

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

强于大市 (维持)

2025 年 10 月 20 日

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:

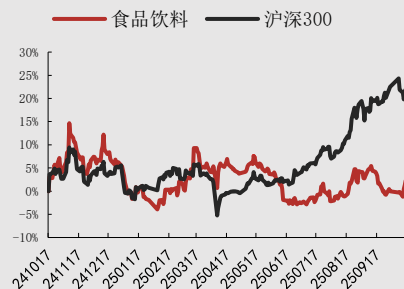
行业: 预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势。2020-2024年间,我国保健品行业市场规模从3213.7亿元增长至4150.3亿元,年均复合增长率达到6.60%,已成为仅次于美国的全球第二大保健品市场。**与海外对比来看**,人均消费方面,我国人均保健品消费金额仅约为海外成熟市场如澳大利亚/韩国/美国的1/5左右;渗透率方面,我国保健品市场消费人群渗透率普遍偏低,其中65岁以上老年群体作为保健品主要消费群体,渗透率仅为23.04%,而美国为73.04%,我国存在2-3倍的增长空间。**总体来看**,我国保健品市场相对成熟市场仍有较大增长空间,随着监管完善,以及渠道、需求、供给的有效驱动,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

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

业绩增速明显放缓,只有啤酒、软饮料、调味品、肉制品营收利润双增长

白酒重仓比例持续回落,大众品除休闲食品外均有下降

政策与新趋势共振,把握结构性机会

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

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。

正文目录

1 行业发展与展望：预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势.....	5
1.1 保健食品定义及划分	5
1.2 政策日臻完善，行业稳步发展	5
1.3 海外对比：人均消费及渗透率具备成长潜力	7
2 保健品产业链：中下游盈利能力较强.....	8
2.1 上游原料商：原料种类多样，细分行业生产集中	8
2.2 中下游企业：盈利能力较强，国际化布局加速	10
2.2.1 中下游多有重合，盈利能力较强	10
2.2.2 企业加速海外投资，推动国际化布局	11
2.3 销售渠道：线下渠道承压，电商增长强劲	12
2.3.1 直销：初期占据主流，下行空间较大	12
2.3.2 电商：增长强劲，跨境电商利好国际大牌	13
2.3.3 药店：传统渠道代表，多重压力并行	14
3 重点企业梳理.....	16
3.1 汤臣倍健：VDS 品牌龙头，聚焦科学营养	16
3.1.1 VDS 品牌龙头，加速科技转型	16
3.1.2 品牌矩阵丰富，线上线下齐发力	17
3.2 金达威：全产业链布局，大单品带动全品类销售	18
3.2.1 全产业链布局，核心原料优势明显	18
3.2.2 全球化品牌战略，打造辅酶 Q10&NMN 大单品	20
3.3 仙乐健康：CDMO 龙头企业，拥有多剂型平台开发能力	22
3.3.1 CDMO 龙头企业，业务主要集中于美国、中国、欧洲	22
3.3.2 拥有多剂型平台开发能力和全链路、一站式服务能力	23
4 投资建议.....	25
5 风险提示.....	25

图表 1： 营养素补充剂与特定功能类保健品的功能和原料差异	5
图表 2： 中国保健食品注册和备案双轨制要点解析	6
图表 3： 中国保健品行业市场规模（百万元）及增速	7
图表 4： 2024 年全球主要国家营养保健品人均消费额（美元）	7
图表 5： 中美保健品市场不同年龄层消费渗透率	7
图表 6： 主要企业维生素 A 产能及占比	8
图表 7： 2019 年至今维生素 A 市场价格走势	8
图表 8： 主要企业维生素 C 产能及占比	9
图表 9： 2019 年至今维生素 C 市场价格走势	9
图表 10： 2018 年-2026E 中国肠胃功能调节益生菌市场规模及增速	9
图表 11： 中国主要的保健品中下游上市公司一览	10
图表 12： 汤臣倍健主要原材料成本占比及利润敏感系数	11
图表 13： 仙乐健康主要原材料成本占比及利润敏感系数	11
图表 14： 代表性企业保健品销售均价（元）	11
图表 15： 保健品企业 2015-2024 年销售毛利率（%）	11
图表 16： 保健品主要企业近年来国际并购事件梳理	12
图表 17： 我国保健品市场直销渠道占比（%）	13

图表 18: Swisse 和汤臣倍健天猫淘宝销售额及同比	13
图表 19: 我国保健品市场电商渠道占比 (%)	14
图表 20: 多地限制药店保健品业务	15
图表 21: 我国保健品市场药店渠道占比 (%)	16
图表 22: 2015-2024 年汤臣倍健 VDS 市场份额变化 (%)	16
图表 23: 2015-2024 年汤臣倍健研发投入/研发人员数量	17
图表 24: 汤臣倍健保健食品批准证书/备案凭证数量	17
图表 25: 汤臣倍健旗下主要品牌	17
图表 26: 汤臣倍健主要销售模式	18
图表 27: 2018-2024 汤臣倍健境内业务线上线下收入变化及占比	18
图表 28: 金达威全产业链布局	19
图表 29: 金达威原料/保健成品销售收入及原料收入占比	19
图表 30: 金达威主要产品的设计/实际/在建产能 (吨)	20
图表 31: 金达威保健终端产品品牌矩阵	20
图表 32: 2016-2024 年间金达威境内/境外销售收入变化	21
图表 33: 2017-2024 年金达威重要海外子公司销售收入及同比	21
图表 34: 仙乐健康产品销售区域分布 (2024 年, %)	22
图表 35: 仙乐健康研发费用率情况 (%)	23
图表 36: 仙乐健康业务领域	23
图表 37: 仙乐健康主营产品	24
图表 38: 仙乐健康主营产品收入占比 (2024 年, %)	25

1 行业发展与展望：预计中长期我国保健品行业仍将保持增长趋势

1.1 保健食品定义及划分

保健品是保健食品的简称，GB16740-2014《食品安全国家标准保健食品》将保健食品明确定义为：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。

按照市场监督管理总局发布的原料/功能划分，我国保健食品主要分为营养素补充剂和特定功能类保健食品两大类。根据分类的不同，保健食品允许声称的功能也不一样，纳入保健食品原料目录的原料也有所差异。功能上，营养素补充剂允许声称的功能只有2项，而特定功能类保健品则包括24种。原料上，营养素补充剂已纳入目录的原料有86种，特定功能类原料则只有辅酶Q10、褪黑素、螺旋藻、破壁灵芝孢子粉和鱼油。整体来看，保健品介于食品与药品之间的特殊属性，决定了其监管和经营的复杂程度。

图表1：营养素补充剂与特定功能类保健食品的功能和原料差异

	营养素补充剂	特定功能类保健品
允许声称的功能	补充维生素、矿物质	24项：1) 有助于增强免疫力；2) 有助于抗氧化；3) 辅助改善记忆；4) 缓解视觉疲劳；5) 清咽润喉；6) 有助于改善睡眠；7) 缓解体力疲劳；8) 耐缺氧；9) 有助于控制体内脂肪；10) 有助于改善骨密度；11) 改善缺铁性贫血；12) 有助于改善痤疮；13) 有助于改善黄褐斑；14) 有助于改善皮肤水份状况；15) 有助于调节肠道菌群；16) 有助于消化；17) 有助于润肠通便；18) 辅助保护胃粘膜；19) 有助于维持血脂（胆固醇/甘油三酯）健康水平；20) 有助于维持血糖健康水平；21) 有助于维持血压健康水平；22) 对化学性肝损伤有辅助保护作用；23) 对电离辐射危害有辅助保护作用；24) 有助于排铅
已纳入保健食品原料目录	86种：主要为钙、镁、钾、锰、铁、锌、硒、铜化合物；维生素A、D、B1、B2、B6、B12、C、K、E；烟酸；叶酸；生物素；胆碱；泛酸；β-胡萝卜素；二十二碳六烯酸（DHA）	辅酶Q10、褪黑素、螺旋藻、破壁灵芝孢子粉、鱼油

资料来源：国家市场监督管理总局，万联证券研究所

1.2 政策日臻完善，行业稳步发展

注册备案双轨制，行业门槛有所放宽。2016年7月，《保健食品注册与备案管理办法》开始实施，标志我国保健食品监管转向注册和备案双轨制。办法规定，产品在上市销售前需要申请并获得保健食品注册证书或备案凭证，由国家市场监督管理总局负责。通过认证的保健食品的包装上将印有“保健食品”专用标识和批准文号，俗称“蓝帽子”，消费者可以在国家市场监督管理总局特殊食品信息查询平台查询产品注册或备案信息。

政策逐步完善，市场监管日趋规范。“权健事件”¹过后，国家相关部门持续加码保健食品行业整治力度。2020年4月，国家市场监督管理总局等七部委联合印发《保健食品行业清理整治行动方案（2020-2021年）》，2022年1月，市场监管总局发布公开征求《关于发布允许保健食品声称的保健功能目录非营养素补充剂（2022年版）及配套文件的公告（征求意见稿）》、《保健食品功能声称释义（2022年版）（征求意见稿）》等文件，不断完善保健食品行业治理体系。

