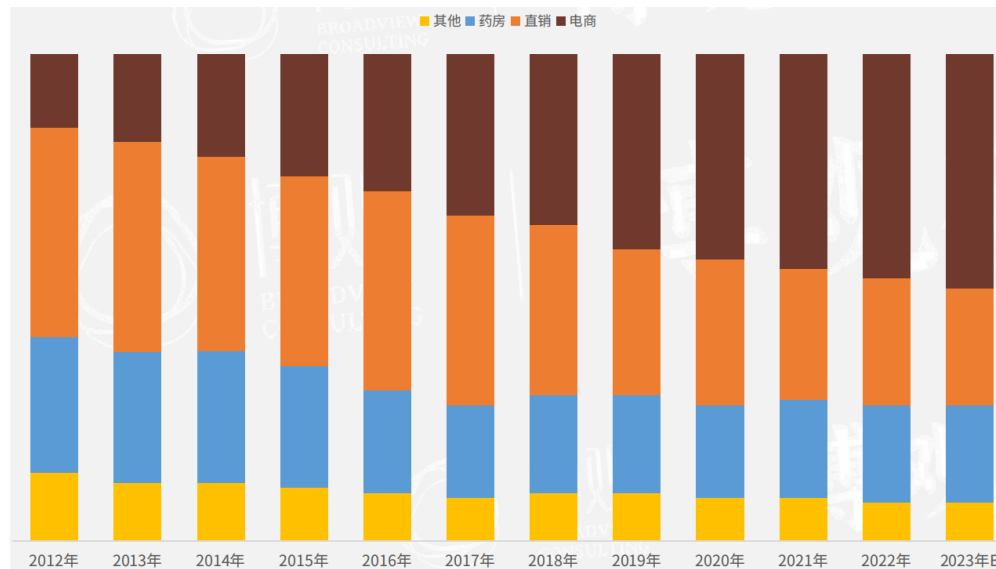
海关要根据市场监管部门需要，提供信息并开展风险信息交流——建立监督协作机制

回明确跨境电商零售进口食品召回责任，加强召回监管力度——网售消费品召回监管征求意见

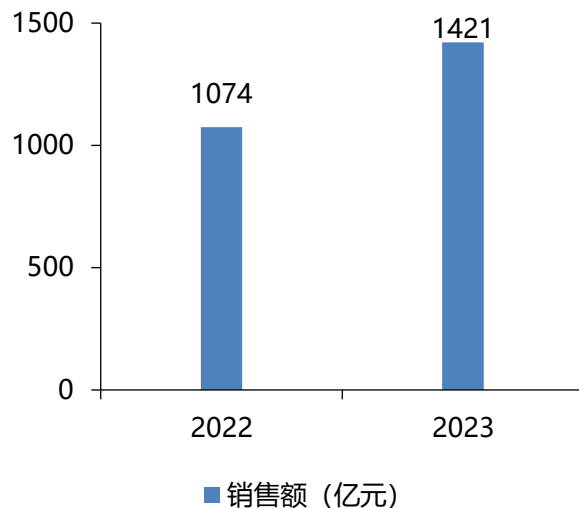
渠道：保健品行业线上占比逐年提升，是主要的增量市场

- 中国保健品线上渠道销售额从2022年的1074亿元增长至2023年的1421亿元。
- 由于保健品线上主要由商务部监管，线下主要由市场监督管理局管，因此线上相对管理较松，主要的新品，增量市场主要来自于线上。

中国保健品行业各渠道占比变化



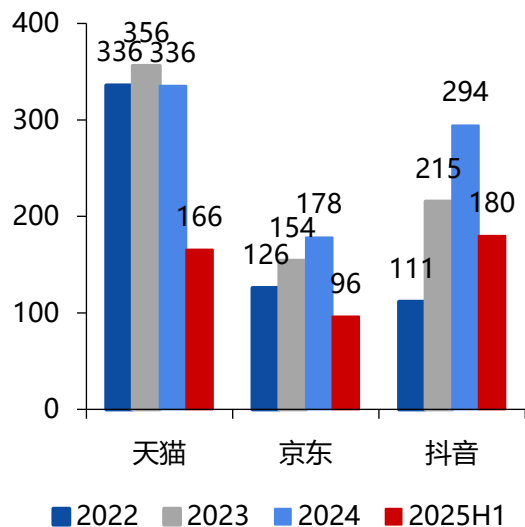
保健品线上渠道销售额



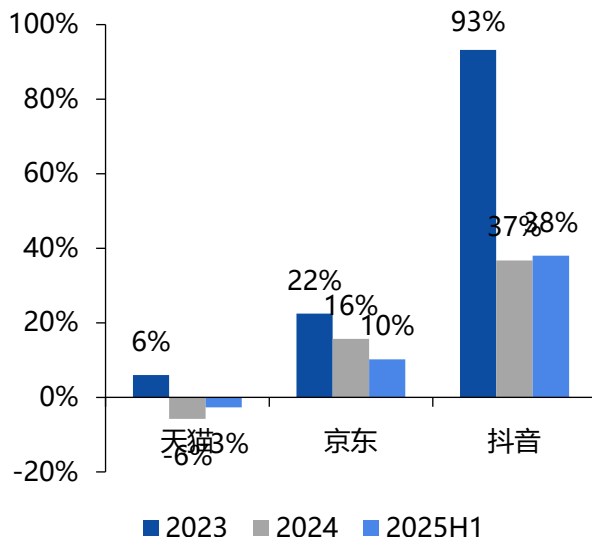
渠道：抖音增速较快，2025H1已成为保健品销售第一大线上平台

根据久谦西式保健品类数据，近年来抖音平台保健品销售增速较快，2024年同比增速37%，2025H1同比增速也达到了38%，已经超过天猫成为了线上第一大平台。

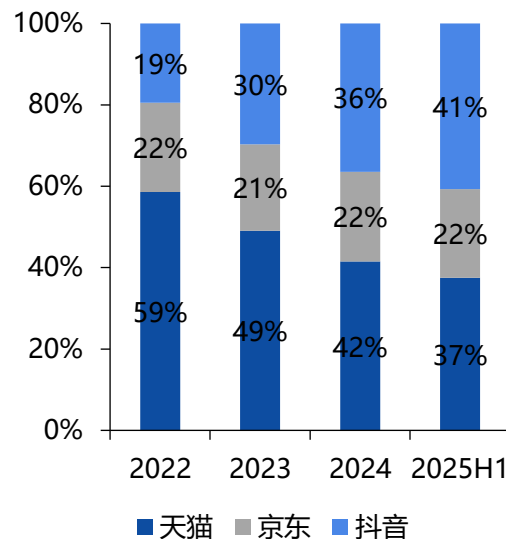
保健品线上销售规模（亿元）



保健品线上销售同比增速



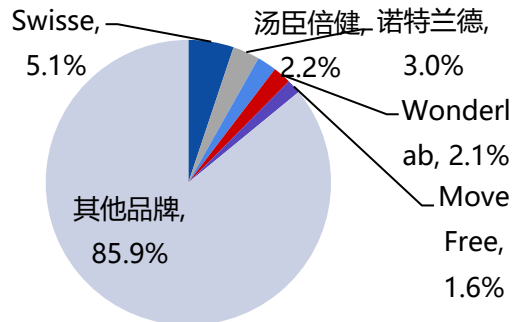
保健品线上各平台销额占比



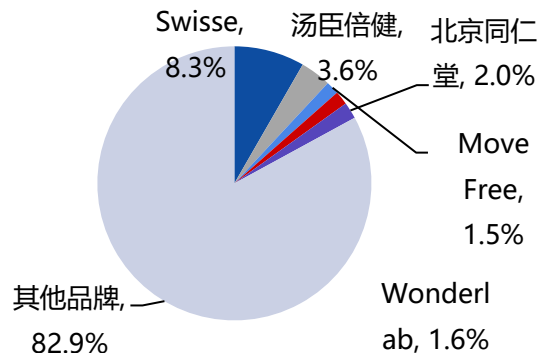
渠道：线上格局较为分散，Swisse整体 第一，抖音新兴品牌表现领先

- 保健品线上销售整体较为分散，全平台（天猫+京东+抖音）来看，Swisse 2025H1市场份额第一，达到5.1%，CR5合计达到14%。
- 分平台来看，Swisse，汤臣倍健和Move free稳居天猫和京东平台2025H1的份额前三，天猫CR5达到17%，京东CR5达到了24%。抖音则主要以新兴品牌表现更为优秀，诺特兰德/Wonderlab/五个女博士份额分别达到了14%/7%/6%。

