

保健品行业深度报告

保健品行业全球万亿级市场，行业基本面稳步向上

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

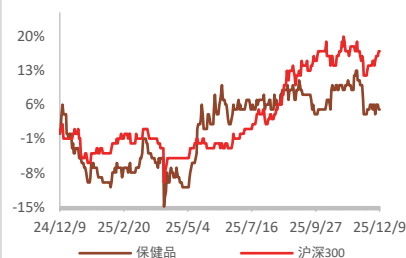
登记编号：S1220523060002

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	10
总股本(亿股)	62.85
销售收入(亿元)	349.90
利润总额(亿元)	44.77
行业平均 PE	113.38
平均股价(元)	16.94

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《跨境保健品：保健品赛道潜力增长方向，优势显著》2025.11.19

《积极拥抱新消费市场，B端头部集中有望加速》2025.05.15

全球万亿级营养保健食品市场，供需端变革孕育高增长结构性机会。经济水平、人口结构及健康观念迭代，全球营养保健食品市场或将长期保持 5% 以上的复合增速，2027 年增至 2268 亿美元。美国、中国及欧洲分属前三大区域市场，合计份额接近 7 成，欧美市场起步早，监管体系、供应链及消费者均相对成熟，中国市场正在逐步完善中平稳增长。全球各区域市场，受消费人群、消费需求及销售渠道等变化的影响，均在不同节奏下，迎来行业供需两端的变革，并催生了诸如 DTC 品牌、电商渠道等结构性高增长机遇。

营养保健食品行业专业化分工体系成熟，各环节增长与变革同步。营养保健食品发展至今已有上百年历史，逐渐形成“上游原辅料供应商，中游代工及品牌商，下游渠道商”的专业化分工体系。其中，上游营养原料市场受益中下游旺盛需求，未来 6 年将以超过 6% 的 CAGR 扩张，并呈现一定头部集中趋势，其中综合型原料商规模领先，专业型原料商盈利领先；中游品牌商毛利率优于代工 20~30pct，但格局高度分散，长尾品牌市占率长期维持在 40% 左右，全球代工市场长期受益于此，中美合计约 150 亿美元代工市场，并以 4% 左右复合增速持续扩张，其中区域分布、客户结构及产品结构合理的头部代工将有希望获得更多份额；下游线上渠道已成为全球营养保健食品第一大销售渠道，中国市场线上渠道渗透率甚至接近 60%，线上营养保健食品市场规模 CAGR 长期保持在 20% 左右，内容电商、跨境进口等新兴线上细分赛道增长势头更强劲。

行业基本面拐头向上，板块及主流公司配置价值愈显。行业收入、利润及盈利水平和运营状况均已触底并逐步回暖，未来 3 年行业整体业绩有望按 20% 以上的复合增速持续向上突围至新阶段。与此同时，行业整体资本结构相对合理，财务风险较低，且基本面改善支撑估值水平逐步修复。综合来看，营养保健品行业长期增长潜力十足，叠加中短期基本面或将迎来强势复苏，板块配置价值愈加显著。此外，板块内部结构存在一定分化，部分企业相对优势凸显，更为值得重视。

投资建议：营养保健品市场将长期持续保持较高景气，万亿级超级市场规模或将孕育超大市值公司；而今产业链变革正当时，结构性超高增长机会持续涌现，行业整体业绩逐步企稳并开启向上突围，基本面改善支撑行业进入估值修复期，板块配置价值愈加显现。横向比较来看，结合长期发展潜力，以及中短期基本面和估值水平等综合考量，**推荐**思源集团、仙乐健康、百合股份、汤臣倍健、民生健康、H&H 国际控股。

风险提示：监管政策变动带来的不确定性，产品质量问题、虚假宣传对品牌的毁灭性打击，未能跟上成分或剂型创新潮流，行业竞争加剧导致费用上升和利润率下滑。

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

正文目录

1 万亿级稳健增长超级大市场，中、美、欧三区域市场各领风骚	7
1.1 全球：营养保健食品需求旺盛，孕育万亿级稳健增长超级市场	8
1.2 中国：政策、监管助力，长青市场与新消费市场双轨发力，全球第二大市场增长潜力充足	8
1.3 美国：全球第一大市场，行业迈入稳健增长阶段，供需端变革带来结构性增长机会	13
1.4 欧洲：整体市场增长依旧强劲，英、法增速领先，渠道及需求端仍以传统主导	19
2 专业化分工体系成熟，上游市场扩容并向头部集中，中游品牌分散利好代工商，下游线上渠道重塑市场	23
2.1 上游：行业扩容持续，市场向头部集中，综合型原料商规模领先，专业型原料商盈利领先	25
2.2 中游：品牌商盈利更优但格局分散，区域分布、客户结构及产品结构合理的头部代工商长期受益	28
2.3 下游：线上渠道占据首位，内容电商、跨境进口等线上细分渠道增长领先	32
3 行业基本面拐头向上，整体估值迎来修复，高配置价值标的充裕	34
3.1 成长能力：行业收入、利润均有望触底回升，但内部结构分化明显	35
3.2 盈利能力：行业盈利水平触底修复，成本费用分化显著，净利水平差异收敛	37
3.3 运营能力：总资产周转略改善但分化显著，存货周转显著提升且趋平衡，应收周转略改善且更均衡 ..	38
3.4 财务风险：行业资产负债结构均衡，整体财务风险较低，但个别企业或需适度降杠杆	40
3.5 估值水平：行业业绩向上突围，基本面支撑估值修复，可投资价值标的充裕	42
4 重点公司情况	42
4.1 技源集团：全球 HMB 营养原料龙头，“全链路+国际化+强创新”，培育公司长期发展三大内生动力	42
4.2 仙乐健康：“创新科技+国际化”战略，助推全剂型 CDMO 龙头规模再翻番	46
4.3 百合股份：“品牌+代工”双轨发力，长期看好新产品、新市场、新渠道拓展增长边界	48
4.4 汤臣倍健：全球 VDS 前五品牌商，“产品创新+渠道变革+品牌多元&高端化”三重发力重新出发	52
4.5 民生健康：产品矩阵丰富度进一步增强，经营业绩长期保持增长态势	56
4.6 H&H 国际控股：基本面重回升轨，“新产品结构+新市场结构+新资本结构”助力公司长期稳健增长	59
5 投资建议	63
6 风险提示	63

图表目录

图表 1: 全球主要国家/地区营养保健食品类似产品名称及定义.....	7
图表 2: 全球营养保健食品市场规模 (亿美元)	8
图表 3: 全球营养保健食品市场规模复合增速 (%)	8
图表 4: 中国营养保健食品行业监管体制.....	9
图表 5: 中国营养保健食品行业主要产业政策.....	10
图表 6: 中国 60 岁及以上人口数及占比 (万人, %)	10
图表 7: 中国人口普查人均预期寿命 (岁)	10
图表 8: 营养保健食品新消费市场全年龄段客群扩容.....	11
图表 9: 营养保健食品新消费市场“渠道、产品及客群需求”演变趋势.....	11
图表 10: 中国人均医疗保健支出 (元/人)	13
图表 11: 2024 年全球营养保健品人均消费额 (美元/人)	13
图表 12: 2024 年全球营养保健食品区域格局 (%)	13
图表 13: 中国营养保健食品市场规模及增速 (亿元, %)	13
图表 14: 美国营养保健品行业起步期 (1900 年~1969 年) 监管体系变革历程.....	14
图表 15: 美国营养保健品行业成长期 (1970 年~2000 年) 监管体系变革历程.....	15
图表 16: 美国营养保健品行业成熟期 (2001 年~至今) 监管体系变革历程.....	15
图表 17: 美国使用及信任膳食补充剂人口比例 (%)	16
图表 18: 美国人均零售类非耐用医疗用品支出及占比.....	16
图表 19: 美国营养保健品市场全球份额 (%)	17
图表 20: 美国营养保健品市场规模及增速 (亿美元, %)	17
图表 21: 2024 年美国营养保健品剂型分布 (%)	17
图表 22: 2024 年美国营养保健品需求场景分布 (%)	17
图表 23: 美国营养保健品渠道分布 (%)	18
图表 24: 美国营养保健品线上零售规模及增速.....	18
图表 25: 美国营养保健品行业主流 DTC (Direct-to-Consumer) 品牌概览	18
图表 26: 美国营养保健品 M&A 交易数量 (起)	19
图表 27: 美国营养保健品剥离破产交易额 M&A 占比 (%)	19
图表 28: 欧盟营养保健品行业相关法律法规.....	19
图表 29: 欧盟营养保健品行业监管体系.....	20
图表 30: 欧元区 65 岁及以上人口数量及占比.....	21
图表 31: 欧盟人均经常性卫生支出及其增速.....	21
图表 32: 欧洲营养保健品市场全球份额 (%)	21
图表 33: 欧洲营养保健品市场规模及增速 (亿美元, %)	21
图表 34: 2025E 欧洲营养保健品市场主要国家份额 (%)	22
图表 35: 23~28 年欧洲营养保健品市场主要国家复合增速	22
图表 36: 2024 年欧洲营养保健品产品剂型分布 (%)	22
图表 37: 2022 年欧洲营养保健品用户需求场景分布 (%)	22
图表 38: 2022 年欧洲营养保健品用户购买食品补充剂的关键考量因素	23
图表 39: 2024 年欧洲营养保健品渠道份额 (%)	23
图表 40: 2022 年欧洲营养保健品用户购买渠道分布 (%)	23
图表 41: 营养保健品行业产业链图谱.....	25
图表 42: 全球健康产业市场规模 (亿美元, %)	26
图表 43: 全球营养原料市场规模 (亿美元, %)	26
图表 44: 全球营养原料市场应用场景份额 (%)	26
图表 45: 全球营养原料市场成分份额 (%)	26

图表 46: 全球营养原料供应商竞争格局 (%)	27
图表 47: 2024 年专业型营养原料企业细分市场份额 (%)	27
图表 48: 维生素&蛋白质进出口价格指数 (%)	27
图表 49: 营养保健品制造商直接材料占比 (%)	27
图表 50: 营养原料供应商营养原料业务收入 (亿元)	28
图表 51: 营养原料供应商营养原料业务毛利率 (%)	28
图表 52: 中游主要营养保健品企业销售毛利率 (%)	28
图表 53: 中游主要营养保健品企业自有品牌收入占比	28
图表 54: 营养保健品品牌 CR30 市占率 (%)	29
图表 55: 营养保健品长尾品牌市占率 (%)	29
图表 56: 营养保健品代工市场规模 (亿美元)	29
图表 57: 营养保健品代工市场年均复合增速 (%)	29
图表 58: 中国营养保健品代工市场竞争格局 (%)	30
图表 59: 中国主要营养保健品代工商代工收入 (亿元)	30
图表 60: 中国主要营养保健品代工商代工毛利率 (%)	30
图表 61: 2024 年主要营养保健品代工商内外销拆解	30
图表 62: 2024 年主要营养保健品代工商前五大客户收入占比	31
图表 63: 2024 年主要营养保健品代工商下游品牌情况	31
图表 64: 营养保健品不同剂型比较	31
图表 65: 2024 年主要营养保健品代工商分剂型毛利率	32
图表 66: 2024 年主要营养保健品代工商收入剂型分布	32
图表 67: 全球营养保健食品销售渠道分布	32
图表 68: 中国营养保健品销售渠道分布	32
图表 69: 全球营养保健食品线上渠道收入规模与增速	33
图表 70: 中国营养保健品线上渠道收入规模与增速	33
图表 71: 2023 年中国营养保健品线上渠道竞争格局	33
图表 72: 2025 年 Q1 中国营养保健品线上渠道竞争格局	33
图表 73: 中国营养保健品进口金额及增速 (亿美元, %)	34
图表 74: 中国营养保健品线上境内外渠道收入与增速	34
图表 75: 中国市场主要营养保健品上市公司	34
图表 76: 营养保健品公司营业收入 (亿元)	35
图表 77: 营养保健品公司营业收入占比 (%)	35
图表 78: 营养保健品公司营业收入增速 (%)	36
图表 79: 营养保健品公司营业收入 24~27 CAGR (%)	36
图表 80: 营养保健品公司归母净利润 (亿元)	36
图表 81: 营养保健品公司归母净利占比 (%)	36
图表 82: 营养保健品公司归母净利增速 (%)	37
图表 83: 营养保健品公司归母净利 24~27 CAGR (%)	37
图表 84: 营养保健品公司营业毛利率 (%)	37
图表 85: 营养保健品公司营业毛利占比 (%)	37
图表 86: 营养保健品公司费用损失率 (%)	38
图表 87: 营养保健品公司归母净利率 (%)	38
图表 88: 营养保健品公司总资产增速 (%)	39
图表 89: 营养保健品公司总资产周转天数 (天)	39
图表 90: 营养保健品公司存货周转天数 (天)	39
图表 91: 营养保健品公司存货总资产占比 (%)	39
图表 92: 营养保健品公司应收项周转天数	40

图表 93: 营养保健品公司应收项总资产占比 (%)	40
图表 94: 营养保健品公司总负债同比增速 (%)	40
图表 95: 营养保健品公司资产负债利率 (%)	40
图表 96: 营养保健品公司有息负债率 (%)	41
图表 97: 营养保健品公司利息保障倍数 (倍)	41
图表 98: 营养保健品公司经营活动现金净额 (亿元)	41
图表 99: 营养保健品公司现金利息保障倍数 (倍)	41
图表 100: 营养保健品上市公司稀释 EPS (元/股)	42
图表 101: 营养保健品上市公司市盈率 (倍)	42
图表 102: 技源集团业务领域	43
图表 103: 技源集团收入&利润及增速 (亿元, %)	43
图表 104: 技源集团利润率及费用率 (%)	43
图表 105: 技源集团原料及制剂业务收入占比 (%)	44
图表 106: 技源集团原料及制剂业务毛利率 (%)	44
图表 107: 技源集团原料业务分品类收入占比 (%)	44
图表 108: 技源集团原料业务分品类毛利率 (%)	44
图表 109: 技源集团 HMB 全球市占率 (%)	45
图表 110: 技源集团氨糖全球市占率 (%)	45
图表 111: 技源集团制剂业务分剂型收入占比 (%)	45
图表 112: 技源集团制剂业务分剂型毛利率 (%)	45
图表 113: 技源集团境内外销售收入占比 (%)	46
图表 114: 技源集团研发投入及收入占比 (亿元, %)	46
图表 115: 仙乐健康业务领域	46
图表 116: 仙乐健康收入&利润及增速 (亿元, %)	47
图表 117: 仙乐健康利润率及费用率 (%)	47
图表 118: 仙乐健康收入分剂型占比 (%)	47
图表 119: 仙乐健康分剂型毛利率 (%)	47
图表 120: 仙乐健康研发投入及收入占比 (亿元, %)	48
图表 121: 仙乐健康发明专利及批文 (项)	48
图表 122: 仙乐健康收入分地区占比 (%)	48
图表 123: 仙乐健康分地区毛利率 (%)	48
图表 124: 百合股份自主品牌	49
图表 125: 百合股份收入&利润及增速 (亿元, %)	49
图表 126: 百合股份利润率及费用率 (%)	49
图表 127: 百合股份自主品牌及合同生产收入占比 (%)	50
图表 128: 百合股份自主品牌与合同生产毛利率 (%)	50
图表 129: 百合股份收入分剂型占比 (%)	50
图表 130: 百合股份分剂型毛利率 (%)	50
图表 131: 百合股份内外销收入占比 (%)	51
图表 132: 百合股份内外销毛利率 (%)	51
图表 133: 百合股份线上&线下渠道收入占比 (%)	51
图表 134: 百合股份线上&线下渠道毛利率 (%)	51
图表 135: 百合股份研发投入及收入占比 (亿元, %)	52
图表 136: 百合股份发明专利及批文 (项)	52
图表 137: 汤臣倍健发展历程	52
图表 138: 汤臣倍健收入&利润及增速 (亿元, %)	53
图表 139: 汤臣倍健利润率及费用率 (%)	53

图表 140: 全球膳食补充剂 (VDS) TOP5 品牌市占率 (%)	53
图表 141: 全球膳食补充剂 (VDS) TOP5 公司市占率 (%)	53
图表 142: 汤臣倍健分品牌收入占比 (%)	54
图表 143: 汤臣倍健分品牌营业收入及增速 (%)	54
图表 144: 汤臣倍健国内经销模式分渠道收入占比 (%)	54
图表 145: 汤臣倍健国内经销模式分渠道毛利率 (%)	54
图表 146: 汤臣倍健分区域收入占比 (%)	55
图表 147: 汤臣倍健分区域毛利率 (%)	55
图表 148: 汤臣倍健分剂型收入占比 (%)	55
图表 149: 汤臣倍健分剂型毛利率 (%)	55
图表 150: 汤臣倍健研发投入及占比 (亿元, %)	56
图表 151: 汤臣倍健原料配方及发明专利 (项)	56
图表 152: 民生健康大事记	56
图表 153: 民生健康收入&利润及增速 (亿元, %)	57
图表 154: 民生健康利润率及费用率 (%)	57
图表 155: 民生健康分产品收入占比 (%)	57
图表 156: 民生健康分产品毛利率 (%)	57
图表 157: 民生健康分区域收入占比 (%)	58
图表 158: 民生健康主要销售区域毛利率 (%)	58
图表 159: 民生健康分渠道收入占比 (%)	58
图表 160: 民生健康经销渠道毛利率 (%)	58
图表 161: 民生健康研发投入及占比 (亿元, %)	59
图表 162: 民生健康专利与批文 (项)	59
图表 163: H&H 国际控股发展历程	60
图表 164: H&H 国际控股主要品牌全球市占率 (%)	60
图表 165: H&H 国际控股公司整体全球市占率 (%)	60
图表 166: H&H 国际控股收入&利润及增速 (亿元, %)	61
图表 167: H&H 国际控股利润率及费用率 (%)	61
图表 168: H&H 国际控股分业务收入占比 (%)	61
图表 169: H&H 国际控股分业务毛利率 (%)	61
图表 170: H&H 国际控股分产品收入占比 (%)	62
图表 171: H&H 国际控股分产品收入增速 (%)	62
图表 172: H&H 国际控股分区域收入占比 (%)	62
图表 173: H&H 国际控股分区域收入增速 (%)	62
图表 174: H&H 有息负债规模及有息负债率 (亿元, %)	63
图表 175: H&H 有息负债融资成本及借款利率 (亿元, %)	63

1 万亿级稳健增长超级大市场，中、美、欧三区域市场各领风骚

行业尚无标准定义，各地产品定义内涵基本一致。全球范围内，营养保健食品至今尚未形成统一的行业定义，但各国已结合自身的市场状况与消费者需求，构建起了相应的法规监管体系，并对类似产品作了相关定义。例如，美国将之称为膳食补充剂（Dietary Supplements），欧盟称为食品补充剂（Food Supplements），澳大利亚称为补充药品（Complementary Medicines），日本称为保健功能食品，东盟称为健康补充剂（Health Supplements）。国内通常将之称为保健食品，我国《保健食品注册与备案管理办法》中对于保健食品的界定既包括狭义的保健食品（特指具有“蓝帽子”认证），也包括营养补充剂等。上述各概念所指向的产品内涵基本一致，均指向通过补充人体必需的营养素和生物活性物质，具有平衡营养摄取作用，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的，但不以治疗疾病为目的，且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害，也不能代替正常饮食的食品。

图表1:全球主要国家/地区营养保健食品类似产品名称及定义

国家/地区	名称	定义
中国	保健食品	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。即适用于特定人群食用，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。
美国	膳食补充剂 (Dietary Supplements)	膳食补充剂是指一种旨在补充膳食的产品（而非烟草），可能含有一种或多种如下膳食成分：维生素、矿物质、草本（草药）或其他植物、氨基酸、以及增加每日总摄入量而补充的膳食成分，或是以上成分的浓缩品、代谢物、提取物或组合产品等。以片剂、胶囊、粉剂、软胶囊或是口服液形式摄入；不能以传统食品，或是一餐/饮食中的唯一组成食品形式出现。
欧盟	食品补充剂 (Food Supplements)	食品补充剂是食品的一种，其目的是对正常膳食进行补充，成分是浓缩形式的营养素或具有营养或生理功效的其他物质，可为单一成分或复合成分，销售的剂量形式可以是胶囊、锭剂、片剂、丸剂或其他相似形式，如包装粉剂、液体安瓶和滴剂，旨在以小剂量可度量的方式摄入。
澳大利亚	补充药品 (Complementary Medicines)	补充药品是指全部或部分由一种及以上特定活性成分组成的治疗产品，这些特定活性成分需要有明确的一致性和传统使用历史。其中特定活性成分包括：①氨基酸；②木炭；③胆碱盐；④精油；⑤植物或草药材料（或通过合成产生），包括植物纤维、酶、藻类、真菌、纤维素及纤维素和叶绿素的衍生物；⑥顺势疗法制剂；⑦微生物或其萃取物，疫苗除外；⑧矿物质，包括矿物盐和天然存在的矿物；⑨粘多糖；⑩非人体来源的动物材料（或通过合成产生），其包括干燥材料、骨和软骨、脂肪和油以及其他提取物或浓缩物；⑪脂质，包括必需脂肪酸或磷脂；⑫由蜜蜂产生或取自蜜蜂的成分，包括蜂王浆、蜂花粉和蜂胶物质；⑬糖、多糖或碳水化合物；⑭维生素或维生素前体等。
日本	保健机能食品 (保健機能食品)	保健机能食品包括特定保健用食品、功能性标示食品以及营养功能食品三个类别：1) 特定保健用食品是指含有影响机体生理学机能等保健功能成分，有助于保持正常的血压、胆固醇、调理肠胃等，标示有特定保健用途的食品。2) 功能性标示食品是指基于科学依据进行生产，不以患者为对象，通过摄取该类食品中的“有效成分”，有助于保持或促进身体健康。3) 营养功能食品是指以补充特定营养成分为目的的保健功能食品。

东盟	健康补充剂 (Health Supplements)	健康补充剂是指维持、增强和改善人体健康功能用于补充饮食的任何产品，并含有一种或多种或以下组合：①维生素、矿物质、氨基酸、脂肪酸、酶、益生菌等生物活性物质；②天然来源的物质，包括提取物、分离物、浓缩物、代谢物形式的动物、矿物和植物性物质；③前两项中提到成分的合成来源。健康补充剂以小剂量单位如胶囊、片剂、粉末、液体剂型（待服用）呈现，并且不包括任何无菌制剂（即注射剂、滴眼剂）。
----	-------------------------------	--

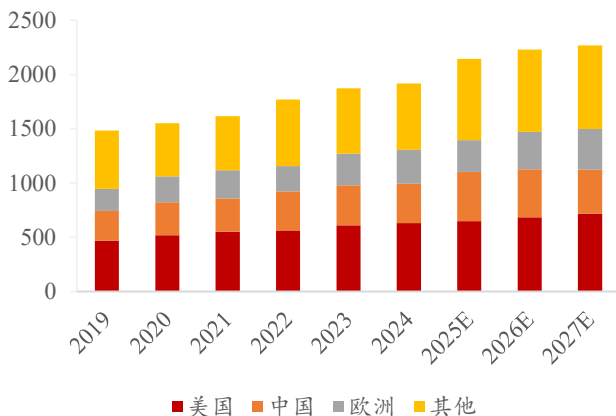
资料来源：百合股份，技源集团，衡美健康，瑞旭集团，方正证券研究所

1.1 全球：营养保健食品需求旺盛，孕育万亿级稳健增长超级市场

万亿级超级市场，长期保持5%以上复合增速。随着经济水平、人口结构的变化以及人类对自身的健康状况日益关注，营养保健食品的需求日渐旺盛，其市场规模呈现逐年扩张态势。据欧睿数据，2024年全球营养保健品市场规模达1915亿美元，2019-2024年复合增速达5.2%，预计未来3年将继续保持5.8%的稳健增速，到2027年全球市场规模将扩张至2268亿美元。

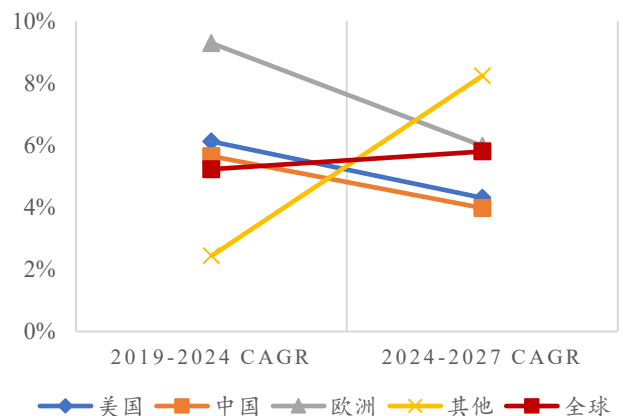
欧美等成熟市场稳健增长，其他新兴市场快速扩容。因经济水平、人口结构及消费观念等差异，不同区域营养保健品市场发展程度有别。欧美等发达地区起步早，市场规模大，现已进入稳健增长阶段。2024年，美国及欧洲市场规模分别达630亿美元、315亿美元，过去5年复合增速分别达6.1%、9.3%，未来3年或将继续保持4.3%、6.0%稳健增速。其他市场起步相对较晚，当期正处于快速扩张阶段。2024年，不含中国的其他新兴市场规模达608亿美元，过去5年复合增速达2.4%，未来3年或将以8.2%的更高复合增速快速扩张。

图表2:全球营养保健食品市场规模（亿美元）



资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

图表3:全球营养保健食品市场规模复合增速（%）



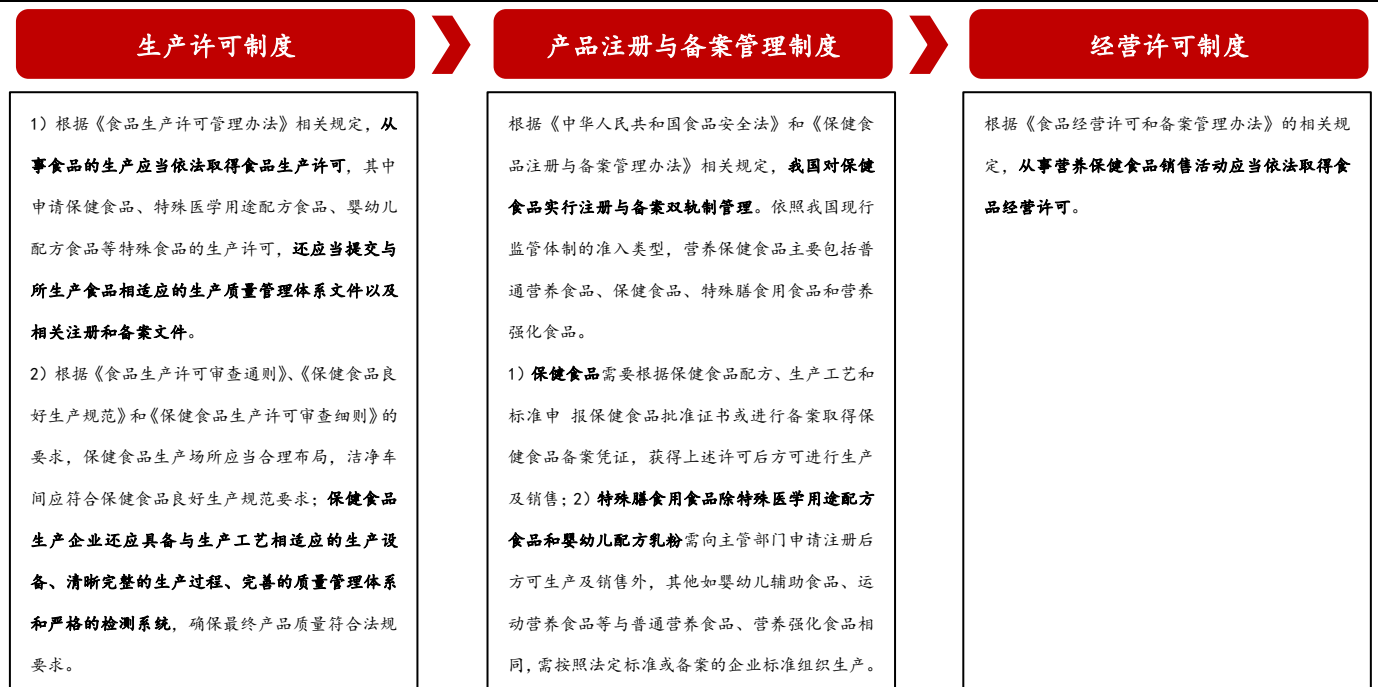
资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

1.2 中国：政策、监管助力，长青市场与新消费市场双轨发力，全球第二大市场增长潜力充足

监管体系完善规范行业发展。我国营养保健食品行业是一个从生产到销售全程实施强制行政管理的行业。从原料使用、产品准入、生产（条件）许可到产品流通、广告发布等环节，均需履行相应的审批或备案程序，并受到主管部门的严格监管。经过多年的发展，我国营养保健食品行业已逐步建立了相对完善的行业标准体系 and 国家标准体系。1996，原国家卫生部根据新修订的《食品卫生法》制定和颁布了《保健食品管理办法》，开启了我国对营养健康食品进行依法行政管理的新阶

段，2016 年《保健食品注册与备案管理办法》颁布，行业步入“注册制”与“备案制”双轨并行时代。2025 年《食品安全法》经多次修订完善后，与之配套的政策、法规陆续修订出台。这些政策、法规的实施，为政府严格监管提供了法规依据，也为企业扩大投资和规范经营提供了更为有利的政策环境。

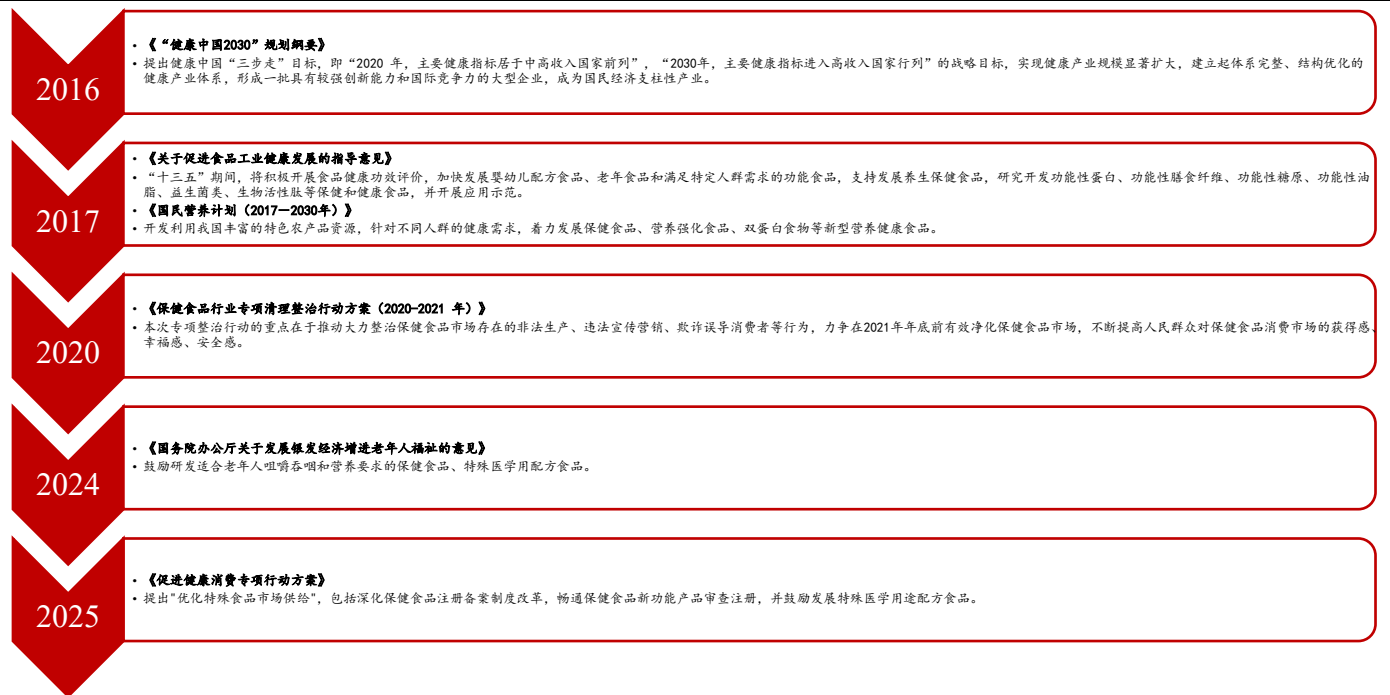
图表4: 中国营养保健食品行业监管体制



资料来源：中国政府网，市场监管总局，百合股份，方正证券研究所

产业政策助力行业腾飞。2016 年以来，我国陆续出台了包括《“健康中国 2030”规划纲要》、《关于促进食品工业健康发展的指导意见》、《国民营养计划（2017-2030 年）》、《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，将“健康中国”理念上升为国家战略，提出大力发展营养产业，引导居民形成科学的膳食习惯，支持发展营养保健食品，提出要针对不同人群的健康需求，着力发展保健食品、营养强化食品、双蛋白食物等新型营养健康食品，鼓励研发适合老年人咀嚼吞咽和营养要求的保健食品。2019 年“权健事件”后，《保健食品行业专项清理整治行动方案（2020-2021 年）》出台，2025 年《促进健康消费专项行动方案》出台，助力净化营养保健品市场，提升行业的优质供给，进一步推动了行业稳定、健康发展，为行业注入了新的活力。

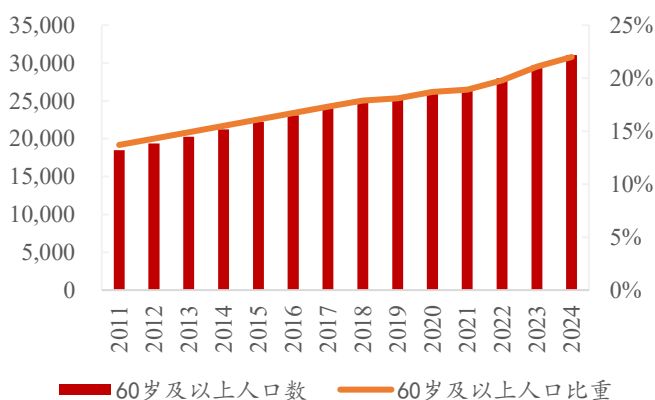
图表5: 中国营养保健食品行业主要产业政策



资料来源：中国政府网，市场监管总局，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

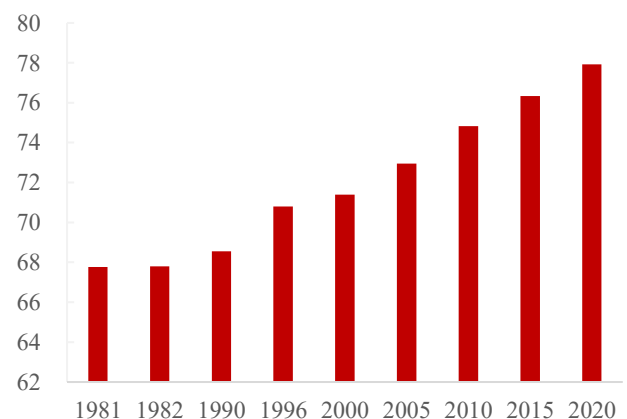
人口结构向“重度老龄化”转型，营养保健食品长青市场直接受益银发经济繁荣。据统计局，2024年中国60岁及以上人口3.10亿，占总人口比重22%，进入“中度老龄化”阶段。随着第一代婴儿潮人口步入老年，据民政部预计，未来10年我国60岁及以上老年人口将每年净增超1000万人，到2035年左右，我国60岁及以上老年人口将突破4亿，占比超过30%，进入重度老龄化阶段。再者，随着医疗水平和生活质量的改善，人均预期寿命不断延长，2020年最新一次人口普查人均预期寿命较1981年增加了10岁。老年人口规模的不断增大，高龄失能、半失能老人占比提高，刺激银发经济繁荣，民政部预计到2035年银发经济占GDP比重将从6%上升到9%。银发人群作为营养保健品核心消费群体，高度关注心脑血管健康、骨骼健康以及慢病管理类产品，这类产品属于典型的长青市场代表。因此，营养保健食品长青市场将直接受益于银发经济的繁荣。