图表2：中国保健食品注册和备案双轨制要点解析

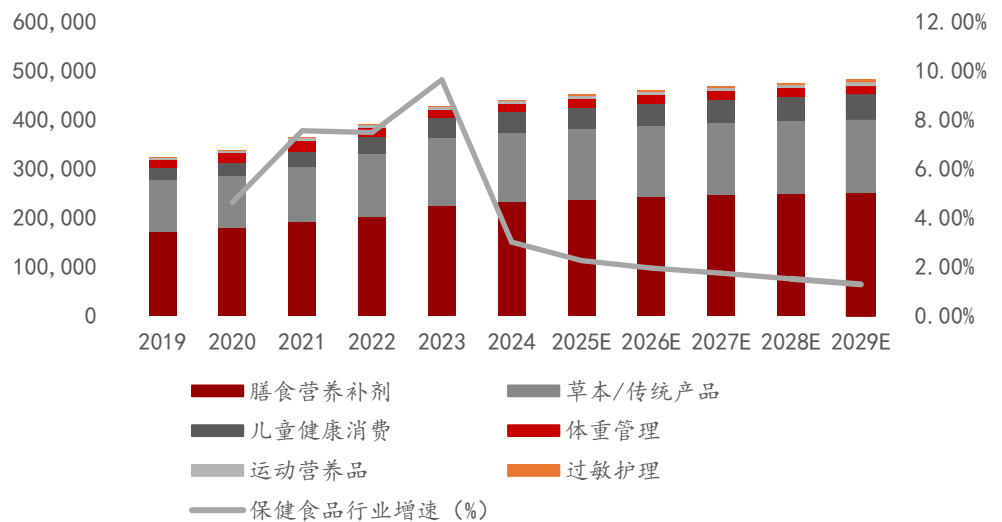
	注册制	备案制
监管部门	国家市场监督管理总局	
范围	①使用保健食品原料目录以外原料的保健食品 ②首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）	①使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品 ②首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品
批准文号	①国产：国食健注 G+4 位年代号+4 位顺序号 ②进口：国食健注 J+4 位年代号+4 位顺序号	①国产：食健备 G+4 位年代号+2 位省级行政区域代码+6 位顺序编号 ②进口：食健备 J+4 位年代号+00+6 位顺序编号
审核	保健食品注册证书在对保健食品进行审核后发放，有效期为 5 年	/
总结	费用高，审批时间至少需要 2-3 年	费用较低，审批通常为 1-3 个月
专用标识		

资料来源：国家市场监督管理总局，万联证券研究所

经济发展催生健康意识，我国保健品行业稳步发展。按照Euromonitor的分类，我国保健品市场主要由膳食营养补充剂、运动营养、体重控制和传统滋补等细分领域组成。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。预计，未来4年我国保健品行业仍将保持1-2%左右的增速，2029年市场规模将达到4473亿元。

¹ “权健事件”始末：2018年12月25日，丁香医生发布《百亿保健帝国权健，和它阴影下的中国家庭》，以小女孩周洋之死，控诉权健“在帝国的食物链里，参与者不仅搭上钱财，更有人烧伤、致残，甚至丢了性命”。文章一出，随即引起轩然大波。2020年1月8日，天津市武清区人民法院对被告单位权健公司及被告人束昱辉等12人组织、领导传销活动一案依法公开宣判，依法判处被告单位权健公司罚金人民币一亿元，判处被告人束昱辉有期徒刑九年，并处罚金人民币五千万。

图表3: 中国保健品行业市场规模（百万元）及增速²

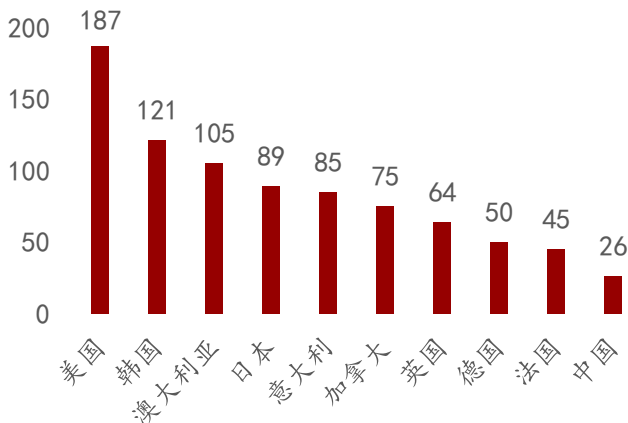


资料来源: Datayes, 万联证券研究所

1.3 海外对比: 人均消费及渗透率具备成长潜力

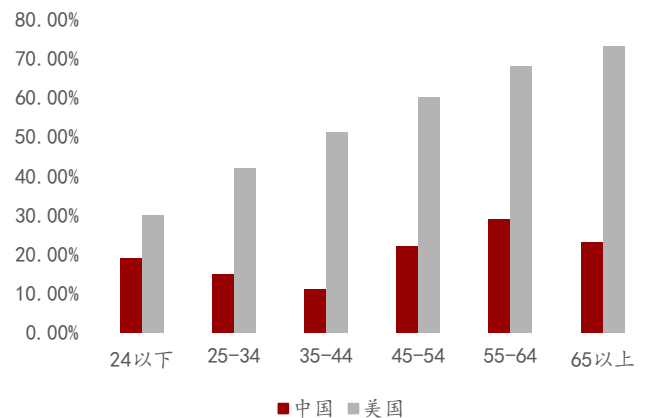
海外对比: 人均消费及渗透率尚待提高, 行业具备充分成长潜力。对比海外保健品市场, 我国在人均消费和群体渗透率上均具备广阔的提升空间。**人均消费方面**, 2024年我国大陆地区保健品人均消费为26美元, 同期澳大利亚/韩国/美国的人均消费分别为105美元/121美元/187美元, 我国人均消费仅约为海外的1/5。**渗透率方面**, 我国保健品市场消费人群渗透率普遍偏低, 各年龄段渗透率均有明显的提升空间。其中, 我国65岁以上老年群体作为保健品主要消费群体, 渗透率仅为23.04%, 而美国为73.04%。**总体来看**, 随着我国人均可支配收入提升和营养健康意识逐步强化, 我国保健品消费群体的人均支出和渗透率整体存在2-3倍的成长空间。

图表4: 2024年全球主要国家营养保健品人均消费额 (美元)



资料来源: 仙乐健康公司公告, 万联证券研究所

图表5: 中美保健品市场不同年龄层消费渗透率



资料来源: IQVIA, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

² 儿童膳食营养补剂归类到膳食营养补剂大类, 未包含在儿童健康消费中, 下同。

2 保健品产业链：中下游盈利能力较强

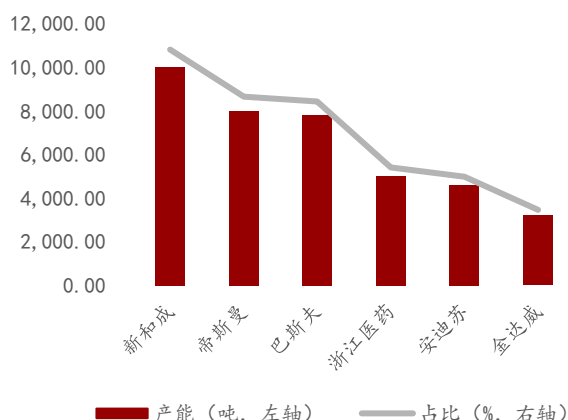
2.1 上游原料商：原料种类多样，细分行业生产集中

原料种类繁多。保健品产业链的上游主要是动植物原料、生物发酵和化学提取物等原料供应企业。由于保健品本身品类多样，保健品上游原料种类繁多，包括维生素类、矿物质类、氨基酸类、提取物类和益生菌类等。

以维生素A、维生素C和益生菌等主要的原料市场为例：

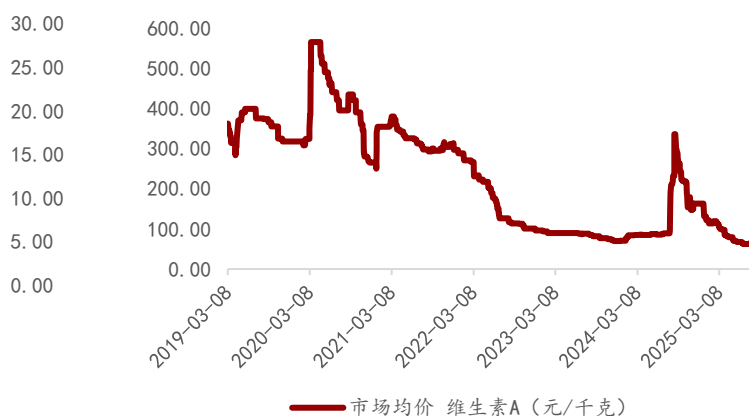
- 维生素A：高壁垒致产能集中，市场集中度高。**维生素A是人体生长发育过程中必不可缺的微量营养素，主要调节人体视觉、细胞增殖分化调节、细胞间信息交流和免疫应答等生理功能，缺乏维生素A是目前世界性三大微量营养素缺乏病之一。产能方面，维生素A行业技术工艺复杂，进入壁垒较高。全球维生素A产能总计约37,000吨，主要集中于新和成、帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、安迪苏和金达威6家企业。其中，国内企业新和成VA年产量达10,000吨，占行业总产能的27.03%。价格方面，由于市场集中度较高，VA价格波动受企业停产和竞争行为影响。2020年新冠疫情爆发，工厂生产停滞，维生素A价格一度由308元/kg涨至550元/kg。后续随着行业复工和生产节奏加快，加上企业新产能陆续落地，VA价格整体呈下降趋势。