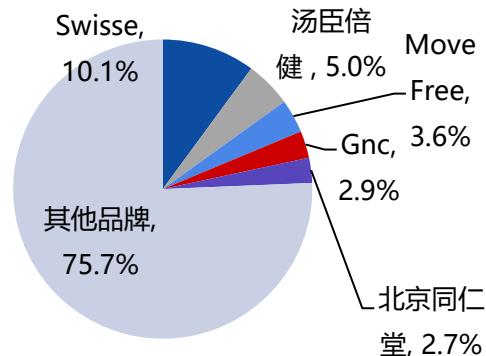
线上整体2025H1各品牌份额



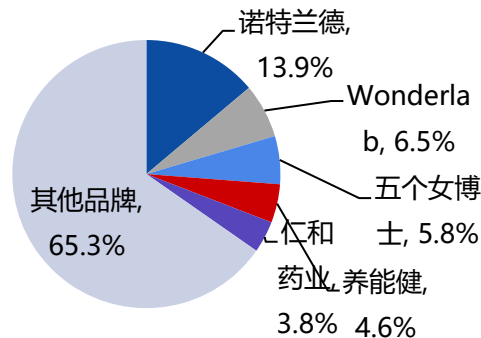
天猫2025H1各品牌份额



京东2025H1各品牌份额



抖音2025H1各品牌份额

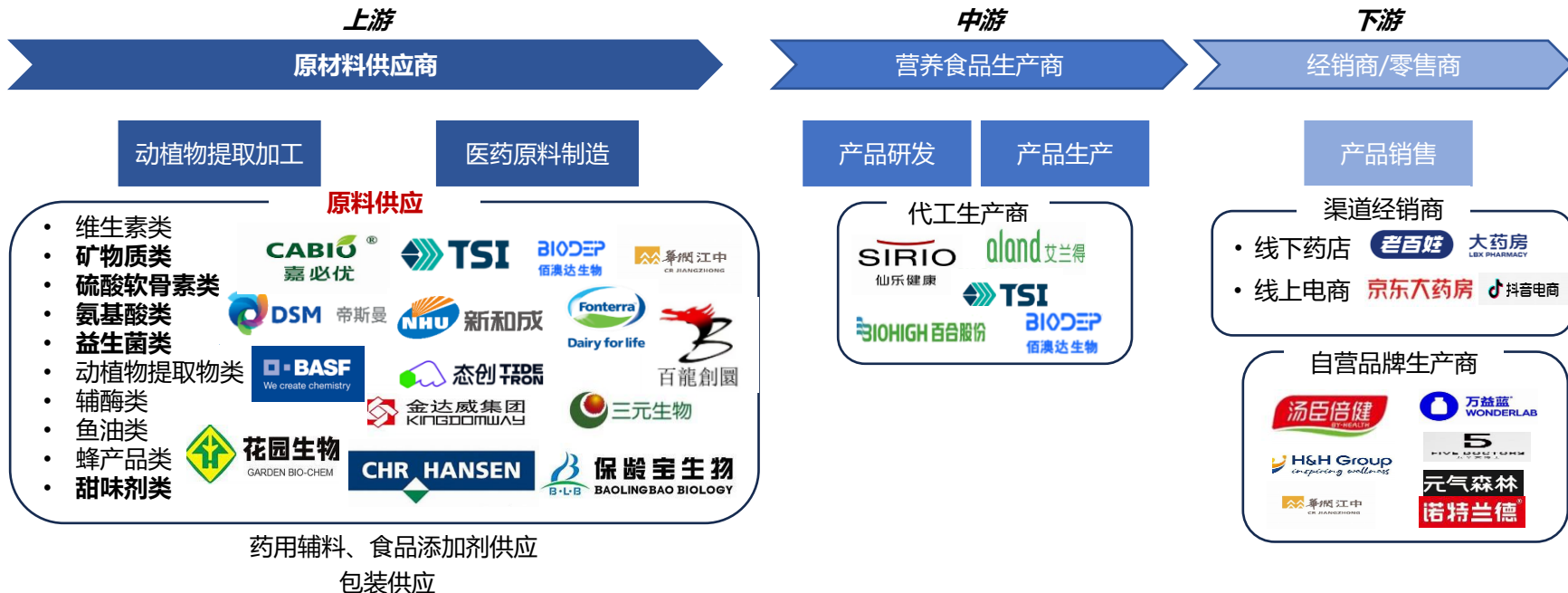


产业链：下游看营销渠道，中游看规模和客户，上游看成本和工艺

保健品行业下游主要为品牌商和渠道商，保健品销售重营销，渠道利润分成高，细分赛道多，终端品牌格局较为分散。

保健品中游主要以代工生产商为主，主要考验规模化生产能力和客户订单资源。

保健品上游原料主要以生物制药企业，化工合成企业居多，考验成本优势和工艺水平。



目 录

- 保健品行业迎来发展拐点向上新周期
- 保健品新消费属性赛道
 - 抗衰
 - 运动营养
 - 心脑血管保健
 - 护肝保健
 - 益生菌
- 相关企业
- 投资建议
- 风险提示

抗衰+运动营养+益生菌+美丽健康等赛道呈现出较为明显的新消费属性，其中

- ◆ 抗衰：促进能量代谢、修复受损DNA、延缓细胞衰老，主推麦角硫因
- ◆ 运动健康：聚焦关节和骨骼健康，主推氨糖，钙DK，蛋白粉等
- ◆ 心脑血管：补充DHA+EPA，深海鱼油，磷虾油，藻油等细分品增速快
- ◆ 护肝：高油高脂饮食+加班熬夜压力大等不健康的生活方式带来的需求
- ◆ 益生菌：聚焦代谢功能调节明星菌株

保健品新消费属性赛道：抗衰+运动营养+益生菌+美丽健康

人群分类	功能分类						
	基础营养	心脑血管健康	免疫健康	魅力健康	骨骼关节	益生菌	健康衰老
 婴童人群	多种维生素矿物质口服液	蓝莓花色苷叶黄素酯软糖 叶黄素酯黑醋栗透明质酸钠固体饮料	维生素C饮品 乳铁蛋白乳清蛋白粉	/	钙锌维生素D维生素K口服液 钙镁维生素D口服液	益生菌固体饮料(免疫肠胃) DDS-1益生菌压片糖果(便秘)	/
 25-45 青年人群	多种维生素矿物质口服液 多种维生素矿物质凝胶糖果 分龄营养包	水飞药黄芪丹参胶囊(护肝) 叶黄素酯爆珠磷脂酰丝氨酸压片糖果	维生素C泡腾片 维生素C咀嚼片	姜黄EGCG饮品(痘痘)胶原蛋白生物素软糖(护发)	钙维生素D维生素K软胶囊 NAG钙维生素D饮品(骨关健康)	BG益生菌固体饮料(肠道) 益生菌气泡压片糖果(口腔)	/
 女性人群	发酵人参富铁软糖 多种维生素矿物质片(孕妇乳母)	还原型辅酶Q10 PQQ软胶囊(备孕)	针叶樱桃维生素C软糖 胶原蛋白维生素E硒软糖	胶原蛋白软糖 白石榴香瓜谷胱甘肽压片糖果 胶原小分子活性肽饮品	钙镁咀嚼片 钙维生素D维生素K软胶	JREX女性私护益生菌粉 益生菌双层气泡片(体重管理)	PQQ盐当归黄芪乌鸡肤饮品 PQQ盐胶原小分子肽桦树汁饮品
 中老年人群	多种矿物质片 灵芝孢子粉颗粒	97%高浓度鱼油软胶囊 辅酶Q10软胶囊 红曲纳豆胶囊	80%高蛋白含量比乳清蛋白粉	/	氨糖软骨素加钙片 氨糖软骨素淫羊藿胶囊	益生菌固体饮料(养胃) 益生菌固体饮料(肠道)	益生菌蛋白粉固体饮料(肌肉)
 宠物	多种维生素矿物质片	乳化鱼油乳液 高浓度鱼油软胶囊	乳铁蛋白益生菌粉	美毛化毛营养膏 祛泪痕美毛粉	氨糖软骨素软颗粒 氨糖软骨素片	口腔护理益生菌粉剂	/