图表6: 中国60岁及以上人口数及占比（万人，%）



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表7: 中国人口普查人均预期寿命（岁）



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

全年龄段客群扩容，渠道和产品创新，新消费市场快速增长。疫情与社会压力增加催化营养保健品向青年及中年人消费渗透，中生代人群主要聚焦于抗疲劳、提升免疫力以及家庭健康管理，消费决策兼具功能性与性价比；年轻人群将营养健康食品作为辅助健康的重要手段，正逐渐成为消费的中坚力量，营养保健品行业正加速从“银发经济”向“全龄经济”转型。长青市场需求仍是市场基本盘，但消费边界已突破单一年龄维度，向性别差异、代际关系、家庭角色甚至跨物种关怀延伸，产业从“泛人群覆盖”向“精准分众”跃迁和扩容。在互联网技术快速发展和新消费模式持续渗透的背景下，以“依托线上电商及商超新零售渠道，注重功效精细化、产品形态及风味悦己化、消费日常化”为特点的营养保健品新消费市场快速崛起。

图表8: 营养保健食品新消费市场全年龄段客群扩容

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	• 水飞蓟黄芩丹参胶囊（护肝） • 叶黄素酯爆珠 • 磷脂酰丝氨酸压片糖果（认知）	• 维生素C泡腾片 • 维生素C咀嚼片	• 姜黄EGCG饮品（癌症） • 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）	• 针叶槲寄生维生素C软糖 • 胶原蛋白维生素E咀嚼糖	• 胶原蛋白软糖 • 白石榴西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软胶囊	• JREX女性私护益生菌粉 • 益生菌双层气泡片（体重管理）	• PQQ盐当归黄芪乌鸡肽饮品 • 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	/

资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

图表9: 营养保健食品新消费市场“渠道、产品及客群需求”演变趋势

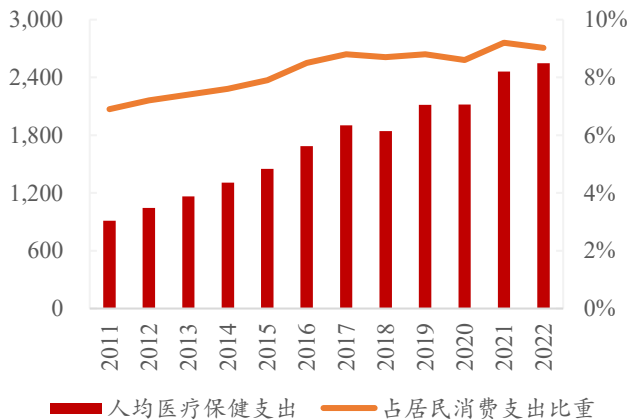
趋势	类型	特点
渠道多元化，线上渠道及商超新零售崛起	线上渠道	- 线上渠道产品丰富、比价方便等优势契合消费者需求，据灼识咨询，中国营养保健品线上渗透率从 2020 年的 46%增长至 2024 年的 58% - 跨境电商渠道兴起。于非“蓝帽子”企业，跨境电商渠道监管相对宽松，新锐品牌进入门槛低，且也让消费者接触到大量海外品牌。数据显示，电商渠道中跨境占比从 2022 年的约 43% 增长至 2024 年的约 50%，三年间增长近 10 个百分点。渠道主要包括天猫国际、京东国际、抖音全球购等。2018 年 11 月，国务院宣布自 2019 年起，跨境电商进口保健品按个人自用物品监管，取消了首次进口许可批件注册或备案的要求，便利了营养健康食品进口品牌 - 私域契合营养健康食品属性，强信任带来高单价。于非“蓝帽子”企业，兴趣电商直播种草，通过更加生动的宣传强化心智教育，也弥补其未经“蓝帽子”认证、无法进行功能声称的劣势。私域电商通过“产品设计-IP 打造-粉丝引流-朋友圈运营-社区运营”与消费者建立联系，并实现销售转化，是一种线上线下联动的全新经营模式。作为一种精细化的运营手段，其核心在于建立互动关系，提供个性化的服务和解决方案，从而提升用户的粘性和忠诚度，这对于营养健康食品行业来说尤为适用
	商超新零售	布局自有品牌。许多大型商超纷纷布局自有品牌的营养健康产品线，山姆会员店的自有品牌

		“Member's Mark”涵盖了多种营养健康产品，包括维生素、膳食纤维补充剂、婴幼儿营养品等。Costco 的自有品牌“Kirkland Signature”是全球知名的健康食品品牌，覆盖了从蛋白粉到鱼油胶囊的各种产品，其主打性价比高、大包装的特点深受消费者喜爱。这些大型商超积累了大量忠实用户，为推广自有品牌提供了天然的流量支持。 ● 线上线下一体化运营。消费者普遍对商超的品牌抱有较高的信任感，更容易让消费者接受其推出的健康产品；新型商超通过线上线下一体化运营，进一步扩大产品的触达范围
产品创新化、悦己化，消费日常化	功效精细化	● 在“悦己经济”蓬勃生长的当下，消费者对功效的期待不仅没减弱反而变得更加具体且个性化——不再满足于“广谱性改善”，转而要求产品功效与个体生命阶段、场景痛点深度咬合。这种细分化需求促使企业重新定义产品研发逻辑：从“大而全”转向“小而精”，用科学实证的功效锚定每一个微场景。这对供给端的“洞察力”与“科研力”提出了考验——既要具备市场洞察捕捉各类群体的隐藏健康痛点，同时也要具备开发循证有效产品的研发能力
	功能消费品化	● “悦己消费”趋势下，消费者更加关注产品的精神属性而非单纯的功能属性，新消费品牌也热衷于通过情感营销建立与消费者的深度连接，将产品与美好生活的愿景联系起来，精神健康、美丽健康、减肥垂类景气度突出。
	剂型零食化	● 相比传统剂型，软糖、粉剂、口服液等更偏食品态的剂型，在提供与传统剂型类似功效的基础上，适口性与便利性佳，可为消费者提供更加愉悦的口感体验，有利于培养消费者日常服用习惯，目前正迅速崛起。软糖销量占比从 2022 年的约 5%增长至 2024 年近 10%，年复合增长率约 40%，而饮品销量占比从 2022 年的约 10%增长至 2024 年近 15%，CAGR 近 30%
	风味创新化	● 新颖的口味不断涌现，在保留风味丰富度的同时减少热量负担，迎合消费者“既要好吃又要健康”的心理。数据显示，近 50%的消费者认为口味是选择营养健康品最重要的因素之一。花卉风味如玫瑰、薰衣草、洋甘菊等通常与放松、减压等功能性成分结合，为消费者提供一种舒缓身心的体验
	消费日常化	● 2020 至 2024 年，每天使用营养健康品的消费者占比从 22%增长至近 30%，而从从不使用的消费者占比则从 14%下降至 4%。现代快节奏下，小剂量便携包装（如营养包、带粉剂、饮品等）越来越受到欢迎，这不仅方便消费者随身携带，并确保每次服用的剂量精确，这类便携式包装将有助于进一步提高消费者营养保健品消费频次。
客群精准分众化	性别差异	● 女性主导的“她健康”生态圈催生出经期管理、孕产营养等高增长赛道 ● 男性“他健康”需求则推动增肌蛋白粉、防脱发产品爆发
	代际关系	● 职场人群的“办公室健康方案”（如护肝片、抗焦虑口服液） ● 学生群体的益智护眼产品（叶黄素软糖、DHA 增强剂）
	家庭场景	● 从母婴精细化营养品到宠物专业化护理产品崛起，将健康管理从人类营养拓展至跨物种关怀

资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

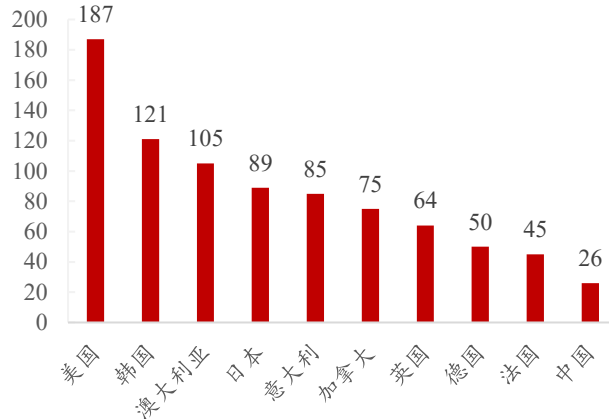
人均医疗保健支出快速增长，但人均营养保健品支出与发达市场差距甚大。随着生活水平和消费的提高，大众自我健康管理和养生保健意识不断增强，愿意将更多的消费支出用于自身的医疗保健投入。2011~2024 年，中国居民人均医疗保健支出由 912 元增至 2547 元，占居民消费支出比重由 6.9%增至 9.0%。但受限于消费者认知、产品同质化、创新力不足等因素，我国营养保健食品人均消费额相较欧美等发达成熟市场差距明显。2024 年，中国人均营养保健食品消费额为 26 美元/人，美国为 187 美元/人，后者是前者的 7 倍多。

图表10: 中国人均医疗保健支出 (元/人)



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

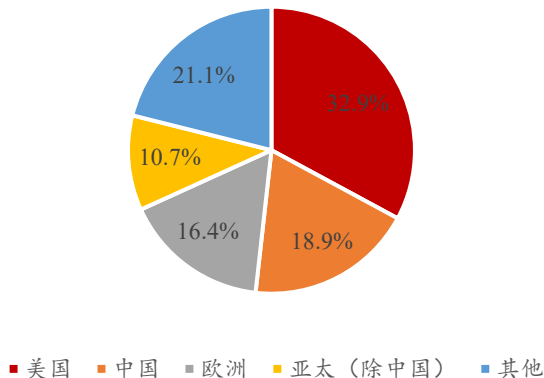
图表11: 2024 年全球营养保健品人均消费额 (美元/人)



资料来源: 欧睿, 仙乐健康, 方正证券研究所

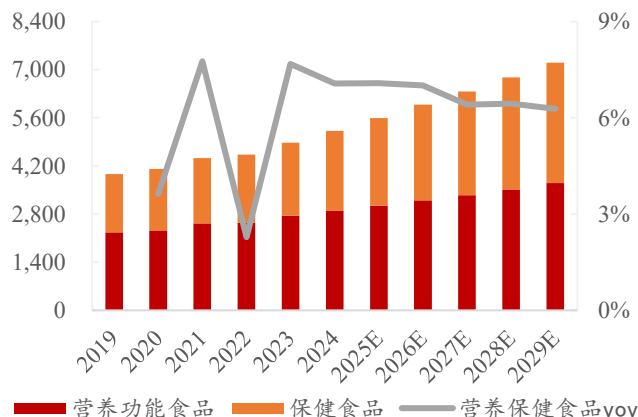
全球第二大保健品市场, 发展潜力足、空间大。据欧睿, 中国已成为全球营养保健品第二大市场, 2024 年占据全球 18.9% 市场份额。随着国民收入水平的持续提高, 人口老龄化进一步加剧, 居民健康管理意识的不断增强, 行业监管体制的不断完善、产品及营销渠道的创新, 预计我国营养保健食品市场将进一步扩张。据灼识咨询, 2024 年我国营养保健食品行业市场规模为 5223 亿元, 预计 2029 年将达到 7203 亿元, 未来 5 年 CAGR 将达 6.6%。

图表12: 2024 年全球营养保健食品区域格局 (%)



资料来源: 仙乐健康, 方正证券研究所

图表13: 中国营养保健食品市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 灼识咨询, 衡美健康, 方正证券研究所

1.3 美国: 全球第一大市场, 行业迈入稳健增长阶段, 供需端变革带来结构性增长机会

迭代百年的美国营养保健品行业监管体系, 成熟却不完美。从 1906 年《纯净食品和药品法案》实施至今, 美国营养保健品行业监管体系已迭代超过百年历史, 成为全球营养保健品行业最古老、成熟的监管体系。然而, 在被动监管 (事后监管) 模式主导下, 由于缺乏对营养保健品行业有效的事前及事中控制机制, 以及其现行的事后控制机制的低效, 困扰美国社会多时的药物滥用问题, 在营养保健品行业或将继续长期存在。

本文将美国营养保健品行业过去百年的迭代历程大致分为以下 3 个阶段:

起步期（1900~1969 年）：膳食补充剂正式进入大众生活，行业初步建立以 FDA 为中心的监管体系。但仍存在以下不足：1. 由于法律中缺乏关于纯度和含量标准的具体规定，食品和药品掺假现象持续泛滥。2. 当时销售新食品、药品无需政府正式批准。3. 食品药品法规并未明确要求对新药/含新配料成分食品进行安全性研究，销售有毒药品、食品虽存在声誉风险，但属于合法行为。4. 还未就营养保健品的“研发、生产、销售”等各环节确立起清晰的标准。

图表14: 美国营养保健品行业起步期（1900 年~1969 年）监管体系变革历程

年份	标志性事件
1906	《纯净食品和药品法案》实施，旨在建立一套监管体系，禁止销售掺假和误标的食品、药品、酒类及医疗用品。
1912	卡西米尔·芬克发现维生素，随后耶鲁、剑桥等大学及多家企业实验室相继分离出脂溶性维 A、B 族复合维生素、维 C、维 D、生物素、泛酸等营养素，这些发现迅速转化为主流商业产品，制药公司开始在《好管家》《父母》等大众杂志投放维生素制剂广告。
1922	美国化学局开始收集有关维生素生产、标签和广告的基本信息。
1927	化学局的监管权限在重组后的美国农业部（USDA）及食品、药品和杀虫剂管理局（后更名为食品药品监督管理局 FDA）下重新划分。
1932	FDA 设立首个专门研究维生素的实验室。
1935	国际联盟卫生委员会成立维生素标准化会议，目的是分析维生素和矿物质的全球影响，并推动维生素 A、B1、C 和 D 的法规标准化。
1938	《联邦食品、药品和化妆品法案》（FDCA）颁布，该法案扩大了 FDA 对消费品的监管范围。首先，FDCA 将膳食补充剂定义为特殊膳食用途食品并明确了其内涵。其次，要求食品制造商向消费者提供标签，其中须包含有关维生素、矿物质及其他膳食特性的信息，以说明其在这用途中的价值，禁止食品的标签欺瞒与掺假行为。其次，FDCA 将膳食补充剂也视为食品添加剂，除非其属于“公认安全”的物质，食品生产商与销售商须遵守成分标准。
1941	FDA 颁布了《嗜酸性粒细胞增多-肌痛综合征爆发与膳食补充剂推荐每日摄入量法规》，推荐每日膳食补充剂摄入量，该标准被用作军队、平民及海外公民的营养建议，1973 年该法规最终版将效力超过特定水平的大多数维生素和矿物质归类为药品，并限制了维生素与矿物质复合制剂的销售。

资料来源：Comparing Dietary Supplement Regulations in the U.S. and Abroad，方正证券研究所

成长期（1970~2000 年）：监管机制进一步完善，更改了膳食补充剂的法律定义，使其由审批制转向备案制，并建立健全了“安全标准、标签规范及健康声称”等监管审批体系。其中，最重要的法案当属 1994 年《膳食补充剂健康与教育法案》（DSHEA），其明确了 FDA 对膳食补充剂产品作为食品类别的法定监管权限，其将《联邦食品、药品和化妆品法案》（FDCA）要求的审批制转为备案制，极大地繁荣了美国营养保健品行业。据《膳食补充剂杂志》估计，自该法案通过以来，产品市场规模已从 1994 年的约 4,000 种产品大幅增长至如今的 80,000 余种，美国国内市场规模增至 600 亿美元。该阶段的监管体系核心不足之处在于，DSHEA 法案采取上市后（被动）监管模式，同时融入上市前（主动）监管要素。在被动监管模式下，FDA 仅对已上市的不安全膳食补充剂采取行动，如，该法案包含上市后现场审核流程的良好生产规范（GMP）合规条款，以及制造商强制报告严重不良反应的规定，制造商在上市含新型膳食成分（NDI）的产品前须向 FDA 申报。然而，制造商在向潜在消费者销售前无需证明产品安全性；更甚者，当膳食补充剂用于新用途时，该新用途可无需证明消费者安全性即可上市销售。

图表15:美国营养保健品行业成长期（1970年~2000年）监管体系变革历程

年份	标志性事件
1990	《营养标签与教育法案》(NLEA) 生效。首先, 该法案为 FDA 建立了健康声明审批体系, 并针对膳食补充剂健康声明设立了有限的独立审批程序。其次, 确立了健康声明的一般原则, 涵盖标签上任何潜在健康相关状况的声明, 这些原则同样适用于描述食品成分与疾病关联性的声明。再次, 该法案还对营养声明提出了具体要求, 要求所有营养含量声明 (如 “高纤维”、“低脂肪” 等) 及健康声明均须符合 FDA 法规。
1994	《膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA) 生效。该法案将膳食补充剂定义为食品类别, 并将其与膳食补充剂及膳食补充剂所用膳食成分排除在食品添加剂定义之外, 制定了相关安全标准、标签规范及健康声称要求。其一, 膳食补充剂不受《联邦食品、药品和化妆品法案》(FDCA) 中关于食品添加剂须经 FDA 特别批准的规定约束, 也不再需要遵守德莱尼条款 (其禁止膳食补充剂含有着色剂) 或 “公认安全” 法规。其二, 规定了膳食补充剂的标签与包装要求, 并授权 FDA 局实施涵盖良好生产规范的法规。其三, 为膳食补充剂的安全性评估制定了新标准。
1995	国会设立膳食补充剂办公室 (ODS), 旨在通过评估科学信息、推动并支持研究、传播研究成果、开展公众教育, 深化对膳食补充剂的认知与理解。
1996	白宫膳食补充剂标签委员会发布关于膳食补充剂标签未来监管报告。
1997	FDA 关于新型膳食成分 (NDI) 上市前通知的最终规定, 要求制造商在销售含有 1994 年 10 月 15 日前未在美国上市的 NDI 的膳食补充剂前, 至少提前 75 天提交申报材料。
1999	联邦上诉法院裁定, FDA 必须允许在膳食补充剂上标注 “合格健康声明”。
2000	FDA 发布关于结构/功能声明的最终规定; FDA 发布《红皮书 200》, 该指南为行业及其他利益相关方提供食品配料安全性评估的毒理学原则指导。

资料来源: Comparing Dietary Supplement Regulations in the U.S. and Abroad, DSHEA 1994 - Celebrating 30 Years of Dietary Supplement Regulation in the United States, 仙乐健康, 方正证券研究所

成熟期（2001年~至今）：生物化学理论及提纯工艺进一步发展，更多新型化学成分进入营养保健品行业。其中，部分制剂中含有的成瘾性成分（如麻黄生物碱、二甲基氨基丙烷（DMAA）等），导致的药物滥用问题成为美国社会的核心矛盾之一。因此，现阶段，提升预防、检测和应对食品药品安全问题的能力，成为了美国营养保健品行业监管体系变革的核心主线。但其采取的措施主要是基于原有监管模式下的法律条例的修订完善，仍未解决被动监管模式主导下，整个监管体系缺乏对营养保健品等食品安全的事前及事中控制机制。加之，现有的事后机制下，其对不法现象的惩治力度相对有限。且因机构运转低效、监管独立性不足等因素，实际监管执法过程中，普遍存在对已知风险反应迟缓，执法不力等现象。因此，现有监管体系下，美国营养保健品行业面临的食品安全问题或将长期继续存在。

图表16:美国营养保健品行业成熟期（2001年~至今）监管体系变革历程

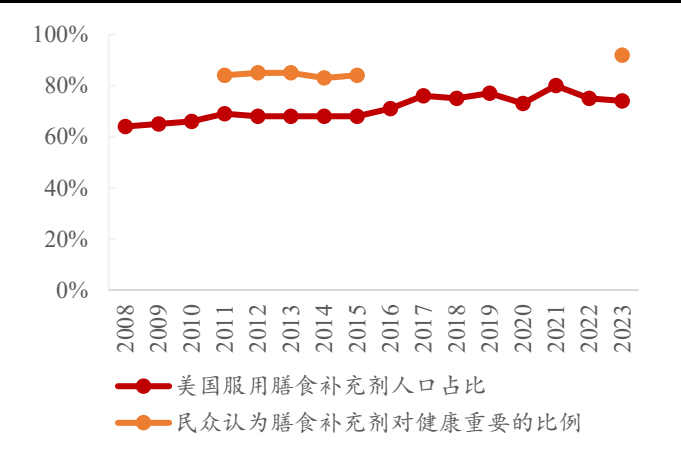
年份	标志性事件
2002	《公共卫生安全与生物恐怖主义防范及应对法案》正式颁布, 该法案要求企业进口膳食补充剂成分进行加工后出口时, 必须建立成分溯源链, 并为拟出口的成分提供分析证书。
2003	FDA 禁止含有麻黄生物碱的膳食补充剂。
2006	《膳食补充剂与非处方药消费者保护法》正式生效, 要求所有与膳食补充剂 (以及非处方药) 相关的严重不良事件均须向 FDA 进行报告。
2007	FDA 颁布膳食补充剂良好生产规范 (GMP) 最终规则, 确立了生产、包装、标签及储存环节的统一质量控制标准。
2011	《食品安全现代化法案》(FSMA) 签署生效, 旨在通过监管提升预防、检测和应对食品安全问题的能力。
2012	FDA 禁止含有二甲基氨基丙烷 (DMAA) 的膳食补充剂。
2013	FDA 最终规定要求制造商须在 15 天内向其报告与膳食补充剂相关的严重不良事件; 对拒绝自愿合规的企业实施行政扣押或查封含 DMAA 产品。
2015	含咖啡因补充剂行业自愿性指南 (2015 年更新); 《农业改进法案》(即《农业法案》) 签署生效, 允许为研究目的种植工业大麻; 孕期及哺乳期复合维生素/矿物质补充剂碘含量行业自愿性指南。
2016	《国家生物工程食品披露标准》(即转基因食品标签法) 签署生效, 该法案要求美国农业部制定标准, 强制披露已知或

	可能经过生物工程改造的食品信息。
2018	《农业改进法案》将大麻从管制物质清单中移除；FDA 发布含活微生物膳食补充剂标签草案指南。
2019	FDA、国家环境健康科学研究所（NIEHS）与健康环境科学研究所（HESI）共同成立植物安全性联盟。
2023	FDA 计划整合食品政策与响应办公室（OFPR）与监管事务办公室（ORA）职能，建立统一的人类食品计划（HFP）。
2024	行业自愿性指南：睡眠辅助类褪黑素膳食补充剂的配方、标签与包装规范。

资料来源：DSHEA 1994 - Celebrating 30 Years of Dietary Supplement Regulation in the United States, 仙乐健康，方正证券研究所

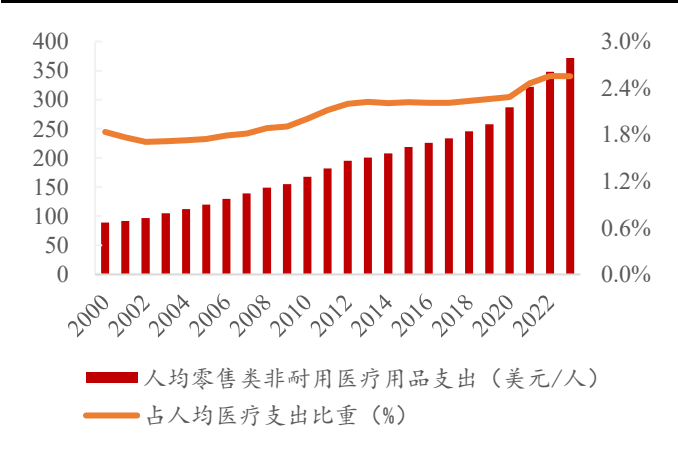
3/4 人口使用膳食补充剂，相关人均支出长期稳健增长。据 CRN，2023 年 74% 的美国民众服用膳食补充剂，其中 92% 的使用者认为补充剂对维持健康是必要的，广大且成熟的用户群体是美国营养保健品行业长期稳健增长的基本盘。此外，尽管面临通货膨胀压力，消费者在膳食补充剂上人均支出仍呈现稳健增长趋势。据 CMS，2023 年，与营养保健品支出相关的美国人均零售类非耐用医疗用品支出增至 372 美元/人，占人均医疗总支出比例为 2.6%，过去 10 年该项支出的年均复合增速达 6.3%，美国营养保健品市场需求依然强劲。

图表17:美国使用及信任膳食补充剂人口比例（%）



资料来源：CRN，方正证券研究所

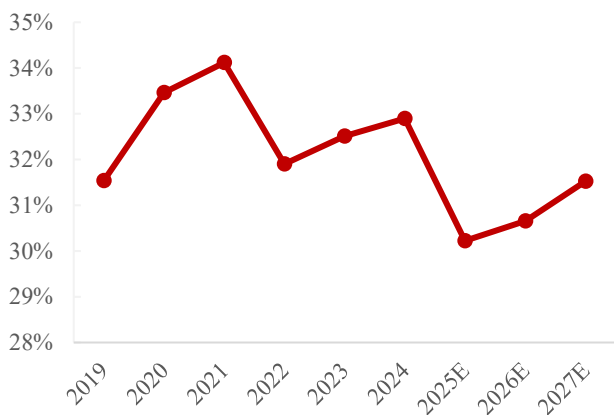
图表18:美国人均零售类非耐用医疗用品支出及占比



资料来源：CMS，方正证券研究所

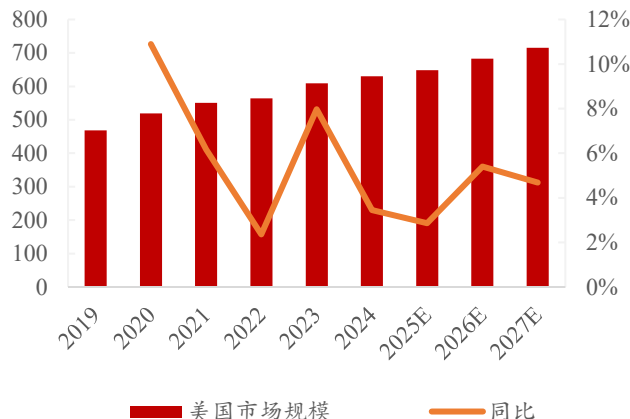
全球第一大营养保健品市场，稳步向千亿美元规模迈进。作为长期稳居全球第一大区域市场的美国营养保健品市场，其始终占据全球 30% 以上的市场份额。据欧睿，2024 年美国营养保健品市场规模达 630 亿美元，2027 年将增至 715 亿美元，未来 3 年年均复合增速达 4.3%，正稳步向千亿美元市场规模迈进。

图表19:美国营养保健品市场全球份额 (%)



资料来源: 欧睿, 仙乐健康, 方正证券研究所

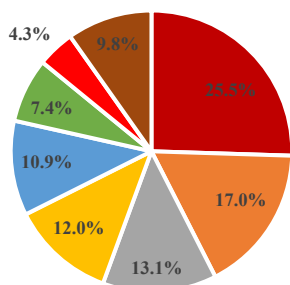
图表20:美国营养保健品市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源: 欧睿, 仙乐健康, 方正证券研究所

需求端: 新成分/配方、精准功能化、便携美味新剂型, 成需求端新宠。随着大众保健品消费认知迭代, 美国民众开始更关注产品独特性、科学性, 热衷追逐新原料、新产品, 天然成分、清洁标签、可持续性成为市场营销热点。其次, 美国民众对膳食补充剂消费需求转向精准功能化、细分化, 大量细分品类应运而生, 健身运动、体重管理、女性健康等品类快速增长, 并占据主要市场份额。据 NBJ, 2024 年美国膳食补充剂需求场景分布中, 健身运动以 18.2% 份额占据首位, 超越传统需求“整体健康 (17.7%)”。此外, 具有愉悦感官、美味且便携的剂型受到青睐, 据 NBJ, 软糖、液体饮品和泡腾片等新兴食品剂型的市场增速显著高于片剂型, 2024 年美国营养保健品市场“胶囊、片剂及粉剂”等传统剂型占比 48.4%, 新剂型占比达 51.6%, 其中软糖 (25.5%) 整体领先, 液体饮品也有 12% 份额。新成分/配方、精准细分产品、便携新颖剂型等需求侧变化, 孕育了美国营养保健品市场新的结构性增长机会。

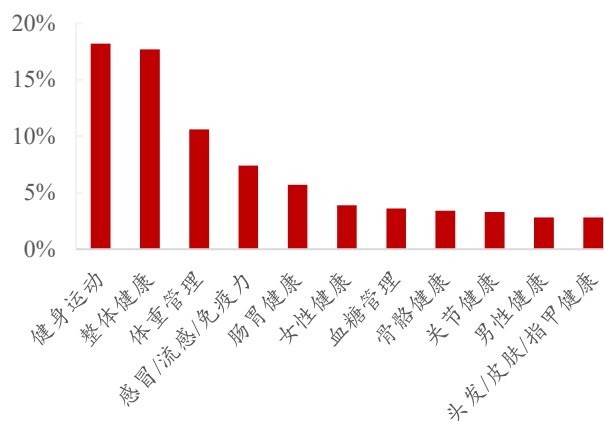
图表21:2024 年美国营养保健品剂型分布 (%)



■ 软糖 ■ 粉剂 ■ 软胶囊 ■ 液体 ■ 硬胶囊 ■ 片剂 ■ 泡腾片 ■ 其他

资料来源: NBJ, 方正证券研究所

图表22:2024 年美国营养保健品需求场景分布 (%)

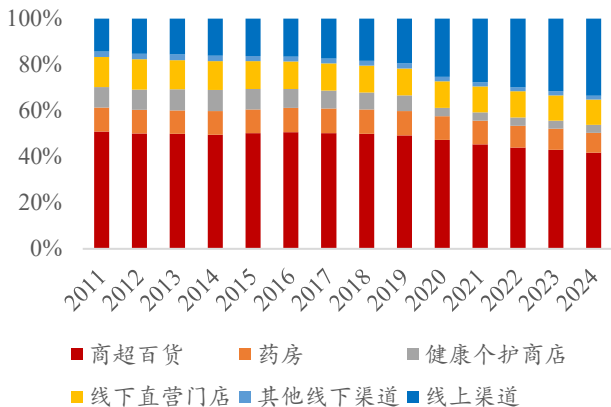


资料来源: NBJ, 方正证券研究所

渠道端: 线上渠道占据超过 1/3 份额, 线上零售规模增速领先市场整体。虽然药店、品牌直营店及商超等线下渠道仍占据美国营养保健品市场的主导地位, 但在互联网技术飞速发展与消费行为数字化转型的大背景下, 电商与社交媒体平台将在营养健康食品的销售与推广过程中扮演愈发重要的角色。据欧睿, 2024 年美国营养保健品线上渠道份额已达 33.5%, 较 2019 年提升了 14 个百分点, 是除商超百货外的第二大渠道。另据 CRN, 77% 美国营养保健品消费者反馈其从亚马逊购买,

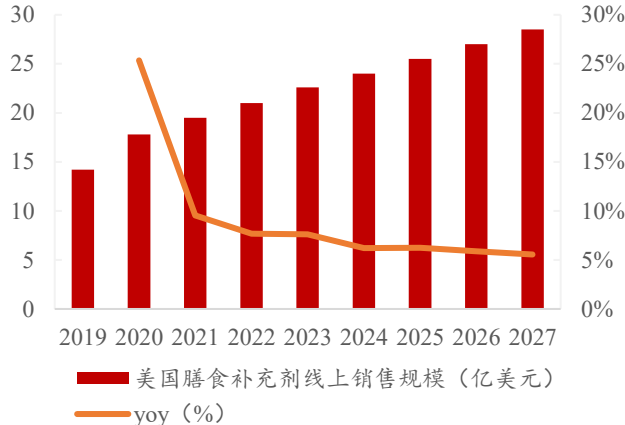
仅有 1/3 左右的用户反馈从之外的线上渠道购买。市场规模角度,据 IBISWorld, 2024 年美国营养保健品线上销售 240 亿美元,过去 5 年 CAGR 达 11.1%,未来 3 年 CAGR 达 5.9%,领先市场整体增速 (4.3%)。

图表23:美国营养保健品渠道分布 (%)



资料来源:欧睿,方正证券研究所

图表24:美国营养保健品线上零售规模及增速



资料来源:IBISWorld,方正证券研究所

供给端: 用户逻辑出发, 瞄准消费需求新变化, DTC 品牌大量涌现。广袤且持续稳健增长的成熟市场, 认知成熟用户的多元化新兴需求, 为能把握住需求痛点的新兴品牌提供发展空间。由此, 以 Olly Nutrition、Care/of、Ritual 等为代表的 DTC (Direct-to-Consumer) 品牌, 打破传统品牌的“货架逻辑”, 直接面对消费者, 并凭借“精准功能定位、个性化产品定制、专业丰富的内容营销、订阅制销售、超强研发”等需求痛点的精准把控, 开创了一套全新的“用户逻辑”, 在竞争激烈的美国营养保健品市场中陆续崭露头角。

图表25:美国营养保健品行业主流 DTC (Direct-to-Consumer) 品牌概览

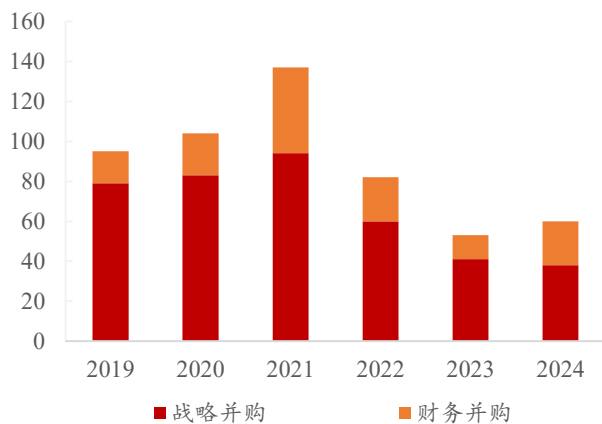
品牌名称	成立时间	成立地点	产品 SKU	价格区间	主要特点
Olly Nutrition	2014	旧金山	47	13-28 美元/月	软糖形式的营养补充剂品牌引领者
Care/of	2016	纽约	50	5-28 美元/月	大数据输出个性化营养解决方案
Ritual	2015	加州	9	30 美元/月	主打呵护女性的营养素集合胶囊
Elysium Health	2014	纽约	1	40-60 美元/月	超强科研团队研发的「抗衰老」营养品
8Greens	2015	纽约	4	36 美元/月	使用 8 种蔬果制成的膳食补充泡腾片
Nutrafol	2014	纽约	11	30 美元/月	利用植物成分解决现代人脱发问题的营养品牌
Remrise	2018	旧金山	5	55 美元/月	以传统草药为主要成分的睡眠辅助剂
Hum Nutrition	2012	洛杉矶	31	25-40 美元/瓶	用维生素来解决皮肤健康等问题
Vitafive	2015	德州	8	19-40 美元/月	以减少塑料浪费的包装营养补充剂品牌