图表6：主要企业维生素A产能及占比



资料来源：百川盈孚，万联证券研究所

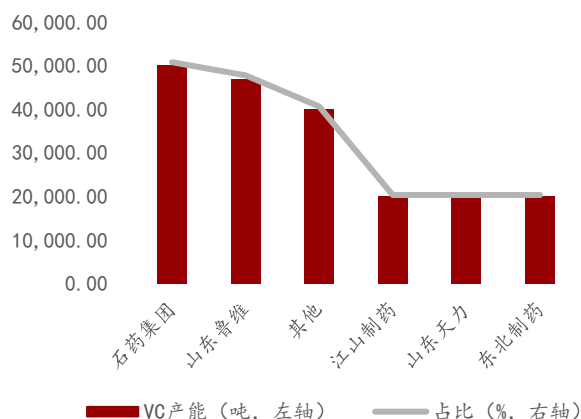
图表7：2019年至今维生素A市场价格走势



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

- 维生素C：产能集中但门槛低，整体供过于求。**维生素C具有一系列生理功能，能够增强人体免疫、预防和治疗贫血、促进免疫蛋白和胶原蛋白合成。**产能方面**，根据前瞻产业研究院，全球VC产能约为220,000吨，其中90%的产能来源于我国；相较于VA，维生素C的技术门槛较低，生产厂商众多。我国主要VC企业包括石药维生、鲁维制药、帝斯曼江山、东北制药、天力药业、启元药业、郑州拓洋等，其中石药集团为全球最大的VC生产商，年产量为50,000吨，VC产能较为集中。**价格方面**，2020年疫情爆发，维生素C成热门保健产品。市场价格随需求的增加有所上涨，叠加疫情期间部分工厂检修停工，VC价格最高曾达51元/kg。但自21年3月起，随着产能的恢复和提升，行业供给过剩，市场价格一路下跌至疫情前水平。**长期来看**，由于VC生产技术门槛较低，行业整体呈现产能大于需求格局，长期价格不具上涨能力，上游企业议价能力偏弱。

图表8: 主要企业维生素C产能及占比



资料来源: 博亚和讯, 万联证券研究所

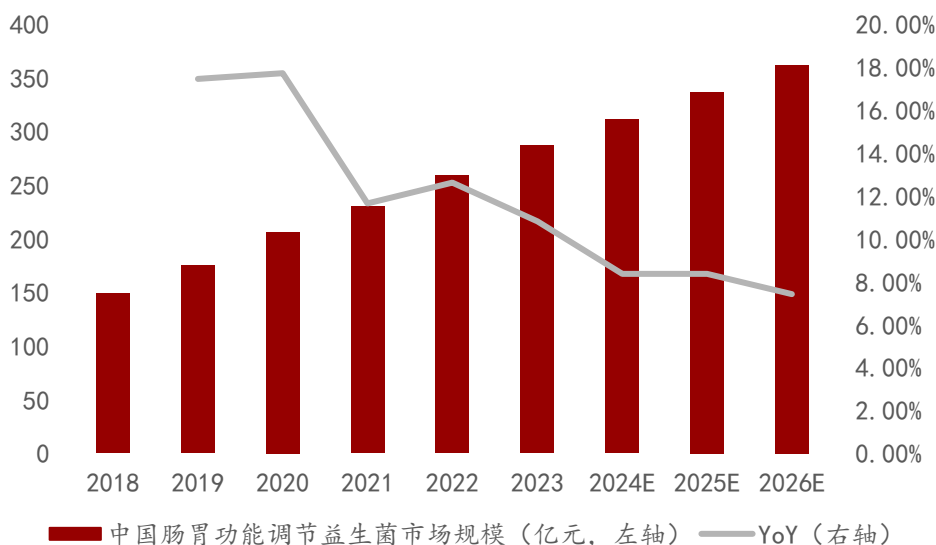
图表9: 2019年至今维生素C市场价格走势



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

- 益生菌: 原料集中海外, 国内加速产能提升。**据联合国粮农组织 (FAO) 和世界卫生组织 (WHO) 定义, 益生菌是“经适量服用后, 有益于其宿主健康的活的微生物”。益生菌通过调节宿主黏膜与系统免疫功能或通过调节肠道内菌群平衡, 能够起到促进营养吸收和保持肠道健康的作用。益生菌市场作为保健食品的细分领域, 呈现迅速发展态势。Datayes数据显示, 2018-2023年中国肠胃功能调节益生菌市场规模复合增长率达14.01%, 是保健品行业增速最快的领域之一。**益生菌原料与益生菌专利申请紧密相关。**专利方面, 在已公开的植物乳杆菌、干酪乳杆菌和嗜酸乳杆菌3种益生菌发明专利中, 基本由俄罗斯、日本和美国等研发强国垄断。原料供给方面, 据前瞻产业研究院数据, 我国益生菌原料供给有50%来自美国杜邦, 35%来自丹麦科汉森, 益生菌原料高度依赖进口。随着我国益生菌市场发展, 我国益生菌企业也逐渐开始发力, 科拓生物、锦旗生物和生合生物等企业加速益生菌市场投资, 科拓生物预计于2027年将益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品产能分别提升至430吨/年和1,300吨/年, 为现有产能的14倍和13倍。

图表10: 2018年-2026E中国肠胃功能调节益生菌市场规模及增速



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

2.2 中下游企业：盈利能力较强，国际化布局加速
2.2.1中下游多有重合，盈利能力较强

保健行业的中下游企业多有重合，中游生产商往往拥有自己的保健品品牌，而下游品牌商的生产模式也往往包括自主生产。中游生产商的代表性企业有仙乐健康、百合股份等，通过委托加工的方式（OEM）为其他保健品企业加工生产胶囊、片剂、粉剂等多种剂型的保健品。与此同时，百合股份旗下也拥有“百合康”、“福仔”等知名保健品牌。下游品牌商方面，以汤臣倍健为例，汤臣倍健的生产模式分为自主生产和委托加工两种类型，公司不仅设有符合保健食品GMP认证的生产中心负责产品生产，也通过建立完备的《委托加工质量管理制度》对部分产品生产采用委托加工的方式。

图表11：中国主要的保健品中下游上市公司一览

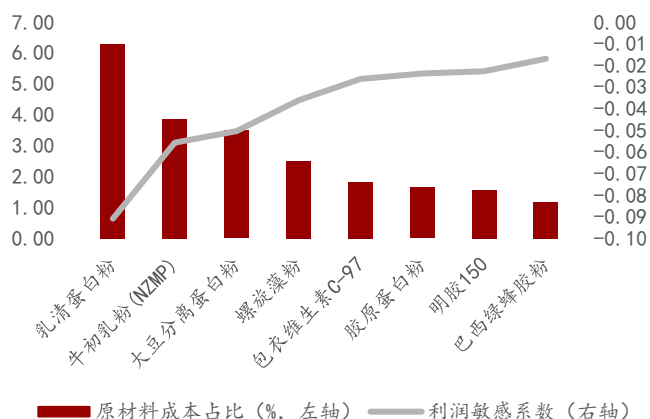
分类	公司简称	公司股票代码	市值（亿元）	公司简介	核心产品/成分	渠道特点
代工 (CDMO)	仙乐健康	300791.SZ	71	全球领先的营养保健食品 CDMO 企业，在软胶囊、软糖等剂型上具备优势。	软胶囊、片剂、粉剂、软糖等	CDMO
	百合股份	603102.SH	27	国内保健品代工龙头企业之一，同时发展自主品牌。	软胶囊、硬胶囊、片剂等	ODM+自主品牌
综合保健品	汤臣倍健	300146.SZ	207	中国膳食营养补充剂（VDS）行业龙头企业，多品牌全渠道布局。	多维、蛋白粉、骨骼健康、益生菌	全渠道（线上+线下药店）
	金达威	002626.SZ	132	保健品全产业链公司，拥有辅酶 Q10 原料优势及海外知名品牌 Doctor's Best。	辅酶 Q10、NMN、维生素 D3	原料 B2B+品牌跨境电商
	哈药股份	600664.SH	92	旗下拥有“新盖中盖”、“哈药”等知名保健品品牌，并运营 GNC 中国。	钙铁锌口服液、新盖中盖高钙片	线上+线下药店
	H&H 国际控股	01112.HK	84	旗下拥有全球知名保健品牌 Swisse。	Swisse 多维、胶原蛋白、护肝片	线上（含跨境）为主
	交大昂立	600530.SH	65	国内老牌保健品企业，核心产品为益生菌类保健品。	昂立多邦、昂立一号（益生菌）	传统渠道为主
	民生健康	301507.SZ	49	专注于维生素与矿物质补充剂，核心产品为“21 金维他”，并布局益生菌、医美等领域。	21 金维他（多维多矿）	线下药店为主
运动营养	西王食品	000639.SZ	33	主营食用油，并拥有海外运动营养品牌 MuscleTech 等。	MuscleTech 蛋白粉、肌酸	线上（含跨境）
	康比特	920429.BJ	21	国内运动营养品领先企业，为国家队运动员提供备战保障产品。	蛋白粉、增肌粉、能量补充剂	线上+专业渠道

资料来源：同花顺，公司公告，万联证券研究所

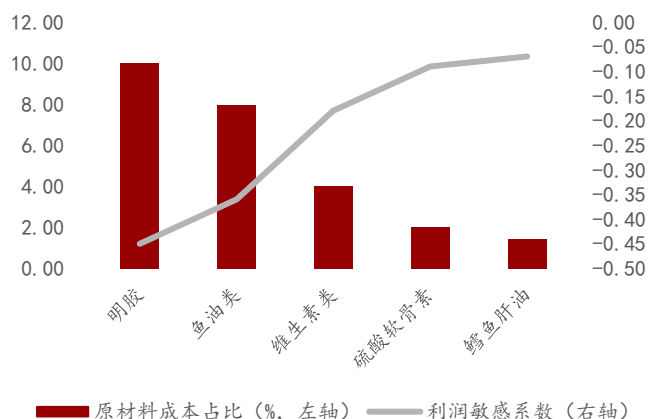
备注：市值日期为2025年10月17日，其中“H&H国际控股”市值单位为亿港元。

