仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

保健品：需求与监管共塑龙头新周期

华泰研究

2026 年 8 月 13 日 | 中国内地　　深度研究

保健品行业天然处于药品与食品的交叉地带，这种双重属性深刻定义了其核心增长逻辑：受药品属性影响，监管政策作为长期慢变量决定了市场的准入标准与合规天花板；受食品属性驱动，行业具有极强的消费品特征，紧随零售渠道变革与消费趋势波动。当前行业进入需求与供给共驱的新周期，需求端行业由“单一渠道、大单品、牌照驱动”进入“全渠道、多品类、快迭代”的新模式，监管则对原料、制造、销售环节的灰色供给形成强约束，看好供需双侧共同驱动行业需求分化与龙头集中。

需求侧：人群×产品×渠道三因子驱动行业进入快迭代新周期

消费人群由银发刚需向全年龄健康管理扩展：银发群体仍是心脑血管、骨骼关节、免疫及慢病辅助管理的稳定基本盘，年轻消费者则围绕口服美容、体重管理、睡眠情绪、护眼及运动营养形成场景化增量。产品由基础补充向功效化、精准化、食品化演进，新原料、复配配方及软糖、饮品、爆珠等创新剂型降低消费门槛并提升复购，麦角硫因、辅酶 Q10、益生菌、藻油 DHA 及运动营养等具备结构性机会。渠道则由线下货架向内容电商和全渠道协同迁移，成分教育、场景演示和达人背书提升转化效率，推动竞争由传统铺货转向快速上新、精细化人群运营与全渠道货盘管理。

供给侧：强监管倒逼全产业链集中化

监管从单一产品准入转向覆盖原料、制造和销售的全链条实质合规，压缩灰色供给并抬升行业进入门槛。**原料端**强调新食品原料准入、使用范围、功效边界与来源真实性，限制通过普通食品、跨境路径或模糊宣传切入市场的模式；**制造端**进一步厘清委托生产双方责任，要求委托方具备生产监督能力、受托方具备完整生产能力，直接规范批文出租、分段委托、商标授权伪装及责任外包等乱象；**销售端**则加强对直播夸大宣传、普通食品冒充保健食品、假洋品牌、跨境套利和产品溯源的治理。短期监管或压制低质供给，长期则将推动订单、品牌信任和行业利润向具备合规及供应链能力的头部集中。

我们与市场观点不同之处

市场对保健品行业的消费韧性尚未形成充分认知。保健品兼具预防性健康支出与日常消费双重属性，银发群体的慢病管理需求与中青年群体的场景化健康消费形成错位支撑，消费者一旦形成规律服用习惯，消费黏性往往强于一般可选品类。此外，市场认为跨境品牌将持续挤压本土份额，但我们认为本土品牌在注册备案、生产许可等环节的体系化合规积累，使其在成本可控、合规响应与供应链稳定三个维度上逐步构筑差异化竞争力，本土品牌在高端市场的信任重构值得关注。

投资逻辑：代工看综合服务，原料看壁垒延伸，品牌看信任复购

需求快迭代与供给强监管重塑产业投资逻辑。**原料端，**传统维生素和氨基酸等原料龙头份额集中，投资机会在于供给/成本驱动的价格景气周期；麦角硫因、益生菌等新原料需求由新消费和功能升级驱动，商业化依赖临床/功效验证、法规准入和技术降本，推荐百龙创园、晨光生物等具备健康原料单品壁垒的企业。**制造端，**品牌长尾化、产品迭代和监管强化提升对头部 ODM/CDMO 的依赖，具备注册备案、多剂型研发、柔性生产和全球供应链能力者持续受益。**品牌端，**具备信任资产、功效证据、全渠道运营及合规治理能力的龙头有望提升份额，推荐 H&H，关注汤臣倍健线上化进程。

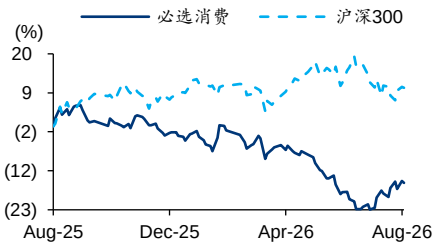
风险提示：需求不及预期，行业监管变化，原材料价格走势，测算不及预期，技术迭代/替代风险。

必选消费　　增持（维持）

王可欣　研究员
SAC No. S0570524020001　wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215　+(86) 21 2897 2228

倪欣雨　研究员
SAC No. S0570523080004　nixinyu@htsc.com
SFC No. BVQ058　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
百龙创园	605016 CH	29.90	买入
H&H 国际控股	1112 HK	21.07	买入
汤臣倍健	300146 CH	12.00	买入
晨光生物	300138 CH	15.66	增持

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

投资要点 **4**

商业模式：药食双属性下的信任经济 **5**

需求侧：三因子革新重构行业新范式 **7**

人群：银发群体→全年龄段的预防与悦己需求 9

品类：传统药态→强功效、多场景、休闲化的多元化产品 10

渠道：线下主导→内容驱动、线上线下融合的全域触达 15

供给侧：强监管为新需求划定合规边界 **18**

产业投资：强监管规范新需求，新旧龙头共迎集中化机会 **22**

原料商：从通用原料转向高技术附加突破 22

制造商：从制造工厂升级为解决方案平台 26

品牌商：从大单品、强品牌走向全品类、全渠道 28

投资建议 31

风险提示 32

图表目录

图表 1： 保健品行业商业模式梳理 5

图表 2： 保健食品及功能性食品对比 6

图表 3： 全球维生素和膳食补充剂市场规模及增速 7

图表 4： 我国维生素和膳食补充剂市场规模及增速 7

图表 5： 各国保健品监管情况 8

图表 6： 2025 年各国 VDS 市场情况 8

图表 7： 2025 年各国 VDS 竞争格局、渠道结构、品类占比 9

图表 8： 中国 60 岁及以上人数及占比 9

图表 9： 中国平均预期寿命 9

图表 10： 2023 年人均健康困扰数与行动数 10

图表 11： 全球各年龄段每日服用保健品人数占比 10

图表 12： 健康代际需求分层 10

图表 13： 保健品分人群消费画像：需求与行为特征 10

图表 14： 需求端人群场景细分，供给端品类品牌丰富化 11

图表 15： 我国保健品各细分品类横向对比：规模、格局与未来看点 11

图表 16： 保健品品牌年均推出新品数量 12

图表 17： 我国不同类别产品历年备案数量 12

图表 18： 2022-2026 年全球营养配料大奖榜单（NutraIngredients Awards） 12

图表 19： 我国麦角硫因成分 3 年销售额实现 60 倍增长 13

图表 20： 麦角硫因在国内化妆品领域备案增加值 13

图表 21： 麦角硫因与传统氧化剂对比 13

仅供内部参考，请勿外传

图表 22： 麦角硫因发展历程 14
图表 23： 辅酶 Q10 全球市场规模 14
图表 24： 辅酶 Q10 中国市场规模 14
图表 25： 辅酶 Q10 分类 15
图表 26： 我国保健品分渠道销售额占比总览 16
图表 27： 线上各平台西式保健品类 GMV 及增速 16
图表 28： 我国医药保健品进口额 16
图表 29： 2017-2026Q1 我国零售药店门店数量 17
图表 30： 2025 年我国实体药店药品与非药品占比趋势 17
图表 31： 我国保健品行业发展历程 18
图表 32： 我国对保健食品区分不同类别实行注册或备案制度 19
图表 33： 2026H1 不同保健功能获批情况 19
图表 34： 2026H1 不同原料获批情况 19
图表 35： 2026H1 国家卫健委批准 12 种新食品原料 20
图表 36： 2026H1 国家卫健委受理 16 种新食品原料 20
图表 37： 2020-2026H1 我国新食品原料受理情况 20
图表 38： 2020-2026H1 我国新食品原料批准情况 20
图表 39： 2025 年以来我国保健品行业监管趋严关键事件梳理 21
图表 40： 2016-2025 年保健品行业不同企业零售额市占率 21
图表 41： H&H 市占率走势 21
图表 42： 营养健康食品行业产业链与价值分配概况 22
图表 43： 传统原料与新型原料一览 22
图表 44： 传统原料的周期性分析 23
图表 45： 部分重要维生素价格波动情况（元/千克） 24
图表 46： 传统原料龙头的投资模式 24
图表 47： 2026 十大热门功能食品原料预测 25
图表 48： 保健品生产商合作模式 26
图表 49： 2020-2025 各地区保健品长尾化率 27
图表 50： 2025 年全球营养健康食品解决方案市场规模及增速 27
图表 51： 保健品生产商与品牌商部分公司毛利率对比 28
图表 52： 保健品生产商与品牌商部分公司销售费用率对比 28
图表 53： 主要代工企业概况及业务对比 28
图表 54： 保健品消费逻辑：一门信任的生意 29
图表 55： 2025 年保健品各细分品类竞争格局 30
图表 56： 保健品品牌商经营情况一览 30
图表 57： 重点公司推荐一览表 31
图表 58： 重点推荐公司最新观点 31

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

我们认为当前保健品行业已经来到新需求、新监管共驱的新拐点上。保健品兼具药品与食品属性，长期景气向上，但存在着人群/渠道更迭→新需求迸发→原有监管体系空白、滋生灰色地带→监管强化以提升行业信任的行业周期。站在当前时点，我们认为随着疫后年轻人健康焦虑、直播/种草平台崛起、新原料/新剂型创新加速，需求新周期已至，重塑全产业链的同时亦出现监管漏洞，25-26 年监管新周期开启、对原料/制造/销售各链条进行规范，当前进入供需共驱、龙头集中的新阶段，本文重点拆解行业供需变迁的底层逻辑以及产业链投资机会。

新需求：人群×产品×渠道三因子驱动行业进入快迭代的新周期

早期行业需求模式以高龄人群、药态补充、直销/药店渠道为核心特征，而当前新人群×新需求×新渠道相辅相成、共同驱动行业需求进入变革期。

消费人群：由银发刚需向全年龄健康管理扩展。银发人群仍是心脑血管、骨骼关节、免疫及慢病辅助管理的稳定基本盘，而年轻消费者则围绕口服美容、体重管理、睡眠情绪、护眼、运动营养等即时性、场景化需求形成新的增量。

消费品类：产品由基础补充向功效化、精准化和食品化演进。新原料、复配配方与软糖、饮品、爆珠等创新剂型，降低了保健品消费门槛并提升复购潜力；麦角硫因、辅酶 Q10、益生菌、藻油 DHA、运动营养等细分方向具备更高的结构性成长机会。

销售渠道：渠道由线下货架向线上内容化、全渠道协同迁移。欧睿数据显示，2021-2025 年间，国内保健品线上渠道零售额占比由 44.4%提升至 63.3%，直播电商和内容电商通过成分教育、场景演示和达人背书提升转化效率，推动品牌竞争从传统铺货转向精细化人群运营与全渠道货盘管理。

新监管：倒逼全产业链的集中化趋势

原料端：强调新食品原料准入、使用范围、功效边界和来源真实性，压缩通过普通食品、跨境路径或模糊宣传切入市场的空间。

制造端：明确委托生产的双方责任边界，委托方须具备生产监督能力、受托方须具备完整生产能力，直接规范批文出租、分段委托、商标授权伪装和责任外包等问题。

销售端：加强对直播夸大宣传、普通食品冒充保健食品、假洋品牌、跨境套利及产品溯源的治理。

投资逻辑：代工看综合服务，原料看壁垒延伸，品牌看信任复购

需求侧三因子驱动下由单一渠道、大单品的牌照模式进入全渠道、多品类的快迭代模式，监管则针对其中原料/制造/销售过程中滋生的灰色供给进行强约束，各环节的竞争模式明显重构，亦驱动企业竞争进入路径分化而格局集中的趋势。

原料商：

原料端：基础维生素、氨基酸等传统原料仍应关注价格周期、供给收缩与成本曲线；麦角硫因、PQQ、AKK、NMN、HMO、专利益生菌等新原料需求由新消费和功能升级驱动，商业化依赖临床/功效验证、法规准入和技术降本。真正具备投资价值的原料企业，需要同时拥有全球份额、稳定成本优势、法规准入能力，以及向制剂、配方或品牌延伸的能力。推荐百龙创园、晨光生物等具备健康原料单品壁垒的公司。

制造端：下游品牌长尾化、产品迭代加快与监管责任强化，共同提升品牌对头部 ODM/CDMO 的依赖。具备注册备案支持、多剂型研发、柔性排产、质量认证、全球化产能和供应链整合能力的制造商，既能承接新品牌的小单快返需求，也能满足头部品牌对于稳定交付和合规治理的要求，仍将充分受益。

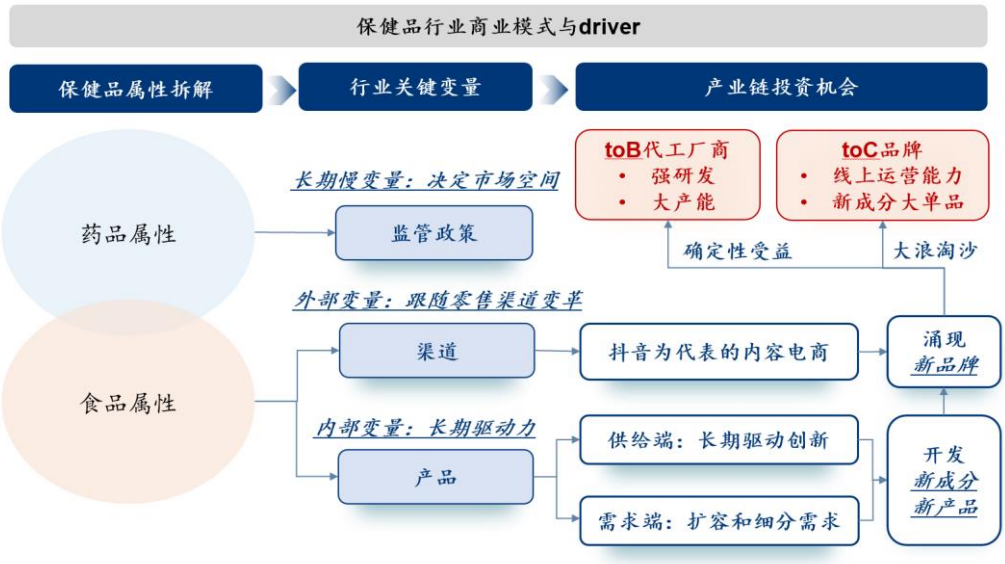
品牌端：监管趋严将淘汰依赖跨境套利、假洋品牌、夸大宣传和供应链不透明的参与者，具备品牌信任、功效证据、全渠道运营、产品矩阵和合规治理能力的龙头有望提升集中度。推荐 H&H 等拥有品牌资产与渠道基础、且能够加快线上化和产品创新的优势品牌，关注汤臣倍健的线上化进程。

仅供内部参考，请勿外传

商业模式：药食双属性下的信任经济

药品和食品的双重属性决定行业核心变量。保健品行业天然处于药品与食品的交叉地带，这种介于二者之间的双重属性深刻定义了行业的增长逻辑。一方面，受药品属性影响，监管政策是行业的“压舱石”，作为长期的慢变量，它从准入标准和合规性上决定了整个市场的发展边界；另一方面，其食品属性赋予了行业极强的消费品特征，使其紧随零售渠道变革以及消费趋势更迭（成本/剂型/功能等）而波动，而供给端的成分创新与需求端的细分扩容，共同构成了行业发展的核心内部变量。

图表1：保健品行业商业模式梳理



资料来源：华泰研究

我国保健品可进一步分为传统保健食品和功能性食品。保健食品具有明确法规定义，根据食品安全国家标准，保健食品指“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”。**功能性食品介于保健食品和普通食品之间，**本质上不是法律范围内概念，而是行业上的习惯称呼，一般指的是对人体有增强机体防御、调节生理节律、促进健康等功能的食品。从监管角度看，我国保健食品必须有蓝帽子标识，而功能性食品则无批文要求、监管上市要求相对较低。

保健食品：注册备案双轨制推动供给侧改革，由近药品向近食品发展。2016 年 7 月我国实施注册备案双轨管理制度，打破了此前单一注册制下 5 年以上的漫长审批周期。备案制将产品上市时间压缩至 1-3 个月，显著提升供给端响应速度，产品矩阵日益丰富。在此驱动下，目标人群从特定功能需求者扩展至大众营养保健群体，产品形态更加多元化、食品化。护眼、护肝、鱼油等新兴品类的涌现，精准对应年轻群体加班熬夜、用眼过度等场景化需求，标志着保健食品进入产品细分化的新阶段。

功能性食品：承接大众改善不良生活习惯需求，大健康趋势下发展势头强劲。功能性食品凭借三大优势实现快速发展：1）剂型灵活，软糖、果冻、饮料等形态降低消费门槛；2）配方自由，新型功能性原料可快速应用；3）传播便利，可充分利用线上渠道与新媒体流量。产品上市周期通常不足 1 年，相较保健食品更敏捷地捕捉消费趋势。胶原蛋白肽软糖、白芸豆压片糖果等产品的成功，验证了功能性食品精准匹配年轻人“健康+颜值”诉求的商业逻辑，其便携性、口感化、场景化的产品设计，有效承接了快节奏生活下的轻量化健康管理需求。