抗衰：促进能量代谢、修复受损DNA、延缓细胞衰老，主推麦角硫因

主推概念	通过不同机制共同支持细胞健康，促进能量代谢、修复受损DNA、延缓细胞衰老。		
核心成分	NAD+ (烟酰胺腺嘌呤二核苷酸)	PQQ（吡咯喹啉醌）	麦角硫因
抗氧化机制	支持细胞内的抗氧化酶系统	通过维护线粒体间接抗氧化	清除自由基 + 增强谷胱甘肽
作用介绍	在细胞能量代谢中起着关键作用的辅酶。补充NAD+或其前体物质(如NMN和NR)可以激活去乙酰化酶Sirtuin和PARP1,对抗衰老	强大的抗氧化剂，能够刺激谷胱甘肽的产生，减少氧化应激，保护线粒体功能，并通过激活Nrf2途径增强细胞的抗氧化能力	天然氨基酸衍生物，具有抗氧化和抗炎特性，能够保护皮肤免受紫外线等环境压力的伤害，减少皱纹和细纹
应用现状	NAD+的应用主要集中在：抗衰老、神经退行性疾病治疗、代谢疾病治疗肌肉功能改善等。 NMN和NR是NAD+的生物合成前体，产品设计中人们通常使NMN和NR作为补充剂来结合提高NAD+水平。	除了单一成分外，在实际使用中，PQQ还可以与多种营养素搭配使用例如NMN、辅酶Q10、维生素C、维生素E、葡萄籽提取物、叶黄素等。 与NMN搭配，聚焦能量补充；与辅酶Q10搭配，有助于心脑血管健康与维生素C和维生素E搭配，可协同发挥对自由基的清除作用；与叶黄素、蓝莓等搭配，可致力于护眼作用。	麦角硫因的安全性、抗衰机理及多方位的功效已被科学界所证实。 最先因雅诗兰黛和伊丽莎白雅顿的高端护肤品走入视野。麦角硫因在保健品方面也具有抗衰老、延长寿命、口服美容、提高脑部认知、护眼、提高生殖系统健康、保护肝脏修复运动后的损伤、提高线粒体ATP、宠物营养、保鲜等作用。
核心商品			

运动健康：聚焦关节和骨骼健康，主推氨糖，钙DK，蛋白粉等

运动系统		细分需求	存量市场	增量市场
 运动系统包括骨骼、骨连接、骨骼肌起支持、保护和运动的作用三者协同发挥作用，缺一不可	骨关节	运动的枢纽 包括软骨、关节囊、滑液、韧带等 由于关节损伤、关节畸形、软骨缺陷、超重导致的关节疼痛、活动受限	核心成分：氨糖软骨素、骨胶原蛋白等 商品供给集中在中低价格带 成交占比最高的在170~300，540以上多为多件装sku	升级版氨糖： N-乙酰氨基葡萄糖 外用涂抹氨糖 胶原蛋白： UC-II (非变性2型胶原蛋白) 抗炎止痛成分： 乳香提取物、MSM、姜黄素、维生素C
	骨骼	支撑、杠杆、保护 骨质=有机质+无机质 即骨胶原蛋白、钙、磷 有机质多，无机质少—骨骼柔韧，易变形 有机质少，无机质多—韧性差，不易变形	核心成分：钙、K2、VD等 商品供给集中在低价格带 单一成分件单价低，红海市场在卷价格和极致性价比，靠多件装ku拉升件单价	复配成分： 钙+K2+D3+VA+磷 高盐饮食、爱喝茶、喝咖啡大剂量咖啡因摄入的人群钙更易流失 大豆异黄酮： 针对女性，钙流失更快，大豆异黄酮可以补雌激素、其摄入量会影响骨密度
	骨骼肌	运动的动力 和其他肌肉不同，骨骼肌受主动意识支配 随着年纪衰老，可能出现肌少症、肌肉萎缩、肌无力，最早可始于40岁	核心成分：蛋白粉、大豆分离蛋白等 商品供给相对分布分散在各个价格带 成交相对集中在中高价格带以大罐装为主	乳清蛋白： 免疫+肌肉养护双重功效 HMB+复配成分： 增加肌肉蛋白合成、减少肌肉蛋白分解 尿石素A： 有益于肌肉和线粒体健康

运动能力



心脑血管：补充DHA+EPA，深海鱼油，磷虾油，藻油等细分品增速快

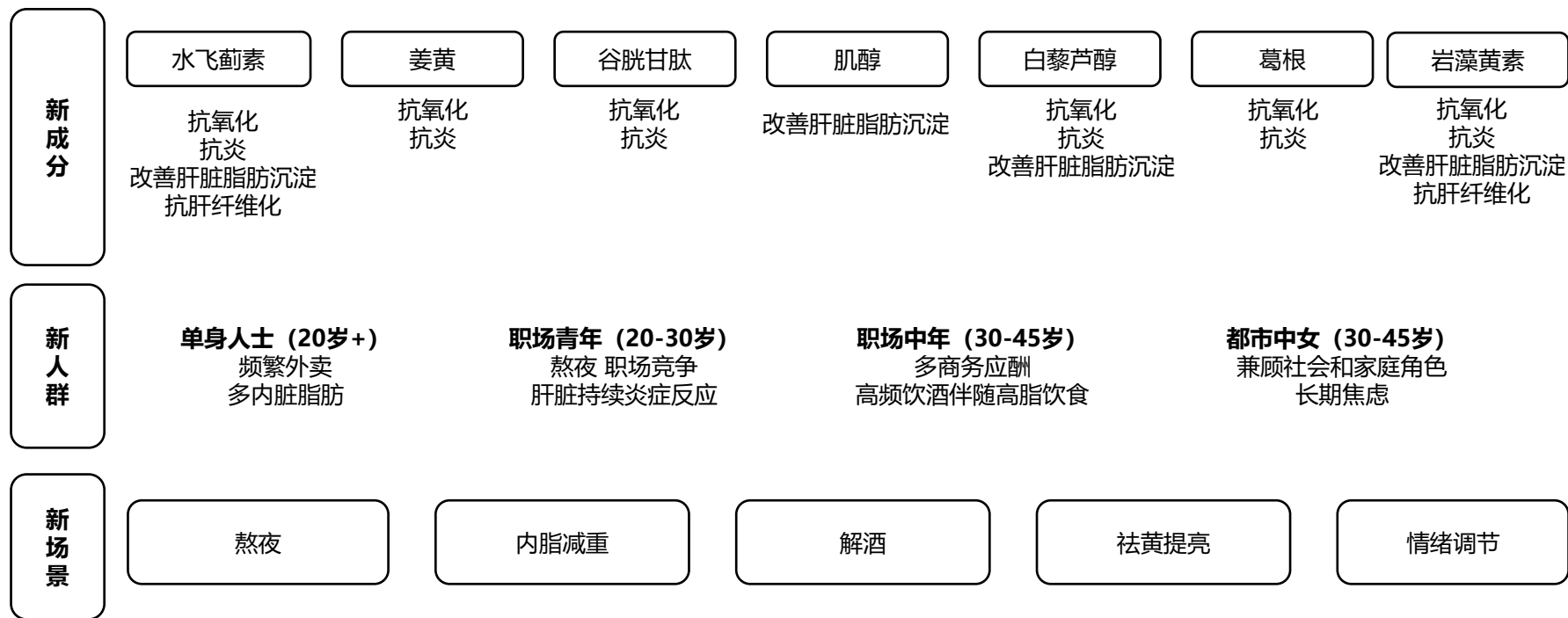
《中国心血管健康与疾病报告》显示2019年我国农村、城市心血管病分别占死因46.74%和44.26%，推算心血管疾病现患人数3.3亿，潜在规模大。



护肝：高油高脂饮食+加班熬夜压力大等不健康的生活方式带来的需求



护肝：蓟类产品仍为核心品类，姜黄+谷胱甘肽复配成分增速快



益生菌主要有调节肠道菌群平衡、促进机体营养吸收、提高免疫力、生物屏障作用、降血脂和降血压等多种功能。

肠胃调节

长双歧杆菌-BB536
嗜酸乳杆菌-NCFM
鼠李糖乳杆菌-LGG
乳双歧杆菌-B420
布拉氏酵母菌-CNCMI745

免疫调节

罗伊氏乳杆菌-DSM17938
乳双歧杆菌-BB-12
副干酪乳杆菌-Shirota

口腔健康

布拉氏酵母菌-CNCMI-745
罗伊氏乳杆菌-DSM17938
唾液乳杆菌-LS1

代谢功能调节

嗜黏蛋白阿克曼菌-AKK
乳双歧杆菌-B420
长双歧杆菌-BB536
嗜酸乳杆菌-NCFM
格氏乳杆菌-BNR17
植物乳杆菌-CCFM0233

心理健康

婴儿双歧杆菌-Rosell-33
长双歧杆菌-1714
瑞士乳杆菌-R0052

女性健康

发酵乳杆菌- RC-14
卷曲乳杆菌 -CTV - 05
鼠李糖乳杆菌-GR-1

过敏缓解

副干酪乳杆菌-LP-33
短双歧杆菌-M-16V
鼠李糖乳杆菌-LGG

改善炎症

鼠李糖乳杆菌-HN001
乳双歧杆菌-HN019
嗜酸乳杆菌-NCFM

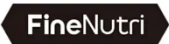
目 录

- 保健品行业迎来发展拐点向上新周期
- 保健品新消费属性赛道
- 相关企业
 - 品牌端：若羽臣，H&H国际控股
 - 代工端：仙乐健康
 - 原料端：金达威
- 投资建议
- 风险提示