资料来源:品牌星球,方正证券研究所

供给端: 行业并购整合活跃, 新老迭代持续演绎。据 CAPSTONEPARTNERS, 2024 年美国营养保健品行业合计完成 60 起并购交易, 同比+13.2%, 一举扭转前两年的下滑态势, 同比增速较上年大幅提升 48.6 个百分点。过去几年疫情、通胀及加息对行业并购交易造成的负向影响, 正逐步减弱。此外, 2024 年行业并购交易总额中, 资产剥离和破产交易占据了 21.7%, 2023 年至今已显著高于历史均值。一方面, 这体现了美国营养保健品这类品牌主导型行业, 在进入竞争激烈的市场成

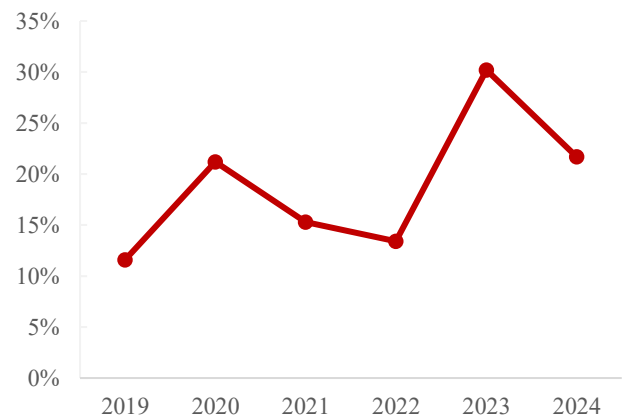
成熟期之后面临的动荡环境；另一方面，这也凸显了美国营养保健品行业新老更替正在加速的态势。

图表26:美国营养保健品 M&A 交易数量（起）



资料来源：CAPSTONEPARTNERS，方正证券研究所

图表27:美国营养保健品剥离破产交易额 M&A 占比 (%)



资料来源：CAPSTONEPARTNERS，方正证券研究所

1.4 欧洲：整体市场增长依旧强劲，英、法增速领先，渠道及需求端仍以传统主导

不断完善的法律监管体系，确立了区域市场的统一规范。欧盟层面出台的有关营养保健品（欧盟称“食品补充剂/膳食补充剂”）的法律法规，主要作用是协调各成员国已有的相关法律监管机制，实现区域市场内的统一规范。其中，最主要也是最直接与欧盟营养保健品行业相关的法规是《关于食品补充剂的成员国相似法案（2002/46/EC 指令）》。该指令定义了食品补充剂的法律含义，并通过“正面清单”、建议及强制要求等方式，对食品补充剂的成分、含量、剂型及标签内容做了相关的规定和指导。《2006/1924/EC 指令》、《2011/1169/EC 指令》等法规的陆续出台，逐步建立起了一套覆盖“产品准入、健康声称、标签管理及生产经营监管”等营养保健品行业全流程的监管体系，统一规范的监管体系促进行业的健康发展。

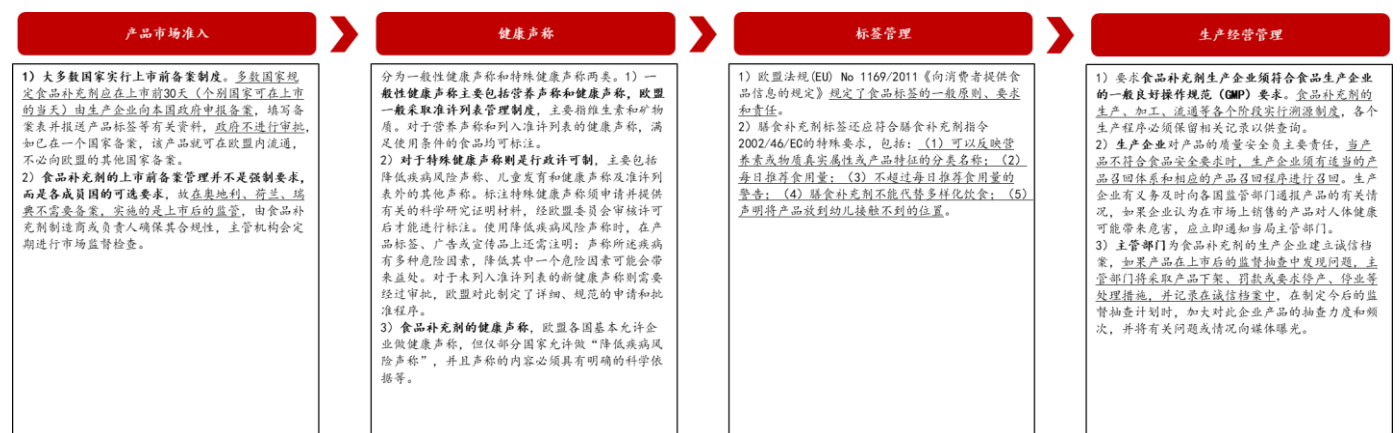
图表28:欧盟营养保健品行业相关法律法规

年份	法规名称	主要内容
2002	《关于食品补充剂的成员国相似法案（2002/46/EC 指令）》	欧盟食品补充剂最主要的法律，协调了成员国关于膳食补充剂的法律。明确了食品补充剂法律定义，通过名为“正面清单”的附件，明确了进口商和制造商可在欧盟销售的膳食补充剂种类；就膳食补充剂每日摄入的最高与最低限值提出建议，并明确标签要求（包括净含量和警示）；
2002	《食品法规的一般原则和要求（2002/178/EC 指令）》	制定食品法律的总体原则和要求，包括建立欧盟共同的原则和责任、建立提供强大科学支持的手段、建立有效的组织安排和程序来控制食品和饲料安全；建立欧洲食品安全局；制定处理直接或间接影响食品和饲料安全事件的程序；规定食品只有被认定为安全时方可投放市场；明确了膳食补充剂的标签内容。
2006	《食品营养和健康声称（2006/1924/EC 指令）》	该条例 2006/1924/EC 是对指令 2000/13/EC 的补充。该指令对营养声明、健康声明、降低疾病危险性的声明等进行了定义和规定，包括使用此类声明的条件、科学证明、使用授权申请程序等内容。禁止含糊不清或不准确的食物营养健康标签及广告，禁止关于减轻体重的预期成效和个别医生推介的声明。
2007	《关于有机生产及有机产品标签并撤销法规(EEC)（2007/834/EC 指令）》	该法规包括六部分内容：1) 目的、范围和定义；2) 有机生产的目标和原则；3) 有机生产条例；4) 详细规定了哪些食品可用有机生产标识、有机食品所需强制标示的内容以及其它具体的标签要求等；5) 与第三国家的贸易；6) 过度期条款。

2008	《食品添加剂（2008/1333/EC 指令）》	包括批准使用的食品添加剂名单、食品添加剂的使用、食品添加剂标签、相关程序条款和执行、过渡性及最终条款等。
2009	《可用于食品包括食品补充剂维生素和矿物质及其形式（2009/1170/EC 指令）》	对指令 2002/46/EC 及 1925/2006 /EC 指令的相关修改，制定了用于食物营养增补剂的维生素、矿物质的清单列表和组成配方。
2011	《关于向消费者提供食品信息的规定（2011/1169/EC 指令）》	是欧盟食品标签的法规，其规定了所有向消费者提供的食品信息的内容，其监管的范围与我国的《食品安全国家标准 预包装食品标签通则》（GB7718-2011）相似，但是还包括了一些营养标示规定如营养素的定义等，其他营养和健康声称的相关要求需遵守（EC） No 1924/2006《食品营养和健康声称》。
2013	《关于婴幼儿食品、特殊医疗用途食品和控制体重代餐的条例（2013/609/EC 指令）》	本法规就婴幼儿配方食品及较大婴儿配方食品、加工谷物基食品及婴儿食品、特殊医疗用途食品和控制体重代餐等食品类别的组成及信息要求建立了通用规定，并就可添加至这些食品类别中的物质建立了一份联合目录及其更新规则。
2015	《欧盟制定新资源食品清单（2015/2283/EC 指令）》	明确了新型食品的法律定义，包括名称、描述和定义、质量指标、理化指标等信息，并将膳食补充剂的新成分定义纳入其中。并制定了包括新资源食品名称、允许的使用食品范围及限量、标签要求及其他要求等。
2016	《就特殊医疗用途食品的具体成分和信息要求制定欧洲议会和理事会条例（EU） 609/2013 补充条例（2016/128/EC 指令）》	主要包括特医食品成分要求、特医食品中农药残留要求、特医食品名称、特医食品信息具体要求、特医食品营养宣称要求、特医食品营养健康声明、为满足婴儿营养需求的特医食品的特殊要求等内容。
2017	《欧盟授权新型食品清单（2017/2470/EC 指令）》	确立了欧盟境内所有获准新型食品清单，包括其使用条件、标签要求及规格标准，并随每次新增授权进行修订
2018	《欧盟修订有机生产及有机产品标签法规（2018/848/EC 指令）》	规定了有机生产的一般原则、相关条例、有机认证、标签标识及广告宣传等，适用于欧盟进出口农畜产品的生产、加工、标签、销售等，涉及产品包括未加工农产品、用作食品的加工农产品及饲料。
2022	《涉及用于控制体重的总膳食替代物的脂质和镁的要求（2022/2182/EC 指令）》	主要修订用于控制体重的总膳食替代物的脂质和镁的要求

资料来源：Comparing Dietary Supplement Regulations in the U.S. and Abroad, Compliancegate, 食品伙伴网，新华丝路网，中国海关，方正证券研究所

图表 29: 欧盟营养保健品行业监管体系

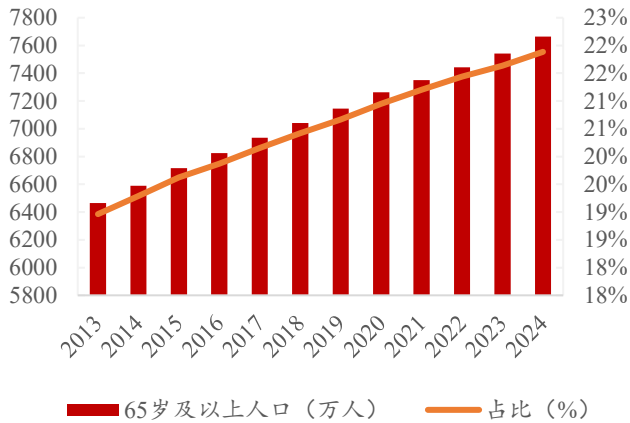


资料来源：中国医药保健品进出口商会，方正证券研究所

人口老龄化，人均医疗保健支出持续增长，市场规模扩张动力充足。据欧盟统计局最新数据，2024 年欧元区 65 岁及以上人口增至 7664 万人，占比达 21.9%，过去 5 年年均复合增速达 1.6%，人口老龄化趋势日渐，铸就欧洲营养保健品行业长期稳健增长的重要基石。此外，由于欧洲营养保健品市场起步较早，大众教育充分，消费者对营养保健品接受度较高，愿意对个人健康进行消费支出。据世界银

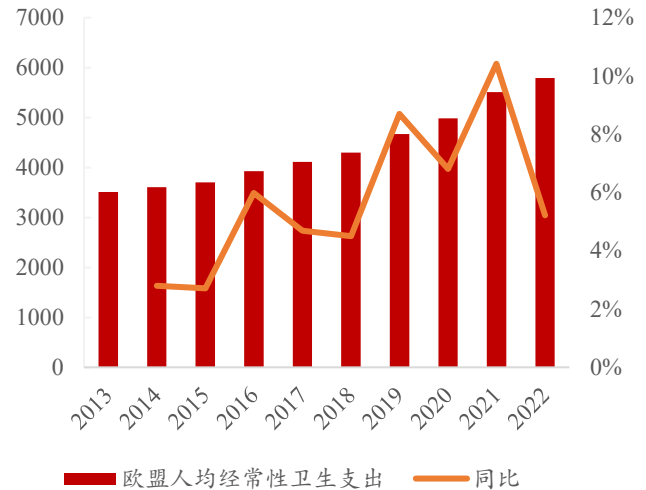
行，2022 年欧盟人均经常性卫生支出达 5794 美元，同比增长 5.2%，过去 5 年年均复合增速高达 7.1%。老龄化及健康观念增强，是欧洲营养保健品市场长期增长的两大核心驱动。

图表30:欧元区 65 岁及以上人口数量及占比



资料来源：欧盟统计局，方正证券研究所

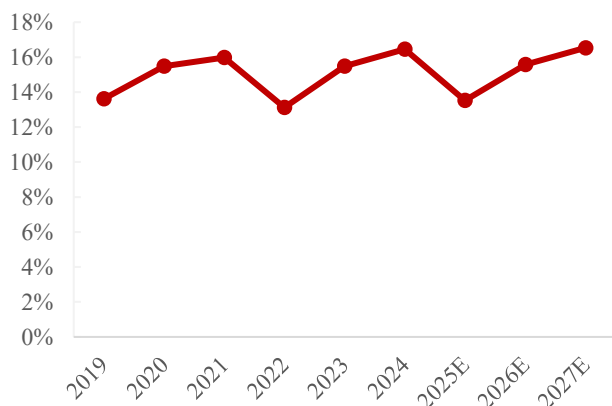
图表31:欧盟人均经常性卫生支出及其增速



资料来源：世界银行，方正证券研究所

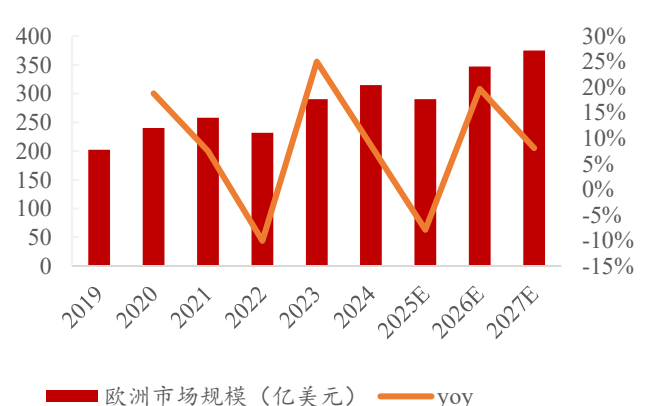
市场整体继续保持较高增速，英、法、西班牙未来增长领先。与美国市场类似，欧洲营养保健品市场起步早，监管、用户及产品均相对成熟，长期占据全球 15% 左右的市场份额，是全球营养保健品行业的第三大市场。据欧睿，2020 年欧洲营养保健品市场规模达 315 亿美元，过去 5 年年均复合增速高达 9.3%，未来 3 年预计仍将维持 6.0% 的年均复合增速。尽管整体经济相对疲软，但其营养保健品市场仍将继续保持强劲扩张趋势。结构上，2025 年，预计意大利、德国、法国和英国占欧洲补充剂市场的 70%，其中意大利以 27% 的市场份额遥遥领先。根据欧睿测算，英国、法国及西班牙 2023~2028 年年均复合增速分别为 7.3%、6.3%、5.5%，成为欧洲营养保健品增长最快的前三大市场。

图表32:欧洲营养保健品市场全球份额 (%)



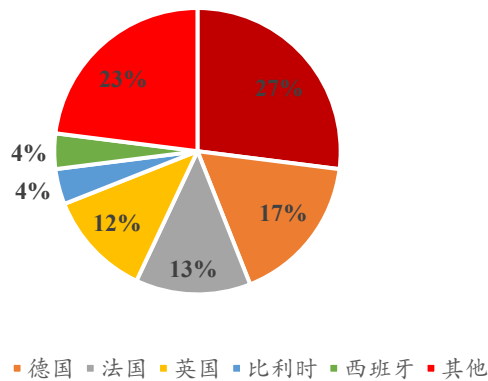
资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

图表33:欧洲营养保健品市场规模及增速 (亿美元, %)



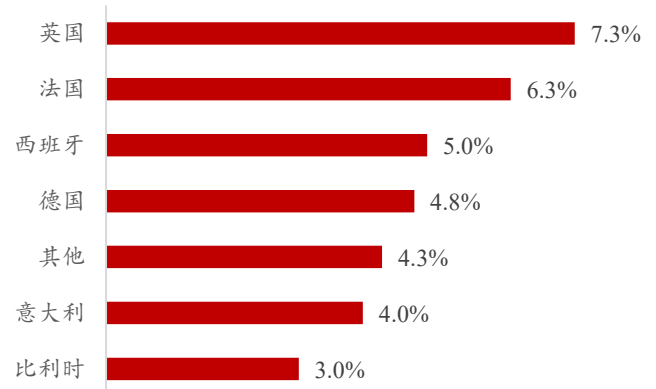
资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

图表34:2025E 欧洲营养保健品市场主要国家份额 (%)



资料来源：欧睿，方正证券研究所

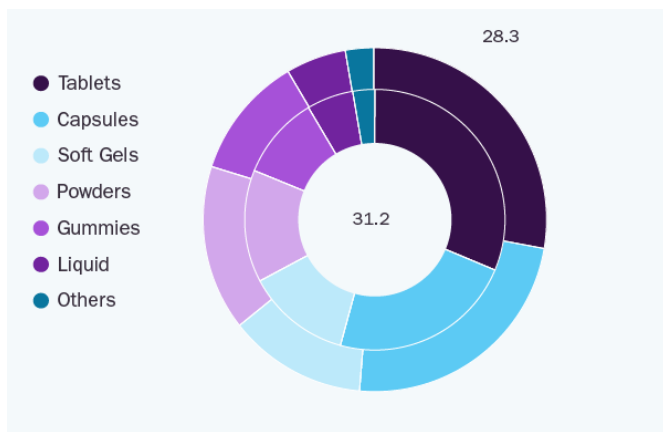
图表35:23~28 年欧洲营养保健品市场主要国家复合增速



资料来源：欧睿，方正证券研究所

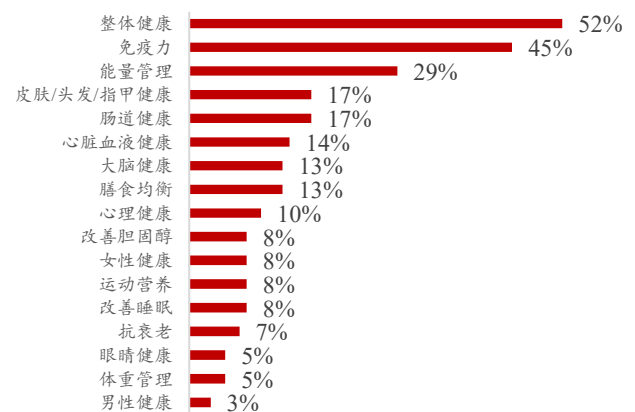
需求端：产品剂型以传统为主，应用场景细分化、多元化。欧洲营养保健品用户在产品剂型选择方面较为保守，目前该市场仍以片剂为主。据 GRAND VIEW RESEARCH, 2024 年，片剂补充剂细分市场以 31.2% 的最大收入份额领跑欧洲市场。需求场景应用日益细分化、多元化，能量和体重管理、大脑和心理健康、皮肤/头发/指甲、肠道健康、女性健康及抗衰老等新兴赛道逐渐兴起，但传统的整体健康领域仍在欧洲占据最大市场份额。据 FSE，超过 50% 的用户关注整体健康，位列用户关注功能领域第一。另疫情使人们对免疫力改善关注度提升，据 FSE，45% 消费者关注免疫力提升。另据财富商业观察最新数据，2024 年免疫力改善需求占据市场 12.39% 份额。

图表36:2024 年欧洲营养保健品产品剂型分布 (%)



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，方正证券研究所

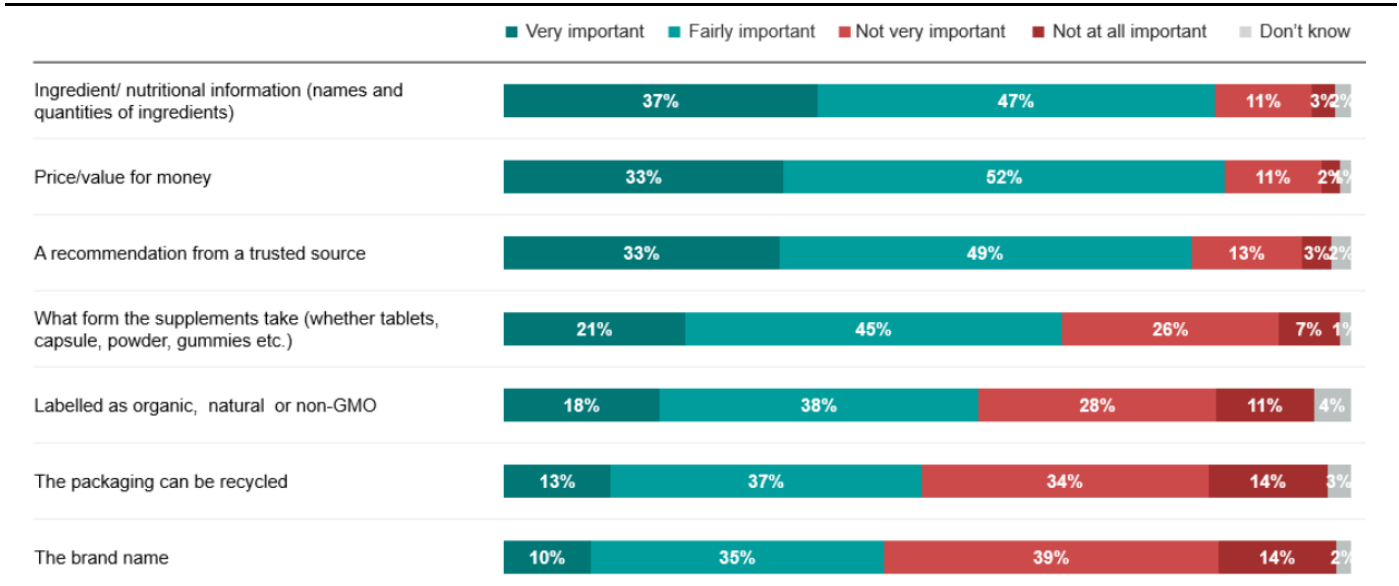
图表37:2022 年欧洲营养保健品用户需求场景分布 (%)



资料来源：FSE，方正证券研究所

需求端：有机天然、可持续性标签，成为消费者决策重要考量因素。随着素食主义兴起及环保意识日益增强，植物基、无添加、非转基因、有机认证、包装可回收等天然可持续产品愈发受到欧洲消费者青睐。据 FSE 调查，56% 的消费者会在决定是否购买该营养保健品时，将是否有“有机、天然及非转基因”标注视为重要消费决策因素；40% 的消费者认为“包装可回收”是影响其是否购买该产品的重要考量因素。

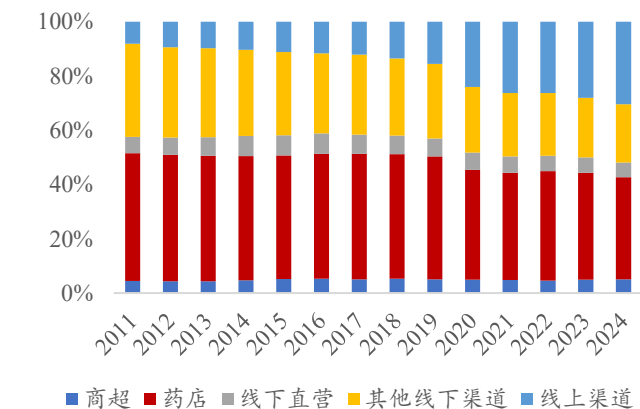
图表38:2022 年欧洲营养保健品用户购买食品补充剂的关键考量因素



资料来源: FSE, 方正证券研究所

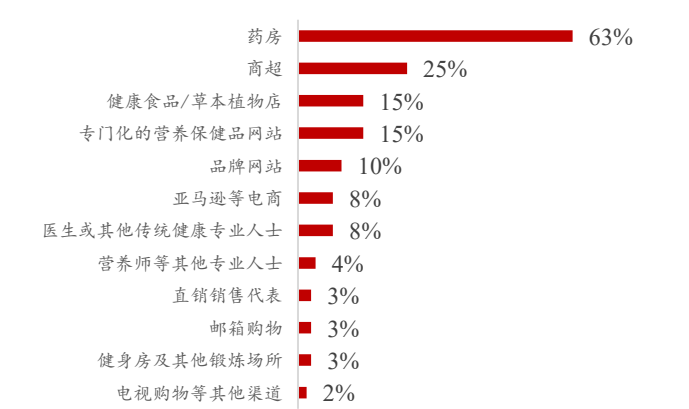
渠道端: 药店仍是占比过半的主流渠道, 但消费者正逐渐向电商渠道转移。据欧睿, 2024 年欧洲营养保健品线下渠道占据 69.6% 高份额, 其中药店占据 37.7%, 商超和线下直营店占比均在 5% 左右, 线上渠道由 2019 年 15.6%, 提升至 30.4%。据 2022 年《欧洲食品补充剂消费者调查》数据, 约 63% 的消费者通过药房购买膳食补充剂。这主要源于消费者对药房、健康商店和超市在产品真实性及专业建议方面的高度信任。此外, 广泛的零售网点覆盖和成熟的分销体系使线下购物在城乡地区均便捷可及。另据仙乐健康, 2024 年欧洲电商渠道同比增速达 10%, 线上渠道正逐步获得消费者青睐。

图表39:2024 年欧洲营养保健品渠道份额 (%)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表40:2022 年欧洲营养保健品用户购买渠道分布 (%)



资料来源: FSE, 方正证券研究所

2 专业化分工体系成熟, 上游市场扩容并向头部集中, 中游品牌分散利好代工商, 下游线上渠道重塑市场

上、中、下游各环节专业化分工明确。营养保健食品行业经过长期发展, 已经形成一套完整的专业化分工体系, 其产业链主要由上游原辅料及包材供应商、中游生产制造商及品牌运营商、下游渠道商组成, 具体如下:

上游：主要由各类原材料及食品添加剂供应商、包装材料供应商等构成。其中，原辅料供应商又细分为综合型原料供应商、专业型原料供应商及食品添加剂等辅料供应商，国内厂商主要以专业型原料供应商为主，如技源集团、嘉必优等，综合型原料供应商则以 ADM、杜邦、帝斯曼、巴斯等海外巨头主导，添加剂也以宜瑞安（Ingredion）、国际香精公司（IFF）等海外企业为主。本环节是行业发展的基石，原材料的品质与价格系决定营养功能食品品质及生产成本的关键因素，关键原材料的供需变动、价格波动及安全性问题，均会对中游生产企业的采购策略及成本控制产生直接影响。此外，上游行业在新原料研发与应用领域的进展，亦为行业带来创新契机。

中游：涵盖研发、生产、运营和营销等多个环节，并随着行业的发展衍生出多种产业模式。其中，合同生产商主要专注于配方及工艺研发、产品生产、质量控制及供应链管理环节，一般不涉及终端销售。国内外均有相当规模的企业代表，国内代表企业有仙乐健康、百合股份等，国外代表企业如澳药集团、Pharmavita、Aenova Group 等。品牌运营商则专注于品牌运营及终端销售，并与合同生产商合作完成研发、生产环节，主要以一些以“轻资产”模式运营的新兴品牌为主；也有部分厂商既对外提供合同生产服务，也运营和销售自有品牌产品，如百合股份；其余大型品牌运营商一般具有自建产能。除了专注于营养功能食品的品牌商，营养功能食品行业因其广阔的发展前景，也吸引着众多其它行业的企业竞相布局，包括传统普通食品企业、日化企业、药企等，为消费者带来更加多元化的选择。

下游：主要通过多元化的渠道将产品销售给终端消费者，涵盖线上与线下两大类。线上渠道除了品牌线上直营店之外，既包括淘宝、天猫、京东等主流电商平台，以及抖音、小红书等社交内容电商平台，也包括“在线药房、跨境进口电商”等增长迅猛的新兴渠道；丰富多元的线上渠道为消费者提供了便捷的购物体验，同时也助力品牌商拓展了更广泛的市场覆盖范围。线下渠道涵盖商场、百货商店、药店、品牌专卖店等传统实体店铺，通过直观的产品展示和专业推荐，帮助消费者更深入地了解 and 选择产品，增强了消费者的购物体验。

图表41:营养保健品行业产业链图谱

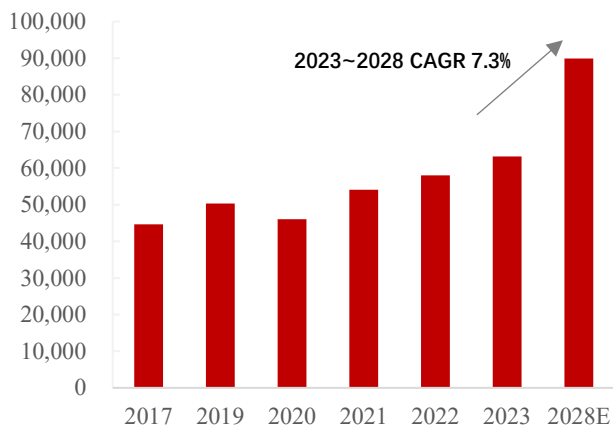
产业链环节		营养保健品行业产业链图谱					
上游	综合型原料供应商		专业型原料供应商		食品添加剂等辅料供应商		
	Archer Daniels Midland（ADM） 杜邦（Du Pont） 嘉吉（Cargill） 帝斯曼（DSM） 巴斯夫（BASF） 国际香精公司（IFF）、 凯美瑞（Kerry）		技源集团（603262）（HMB\硫磺软骨素\氨基葡萄糖） 嘉必优（688089）（多不饱和脂肪酸\ARA\藻油DHA\SA） 华恒生物（688639）（丙氨酸氨基酸及其衍生物） 金达威（002626）（辅酶Q10\维A） 科拓生物（300858）（益生菌） 花园生物（300401）（维D3） Nutraceutix（益生菌） 味之素（氨基酸）		宜瑞安（Ingredion） 国际香精公司（IFF） 罗伊盖特		
中游	合同生产商		品牌运营商				
	国内代工商	国际代工商	营养功能食品企业	制药企业	日化企业		
	仙乐健康（300791） 百合股份（603102） 技源集团（603262） 衡美健康 大江生医（TCI） 广东长兴 艾兰得	澳药集团（FPA Group） 新西兰联合制药（Unipharm）、 Pharmavita Aenova Group Robinson Pharma /BIODEP	H&H国际（1112.HK） 汤臣倍健（300146） 民生健康（301507） 百合股份（603102） 健康元（600380） 赫力昂 GNC/雀巢/安利/康宝莱/自然之宝/自然阳光/Glanbia	同仁堂（600085） 东阿阿胶（000423） 拜尔 雅培 Otsuka	自然美 NU SKIN POLA FANCL		
下游	线下渠道		线上渠道				
	商超	药店	品牌直营店	电商	在线药房	跨境进口	线上品牌直营店
	沃尔玛 山姆超市 永辉超市（601933） 华润万家 家乐福 屈臣氏等	一心堂（002727） 老百姓（300088） 大参林（603233） 益丰（603939） 康德乐 Pharmacy Rossmann Pharmacie Lafayette Walgreens Boots Alliance	汤臣倍健 自然之宝 安利 无限极 GNC	亚马逊 淘宝/天猫 京东 拼多多 抖音 小红书 Shopee	京东大药房 阿里健康大药房 DocMorris Farmacia Loreto Gallo Srl Farmacosmo	天猫国际 京东国际 抖音全球购 拼多多全球购 唯品国际等	善存 Swisse 汤臣倍健 同仁堂 自然之宝等

资料来源：衡美健康，技源股份，百合股份，MARKETSANDMARKETS，搜狐新闻，大健康100，百度百科，Nutraceutix，tradingkey，花园生物，pharmaoffer，方正证券研究所

2.1 上游：行业扩容持续，市场向头部集中，综合型原料商规模领先，专业型原料商盈利领先

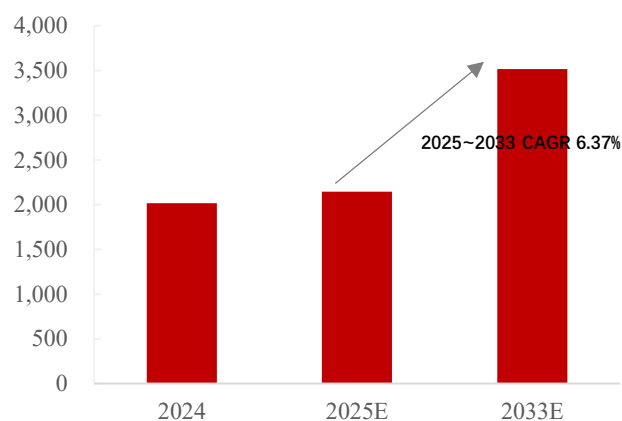
供需两端发力，助推全球营养原料行业持续增长。随着经济发展及健康意识增强，加之人口老龄化趋势渐甚，全球营养功能食品、保健食品及药品等健康行业受益繁荣，据 GWI 数据，2023~2028 年全球健康产业年均复合增幅达 7.3%；此外，叠加化学技术及提纯工艺进步，使得更多新原料成分走向市场；供需两端发力，助推营养原料行业迎来腾飞。据 Global Growth Insights，2024 年全球营养原料成分市场规模达 2016.9 亿美元，预计 2025 年将同比增长 6.4%，规模扩张至 2145.4 亿美元，2025 至 2033 年将继续以 6.4% 的年均复合增速持续增长，到 2033 年预计全球规模将高达 3516.1 亿美元。

图表42:全球健康产业市场规模 (亿美元, %)



资料来源: 全球健康研究所 (GWI), 方正证券研究所

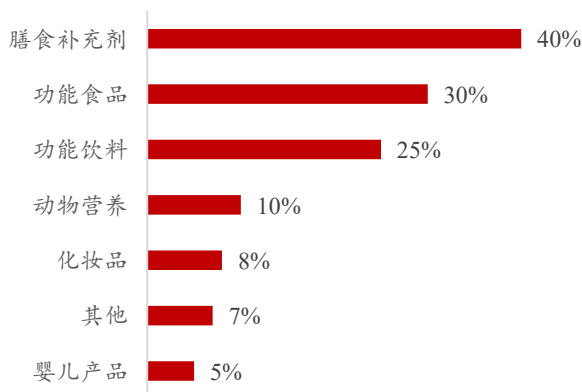
图表43:全球营养原料市场规模 (亿美元, %)



资料来源: Global Growth Insights, 方正证券研究所

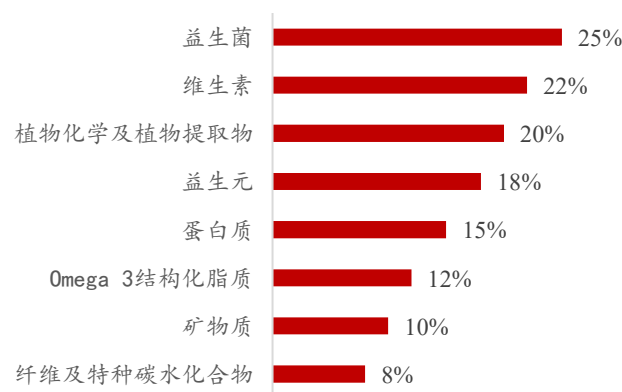
膳食补充剂是是第一大需求市场, 益生菌、维生素是主流成分。从下游应用场景来看, 营养保健行业是营养原料行业下游应用的最大需求市场。据 Global Growth Insights, 2024 年膳食补充剂占据 40% 的营养原料市场份额。营养成分方面, 由于大众对肠道健康、免疫力改善及天然有机产品的青睐, 益生菌、维生素、植物化学及植物提取物分别位居前三大功效成分, 其市场份额均维持在 20% 左右。