仅供内部参考，请勿外传

图表2：保健食品及功能性食品对比

	保健食品	功能性食品
产品定义	法规明确定义指声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品	法规没有明确定义，大多理解为添加了有益于健康的功效性成分的食品
功能声称	允许声称补充维生素、矿物质以及保健食品功能目录中规定的24项功能	不允许进行功能声称，不得明示或暗示保健作用，多数宣传原材料、功能试验报告、科普原材料功效等
上市条件	上市前必须获得保健食品注册证书或备案凭证 注册证书：获得周期长、难度大；产品需通过动物实验和/或人体试食实验以及毒理学试验 备案凭证：获得周期短、难度小；产品无需做动物实验和/或人体试食实验以及毒理学试验	上市前无须获得保健食品注册证书或备案凭证
销售渠道	线上渠道与商超/母婴店/药店等线下渠道均可销售，但线下销售时需单列货架，不得与普通食品混放销售	不可在药店销售，其他销售渠道不限
产品形态	片剂 软胶囊 硬胶囊 粉剂 	软糖 硬糖 饮品 果冻 乳品 

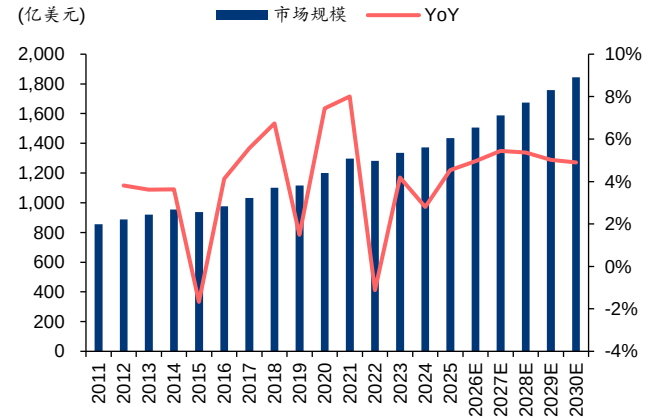
资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

需求侧：三因子革新重构行业新范式

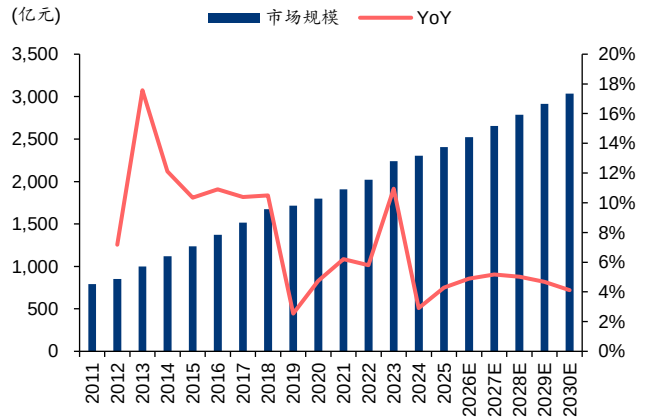
国内保健品赛道在总量与结构维度均有广阔空间。据欧睿统计及预测，2025 年我国 VDS（维生素与膳食补充剂）市场规模达 2405 亿元，预计 2030 年将达 3036 亿元，2025-2030 年 CAGR 约 4.7%，保持景气增长。从人均消费看，我国保健品市场仍处渗透率提升早期，欧睿数据显示，我国 2025 年 VDS 人均消费额 23.6 美元，相较美国（118.0 美元）、日本（72.4 美元）、澳大利亚（65.3 美元）仍有较大差距。早期行业需求模式以高龄人群、药态补充、直销/药店渠道为核心特征，而当前新人群×新需求×新渠道相辅相成、共同驱动行业需求进入变革期，并引领商业模式变革。

图表3：全球维生素和膳食补充剂市场规模及增速



资料来源：欧睿，华泰研究

图表4：我国维生素和膳食补充剂市场规模及增速



资料来源：欧睿，华泰研究

全球保健品市场的品类演进路径存在共性规律，各国均从基础维生素矿物质起步，在特定政策催化下向功能细分品类延伸，但品类分化的深度与节奏因监管环境而异，从监管强度看澳大利亚与欧盟严于美、日。

美国：于 1994 年通过《膳食补充剂健康与教育法案》（DSHEA），该法案将膳食补充剂从药品监管框架中分离，FDA 不再对产品进行上市前的安全性与有效性审批，企业自行对产品安全与标签合规负责。DSHEA 实施后，运动营养、益生菌、植物提取物等品类相继放量。

日本：于 1991 年通过修订《营养改善法》确立特定保健用食品（FOSHU）制度，要求产品经个案审查并提交临床有效性证据；2015 年，日本消费者厅进一步推出功能性标示食品（FFC）制度，企业仅需在销售前 60 天向消费者厅提交科学依据文件备案即可上市销售。该制度实施后，肠道调节、体脂控制、护眼等功能细分类目集中涌现。

澳大利亚：依据《治疗用品法案 1989》建立治疗用品注册库（ARTG），对补充药品实行备案、评估备案和注册三级分类管理；鱼油、蜂胶等天然品类依托 TGA 强监管背书形成出口优势，但药品级准入门槛也使品类迭代相对温和。

欧盟：于 2006 年通过 Regulation (EC) No 1924/2006 号法规，要求所有健康声称须经欧洲食品安全局（EFSA）科学评估后方可使用。各市场品类分化的核心差异在于制度供给的节奏与力度，政策壁垒越低、功能声称路径越清晰的市场，品类迭代速度越快、细分程度越高。

仅供内部参考，请勿外传

图表5：各国保健品监管情况

国家/地区	政策名称	功能宣称	申报方式	监管力度
中国	《保健食品注册与备案管理办法》（2016 年）、《中华人民共和国食品安全法》（2009 年首次颁布，2015 年修订）	保健功能须在《允许保健食品声称的保健功能目录》范围内，目前非营养素补充剂类保健功能共 24 项	**注册+备案双轨制**：使用原料目录以外原料或首次进口（维矿类除外）需注册；目录内原料或进口维矿类可备案	适中
美国	《膳食补充剂健康与教育法案》（DSHEA，1994 年）	结构/功能声称需附免责声明“本声明未经 FDA 评估”，不得宣称治疗疾病	**自主合规**：企业上市前无需 FDA 审批，自行负责安全性与标签合规；新型膳食成分需上市前 75 天向 FDA 提交通知	宽松
日本	《健康增进法》（2003 年修订，原名《营养改善法》）	三类分级：特定保健用食品（FOSHU）需个案许可；功能性标示食品（FFC）备案后可进行科学依据支持的功能声称；营养机能食品按标准自行认证	**许可+备案+自主认证**：FOSHU 为个案许可制；FFC 为上市前 60 天备案制；营养机能食品为企业自行认证	适中
澳大利亚	《治疗用品法案》（Therapeutic Goods Act 1989）	列入 ARTG 后方可上市；低风险产品功效声称须从 TGA 批准的允许声称列表中选用	**注册+备案**：所有补充药品须纳入 ARTG；低风险为列册（Listed，AUST L），高风险为注册（Registered，AUST R）	严格
欧盟	《营养与健康声称法规》（Regulation (EC) No 1924/2006，2006 年）	所有健康声称须经 EFSA 科学评估并列入授权清单后方可使用	**注册**：功能声称须经 EFSA 评估并获得欧盟委员会授权，已授权声称收录于 Commission Regulation (EU) No 432/2012	严格

资料来源：国家市场监管总局，美国 FDA，日本消费者厅，澳大利亚 TGA，欧盟 EUR-Lex，华泰研究

从演进节奏看，人均消费提升与品类结构的丰富度呈现显著的正相关关系，市场越成熟，品类分化越细、功能定位越精准。美国市场经过数十年发展，品类已从早期以维生素为主扩展至涵盖运动营养、体重管理、益生菌、口服美容等多元矩阵，各细分品类均培育出独立品类龙头。日本市场在 FFC 制度推动下，功能声称走向细分化，以 GABA（γ-氨基丁酸）为代表的放松助眠成分与以难消化性糊精为代表的体脂控制类成分备案数量居前，品类迭代已从“营养补充”的补充逻辑转向“状态调节”的干预逻辑。成熟市场的经验表明，当基础营养补充需求趋于饱和后，功能声称的精准化与消费场景的细分化为品类扩容提供了新空间，推动人均消费与品类结构同步升级。

相较之下，中国保健品市场的核心特征在于品类广度拓展领先于深度渗透，市场活跃度高但向日常消费的转化效率有待提升。当前国内新原料、新剂型及新场景的涌现速度较快，品类矩阵已相对丰富，但多数新品类仍依赖跨境电商渠道供给，本土合规产品的品类覆盖度不足；消费者对新成分的认知度虽在快速提升，但服用频次与复购率尚未达到成熟市场水平。对标海外，我们认为中国保健品市场的核心矛盾并非品类匮乏，而是如何将丰富的品类供给转化为消费者的日常消费习惯。随着新食品原料审批提速、备案剂型扩充及消费者教育的持续深化，心脑血管养护、口服美容、运动营养、肠道健康等功能品类有望逐步实现从“尝鲜”到“常规”的转化，品类结构的精细化演进或将成为人均消费持续提升的核心驱动力。

图表6：2025 年各国 VDS 市场情况

	25 年人口		人均 GDP		VDS 市场规模		VDS 人均消费额	
	人口数（亿）	15-64 岁人口比例	25 年人均 GDP（元）	23-25 年 CAGR	25 年 VDS 市场规模（百万美元）	23-25 年 CAGR	25 年 VDS 人均消费额（美元/人）	23-25 年 CAGR
世界	82.15	65%	97,657	4.0%	143,553	5.0%	17.5	3.9%
中国	14.07	70%	93,970	3.5%	33,174	3.6%	23.6	3.8%
日本	1.23	59%	243,712	1.0%	8,911	-0.2%	72.4	0.3%
韩国	0.52	69%	245,583	0.8%	5,262	3.4%	101.7	3.4%
澳大利亚	0.28	65%	441,514	0.1%	1,802	9.4%	65.3	7.5%
美国	3.42	65%	610,290	4.4%	40,196	4.3%	118	3.8%

资料来源：世界银行，欧睿，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表7：2025 年各国 VDS 竞争格局、渠道结构、品类占比

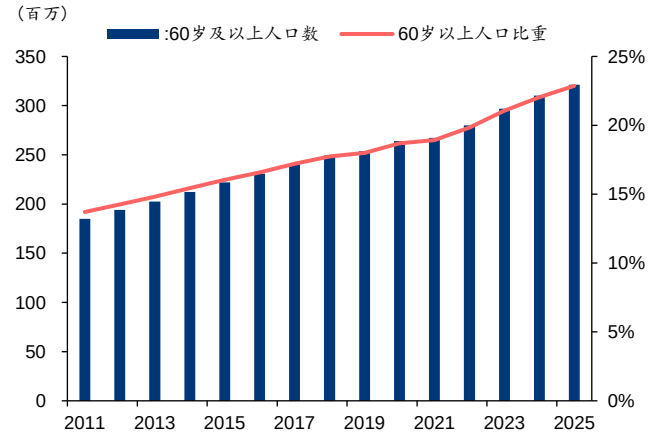
	竞争格局		渠道结构				品类占比				
	CR3	CR10	杂货零售	非杂货零售	直销	电商	草本/传统膳食补充剂	非草本/传统膳食补充剂	儿童维生素和膳食补充剂	滋补品	维生素
世界	10%	20%	17%	31%	14%	38%	22%	40%	5%	7%	26%
中国	20%	36%	1%	19%	17%	63%	26%	41%	12%	7%	14%
日本	21%	38%	12%	30%	29%	29%	23%	45%	1%	13%	18%
韩国	37%	52%	8%	15%	13%	64%	32%	26%	5%	17%	20%
美国	18%	32%	41%	13%	10%	36%	17%	40%	2%	4%	36%
澳大利亚	35%	37%	13%	62%	4%	21%	17%	46%	5%	0%	31%

资料来源：欧睿，华泰研究

人群：银发群体➡全年龄段的预防与悦己需求

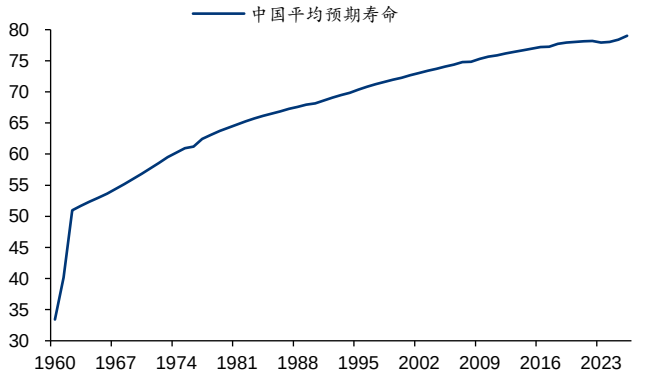
银发人群：稳健扩容，仍是行业底仓。人口结构老龄化是保健品需求的基本盘，根据全国 1%人口抽样调查，截至 2025 年 11 月 1 日，我国 60 岁及以上人口达 3.2 亿，占比 22.9%，较 2015 年提升 6.8pct，联合国数据显示，中国居民平均预期寿命从 1981 年的 65 岁升至 2025 年的 79 岁，健康寿命的增加拉长了保健品消费周期。仙乐健康援引欧睿数据显示，从消费频次看，2024 年全球 60 岁及以上老年人群中每日服用营养保健食品的比例达到 38.2%，仍为各年龄段最高，且较 2019 年提升 1.6pct，在心脑血管、骨骼关节、免疫、慢病辅助管理等方向，银发群体仍然是复购率高、客单稳定、支付意愿强的人群，夯实行业增长的压舱石。

图表8：中国 60 岁及以上人数及占比



资料来源：wind，国家统计局，华泰研究

图表9：中国平均预期寿命

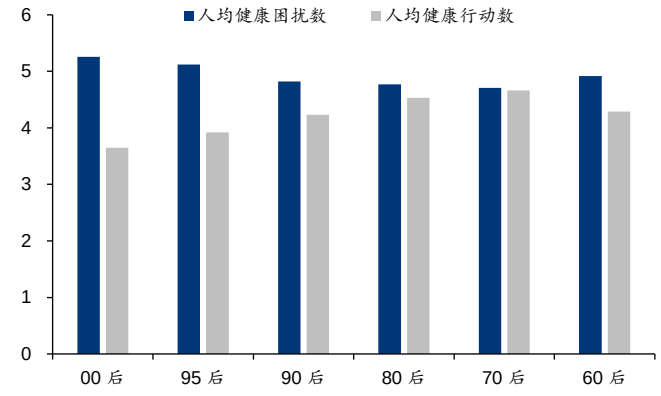


资料来源：wind，联合国人口司，华泰研究

新人群：健康焦虑催生轻保健新蓝海。《2023 国民健康洞察报告》显示，00 后、95 后人均健康困扰数分别达 5.26 和 5.12 个，显著高于 60 后的 4.29 个，健康焦虑与年龄呈反向关联；而从消费频次看，据仙乐健康援引欧睿数据披露，2024 年全球 30-44 岁、15-29 岁人群每日服用保健食品的渗透率较 2019 年分别提升 7.1pct 和 5.9pct，中青年群体消费频次提升的空间更大、趋势更强。健康焦虑的前置化与消费习惯的年轻化，共同推动保健品向全龄覆盖演进，为行业开辟第二增长曲线。

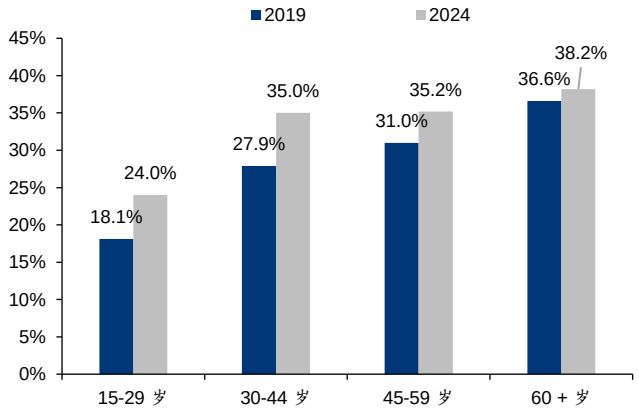
仅供内部参考，请勿外传

图表10：2023 年人均健康困扰数与行动数



资料来源：《2023 国民健康洞察报告家庭健康篇》，华泰研究

图表11：全球各年龄段每日服用保健品人数占比



资料来源：仙乐健康公司公告，欧睿，华泰研究

从“治已病”到“防未病 + 悦己管理”，不同代际的健康困扰呈现显著分层特征。 70 后、60 后以睡眠问题（45%/49%）、骨质关节（40%/40%）等慢病管理为核心诉求；90 后、80 后更关注身材管理（44%/43%）；00 后、95 后的核心痛点集中于皮肤状态（57%/52%）、情绪问题（54%/49%）等自我管理与悦己需求。**营养补充正向全民化、精细化拓展**，新群体扩张不仅为行业扩容带来新增量，亦带来新场景、新需求增量，并对行业发展的底层逻辑带来显著影响：1）产品端：年轻群体普遍受教育程度更高，对具备科学通路的有效新成分接受度更高，且尝鲜需求强，剂型从传统片剂、胶囊向软糖、饮品、条包、果冻等更具口感、便携性和情绪价值的食品化形态升级。2）渠道端：消费者教育从传统权威科普（线下医师等）转变为线上社媒（直播、种草平台）为主，购买链路亦从线下药店主导，转向线上成交为主。