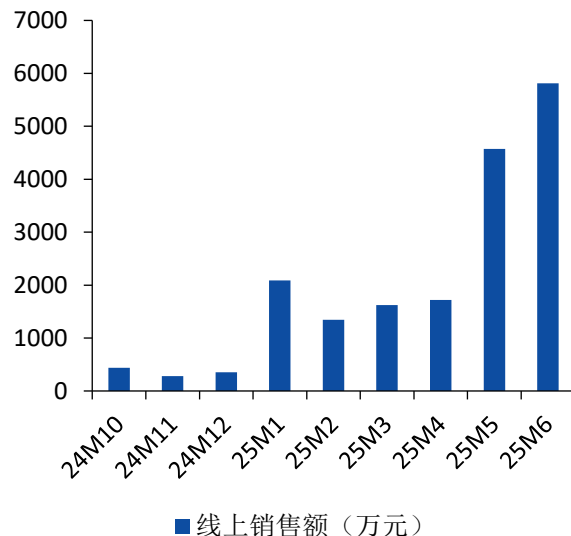
若羽臣：斐萃麦角硫因产品快速放量，长期保健品多品牌矩阵可期

广州若羽臣科技股份有限公司的主营业务涵盖品牌管理、自有品牌及线上代运营业务，公司在保健品领域代运营多年，积累了丰富的线上运营经验。目前保健品品牌矩阵包括1) FineNutri斐萃：其专注于女性口服抗衰保健类食品，构建以“麦角硫因”为核心成分的产品矩阵；2) VitaOcean：女性专研高阶鱼油；3) Nuibay：麦角硫因单一成分高性价比产品。

若羽臣其他保健品品牌矩阵

	主打成分	简介
斐萃  斐萃	麦角硫因复配产品 红宝石油	2024年中推出，同时公司与全球唯一生产红宝石油的挪威公司Zooca Calanus达成战略合作，推出红宝石油新品，主打抗氧化、抗炎、体重管理和保护心血管等多重功效。2024年收入1212万元，2025年放量增长。
VitaOcean 	女性专研高阶鱼油	
Nuibay 	麦角硫因单一成分产品， 主打99元/30粒装。	

斐萃线上月度销售金额（万元）



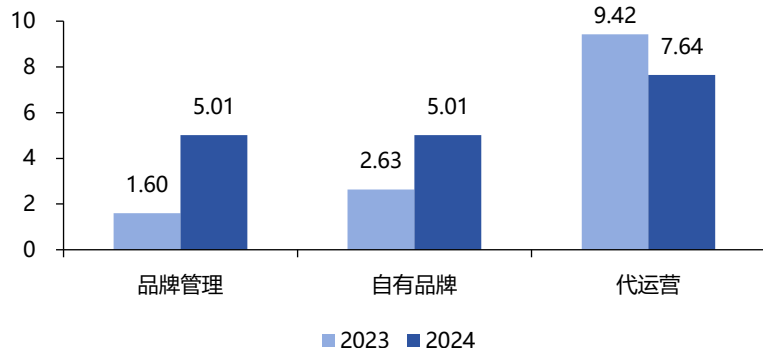
若羽臣：斐萃麦角硫因产品快速放量，长期保健品多品牌矩阵可期

2025Q1公司表现良好，呈稳健增长态势。若羽臣实现营业收入5.74亿元，同比增长54.16%。归母净利润0.27亿元，同比增长113.88%。毛利率53.94%。

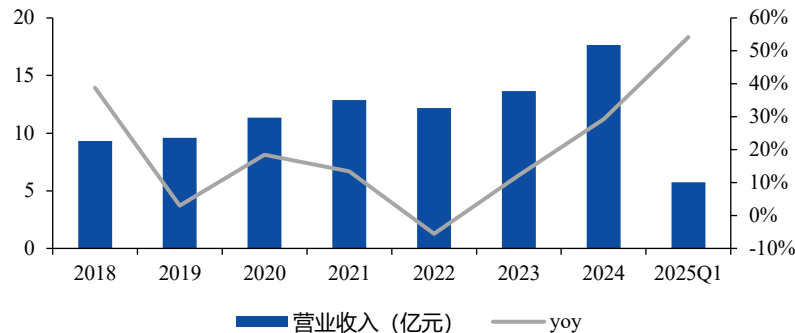
2024年若羽臣实现营业收入17.66亿元，同比增长29.26%。归母净利润1.06亿元，同比增长94.58%。毛利率44.57%，同比+4.33pct。

公司线上代运营成为营收主要贡献者，线上代运营营收11.79亿元，同比增长54.09%，占总营收66.78%。毛利率56.77%，同比+2.34pct。

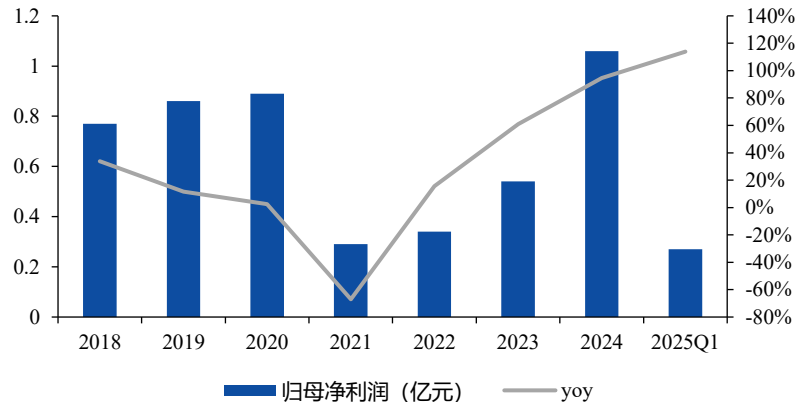
若羽臣各类业务营收（亿元）



若羽臣营业收入及增速



若羽臣归母净利润及增速



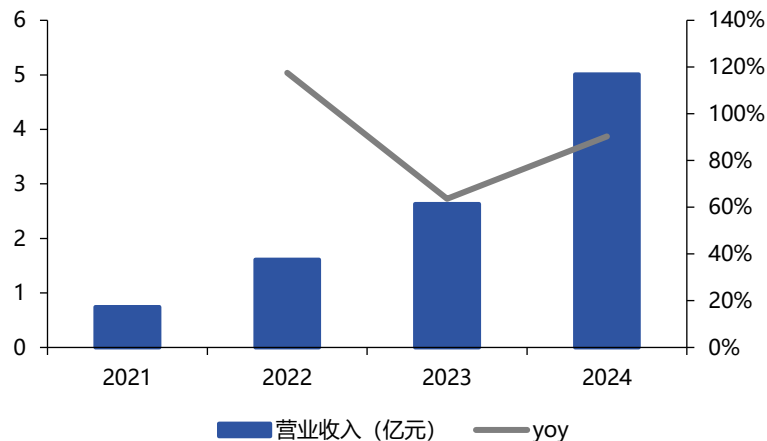
若羽臣：斐萃麦角硫因产品快速放量，长期保健品多品牌矩阵可期

若羽臣自有品牌Finenutri 斐萃2024年实现营业收入0.12亿元。

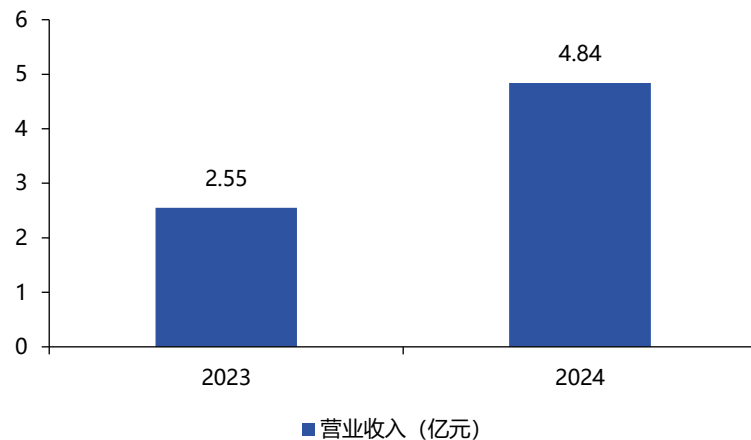
若羽臣自有品牌Lycocelle 绽家2024年实现营业收入4.84亿元，占营业收入27.42%，同比增长90.09%。