成本敏感程度低，原料价格变动对行业利润影响不大。对于生产商和品牌商而言，一方面，企业所需原料上百种，原料取自不同国家，企业单一原料成本占比低，因此原材料的价格变动对行业整体利润影响不大。以汤臣倍健和仙乐健康为例，企业利润对原料采购价格的敏感程度普遍较低，汤臣倍健主要原材料成本占当期营业成本比例最高为6.28%，采购价格敏感系数绝对值低于0.1；仙乐健康主要原料成本占比均在10%以下，采购价格敏感系数绝对值小于0.5。

图表12: 汤臣倍健主要原材料成本占比及利润敏感系数



图表13: 仙乐健康主要原材料成本占比及利润敏感系数



资料来源: 汤臣倍健招股说明书, 万联证券研究所

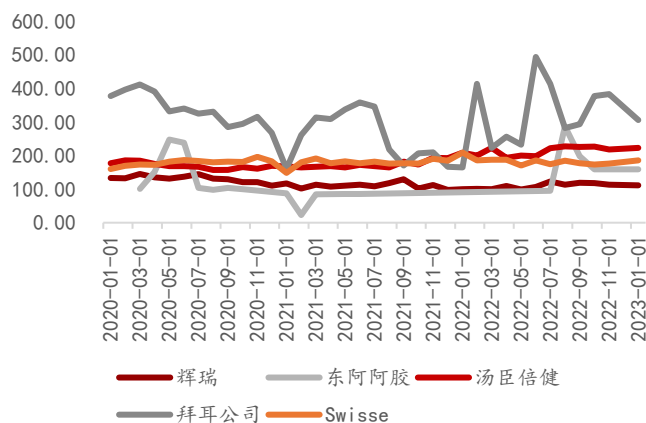
备注: 利润敏感系数为测算结果, 以《汤臣倍健招股说明书》中2009年的原料采购数据为基础

资料来源: 仙乐健康招股说明书, 万联证券研究所

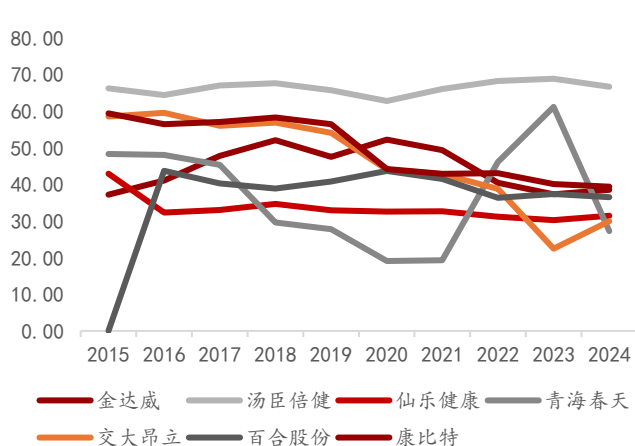
备注: 取自《仙乐健康招股说明书》中2018年的原料价格变动影响分析数据

另一方面, 保健品行业尚处扩张期, 下游承载开拓市场重要功能, 企业通过高额定价享受渠道价值。根据苏宁平台上的销售数据, 保健产品最终价格普遍较高, 5家代表性企业的营养保健产品平均价格均在百元以上, 其中拜耳公司的产品均价处于300-400元区间。从销售毛利率看, 行业平均毛利率高达45.42%, 其中汤臣倍健的销售毛利率始终处于60%水平以上。总体来看, 保健品附加值高, 中下游企业整体毛利率较高。

图表14: 代表性企业保健品销售均价(元)



图表15: 保健品企业2015-2024年销售毛利率(%)



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

2.2.2企业加速海外投资, 推动国际化布局

跨境电商兴起, 行业国际化布局加速。由于国内保健市场尚不成熟, 监督体系相对更加严格的海外保健营养品牌更易得到消费者认可。此外, 伴随跨境电商政策日臻完善, 海外品牌进驻国内市场的渠道也更加便捷与多元。多重推动下, 国际化战略成为国内保健品企业的重要一环。2015-2022年间, H&H国际控股、仙乐健康、汤臣倍健和金达威等相继收购海外品牌, 打造国际产品矩阵, 形成国内外品牌互补的良好格局, 高效

提升企业价值。

图表16：保健品主要企业近年来国际并购事件梳理

企业	收购时间	收购对象	收购对象主要产品	收购金额
H&H 国际控股	2015. 09	澳洲 SWISSE WELLNESS	维生素、草本及矿物补充剂	76. 67 亿港元
仙乐健康	2016. 12	德国 Ayanda GmbH	软胶囊	3143. 75 万欧元
	2022. 12	美国 Best Formulations	软胶囊	8. 71 亿元
汤臣倍健	2018. 05	澳洲 Pentavite	儿童营养补充剂	1 亿元
	2018. 08	澳洲 Life-Space Group	益生菌	35. 14 亿元
金达威	2015. 01	美国 Doctor's Best	膳食补充剂	3500 万美元
	2015. 06	美国 Vitatech Nutritional Sciences	软胶囊、片剂等	9600 万美元
	2018. 08	美国 ZIPFIZZ	功能性能量饮料	8000 万美元
	2024. 02	美国 Activ Nutritional	钙咀嚼片	1720 万美元

资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

2.3 销售渠道：线下渠道承压，电商增长强劲

保健食品的销售，大致可分为线下和线上两种渠道。线下以直销、药店、商超等传统渠道为主，在疫情影响和网络平台的冲击下，线下消费场景有所萎靡。线上销售则以电商为主，包括线上直销、跨境电商和海外代购等，增长十分强劲。

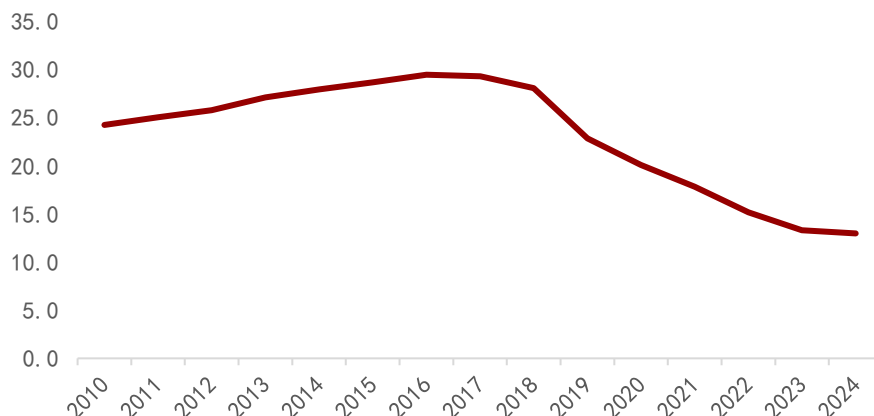
2.3.1 直销：初期占据主流，下行空间较大

根据《直销管理条例》的定义，直销是指直销企业招募直销员，由直销员在固定营业场所之外直接向最终消费者推销产品的经销方式。在我国保健品市场发展初期，直销模式是市场主流。优点：1) 过程不经过中间商，提升流通效率并降低推广成本；2) 市场启蒙期消费者认知不足，承担消费者教育功能；3) 线下关系联结，客户忠诚度高。缺点：1) 推广具有区域局限性，无法大范围传播；2) 边界模糊，容易误入非法“传销”；3) 销售与绩效挂钩，以销售为最终导向，过程可能不合规。

行业发展的早期阶段，直销企业占据较大市场份额。根据欧睿国际的数据统计，我国市场上以直销为主的代表性保健企业包括安利、无限极、完美（中国）、康宝莱和新时代健康，2024年市场份额分别为4.3%、2.1%、1.3%、0.7%和0.5%。由于直销和传销之间界限的模糊和不透明，我国对企业的直销经营采取牌照模式。2005年国务院发布《直销管理条例》，规定满足条件的企业经国务院商务主管部门批准取得直销牌照后，才能在规定允许的范围内从事直销业务。此后，直销牌照的发放数量被誉为直销行业的“晴雨表”。但自2018年“权健事件”持续发酵，商务部已停止新直销牌照的发放。截至2025年7月31日，根据商务部直销企业名单公示，我国共有86家企业拥有直销牌照，其中74家从事保健品业务。

直销占比持续下降，下行空间依旧明显。我国直销渠道占比自2018年达到峰值（28.1%）后一路下行，截至2024年末直销渠道只占13.0%。中间历经疫情时代网上带货的兴起以及消费者习惯的改变，目前保健品线上销售成为主流渠道，我们认为，随着消费群体趋于年轻化及行业认知加深，直销渠道仍会继续下行。

图表17: 我国保健品市场直销渠道占比 (%)



