



万联晨会

2025 年 10 月 21 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.63%，深成指收涨 0.98%，创业板指收涨 1.98%。沪深两市成交额 17374.09 亿元。申万行业方面，通信、煤炭、电力设备领涨，有色金属、农林牧渔、美容护理领跌；概念板块方面，培育钻石、可燃冰、F5G 概念涨幅居前，黄金概念、金属铅、金属锌跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 2.42%，恒生科技指数收涨 3%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 1.12%，标普 500 收涨 1.07%，纳指收涨 1.37%。

【重要新闻】
【中美双方即将重返谈判桌】美国总统特朗普称，美方将稀土、芬太尼和大豆列为将对中方提出的三大问题。外交部发言人郭嘉昆对此回应称，中方在处理中美经贸问题上的立场是一贯、明确的。关税战、贸易战不符合任何一方利益，双方应在平等、尊重、互惠的基础上协商解决有关问题。
【国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%】其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。

研报精选

三大因素驱动行业成长，年轻消费相关市场前景可期
保健品行业产业链和重点企业解析

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,863.89	0.63%
深证成指	12,813.21	0.98%
沪深 300	4,538.22	0.53%
科创 50	1,367.90	0.35%
创业板指	2,993.45	1.98%
上证 50	2,974.86	0.24%
上证 180	9,956.06	0.18%
上证基金	7,119.84	0.07%
国债指数	224.77	-0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,706.58	1.12%
S&P500	6,735.13	1.07%
纳斯达克	22,990.54	1.37%
日经 225	49,185.50	3.37%
恒生指数	25,858.83	2.42%
美元指数	98.59	0.16%

主持人： 李晨熾
Email: licw@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.63%，深成指收涨 0.98%，创业板指收涨 1.98%。沪深两市成交额 17374.09 亿元。申万行业方面，通信、煤炭、电力设备领涨，有色金属、农林牧渔、美容护理领跌；概念板块方面，培育钻石、可燃冰、F5G 概念涨幅居前，黄金概念、金属铅、金属锌跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 2.42%，恒生科技指数收涨 3%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 1.12%，标普 500 收涨 1.07%，纳指收涨 1.37%。

【重要新闻】

【中美双方即将重返谈判桌】美国总统特朗普称，美方将稀土、芬太尼和大豆列为将对中方提出的三大问题。外交部发言人郭嘉昆对此回应称，中方在处理中美经贸问题上的立场是一贯、明确的。关税战、贸易战不符合任何一方利益，双方应在平等、尊重、互惠的基础上协商解决有关问题。

【国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%】其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

三大因素驱动行业成长，年轻消费相关市场前景可期 ——保健品行业专题系列二

行业核心观点：

渠道端，保健品渠道由线下转向线上的变换更能有效刺激消费者需求；需求端，近年来居民亲历新冠感染，叠加老龄化趋势加剧，健康意识有望持续强化；供给端，保健品品类逐渐细化，消费场景更加多样，吸引年轻一代消费者入场。细分市场中，膳食营养补充领域为主流，运动营养、儿童健康消费前景可期，传统滋补、体重管理面临下行挑战。随着监管完善，以及渠道、需求、供给的有效驱动，预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势，我们判断与年轻消费和高功效相关的细分市场，如运动营养、儿童健康、职场修复、抗衰老等是增长最快的赛道，建议重点关注在这些高增长领域积极布局、渠道、研发、品牌实力较强的保健品龙头企业。

投资要点：

驱动因素：三大因素驱动行业成长。行业增长驱动因素包括：①渠道端，保健品渠道由线下转向线上的变换带来更加精准的营销方式，更能有效刺激消费者需求；②需求端，近年来居民亲历新冠感染，叠加老龄化趋势加剧，健康意识有望持续强化；③供给端，保健品品类逐渐细化，消费场景更加多样，吸引年轻一代消费者入场。总体来看，我国保健品市场相对成熟市场仍有较大增长空间，随着监管完善，以及渠道、需求、供给的有效驱动，预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势。