若羽臣自有品牌业务总营收维持高增长率，呈现增长态势，在2024年实现营业收入5.01亿元，同比增长90.28%，占营业收入28.37%。

若羽臣自有品牌营业收入及增速



Lycocelle 绽家营业收入



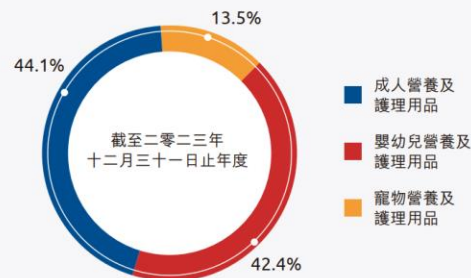
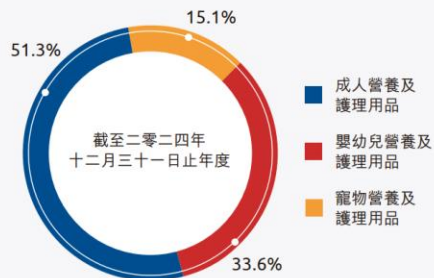
健合(H&H)国际控股有限公司主要从事生产及销售高端儿童营养品、婴幼儿护理用品、成人营养及护理用品以及宠物营养及护理用品。公司涵盖五大业务领域：婴幼儿配方奶粉、成人营养品和护理用品、益生菌产品、干制婴幼儿食品及营养补充剂、婴幼儿护理用品。公司的核心收入增长动力为高利润营养补充品营业收入。

公司核心亮点：

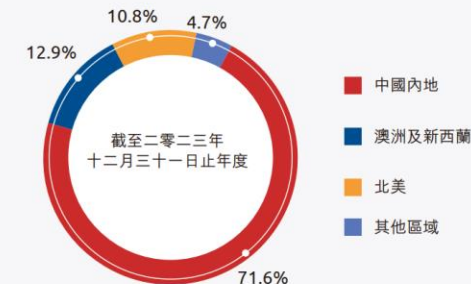
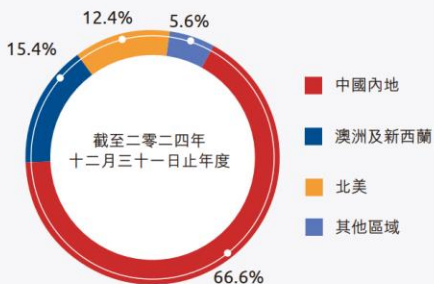
1. 市场领先地位：2024年，Swisse在中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场稳居第一。2024年，Biostime品牌在超高端婴幼儿配方奶粉市场份额从12.4%提升至13.3%，并保持中国内地婴幼儿益生菌市场的榜首地位。公司占据2024年法国有机婴幼儿配方奶粉40.1%的市场份额和婴幼儿配方羊奶粉43.4%的份额。
2. 产品创新优势：2024年，Swisse扩大SwissePlus+、SwisseMe及LittleSwisse的产品组合，其中SwissePlus+系列带来19.6%的增长。同年，公司新推出Solid Gold鱼油补充剂，该产品占中国内地宠物营养及护理用品总收入的14.7%。
3. 渠道运营能力：2024年公司跨境电商渠道收入占中国内地成人营养及护理用品收入78.1%。1段婴幼儿配方奶粉2024年全年的市场份额为4.4%，在双十一期间商品成交总金额按年增长117%。
4. 全球化布局：2024年，公司在全球市场布局成效显著，在澳新市场维生素品类市占率保持第一。截至2024年底，宠物品牌Zesty Paws成功覆盖美国超18,000家门店，并在东南亚市场快速拓展，成为Shopee平台2024年增长最快品牌。

公司2024年收入结构拆分

按業務分部劃分的收入



按地理位置劃分的收入



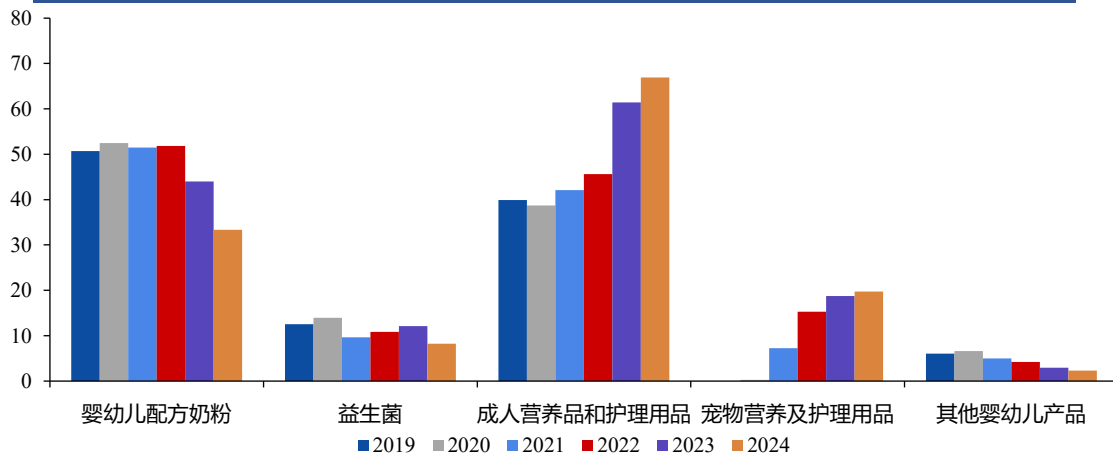
H&H国际控股公司2024年营业收入下滑，受奶粉行业调整拖累。H&H国际控股公司2024年实现营业收入130.52亿元，同比下降6.28%。归母净利润-0.54亿元。

分业务：

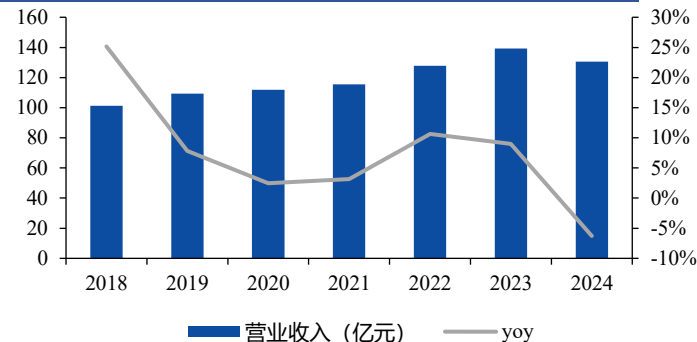
(1) 婴幼儿配方奶粉和益生菌营业收入大幅度下滑，分别实现营收33.32亿元和8.21亿元，同比分别下降24.22%和32.21%，导致营业收入总体下降。