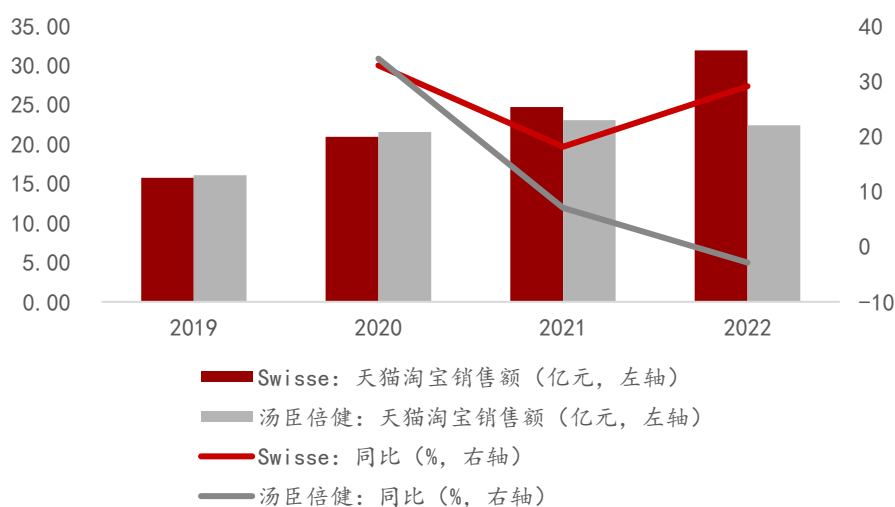
资料来源: Datayes, 万联证券研究所

2.3.2 电商: 增长强劲, 跨境电商利好国际大牌

电商指通过互联网买卖商品和服务的业务, 依据销售过程的不同, 保健品的电商渠道主要可分为国内企业电商、跨境电商及海外代购等。近年来, 电商渠道发展迅速, 已成为我国保健品市场最主要的销售渠道。优点: 1) 可选品类多样, 消费者效用高; 2) 摆脱地理限制, 消费者覆盖面广; 3) 直接推介降低中间成本; 4) 数据反馈及时, 利于战略调整。缺点: 1) 竞争加剧, 挑战与机遇并存; 2) 门槛较低, 以次充好现象较多。

平台红利叠加消费者行业认知提高, 电商加速助力企业扩张。知名澳洲品牌Swisse是电商渠道的代表性企业, 得益于前期海外代购在国内建立起的品牌认知基础, 再借助小红书等新兴网络媒体的线上营销, 自2016年Swisse正式入驻国内各大电商平台以来, 其销量取得强劲增长。2021年Swisse天猫淘宝平台销售额超越汤臣倍健, 并在2022年将差距持续扩大。截至2024年, Swisse在天猫、京东平台占据保健品销售品牌TOP1, 市占率分别为6.4%、7.4%。

图表18: Swisse和汤臣倍健天猫淘宝销售额及同比

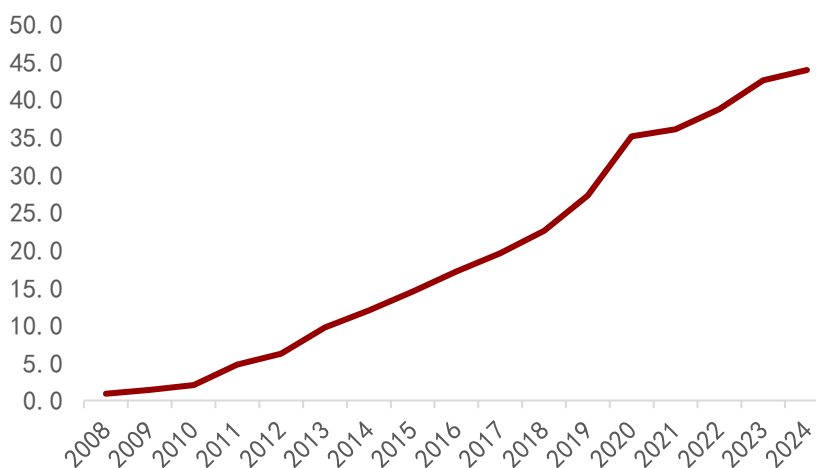


资料来源: Datayes, 万联证券研究所

备注: Datayes从2023年起不再披露该数据, 因此数据只更新到2022年

电商成主要销售渠道，优势地位有望加强。我国电商渠道自2012年以来发展迅速，并在2020年取代直销成为保健品销售的最主要渠道。截至2024年，我国保健品电商渠道销售占比43.9%。随着新生代逐渐成为保健品的消费主力，电商渠道的优势地位有望得到进一步加强。从供给端看，据国家市场监督管理总局特殊食品信息查询平台公开发布的保健食品注册备案产品信息数据统计，2022-2024年国产保健食品备案数自3373升至4210，供给品类不断丰富。此外，随着我国跨境电商政策力度加大，叠加保健食品注册备案“双轨制”的完善，海外保健品牌进入我国市场的门槛将逐渐降低。从需求端看，与线下消费不同，电商渠道的销售更多依赖消费者的自我认知和自我驱动，随着居民保健意识的强化，可选品类更多的电商渠道将愈加成为消费者购买保健品的常用手段。

图表19: 我国保健品市场电商渠道占比 (%)



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

2.3.3 药店：传统渠道代表，多重压力并行

药店渠道是指保健产品进驻到药店终端，在药店配备医师或专业人员对保健品进行销售。药店一度是我国保健品销售的主要渠道，**优点**：1) 配有执业药师，相对更专业；2) 产品监管严格，消费者信任度高；3) 贴近用户生活，可溯源。**缺点**：1) 销售效率较低；2) 同类竞品多，竞争较大。

汤臣倍健持续深耕于以药店为主的传统渠道。根据招股说明书，2010年汤臣倍健拥有零售终端9003个，其中药店零售终端8553个，占比高达95%。前期的深厚铺垫为汤臣倍健打造了良好的渠道基础，在传统药店渠道日渐式微的当下，汤臣倍健依旧占据药店渠道较大份额。

“医保”施加压力，药店渠道面临多重限制与挑战。由于“盗刷医保”乱象迭生，多地对药店实施强监管。自2019年起，为防止定点零售药店为参保人员盗刷医保卡购买保健品，多地一刀切要求“定点零售药店”不得销售保健品等非医疗产品。2020年8月，国家医保局正式发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，明确自2020年9月起保健品等不纳入医保。由于定点药店数量在我国零售药店总数中占据较大比重，此举对行业造成较大影响。国家药品监督管理局在《药品监督管理统计年度数据(2023年)》披露，截至2023年底，全国药店数量已突破66.6万家。据国家医保局通报，截至2023年8月底，全国定点医药机构达107.8万家，其中定点零售药店达48.4万家。

尽管后续因业界反响较大“一刀切”的禁令有所放宽，许多地区仍对定点药店经营保

健品销售提出了诸多限制。2021年浙江发布通知，明确在评估医疗保障定点零售药店时，不同时出售保健品、食品、日用品、化妆品的加10分。2022年河南医保局发布《河南省医疗保障新增定点医药机构工作方案（试行）》，保健品销售区域得以保留，但不得超过店内经营面积的20%。河南、湖北部分地区开始推行线下药店保健食品无理由退货试点工作，以更好地保障消费者权益。

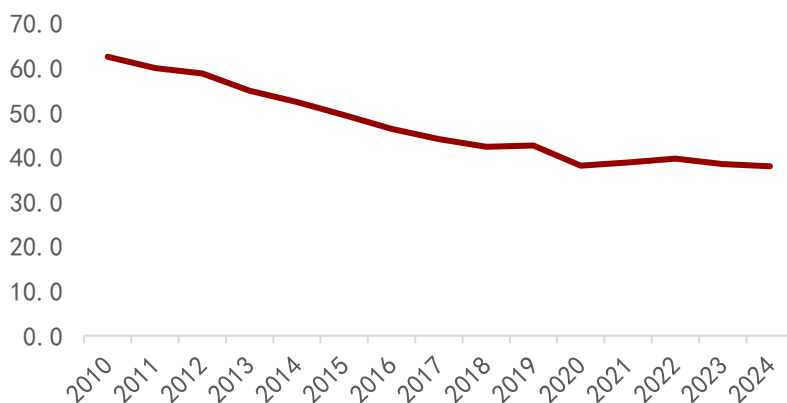
图表20: 多地限制药店保健品业务

时间	发布机构	文件	主要内容
2018.05	惠州社会保险基金管理局	关于加强社保定点零售药店管理的通告	各社保定点药店一律不能摆放、销售日用品、生活用品、食品等不在社会基本医疗保险定点机构经营范围之内的物品
2019.04	内蒙古锡林郭勒盟医保局	/	定点药店摆放保健滋补品等属于违规行为
2019.05	安徽合肥市医保基金管理中心	/	定点药店不能摆放和经营医保支付范围以外的其他商品
2019.05	江西赣州市医疗保障局	/	要求各定点零售药店及时清理下架禁止类非医药商品。根据通告要求，医保定点零售药店经营服务范围仅限于《药品经营许可证》批准经营范围内的药品、医疗器械产品、消毒用品等。
2019.10	浙江省医保局	《浙江省基本医疗保险定点药店管理暂行办法（征求意见稿）》	医疗用品销售范围仅限于药品、中药材、医疗器械（具“械字号”商品）、消毒用品（具“卫消字号”商品）等医疗用品，生活用品、化妆品、保健品等不准进入定点药店。
2020.07	龙岩市医疗保障基金管理中心	《关于规范我市定点药店上架品种的补充通知》	该通知明确了定点药店不允许销售的商品：米、油、牛奶、饮料等食品（包括带蓝帽的健字号食品）不得上架。
2020.08	国家医保局	《基本医疗保险用药管理暂行办法》	9月1日起，滋补品、保健品、疫苗等不纳入目录。
2021.09	浙江省医保局	《医疗保障定点零售药店确定评估细则》	在评估零售药店时，服务场所内不同时出售保健品、食品、日用品、化妆品的，加10分。
2022.08	河南省医疗保障服务中心	《河南省医疗保障新增定点医药机构工作方案（试行）》	定点药店保健品销售区域得以保留，但面积必须严格把控。非医保药品经营面积最多只能达到20%。