图表12：健康代际需求分层

代际	Top1	Top2	Top3	Top4
00 后	皮肤状态不好 57%	情绪问题 54%	睡眠不好 46%	眼睛问题 44%
95 后	皮肤状态不好 52%	情绪问题 49%	身材不好 43%	睡眠不好 41%
90 后	身材不好 44%	皮肤状态不好 44%	情绪问题 43%	睡眠不好 41%
80 后	身材不好 43%	睡眠不好 42%	情绪问题 40%	皮肤状态不好 39%
70 后	睡眠不好 45%	骨质关节问题 40%	眼睛问题 37%	身材不好 32%
60 后	睡眠不好 49%	骨质关节问题 40%	眼睛问题 38%	口腔问题 31%

资料来源：《2023 国民健康洞察报告》，华泰研究

图表13：保健品分人群消费画像：需求与行为特征



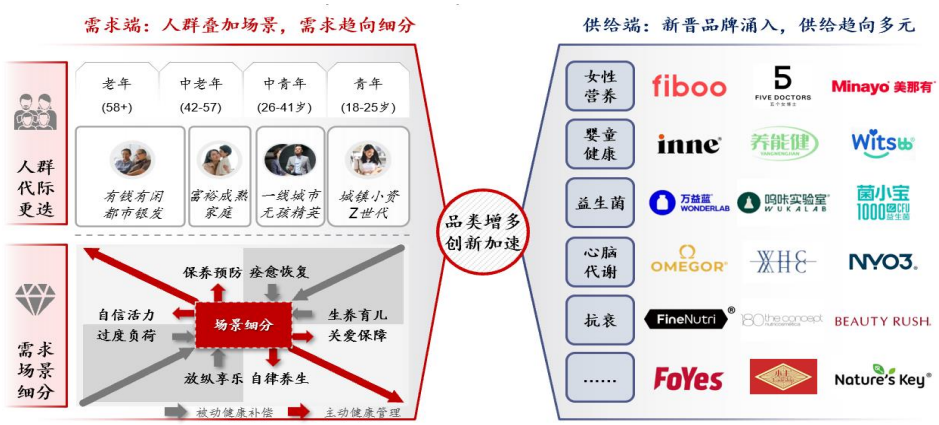
资料来源：艾瑞咨询，魔镜洞察，华泰研究

品类：传统药态→强功效、多场景、休闲化的多元化产品

从基础营养到功效化、精准化，细分人群需求带来产品矩阵式扩张。1）功效化：随着受教育水平的持续提升，新人群对于新成分的接受度显著提升、但对其科学背书的要求亦愈发严格（权威论文/KOL 等）；**2）精准化：**随着保健品功能细分以及成分迭代加速，产品网格精细化，保健品消费亦从“泛养生”走向“击痛点”，并进一步走向精细定制营养；**3）食品化：**随着技术的成熟，保健品的形态走向多元（如软糖、饮品等），在营养的基础上衍生出一定的情绪价值。

仅供内部参考，请勿外传

图表14：需求端人群场景细分，供给端品类品牌丰富化



资料来源：仙乐健康公告，华泰研究

横向品类扩张：新人群、新场景驱动品类多元化。欧睿数据显示，2020-2025 年，维生素与膳食补充剂、运动营养品类、体重管理与健康塑形品类 CAGR 分别约为 6.0%/8.3%/-3.3%。老龄化释放心脑血管、骨骼健康等慢病管理需求，支撑 VDS 基本盘稳健增长，儿童维生素以 12.7% 的五年 CAGR 领跑细分赛道；健身渗透率提升推动运动营养向大众健康延伸，肌酸等非蛋白制品以 16.3% 的 CAGR 高增，消费场景从专业增肌向日常营养补充拓展，女性及轻运动人群成为新增长点；体重管理品类受合规化整顿冲击短期承压，但营养补充饮品逆势增长，反映产品向功能化、便携化升级。横向扩张本质是需求端人群细分与场景多元化的共振，要求企业提升人群洞察能力与场景捕捉能力。

图表15：我国保健品各细分品类横向对比：规模、格局与未来看点

一级大类	二级细分品类	25 年市场规模（亿元）	20-25 年 CAGR	竞争格局	主要消费人群	未来看点
维生素与膳食补充剂	膳食补充剂	1,611.3	6.7%	纽崔莱（7.3%）/ 汤臣倍健（6.4%）/Swisse（4.6%）/ 无限极（3.4%）/ 东阿阿胶（2.9%）	全年龄段覆盖，中老年群体为消费主力，年轻群体及儿童市场快速崛起	①益生菌、鱼油、口服美容等功能细分赛道持续扩容；②人群精细化与场景化延伸；③剂型创新提升消费依从性
	儿童维生素及膳食补充剂	281.1	12.7%			
	滋补营养品	164.4	-3.6%			
	维生素	348.0	4.5%			
运动营养	运动蛋白制品	46.5	5.3%	康比特（18.6%）/诺特兰德（10.8%）/奥普帝蒙（7.2%）/MypProtein（5.4%）/CPT KING（3.5%）	健身爱好者、专业运动人群为核心，向大众健康消费群体延伸	①健身渗透率提升驱动市场扩容；②非蛋白品类高增，消费场景从专业运动向日常营养延伸
	非蛋白运动营养制品	22.1	16.3%			
体重管理与健康塑形	代餐产品	74.3	-4.4%	康宝莱营养（10.2%）/ 安素（5.2%）/ 雀巢佳膳（4.8%）/ 瘦尔嘉（4.3%）/ 雅塑（3.9%）	减重需求人群、都市白领、年轻女性为主力消费群体	① GLP-1 等创新药物上市重塑竞争格局；②代餐产品向功能化、营养均衡化升级；③合规化整顿加速行业出清
	非处方减重药品	27.6	-7.3%			
	瘦身茶	16.1	-6.5%			
	营养补充饮品	22.5	15.8%			
	减脂膳食补充剂	26.8	-3.0%			

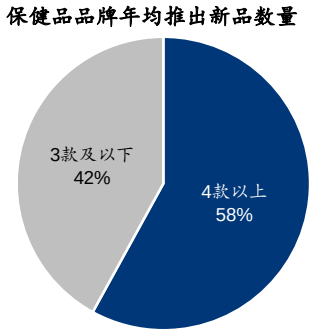
资料来源：欧睿，华泰研究

纵向迭代加速：功能食品正式从“多年一代”迈入“年内迭代”时代。品类加速迭代源于消费者年轻化、品类多元化，以及市场验证周期的大幅压缩。仙乐健康制造端数据显示，25 年电商原生品牌产品迭代周期已缩短至 0.8 年，同比缩短超 50%，反映 DTC 模式下需求洞察与产品转化的效率大幅提升。创新模式上，改良型创新占比提升至 41%，企业倾向于基于成熟原料的快速迭代以降低研发风险；同时，资源向≥10 亿级大原料集中，其占比提升至 73%，反映行业从“广撒网”向“大单品深耕”演进。纵向迭代加速的趋势对企业的敏捷开发能力与核心原料布局提出更高要求，具备快速响应体系的企业将在竞争中占据优势。

仅供内部参考，请勿外传

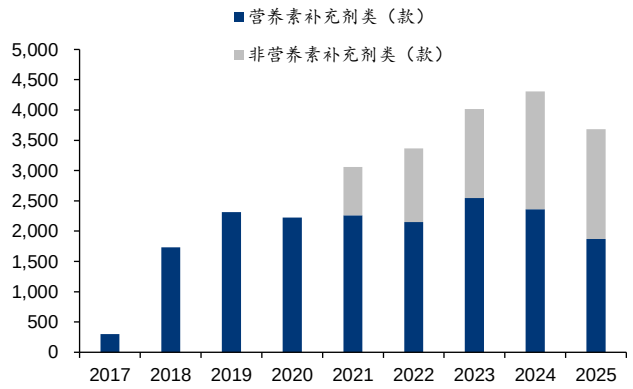
纵向迭代加速：功能食品正式从“多年一代”迈入“年内迭代”时代。品类加速迭代源于消费者年轻化、品类多元化，以及市场验证周期的大幅压缩。备案总量从侧面印证了这一趋势，据食品伙伴网统计，保健食品年度备案数量从2022年的3,095款增至2024年的4,335款，25年回落至3,711款，但中长期品类快速扩容趋势不变。同时，据中建天行，保健品产品生命周期已从传统的3-5年缩短至1-2年；58%的既有保健品品牌年均推出4款以上新品，但具备专利技术的产品占比不足5%，大量创新仍停留在剂型改良等浅层维度。行业正通过高频上新替代传统的单品长周期运作模式，但创新的含金量仍有待提升。纵向迭代加速的趋势对企业的敏捷开发能力与核心原料布局提出了更高要求，具备快速响应体系的企业有望在竞争中占据优势。

图表16：保健品品牌年均推出新品数量



资料来源：中建天行，华泰研究

图表17：我国不同类别产品历年备案数量



资料来源：食品伙伴网，华泰研究

成分创新层面，复配系统、生物技术是两大主线。回顾近五年全球营养配料迭代路径，呈现两大演进趋势：一是从单一提取物向复配系统升级，早期多为单一活性成分（如钙、鱼油、维生素、辅酶Q10），近年转向多成分协同配方，产品更多围绕场景组织，如熬夜场景（褪黑素、VB、叶黄素等）、女性健康与养颜（铁、叶酸、胶原、益生菌等），通过复配增强功效并降低剂量依赖，提升差异化竞争力。二是从化学合成向生物技术转型，合成生物学技术突破推动麦角硫因、PQQ等成分从实验室克级向吨级产能跃迁，成本下降与规模生产驱动强功效的新原料推广。

图表18：2022-2026年全球营养配料大奖榜单（NutraIngredients Awards）

	2022	2023	2024	2025	2026
内服美容	Nutroxsun® 防晒内服植提	ZeroPollution® 抗光老化植提	ZeroPollution® 抗光老化植提	RED ORANGE COMPLEX® 西西里红橙复合提取物	SkinCare™（植物乳杆菌HY7714）
植物提取物	-	-	-	Berbevis® 小檗碱磷脂复合物	Reducose®（白芸豆提取物）
健康抗衰	LactoLycopene 乳清包埋番茄红素	AlvioLife® 肺部养护草本提取物	Eriomin® 石榴提取物	ProGo® 深海鱼胶原蛋白肽	Mitopure（尿石素 A）
肠道微生态调节	Livaux® 新西兰黄金奇异果益生元	IMMUSE™ 乳酸乳球菌菌株 Plasma 免疫益生菌	Benicaros® 肠道益生元复合物	KABP® 更年期专用复合益生菌	FatSlim™（卷曲乳杆菌HY7601+干酪乳杆菌KY1032 复合益生菌）
脑健康与情绪	VitaCholine® 维塔胆碱（胞二磷胆碱）	CognatiQ 天然脑部养护复合植提	enfinity® 银杏复合提取物	Holixer™ 舒缓草本复合提取物	Magtein（镁苏氨酸）
运动营养	HydroCurc® 高吸收水溶性姜黄素	EverPro 啤酒花植物蛋白	ActivAMP 白芸豆运动植提	Bimuno® 低聚半乳糖益生元	凝结芽孢杆菌 BC99
体重管理	Slendacor® 控重复合植提	MOROSIL™ 西西里摩洛血橙提取物	-	-	-

资料来源：NutraIngredients，华泰研究

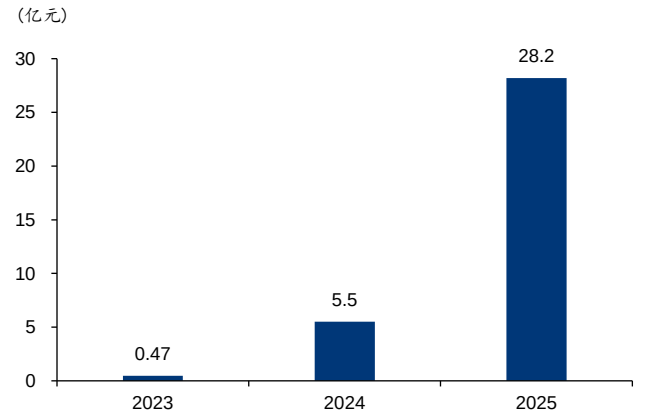
仅供内部参考，请勿外传

综合来看，我们认为麦角硫因和辅酶 Q10 是新原料中具有代表性的两个品类，分别代表了新兴原料从技术突破走向商业化的路径与成熟大单品通过消费场景扩展实现二次增长的路径。

（1）麦角硫因

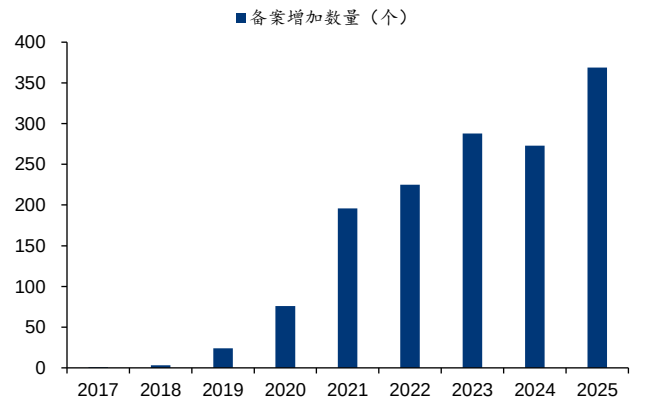
麦角硫因是新兴原料中从技术突破走向商业化的代表性品类。根据 Business Research Insights，2026 年全球麦角硫因市场价值约为 0.7 亿美元，预计到 2035 年将达到 10.9 亿美元，期间 CAGR 为 35.7%。麦角硫因是一种天然含硫氨基酸，其增长首先源于功效与需求的深度匹配。据华睿研究院，麦角硫因清除自由基的效率是维生素 E 的 6000 倍，且通过专属转运蛋白 OCTN-1 实现主动吸收，在人体内的半衰期长达约 30 天。上述特性使麦角硫因在线粒体靶向抗氧化、神经保护及抗炎等机制层面具备较为扎实的生物学基础，在口服美容、抗衰老及认知健康等场景中具备较好的应用前景。而抗衰需求受人口老龄化与年轻群体抗初老焦虑双重驱动，呈现年轻化与高端化并行的特征，据 WISEGUY《全球抗衰老市场研究报告》，2024 年全球抗衰老产品市场规模已达 2662 亿美元，预计 2032 年将增至 4988 亿美元，CAGR 达 8%。麦角硫因凭借其线粒体靶向抗氧化等机制，在抗衰老、口服美容及认知健康等细分赛道中的定位清晰。

图表19：我国麦角硫因成分 3 年销售额实现 60 倍增长



资料来源：Earlydata，华泰研究

图表20：麦角硫因在国内化妆品领域备案增加值



资料来源：美修大数据，华泰研究

图表21：麦角硫因与传统氧化剂对比

功能性抗氧化剂	抗氧化能力	稳定性	吸收率	核心功能	安全性	蓄积浓度
麦角硫因	清除·OH 自由基能力维生素 E600-6 万倍，靶向线粒体	耐高温（100℃/2h），pH 稳定	主动运输（>95%）	抗光老化、DNA 保护、神经保护、抗炎	人体天然存在，EFSA 认证安全	皮肤 / 肝脏浓度达血液 100-1000 倍
维生素 C	间接抗氧化，水溶性限制细胞渗透	易氧化，需配方保护	被动扩散（约 30%）	胶原合成、美白	高浓度可能刺激	无组织蓄积
虾青素	单线态氧清除，综合效能为麦角硫因 1/6	光热敏感易降解	脂溶性吸收约 40%	心血管保护、抗疲劳	安全性高	脂肪组织选择性蓄积
辅酶 Q10	抗氧化能力较弱，侧重能量代谢	中度稳定	吸收率 <10%	心脏功能支持	安全性高	心肌细胞富集
艾地苯	接近麦角硫因，但无靶向性	稳定性中等	透皮吸收率约 35%	局部抗衰	致敏风险较高	无显著蓄积