(2) 成人营养品和护理用品为公司核心营业收入，实现营业收入66.96亿元，同比增长9%，占比51.31%。

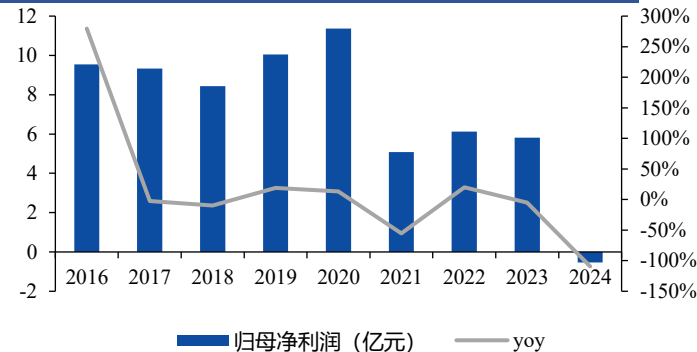
H&H国际控股各类业务营收（亿元）



H&H国际控股营业收入及增速



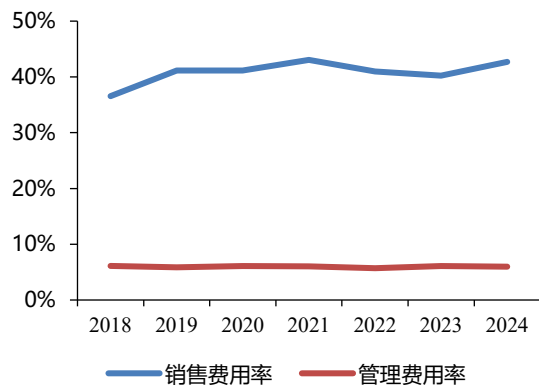
H&H国际控股归母净利润及增速



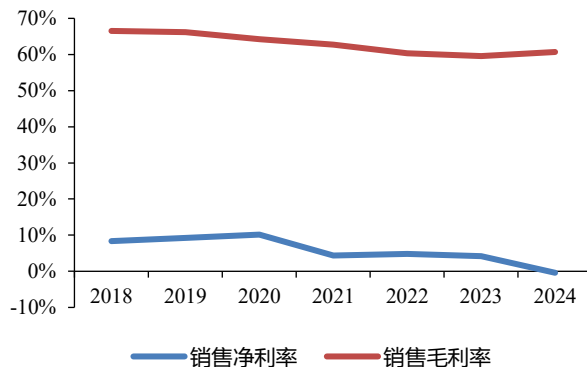
H&H国际控股：Swisse作为行业线上龙头，品牌认知高，产品力突出

品牌名称	主要领域	主打产品	发展情况
	婴幼儿配方奶粉	合生元派星幼儿配方奶粉、合生元派星天护幼儿配方奶粉、合生元派星天呵幼儿配方奶粉、合生元贝塔星耀幼儿配方奶粉	2024年，Biostime品牌在超高端婴幼儿配方奶粉市场份额从12.4%提升至13.3%，并保持中国内地婴幼儿益生菌市场的榜首地位。
	成人营养及护理用品	钙维生素D片、鱼油软胶囊、植物乳酸菌胶囊、辅酶Q10软胶囊、维生素C泡腾片	Swisse在中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场稳居第一。
	宠物营养及护理用品	Allergy & Immune Bites for Dogs、8-in-1 Multivitamin Bites for Dogs	截至2024年底，Zesty Paws成功覆盖美国超18,000家门店，并在东南亚市场快速拓展，成为Shopee平台2024年增长最快品牌。Zesty Paws是美国最受认可的宠物补充品品牌之一。
	宠物营养及护理用品 (高端宠物食品品类)	Air Dried Topper & Meal、Leaping Waters、Wolf king	截至2024年12月31日，Solid Gold已覆盖全美超过4800家门店。美国还在做渠道调整，今年还会调整。
	婴幼儿产品	初生柔系列纸尿裤、兔兔柔系列纸尿裤等、安抚奶嘴、牙胶	历史悠久，覆盖全球多个国家和地区。
	婴幼儿产品	有机坚果棒、有机榛子巧克力夹心米饼、有机牛奶巧克力迷你米饼、有机巧克力饼干、有机谷物脆	2019年正式进入中国。创立10年来荣获16项欧洲有机食品行业及主流媒体大奖。该品牌是畅销法国及欧洲主要国家的网红品牌，同时也是法国最佳成长有机婴幼儿及儿童食品品牌。
	成人营养及护理用品	Cell Revitalise Day Moisturiser、Miracle Cleanser、Cell Revitalise Night Moisturiser	Aurelia London 是一个屡获殊荣的护肤品牌。Aurelia London在2019年被H&H国际控股收购。

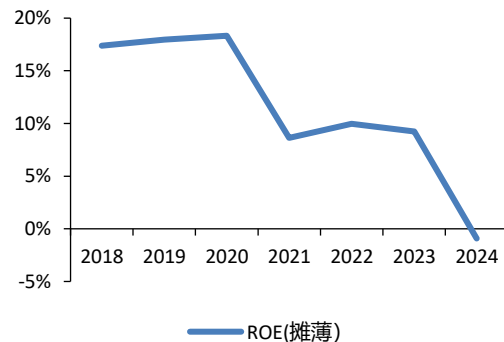
H&H国际控股费用率



H&H国际控股销售净利率及毛利率



H&H国际控股ROE（摊薄）



仙乐健康成立于1993年，2019年上市。公司以“创新科技”和“国际化”为核心战略，专注于营养保健食品领域，提供集研发、生产、销售及技术于一体的服务。公司是营养健康食品CDMO头部企业，是国内第一家以营养健康食品B端业务为主营业务的上市公司。公司产品涵盖鱼油系列、氨糖系列、Ω369系列、钙产品系列、维生素和矿物质系列、辅酶Q10系列、葡萄籽等植物提取物系列等。

公司核心亮点：

- (1) 全球化布局与本土化能力：公司在中国、美国、欧洲建有七大生产基地和五大研发中心，打造“In Global, for Local”的供应链体系，快速响应全球市场客户需求。公司深耕全球营养健康食品主要市场，拥有高粘度的客户。
- (2) 技术研发与创新优势：公司拥有87项发明专利和285项保健食品批文，参与国内以及美国行业标准修订（公司辅酶Q10软糖标准于2024年载入美国药典）。重点研发植物基软胶囊和营养软糖等创新剂型。
- (3) 多品类多剂型供应能力：具备软胶囊、软糖等核心剂型的产能和技术优势，同时研发爆珠、乳态饮、益生菌晶球等创新剂型，打造差异化优势。
- (4) 聚焦重点功能赛道：公司聚焦于抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大赛道的产品研发，如QUICKFIZZ闪溶益生菌成功上市、Puracolla0胶体软糖实现软糖市场最高胶原含量突破。

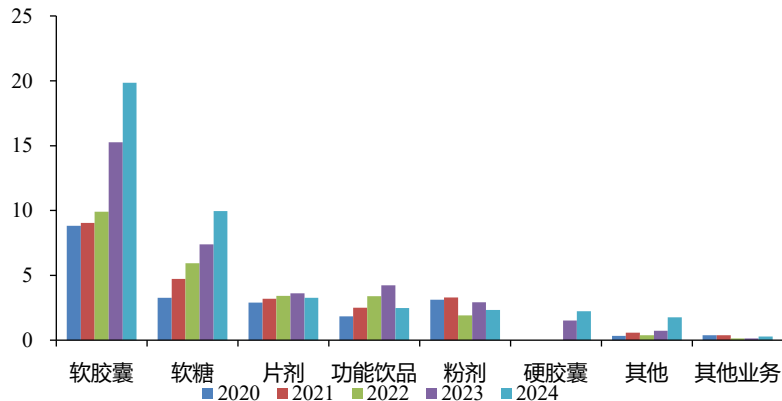
核心剂型	基础剂型	创新剂型	全品类覆盖
- 软胶囊 - 营养软糖 - 饮品	- 片剂 - 粉剂 - 硬胶囊	- 爆珠 - 萃优酪® - 萃滋球® - 维浆果® - Plantegrity 植物基软胶囊 - ProbioArk™ 护菌方舟晶球	 基础营养  免疫健康  美丽健康  骨骼关节  益生菌  健康衰老

2025Q1营业收入9.45亿元，同比增长0.28%。归母净利润0.69亿元，同比增长8.9%。毛利率33.09%。

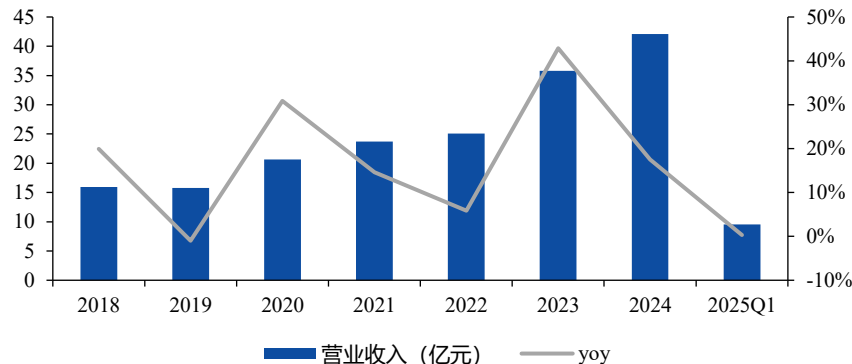
2024年营业收入42.11亿元，同比增长17.56%。归母净利润3.25亿元，同比增长15.66%。毛利率31.46%，同比+1.2pct。

分产品：2024软胶囊营收19.84亿元，同比增长29.9%，占总营收47.1%。毛利率25.57%，同比-0.44pct。软糖营收9.95亿元，同比增长34.54%，占总营收23.63%，毛利率48.88%，同比+3.72pct。