图表44:全球营养原料市场应用场景份额 (%)



资料来源: Global Growth Insights, 方正证券研究所

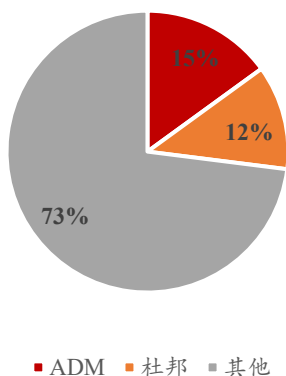
图表45:全球营养原料市场成分份额 (%)



资料来源: Global Growth Insights, 方正证券研究所

行业竞争充分, 市场向优势突出的头部企业集中。营养原料供应商承担的核心工作主要包括“营养素分子的研发及产业化应用、功效的开发及拓展、市场合规准入、原料产品的制备技术”等; 另由于营养原料细分种类繁多, 行业内参与者众多, 竞争充分, 产品同质化严重, 其对下游议价权相对较弱; 因此, 技术研发、生产质量管控、合规资质认证、规模化生产及成本把控等能力是行业竞争的核心壁垒。ADM 及杜邦这类全球营养原料头部企业, 借助自身在核心壁垒中占据的竞争优势, 实现与下游优质大客户的深度绑定, 斩获全球超过 10% 的市场份额。此外, 国内一些专业型原料企业凭借在某一细分原料市场的长期深耕, 逐步成为该细分市场的绝对龙头, 成功占领了全球 40%~50% 份额。

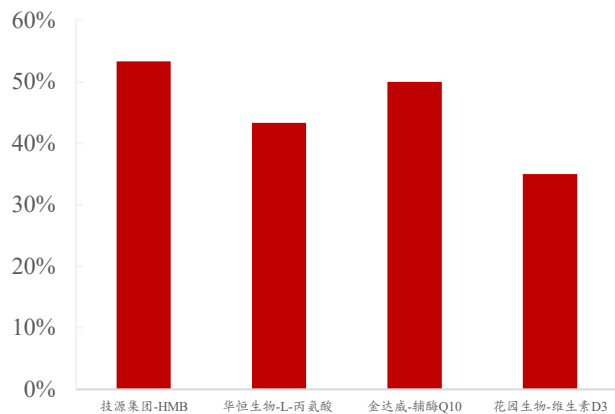
图表46:全球营养原料供应商竞争格局 (%)



■ ADM ■ 杜邦 ■ 其他

资料来源: Global Growth Insights, 方正证券研究所

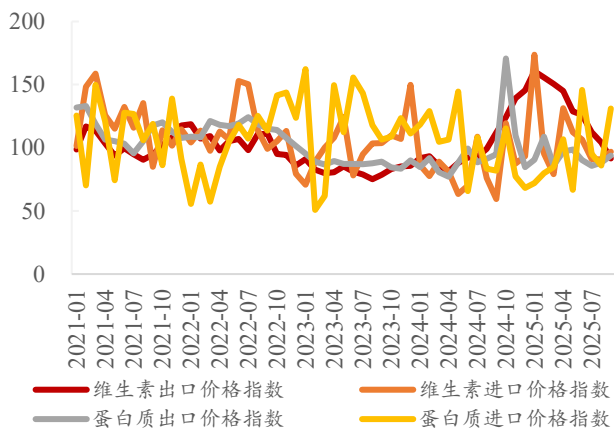
图表47:2024 年专业型营养原料企业细分市场份额 (%)



资料来源: 技源集团, 华恒生物, 腾讯网, 证券时报, 方正证券研究所

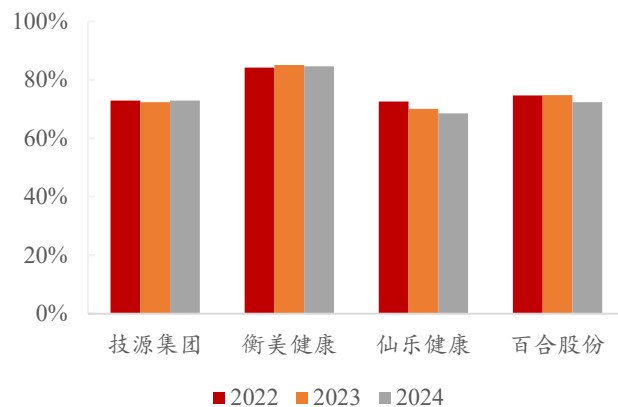
营养原料价格波动大, 对下游制造商成本影响显著。营养原料价格受到供需关系、政策监管、国际贸易关系、公共卫生防控等因素影响, 整体呈现波动较大的趋势; 据海关总署数据, 尤其是进口价格受到国际贸易政策及汇率的影响, 较出口价格呈现更为显著的波动态势。由于营养原料在制造商成本结构中占主导地位, 绝大多数营养保健品制造商营业成本中, 直接材料成本占比高达 7~8 成, 因此上游原材料价格的波动对中游制造商的盈利影响显著。

图表48:维生素&蛋白质进出口价格指数 (%)



资料来源: 海关总署, 方正证券研究所

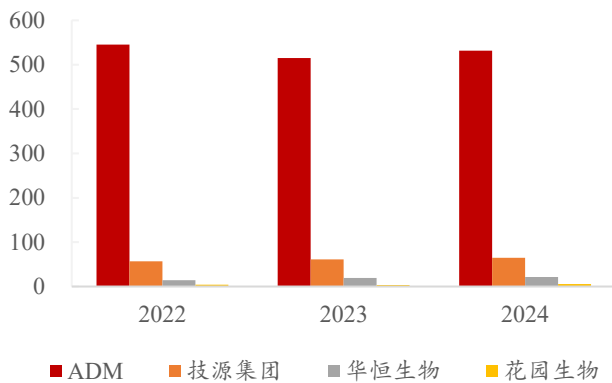
图表49:营养保健品制造商直接材料占比 (%)



资料来源: 技源集团, 衡美健康, 仙乐健康, 百合股份, 方正证券研究所

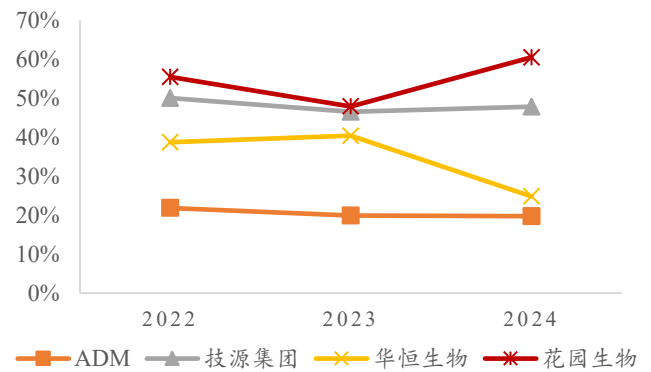
综合型原料商规模领先, 专业型原料商盈利领先。综合型营养原料商因覆盖品种多, 下游客户广, 销售规模大, 其营养原料业务的收入规模显著领先同行。全球营养原料第一大巨头, 过去三年的营养原料业务收入规模均维持在 500 亿以上。相比之下, 依靠少数细分原料立足市场的专业型原料厂商, 其单个营养原料收入规模数亿元至数十亿不等, 整体营收规模相对有限。与此同时, 由于单个成分在产品中占比相对较低, 下游对单一成分的价格敏感度相对有限, 专业型原料商凭借自身在单一细分成分领域的垄断地位, 获取更为可观的盈利水平, 单个品类毛利率甚至能做到 60% 以上, 而综合型原料商的整体毛利率则维持在 20% 左右。

图表50: 营养原料供应商营养原料业务收入 (亿元)



资料来源: ADM, 技源集团, 华恒生物, 花园生物, 方正证券研究所

图表51: 营养原料供应商营养原料业务毛利率 (%)

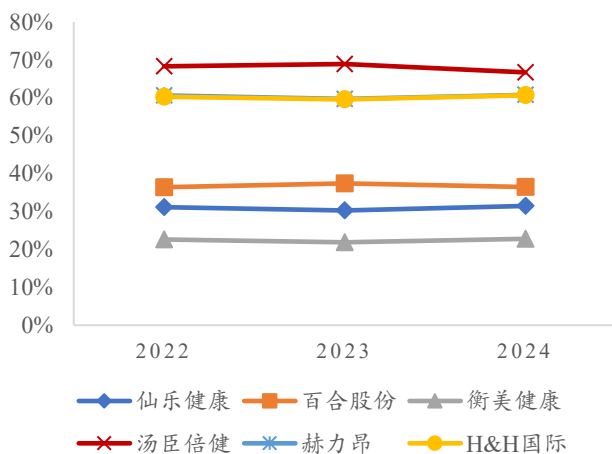


资料来源: ADM, 技源集团, 华恒生物, 花园生物, 方正证券研究所

2.2 中游: 品牌商盈利更优但格局分散, 区域分布、客户结构及产品结构合理的头部代工商长期受益

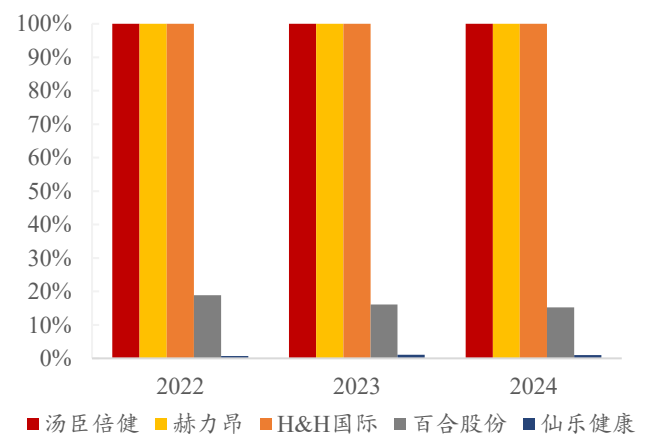
自主品牌盈利水平优于代工业务。中游环节主要有三类经营模式: 即合同生产商、品牌运营商, 以及两者兼而有之的混合型厂商。整体上, 营养保健品产业链中游各类经营模式企业盈利水平长期维持相对稳定。横向比较来看, 品牌运营商毛利率水平长期维持在 60%~70%, 明显优于该环节其他两类企业, 混合型厂商因自有品牌占比较合同生产商高, 其整体毛利率水平也相对较高, 无自有品牌或自有品牌占比微小的合同生产商的毛利率水平一般维持在 20%~35%。

图表52: 中游主要营养保健品企业销售毛利率 (%)



资料来源: 仙乐健康, 百合股份, 衡美健康, 汤臣倍健, 赫力昂, H&H 国际, 方正证券研究所

图表53: 中游主要营养保健品企业自有品牌收入占比

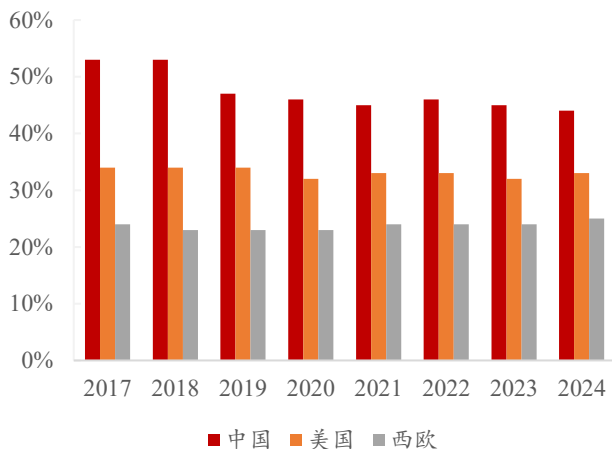


资料来源: 仙乐健康, 百合股份, 汤臣倍健, 赫力昂, H&H 国际, 方正证券研究所

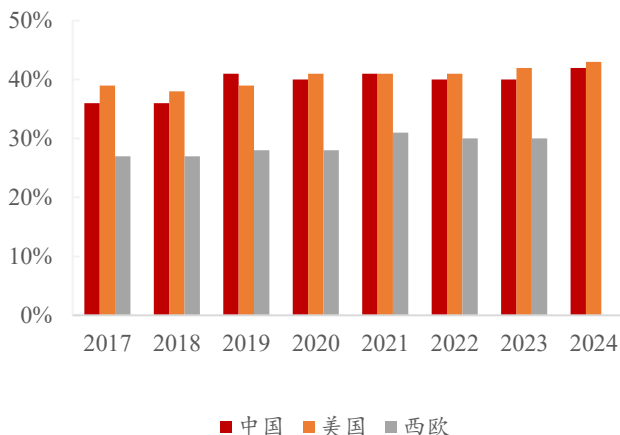
品牌格局分散, 行业长尾化趋势显著。营养保健品行业需求多元并持续演变, 单一品牌的市占率相对有限, 品牌集中度低。据欧睿, 2024 年中国、美国及西欧全球营养保健品品牌 CR30 市占率, 分别为 44%、33%和 25%, 且过去以来长期维持在附近水平。此外, 随着大量因迎合市场新细分需求发展起来的新兴品牌的不断

涌入，行业长尾化趋势日渐。据欧睿，2017~2024 年中国、美国及西欧长尾品牌市占率，分别长期维持在 40%、40%及 30%附近。

图表54: 营养保健品品牌 CR30 市占率 (%)



图表55: 营养保健品长尾品牌市占率 (%)

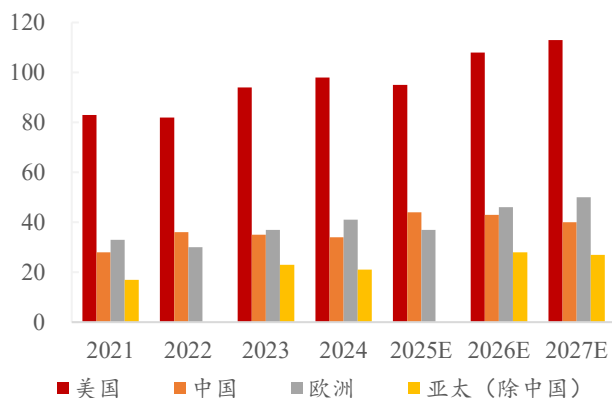


资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

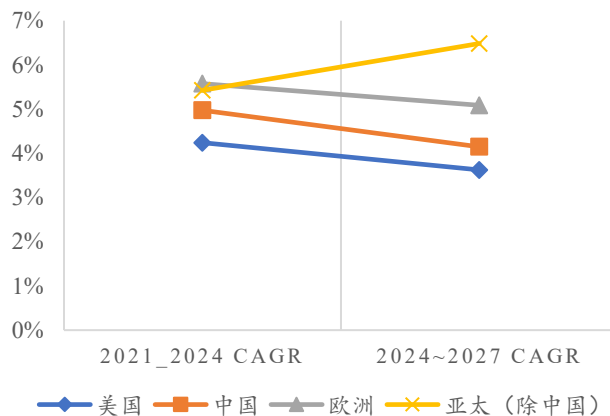
资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

品牌格局利好代工市场规模持续扩张，中国头部代工企业抢占全球机遇。一是长尾品牌自建工厂不经济，多会选择专业第三方合作，二是下游品牌方竞争激烈、营销投入高，而营养保健需求多元、更新较快且专业度高，通过第三方合作更能提升产业链效率。而专业合同生产商，一方面，依托其创新研发能力、持续积累的配方储备及工艺技术，能够协助品牌商和渠道商快速进行产品的开发和迭代，以及时响应需求和市场变化；另一方面，其在供应链管理、质量控制等方面积累了显著优势，能够在确保产品质量的前提下，通过规模化生产降本。据欧睿，2024 年全球主要市场营养健康食品的代工规模持续保持良好增长态势，全球前两大区域市场——中国及美国——规模分别增至 98 亿美元、34 亿美元，2021~2024 年的 CAGR 分别达 4.2%、5.0%，预计 2024~2027 年的 CAGR 分别为 3.6%、4.2%。中国头部企业正不断推动产业链升级，以其综合性的全球化服务覆盖抢占市场机遇。

图表56: 营养保健品代工市场规模 (亿美元)



图表57: 营养保健品代工市场年均复合增速 (%)



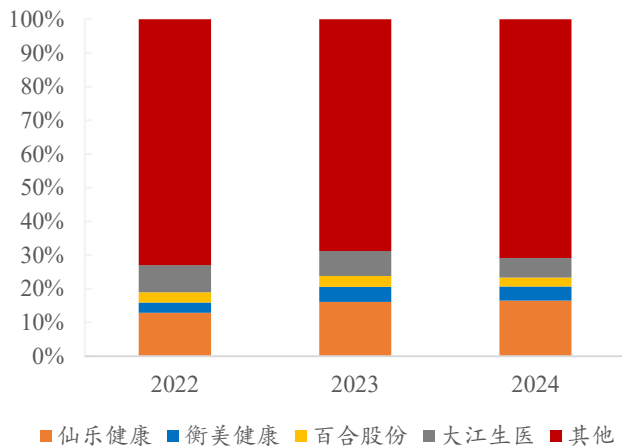
资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

资料来源：欧睿，仙乐健康，方正证券研究所

头部代工企业份额持续增长，代工市场呈“马太效应”。在竞争加剧的市场格局下，零售端中大型品牌对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高要求，代工生产行业预计将进一步向头部集中，更具技术创新、规模优势的企业将获得更

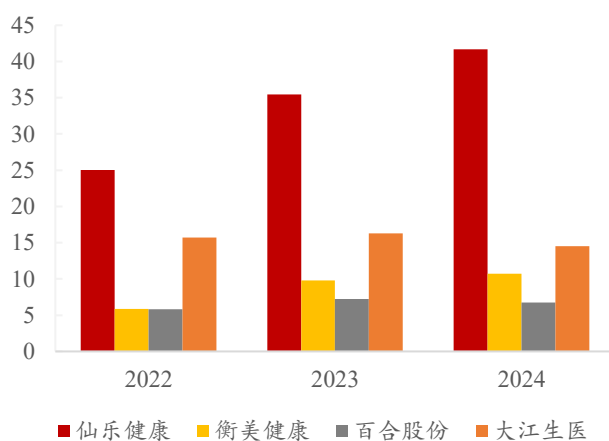
高的市场份额。据灼识咨询，2024 年我国营养保健品代工行业 CR3 达 26.5%，作为营养保健品代工龙头企业，2022~2024 年仙乐健康市场份额从 12.9% 升至 16.5%，提升近三个百分点，代工业务收入规模突破 40 亿元，约是传统 CDMO 龙头“大江生医（TSI）”收入的 3 倍，行业向优势突出的头部企业集中趋势愈显。

图表58: 中国营养保健品代工市场竞争格局 (%)



资料来源：灼识咨询，衡美健康，仙乐健康，百合股份，大江生医，方正证券研究所

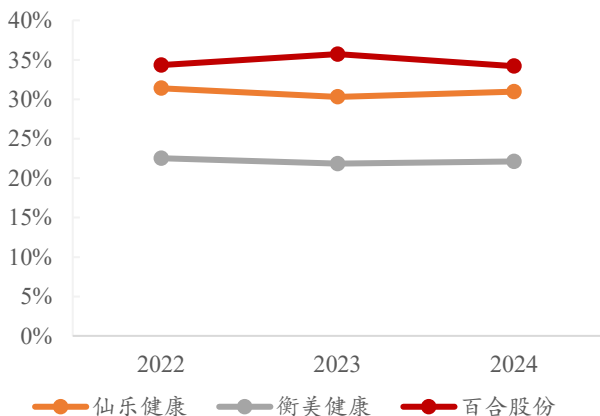
图表59: 中国主要营养保健品代工商代工收入 (亿元)



资料来源：衡美健康，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

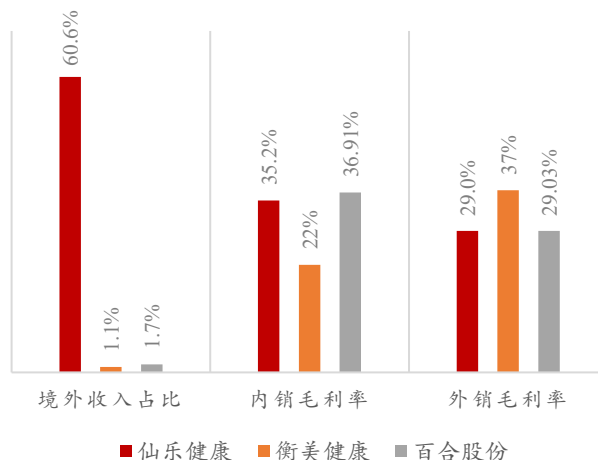
内外销占比影响代工业务盈利水平。据仙乐健康及百合股份，内销毛利率普遍高于外销 5 个百分点以上，衡美健康由于外销收入规模小稍有差异。内外销盈利水平的差异，主要是由于国内保健食品的生产施行批文管理制度——“蓝帽子”认证，对业内的生产企业要求较为严格，存在较高的产品及市场准入壁垒，企业因而或能获得部分溢价；出口产品一般是在境外进一步包装成最终商品，出口前不涉及复杂的监管审批，合规成本低，相应壁垒也较低，行业竞争充分，企业一般仅获取生产毛利。仙乐健康接近 6 成的外销占比，而百合股份则外销占比不到 2%，或是其代工业务毛利率长期低于百合股份 3-5 个百分点成因之一。

图表60: 中国主要营养保健品代工商代工毛利率 (%)



资料来源：衡美健康，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

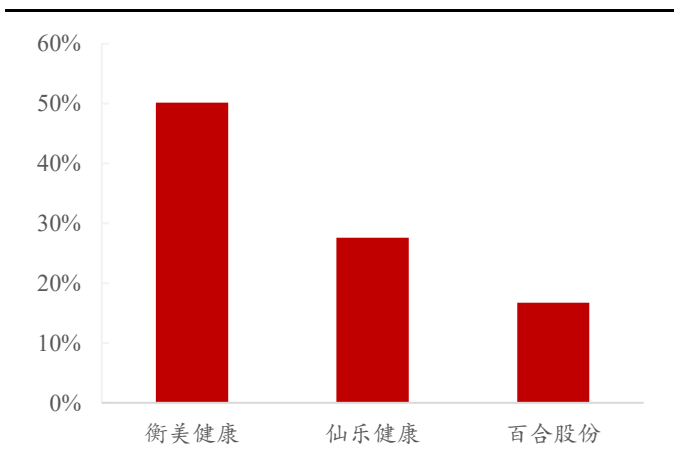
图表61: 2024 年主要营养保健品代工商内外销拆解



资料来源：衡美健康，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

客户集中度及类型影响代工业务盈利水平。据 Research Dive，全球 55% 用户寻找适合其个人需求的健康宣称产品，全球定制化营养市场预计以 13.4% 的年增长率持续增长，其中，亚太地区有望成为增长最快的细分市场。在此背景下，以“轻资产”模式运营的新锐品牌大量涌入行业。一方面，因收入体量相对较小，这些品牌往往不具备成熟大中型品牌商的议价能力；另一方面，这些品牌增长迅猛，客单价高，价格相对不敏感，因此为其代工的盈利水平往往较传统中大型品牌更优。相比之下，下游品牌客户集中度越高，单个客户订单规模大，客户议价权更强，或对企业代工业务的盈利水平产生一定压制。2024 年，衡美健康、仙乐健康、百合股份 TOP5 客户收入占比，分别为 49.7%、27.6%、16.6%，后两者客户集中度相对较低，新兴品牌客户占比更高，或是其整体毛利率相对前者较高成因之一。

图表62: 2024 年主要营养保健品代工商前五大客户收入占比



资料来源：衡美健康，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

图表63: 2024 年主要营养保健品代工商下游品牌情况

企业名称	下游核心客户
仙乐健康	辉瑞制药、HTC Group Ltd.、Now Foods、美乐家、葆婴、安琪酵母等
百合股份	五个女博士、Rv Pharma Llc、青岛博恩高科、修正健康、湖南益丰医药、威海云星、大通路国际、优良品（苏州）等
衡美健康	青岛菲比体育科技、湖南西子健康、北京奥威特、昆山巨星行动、深圳精准健康等

资料来源：衡美健康，仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

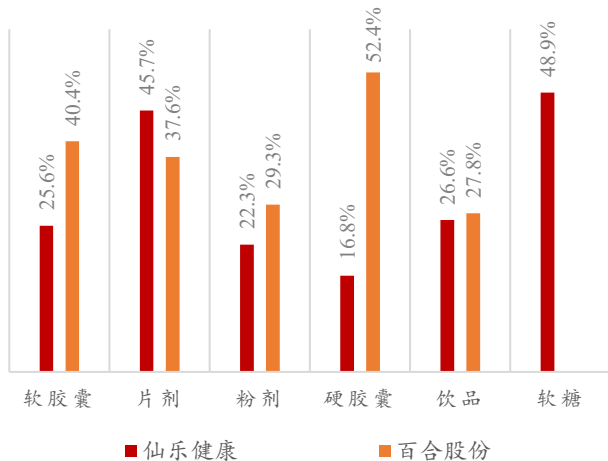
产品剂型分布结构影响代工业务盈利水平。一般来讲，软糖、液体饮品等新剂型，相较于胶囊、片剂、粉剂等传统严肃剂型，其生产制造更复杂，对技术和工艺要求更高，更受消费者尤其是年轻一代的青睐，因此其往往也具备更高的利润空间。相应地，剂型谱系完整、产品结构中新剂型的占比更高的代工商，其整体代工业务的盈利水平也相对更高。对比仙乐健康与百合股份的剂型分布及盈利情况，一方面，除片剂之外，百合各剂型毛利率均领先仙乐，或主因上文提及的自有品牌及内外销占比、客户结构等因素影响；另一方面，百合的硬胶囊及两家公司的片剂型产品毛利率突出，与行业一般情况相悖，这主要是由于大量偏好传统严肃剂型的 DTC 品牌带来的高毛利订单影响；排除 DTC 品牌的扰动，软糖及饮品等高毛利新剂型占比较高，或是支撑两家公司的代工业务毛利水平领先的重要因素之一。

图表64: 营养保健品不同剂型比较

评价维度	剂型排序
利润空间	软糖 > 液体饮品 > 粉剂 > 胶囊/片剂
监管程度	胶囊/片剂（接近药品管制）> 粉剂 > 软糖（食品范畴，相对宽松）
营销传播难度	胶囊（功效导向，需要教育）> 粉剂（使用门槛高）> 液体（价格门槛高）> 软糖（天然传播力）
供应链复杂度	液体（最复杂）> 软糖（模具、口感调试）> 粉剂（混合工艺）> 胶囊（最成熟）

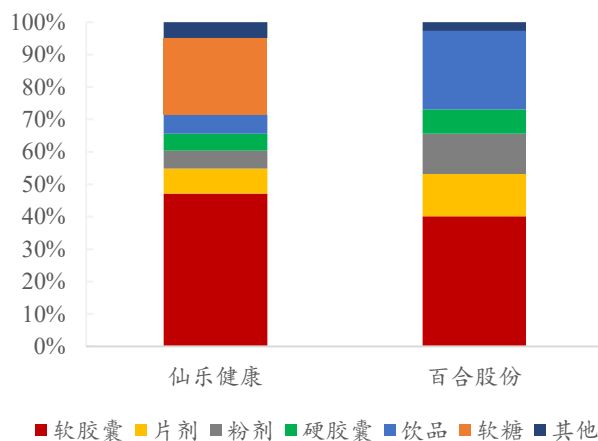
资料来源：跨境牛马 MIA，方正证券研究所

图表65:2024 年主要营养保健品代工商分剂型毛利率



资料来源：仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

图表66:2024 年主要营养保健品代工商收入剂型分布

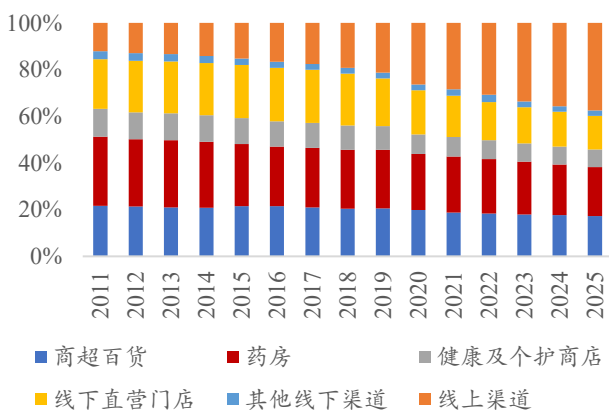


资料来源：仙乐健康，百合股份，方正证券研究所

2.3 下游：线上渠道占据首位，内容电商、跨境进口等线上细分渠道增长领先

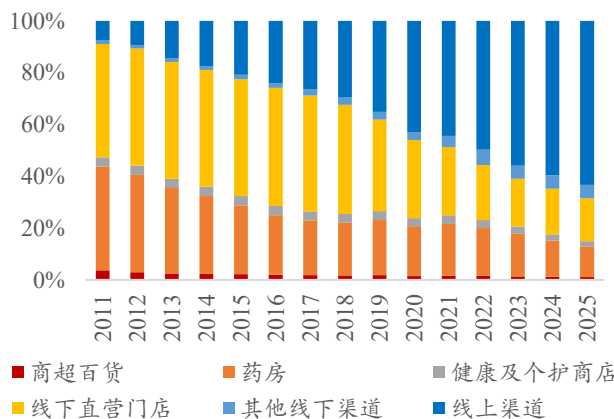
线上渠道拔得全球营养保健品市场头筹，中国渗透率全球领先。线上渠道已经成为全球营养保健品行业第一大销售渠道。据欧睿，2024 年全球线上渠道占比达 35.7%，过去 5 年提升了 14.4 个百分点，中国市场线上渠道份额甚至高达 59.6%，过去 5 年提升了 24.5 个百分点，是全球营养保健品行业线上渠道渗透率最高的区域市场。

图表67:全球营养保健食品销售渠道分布



资料来源：欧睿，方正证券研究所

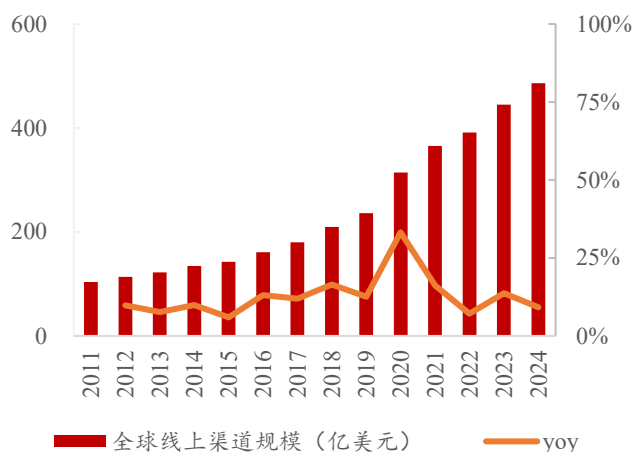
图表68:中国营养保健品销售渠道分布



资料来源：欧睿，方正证券研究所

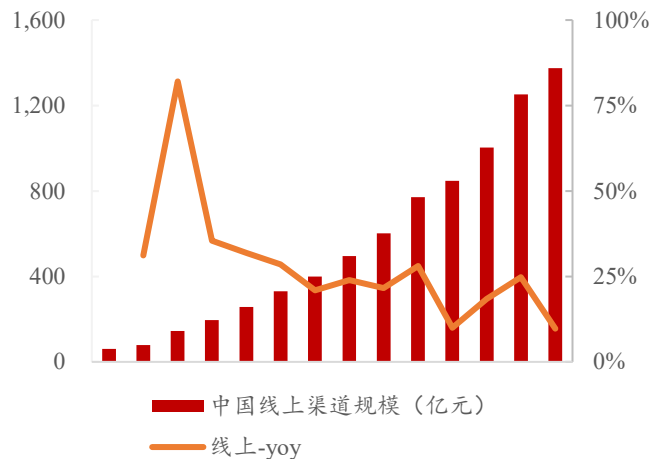
市场增长叠加渗透率提升，营养保健品线上渠道市场呈双位数扩张。2024 年，全球维生素及膳食补充剂（VDS）线上零售规模达 486 亿美元，同比增长 9.2%，过去 10 年 CAGR 达 13.7%，过去 5 年 CAGR 达 15.5%；2024 年中国 VDS 线上零售规模 1374 亿元，同比增长 9.7%，过去 10 年 CAGR 达 21.6%，过去 5 年 CAGR 达 17.9%。随着整体市场的增长，叠加线上渠道的渗透率提升，全球营养保健品线上渠道市场正处在加速扩张中，中国市场由于线上渠道渗透率已经接近 6 成，因此未来增速稍有回落，但绝对水平仍领先全球。

图表69:全球营养保健食品线上渠道收入规模与增速



资料来源:欧睿,方正证券研究所

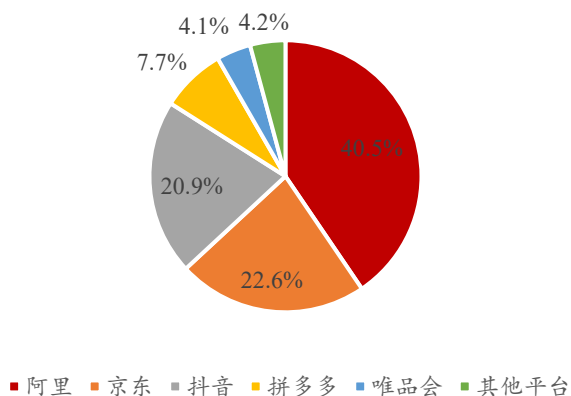
图表70:中国营养保健品线上渠道收入规模与增速



资料来源:欧睿,方正证券研究所

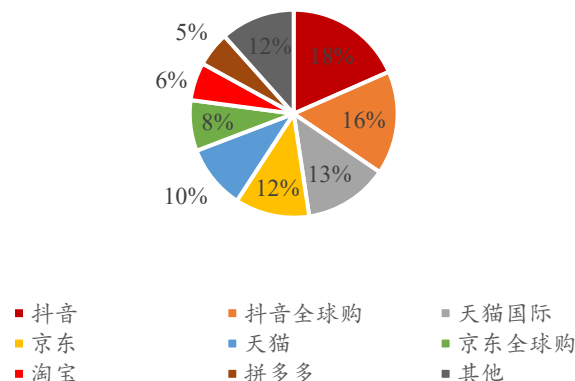
内容电商势头正劲,挑战传统货架电商的主导地位。以抖音为代表的 content 电商平台,发展势头超越传统电商平台,抖音现已成为线上营养保健品销售的第一大平台。据 EarlyData, 2023 年阿里系占据 40.5% 线上渠道份额,是第一大平台,抖音系占 20.9%,是第三大平台,至 2025Q1 抖音及抖音全球购分别以 18%、16% 的份额占据市场 TOP2, 抖音系取代阿里系成为第一大线上平台。抖音自 2021 年推出自有电商平台以来,其以短视频为核心的内容生态,让商家可精准匹配用户视频偏好与商品品类。不同于传统电商平台搜索点击模式,内容电商平台通过网红驱动的灵感式消费,在消费者未明确健康产品需求时,以视频和直播激发其健康导向型购买行为,直播间、短视频、种草贴,构成了一个“信任流动场”,帮助品牌实现了快速的规模增长。