资料来源：各地医保局官网，凤凰网，赣南日报，万联证券研究所

下行已过，药店渠道趋于稳定。2024年药店销售仍为重要渠道。尽管从2010年(62.6%)以来药店渠道份额持续下降，至2020年后药店渠道占比降至38%左右，2020-2024年药店渠道占比在38-39%区间波动。我们认为在监管力度不变的前提下，我国药店渠道占比也将趋于稳定。

图表21: 我国保健品市场药店渠道占比 (%)



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

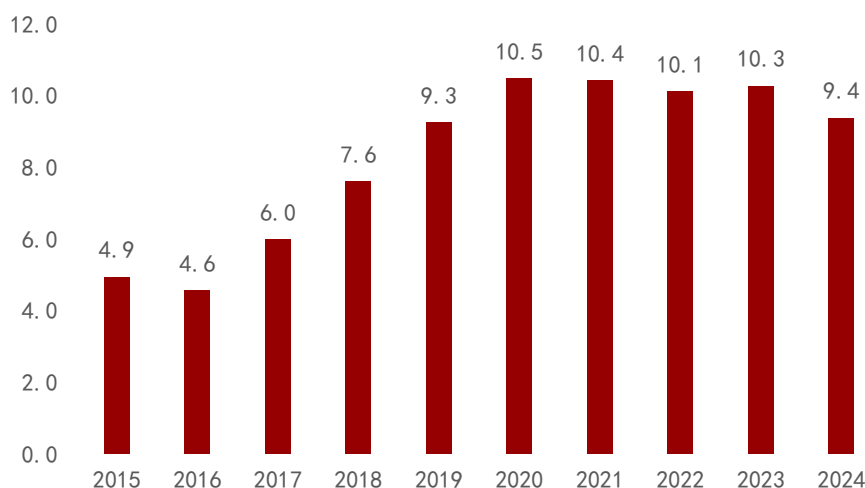
3 重点企业梳理

3.1 汤臣倍健: VDS 品牌龙头, 聚焦科学营养

3.1.1 VDS 品牌龙头, 加速科技转型

抢占主流保健市场, 龙头优势不断扩大。2002年, 汤臣倍健系统地将VDS引入中国非直销领域, 依托现代营养科学建立了全面的膳食营养补充剂科学体系。膳食营养补充剂市场 (Vitamin dietary supplement) 是保健品行业最大的细分市场, 规模占比超过50%。自2019年超越无限极后, 汤臣倍健成为VDS行业龙头企业, 2020-2023年其市场份额维持在10%以上, 2024年市占率下降至9.4%, 但仍为市场第一。

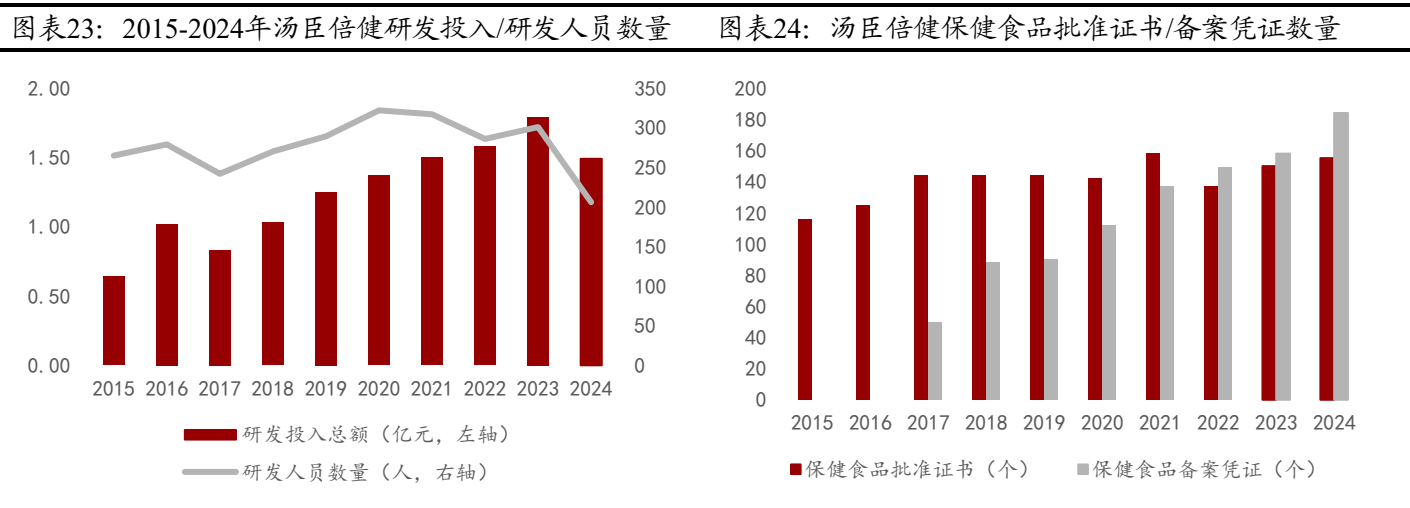
图表22: 2015-2024年汤臣倍健VDS市场份额变化 (%)



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

实施“科学营养”, 聚焦科技核心力打造。2022年元旦, 董事长梁允超提出向强科技企业转型。通过实施“科学营养”战略, 专注自有专利原料和配方研发、新功能及重功能产品研发和注册、抗衰老及精准营养等前瞻性基础研究成果发布, 打造科技核心竞争力。2022年, 汤臣倍健制定了强科技企业转型2030核心目标与行动纲要、成立汤

臣倍健营养健康研究院上海研究中心和AI研究中心。从研发投入看，自2016年公司提出“精准营养”战略后，研发投入整体快速上升。2015-2023年间，公司研发投入由0.64亿元上升至1.79亿元，研发人员数量也从265人增加至301人。从批文/备案数量看，汤臣倍健处于行业领先。截至2024年底，汤臣倍健拥有155个保健食品注册批准证书及184个保健食品备案凭证。



资料来源: 公司公告, 同花顺iFind, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.1.2品牌矩阵丰富，线上线下齐发力

多品牌战略矩阵，全面布局高潜市场。汤臣倍健旗下品牌众多，包括主品牌“汤臣倍健”、“健力多”、“健视佳”、“健乐多”、“天然博士”、“Yep”、“健安适”、“Life-Space”、“Pentavite”等，其中“Life-Space”和“Pentavite”均为海外知名品牌，本身消费者基础扎实，由汤臣倍健2018年海外收购所得。现有品牌涵盖膳食营养补充、运动营养、儿童营养和身体护理等多个细分市场，其中运动营养及益生菌赛道近年来增长迅速。总体来看，公司消费人群和消费场景不断扩充，未来业务具备较大增长动能。

图表25: 汤臣倍健旗下主要品牌

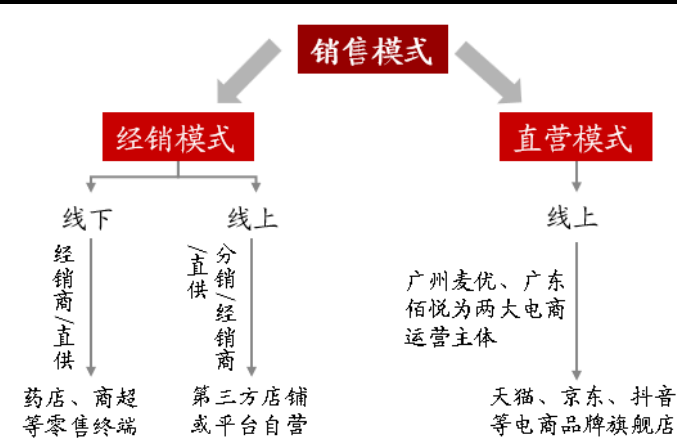
品牌	创立/收购时间	细分赛道	代表单品	主要原料	消费者画像
汤臣倍健	1995	VDS 为主	维生素 C 片、维生素 E 软胶囊	维生素、矿物质等	大众群体
健力多 (KEYLID)	2012	关节护理	健力多®氨糖软骨素钙片	碳酸钙、D-氨基葡萄糖、硫酸钾盐、硫酸软骨素等	中老年人
健乐多 (Gym Max)	2015	运动营养	健乐多蛋白增肌粉	乳清蛋白	健身人群
健视佳 (EASEYE)	2017	眼部护理	健视佳 越橘叶黄素酯β-胡萝卜素软胶囊	越橘提取物、叶黄素酯、天然β-胡萝卜素油	视疲劳群体
天然博士 (Nature's Bay)	2017	儿童营养	天然博士升级版金标藻油 DHA	DHA 藻油、明胶、甘油	孕婴童

Yep	2018	美容护理	汤臣倍健 Yep 胶原蛋白果味饮料	胶原蛋白粉、赤藓糖醇	年轻消费者
Life-Space	2018	益生菌	Life Space 成人益生菌胶囊	鼠李糖乳杆菌 Lr-32、乳双歧杆菌 BI-04、植物乳杆菌 LP-115	成人
Pentavite	2018	儿童营养	pentavite 自然唯他钙铁锌口服液	柠檬酸钙、葡萄糖酸亚铁、葡萄糖酸锌	1-10 岁儿童
健安适	2020	肝脏营养	健安适水飞蓟葛根丹参片	葛根、丹参五味子提取物、水飞蓟	有化学性肝损伤危险者