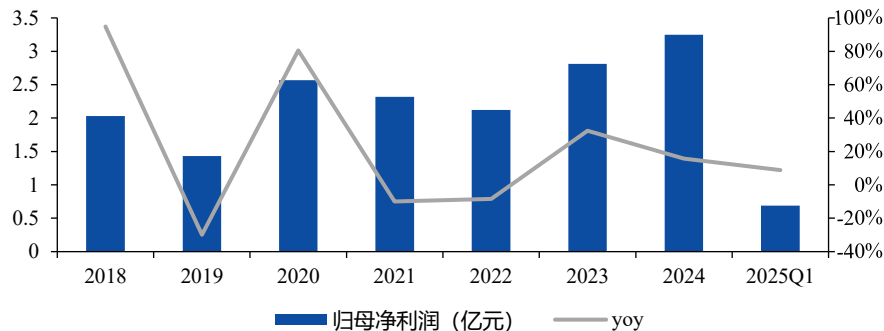
仙乐健康各类业务营收（亿元）



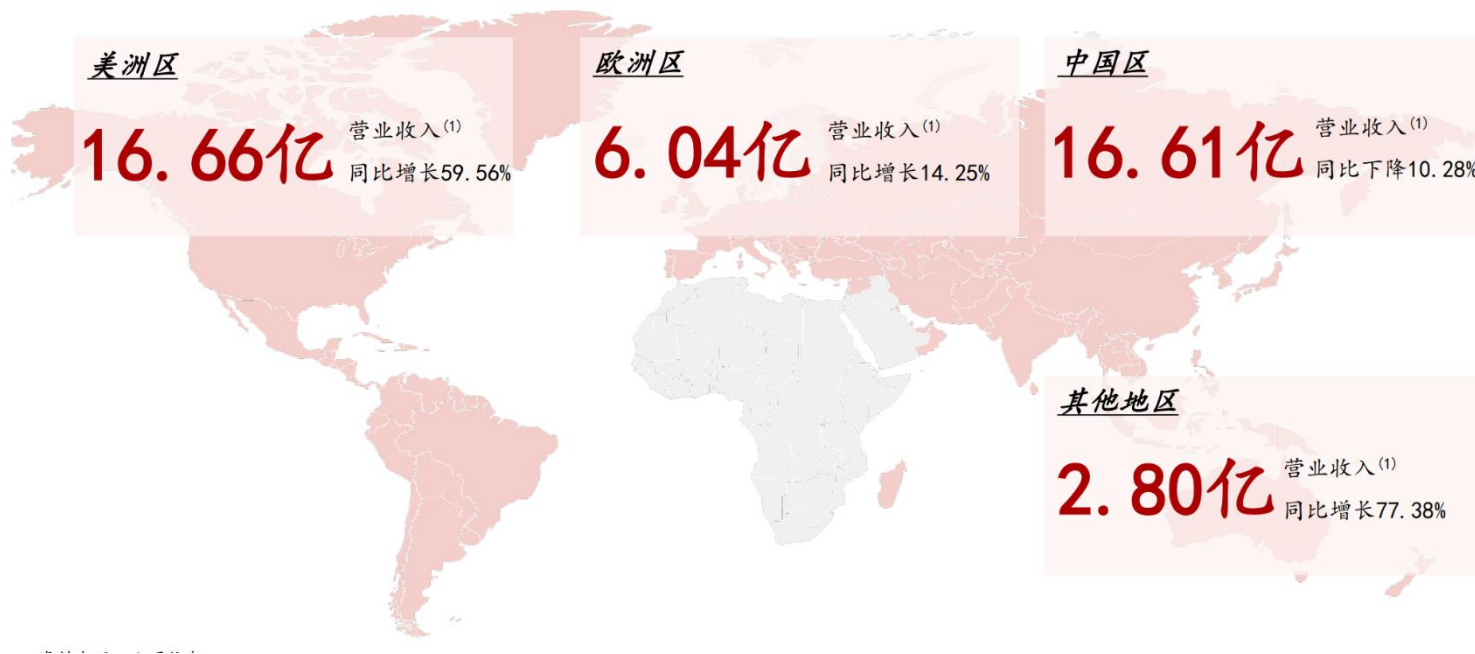
仙乐健康营业收入及增速



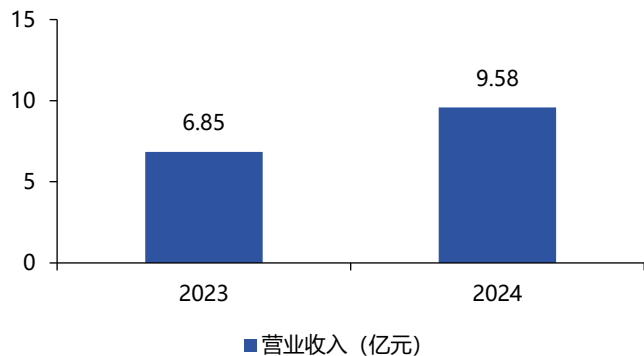
仙乐健康归母净利润及增速



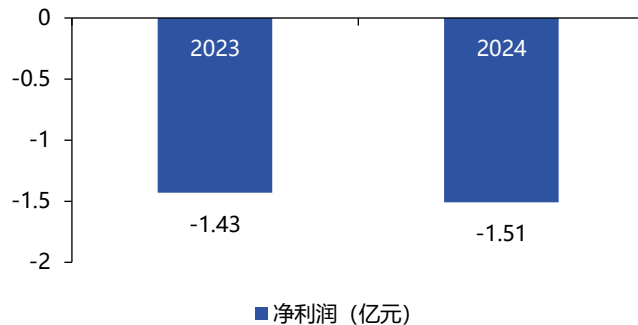
2024年公司业务全球布局



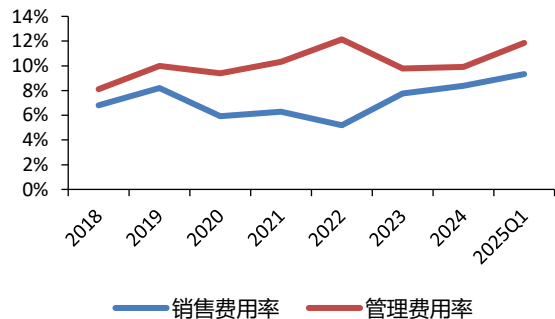
Best Formulations营业收入



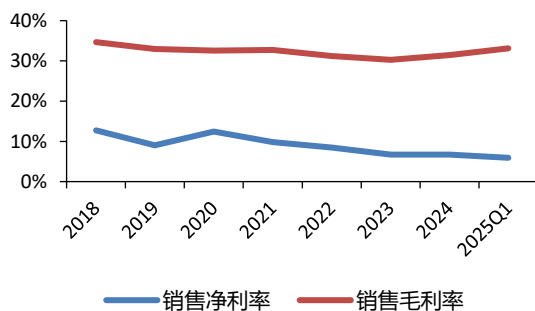
Best Formulations净利润



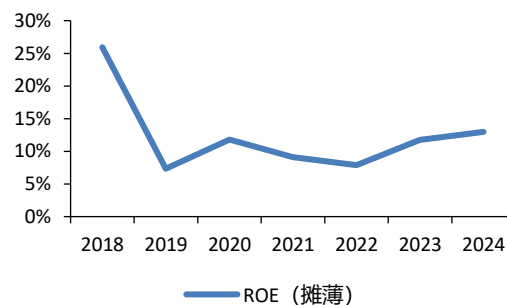
仙乐健康费用率



仙乐健康销售净利率及毛利率



仙乐健康ROE (摊薄)

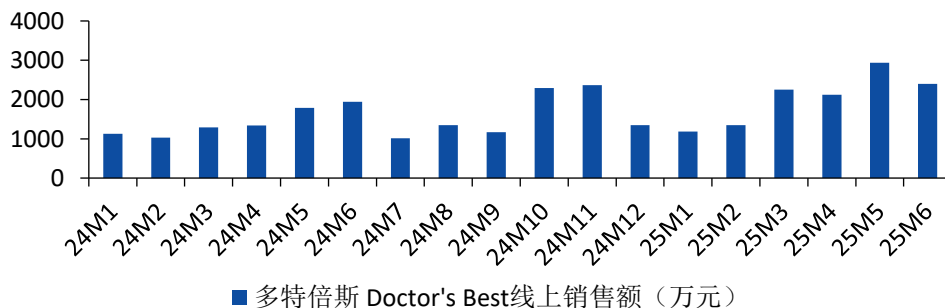


金达威：辅酶Q10原料扩产，品牌端Doctor's Best国内有望放量

厦门金达威集团股份有限公司成立于1997年，2011年上市。公司主营业务是保健食品（包含原料和终端产品）和饲料添加剂的研发、生产及销售。公司主要产品涵盖辅酶Q10、DHA、ARA、维生素A、维生素D3、维生素K2、纳豆激酶、PQQ、NMN、虾青素、肌醇系列产品、吡嗪酮、丙氨酸谷氨酰胺、奥拉西坦。

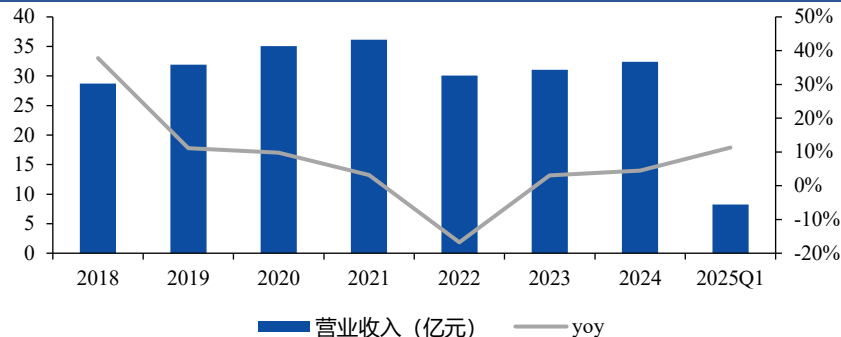
公司核心亮点：

1. 辅酶Q10：公司是辅酶Q10全球最大生产商，产品凭借高纯度、高质量优势被国家工信部认定为“单项冠军”。子公司金达威药业已完成辅酶Q10生产线1.5倍扩产改造项目工程建设，即将进行试生产，扩产后产能将达到920吨/年。旗下品牌Doctor's Best多特倍斯以自研核心原料背书的产品力和国际化品牌优势全力巩固辅酶Q10产品第一品牌形象。
2. 全产业链：公司形成了上游原料生产商、中游生产研发、下游品牌营销的全产业链布局。
3. 生物合成学技术优势：公司依托合成生物技术体系和生物研发能力被认定为国家级企业技术中心，参与多项国家级科技项目。公司拥有体外生物合成和体内生物合成研发能力，形成了完全自主的合成生物研发及生产工艺核心技术体系。
4. 全球化品牌和营销：公司旗下Doctor's Best多特倍斯、Zipfizz、Viactiv、RxSugar为国际化品牌。