图表71:2023 年中国营养保健品线上渠道竞争格局



资料来源:EarlyData,方正证券研究所

图表72:2025 年 Q1 中国营养保健品线上渠道竞争格局

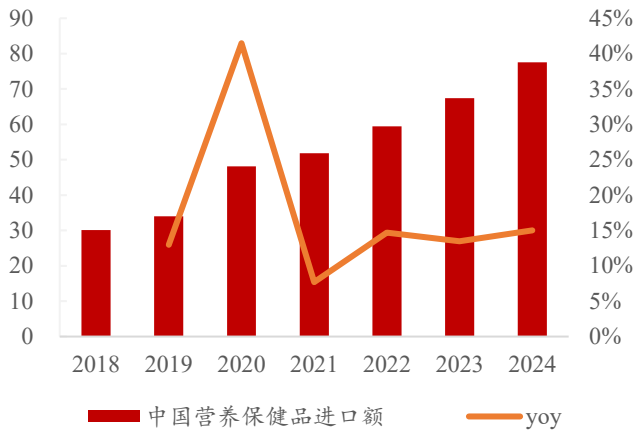


资料来源:EarlyData,方正证券研究所

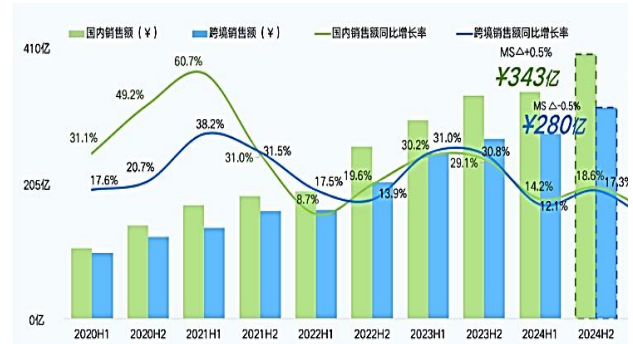
绕开严格监管,跨境进口渠道占比近半。随着消费能力及健康意识的提升,国内消费者开始追逐“全球好货”,刺激海外营养保健品进入中国市场。据医保商会, 2024 年我国营养保健品进口金额增至 77.5 亿元,同比+15.0%,过去 5 年复合增速达 17.9%。一方面,营养保健品在中国市场线下销售,必须取得国家食药监局批准的“蓝帽子”标志,进口保健品认证周期长、认证程度繁琐、认证成本高,其获证难度远高于本土产品,获批数量极少;另一方面,国内渠道受《广告法》《食品安全法》等严格监管,功效宣传往往被限制在“模糊、感性”的层面,而

进口渠道功效描述不直接受国内广告法约束，因此能以更直白、更具冲击力的方式表达产品价值，显著提升对消费者的吸引力；因此，境外保健品选择借力跨境电商探路中国市场，并迅速崛起。据 EarlyData，2025 年 H1 跨境进口营养保健品占线上渠道份额已增至 35%，并实现 18.6% 同比增长，明显跑赢国内线上渠道。

图表73: 中国营养保健品进口金额及增速（亿美元，%）



图表74: 中国营养保健品线上境内外渠道收入与增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，方正证券研究所

资料来源：EarlyData，方正证券研究所

3 行业基本面拐头向上，整体估值迎来修复，高配置价值标的充裕

市场发展方兴未艾，产业链变革催生诸多结构性增长机遇。中、美、欧三大市场引领，其他新兴市场快速增长，全球营养保健品市场将长期保持 5% 以上的复合增速，向两万亿规模的超级大市场迈进。发展至今，全球营养保健品行业已形成完善且成熟的专业化分工体系；上游主要是原辅料供应商，其以技术专利及成本优势为核心壁垒，在原料价格周期波动中，靠差异化竞争优势获取成长性；中游主要是代工制造商及品牌运营商，品牌运营商盈利更优但竞争格局高度分散，代工制造商长期受益于品牌端分散的竞争格局，代工环节市场规模增速长期领先营养保健品行业整体增速，且代工环节市场正逐步向产品结构、客户结构及区域分布合理的头部代工集中；下游主要是渠道商，渠道环节变革加速，线上渠道取代传统线下渠道的主导地位，成为营养保健品销售的第一渠道，而内容电商及跨境进口等新兴线上渠道，则以更优的触达消费者方式、更巧妙地规避严格监管等优势，成为增速更为领先的强势能销售渠道。全球营养保健品行业发展势头正劲，行业变革加速，结构性高增长机会持续涌现。

本部分将选取 A 股及港股市场具有代表性的 8 家营养保健品公司，作为中国营养保健品板块基本面分析的对象。本文参考各上市公司主营业务结构，选取的研究对象覆盖了上游“原料供应”、中游“生产制造”及“品牌运营”等产业链核心环节的主要参与者，各研究对象的整体概况如下表：

图表75: 中国市场主要营养保健品上市公司

产业链角色	股票代码	公司简称	上市时间	主营业务构成 (25H1)
原料供应+生产制造	603262.SH	技源集团	2025-07-23	营养原料 69.3%，制剂 30.5%，其他 0.2%
原料供应+生产制造+自主品牌	000423.SZ	东阿阿胶	1996-07-29	原料及制剂 97.9%，毛驴养殖贸易 1.1%，其他 1.0%
生产制造+自主品牌	300791.SZ	仙乐健康	2019-09-25	制剂 100%

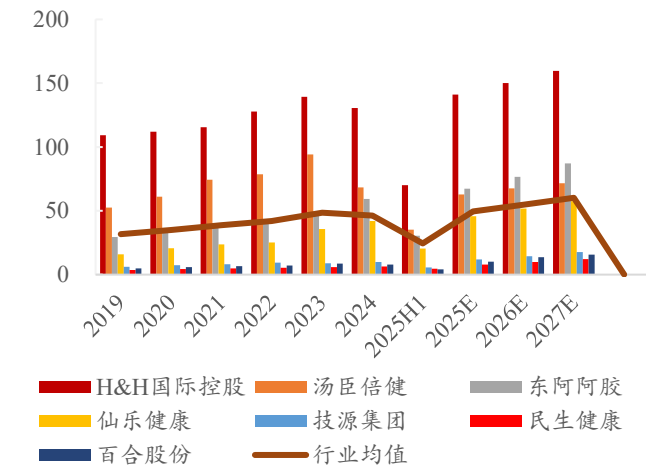
	603102.SH	百合股份	2022-01-25	制剂 100%
自主品牌	300146.SZ	汤臣倍健	2010-12-15	制剂 100%
	301507.SZ	民生健康	2023-09-05	制剂 92.4%，其他 7.6%
	1112.HK	H&H 国际控股	2010-12-17	制剂 65.6%，婴幼儿配方奶粉 28.1%，其他 6.3%

资料来源：技源集团，仙乐健康，百合股份，东阿阿胶，汤臣倍健，民生健康，H&H 国际控股，方正证券研究所

3.1 成长能力：行业收入、利润均有望触底回升，但内部结构分化明显

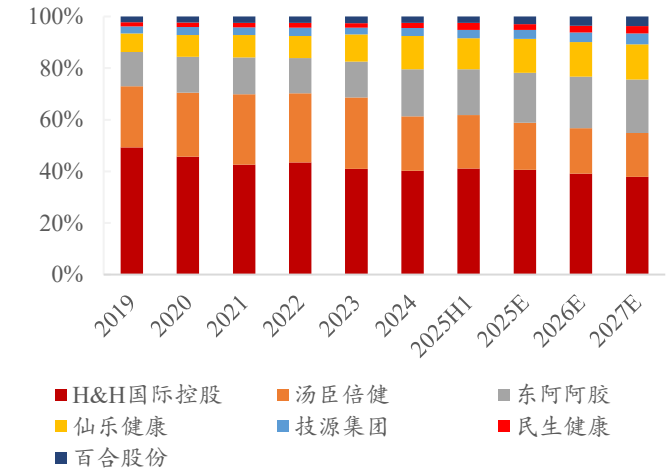
营收 TOP3 占比近 8 成，头部集中趋势显著。H&H、汤臣倍健及东阿阿胶三大品牌商，分别长期位居营养保健品行业收入规模的 TOP3，2024 年三者营收分别达 130.5 亿元、68.4 亿元、59.2 亿元，样本营收规模达 324.7 亿元，TOP3 营收合计占比达 79.5%；根据一致预测，三家公司的未来 3 年的营收占比或略有下滑，但仍维持在 75% 往上水平。此外，2024 年及 2025H1，行业平均收入规模分别为 46.4 亿元、24.4 亿元，仅 3 家公司营收在行业均值以上。

图表76: 营养保健品公司营业收入（亿元）



资料来源：方正证券研究所

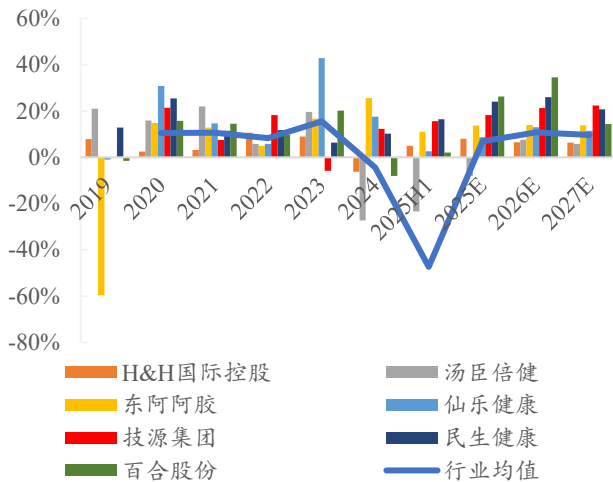
图表77: 营养保健品公司营业收入占比（%）



资料来源：方正证券研究所

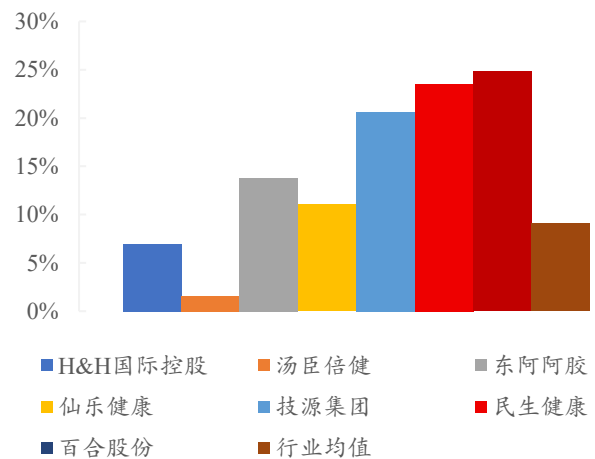
行业整体收入有望触底回升，内部结构分化明显。营收增速上，各家公司历年收入均呈现一定波动，过去连续 5 年保持收入正增长的公司仅仙乐健康、东阿阿胶和民生健康 3 家企业；2024 年，H&H、百合股份、汤臣倍健收入增速分别为-6.3%、-8.0%、-27.3%，仙乐健康增速回落 25.3pct，行业均值受此拖累下滑 4.4%，2025H1 则受汤臣倍健下滑 23.4%，及仙乐健康和东阿阿胶的增速回落影响，行业均值下滑 47.4%，较上年末下滑幅度扩大 42.9pct；据一致预测，2025 年行业平均收入增速回升至 6.8%，2024~2027 年 CAGR 行业均值为 9.1%，百合股份、民生健康和技源集团分别以 24.8%、23.5%、20.6%，占据 TOP3 并显著领先行业均值水平，另低于双位数增长及行业均值的企业仅 2 家，其中汤臣倍健 CAGR 仅为 1.5%。

图表78: 营养保健品公司营业收入增速 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

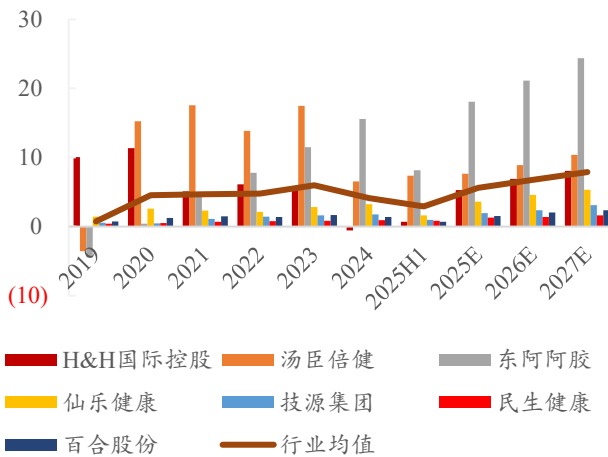
图表79: 营养保健品公司营业收入 24~27 CAGR (%)



资料来源: , 方正证券研究所

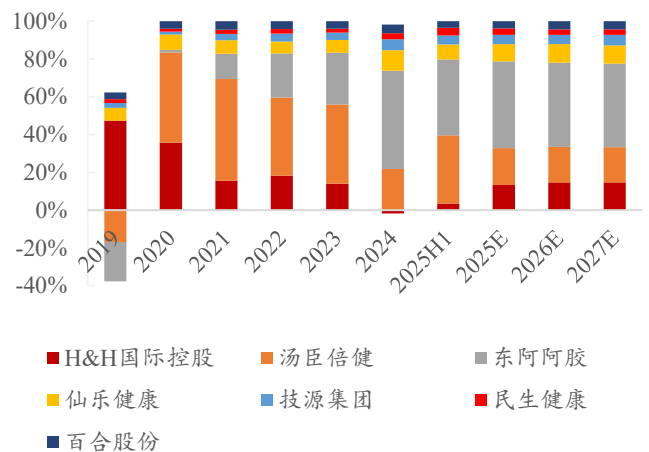
利润 TOP3 占比近 8 成, 集中度与收入趋势同比。东阿阿胶、汤臣倍健两大自主品牌商, 分别长期位居营养保健品行业归母净利润的 TOP2, 2024 年二归母净利润分别达 15.6 亿元、6.5 亿元, 行业合计归母净利润规模达 28.9 亿元, TOP2 归母净利润合计占比达 76.6%。2024 年及 2025H1, 行业平均归母净利润分别为 4.1 亿元、2.9 亿元, 仅东阿阿胶及汤臣倍健 2 家公司归母净利润在行业均值以上, 其余公司归母净利润均在 1~2 亿元左右, 仅 H&H 一家企业在 2024 年亏损 5000 万。

图表80: 营养保健品公司归母净利润 (亿元)



资料来源: , 方正证券研究所

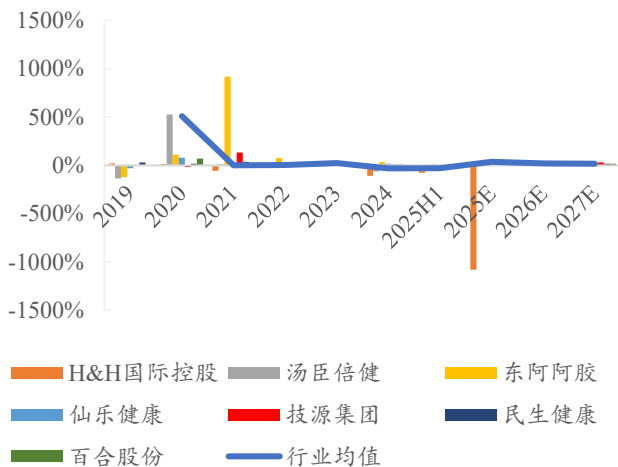
图表81: 营养保健品公司归母净利占比 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

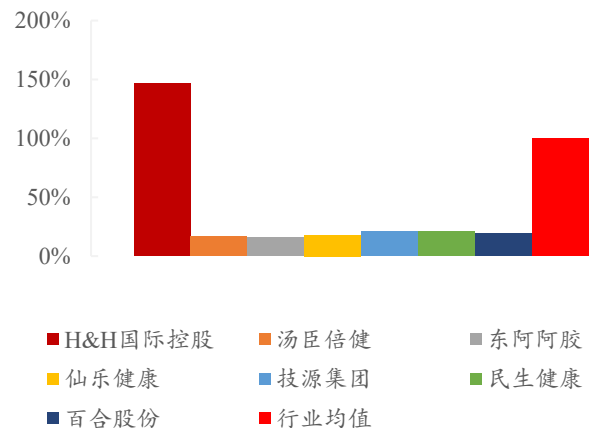
行业归母净利润增速修复并领先收入增速, 但内部结构分化明显。归母净利增速上, 各家公司历年归母净利润均有一定波动, 连续 5 年保持归母净利润正增长的公司仅东阿阿胶和民生健康; 2024 年, H&H、汤臣倍健、百合股份归母净利润增速分别下降 109.2%、62.6%、17.6%, 行业均值受此拖累下滑 30.9%, 2025H1 则受 H&H、汤臣倍健、百合股份分别下滑 76.8%、17.3%及 13.4%, 及其余公司增速回落影响, 行业均值下滑 29.4%, 下滑幅度较上年末扩张 1.5pct; 据一致预测, 2025 年行业平均归母净利润增速回升至 36.3%, 较 2024 年末提升 65.7pct; 2024~2027 年归母净利润 CAGR 行业均值为 24.1%, H&H 因前期低基数效应, 以 146.8%的 CAGR 显著领先行业均值增速水平, 其余企业 2024~2027 年归母净利润 CAGR 均低于行业平均水平, 但均在 15%以上。

图表82: 营养保健品公司归母净利增速 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

图表83: 营养保健品公司归母净利 24~27 CAGR (%)

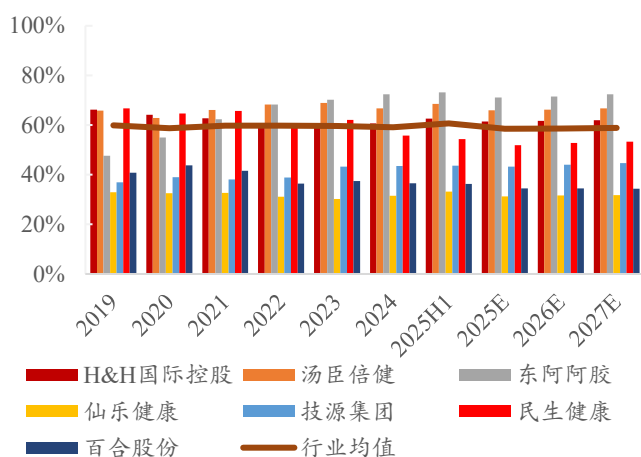


资料来源: , 方正证券研究所

3.2 盈利能力：行业盈利水平触底修复，成本费用分化显著，净利水平差异收敛

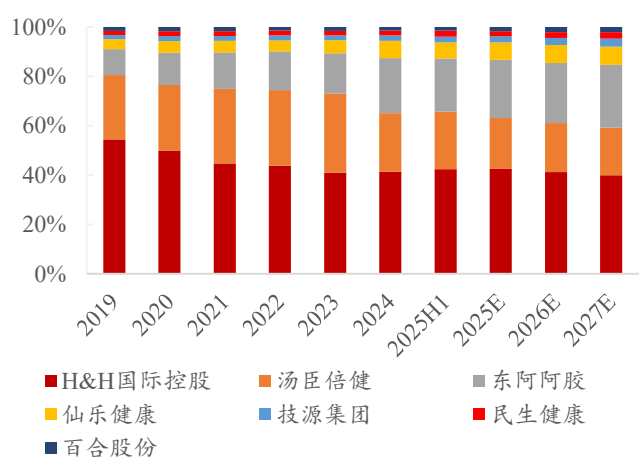
营业毛利水平结构分化显著，行业整体有望扭转下滑态势。自主品牌商毛利水平最优，合同生产商盈利水平最低，原料供应商和混合型企业盈利水平居中；东阿阿胶、汤臣倍健、民生健康及 H&H 的营业毛利率长期维持在 60%~70% 区间，仙乐健康这类合同生产商的营业毛利率则基本处在 30% 左右；因统计对象主要以品牌商及混合型企业为主，且这类企业的收入规模及盈利水平更优，两类企业营业毛利合计占比超 9 成，因此行业平均营业毛利率长期维持在 60% 左右，23~24 年主因收入下降影响，行业平均毛利率有所下滑，2025H1 有所修复。

图表84: 营养保健品公司营业毛利率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

图表85: 营养保健品公司营业毛利占比 (%)

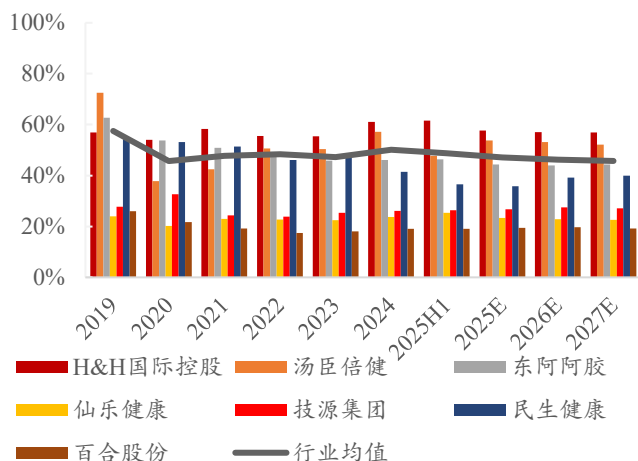


资料来源: , 方正证券研究所

费用损失率结构分化显著，归母净利率差异收敛，行业整体盈利有望小幅改善。汤臣倍健、东阿阿胶、H&H 及民生健康等自主品牌商费用损失率最高，基本维持在 35%~70%；其余类型的企业则在 20%~30% 区间内浮动，叠加前述营业毛利率的差异影响，业内大部分企业归母净利率基本处在 10%~20% 区间内，仅东阿阿胶 2024 年及 25H1 归母净利率保持在 25% 以上，仅 H&H、仙乐健康长期保持个位数水平；

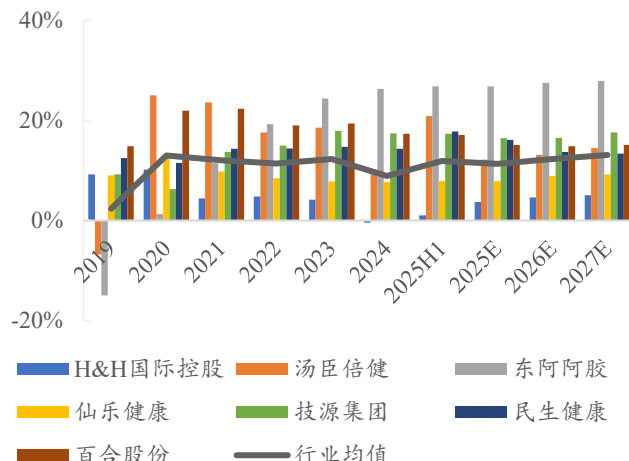
由于品牌商收入、费用规模占比较高，因此行业平均费用损失率保持着 45%~60% 区间内，由此除个别年份外，行业平均归母净利率长期在 10%~15% 区间内上下波动；2024 年，主因行业收入及毛利下滑，行业平均归母净利率跌至 8.9%，2025H1 随着业绩改善已修复至 11.9%，未来 3 年也有望逐步小幅改善。

图表86: 营养保健品公司费用损失率¹ (%)



资料来源：方正证券研究所

图表87: 营养保健品公司归母净利率 (%)



资料来源：方正证券研究所

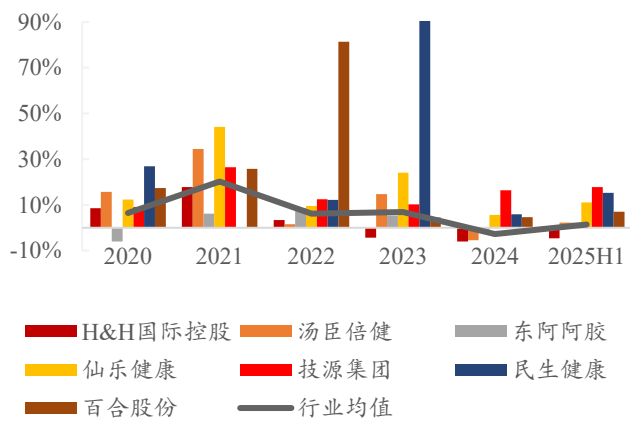
3.3 运营能力：总资产周转略改善但分化显著，存货周转显著提升且趋平衡，应收周转略改善且更均衡

行业总资产规模扩张趋势相对合理。除因 IPO、定增、发债等融资举措，对企业个别年份资产扩张速度的扰动影响外，如 2021 年仙乐健康发债及汤臣倍健定增、2022 年百合股份 IPO、2023 年民生健康 IPO，业内各上市公司总资产规模基本跟随业务规模的扩张需要自然增长，其中仅 H&H 因业务规模下滑影响，近年持续呈中个位数收缩。因此业内各公司资产规模并未超越业务扩张趋势非正常增长，进而影响总资产运营效率的提升。

行业整体经营效率有所改善，内部结构分化显著。行业总资产平均周转天数，长期在 600~655 天内浮动；自主品牌商经营周转效率普遍低于其他类型企业，东阿阿胶曾因产品特性、收入结构及资本结构的影响，经营效率显著低于行业平均水平，不过近年来其总资产周转率呈现逐步提升并日趋接近行业均值水平的态势；技源集团及仙乐健康长期位居行业总资产周转率 TOP2，并分别长期保持在 400 天及 500 天上下波动，其余绝大部分企业长期维持在 600 天以上；趋势上，25H1 年行业总资产周转天数平均值同比-6.2%，从上年历史高位回落至 604 天，所有统计对象中仅仙乐健康增加 39 天，技源集团增加约 4 天，其余企业均不同程度降低。

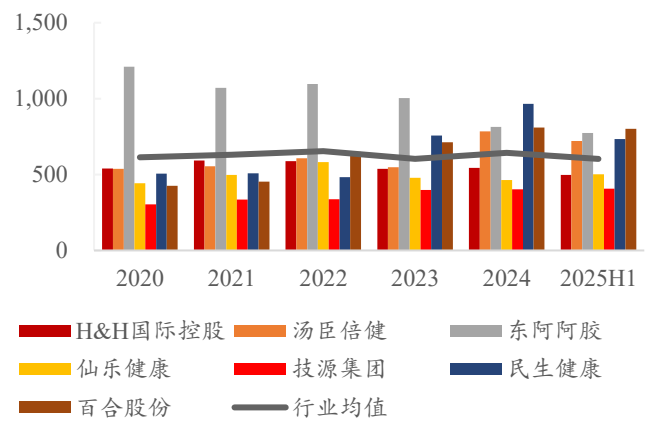
¹ 费用损失率=营业毛利率-归母净利率

图表88: 营养保健品公司总资产增速 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

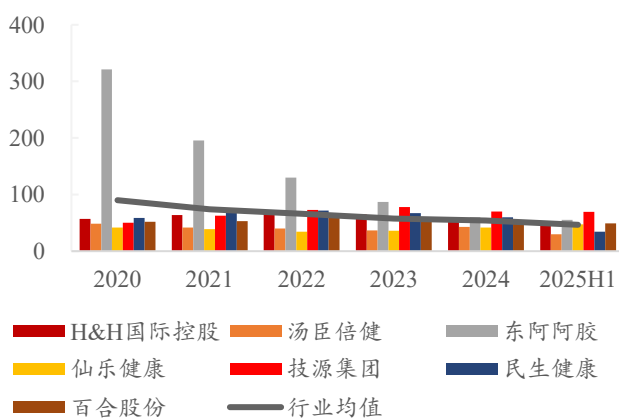
图表89: 营养保健品公司总资产周转天数 (天)



资料来源: , 方正证券研究所

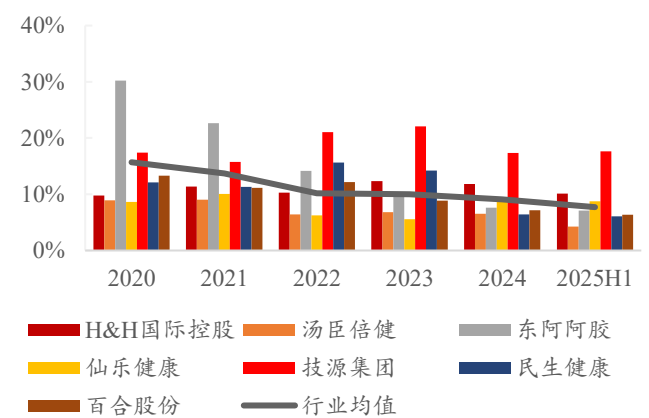
行业存货周转效率持续显著改善, 内部结构略有分化。行业平均存货周转天数, 2020 年以来持续下降, 年均复合降速达 9.7%, 截止 2025H1 已由 2020 年 90.1 天下降至 2025H1 的 46.6 天。横向比较来看, 存货周转效率的个体差异较总资产周转效率更小, 随着东阿阿胶近些年的经营改善, 各家公司基本处于行业均值水平附近, 与行业均值最大差异 12.3% (总资产-71.8%); 2025H1 仅仙乐健康存货周转天数增加约 6 天, 其余企业均不同程度降低, 其中民生健康降低约 26 天, 显著领先同行; 低于行业平均周转天数的仅民生健康和汤臣倍健 2 家企业。近些年, 因存货经营效率的显著提升, 业内大部分公司存货在总资产中的占比持续下降, 行业平均占比已回落至 10% 以下; 横向比较, 技源集团这类上游原料业务占比较高的企业, 存货占比长期高于行业均值水平, 并在 15%~25% 区间内浮动; 中游环节自主品牌占比越高, 存货周转效率越高, 存货总资产占比越低, 如汤臣倍健长期低于 10%, 2025H1 甚至降至 5% 以下。

图表90: 营养保健品公司存货周转天数(天)



资料来源: , 方正证券研究所

图表91: 营养保健品公司存货总资产占比 (%)

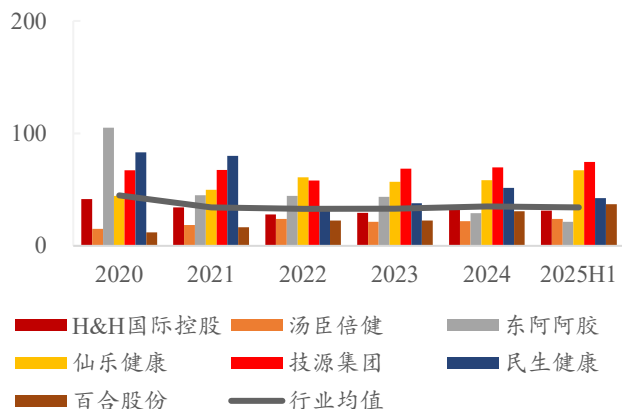


资料来源: , 方正证券研究所

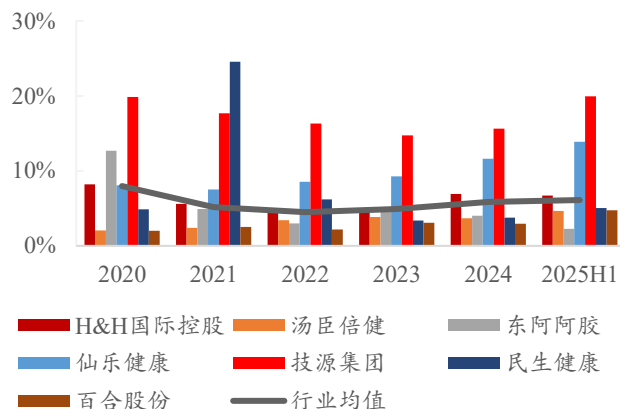
行业应收项周转效率有所提升, 内部结构略有分化。除 2020 年短暂升至 45 天的历史极值, 行业平均应收项目周转天数基本长期维持在 30~35 天内, 2021 年快速降至 34 天, 后两年进一步小幅下滑至 33 天, 2024 年较上年微增至 35 天, 2025H1 微降至 34 天。横向比较来看, 应收项目周转效率的个体差异, 也较总资产周转效率更小, 与行业均值最大差异-7.0% (总资产-71.8%, 存货 12.3%), 各公司应收项目的运营效率相对均衡。因所处产业链环节因素影响, 技源集团、仙乐健康

等中上游制造商，应收项目周转天数长期高于行业均值，汤臣倍健、H&H 等品牌商则长期在行业均值之下。2025 年较上年末，仅 H&H、东阿阿胶及民生健康分别下降 2.4 天、7.8 天、9.1 天，其余企业均不同程度增加，其中仙乐健康增加 8.9 天领先同行表现。应收项目的总资产占比差异基本与其运营效率的个体差异类似，近两年除技源集团和仙乐健康长期分别维持在 15%及 10%以上外，其余企业均长期维持在个位数水平。

图表92: 营养保健品公司应收项周转天数



图表93: 营养保健品公司应收项总资产占比 (%)



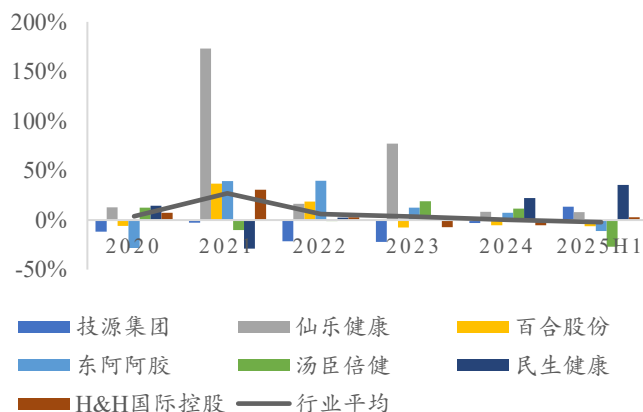
资料来源: , 方正证券研究所

资料来源: , 方正证券研究所

3.4 财务风险：行业资产负债结构均衡，整体财务风险较低，但个别企业或需适度降杠杆

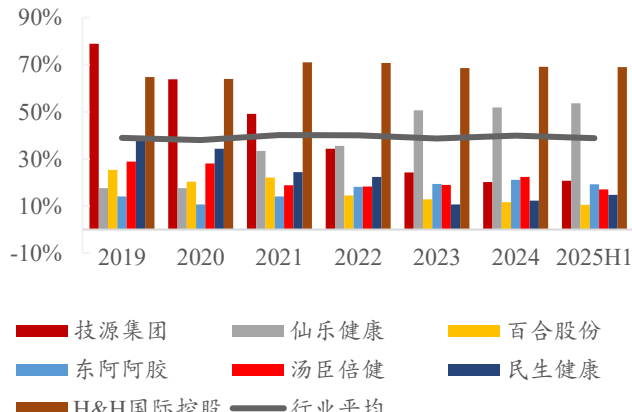
行业整体资产负债结构相对均衡，但个体分化显著。行业平均资产负债率基本稳定在 40%附近，历年波动均在 1~2pct 内。横向看，H&H 资产负债率长期维持在 64%~71%区间内，显著领先同行；仙乐健康 2022 年发行 10.3 亿可转债之后，资产负债率明显上升，并以 50%左右的水平位成为行业资产负债率第二高企业；除东阿阿胶、H&H 及仙乐健康，其余企业在 2019~2023 年间均经历了不同程度的降杠杆，并在 2024 年及之后略有修复；近两年，除前述 TOP2 企业外，其余企业资产负债率基本维持在 10%~20%的低水平。

图表94: 营养保健品公司总负债同比增速 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

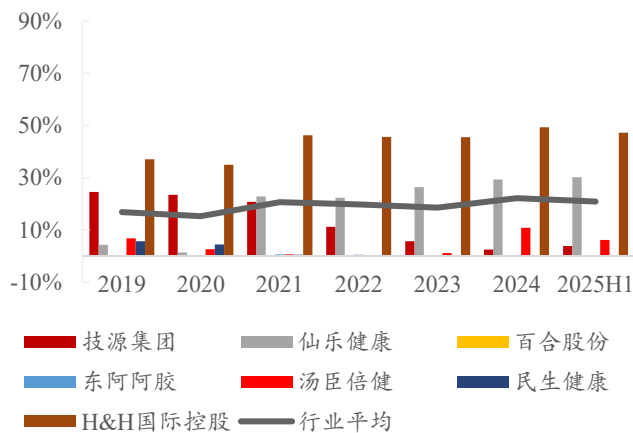
图表95: 营养保健品公司资产负债利率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