细分市场：膳食营养补充剂为主流，运动营养增速较快。（1）膳食营养补充剂市场：保健品最主要的消费领域，2024 年市场规模占行业的 55.98%。市场集中度下降，整体格局较为分散，CR5 为 27.6%。长期来看，随监管趋严及竞争加剧，龙头优势彰显。（2）传统滋补市场：为保健品第二大市场，受“权健事件”影响，发展一度陷入停滞。由于中草药功效特殊，产品信息不对称普遍，量价双双面临下行挑战。（3）运动营养市场：规模虽小但增速最快，2010-2024 年间年均复合增长率达 8.64%。行业集中度较高，西王食品份额占比接近两成。随着运动健身理念普及，行业量价具备充分成长潜力。（4）儿童健康消费：出生率下降，但对儿童健康关注驱动行业增长，2010-2024 年 CAGR 达 8.37%，疫情后增速回落，预计后续增速将有所回升。市场竞争格局较为分散，疫情后集中度较为稳定，主要龙头企业市占率较为均衡。（5）体重管理市场：增速波动较为明显，2022 年市场规模同比转负，健康意识提升和减重药品上市挤压市场空间。新兴品牌接连涌现，冲击市场现有格局。从消费群体和渗透率看，市场增长仍可期。

风险因素：1. 行业政策风险；2. 产品质量和食品安全风险；3. 经济、政治与社会状况风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

保健品行业产业链和重点企业解析

——保健品行业专题系列一

行业核心观点：

2020-2024 年间，我国保健品行业市场规模从 3213.7 亿元增长至 4150.3 亿元，年均复合增长率达到 6.60%，已成为仅次于美国的全球第二大保健品市场。人均消费方面，我国人均保健品消费金额仅约为海外成熟市场如澳大利亚/韩国/美国的 1/5 左右；渗透率方面，我国保健品市场消费人群渗透率普遍偏低，其中 65 岁以上老年群体作为保健品主要消费群体，渗透率仅为 23.04%，而美国为 73.04%，我国存在 2-3 倍的增长空间。产业链方面，上游原料多样，多数赛道产能集中；中下游企业盈利能力相对较强，加速海外布局；终端销售电商增长强劲，传统渠道承压。随着监管完善，以及渠道、需求、供给的有效驱动，预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势，中下游代工与品牌盈利能力相对较强，建议重点关注在产业链中下游积极布局，且渠道、研发实力较强的保健品龙头企业。

投资要点：

行业：预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势。2020-2024 年间，我国保健品行业市场规模从 3213.7 亿元增长至 4150.3 亿元，年均复合增长率达到 6.60%，已成为仅次于美国的全球第二大保健品市场。与海外对比来看，人均消费方面，我国人均保健品消费金额仅约为海外成熟市场如澳大利亚/韩国/美国的 1/5 左右；渗透率方面，我国保健品市场消费人群渗透率普遍偏低，其中 65 岁以上老年群体作为保健品主要消费群体，渗透率仅为 23.04%，而美国为 73.04%，我国存在 2-3 倍的增长空间。总体来看，我国保健品市场相对成熟市场仍有较大增长空间，随着监管完善，以及渠道、需求、供给的有效驱动，预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势。

产业链：中下游盈利能力较强。（1）上游：保健品上游原料种类多样，涵盖维生素、矿物质、氨基酸、提取物和益生菌等领域，部分原料产能集中。（2）中下游：中下游企业多有重合，横跨生产与品牌营销。成本敏感程度低，通过终端产品高额定价享受高附加值。随着跨境电商兴起，行业国际化布局加速。（3）销售渠道：电商是最主要销售渠道，2024 年电商销售占比 43.9%，优势地位有望进一步加强。直销在行业发展前期占据主流，但随监管趋严和消费者认知提升，下行空间依旧较大。药店渠道面临较多限制与挑战，此前面对“医保”施压持续下行，但近期逐渐趋稳。

重点企业：（1）汤臣倍健：VDS 品牌龙头，市场占有率已连续 3 年超过 10%。加速向强科技企业转型，研发投入与批文/备案储备均为行业领先。打造多品牌战略矩阵，全面布局高发展潜力市场。（2）金达威：营养健康全产业链布局，覆盖原料、生产及品牌营销。核心原料优势明显，是全球辅酶 Q10、维生素 D3、维生素 A 等原材料的重要生产商。海外收入为主，持续推动国际品牌本土化，并通过打造 NMN 和辅酶 Q10 现象级大单品，激活带动全品类销售。（3）仙乐健康：CDMO 龙头企业，拥有多剂型平台开发能力。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，业务范围覆盖中国、美国、欧洲地区，业务领域涵盖功能性食品、特殊膳食食品、保健食品（蓝帽子），拥有多剂型平台开发能力，其中软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型具备有全球竞争力的产能和技术。

风险因素：1. 行业政策风险；2. 产品质量和食品安全风险；3. 经济、政治与社会状况风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并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。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的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。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。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，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场