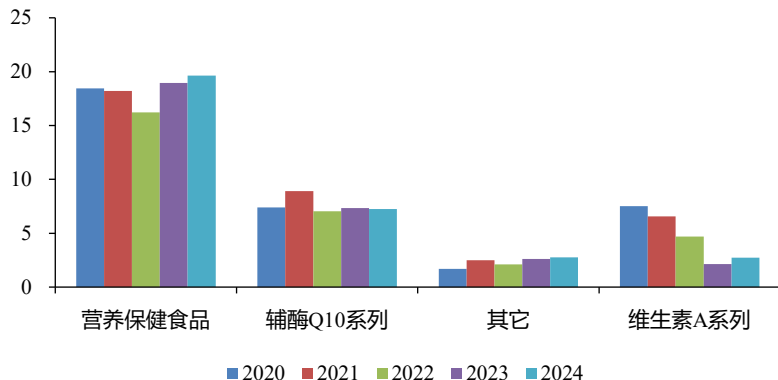


- 2025Q2，公司归母净利润0.99-1.4亿元，同比增长68%-133%，扣非归母净利润1.01-1.4亿元，同比增速70%-135%。主要源于保健品品牌业务Doctor's Best国内业务放量，以及原料端辅酶Q10和维生素收入的增长。
- 2024年金达威实现营业收入32.4亿元，同比增长4.43%。归母净利润3.42亿元，同比增长23.59%。毛利率38.52%，同比+1.19pct。
- 营养保健食品营收19.64亿元，同比增长3.67%，占总营收60.63%。毛利率35.24%，同比+1.18pct。辅酶Q10系列营收7.26亿元，同比下降1.11%，占总营收22.39%。毛利率48.2%，同比-7.7pct。

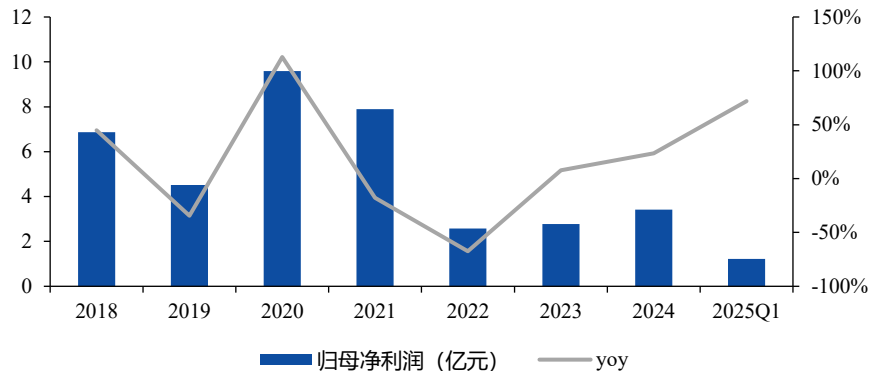
金达威营业收入及增速

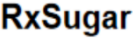


金达威各类业务营收 (亿元)

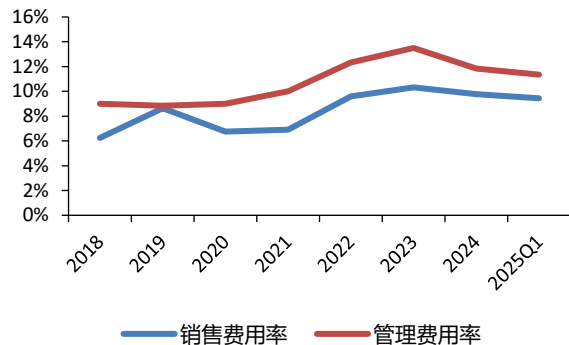


金达威归母净利润及增速

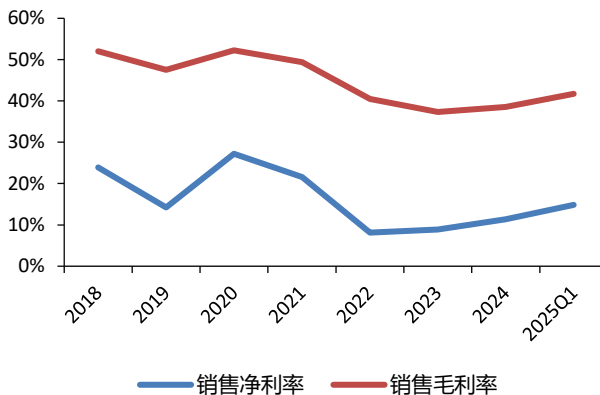


品牌名称	主要领域	主打产品	发展情况
	功能饮品销售	低卡路里、低碳水化合物、无糖、口味佳、富含维生素和矿物质的粉剂能量饮料：Zipfizz Drink Mix、Recovery Muscle Support、Zipfizz Sample Pack、Calm / Sleep等	(1) Zipfizz 是美国Costco、Sam's Club等大型零售商超的热销品牌，品牌销量位列美国Costco药品类目前五。2025 年 Zipfizz 功能性饮料将增加 4 种新口味产品，同时计划推出“YOU”系列即饮新产品 (2) 2024年品牌营收5.42亿元，净利润0.43亿元。
	全品类全年龄段营养保健食品（保健品销售）	NMN、辅酶 Q10、维生素 D3、深海鱼油、氨糖软骨素、叶黄素等	(1) Doctor's Best是辅酶Q10系列产品第一品牌。 (2) Doctor's Best销售额超亿美元，基本覆盖全美线上、线下主要销售渠道。旗下拥有超300种产品，辅酶Q10、氨糖软骨素、高吸收100%螯合赖氨酸甘氨酸镁片、维生素D3、K2等产品销量常年位于iHerb、Amazon等国际电商平台前列。 (3) Doctor's Best2024年营收10.74亿元，净利润1.47亿元。
	骨骼健康、免疫健康和其他膳食营养补充剂咀嚼片	钙+骨骼强化软咀嚼片、Omega提升软糖	Viactiv是美国钙软咀嚼补充剂品类的知名品牌，其消费群体粘性强。
	阿洛酮糖	RxSugar 是公司控股子公司 NORTH COURSE BRANDS, LLC 收购的美国深受消费者喜爱的阿洛酮糖产品品牌，其产品主要以阿洛酮糖为主要原料。	-

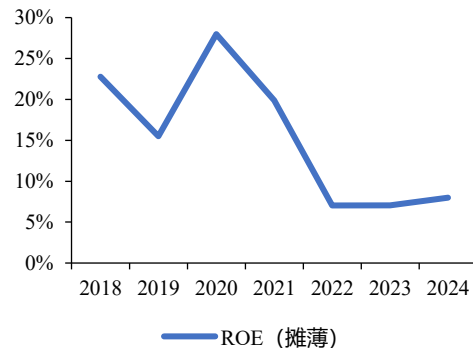
金达威费用率



金达威销售净利率及毛利率



金达威ROE (摊薄)



目 录

- 保健品行业迎来发展拐点向上新周期
- 保健品新消费属性赛道
- 投资标的
- 投资建议
- 风险提示

保健品部分公司估值表

				归母净利润（亿元）			PE		
		市值（亿元）	收盘价（元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
300146.SZ	汤臣倍健	202	11.97	6.53	7.92	9.23	31	26	22
003010.SZ	若羽臣	130	58.70	1.06	1.76	2.45	123	74	53
300791.SZ	仙乐健康	75	24.37	3.25	3.69	4.67	23	20	16
002626.SZ	金达威	120	19.71	3.42	4.78	6.16	35	25	20
603102.SH	百合股份	27	42.28	1.39	1.59	2.05	19	17	13
833429.BJ	康比特	26	20.97	0.89	0.94	1.25	29	28	21
1112.HK	H&H国际控股	88	13.56	-0.54	5.34	6.81	-	15	12

注：数据更新至2025年9月4日，盈利预测数据来自于ifind一致预期，最新港币兑人民币汇率为0.92。

目 录

- 保健品行业迎来发展拐点向上新周期
- 保健品新消费属性赛道
- 投资标的
- 投资建议
- 风险提示

监管风险：保健品行业属于强监管行业，目前线上渠道监管较松，跨境电商渠道销售无需申请蓝帽子，未来可能会面临线上监管趋严的风险。

市场竞争风险：保健品线上销售进入门槛不高，同一品类行业竞争较为激烈，线上投流费用较高，未来如果新进入者增加，可能会对企业盈利有一定影响。

消费者保健需求变迁的风险：保健品行业品类众多，产品迭代较快，可能会存在消费者保健需求的迁移，而对单一品牌或产品的销售造成影响。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，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指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