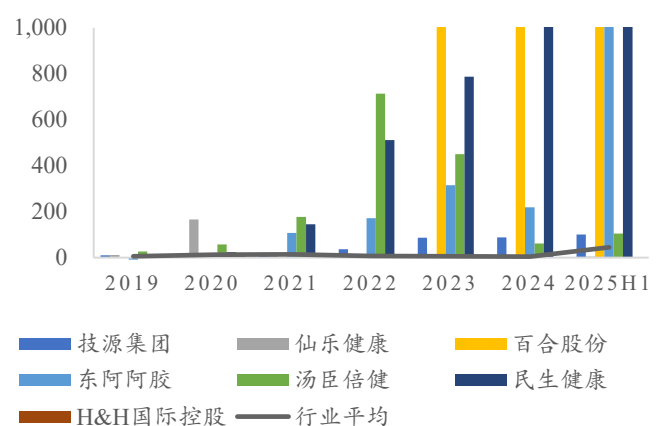
行业整体有息负债水平相对较低，个别企业财务风险值得关注。2019~2023 年行业平均有息负债率基本在 15%~20% 区间内，近两年略有上升至 22% 左右，主要是因 H&H、仙乐健康、汤臣倍健等公司的有息负债规模扩张所致；截止 2025H1，高于行业均值水平的仅仙乐健康及 H&H，其中 H&H 以接近 50% 的有息负债率显著领先行业，仙乐健康的有息负债率则维持在 20%~30% 区间内，汤臣倍健及技源集团则保持在个位数到低双位数水平，其余企业有息负债率均不到 0.5%。利息保障倍数情况基本与有息负债率匹配，除 H&H 外，行业平均及其余所有企业利息保障倍数均高于 3 倍，H&H 在 2024 年利息保障倍数已下滑至 1 倍附近，2025H1 回升至 2.4 倍，但仍有较大财务风险，仙乐健康在 2025H1 降至 4 倍，未来或值得重视财务健康的保障。

图表96: 营养保健品公司有息负债率 (%)



资料来源：方正证券研究所

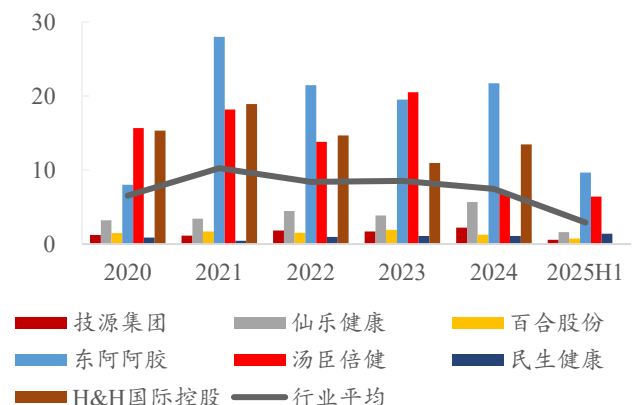
图表97: 营养保健品公司利息保障倍数 (倍)



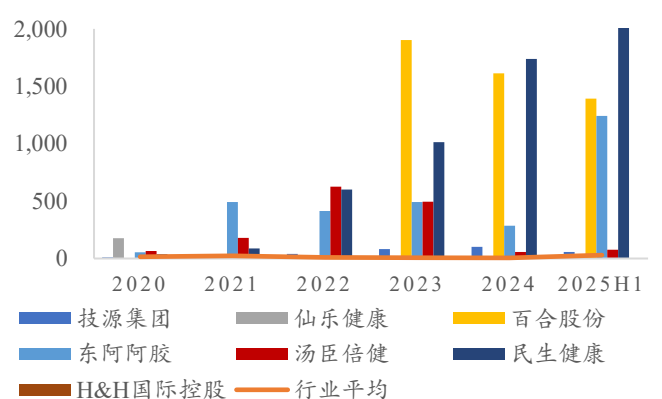
资料来源：方正证券研究所

行业整体可持续现金流偿债保障充足，个别企业或有待调整杠杆水平。2020 年至今，行业各公司经营活动现金净额均保持正增长；行业平均经营活动现金净额基本处在 5~11 亿元区间内，H&H、汤臣倍健、东阿阿胶等收入显著领先行业的自主品牌商，其经营活动现金净额明显高于行业平均水平，其余企业均在行业均值之下。现金利息保障倍数方面，2020 年至今行业平均值长期保持在 5 倍以上，个体差异基本与前述利息保障倍数差异类似，H&H 在 2024 年下滑至 1.5 倍，仙乐健康在 2025H1 降至 3.3 倍，其余企业历年值均高于平均水平。

图表98: 营养保健品公司经营活动现金净额 (亿元)



图表99: 营养保健品公司现金利息保障倍数² (倍)



² 现金利息保障倍数=经营活动现金流净额/利息费用

资料来源：，方正证券研究所

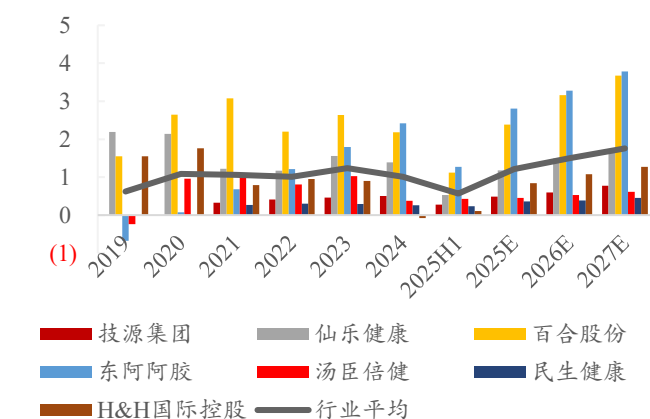
资料来源：，方正证券研究所

3.5 估值水平：行业业绩向上突围，基本面支撑估值修复，可投价值标的充裕

行业迎来业绩向上突破期，前期业绩较低的企业弹性更大。2020~2024 年行业平均稀释每股收益基本在 1 元/股附近，历年变化不超过 0.2pct，基本维持稳定；据一致预测，未来 3 年行业平均 EPS 有望按照 20.4%的年均复合增速迅猛增长，到 2027 年将增至 1.8 元/股，行业整体正迎来业绩向上突破期。横向比较，因 2024 年低基数效应，H&H 增长显著领先同行，其 2024~2027 年 CAGR 分别达 151.4%；除仙乐健康保持 7.6%的复合增速外，其余企业均保持 15%~20%的复合增长态势。

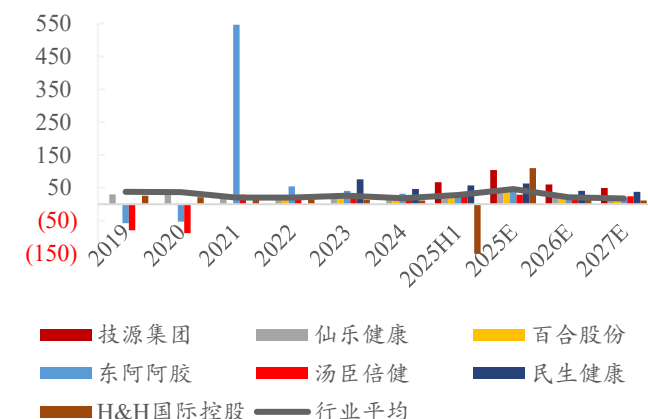
业绩回升支撑估值修复，未来可投价值标的充裕。2020~2024 年行业平均市盈率倍数波动较大，长期在 15~50 倍区间内浮动，根据行业基本面及市场整体状况差异，历年变化基本在 10~20 倍左右；考虑到 2025 年国内市场进入牛市阶段，以及营养保健品行业基本面正迎来向上拐点，根据 2025 年 10 月 31 日股价，行业平均市盈率上升至 46.1 倍，但随着业绩的持续增长，预计明后两年行业平均市盈率逐步回落至 21.5 倍、17.4 倍，逐步恢复至历史低位水平。横向来看，在明后两年业绩充分释放之后，仙乐健康、百合股份、东阿阿胶、汤臣倍健及 H&H 等市盈率回归至 10~20 倍，估值水平具备足够性价比。

图表100:营养保健品上市公司稀释 EPS（元/股）



资料来源：，方正证券研究所

图表101:营养保健品上市公司市盈率³（倍）



资料来源：，方正证券研究所

4 重点公司情况

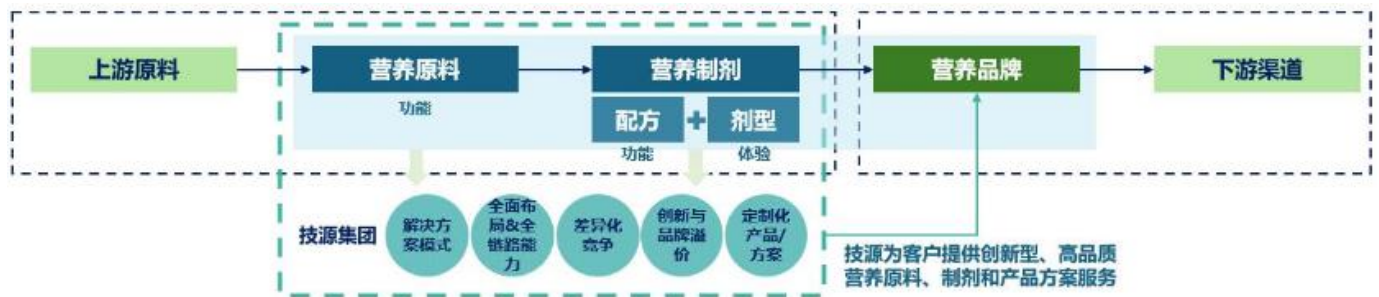
4.1 思源集团：全球 HMB 营养原料龙头，“全链路+国际化+强创新”，培育公司长期发展三大内生动力

原料及制剂业务双布局，打造全链路业务平台。公司致力于构建全球领先的膳食营养补充产业平台，是全球膳食营养补充行业里相对稀缺的同时布局营养原料与营养制剂业务，并且在精准和个性化营养方面进行大量投入、具备领先优势的企业。公司致力于成为最受 B 端客户信赖的创新产品方案供应商，在业务方面进行

³ 2020~2025H1：市盈率=年度股票均价/稀释 EPS；2025~2027：市盈率=2025 年 10 月 31 日收盘价/一致预测 EPS

全面布局，构建全链路业务能力，坚持差异化竞争策略，通过持续创新和品牌塑造形成产品溢价，不断强化为客户提供定制化产品和方案的能力。

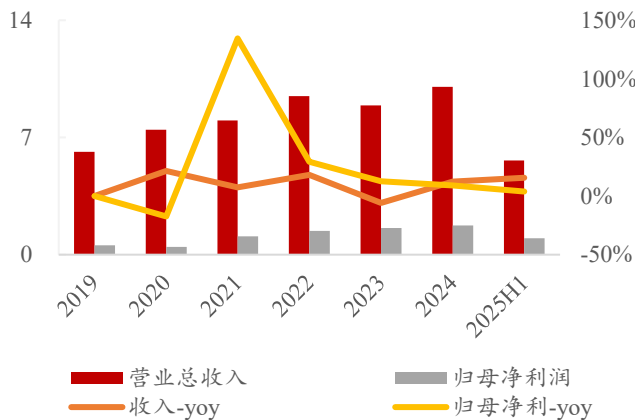
图表102: 技源集团业务领域



资料来源：技源集团，方正证券研究所

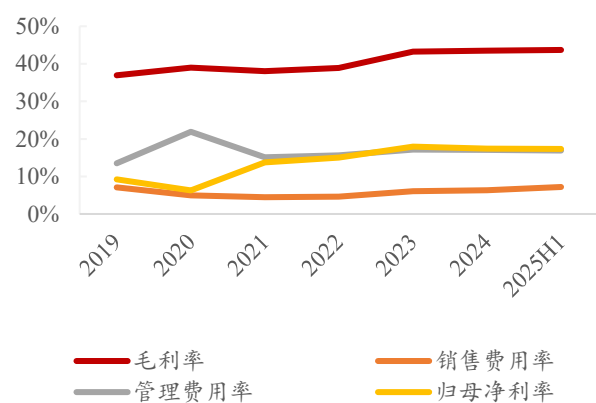
利润5年接近翻两番，盈利能力显著改善。2019~2024年，公司营业收入由6.1亿元增至10.0亿元，5年复合增速达10.3%；同期，归母净利润由0.6亿元增至1.7亿元，5年复合增速达25.2%。2019年~2025H1，公司毛利率由36.9%持续提升至43.7%，为2019年以来最高水平；销售费用率在2021年触底至4.5%后，逐步回升至2025H1的7.2%，也是2019年以来最高水平；管理费用率2021年触底至15.1%，2024增至17.1%，2025H1略有改善至16.9%；归母净利率较从2019年9.2%增至2023年17.9%，近两年略有回落，但仍保持在17.4%水平上。

图表103: 技源集团收入&利润及增速（亿元，%）



资料来源：，方正证券研究所

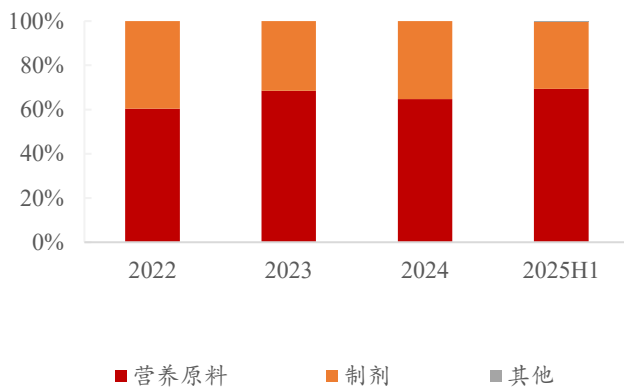
图表104: 技源集团利润率及费用率（%）



资料来源：，方正证券研究所

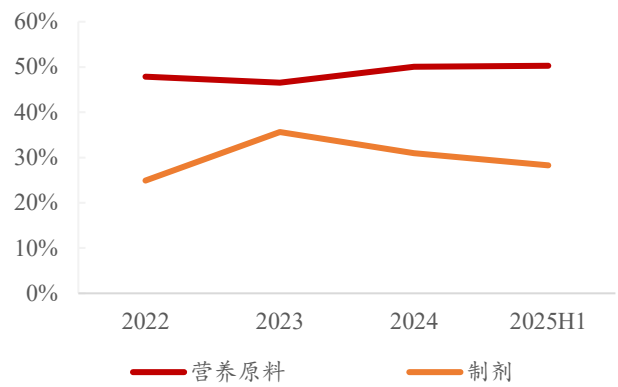
营养原料业务为主，制剂业务为辅。公司营养原料业务在收入中占比长期维持在60%以上，2025H1甚至增长至69.3%，且其毛利率长期高于制剂业务超过20pct，是公司收入和利润的主要贡献力量。公司基于原料业务发展起来的制剂业务，在收入中占比在30%左右，其毛利率曾在2023年升至35.6%，随后逐步回落，在2025H1降至28.3%，是公司收入利润贡献的另一主要力量。

图表105:技源集团原料及制剂业务收入占比 (%)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

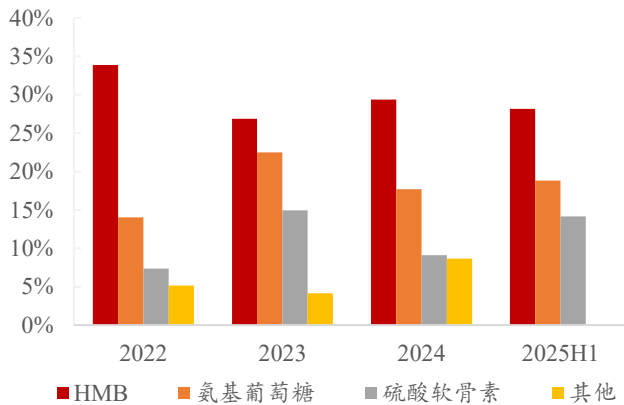
图表106:技源集团原料及制剂业务毛利率 (%)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

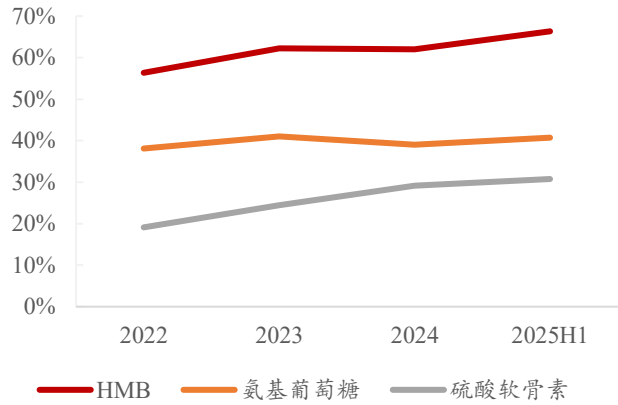
三大原料品类支撑公司营养原料业务盈收基本盘。公司营养原料业务主要有 HMB、氨基葡萄糖、硫酸软骨素等三大主流品类,并储备了 ATP、2-HOBA、PXE 和创新型肌酸等一系列创新营养原料。2025H1 三大营养原料主品类占营业总收入的比例分别为 28.1%、18.8%、14.1%,合计份额超过 60%,是公司整体盈收的重要贡献力量。HMB 毛利率长期领先,2025H1 较上年末上升 4pct,增至 66.3%,是原料业务最赚钱细分业务;氨基葡萄糖是毛利率第二好的细分,毛利水平基本维持在 40%左右;硫酸软骨素毛利率逐年改善,自 2022 年 19.1%逐年上升至 2025H1 的 30.8%。

图表107:技源集团原料业务分品类收入占比 (%)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

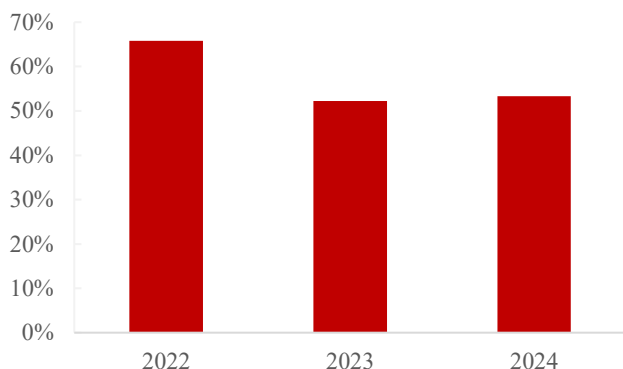
图表108:技源集团原料业务分品类毛利率 (%)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

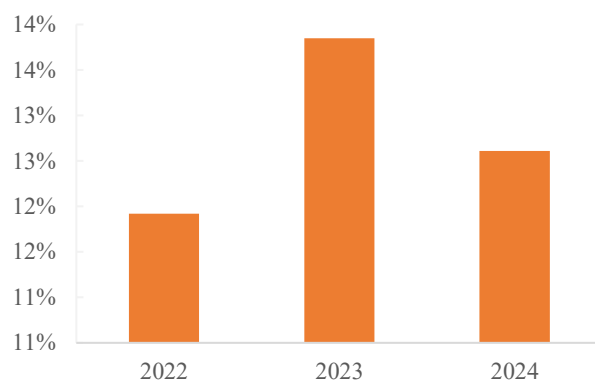
HMB 全球龙头, 氨糖全球核心供应商。公司是全球 HMB 产业领军企业,是全球最大的 HMB 供应商。根据庶正康讯统计数据,2022 年至 2024 年,公司 HMB 产品在全球范围内的市场份额分别约为 65.80%、52.27%和 53.34%,占据了全球 HMB 市场的主要份额,2023 年受下游客户短期需求波动影响,市场份额略有下降,但仍保持了较高的市场占有率,在全球 HMB 市场竞争处于优势地位。公司是全球氨糖产业的核心供应商之一。根据庶正康讯统计数据,2022 年至 2024 年,公司氨糖产品在全球范围内的市场份额分别约为 11.92%、13.85%和 12.61%,在全球氨糖市场竞争中,已取得较为稳固的行业地位。

图表109:技源集团 HMB 全球市占率 (%)



资料来源:技源集团, 康正康讯, 方正证券研究所

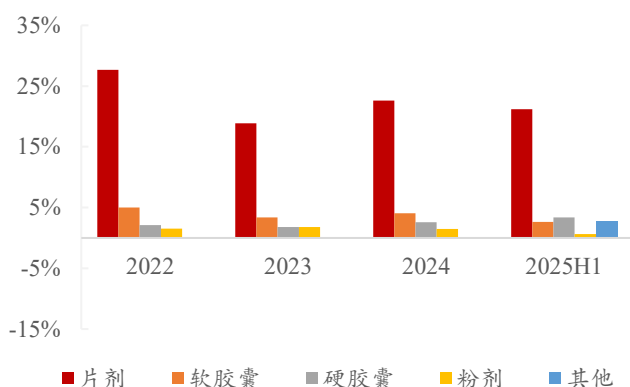
图表110:技源集团氨糖全球市占率 (%)



资料来源:技源集团, 康正康讯, 方正证券研究所

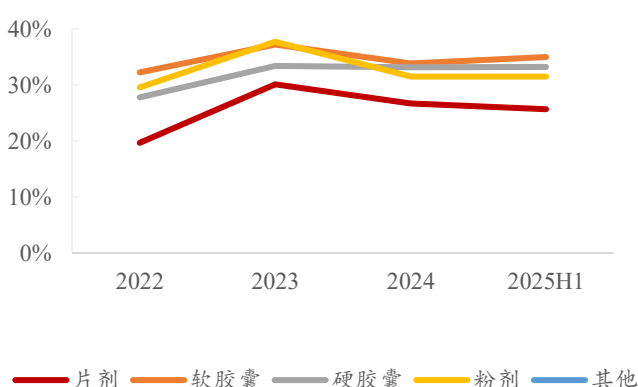
片剂收入规模领先,软胶囊盈利水平领先。公司制剂业务最主要的剂型就是片剂,其在营业总收入占比长期维持在 20%~30%,但其毛利率是所有剂型中最低的,除 2022 年跌至 19.7%的历史低位外,其毛利率长期保持在 25%~30%区间内。公司其余剂型在营业总收入的占比均不超过 5%,软胶囊、硬胶囊及粉剂在 2025H1 毛利率分别为 35.0%、33.2%、31.5%,除 2022 年外,三者毛利率均长期维持在 30%以上。

图表111:技源集团制剂业务分剂型收入占比 (%)



资料来源:技源集团, 方正证券研究所

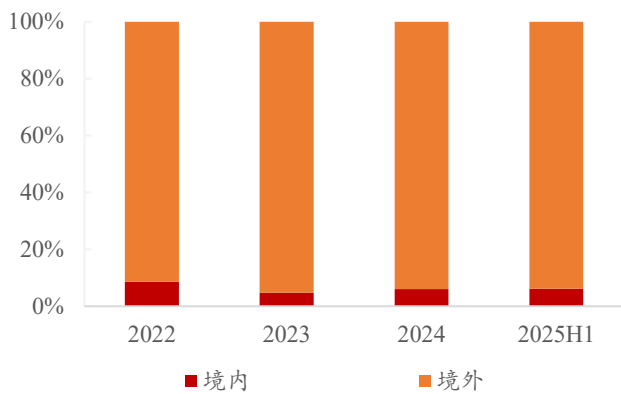
图表112:技源集团制剂业务分剂型毛利率 (%)



资料来源:技源集团, 方正证券研究所

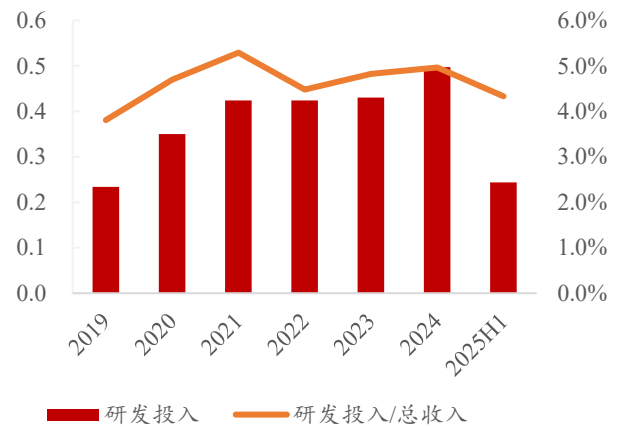
国际化及技术研发创新,是公司长期持续增长两大核心战略保障。公司产品主要以境外销售为主,境外市场营业收入占比长期超过 90%,境外销售地区主要包括美国、欧洲、澳大利亚、亚洲(除中国大陆外)、南美等国家或地区,国际化经营是公司发展壮大的核心战略。此外,公司重视研发投入保障差异化竞争优势,长期研发投入收入占比在 4%~5%,过去 5 年研发投入 CAGR 达 16.3%。公司积极布局从营养素分子筛选及评估、功效研究、功能声称及专利申请、市场准入与推广、原料生产到制剂加工的全产业链,拥有 HMB 等创新营养素核心专利技术,同时,在产品制备技术、生产工艺控制方面积累深厚,从而为下游客户创造较高的附加价值,并赚取较高的毛利,具有较强的差异化竞争优势。

图表113:技源集团境内外销售收入占比 (%)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

图表114:技源集团研发投入及收入占比 (亿元, %)



资料来源: 技源集团, 方正证券研究所

4.2 仙乐健康:“创新科技+国际化”战略,助推全剂型CDMO龙头规模再翻番

全球营业健康食品CDMO龙头。公司是全球领先的营养健康食品合同研发生产商,围绕“创新科技”和“国际化”两大战略,致力于为全球营养健康食品行业的客户提供包括基础研究与产品开发、制造、包装、物流及市场营销支持在内的全链式解决方案。公司的业务领域涵盖功能性食品、特殊膳食食品、保健食品,致力于为消费者提供安全、有效、科学的健康营养食品。

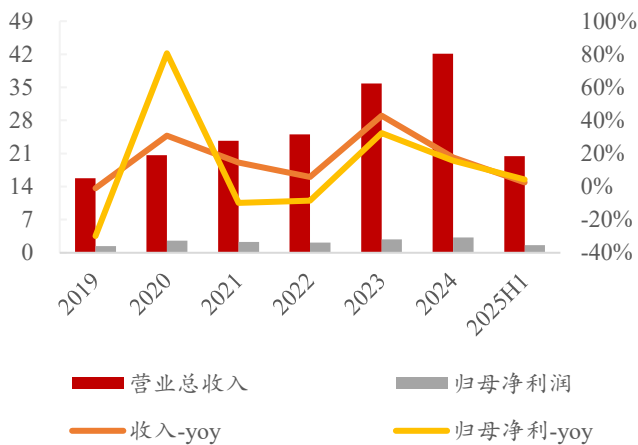
图表115:仙乐健康业务领域



资料来源: 仙乐健康, 方正证券研究所

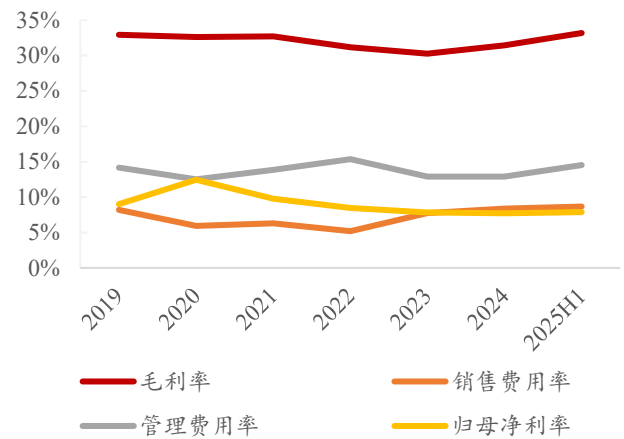
过去5年收入、利润双翻倍,盈利水平相对稳定。2019~2024年,公司营业收入由15.8亿元攀升至42.1亿元,5年复合增速达21.7%;同期,归母净利润由1.4亿元增至3.3亿元,5年复合增速达17.9%。2019年至今,公司毛利率基本维持在30%~33%,2025H1毛利率增至33.2%,为2019年以来最高水平;销售费用率略有上升,2025H1增至8.7%,也是2019年以来最高水平;管理费用率在2023年高位回落后略有回升,2025H1增至14.5%;归母净利率较2020年12.5%的高水平,近年略有回落,但近两三年盈利水平基本稳定在接近8%水平。

图表116:仙乐健康收入&利润及增速 (亿元, %)



资料来源: , 方正证券研究所

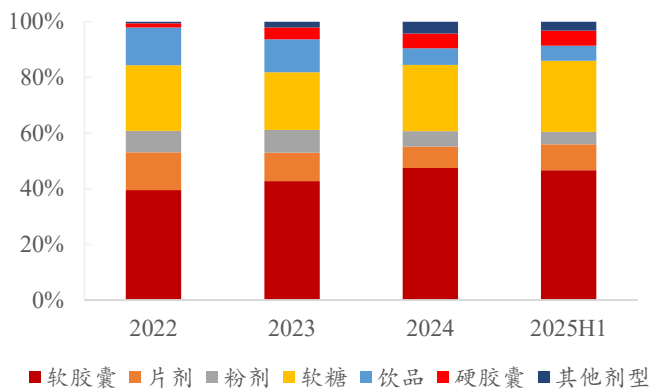
图表117:仙乐健康利润率及费用率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

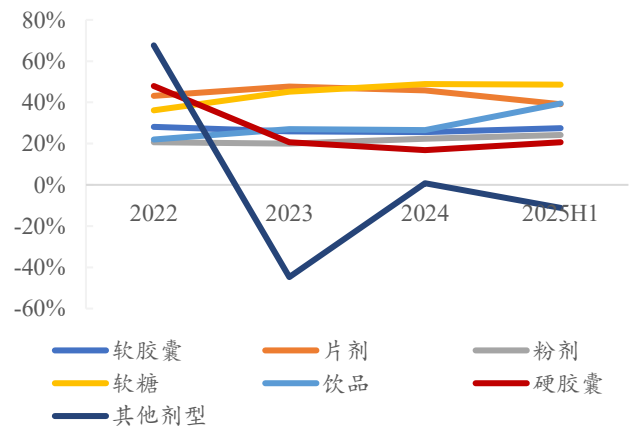
全剂型平台, 软糖、片剂等高毛利剂型占比高。公司作为全剂型生产制造平台, 具备软胶囊、粉剂、片剂、软糖、口服液、硬胶囊等多种剂型规模生产能力, 能够满足客户的多元化需求。公司产品剂型收入占比中, 软胶囊、软糖及片剂分别占据 TOP3, 三者合计占比近 8 成; 其中, 占比超过 4 成的软胶囊是公司第一大剂型产品, 其毛利率长期在 25%~30%, 领先粉剂, 弱于其他剂型; 软糖是公司第二大剂型产品, 收入占比约 25%, 毛利率接近 50%, 是盈利最好的剂型; 片剂是公司第三大剂型产品, 收入占比约 10%, 毛利率 40%~50%, 是盈利次好的剂型; 公司高毛利剂型占比相对较高, 进而保障了公司整体毛利水平。

图表118:仙乐健康收入分剂型占比 (%)



资料来源: 仙乐健康, 方正证券研究所

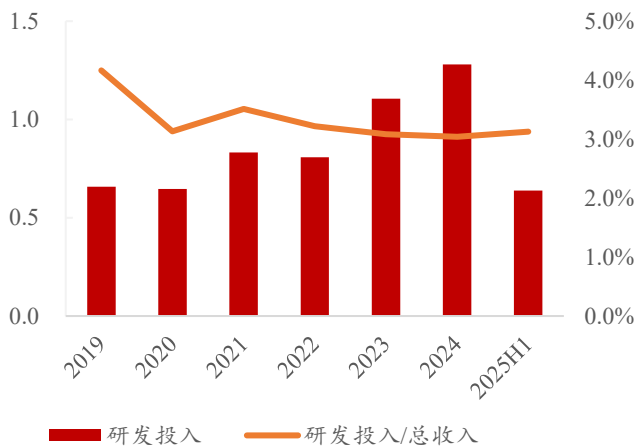
图表119:仙乐健康分剂型毛利率 (%)



资料来源: 仙乐健康, 方正证券研究所

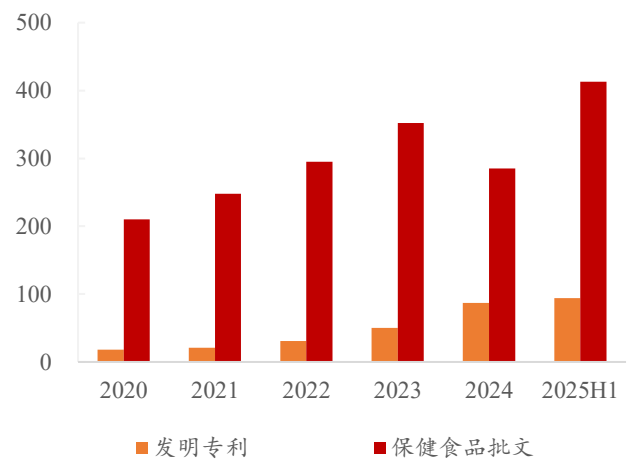
“创新科技”构建企业护城河, 专利及备案资质不断增长。作为国内 CDMO 龙头, “创新科技”是公司两大核心经营战略之一, 公司注重研发投入提升创新能力, 2019~2024 年公司研发投入由 0.7 亿元增至 1.3 亿元, 年均复合增速达 14.2%, 研发投入占收入的比例长期保持在 3%以上。公司在中国汕头、上海、马鞍山, 德国法尔肯哈根和美国加利福尼亚州设有五大研发中心, 专注于营养健康食品的技术和应用创新, 并注重研发成果的知识产权保护, 构建公司技术护城河。截止 2025H1, 公司拥有发明专利 94 项, 保健食品批文 413 项。

图表120:仙乐健康研发投入及收入占比（亿元，%）



资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

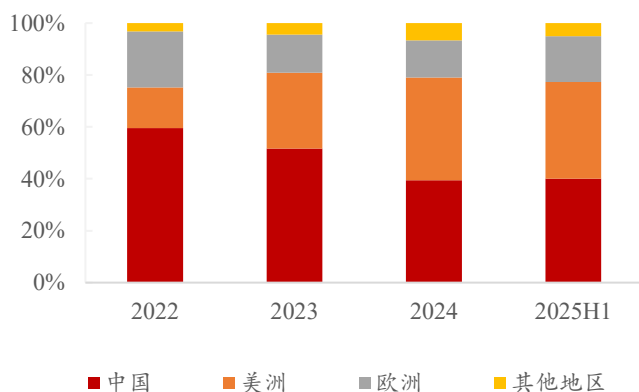
图表121:仙乐健康发明专利及批文（项）



资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

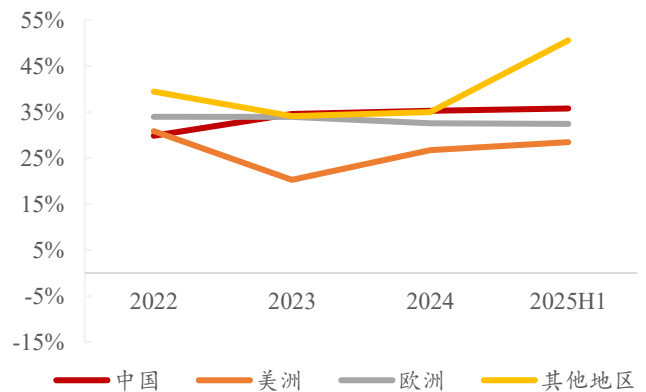
“国际化”生产及销售布局，海外市场成营收贡献主力。公司服务于全球优质客户，公司已经布局中国、欧洲、美国的本土生产基地，并进一步在东南亚布局本土生产基地，提升本土化供应能力。公司客户主要分布于中国、亚太、欧洲和美洲，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等长青市场和新消费市场的主流企业，共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。随着美洲收入的持续增长，其现已与中国市场各占公司约 40% 的营收，但中国市场毛利水平优于美洲市场 5~15 个点，2025H1 二者毛利率分别为 35.8%、28.4%；欧洲市场是第三大区域市场，占比 15%~20%，毛利率长期维持在 33% 左右；其他市场有所增长，近年来占比提升至 5% 以上，毛利率持续提升，截止 2025 年 H1 该区域毛利率达 50.6%。