资料来源：华医研究院、华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

合成生物学技术的突破是麦角硫因从实验室走向产业化的核心催化因素。早年麦角硫因只能从灵芝、松茸等珍稀菌菇中提取，提取成本曾高达千万/公斤级别，纯度与产能均受限于天然原料的稀缺性，终端应用仅局限于高端化妆品领域。合成生物学技术的介入从根本上改变了这一格局。通过 CRISPR 基因编辑等技术构建高效工程菌株，国内企业已实现麦角硫因的微生物发酵法规模化生产。据仅三生物披露，其通过染色体编辑平台提升麦角硫因的发酵产出，使原料成本下降 90%，于 23 年将生产成本从 30 万元/公斤降至 3 万元/公斤。中科院天津工业生物技术研究所于 25 年取得突破，通过在大肠杆菌中集成甜菜碱驱动的甲基供给模块和无机硫模块，建立了不依赖昂贵氨基酸前体添加的高产麦角硫因细胞工厂，实验室产量达到 7.2g/L。在产能端，川宁生物原规划麦角硫因年产能 0.5 吨，26 年合成生物学生产基地一期产能将逐步推向满产；华熙生物亦已实现吨级产能。生产成本的显著下降与产能的持续扩张，使麦角硫因从实验室走向产业化成为现实，终端应用从高端化妆品延伸至口服保健品与功能食品领域。

监管准入的渐进式放开，是麦角硫因市场空间进一步打开的另一关键变量。26 年 4 月，L-麦角硫因已通过国家食品安全风险评估中心技术审查，拟列入新食品原料，目前处于公开征求意见阶段。麦角硫因自受理以来多次延期，主因在于多数采用基因工程微生物发酵生产的产品需额外提交转基因安全性评价材料，审查标准较为严苛。此次进入征求意见阶段，标志着其安全性论证已获阶段性认可，若最终获批，其应用场景将从化妆品及跨境渠道进一步拓展至本土保健食品与功能食品领域，品类的市场空间有望迎来系统性重估。

图表22：麦角硫因发展历程

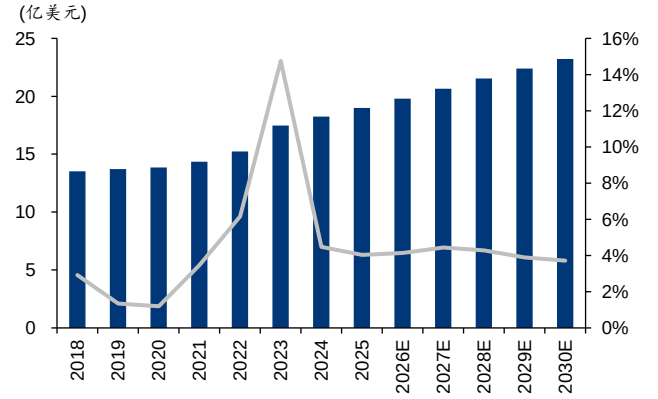
时间	阶段	核心事件 & 关键信息
1909-2005	百年沉寂	1909 年法国药剂师首次分离麦角硫因，但因 LSD 受关注、提取难被忽视；20 世纪仅零星发现其存在于蘑菇 / 动物组织，研究停滞近百年
2005-2018	价值重估	2005 年发现专属转运蛋白 OCTN1，实现线粒体靶向抗氧化；2018 年被冠名 “长寿维生素”，关联延缓衰老、改善老年健康
2018-2023	成本下降	合成生物学（CRISPR 改造酵母）实现量产，2023 年仅三生物将其成本从 30 万元 / 公斤降至 3 万元 / 公斤
2023 至今	商业突破	成为美妆抗衰热门原料，雅诗兰黛应用；其抗氧化能力超辅酶 Q10（20 倍）、艾地苯（1 倍）

资料来源：《2023 麦角硫因白皮书》，华泰研究

（2）辅酶 Q10

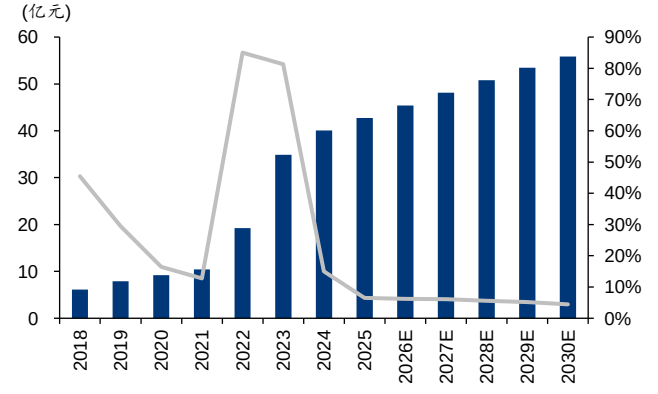
辅酶 Q10 是成熟品类通过需求端结构性变迁实现二次增长的代表。据欧睿数据，2025 年中国辅酶 Q10 市场规模约 42.7 亿元，预计 2030 年将达 55.8 亿元，CAGR 约 5.5%。该成分是存在于人体细胞线粒体中的脂溶性抗氧化剂，参与细胞能量代谢，其应用场景长期聚焦于心脑血管养护，消费群体以中老年为主。辅酶 Q10 的增长逻辑与麦角硫因存在本质差异，其驱动力并非来自原料端的技术突破，而是需求侧的结构性变迁，公共健康事件引发的认知重塑叠加消费群体的代际更替，共同推动了品类的二次扩容。22 年底至 23 年初，疫情期间公众对心肌炎防护的关注度集中提升，辅酶 Q10 因被认知为“心脏保护”相关成分而受到广泛关注，从相对小众的品类迅速进入大众视野。

图表23：辅酶 Q10 全球市场规模



资料来源：欧睿，华泰研究

图表24：辅酶 Q10 中国市场规模



资料来源：欧睿，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

疫情催化之后，辅酶 Q10 完成了从单一银发刚需向全年龄段日常化消费的结构性扩展。消费群体正快速年轻化，年轻女性已成为核心消费力量，其关注点从传统的心脑血管保健延伸至抗衰老、皮肤管理及线粒体健康。消费动机呈现多元化裂变，涵盖心脏保养、抗疲劳、运动恢复及日常抗氧化等多个场景。辅酶 Q10 与复合维生素、鱼油等组合被年轻人视为应对熬夜、疲劳的日常养生方案。政策端亦为品类扩容提供了制度支撑，25 年 12 月，市场监管总局发布公告，以辅酶 Q10 为单一原料的保健食品备案可用剂型新增粉剂和口服液，自 26 年 3 月起实施。备案剂型的扩充有望进一步丰富产品形态、拓展消费场景，为品类持续扩容提供制度支撑。我们认为，辅酶 Q10 的增长本质上是公共健康事件引发认知突破、进而推动成熟品类从单一场景向多元场景渗透的过程，品类认知的破圈与消费群体的年轻化形成了正反馈循环，共同驱动辅酶 Q10 在成熟生命周期中实现了二次增长。

图表25：辅酶 Q10 分类

维度	类型	说明
按原料来源	发酵	市场主流，反式结构 / 100% 活性
	化学合成	市场占比少，部分顺式结构 / 无活性
按结构形式	泛醌（氧化型）	1970 年代入市，市场主流产品
	泛醇（还原型）	2007 年入市，增长快速
按吸收类型	标准型 - 泛醌（氧化型）	干粉、油基胶囊等，吸收率低
	标准型 - 泛醇（还原型）	油基胶囊，吸收率高
	水溶型	泛醌为主，提高吸收的主要产品
	热熔封装	泛醌制剂，主打欧洲市场，国内有代理
	脂质体	泛醌制剂，产品少，技术未成熟
	胡椒碱	泛醌制剂，市场部分产品

资料来源：京东，华泰研究

渠道：线下主导→内容驱动、线上线下融合的全域触达

保健品行业正经历深刻的渠道变革，药店、直销等线下传统渠道持续向线上种草渠道转移。据欧睿，2021-2025 年间，国内保健品线上渠道零售额占比由 44.4%大幅提升至 63.3%，传统渠道占比同期持续萎缩。我们认为，这一变革的本质是信任机制的重构，传统渠道过去依赖的两类信任机制，一类是直销体系中的“熟人/组织型信任”，另一类是药店体系中的“专业场景信任”，在行业发展早期，消费者对保健品认知不足，决策高度依赖销售人员解释与渠道背书，因此直销与药店天然具备优势，**但随着信息透明度提升，线上内容化、可比较的新型信任机制逐步接管决策链条，传统渠道的信息优势被削弱。**

保健品的品类属性天然适配线上模式。第一，经济模型支撑内容投入。保健品是高毛利、重营销、强教育型品类，溢价能力使品牌端具备足够利润空间承担达人投放、内容运营及平台费用，能够支撑内容电商所要求的高投流、高种草经营模式；**第二，产品特性适配线上陈列。**保健品 SKU 丰富、非即时消费，适合线上广陈列与跨区域流通。电商渠道可提供更丰富的品类、规格与功效选择，消费者选择自由度高于线下有限货架。同时，保健品多为胶囊、片剂、粉剂等标准化包装产品，仓储运输成本可控，且不依赖强即时履约；**第三，决策链路依赖信息解释。**保健品效果感知相对较弱，多数非即刻见效，消费决策依赖成分讲解、概念植入及长期服用场景引导，使得短视频、直播、种草笔记等内容形式比单纯货架展示更有效，契合"先种草、后成交"的转化链路。

仅供内部参考，请勿外传

图表26：我国保健品分渠道销售额占比总览

	25 年收入占比	11-15 年占比变化（pct）	16-20 年占比变化（pct）	21-25 年占比变化（pct）	特征	趋势
1 线上零售电商合计	**63.3%**	**13.2**	**18.8**	**18.9**	**低门槛、高触达、品类丰富**	**主导地位稳固，增长动能持续**
1.1 跨境电商	~30%	-	-	-	填补未获批新成分供给空白	监管趋严+国产替代，增速边际放缓
1.2 国内货架电商	~20%	-	-	-	传统搜索购物，用户心智成熟	基本盘稳固
1.3 国内兴趣/直播电商	~13%	-	-	-	内容种草+即时转化，加速消费者教育	贡献关键增量
2 线下零售合计	**36.7%**	**-13.2**	**-18.8**	**-18.9**	**专业背书、体验优势**	**整体承压，细分渠道分化**
2.1 直销	16.6%	1.3	-15.4	-9.7	需经营牌照，强客户粘性	监管高压持续，占比下滑
2.2 药店	11.7%	-13.5	-3.7	-8.3	医保支付+专业信任	医保收紧叠加线上分流，占比下滑
2.3 其他非杂货零售商	5.3%	0.3	1.2	1	垂直场景、专业背书	相对稳定
2.4 健康个护门店	2.1%	0.1	-0.5	-1.3	健康管理延伸场景，高端定位	小众细分
2.5 超大型自助超市	1.0%	-1.3	-0.3	-0.5	大众快消渠道	较边缘化
2.6 超市	0.1%	-0.1	-0.2	0	传统零售	较边缘化

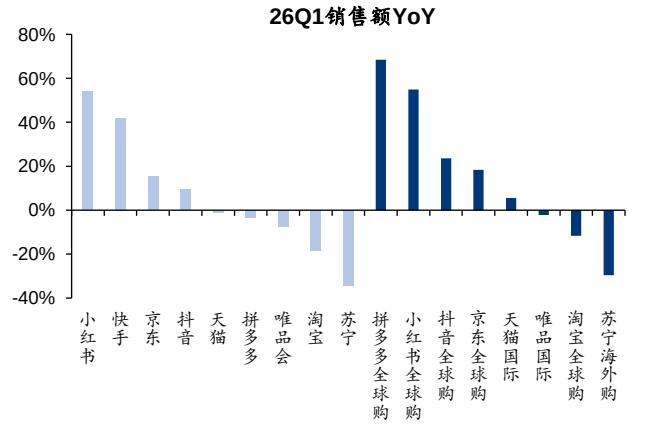
注：线上细分数据综合多来源推算，其余数据来源于欧睿

资料来源：欧睿，Earlydata，华泰研究测算

直播&兴趣电商：当前最大的结构性增量，内容转化推动新品类快速放量。我们测算 2025 年直播/兴趣电商占保健品全渠道销售约 13%，规模虽暂低于货架电商和跨境电商，但在近几年线上渠道扩张中表现出更高的成长性。其核心优势在于通过短视频、直播和达人内容，将成分解释、使用场景与消费决策进行整合，降低新品牌的冷启动门槛，尤其适合益生菌、口服美容、助眠及运动营养等需要持续教育的新品类。随着平台流量竞争加剧，单纯依赖投流的模式盈利空间收窄，平台治理趋严也将提高合规运营要求，建议重点关注具备差异化产品、内容运营和供应链快速响应能力的品牌，能够持续打造大单品并提升复购率的企业更具竞争优势。

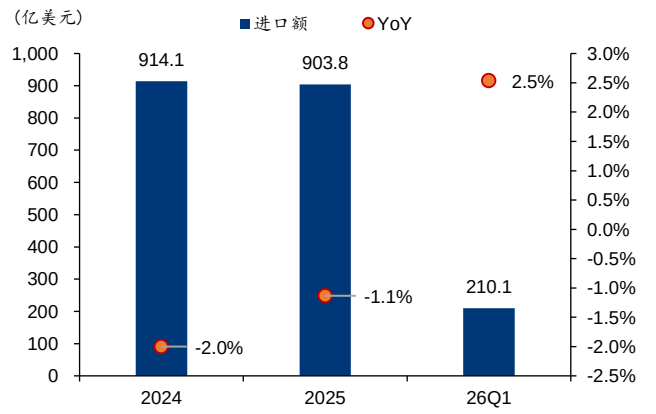
跨境电商：政策红利与供给缺口共同驱动，但监管收紧正在重塑格局。我们测算 2025 年跨境电商占保健品线上渠道销售约 47.5%，占全渠道约 30%。跨境渠道主要填补国内尚未获批的新成分、新剂型供给空白，同时海外品牌在质量、功效和品牌认知方面仍具有一定溢价，因此过去几年保持较快增长。但 2025 年以来海关查验、平台资质审核和直播宣传监管持续加强，假洋牌、成分及产地造假等问题受到重点整治，跨境套利空间收窄。未来建议关注具备跨境供应链、海外原料直采、产品溯源及本土合规运营能力的平台、代工龙头和全球化品牌。

图表27：线上各平台西式保健品类 GMV 及增速



资料来源：Earlydata，华泰研究

图表28：我国医药保健品进口额



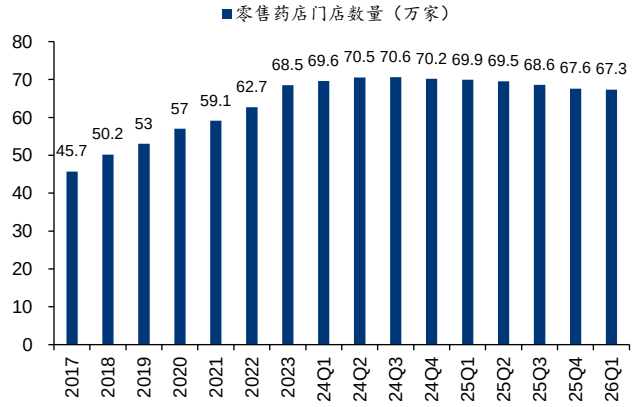
资料来源：中国医药保健品进出口商会，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

货架电商：基本盘稳固，增长由流量扩张转向品牌沉淀。我们测算 2025 年国内货架电商占全渠道销售约 20%，仍是品牌承接搜索需求、完成交易和沉淀用户的重要渠道。相较直播电商，货架平台具备品类齐全、履约成熟、价格透明和评价体系完善等优势，消费者购买目的更明确，适合维生素、鱼油、辅酶 Q10 等标准化程度较高、复购属性较强的产品。近年来其增速受到兴趣电商分流和流量成本上升影响，但渠道地位并未削弱。未来增长重点或将由流量扩张转向旗舰店运营、会员管理和全渠道协同，具备品牌认知、产品矩阵及用户运营能力的头部企业有望巩固优势。

传统渠道：整体处于收缩和出清阶段，专业服务能力决定存量价值。据欧睿，2025 年线下渠道占我国保健品全渠道销售约 36.7%，以药店和直销为代表的渠道份额持续下降。中康数据显示，2025 年零售药店全品类销售额约 5173 亿元，同比下降 2.2%；其中保健品销售额同比下降超过 25%。医保个账改革、药价治理和定点管理收紧削弱了药店原有的支付及获客优势，线上渠道分流进一步加剧经营压力；直销则受牌照管理和行业规范化影响，规模持续承压。我们认为，未来药店难以依靠门店扩张实现增长，头部连锁需通过营养咨询、慢病管理和会员服务提升单店效率。对品牌而言，药店更适合作为专业背书和中老年人群触达渠道。