资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

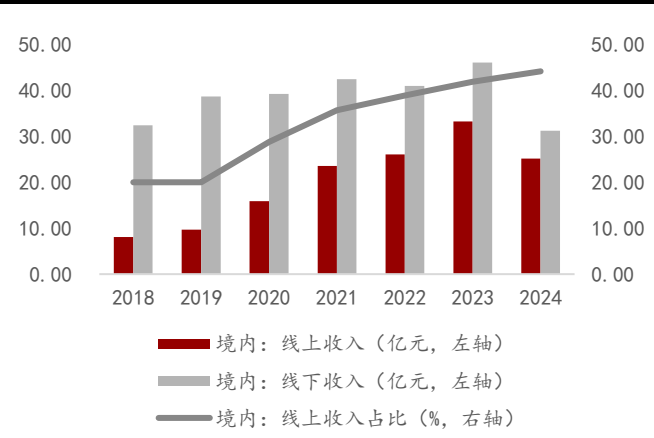
线下渠道为主，电商增长强劲。汤臣倍健的产品销售包括经销和直营两种模式，线下依托药店、商超等传统渠道，线上入驻天猫、京东和唯品会等平台。汤臣倍健的产品销售以传统线下渠道为主，2024境内线下收入占比近55%，并通过持续推动线下销售变革，提升终端及经销商服务体系，巩固线下销售护城河。另一方面，通过快速测试构建合适的直播电商模式，公司电商销售增长迅速，2018-2024年间境内线上收入年均复合增长率为20.78%；公司在线上渠道布局多元化电商平台，在阿里和京东等平台的销售额位居行业前列，线上渠道销售占比也已从2018年的20%上升至2024年的44.15%。

图表26：汤臣倍健主要销售模式



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表27：2018-2024汤臣倍健境内业务线上线下收入变化及占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：境内线上&线下收入均由公告中相关表述手工计算得出

3.2 金达威：全产业链布局，大单品带动全品类销售

3.2.1全产业链布局，核心原料优势明显

合纵连横，全产业链布局完善。金达威成立于1997年，起初主要研发和制造医药原料和保健品原料。2015年，公司通过海外投资相继收购Doctor's Best和Vitatech Nutritional Sciences，形成了从原料供应、保健品生产加工到终端产品销售完整产业链的初始布局。后续期间，凭借着核心原料、多品牌战略和多元化渠道优势，金达威成为营养健康全产业链龙头企业。

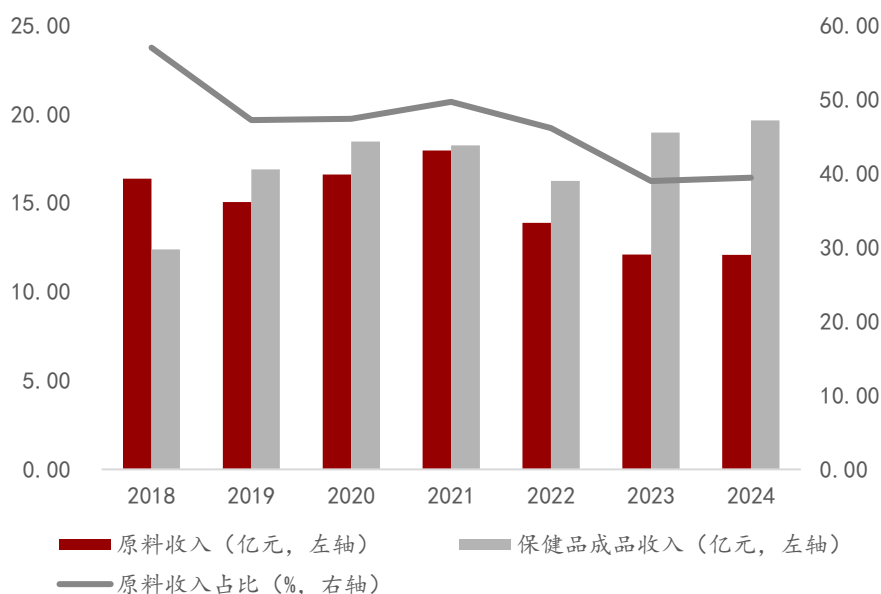
图表28: 金达威全产业链布局



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

加速科技研发, 核心原料优势明显。原料销售是金达威营收中重要板块, 2021年占营业收入比重近50%。通过多年的研发和工艺改进, 公司现在是全球辅酶Q10最大的生产商, 维生素D3全球三大生产商之一, 维生素A全球六大生产商之一, 实际产能分别为320-620吨/1600吨/4000吨。此外, 公司维生素K2、NMN原料设计产能也跻身全球前列, 其中NMN原料产品通过并取得了美国FDA安全审查相关的GRAS(公认安全使用物质)自我认证证书。高纯度、高品质的核心原料, 保证了终端产品的持续供应和质量稳定, 市场份额不断扩大。

图表29: 金达威原料/保健成品销售收入及原料收入占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表30：金达威主要产品的设计/实际/在建产能（吨）

产品类别	金达威维生素			金达威药业		
	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能
维生素 A 系列	4,000	4,000	/	/	/	/
维生素 D3 系列	1,600	1,600	/	/	/	/
辅酶 Q10 系列	/	/	/	320-620	320-620	600
维生素 K2	/	/	/	100	100	/
NMN 系列	/	/	/	500	500	/
DHA	/	/	/	150-350	150-350	/
ARA	/	/	/	50-250	50-250	/

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2.2全球化品牌战略，打造辅酶 Q10&NMN 大单品

海外业务为主,境外销售收入占比近8成。在终端产品上,金达威拥有Doctor’s Best、舞昆、Zipfizz、ProSupps、LEAN BODY等五大品牌矩阵,覆盖膳食补充剂、口服美容、能量补充剂、运动营养和功能性营养等细分领域。由于公司的保健品品牌均通过海外投资获得,公司保健品销售收入主要集中于海外市场。2024年,公司境外销售收入25.66亿元,占比79.18%。其中,以Doctor’s Best表现最为突出,2024年实现营业收入10.74亿元,同比增长12.34%。

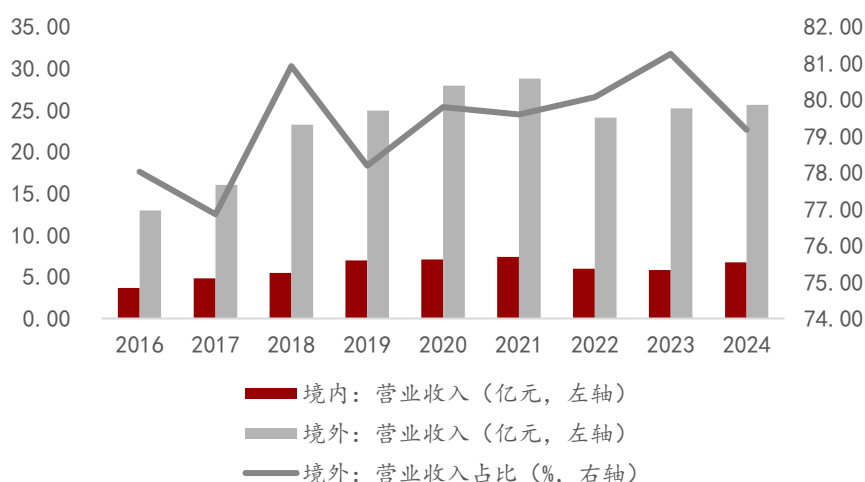
与此同时,金达威正持续推动“国际品牌本土化”,着力开发国内市场。依托旗下Doctor’s Best、Zipfizz良好的全球品牌形象,公司正加大国内投入和推广力度,以激活国内保健品销售业务。此外,随着《保健食品原料目录》的扩充和跨境电商制度的完善,国际品牌进入国内保健市场的流程将趋于简化,具备知名度的国际品牌将迅速打开国内销售市场。

图表31：金达威保健终端产品品牌矩阵



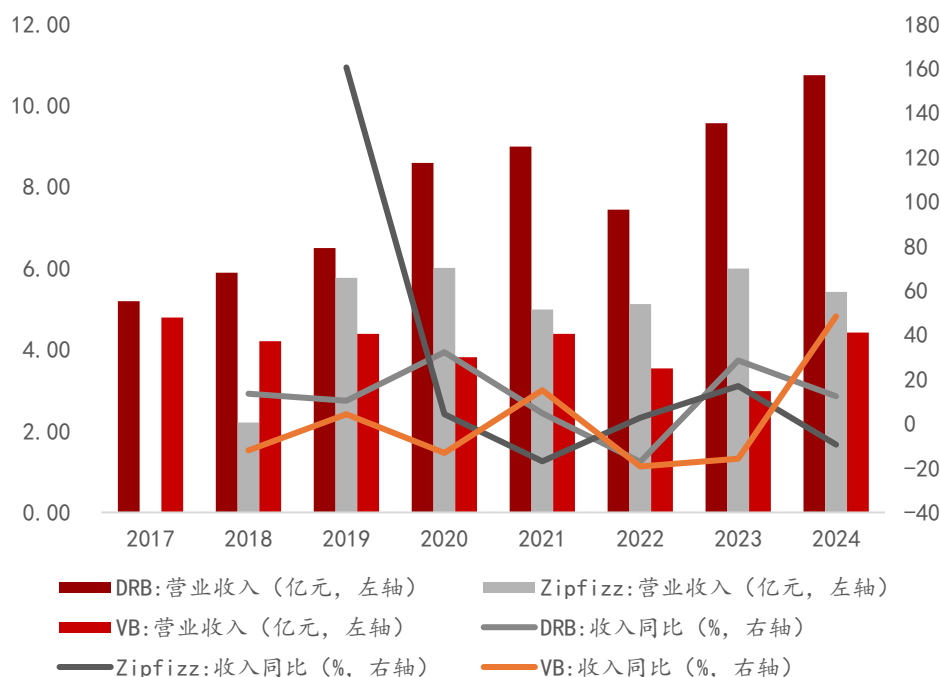
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表32: 2016-2024年间金达威境内/境外销售收入变化