图表122:仙乐健康收入分地区占比（%）



资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

图表123:仙乐健康分地区毛利率（%）



资料来源：仙乐健康，方正证券研究所

4.3 百合股份：“品牌+代工”双轨发力，长期看好新产品、新市场、新渠道拓展增长边界

“品牌+代工”双轮驱动的混合型营养保健食品企业。公司是一家专业从事营养保健食品的研发、生产和销售并具备“自主品牌+合同生产”的混合型企业。公司已形成软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、瓶装饮品及袋装饮品等多剂型、规模化的生产能力，同时建立了高效的研发管理及供应链管理体系，能为

国内外客户提供涵盖产品定位、配方研究、生产审批及成品生产等全流程服务。公司始终坚持自主品牌发展战略，在持续为国内外营养保健食品品牌运营商提供高品质合同生产服务的同时，积极拓展自主品牌业务。目前，公司旗下拥有“百合康”、“福仔”、“鸿洋神”、“足力行”及报告期内新设立的“膳宝特”等多个自主品牌，精准覆盖家庭、婴幼儿、高端人士、中老年人等多元化消费群体。未来，公司将进一步加大研发投入，重点加强婴幼儿辅助食品、运动营养食品、特殊医学用途配方食品等系列新产品的开发力度，致力于构建品类齐全、满足不同消费者多层次健康需求的产品结构体系。

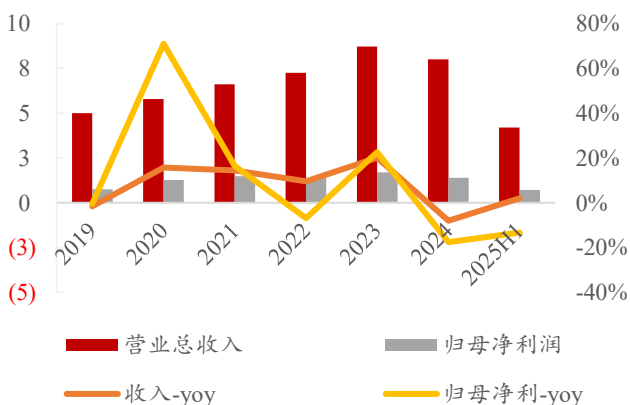
图表124: 百合股份自主品牌



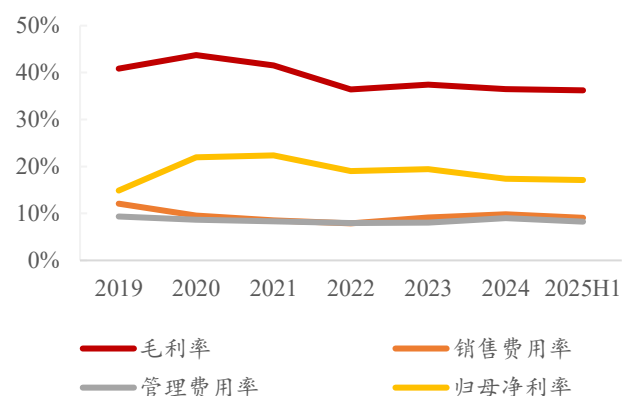
资料来源：百合股份官网，方正证券研究所

过去5年利润翻倍，但盈利水平略有调整。2019~2024年，公司营业收入由5.0亿元攀升至8.0亿元，5年复合增速达9.9%；同期，归母净利润由0.7亿元增至1.4亿元，5年复合增速达13.4%，利润增速好于收入。2021年及以前，公司毛利率基本维持在40%+，2021年以后维持在36%+，2025H1毛利率降至36.2%，为2019年以来最低水平；销售费用率2022年触底回升，2025H1较2022年提示1.2pct增至9.1%，但仍低于过去5年极值12.1%；管理费用率2024年短暂走高至9%，2025H1有回落至8.3%，处历史相对低位水平；过去5年归母净利率，自2019年14.9%逐步升至2021年22.4%的高位水平，再持续下滑至2025H1的17.1%。

图表125: 百合股份收入&利润及增速（亿元，%）



图表126: 百合股份利润率及费用率（%）

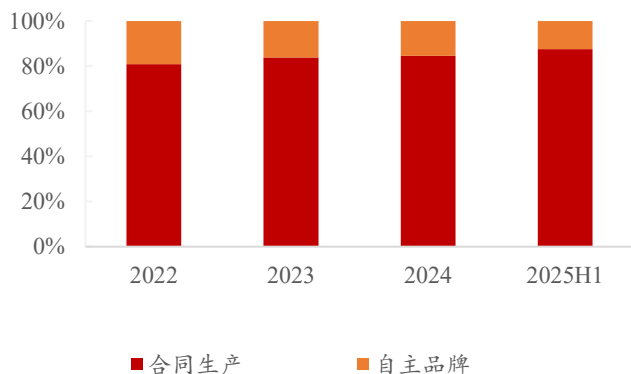


资料来源：，方正证券研究所

资料来源：，方正证券研究所

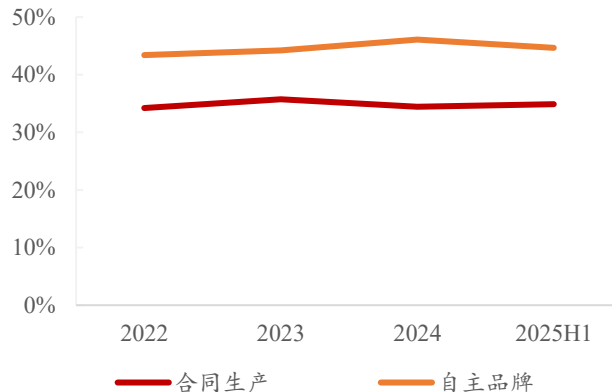
“合同生产”是收入贡献主力，“自主品牌”是盈利重要支撑。公司8~9成的收入来自“合同生产”业务，该业务是公司收入规模增长的核心引擎。合同生产业务的毛利率长期保持在35%左右，自主品牌业务的毛利率则长期维持在45%左右。因此自主品牌业务虽营收占比相对较小，但因其毛利水平领先约10pct，所以自主品牌业务也是维持公司整体盈利水平的重要支撑。

图表127: 百合股份自主品牌及合同生产收入占比 (%)



资料来源：百合股份，方正证券研究所

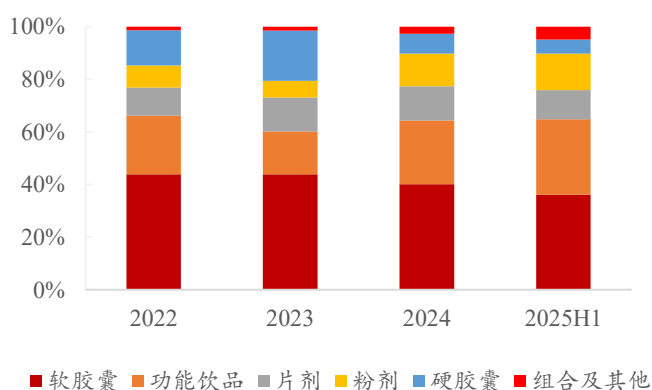
图表128: 百合股份自主品牌与合同生产毛利率 (%)



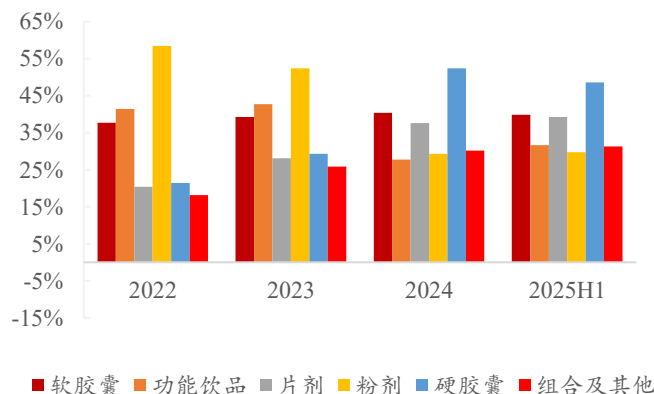
资料来源：百合股份，方正证券研究所

软胶囊及功能饮品等中高毛利剂型占比高，保障整体毛利水平。公司生产的营养保健食品涵盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、瓶装饮品及袋装饮品等多种剂型，可满足不同类型消费者的多样化需求。公司分剂型收入占比中，软胶囊、功能饮品分别占据TOP2，两者合计占比约65%；其中，占比约4成的软胶囊是公司第一大剂型产品，其毛利率长期在40%左右，为公司仅次于硬胶囊的第二高毛利产品；功能饮品是公司第二大剂型产品，2025H1收入占比提升至近30%，毛利率由之前40%左右下滑至30%左右；此外，片剂、粉剂是公司营收占比超过10%的重要剂型产品，片剂毛利率持续上行至40%左右，粉剂毛利率较往年有所下滑，现维持在30%左右；硬胶囊是公司毛利最高产品，接近50%左右。公司中高毛利剂型占比相对较高，进而保障了公司整体毛利水平。

图表129: 百合股份收入分剂型占比 (%)



图表130: 百合股份分剂型毛利率 (%)

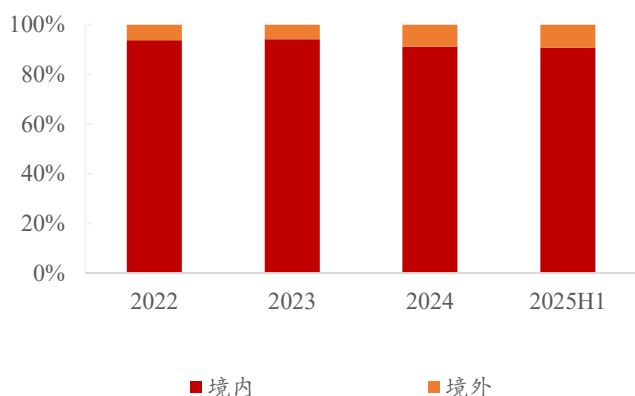


资料来源：百合股份，方正证券研究所

资料来源：百合股份，方正证券研究所

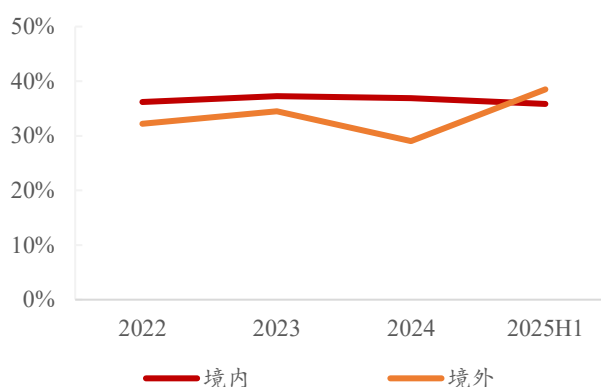
国内市场占据公司营收中主导地位，海外市场占比逐渐提升。海外市场收入占比略有提升，但国内市场营业收入占比仍长期超过9成，是公司整体收入的贡献主力。国内市场毛利率长期保持稳定，基本维持在35%上下1~2pct，且曾长期领先海外市场中小个位数百分点，2025H1 海外市场毛利率首次高于国内市场，增至38.5%，未来随着海外市场收入占比的进一步提升，其有望在公司整体利润中占据更高比例。

图表131:百合股份内外销收入占比(%)



资料来源：百合股份，方正证券研究所

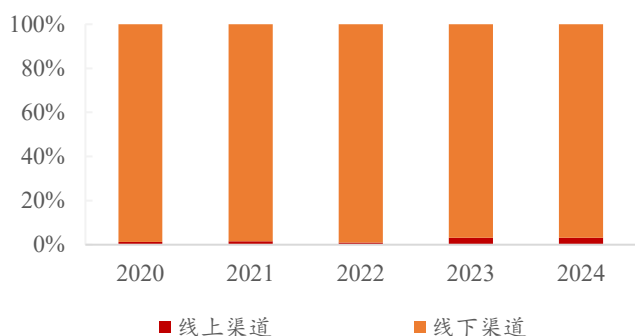
图表132:百合股份内外销毛利率(%)



资料来源：百合股份，方正证券研究所

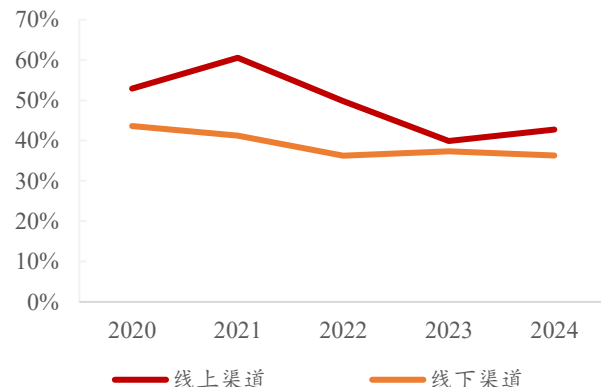
线上渠道规模快速扩张，盈利水平领先线下渠道。公司目前线上渠道销售规模的收入占比仍不足5%，但2020~2024年以高达35.5%的年均复合增速快速增长，明显领先线下渠道8.0%的复合增速。先前线上渠道毛利水平显著高于线下渠道10~20pct，近年来二者差异逐步缩小至5pct以内，但线上渠道仍相对领先。

图表133:百合股份线上&线下渠道收入占比(%)



资料来源：百合股份，方正证券研究所

图表134:百合股份线上&线下渠道毛利率(%)

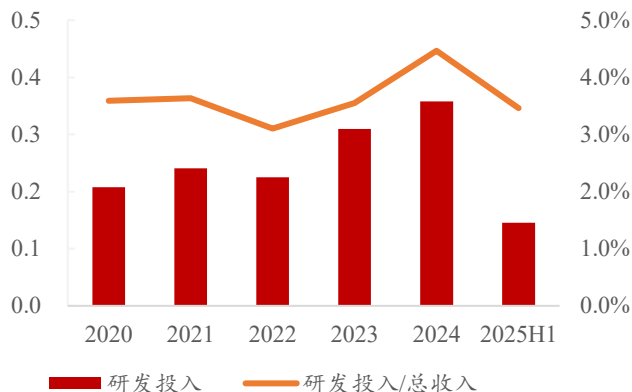


资料来源：百合股份，方正证券研究所

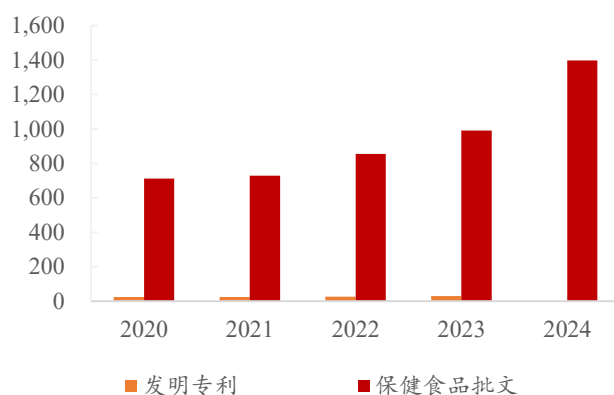
持续增强研发投入，巩固公司护城河。夯实的技术研发实力是公司保持并巩固其核心竞争力的重要要素。过去5年，公司研发投入持续增长，从2020年0.2亿元，按15%的年均复合增速，在2024年实现翻番，研发投入占据公司总营业收入的比例长期维持在3%以上，2024年甚至短暂升至4.5%，主因其研发投入强度并未因经营业绩周期影响而降低。作为国内市场重要的代工商和自主品牌商，公司

在国内的营养保健品批文显著领先行业水平，在 2024 年已获得备案与注册类保健食品证书 1397 项。

图表135:百合股份研发投入及收入占比（亿元，%）



图表136:百合股份发明专利及批文（项）



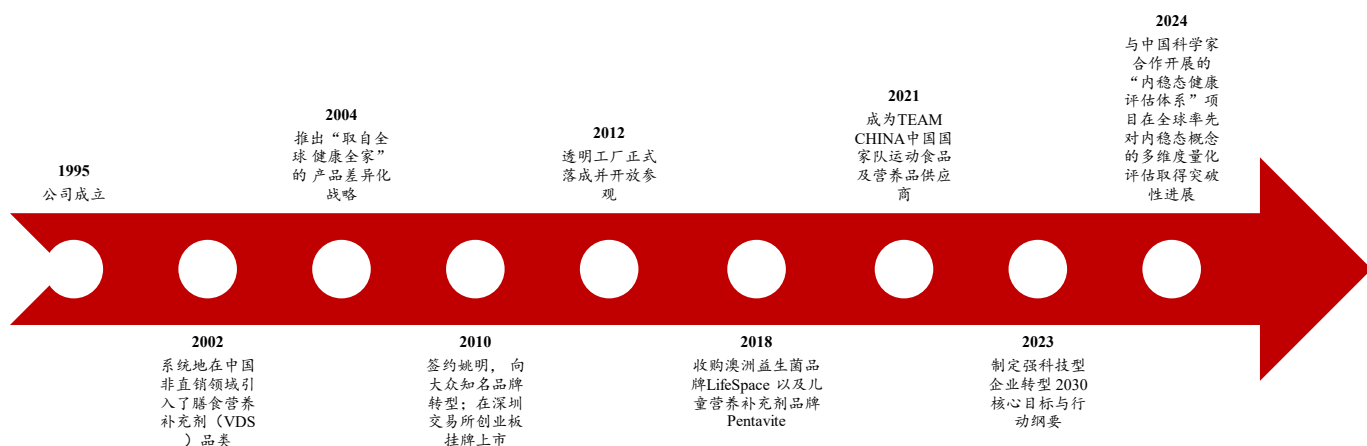
资料来源：百合股份，方正证券研究所

资料来源：百合股份，方正证券研究所

4.4 汤臣倍健：全球 VDS 前五品牌商，“产品创新+渠道变革+品牌多元&高端化”三重发力重新出发

全球膳食补充剂自主品牌领先企业。汤臣倍健创立于 1995 年，2002 年其系统地在中国非直销领域引入了膳食营养补充剂（VDS）品类，依托现代营养学，建立全面的膳食营养补充剂科学体系，拥有 VDS 全品类的产品矩阵，并打造了以“汤臣倍健”主品牌为代表的多个细分领域品牌，构建了包括药店、商超、母婴店等线下零售终端和线上多元化电商平台等全渠道的销售体系，并以膳食营养补充剂为中心，推进功能性新产品研发，目标建立全品类、广人群、全覆盖的膳食营养补充体系，以全球高品质的产品，赋予生命更高的质量。

图表137:汤臣倍健发展历程

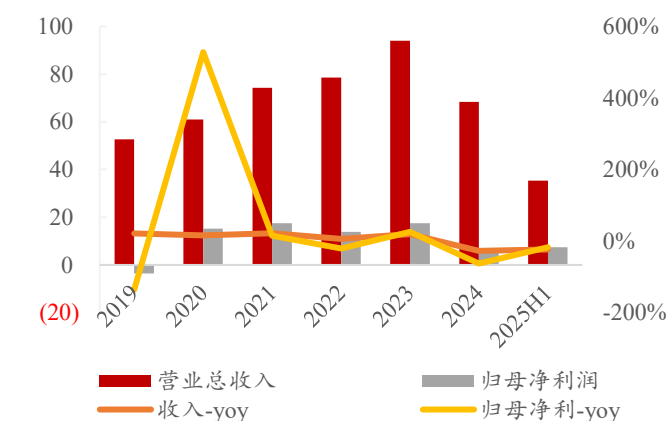


资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

2024 年经营进入调整期，静待基本面企稳回升。2019~2023 年公司营收持续增长，年均复合增速达 15.6%，2023 年营收规模达 94.1 亿元；2024 年进入调整期，收

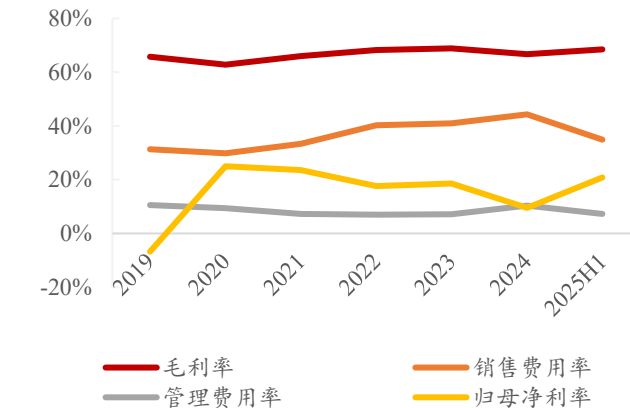
入同比下滑 27.3%，规模降至 68.4 亿元，2025H1 收入降幅收窄至-23.4%。公司归母净利润波动较收入更大，曾从 2019 年-3.5 亿元提升至 2021 年及 2023 年 17.5 亿元，近年来跟随收入进入回调阶段，2024 年同比-62.6%，2025H1 降幅收窄至-17.3%。公司毛利率大趋势稳中略升，目前基本维持在 68%左右。2019~2024 年公司销售费用率持续上行，由 31.4%增至 44.3%，2025H1 明显改善至 34.9%。除 2024 年收入深度调整影响外，管理费用率基本呈现下降企稳态势，近几年基本维持在 7%左右。受收入及成本费用变动影响，公司归母净利率先于 2020 年实现扭亏，并上升至 25.0%的高位水平，此后一路波动下行，于 2024 年触底，降至 9.5%，2025H1 显著修复回升至 20.9%。

图表138:汤臣倍健收入&利润及增速（亿元，%）



资料来源：方正证券研究所

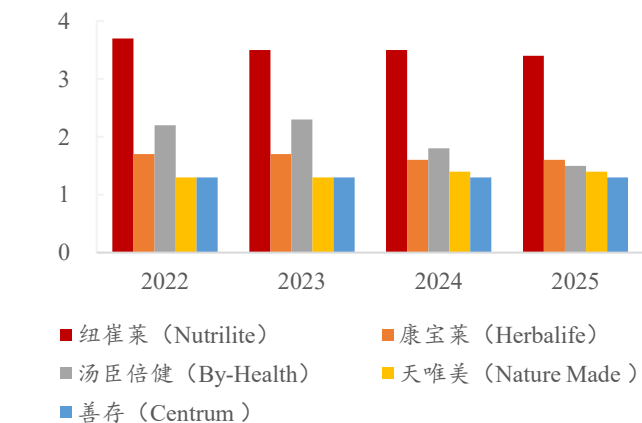
图表139:汤臣倍健利润率及费用率（%）



资料来源：方正证券研究所

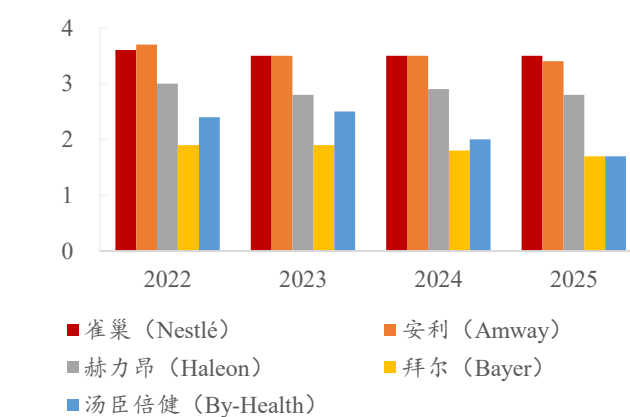
单品牌及公司整体全球市占率长期维持在 TOP5 内。据欧睿，2022~2025 年，“汤臣倍健”品牌在全球膳食补充剂（下称 VDS）行业中长期名列前三，2024 年业绩调整前基本保持 2%+的全球市占率，2025 年预计占据 1.5%市占率，仅次于纽崔莱及康宝莱两大品牌。公司整体实力也长期名列全球前五大 VDS 企业，2024 年及之后的业绩调整，导致其被拜尔追平，预计其将以 1.7%的市占率，位列 2025 年全球第五大 VDS 企业。

图表140:全球膳食补充剂 (VDS) TOP5 品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿，方正证券研究所

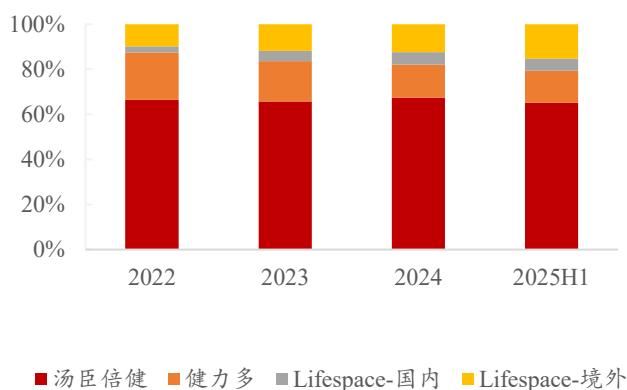
图表141:全球膳食补充剂 (VDS) TOP5 公司市占率 (%)



资料来源：欧睿，方正证券研究所

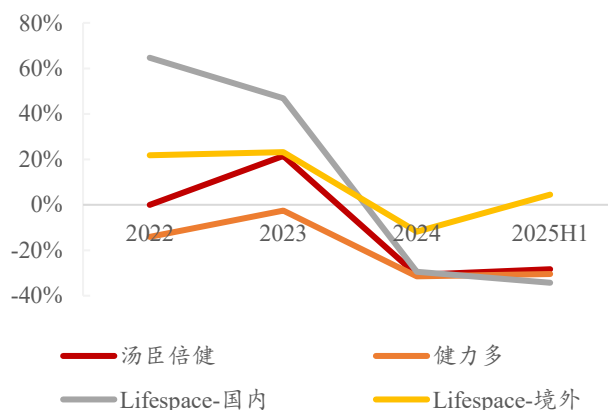
“汤臣倍健”主品牌占近7成营收，LifeSpace品牌增长领先。公司实施多品牌策略，在成功培育出VDS行业领先品牌“汤臣倍健”后，不断拓展细分专业品牌，推出了专研骨关节健康营养专业品牌“健力多”、眼营养专业品牌“健视佳”、肝健康养护专业品牌“健安适”、新生代营养品牌“Yep”、新派维生素品牌“维满C”、专业婴童营养品牌“天然博士”等，并于2018年收购澳洲益生菌品牌“LifeSpace”，进一步丰富公司的品类及品牌矩阵。其中，“汤臣倍健”在营收中占比长期高于65%，在2024年经营调整前，收购的LifeSpace收入增速长期领先其余品牌表现，其国内同比增速曾一度超过60%，其境外表现也较其余品牌更显韧性。

图表142:汤臣倍健分品牌收入占比(%)



资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

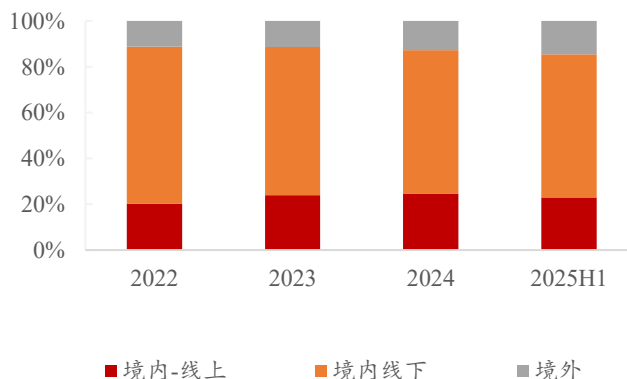
图表143:汤臣倍健分品牌营业收入及增速(%)



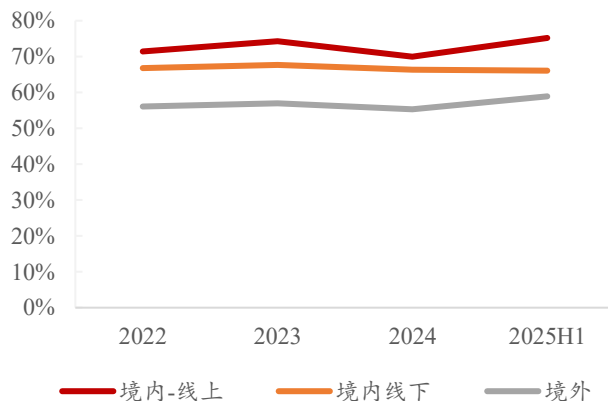
资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

线下渠道占近8成营收，线上渠道盈利领先5~10pct。公司在所有渠道中均采取经销模式，线下渠道方面，公司产品通过经销商或公司直供给药店、商超等零售终端，再由零售终端销售给消费者，仍是公司最主要的销售渠道，其中国内经销模式的线下渠道营收占比长期在6~7成。线上渠道分经销和直销，一方面，公司产品通过分销（经销）商或公司直供给阿里、京东等电商平台，再由第三方店铺或平台自营销售给消费者；另一方面，公司在线上渠道的部分销售采取直营模式，公司通过在线上电商平台开设品牌旗舰店或自建站直接将产品销售给消费者；公司国内经销模式的线上渠道收入占比略有上升，2024年接近25%，其毛利率长期领先线下渠道5~10pct，是公司经销模式盈利贡献的重要来源。

图表144:汤臣倍健国内经销模式分渠道收入占比(%)



图表145:汤臣倍健国内经销模式分渠道毛利率(%)

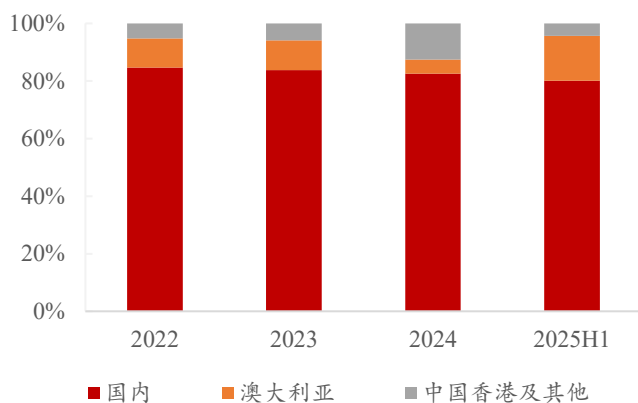


资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

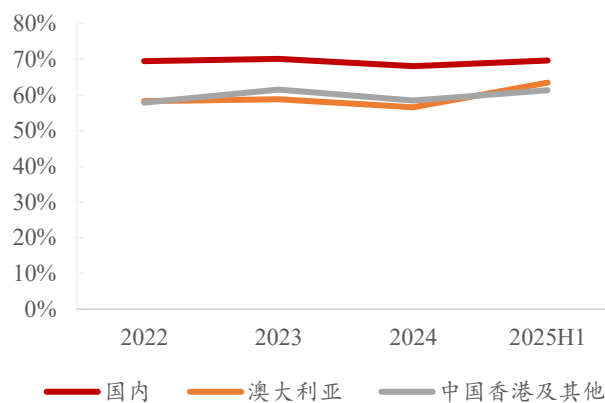
资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

中国市场营销占比近9成，且盈利水平显著领先其他区域市场。公司来自中国大陆的营收占比，长期维持在80%~85%，中国香港及其他区域市场营销占比在5%~15%区间内浮动，因此中国市场在公司整体收入中占比预计9成左右；中国市场也是盈利更好的区域市场，国内毛利率长期维持在70%上下1~2pct，中国香港及其他市场毛利率与澳大利亚接近并略微领先，长期保持在60%上下1~2pct，因此中国市场也是公司整体盈利最重要的基本盘。

图表146:汤臣倍健分区域收入占比 (%)



图表147:汤臣倍健分区域毛利率 (%)

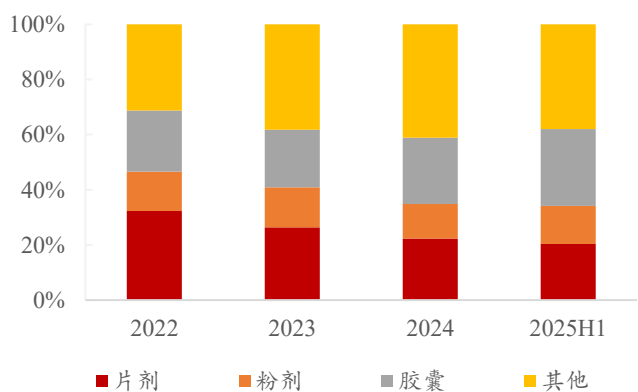


资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

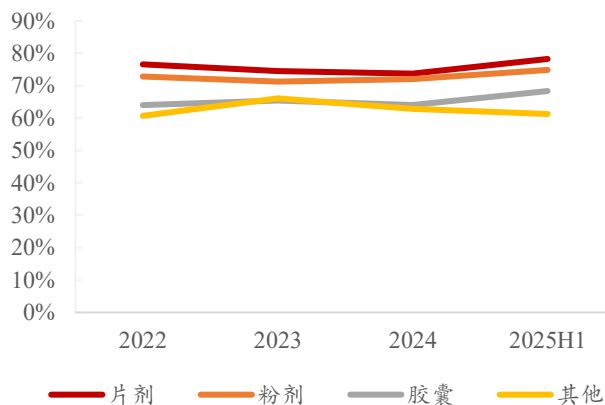
资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

产品剂型分布相对均衡，片剂及粉剂盈利水平领先。公司主流的产品剂型为片剂、粉剂及胶囊等三大类，近年来片剂收入占比逐年下降，2025H1已降至20.4%，较2022年回落12pct；粉剂收入占比相对稳定，基本保持在接近15%水平上；胶囊收入占比持续提升，2025H1已升至27.8%；其余新兴品类近年来增长迅猛，其他新剂型合计收入占比已高达38%。毛利率方面，片剂最优，长期保持在73%~80%；粉剂其次，长期保持在70%~75%；胶囊稍领先其他剂型，毛利率维持在65%~70%；其他剂型毛利率除个别特殊年份外，基本在60%左右。

图表148:汤臣倍健分剂型收入占比 (%)



图表149:汤臣倍健分剂型毛利率 (%)