图表29：2017-2026Q1 我国零售药店门店数量



资料来源：中康药店通，华泰研究

图表30：2025 年我国实体药店药品与非药品占比趋势

中西药属性	2025 份额	YoY
药品市场	**84.3%**	**-0.3%**
化学药	46.4%	2.6%
中成药	30.1%	-7.2%
生物制品	7.8%	14.1%
非药品市场	**15.7%**	**-11.4%**
中药饮片	5.7%	-10.8%
医疗器械	4.7%	-2.2%
保健品及健康食品	3.2%	-25.3%
其它（含消字号 / 日常用品 / 化妆品等）	2.1%	-6.6%

资料来源：中康药店通，华泰研究

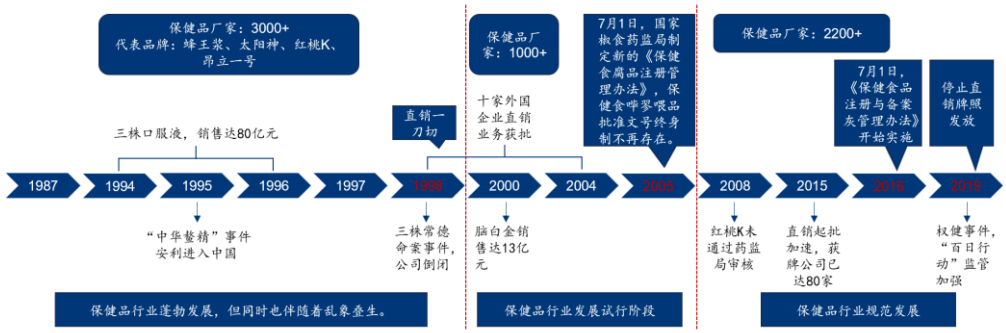
仅供内部参考，请勿外传

供给侧：强监管为新需求划定合规边界

历史复盘视角下，监管政策作为核心慢变量在各阶段对行业发展发挥了关键作用。我国保健品行业诞生于 20 世纪 80 年代，经历无序扩张后，在监管部门引领下逐步走向成熟规范。行业发展可分为四个阶段：**1987-1998 年**为蓬勃发展期，受益于国民经济提升与健康需求增长，太阳神口服液等产品借电视广告快速崛起，但因标准缺失、监管不完善，虚假宣传、质量参差等乱象频发，“中华鳖精”事件暴露行业风险，在这个阶段整体零售和广告营销兴起，保健品供需与内部创新共同推动，呈现野蛮生长的特征；**1999-2007 年**进入试行调整期，监管探索规范路径，消费者信任度下降，违规及缺乏核心竞争力的企业被淘汰，留存企业逐步重视质量与合规，为行业规范化积累经验，这个阶段政策开始发挥行业关键的压舱石作用；**2008 年至今**为规范提升期，相关法规政策持续完善，2016 年注册备案双轨制落地、2019 年保健食品行业“百日行动”等举措，有效遏制乱象，准入限制的适度放宽与审批效率的提升，有效激活了企业申报积极性，为市场扩容提供了制度支撑。

复盘看，行业监管呈现动态平衡，食品属性驱动行业随着新人群/新渠道等实现新流量，而旧监管框架难以适配，使得其药品属性之下的公众信任诉求难以满足，行业即进入新一轮监管周期。**25-26 年以来，前述新人群、新品类、新渠道打开行业新流量入口，而原有的以线下准入、抽检和广告审批为主的监管方式，难以完全覆盖新出现的产品、供应链和营销风险，监管需要补齐质量与信任基础设施，在既有“原料目录—注册/备案—生产许可—广告审查”的监管框架上，行业进入新一轮的全链条强监管周期，其本质是将创新需求从灰色跨境渠道引导至合规国产供给，为具备完整供应链与产品认证的头部企业创造了结构性机会。**

图表31：我国保健品行业发展历程



资料来源：中国产业信息网，华泰研究

具体看本轮监管周期的重点方向？

产品端：我国对保健食品实行注册与备案双轨制，监管强度与产品风险相匹配。注册针对目录外新原料及首次进口产品（维矿类除外），由总局审批，需经技术审评、现场核查与复核检验，实践中耗时 2-3 年，审核严格、获取难度大；备案适用于目录内成熟原料及进口维矿产品，由省级或总局办理，流程简化、通常数月即可完成。双轨之下，新功能、新原料因须注册而上市周期较长，构成供给端时间壁垒；目录内成熟原料产品则可借备案快速上市，降低了长尾品类的准入门槛。

仅供内部参考，请勿外传

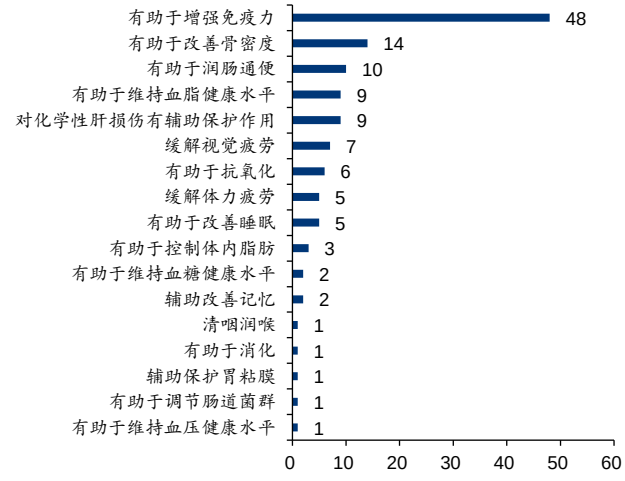
25-26 年的边际变化在于两方面，一方面，新原料审批提速，26H1 国家卫健委受理新食品原料 16 种、批准 12 种。从审批速度看，25 年新食品原料平均审批周期约 26 个月，26H1 审批周期回落至 18 个月，审评效率提升；从申报数量看，近年新食品原料申报总量整体呈上行趋势，25 年申报规模达到阶段高点，26H1 受理总量阶段性有所回落，但获批转化率明显改善；从申报方向看，原料类型更趋多元化，药食同源植物提取物（如玉簪花、马黛茶叶）与功能性单体成分（如麦角硫因、D-阿洛酮糖）申报热度延续，微生物相关原料（如鼠李糖乳杆菌）异军突起，预计 2026-2027 年将迎来集中获批期；**另一方面，原料质量、检测与追溯要求、产品功能宣称的要求显著提升，**当前保健品注册备案“双轨制”未变，但原料质量规格、检测方法及技术要求的进一步标准化，以及强化功能宣称，普通食品及无保健食品资质产品不得借详情页、直播或内容暗示法定保健功能，更不得宣称治疗疾病。随着监管变化，上游原料企业的竞争重点将从“拿到稀缺概念原料”转向“原料身份合规、批次稳定、杂质/污染物控制、检测方法和文件体系完整”；产品端有注册备案储备、配方研发和证据体系的企业合规内容空间更大；依赖模糊话术快速起量的长尾品牌，转化率和上新效率将下行。

图表32： 我国对保健食品区分不同类别实行注册或备案制度

	保健食品注册	保健食品备案
适用范围	● 使用保健食品原料目录以外原料的保健食品 ● 首次进口的保健食品（指非同一国家、同一企业、同一配方申请中国境内上市销售的保健食品），但属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外	● 使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品 ● 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，且其营养物质应当是列入保健食品原料目录的物质
申请主体	● 国产保健食品注册由在中国境内登记的法人或者其他组织作为申请人 ● 进口保健食品注册申请人是上市保健食品的境外生产厂商，具体的申请应由其常驻中国代表机构或者由其委托中国境内的代理机构办理	● 国产保健食品的备案由保健食品生产企业作为申请人 ● 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的备案申请人是上市保健食品境外生产厂商
主管机关	国家市场监督管理总局	省级市监部门（针对国产备案）或市监总局（针对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备案）
主要流程	包括申请受理、技术审评（根据需要进行材料补正、现场核查、复核检验）、出具综合审评结论和意见、行政审批、制证送达等环节	包括申请受理、材料审查（根据需要进行材料补正）、存档、出具备案凭证等环节
流程差异	属于行政审批，流程复杂、耗时长（实践中耗时 2-3 年也很常见）、审核严格、获取难度大	属于备案，流程相对简单、耗时较短（实践中通常耗时几个月）、获取难度较小

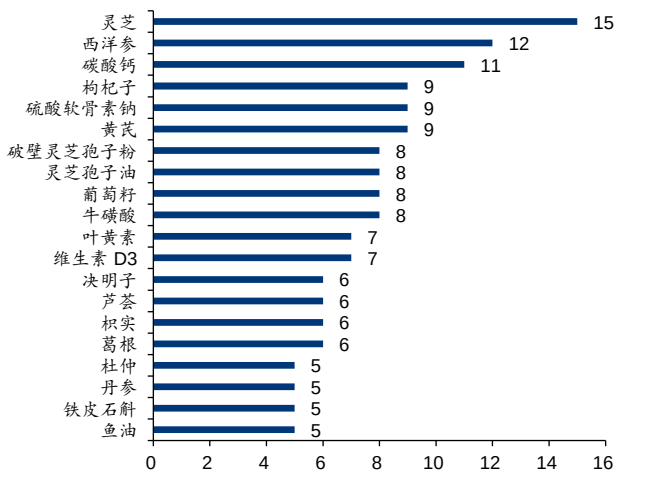
资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

图表33： 2026H1 不同保健功能获批情况



资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

图表34： 2026H1 不同原料获批情况



资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表35：2026H1 国家卫健委批准 12 种新食品原料

受理日期	产品名称	审批周期
2024/1/2	栀子油	25 个月
2024/6/20	香玉牡丹花	19.4 个月
2025/1/22	褐藻寡糖	12.4 个月
2025/3/11	长双歧杆菌婴儿亚种 YLGB-1496	10.7 个月
2024/5/15	亚麻荠籽油	20.6 个月
2024/9/24	牡丹籽油	20 个月
/	显齿蛇葡萄叶多酚	/
/	青钱柳叶多酚	/
2023/7/10	动物双歧杆菌乳亚种 XLTG11	34.6 个月
2025/7/28	紧密镰刀菌蛋白	10 个月
2025/5/23	蛋白核小球藻	12.2 个月
2025/1/6	植物甾醇	16.7 个月

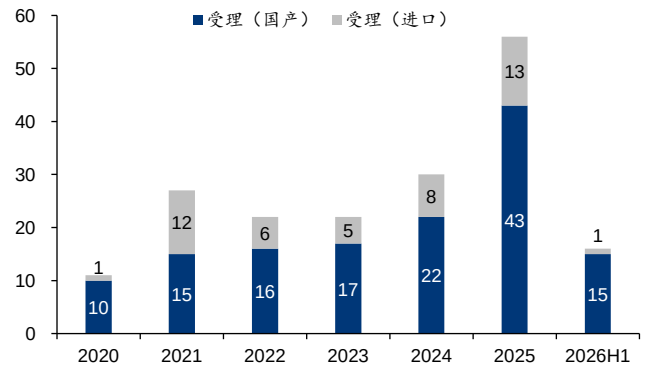
资料来源：国家卫健委，华泰研究

图表36：2026H1 国家卫健委受理 16 种新食品原料

受理日期	产品名称	受理日期	产品名称
2026/1/14	玉簪花	2026/5/8	麦角硫因
2026/1/28	抗性麦芽糊精（可溶性玉米纤维）	2026/5/11	桑黄菌丝体
2026/3/2	葡萄糖醛酸内酯	2026/5/15	库拉索芦荟凝胶
2026/3/13	N - 乙酰氨基葡萄糖（编号 0004）	2026/5/18	鼠李糖乳杆菌 LRa05
2026/3/16	马黛茶叶	2026/5/21	N - 乙酰氨基葡萄糖（编号 0012）
2026/3/30	西归多糖	2026/5/26	D - 阿洛酮糖
2026/4/10	牡丹叶	2026/6/2	威尼斯镰刀菌蛋白
2026/4/15	牡丹籽	2026/6/5	N - 乙酰神经氨酸

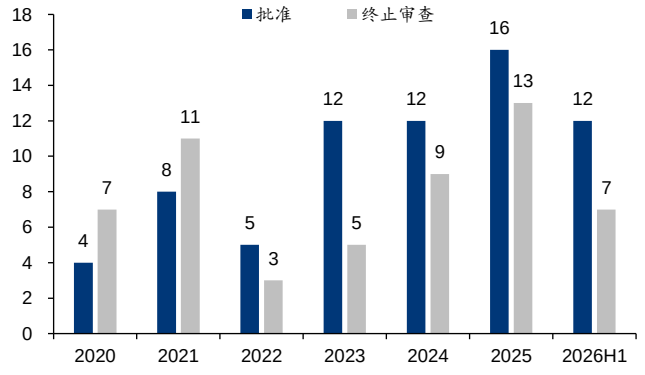
资料来源：国家卫健委，华泰研究

图表37：2020-2026H1 我国新食品原料受理情况



资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

图表38：2020-2026H1 我国新食品原料批准情况



资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

制造端：监管重心由持证要求延伸至全流程溯源，此外对委托生产的双方职责进行明确划分。保健品生产需有许可证，本轮变化在于将静态资质升级为全流程追溯，2026 年 9 月即将落地新版《食品安全国家标准保健食品良好生产规范》，要求所有原料全程留痕、批次可溯，并升级穿透式全过程监管，可随时核查生产台账与投料记录；**此外针对保健品代工，**2026 年 12 月 1 日拟施行的《食品委托生产监督管理办法》进一步明确：保健食品委托方应为注册证书持有人，备案保健食品不得进行委托生产，委托方还需具备监督受托方合规生产的能力，受托方应能完成委托生产品种的全部生产过程，针对此前行业内批文出租/分段委托/商标授权伪装等乱象进行了规范，倒逼品牌选择具备全流程生产能力与合规资质的头部制造商。

销售端：线上与跨境渠道监管全面强化，是本轮监管的重点。线上端，2026 年 1 月《网络食品销售经营者落实食品安全主体责任监督管理规定》进一步明确平台与商家双重责任，要求强制上传“蓝帽子”认证，之前“商家甩锅主播、主播甩锅平台、平台甩锅内容生态”的责任链条被强制打破；**跨境端，**保健品通过跨境电商进口一般按照个人自用物品监管，无需首次进口许可、注册或备案要求，导致假洋牌等问题屡见不鲜，本次针对跨境的监管真空出台多个新规进行规范：天猫国际、抖音电商全球购相继上线新规，要求提供境外生产证明、境外流通证明及其他链路清晰的佐证文件，重点打击虚构境外研发、生产、流通背景，针对“优思益”事件，国务院食安办、市场监管总局、海关总署已部署核查并约谈平台，要求重点核查原产地证明、进口报关单等文件，建立跨境商家“一企一档”。海关总署加强跨境保健食品口岸查验，市场监管总局开展网络直播营销专项治理，2025 年查办违法案件 6175 件、罚没约 1.04 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

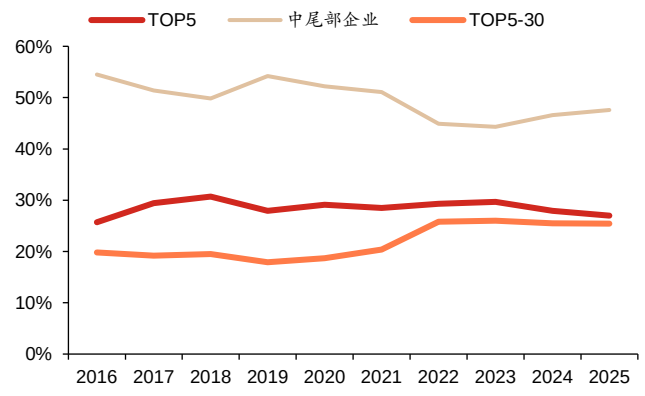
图表39：2025 年以来我国保健品行业监管趋严关键事件梳理

环节	时间	监管主体	主要内容
原料端	2025/8/1	市场监管总局	推进动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12 等 9 种益生菌纳入保健食品原料目录，扩大备案制适用范围。
	2026/1/15	市场监管总局、国家卫健委、国家中医药管理局	发布《允许保健食品声称的保健功能目录 有助于维持骨关节健康》，系新功能评价制度实施后首个获批新功能。
制造端	2025/4/7	商务部、国家卫健委、市场监管总局等	印发《促进健康消费专项行动方案》，优化特殊食品供给、打击非法添加、强化保健食品监管
	2025/9/2 发布 2026/9/2 生效	国家卫健委、市场监管总局	发布新版《保健食品良好生产规范》（GB 17405-2025），要求原料全程留痕、批次可溯，实施穿透式全过程监管。
	2025/12/19 发布 2026/12/1 生效	市场监管总局	新版《食品委托生产监督管理办法》，要求委托方为注册证书持有人，受托方完成全部生产过程，禁止分段委托。
销售端	2025/4/1	市场监管总局	印发《关于维护广告市场秩序 营造良好消费环境的通知》，重点治理保健食品等民生领域虚假违法广告
	2025/5/1	市场监管总局	开展老年人保健品虚假宣传专项整治，查处“专家义诊”“免费旅游”等欺诈行为。
	2025/10/1	市场监管总局	公布七起典型案例；专项整治查办案件 6175 件，罚没约 1.04 亿元。
	2026/1/1	市场监管总局	发布《2026 年全国广告监管工作要点》，强化"三品一械"广告监管，重点治理直播、短视频等线上渠道
	2026/1/27 发布 2026/5/20 生效	市场监管总局	施行《网络食品销售经营者落实食品安全主体责任监督管理规定》，要求保健食品上传“蓝帽子”资质公示。
	2026/4/29	市场监管总局	开展为期半年网络保健食品虚假宣传专项整治，聚焦“碰瓷疗效”、流量造假、私域直播。
	2026/5/16	市场监管总局	发布《保健食品护老提升专项行动工作方案》，强化网络直播广告监管，细化标注规则
	2026/5/16	市场监管总局、工信部、民政部	印发《保健食品护老提升专项行动工作方案》，严打直播与私域虚假宣传，引入“互联网+AI 监管”。