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表33: 2017-2024年金达威重要海外子公司销售收入及同比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

打造NMN&辅酶Q10现象级单品, 激活全品类销售。后疫情时代, 新冠感染与“心肌炎”关联, 具有“心脏保健”功能的辅酶Q10成热门销品, 在疫情放开初期一度供不应求。此外, 早在2019年辅酶Q10就被纳入保健食品原料目录, 市场销售更有保障。而近年来, “抗衰逆龄”概念的NMN成分保健品风靡全球, 由于具备抗衰老、改善睡眠等功能, 迅速成为行业新宠。市面现有NMN产品售价普遍较高, 但国内市场受限于监管, 销售格局尚待进一步打开。

金达威是全球辅酶 Q10 最大的生产商, NMN原料设计产能跻身全球前列。其中NMN原料通过美国FDA安全审查相关的 GRAS (公认安全使用物质) 自我认证, 在世界各地享

有高度认可。同时，公司旗下品牌 Doctor's Best 是全市场NMN及辅酶Q10保健品第一品牌，2022年618期间创下天猫、京东辅酶Q10和NMN类目多个TOP1。在以“辅酶 Q10”、“NMN”为核心的大单品策略持续推进下，公司品牌知名度有望得到进一步提升，带动保健产品全品类共同增长。

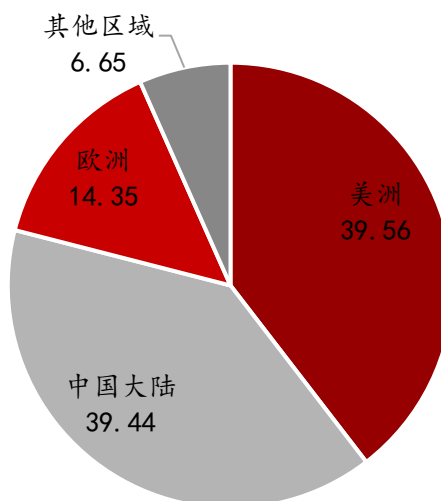
3.3 仙乐健康：CDMO 龙头企业，拥有多剂型平台开发能力

3.3.1 CDMO 龙头企业，业务主要集中于美国、中国、欧洲

仙乐健康是具有全球竞争力的中国营养健康食品合同研发生产（简称“CDMO”）龙头企业，是在中国、欧洲、美国建立了七大生产基地和五大研发中心。公司围绕“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。公司作为全球化企业，在中国、欧洲、美国建立了七大生产基地和五大研发中心，通过与合作提供消费者喜欢且需要的产品，服务于全球客户，实现了广泛的客户覆盖。

公司主要业务模式为自主开发模式（ODM）和客户定制开发模式（CDM）。公司为客户提供从产品定位、概念设计、配方研究与试验（中试生产、检测方法及标准研究、稳定性试验、功能验证、产品备案或者注册）、生产制造、技术升级到营销支持的全产业链条服务。具体包括以下三种模式：①自主开发模式（ODM, Original Design Manufacturer）：洞察客户需求，推荐完善产品，快速上市。②客户定制开发模式（CDM, Customize Design Manufacturer）：充分理解客户的产品需求行定制化的产品开发与制造。③客户产品委托生产模式（OEM, Original Equipment Manufacturer）：根据客户配方组织生产，100%准确交付。因产品品类众多，一般情况下，公司与客户合作会多种模式并存，前两种是公司主要的业务模式。

图表34：仙乐健康产品销售区域分布（2024年，%）

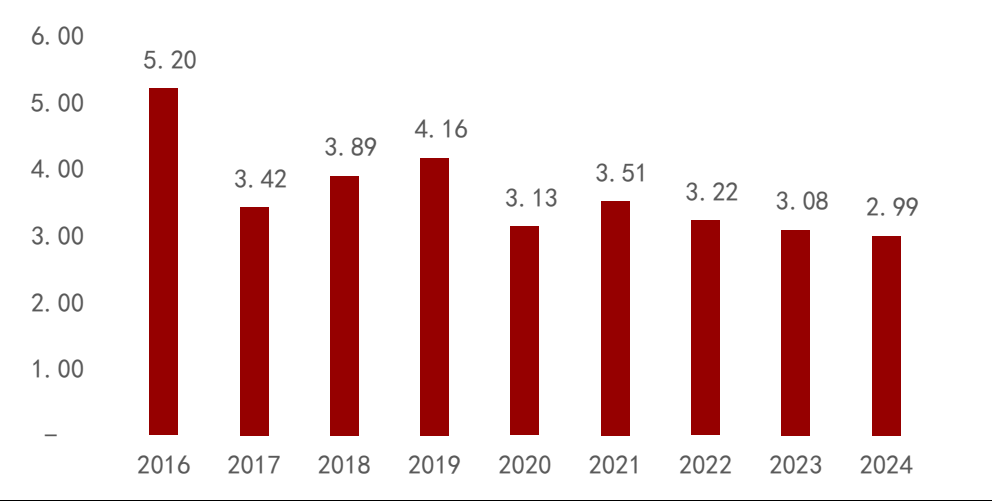


资料来源：公司公告，万联证券研究所

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，具备较强的研发实力。公司注重研发实力的积累，多年以来研发费用率在3%以上，在同业中属于较高水平。近三年，公司参与中国食品安全国家标准起草修订5项，行业标准起草制定4项，团体标准起草制定8项；美国药典（USP）标准制定4项；其中

已有10项标准正式发布。公司注重研发成果的知识产权保护，构建公司技术护城河。截至2024年12月31日，公司取得87项发明专利，并获得285项保健食品批文。

图表35: 仙乐健康研发费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.3.2拥有多剂型平台开发能力和全链路、一站式服务能力

公司专注营养健康食品B端业务，业务领域涵盖功能性食品、特殊膳食食品、保健食品(蓝帽子)。在保持保健食品已有优势的同时，积极拓展功能食品和健康零食领域，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，在B端市场具有较强影响力和知名度。

图表36: 仙乐健康业务领域



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司拥有多剂型平台开发能力，软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型具有全球竞争力的产能和技术。公司目前是国内第一家规模化生产植物基软胶囊的营养健康食品研发和生产企业，也是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业。从产品形态分类，主要有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、萃优酪®凝胶软片、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球、乳态饮等创新剂型。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，处于行业标杆地位；片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型的产能和技术水平在行业处于前列；此外，公司还持续推出素怡®植物基软胶囊(Plantegrity®)、萃优酪®凝胶软片(LifeBites™)、爆珠、维浆果®肠衣软糖、益生菌晶球(ProbioArk™)、乳态饮(Miumusion™)等创新剂型。2024年，仙乐健康软胶囊、软糖、片剂营收占比分别为47.10%、23.63%、7.73%，是公司收入占比前三的产品，其中软胶囊占据了近一半

的收入份额。

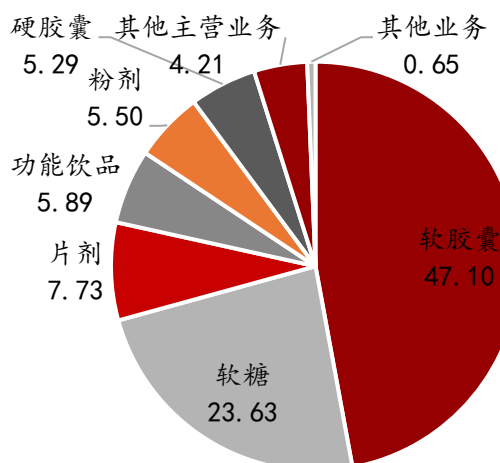
公司提供全链路、一站式服务，聚焦于六大重点赛道的品类发展。在核心剂型和基础剂型上，公司聚焦规模生产，为客户提供全链路、一站式的服务。在功能需求和品类规划上，公司建立了覆盖全生命周期的不同功能品类，为生命的每个阶段提供循证营养产品，聚焦于抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大重点赛道的品类发展。

图表37：仙乐健康主营产品



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表38: 仙乐健康主营产品收入占比（2024年，%）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4 投资建议

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。

5 风险提示

- 1. 行业政策风险：**营养健康食品行业属于强监管行业，随着国家日益重视食品安全，新的政策法规不断出台，监管力度不断加强，从严监管将成为行业日常监管的常态。如果保健品公司未能及时适应和遵守相关政策法规，将面临一定的经营风险。
- 2. 产品质量和食品安全风险：**营养健康食品品类繁多，涉及物料众多，且产品迭代速度快，对企业全流程食品质量安全管控能力的要求高，如保健品公司在物料采购、产品生产、存储或运输等任何环节出现质量管理失误，将有可能产生食品安全风险，进而影响公司甚至行业的信誉和产品销售。
- 3. 经济、政治与社会状况风险：**近年来，全球主要经济体之间的贸易摩擦、关税保护等愈发严重，世界经济贸易呈现逆全球化趋势。各国的贸易保护政策将对一些保健品公司出口业务产生较大影响，出口产品成本将可能随着进口国的关税保护政策升级而遭遇较大幅度上升，进而可能导致利润率收窄、价格竞争力下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载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