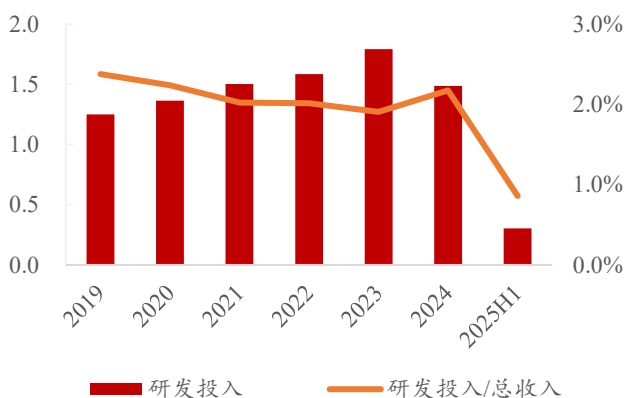


资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

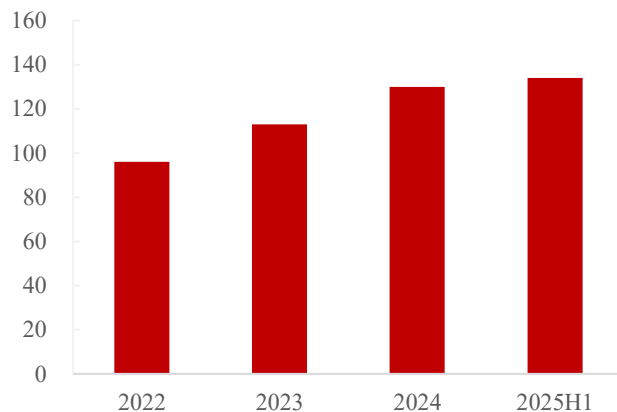
坚定实施“科学营养”战略下的强科技企业转型。2019年至今，除因业绩调整控费影响外，公司研发投入持续提升，从2019年1.3亿元增至2023年1.8亿元，研发投入营收占比长期保持在2%左右，2024年小幅下滑至1.5亿元，预计随着基本面企稳修复，公司将继续保持一定强度的研发投入。截止2025年上半年，公司已获得原料配方及发明专利134项，公司通过自有发明专利原料及配方研发、开展新功能和重功能产品研发及注册、布局以抗衰老和精准营养为代表的前瞻性基础研究及产业转化等，持续打造“硬科技”产品力和科技竞争力优势，赋能VDS行业科技含量，带给VDS行业增量价值。

图表150:汤臣倍健研发投入及占比（亿元，%）



资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

图表151:汤臣倍健原料配方及发明专利（项）



资料来源：汤臣倍健，方正证券研究所

4.5 民生健康：产品矩阵丰富度进一步增强，经营业绩长期保持增长态势

“药品+保健品”双轮驱动的大健康产业平台。民生健康专注于大健康领域，是集OTC药品、保健食品、功能性食品研发、生产、销售于一体的高新技术企业。公司围绕新产品、新项目、新业务、新模式的四新战略，对整体业务、品牌做了新的布局 and 规划，精心搭建起包括21金维他、普瑞宝、民生同春、民生健康在内的4大核心业务板块。凭借前瞻性的战略决策，领先布局并孵化了涵盖维生素矿物质、益生菌、治疗型OTC产品、传统健康/潮流健康/科技健康等多个细分市场的关键版块，全面进军大健康行业，积极拓展在大健康领域的影响力和竞争力，在品牌同质化浪潮中乘风破浪，强势出圈。在推动公司业务发展的同时，更致力于为实现“健康中国”的战略目标贡献力量，不负“提供优质产品，成就他人健康”的企业使命。

图表152:民生健康大事记

**2023**年

2023年9月5日杭州民生健康药业股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市

**162**项

公司及其子公司拥有授权专利162项，形成了多营养素协同效应下的配比技术

**1926**年

控股股东杭州民生药业股份有限公司创建于1926年，是中国较早的四大西药厂之一

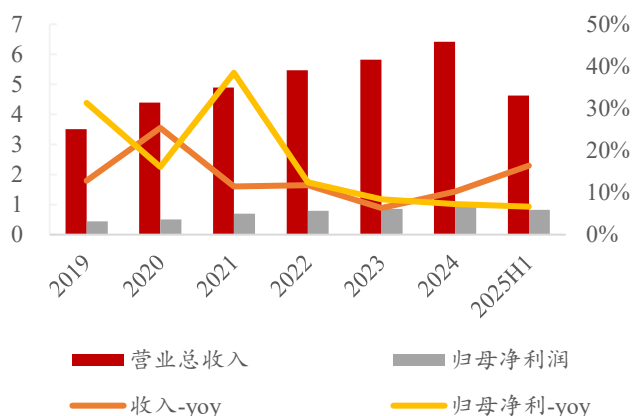
**1985**年

21金维他始于1985年，用于预防和治疗因维生素与矿物质缺乏所引起的各种疾病

资料来源：民生健康，方正证券研究所

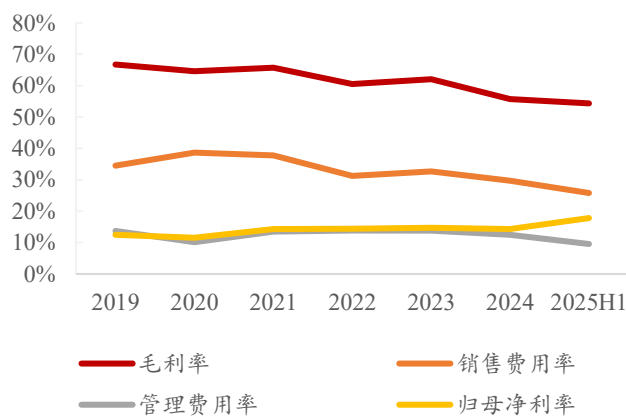
收入、利润均保持逐年增长态势，归母净利率稳中有升。2019~2025H1，公司营业总收入及归母净利润均实现连续正增长，2019~2024 年二者年均复合增速分别为 12.8%、16.0%，利润在此期间实现了翻番，2025H1 收入仍保持 16.4%增速，利润增速稍有回落至 6.6%，整体增长态势继续保持。2019 年至今，毛利率自 66.7%的高位，逐年下调至 2025H1 的 54.4%；销售费用率也随着收入规模的提升，持续下降，2025H1 较 2019 年下降 8.7pct；管理费用率除个别年份外，基本维持在 13%上下 1pct，2025H1 明显下降至 9.5%；收入持续提升，叠加费用率管控增强，归母净利率也基本呈逐年提升趋势，2025H1 较 2019 年提升了 5.4pct。

图表153:民生健康收入&利润及增速（亿元，%）



资料来源：，方正证券研究所

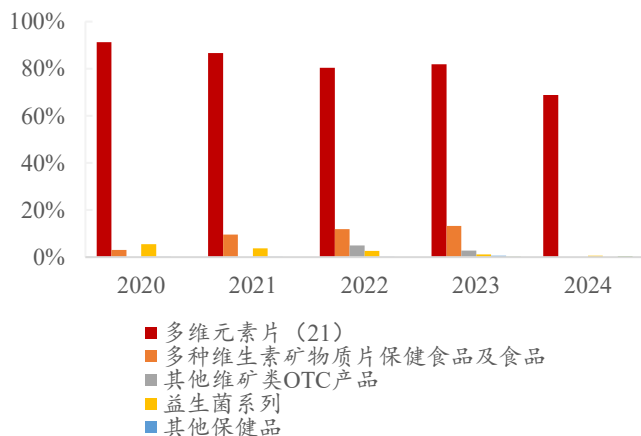
图表154:民生健康利润率及费用率（%）



资料来源：，方正证券研究所

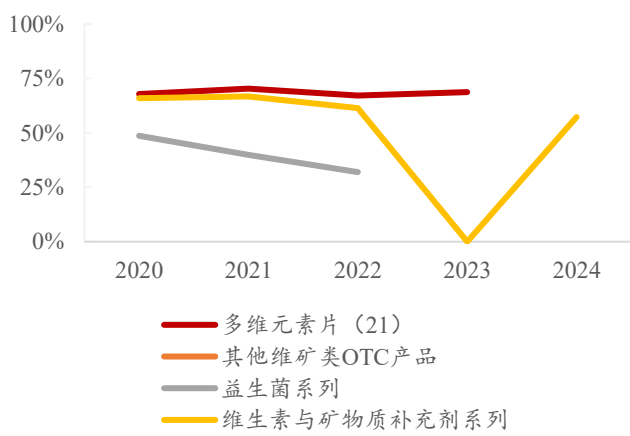
单一产品风险下降，产品矩阵多元化增强，整体毛利水平或略有调整。21 金维他是公司营收贡献的主力产品，但其营收占比由 2020 年的 91.32%逐步下降至 2024 年 68.89%，公司致力于通过建立包括其他多维产品、OTC 药品、益生菌系列等更丰富的产品矩阵，使得依靠单一产品风险有所降低。21 金维他也是公司盈利水平最好的产品，其毛利率长期维持在 70%左右，是公司盈利的核心支撑，其余产品尚处规模化效应释放阶段，产品毛利率相对较低并逐步改善，预计未来一段时间内因公司产品矩阵拓展，其整体毛利率或略有下降。

图表155:民生健康分产品收入占比（%）



资料来源：民生健康，方正证券研究所

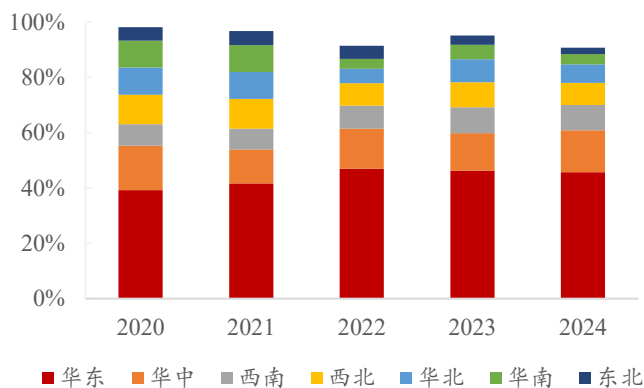
图表156:民生健康分产品毛利率（%）



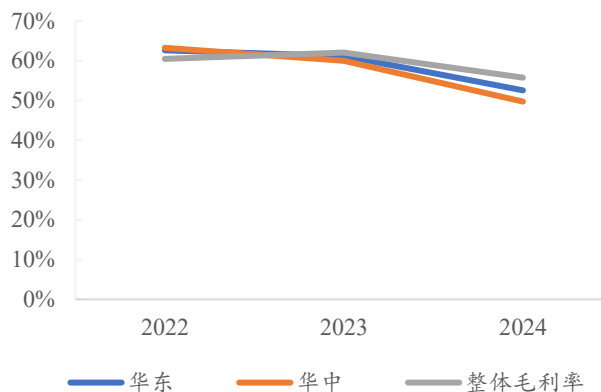
资料来源：民生健康，方正证券研究所

华东、华北是公司营收增长的核心区域，两地盈利水平较整体略有下滑。华北、华东是公司前两大区域市场，二者合计收入占比近6成，其余除东北外，各区域市场在公司总营收中占比均保持在5%~10%区间内，东北市场仅占小小位数比例。公司核心区域市场华东和华北的毛利率在近两年有所下滑，从此前60%+下滑至50%左右，目前较整体毛利率低5pct左右。

图表157: 民生健康分区域收入占比 (%)



图表158: 民生健康主要销售区域毛利率 (%)

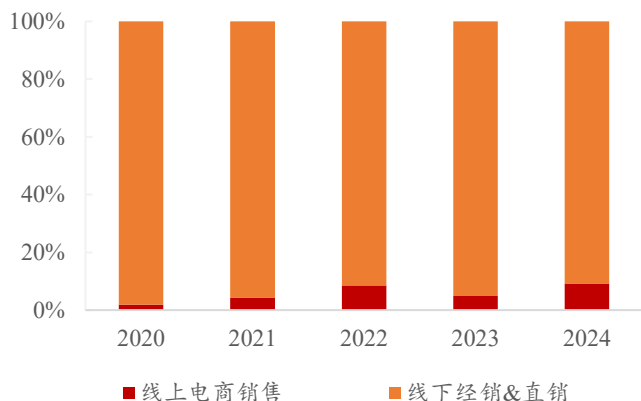


资料来源: 民生健康, 方正证券研究所

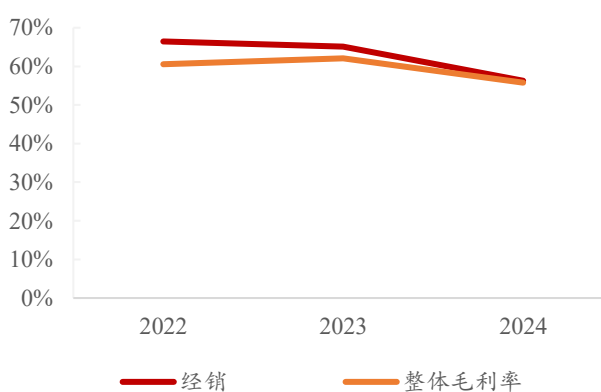
资料来源: 民生健康, 方正证券研究所

线下渠道营收占比超过9成，经销毛利水平领先整体。公司采用经销、直销和线上零售三种模式进行销售，其中以经销模式为主，2020年~2024年，线下经销&直销渠道营收占比由98%小幅下滑至91%，线上渠道销售占比有所提升，但线下渠道仍是公司最核心的销售渠道。经销模式毛利率长期领先公司整体毛利率，2022年二者相差超过5个百分点，随后逐步收敛至1个百分点的差距。

图表159: 民生健康分渠道收入占比 (%)



图表160: 民生健康经销渠道毛利率 (%)



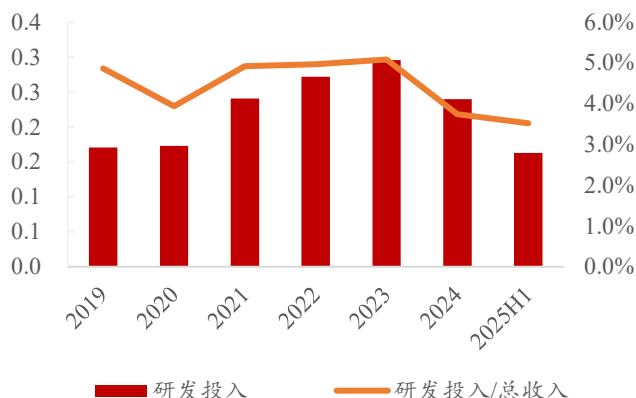
资料来源: 民生健康, 方正证券研究所

资料来源: 民生健康, 方正证券研究所

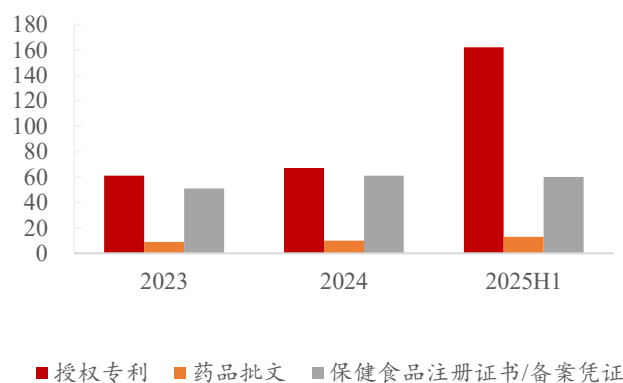
技术研发构筑公司长期竞争壁垒。公司研发投入相对保持稳定，基本维持在0.2~0.3亿元/年的投入强度，占营收的比例在3.5%~5%区间内，为公司的长期发展奠定了技术基础。截止2025年上半年，公司及子公司拥有授权专利162项，药品批文13项，保健食品注册证书/备案凭证60项。经过多年行业深耕，在维生素矿物质业务领域，公司形成了多营养素协同的配比技术、微量营养素混合均匀度控制方法、维生素与矿物质片产品稳定性控制技术、微量维生素检测方法等

一整套涵盖产品配方体系、生产工艺体系、品质控制与检验体系的核心技术体系，并在此基础上持续进行完善、优化、迭代；在益生菌业务领域，公司以自研自建的炎黄菌株库为核心，深度整合益甲功效递送、人源性菌株+食源性菌株原生交互设计的多菌株复配、晶溶瞬释造粒等一系列创新技术，搭建了功能菌株筛选、功效验证、功效递送技术及产品创新等全链条核心平台，布局从菌株筛选到终端产品应用的全产业链，构筑坚实稳固的竞争壁垒。

图表161:民生健康研发投入及占比（亿元，%）



图表162:民生健康专利与批文（项）



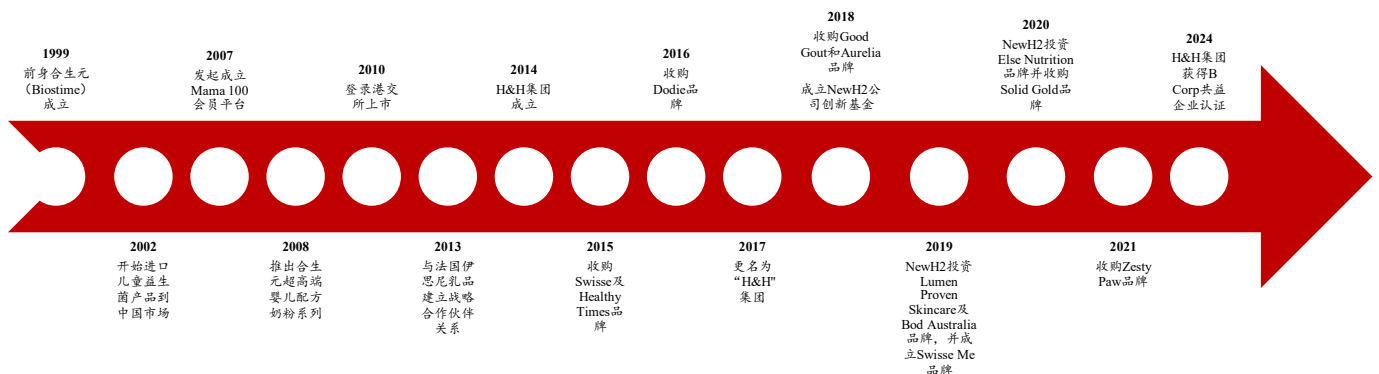
资料来源：民生健康，方正证券研究所

资料来源：民生健康，方正证券研究所

4.6 H&H 国际控股：基本面重回升轨，“新产品结构+新市场结构+新资本结构”助力公司长期稳健增长

产品谱系覆盖全客群、跨物种的多元营养保健品产业平台。公司前身“合生元集团有限公司”于1999年成立，2002年开始进口儿童益生菌产品进入中国市场起家，2010年12月17日在中国香港交易所主板上市，2017年更名为H&H集团。公司主营业务涵盖婴幼儿营养与护理（下称BNC）、成人自然健康营养与护理（下称ANC）和宠物营养与护理（下称PNC）三大核心业务领域，旗下拥有“Biostime合生元、Swisse斯维诗、Healty Times、Zesty Paws、Solid Gold素力高、Dodie杜迪、GOOD GOÛT、Aurelia”等全球营养保健食品/食品品牌。

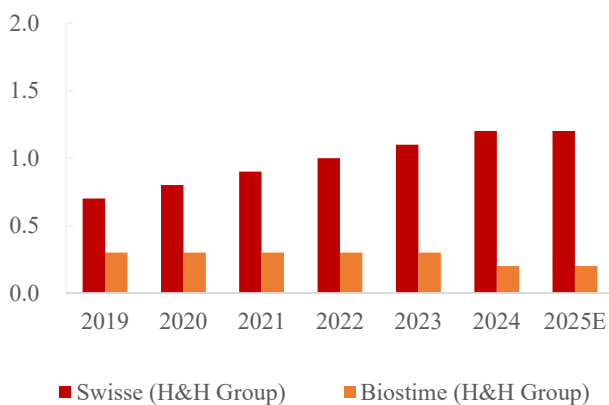
图表163:H&H 国际控股发展历程



资料来源: H&H Group 官网, 方正证券研究所

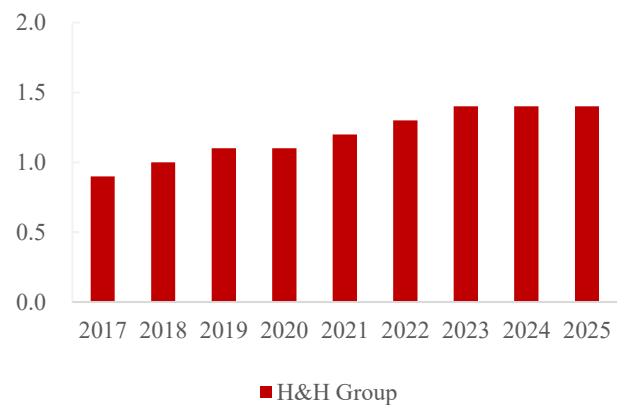
单核心品牌及公司整体占全球 VDS 市场份额长期稳定在 TOP10 行列。据欧睿, 2025 年, 预计 H&H 旗下斯维诗 (Swisse) 品牌全球市占率达 1.2%, 排名全球第六位, 合生元 (Biostime) 品牌全球市占率 0.2%, 排全球第 57 名。2017 年至今, 公司整体在全球 VDS 行业的市占率, 长期保持持续上行趋势, 目前已增至 1.4%, 2024 年全球排名第 8 名, 公司已成为全球 VDS 行业举足轻重的参与者。

图表164:H&H 国际控股主要品牌全球市占率 (%)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表165:H&H 国际控股公司整体全球市占率 (%)

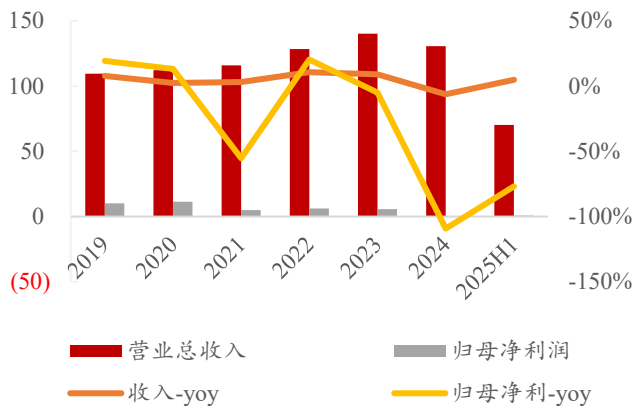


资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

收入、利润阶段性调整后重回升轨, 盈利水平正逐步改善。2019~2023 年, 公司总营收保持逐年上升态势, 由 2019 年 109.4 亿元增至 139.3 亿元, 期间 CAGR 达 6.2%; 2024 年营收下滑 6.3%, 收入规模降至 130.5 亿元, 经营阶段性承压; 2025H1 同比增长 4.9%, 收入增长重回上行通道。归母净利润波动较收入更大, 2020 年及以前, 公司保持 10 亿以上的利润规模; 2021 年及之后, 因产品组合调整等不利因素影响, 公司整体利润规模收缩至 5~6 亿元, 2024 年叠加收入下滑影响, 首次出现亏损, 2025H1 成功扭亏至 0.7 亿元, 但同比仍保持-76.8%的降幅。2019 年至今, 公司整体毛利率基本呈现逐年下滑态势, 自 2019 年 66.2%下降至 2023 年 59.6%, 近期略有修复至 2025H1 的 62.5%。公司销售费用率基本维持在 41%上下

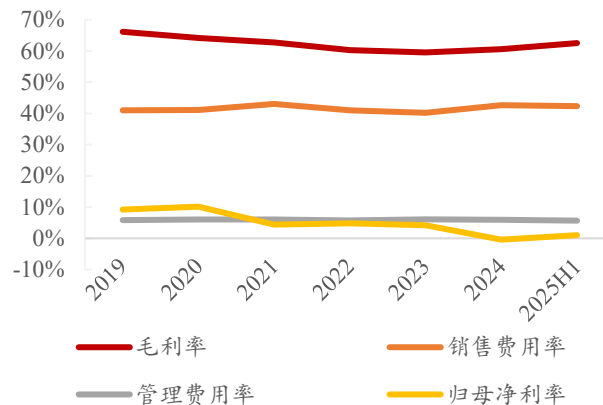
1~2pct, 管理费用则维持在 6% 上下 2~3pct。公司归母净利率因收入增速及成本、费用结构调整影响, 由 2020 年 10.1% 的高位回落至 2024 年 -0.4%, 2025H1 正逐步修复至 1.0%, 公司整体盈利水平正迎来改善。

图表166:H&H 国际控股收入&利润及增速 (亿元, %)



资料来源: , 方正证券研究所

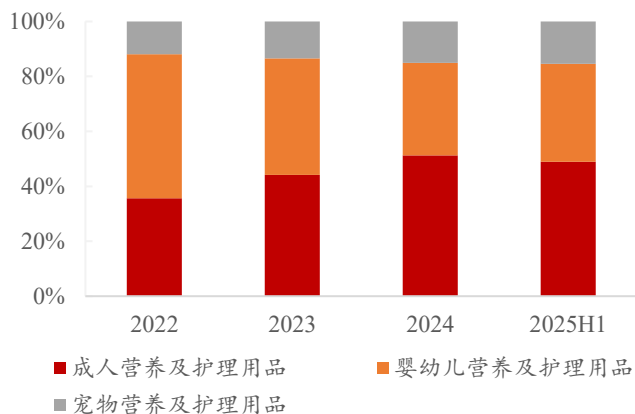
图表167:H&H 国际控股利润率及费用率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

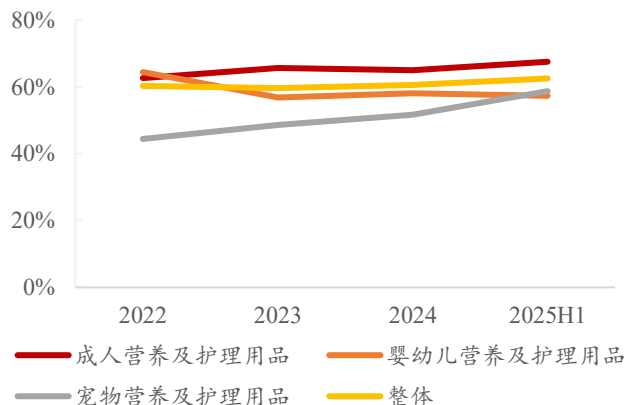
ANC 业务是公司营收及利润增长核心驱动力。公司主营业务分三大块, 其中 ANC 业务收入占比自 2022 年提升 13.3pct 至 2025H1 的 49%, 已实现贡献公司近一半的收入;BNC 业务收入占比明显下滑, 自 2022 年下滑 16.7pct 至 2025H1 的 35.6%, 但仍是公司第二大营收支柱;PNC 业务收入占比略有提升, 自 2022 年上升 3.4pct 至 2025H1 的 15.4%。毛利率方面, ANC 业务显著领先整体及剩余业务表现, 其毛利率由 2022 年 62.5% 逐年提升至 2025H1 的 67.5%; BNC 业务与整体毛利率较为接近, 近年略有下滑, 由 2022 年 64.4% 逐年下滑至 2025H1 的 57.3%; PNC 业务毛利率先前显著低于整体水平, 但其保持逐年上升态势, 现已超过 BNC 业务, 其由 2022 年 44.4% 逐年增至 2025H1 的 58.7%。

图表168:H&H 国际控股分业务收入占比 (%)



资料来源: H&H Group, 方正证券研究所

图表169:H&H 国际控股分业务毛利率 (%)

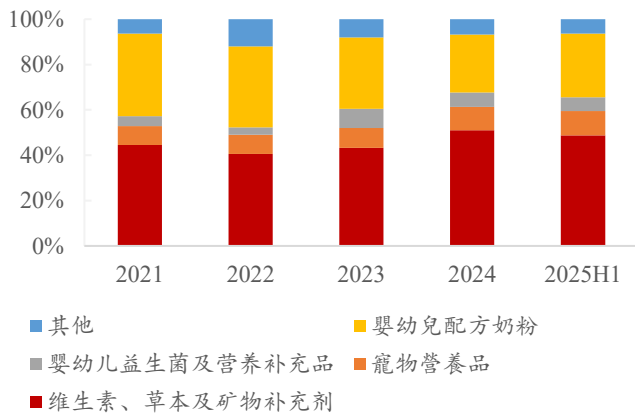


资料来源: H&H Group, 方正证券研究所

VDS 及婴配粉是公司营收贡献核心产品, 宠物营养品景气领先。公司维生素、草本及矿物补充剂 (即膳食补充剂, 简称 VDS, 下同) 是第一大品类产品, 近两年营收占比在 50% 左右; 婴幼儿配方奶粉 (简称婴配粉) 是公司第二大品类产品, 近年营收占比略有下滑, 由 2021 年 36.5% 下降至 2025H1 的 28.1%, 但其仍为公

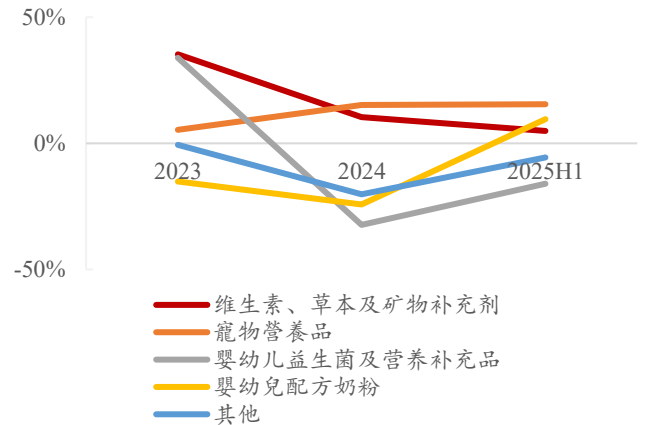
司贡献接近三分之一的收入；宠物营养品营收占比持续上升，由 2021 年 6.3% 上升至 2025H1 的 10.8%，成为另一重要收入贡献力量；其他⁴类产品收入占比，由 2021 年的 8.8% 下滑至 6.3%。收入变化趋势上，VDS 与宠物营养品是唯二自 2023 年以来连续保持正增长的品类，其中 VDS 增速由 35.3% 下降至 4.9%，近两年宠物营养品持续保持 15% 左右的增速增长，显著领先其余品类表现；其余三类产品近 2~3 年均有所下滑，其中婴配粉于 2025H1 扭转颓势，实现 9.6% 的正增长。

图表170:H&H 国际控股分产品收入占比 (%)



资料来源: H&H Group, 方正证券研究所

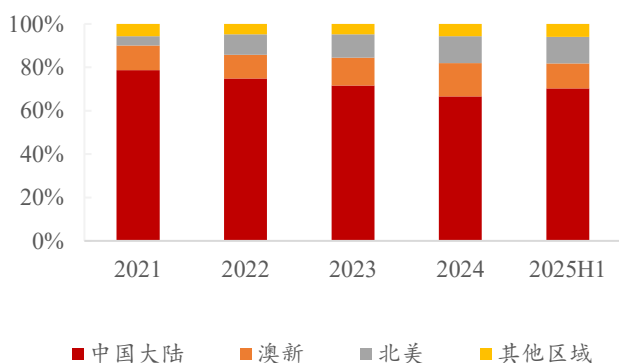
图表171:H&H 国际控股分产品收入增速 (%)



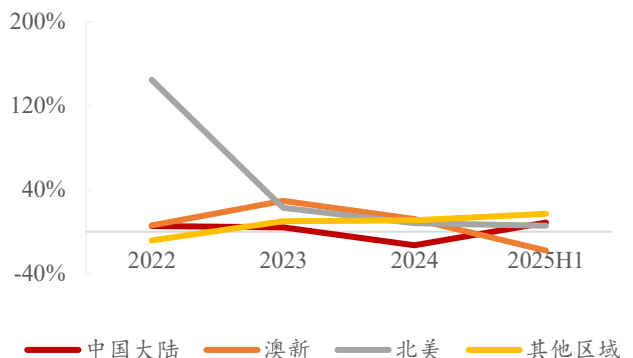
资料来源: H&H Group, 方正证券研究所

中国大陆收入规模领先，海外市场增长速度领先。中国大陆是公司最大区域市场，其营收占比长期保持在 65% 以上，2024 年受该区域收入下滑 12.9% 影响，其营收占比下滑至 66.5%，2025H1 因收入恢复 8.7% 的正增长，营收占比恢复至 70.3%，但这一比例较 2021 年仍有约 8pct 的差距；2021~2024 年，北美市场以 48.1% 的年均复合增速高速扩张，其营收占比已由 2021 年 4.3% 提升至 2024 年 12.4%，并成为目前公司全球第二大区域市场；澳新是目前公司全球第三大区域市场，其于 2021~2024 年以 15.5% 的 CAGR 增长，但在 2025H1 因企业代购业务下滑影响，其营收同比下滑 18%；其他区域市场，除 2022 年因集团对以欧盟市场为代表的区域进行战略调整与重组影响导致整体下滑 8.3% 外，随后历年均保持 10~20% 的增速。

图表172:H&H 国际控股分区域收入占比 (%)



图表173:H&H 国际控股分区域收入增速 (%)



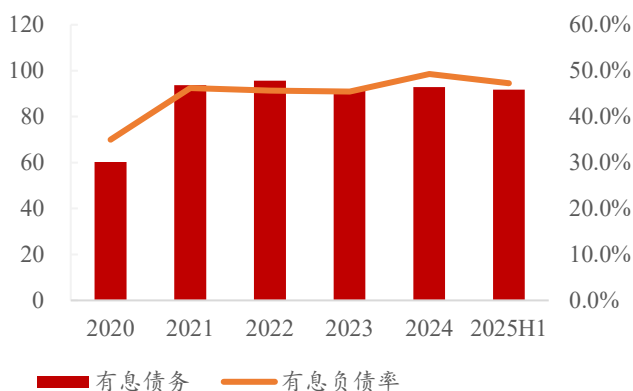
⁴ 其他包括 Solid Gold 的宠物食品、Good Goût 的婴儿食品及零食、Dodie 的婴儿用品及其他护肤品。

资料来源：H&H Group，方正证券研究所

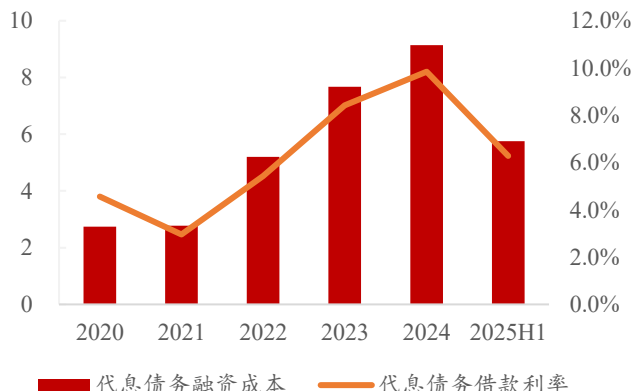
资料来源：H&H Group，方正证券研究所

优化资本结构，降低融资成本，正在进行时。2020年~2024年，公司有息负债规模逐年上行，年均复合增速达11.4%，2024年公司存量有息债务规模为92.8亿元，2025年公司开始对其进行适度调降至91.7亿元；公司有息负债率自2024年49.3%的历史极值水平下降2pct至2025H1的47.3%。存量规模庞大的有息负债带来较高的融资成本压力，2024年公司代息债务融资成本已增至9.1亿元，过去4年CAGR达35.1%，主因其综合借款利率由2020年4.6%攀升至2024年9.8%，高额的融资成本致使利润承压明显。2025H1，公司以更优惠的票面利率发行3.5年期300万美元优先票据，不仅延长了债务期限，还降低了整体融资成本，截止2025H1公司综合借款利率已下降3.5pct至6.3%。

图表174:H&H有息负债规模及有息负债率（亿元，%）



图表175:H&H有息负债融资成本及借款利率（亿元，%）



资料来源：H&H Group，方正证券研究所

资料来源：H&H Group，方正证券研究所

5 投资建议

营养保健品市场将长期持续保持较高景气，万亿级超级市场规模或将孕育超大市值公司；而今产业链变革正当时，结构性超高增长机会持续涌现，行业整体业绩逐步企稳并开启向上突围，基本面改善支撑行业进入估值修复期，板块配置价值愈加显现。横向比较来看，结合长期发展潜力，以及中短期基本面及估值水平等综合考量，推荐技源集团、仙乐健康、百合股份、汤臣倍健、民生健康、H&H国际控股。

6 风险提示

- 1) 监管政策变动带来的不确定性
- 2) 产品质量问题、虚假宣传对品牌的毁灭性打击
- 3) 未能跟上成分或剂型创新潮流
- 4) 行业竞争加剧导致费用上升和利润率下滑

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（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；中国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：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 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