资料来源：中国新闻网，国家市场监督管理总局，新华网，央视网，中国政府网，华泰研究

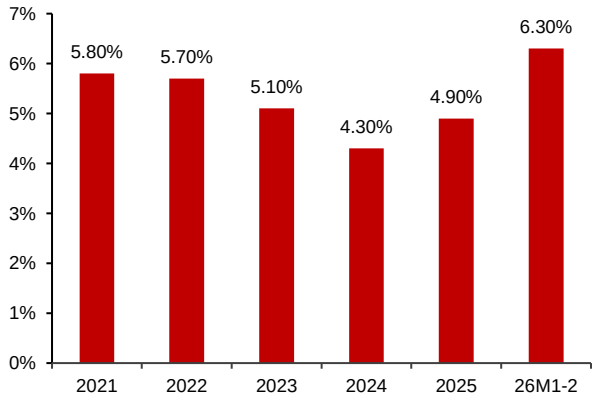
监管规范化趋势强化，利好具备国内供应链&产品认证的头部企业，格局有望持续集中。此轮监管对行业格局产生深远影响，一方面，涉嫌虚构境外背景的跨境“假洋牌”受到严重冲击，部分依赖跨境模式的中小品牌快速出清。另一方面，具备完整国内供应链、拥有“蓝帽子”认证、全渠道布局能力强的头部企业显著受益。以 H&H 为代表的具有供应链&全渠道优势的头部品牌市占率持续提升。我们预计头部集中度将加速回升，监管规范化成为新一轮行业整合的核心驱动力。

图表40：2016-2025 年保健品行业不同企业零售额市占率



资料来源：欧睿，尼尔森，华泰研究

图表41：H&H 市占率走势



资料来源：欧睿，尼尔森，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

产业投资：强监管规范新需求，新旧龙头共迎集中化机会

行业整体利润空间充足，已形成成熟且分工明确的产业链结构，高单价支撑各环节利润空间。保健品产业链原料分散、功能多元、且对消费者教育要求较高，上游原料提供商、中游制造商、下游品牌方专业化分工程度较高，在高单价支撑下，各环节具备高利润空间。上游原料端受大宗商品周期影响，壁垒在于技术与规模；中游生产端（OEM/ODM）成本加成定价，毛利率、净利率分别在 30-40%、10-15%（与品类、批文、产能利用率相关），呈现头部集中趋势；而下游拥有强品牌力及掌控核心渠道的企业占据产业链的利润额大头，但在高加价的同时也面临激烈的竞争，需要高费用投入做支撑。

图表42：营养健康食品行业产业链与价值分配概况



资料来源：艾瑞咨询，各公司公告，华泰研究

保健品新消费需求的涌现，正在打开品牌分化的新窗口：一方面，传统原料、成熟剂型和线下渠道仍支撑传统品牌的信任与规模优势；另一方面，围绕睡眠、情绪、肠道、美容、运动恢复等细分场景，新原料、新剂型和内容电商推动新锐品牌快速崛起。新监管周期下，行业并非回到“传统品牌一统天下”，而是从无序分化走向高质量分化：原料合规、注册备案、生产追溯、功效证据和内容宣传要求的提升，将压缩依赖概念营销、低门槛代工和流量套利的品牌空间，推动细分赛道的份额进一步向兼具研发能力、供应链质量、合规运营和品牌信任的头部企业集中。

原料商：从通用原料转向高技术附加突破

通用原料仍受供需与价格周期主导，高附加值产品正形成新壁垒与强盈利的新模式。保健品原料主要分为两类：**1）传统原料：**包括维生素、氨基酸、部分矿物质、基础植物提取物等偏成熟的原料，由于行业需求与工艺成熟，而产品相对标准化，价格受成本价格、供给波动（开工率、检修、海外装置事故）影响大，企业主要依托规模&技术实现成本优势、进而抢占市场，格局高度集中。**2）新原料：**包括专利菌株、新技术路线驱动的抗衰/代谢/肠道类高附加值新原料，需求放量的大背景下，企业的核心竞争在于技术路线突破以实现更好的竞争身位（稳定供应、更低价格）。

图表43：传统原料与新型原料一览

维度	传统成熟原料	新型功能原料
代表品类	维生素、氨基酸、矿物质、基础脂肪酸、通用植物提取物	麦角硫因、PQQ、AKK、NMN、藻油 DHA、HMO、专利菌株等
核心驱动	供给扰动、检修、开工率、成本、出口、贸易政策	技术突破、法规准入、临床背书、品牌教育、跨境渗透
盈利模式	周期利润、价差利润、规模制造	高毛利技术授权/原料溢价/新成分放量
典型毛利率	综合型通常 15%-25%，专业型可达 40%-60%	早期高毛利，但放量后取决于降本节奏和竞争进入
主要风险	扩产过剩、价格回落、下游补库结束	法规收紧、功效证据不足、教育失败、技术迭代过快

资料来源：FDL 数食有料，博亚和讯，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

传统原料：需求与格局俱稳，重点关注价格周期。

传统原料需求增长相对偏缓、技术成熟、格局稳定，价格周期是行情的核心，成本与产能供给是驱动周期波动的关键因子：**1）成本：**传统原料价格竞争充分，原材料、能源占成本比重大，且主要为石油衍生物、农产品等本身具有周期性的产品，成本价格波动对产品价格影响大；**2）供给：**传统原料的全球集中度通常较高，龙头厂商事故、火灾、检修、退出均会造成供给短期波动、影响产品价格走势。**此外，3）需求：**扩容空间越大、原料的周期性则显著弱化，从需求景气度看，维生素＜氨基酸＜乳清蛋白＜脂肪酸&植物提取物，高景气度原料主要受益于下游健康性需求增长以及国家政策支持（如婴配粉新国标/清洁标签）。

图表44：传统原料的周期性分析

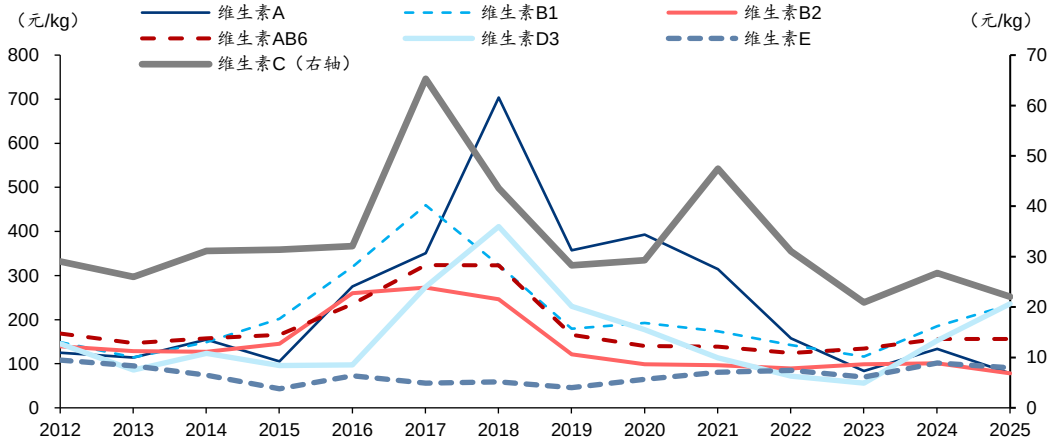
	维生素与矿物质	氨基酸与蛋白类	脂肪酸类	植物提取物
代表品类	VA、VE、VD3、VB 族、VC、泛酸钙、烟酸、叶酸等	蛋氨酸、赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、HMB、5-HTP、乳清蛋白等	藻油 DHA、ARA、鱼油 EPA、MCT、结构脂等	人参提取物、蓟类、阿胶、天然草本功能成分
核心企业	新和成、浙江医药、花园生物、能特科技、兄弟科技	新和成、安迪苏、梅花生物、华恒生物、川宁生物	嘉必优、润科生物、帝斯曼/马泰克、纽曼思	晨光生物、莱茵生物等
周期属性影响因素	**极强：**供给事故驱动价格暴涨暴跌 龙头检修/事故、海外能源、养殖景气、成本支撑、贸易政策	**较强：**玉米/能源成本+海外装置主导 玉米/糖成本、海外装置、开工率、豆粕价格、反倾销	**偏弱：**结构性替代驱动，非周期波动 需求仍在扩张，鱼油→藻油替代趋势、婴配粉新国标、母婴+成人双场景	**较弱：**资源端+标准化壁垒主导 道地药材资源、提取工艺标准化、合规与质量稳定性
需求景气	据 Global Info Research，维生素全球市场规模 2024-2031 年 CAGR 为 1.1% 据 Axiom MRC，辅酶 Q10 全球市场规模 2023-2029 年 CAGR 约 10%	据 Orion Market Research，蛋氨酸全球市场规模 2026-2035 年 CAGR 为 5.1% 据 Grand View Research，乳清蛋白全球市场规模 2026-2033 年 CAGR 为 7.5%	据 DIResearch，藻油 DHA+ARA 全球市场规模 2026-2033 年 CAGR 为 10.9%	据 MarketsandMarkets，植物提取物全球市场规模 2025-2030 年 CAGR 为 12.4%
应用场景&核心驱动	饲料占比 50-60%、其余以保健品、化妆品、医药为主；传统维矿需求平稳，辅酶 Q10 主要受益老龄化趋势	氨基酸饲料占比 70%+，其余以食品调味、保健品、医药、宠物食品为主；乳清蛋白主要应用于运动健康/婴配奶粉，健身场景增加以及婴配奶粉新国标驱动	婴配粉占比 50%+，其余以膳食补充剂、食品饮料、动物饲料、化妆品	食品饮料、保健品、化妆品、医药、饲料
竞争力	全球份额集中度（CR 高）、规模成本优势、全产业链布局	发酵效率、产能规模、合成生物学降本能力	微生物发酵技术、专利壁垒、法规认证、品牌绑定	资源端（道地药材、自建基地、原料稳定性）、工艺端（膜分离、超临界萃取、标准化提取）、合规端（质量稳定性和标准制定）
竞争格局	VA/VE 的 CR5 分别为 83%/93%	蛋氨酸(液体)CR4=100%；乳清蛋白 CR5>50%	DHA 藻油 CR2=67%（帝斯曼/嘉吉） RA：嘉必优全球领先	辣椒红/辣椒精中晨光生物占 60%+/50%+；叶黄素 CR2 约 55%；水飞蓟素晨光 40%+；花椒提取物：晨光 50%+

资料来源：QYResearch，Precedence Research，AxiomMRC，GEP Research，Global Growth Insights、Fortune Business Insights，Markets and Markets，各公司公告，华泰研究

维生素为周期性最强的代表性品类（需求成长性弱、高集中、石油衍生品为主要原材料），2012 年以来，VA/VB1/VB2/VC 的高点价格较低点价格高出 800%/97%/249%/212%，价格波动性大，主要受以下因素影响：1）供给集中度与装置扰动：维生素单品的全球集中度高，龙头厂商事故、火灾、检修、退出均能显著改变价格，巴斯夫、帝斯曼、国内新和成、浙江医药等主流厂商的装置波动，是过去几年 VA、VE、VD3 价格的主要驱动；2）成本与原材料波动：当上游石化链或特定原材料上涨时，维生素企业的成本支撑会抬升价格底部；3）贸易政策与反倾销：出口导向型品种受欧盟反倾销、两用物项管理、出口限制影响显著，进而影响全球定价。

仅供内部参考，请勿外传

图表45：部分重要维生素价格波动情况（元/千克）



资料来源：wind，博亚和讯，华泰研究

从企业盈利模式看，周期型龙头重点关注开工率、库存、检修计划等对价格的影响；专业单品龙头更接近高壁垒制造+消费属性（关注全球份额、单品壁垒、向制剂和品牌延伸）；资源型龙头则看资源稀缺性和标准化进度。从盈利水平看，**综合型龙头**新和成 25 年扣非净利率达 30.3%，其盈利水平相对突出的背后，或与规模效应、多品种共线带来的成本分摊，以及海外市场溢价能力等因素有关；浙江医药作为另一综合型代表，其盈利水平所反映出的规模效应与平台型协同能力亦值得关注。**单一型原料龙头**中，花园生物依托胆固醇自供实现 VD3 全产业链布局，并涉足 25-羟基 VD3 等高附加值产品；嘉必优深耕 ARA/DHA 领域，其技术壁垒为产品定价提供一定支撑；金达威在辅酶 Q10 领域毛利率表现相对较好，但其净利率受 C 端业务费用投入及历史收购项目减值等因素影响而偏低。此外，部分**具备资源端差异化优势的企业**，如晨光生物，尽管加工型商业模式决定了其利润率中枢相对较低，但仍凭借原料控制、副产物综合利用等环节构筑竞争壁垒，在特定品类中维持较强市场地位。

图表46：传统原料龙头的投资模式

类型	代表企业	25年毛利率	25年扣非净利率	核心竞争力	盈利模式	收益来源
周期型龙头	新和成	47.77%（营养品，VA/VE/蛋氨酸等）	30.3%	多品种规模优势、成本领先、全球产能布局	景气上行期利润弹性	赚景气反转和利润弹性
	浙江医药	44.4%（维生素及类维生素）	9.4%			
专业单品龙头	花园生物	59.67%（维生素）	23.4%	全产业链垄断/单品全球份额、技术壁垒、定价权	高毛利+单品定价权	赚长期稳定高盈利和份额提升
	金达威	54.36%（辅酶Q10） 23.00%（维生素A）	9.7%			
	嘉必优	47.70%	22.6%			
资源型龙头	晨光生物	20.05%（植提业务）	4.3%	上游资源控制+标准化工艺	资源+工艺+标准	资源稀缺性和标准化溢价

资料来源：各公司公告，华泰研究

新原料：需求由新消费和功能升级驱动，商业化依赖临床/功效验证、法规准入和技术降本，典型是麦角硫因、PQQ、AKK、NMN、HMO、专利益生菌等。

需求端：从泛养生向精准干预演进，消费者对功效的科学验证要求显著提升。近期麦角硫因、益生菌等热门原料均符合功效明显、作用通路清晰且得到循证验证的特征。麦角硫因抗氧化能力显著优于维生素 C、E 等传统成分，且具备线粒体靶向清除自由基的独特机制，在液体和粉末应用中均表现出优异的稳定性，快速在口服美容与认知健康赛道放量。AKK 菌以肠道黏液层修复的独特机制切入代谢健康领域，契合年轻群体对精准减脂的需求。PQQ、AKG 等线粒体抗衰成分受益于 NAD+通路研究深化，从运动营养向抗衰老、认知健康延伸，应用场景持续拓展，我们预计具备精准解决问题能力、切合当下需求的成分将持续获得市场青睐。

仅供内部参考，请勿外传

供给端：新原料取得突破的核心在于技术突破与审批落地。技术层面，合成生物学推动成本大幅下降，据植提桥，以麦角硫因为例，早期依赖植物提取，成本高、纯度受限、应用受阻，随着微生物发酵技术突破，成本显著下降，纯度提高，生产成本由千万元/公斤降至三万元/公斤左右，中国企业已在规模化生产领域建立竞争优势，终端应用从高端化妆品拓展至口服保健品。监管层面，PQQ、AKG、磷脂酰丝氨酸等已获国内新食品原料批准，进入合规放量期；麦角硫因、AKK 菌等处于受理阶段，预计 2026-2027 年将迎来集中获批期。若食品端进一步获批，供给将从跨境主导转向本土合法生产，市场空间显著打开。

综上，我们认为符合以下四维特征的新原料具备潜力。一是功效明显、作用通路清晰且得到循证验证，如麦角硫因的线粒体靶向机制、AKK 菌的肠道黏液层修复功能，科学背书是建立消费者信任的基础；**二是契合热门赛道与消费趋势**，抗衰老、肠道健康、运动营养等赛道受益于人口老龄化与年轻群体健康意识觉醒，需求端增长确定性强；**三是技术端实现成本下降或供应稳定性突破**，合成生物学推动高端小众原料向大众普及，工艺成熟降低供应链风险；**四是监管端受理批准有望落地**，建议持续关注国内已受理或取得明显进展的品类。能否通过技术平台把新原料做成可规模化、可合规、可商业化的产品是原料型企业的核心竞争力，其中**专利与菌株壁垒**决定是否能形成真正差异化原料；**规模化量产能力**决定是否能把实验室原料变成核心增量单品；**临床与循证能力**决定品牌是否能够大规模使用并宣传。

在符合上述四维特征的新原料中，国内企业已在部分赛道形成规模化供应能力。如百龙创园在益生元及膳食纤维领域已具备规模化生产能力，随着肠道微生态赛道持续扩容，具备稳定产能和成本优势的原料企业有望持续受益于下游需求的增长。

图表47：2026 十大热门功能食品原料预测

原料	热度	功效应用	主流生产技术	审批监管
麦角硫因	41%	**线粒体靶向抗氧化、抗衰老**、神经保护；应用于口服美容、抗衰、认知健康	合成生物学发酵	欧美认定 GRAS，可用于膳食补充剂；国内多次申报新食品原料，目前除一例 L-麦角硫因审查意见告知外，其他均处于延期再审状态
AKK（嗜黏蛋白阿克曼菌）	31%	**调节肠道菌群、改善代谢**、体重管理	菌株培养、冻干技术	国内仅灭活菌株新食品原料申请被受理，暂不可用于普通食品；欧盟批准灭活 AKK 为新型食品，美国多款菌株获 GRAS 认证
益生菌	30%	**调节肠道菌群**、增强免疫、改善消化	发酵培养、冻干	国内有明确可食用菌株清单；欧美放开多菌株膳食补充剂应用
姜黄	25%	**强效抗炎抗氧化**，运动修复、关节养护、护肝、日常轻养生	植物根茎提取	国内属药食同源 + 食品着色剂，合规使用；美 GRAS、欧盟纳入传统草药目录
NMN（β- 烟酰胺单核苷酸）	24%	提升体内 NAD+，**线粒体抗衰**、改善精力、调节睡眠	酶法合成/化学合成	国内未获批食品 / 新食品原料，仅跨境产品流通；美国、欧盟可作为膳食补充剂原料
PQQ（吡咯并喹啉醌二钠盐）	24%	**线粒体生物合成、抗氧化**、认知支持	微生物发酵法	国内 2022 年获批新食品原料，仅限饮料、固体饮料；欧美均获批膳食补充原料，限定每日剂量
AKG（α- 酮戊二酸）	21%	**延缓细胞衰老**、提升运动耐力、养护骨骼、调节代谢	发酵法/化学合成	国内仅可作酸度调节剂，不能直接作为食品原料；美国纳入传统膳食补充原料清单
磷脂酰丝氨酸	18%	**改善认知功能**、神经保护、缓解压力	大豆/向日葵提取	国内 2010 年获批新食品原料，禁止婴幼儿使用；美、欧盟、日韩均开放食品与膳食补充应用
虾青素	18%	**强抗氧化、护眼**、抗炎、皮肤保护	雨生红球藻提取/合成	国内雨生红球藻获批新食品原料，每日限量≤0.8g、禁婴幼儿；欧美允许膳食添加，限定每日摄入上限
人参	16%	**抗疲劳**、免疫调节、补气养血	种植参/野山参	5 年及以下人工种植人参为国内新食品原料，全年限人参纳入保健食品原料目录可备案；欧美合规

注：十大热门原料由 300 位专业人士评选

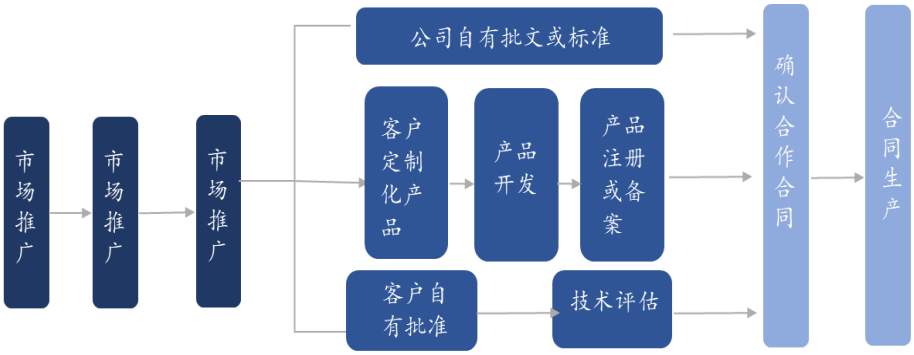
资料来源：功能食品圈，国家市场监督管理总局，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

制造商：从制造工厂升级为解决方案平台

中游环节生产商和品牌商专业化分工，通过 OEM/ODM 模式深度协作以最大化产业链效率。市场参与者方面，既有专注于合同生产的头部 CDMO 企业（如仙乐健康、百合股份、艾兰得），也有兼具自有产能的全产业链品牌龙头（如汤臣倍健）；在 C 端品牌商聚焦渠道获客与品牌运营的同时，生产商主要通过两种模式提供供应链支持：一是配方由品牌方主导、工厂仅负责物料与生产执行的 OEM 模式，二是要求工厂具备高研发壁垒、需提供配方设计及联合研发服务的 ODM 模式，后者正日益成为头部制造企业体现技术附加值的关键路径。

图表48：保健品生产商合作模式



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

保健品行业变迁加速，高质量制造商的重要性持续提升。保健品行业正经历着需求高频变化、监管持续演进、品牌高度分散的变迁，而承接产品研发、合规注册/备案、剂型开发、生产交付和供应链管理的专业化制造体系重要性显著提升，这种专业化分工的核心驱动在于：

1）产品生命周期缩短与剂型创新加快：正如前文所言，人群×新品类（剂型/成本）×新渠道当前在加速变迁，对制造端的要求发生显著转变，**渠道端，**线上渠道（尤其是直播电商/内容电商）占比显著提升，具备典型的上新快、试错频繁、爆品不确定、单 SKU 生命周期短、营销节奏前置特征，对柔性生产能力需求持续提升；**产品端，**功能和人群的细分趋势下，不同功能方向需要不同原料体系、剂型适配、口感优化、稳定性验证和标签合规能力。以上需求变迁需要更高的设备投入、更复杂的工艺验证和更强的供应链组织能力，品牌方自建产线的经济性下降，而头部制造商则因订单聚合更容易摊薄成本。

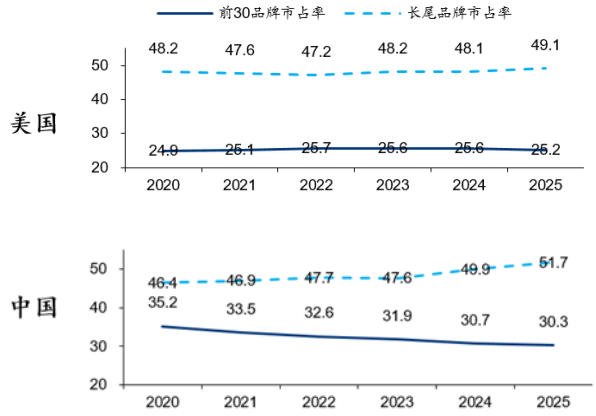
2）品牌长尾化：我国长尾品牌（市占率低于 0.1%）的市场份额已从 2020 年的 46.4%攀升至 2025 年的 51.7%，大量新锐品牌、跨界品牌、渠道自有品牌、社交电商品牌和跨境小品牌持续涌现，在营销端具有竞争力，但在制造端通常缺乏批文、法规、质控与产能积累，因此天然依赖 ODM/CDMO。

3）监管与质量标准抬升：保健品监管既要求安全性，也要求标签、宣传、备案/注册、生产过程可追溯和责任可界定，随着监管趋严，能提供规范化质量体系、标准化文件体系和法规响应能力的龙头企业将获得更高议价权。

以上三因素驱动保健品制造赛道规模进入加速增长期：仙乐健康公告显示，2025 年中国营养保健品代工规模约为 48 亿美元，远低于美国的 127 亿美元，对比成熟市场提升潜力较大。随着产业链分工深化，中国市场正加速追赶，据仙乐健康公告，2025-2030 年中国营养健康食品代工规模增速将达到 7.7%，增速高于欧洲（6.5%）及美国（6.4%），领跑全球市场。

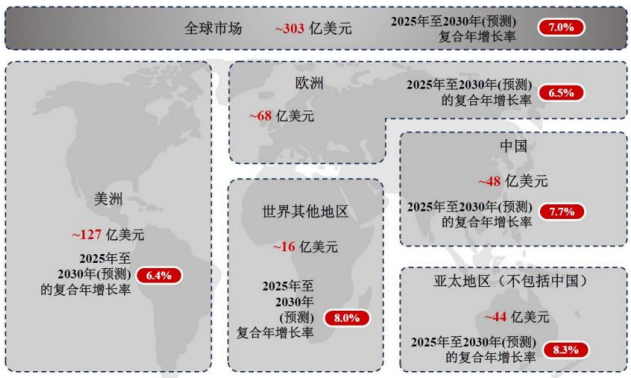
仅供内部参考，请勿外传

图表49：2020-2025 各地区保健品长尾化率



注：长尾品牌指市占率小于 0.1%的品牌
资料来源：欧睿，华泰研究

图表50：2025 年全球营养健康食品解决方案市场规模及增速



资料来源：仙乐健康，华泰研究

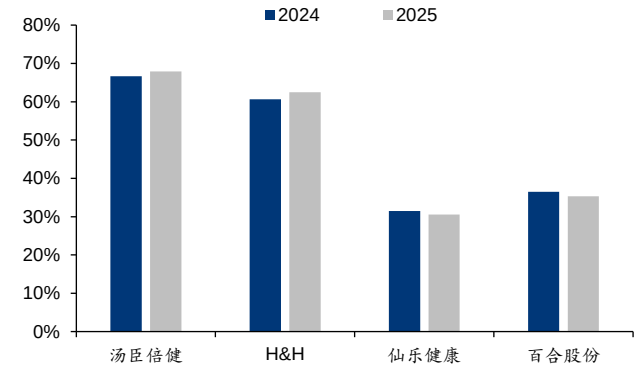
竞争格局：头部制造商的竞争力来自多个维度叠加形成的系统性壁垒，包括：1）资质和批文壁垒：保健食品注册/备案申请一般需要 2-3 年/3-5 个月，龙头企业在注册与备案数量上的优势能够帮助客户缩短从产品开发到注册/备案再到生产的时间。**2）研发与配方能力：**CDMO 龙头能前置参与市场洞察、剂型设计、配方优化、验证测试、包装建议和合规审核，在软糖、爆珠、植物基软胶囊、饮品等创新剂型上，研发与工艺能力决定了产品是否能做到口感、稳定性、释放效率和成本之间的平衡；**3）多剂型与柔性生产能力：**行业需求碎片化趋势下，全剂型或多剂型覆盖的制造商才能在客户生命周期内不断承接新的需求。 **4）规模与供应链整合能力。**

当前看保健品制造行业仍处于由分散→集中的整合初期，据仙乐健康港股招股书，2024 年中国营养健康解决方案行业 CR5 仅 10.5%，但份额集中趋势显著，核心得益于：**1）行业客户结构分层驱动：**头部保健品牌、药企、商超自有品牌、跨境品牌更看重质量、资质、准时交付和国际认证；长尾新消费品牌则重视小单快返和快速迭代，前者求“稳”，后者求“快”，都显著提高对制造商综合能力的要求。**2）监管趋严倒逼不合规企业的出清：**2026 年 12 月 1 日拟施行的《食品委托生产监督管理办法》对委托生产中双方的职责进行明确规范，针对此前行业内批文出租/分段委托/商标授权伪装等乱象进行了规范，倒逼品牌选择具备全流程生产能力与合规资质的头部制造商。

代工厂商呈现典型的“低毛利、低费率、高净利”的财务特征。 2025 年，仙乐健康合同生产模式毛利率为 30.57%，低于品牌企业汤臣倍健 67.90%的毛利率水平；依托 B2B 业务属性，代工模式无需大额营销投入，公司销售费用率仅 8.75%，低于汤臣倍健 42.81%的销售费用率，两类商业模式的财务结构呈现明显差异化特征。代工厂商的盈利稳定性，可从内外维度拆解分析：内部层面，产能持续释放、供应链体系优化及降本增效项目落地，为企业盈利提供支撑；外部层面，保健品行业整体具备充足的品类利润空间，同时下游客户结构高度分散，为头部代工企业营造了良好的经营与议价环境。

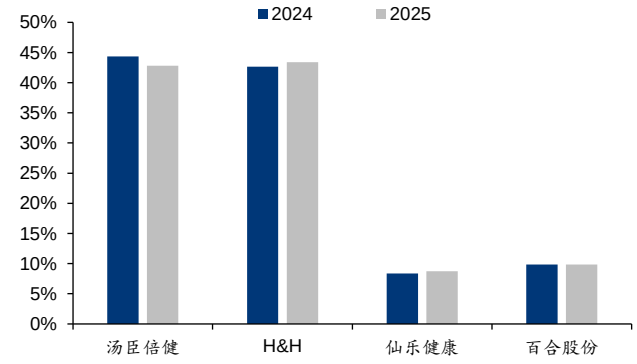
仅供内部参考，请勿外传

图表51：保健品生产商与品牌商部分公司毛利率对比



资料来源：wind，华泰研究

图表52：保健品生产商与品牌商部分公司销售费用率对比



资料来源：wind，华泰研究

图表53：主要代工企业概况及业务对比

企业	股票代码	成立时间	2026/7 市值（亿元）	2025 年营收（亿元）	2025 年归母净利润（亿元）	2025 年产品结构	销售区域	公司介绍
仙乐健康	300791 CH	1993 年	50.0	42.6	1.4	B 端占比 99.0%：胶囊/片剂/粉剂占比为 47.5%/8.8%/4.9%，其余剂型合计 37.8%	国内占比约 39%，业务覆盖美洲、欧洲	1999 年开始制造营养健康食品；2016 年、2023 年先后收购德国 Siro Germany、美国 Best Formulations；于 2016 年出售千林品牌
大江生医	8436 TT	1980 年	29.5	15.6	2.1	保健品/美容保健品/其他占比为 73.1%/9.7%/17.2%	出口到全球超过 63 个国家	探索开发了保健食品、产后修复和男性保健等产品，涵盖了体内环境面膜、功能性饮料、胶原蛋白产品、护肤品和医疗器械
百合股份	603102 CH	2005 年	20.8	9.1	1.3	B/C 端占比 90%/10%：软胶囊/功能饮品/粉剂/片剂/硬胶囊占比为 31.8%/25.0%/11.7%/7.6%/7.1%	出口 70 余个国家和地区	可生产软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、维生素软糖及袋泡茶等多种剂型；旗下拥有自主品牌保健食品‘百合康’，2011 年开启品牌发展战略
艾兰得		1998 年	未上市	未上市	未上市	覆盖 B、C 端	销售网络遍布全球 80 多个国家和地区	从 2010 年起收购动作频频，依次收购美国营养食品制造商 IVC、ADAM、荷兰营养草本制造商 Biom、美国 Perrigo 营养品、英国 Brunel 等

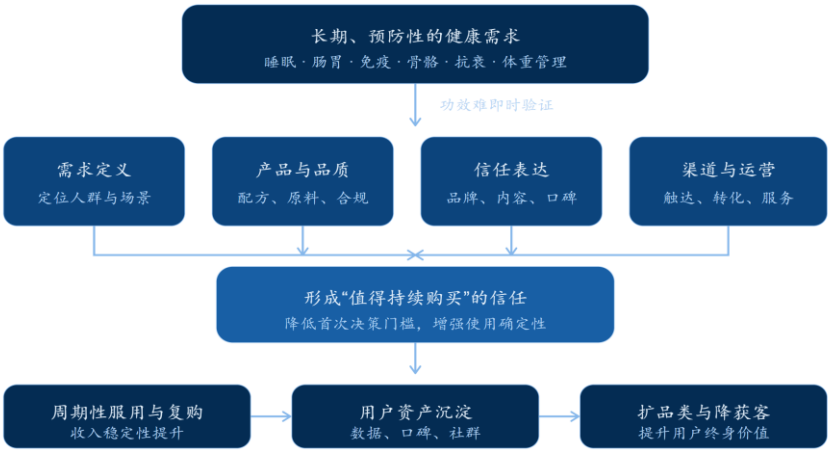
资料来源：wind，各公司公告，华泰研究

品牌商：从大单品、强品牌走向全品类、全渠道

保健品品牌商的底层商业逻辑，本质上是把“难以即时验证的健康需求”转化为“可持续复购的信任型消费”。相较于药品以明确疗效和临床证据驱动，保健品多数对应的是免疫、睡眠、肠胃、骨骼、抗衰、体重管理等长期、轻症或预防性需求，消费者通常难以在单次使用后精确判断功效，因此购买决策高度依赖品牌背书、成分认知、专业渠道推荐、内容教育及社交口碑。行业价值链中，品牌商的核心能力并非单纯“生产产品”，而是围绕特定人群与场景完成需求定义、配方组合、功效表达、渠道触达和用户运营；一旦建立信任，产品便可通过周期性服用形成较高复购和较长生命周期，并进一步通过人群延展与品类扩张摊薄获客成本、提升用户终身价值。

仅供内部参考，请勿外传

图表54：保健品消费逻辑：一门信任的生意



资料来源：华泰研究

人群需求细分、渠道碎片化与监管趋严的共同驱动下，保健品品牌商的竞争逻辑正由“流量投放+单品营销”转向“人群运营+专业交付+合规治理”。需求端，品牌需围绕银发健康、睡眠情绪、肠胃管理、体重控制等具体人群和场景，提供产品组合与长期使用方案；渠道端，需协同货架电商、内容平台、直播、药房及专业机构，以差异化货盘、内容教育和会员运营提升转化与复购；合规端，则需将原料、配方、功效证据、宣传审核和质量追溯前置管理。最终，能够同时具备精准人群洞察、可信产品表达、全渠道精细运营和体系化合规能力的品牌，才更有望降低有效获客成本、提升用户终身价值，并形成可持续的品牌溢价。

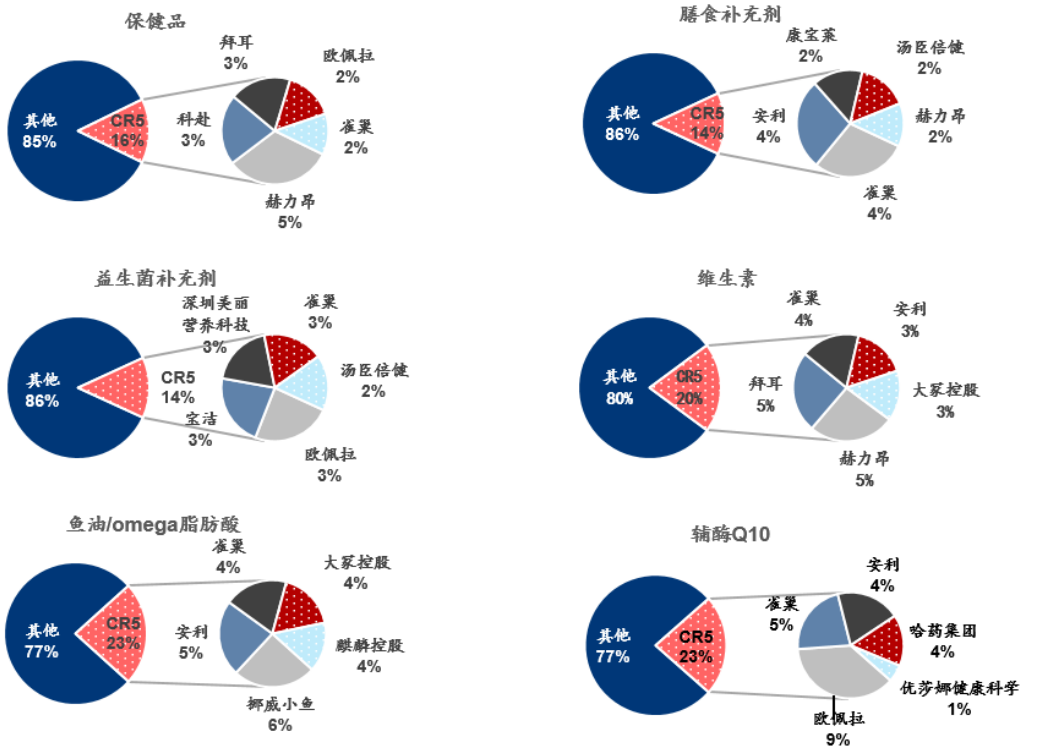
需求的多元化使得行业形成两类结构性赢家：一类是全渠道大品牌龙头，通过品牌和渠道深耕维持规模优势；另一类是强细分赛道的新锐品牌，通过爆品和流量效率抢夺高增细分市场。而品牌商的格局亦产生分化，新锐品牌持续突破、行业整体格局呈现长尾化特征，但随着本轮监管的持续趋严，两类赛道内部的不规范品牌持续出清、形成集中趋势。

本土品牌与跨境品牌的竞争经历了从线下时代本土主导到线上迁移阶段跨境弯道超车的格局演变。行业发展早期，汤臣倍健等本土品牌依托药店终端的先发优势与渠道壁垒建立主导地位。渠道权力向线上迁移后，Swisse 等跨境品牌凭借天猫国际及抖音等内容电商平台的先发布局实现弯道超车，叠加澳洲 TGA 等监管背书构建的消费者信任优势，持续扩大市场份额。当前监管趋严正在重构竞争逻辑，海关总署强化进口保健品全链条单证核查，国务院食安办约谈平台并建立跨境商家准入负面清单，行业正从渠道红利驱动回归品牌与合规能力的内生竞争。

市场普遍认为本土品牌在品牌信任方面弱于跨境品牌，本土品牌难以在高端市场形成有效突破。进口品牌在高端价格带确实享有较强的消费者认知优势，但我们认为这一格局存在边际变化的可能。1）跨境保健品在物流仓储、产品溯源及售后保障等环节的信息不对称问题，随着消费者对供应链透明度的要求持续提升而逐步显现，本土品牌在品控可追溯性方面的后发优势正在形成。2）中国在辅酶 Q10、NMN 等核心原料端的全球主导地位，使本土品牌具备从原料到成品的产业链一体化基础，这一能力在成分来源和品质管控要求日益严苛的背景下，有望转化为差异化竞争壁垒。3）国内保健食品注册备案制度的持续优化与功能声称管理的规范化，使本土品牌在合规层面的体系化积累正逐步转化为长期竞争壁垒。我们认为，本土品牌在高端市场的突破路径并非复制跨境品牌的“监管背书”模式，而是依托原料端的自主可控、合规能力的体系化积淀与消费者教育的持续深化，构建差异化的信任体系。

仅供内部参考，请勿外传

图表55：2025 年保健品各细分品类竞争格局



资料来源：欧睿，各公司公告，华泰研究

品牌厂商处于产业链价值高地，符合典型“高毛利、高费用”模型。横向对比食品饮料行业，保健品品牌商凭借功效性带来的高附加值，毛利率通常维持在 40%-70%的高位，然而，由于行业仍处成长期需持续投入消费者教育，加之直播电商等新渠道平台费用高企，企业销售费用率居高不下。拆分企业运营模式，汤臣倍健、H&H、金达威（Doctor’s Best）、民生健康由于在主要销售市场具有强品牌力，盈利水平较好；若羽臣以新原料+线上渠道打造大单品，规模效应与早期投流导致盈利水平偏弱。

图表56：保健品品牌商经营情况一览

公司	25 年毛利率	25 年销售费率	25 年扣非净利率	运营模式	主要产品	主要渠道
汤臣倍健	67.9%	42.8%	10.9%	本土全渠道大众保健龙头	膳食营养补充剂、蛋白粉、益生菌；多品牌矩阵	线下经销为基，重点突破线上
H&H	67.9%	42.2%	4.60%	跨境高端矩阵品牌	主品牌承接大众高认知品类，Plus 承接高端功能，Little Swisse 承接儿童，年轻化品类则持续扩展美容、多维和排毒产品	中国大陆电商及跨境平台
金达威	39.4%	9.9%	14.0%	跨境品牌导入	Doctor's Best 的辅酶 Q10、NMN、维生素为主	跨境电商；海外市场
若羽臣（斐萃）	90.0%	/	0.0%	超级成分+内容矩阵+高客单转化	斐萃口服抗衰、红宝石油等高客单大健康产品	直播、私域及品牌合作渠道
哈药股份	26.0%	14.9%	1.9%	钙营养大单品	钙铁锌口服液、新钙片等	线上+线下药店/商超
交大昂立	29.5%	9.3%	-2.6%	区域渠道型	昂立多邦、昂立一号等；益生菌营养品	传统渠道为主，区域市场为重点
民生健康	51.1%	27.5%	11.8%	OTC 维矿龙头	21 金维他、维矿	线下药房为主，线上补充
康比特	32.8%	20.7%	3.2%	运动营养场景品牌	蛋白增肌、能量胶、蛋白棒、骨骼健康	货架电商+健身房与实体门店+赛事/跑团

注：若羽臣的数据为斐萃数据；金达威的毛利率/销售费率为公司整体，净利率为多倍斯数据；H&H 毛利率为保健品业务，其他为公司整体数据
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

投资建议

当前国内保健品行业处于需求快迭代与供给强监管的双重拐点，上游新原料商业化加速，下游品牌集中度有望提升，监管趋严或推动行业从长尾化向规范龙头集中。原料板块，传统大宗品类格局保持稳定，投资主线聚焦供给格局、成本变化带来的周期机会，**我们看好具备健康原料单品壁垒的百龙创园（代糖需求高景气、H2 新产能贡献有望驱动业绩成长加速）、晨光生物（叶黄素挺价成果逐步体现、期待其余主力单品逐渐步入价格上行周期）。**品牌端，全渠道运营能力与合规治理水平成为核心竞争要素，**推荐 H&H 国际控股（全品类多赛道协同，严监管下龙头份额提升），同时关注汤臣倍健（强品牌、全渠道龙头，持续跟踪其线上渠道转化进展）。**

图表57：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
百龙创园	605016 CH	买入	20.15	29.90	8,463	0.88	1.15	1.52	2.07	22.96	17.54	13.27	9.75
H&H 国际控股	1112 HK	买入	15.41	21.07	9,948	0.30	1.41	1.58	1.74	43.88	9.47	8.46	7.67
汤臣倍健	300146 CH	买入	10.08	12.00	17,052	0.46	0.41	0.45	0.49	21.80	24.88	22.35	20.39
晨光生物	300138 CH	增持	11.20	15.66	5,411	0.76	0.87	1.06	1.19	14.67	12.88	10.55	9.38

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表58：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
百龙创园 (605016 CH)	25 年收入/归母净利润/扣非归母净利润 13.8/3.7/3.6 亿元，同比+19.7% /+50.1%/+57.1%，对应 25Q4 收入/归母净利润/扣非归母净利润 4.1/1.0 /1.0 亿元，同比+23.8%/+64.9%/+76.8%，符合业绩快报（前次快报预计收入/归母净利润/扣非归母净利润 13.8/3.7/3.6 亿），Q4 收入与利润增长环比 Q3 显著提速（Q3 收入/归母净利润同比+10.6%/+50.5%），我们判断核心得益于需求景气之下公司产能利用率的进一步提升。此外公司发布 Q1 业绩快报，预计 26Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 3.9/1.2/1.2 亿元，同比+25.3%/+48.1%/+45.9%，抗性糊精等高盈利产品驱动利润率同比显著提升，表现亮眼。展望来看，当前公司产能偏紧、需求景气，重点关注国内阿洛酮糖酶制剂审批落地打开新成长空间，此外 26 年功能糖新产能投产有望带动 26 年收入增长提速、继续看好公司景气趋势；中长期看好功能糖乘健康东风、景气向上，公司产能与技术领先、有望充分受益，“买入”。考虑公司 Q1 结构升级带动利润率显著提升、表现亮眼，我们上调公司盈利预测，预计 26-27 年 EPS1.15/1.52 元（较前次上调 3%/3%），引入 28 年 EPS 2.07 元，参考 26 年可比公司 PE 均值 23x，考虑 25-27 年公司净利润 cagr（26%）显著高于可比，认可估值溢价，给予公司 26 年 26x PE，目标价 29.90 元（前次 31.36 元，对应 26 年 28x PE），维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 08 日 **点击下载全文：百龙创园(605016 CH,买入)：成长与升级共驱利润率向上突破**
H&H 国际控股 (1112 HK)	公司预计 26H1 收入同比录得双位数增长，经调整 EBITDA 同比增长 60%-70%、经调整 EBITDA 率超 20%，经调整归母净利同比增长超 100%，呈报归母净利因低基数同比增长超 700%；利润端因费用投放节奏后置而表现亮眼。26H1 公司 ANC 业务收入同比录得低至中双位数增长，Swisse 在中国内地及澳新国内市场维持强势表现；26H1 公司 BNC 业务收入同比录得高双位数增长，婴配粉同比增长超 50%；26H1 公司 PNC 业务收入同比录得中至高单位数增长，主因高利润率的宠物营养品品类加快增长及北美的渠道扩张。展望来看，下半年公司或将加大营销投放以支持合生元 HMO 新品及 Swisse 新品的推广，26 年经营杠杆改善方向不变，加速化债进程，改善财务健康度，维持“买入”评级。 考虑 26H1 公司婴配粉业务市占率加速提升、三大板块全面增长、化债进度提速等，我们上调 26-28 年盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.41/1.58/1.74 元（较前次+13%/+12%/+10%），参考可比公司 26 年平均 PE 13x（Wind 一致预期），给予公司 26 年 13xPE，目标价 21.07 港币（前次目标价 22.95 港币，对应 26 年 16x PE），维持“买入”评级。 风险提示：行业需求不达预期、食品安全问题、宏观经济表现低于预期。 报告发布日期：2026 年 07 月 06 日 **点击下载全文：H&H 国际控股(1112 HK,买入)：三大板块全面增长，H1 利润表现亮眼**
汤臣倍健 (300146 CH)	26H1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 36.7/6.0/5.6 亿，同比 +3.9%/-18.1%/-19.7%；对应 26Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润 18.0/2.0/1.8 亿，同比+3.6%/-28.6%/-36.3%。收入端，延续复苏态势，各品牌新品投放及线上渠道拓展逐步贡献增量；利润端受制于渠道拓展前置投入及品类扩张带来的费用提升，阶段性承压。展望来看，公司将在各渠道全线出击基础上，重点突破兴趣电商及跨境渠道，以主品牌高成长品类及 Life-Space 第二增长曲线为抓手，以品类破局带动高价值人群渗透，有望赋能长效增长，维持“买入”评级。 考虑到消费复苏偏缓，公司线上渠道扩张加大费投致利润承压，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.40/0.44/0.47 元（较前次-2%/-3%/-2%），参考可比公司 26 年 PE 均值 30x，给予公司 26 年目标 PE 30x，目标价 12.00 元（前次 12.71 元，对应 26 年 31x PE），维持“买入”。 风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品拓展不及预期 报告发布日期：2026 年 08 月 09 日 **点击下载全文：汤臣倍健(300146 CH,买入)：渠道与产品结构共促毛利率上行**

仅供内部参考，请勿外传

股票名称	最新观点
晨光生物 (300138 CH)	25 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 65.6/3.7/2.8 亿元，同比-6.2%/+292.2%/+530.3%；其中 25Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 15.1/0.7/0.2 亿元，同比-14.5%/+106.9%/-22.7%，基本符合前次业绩快报（预计 25 年收入 66 亿元，归母净利润 3.6 亿元、扣非归母净利 3.1 亿元）。公司 25 年呈现收入端承压、利润端显著修复的特征，收入承压主要系棉籽类业务主动压缩贸易业务；植提业务在成本低位期间以价换量、市占率持续提升。利润端改善得益于棉籽类业务随行情回暖，同比实现扭亏。公司核心植提主业竞争优势稳固，棉籽类业务盈利修复，且植提产品价格仍处底部，后续伴随行业景气回暖与公司份额提升，业绩弹性有望逐步释放，“增持”。 考虑赞比亚子公司 25 年受自然灾害影响产品成本上升，毛利率下降，影响延续，我们下调盈利预测，预计 26/27 年 EPS 为 0.87/1.06 元（较前次下调 9%/8%），引入 28 年 EPS 1.19 元，参考可比公司 26 年平均 PE 18x，给予 26 年 18x 目标 PE，目标价 15.66 元（前次 17.76 元，对应 25 年 24x PE），维持“增持”评级。 风险提示：竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 03 月 31 日 **点击下载全文：晨光生物(300138 CH,增持)：期待价格上行带动收入利润增长**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

需求不及预期。居民健康消费意愿、消费能力若出现波动，保健品终端需求扩张节奏可能放缓，或将制约行业扩容及企业收入增长。

行业监管变化。保健品行业监管体系持续完善，若相关备案、宣传、生产准入等政策发生调整，可能改变企业经营模式，对产品推广与商业化进程形成影响。

原材料价格波动风险。维生素、功能性原料等上游原材料价格受供给、开工、贸易等多重因素扰动，若原料价格大幅上行，或将抬升企业生产成本，压制盈利空间。

测算不及预期。保健品线上渠道份额可能受消费习惯变化和季节性促销扰动影响，若渠道结构变化超预期，品牌方对线上资源的配置及增长预期可能失准，进而影响企业决策与市场表现。

技术迭代/替代风险。新型功能原料、保健技术及替代产品不断涌现，若企业研发迭代滞后，现有产品竞争力将被削弱；同时消费健康认知升级，部分需求会被新兴功能性食品分流，挤压原有产品市场份额。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，王可欣、倪欣雨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王可欣、倪欣雨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司