下载日志已记录，仅供内部参考

WESTERN SECURITIES 西部证券

证券研究报告

# 养生观念持续渗透，药食同源迎发展

西部证券研发中心

2026年8月25日

分析师 |于佳琦 S0800525040008 邮箱地址： yujiaqi@xbmail.com.cn;

田 地 S0800525050004 邮箱地址：tiandi@xbmail.com.cn;

机密和专有
未经西部证券许可，任何对此资料的使用严格禁止

下载日志已记录，仅供内部参考

# 核心观点

- **主动健康管理意识增强，养生保健行业加速渗透。**2024年我国居民健康素养水平达到31.87%，同比提升2.17个百分点，较2012年增长228.7%。随着人均预期寿命向79岁迈进，居民健康管理周期进一步延长，大众健康观念也由“疾病治疗”逐步转向“主动预防”与“品质生活”，带动中医养生、理疗及相关健康消费需求持续释放。当前健康消费已呈现全年龄段覆盖特征，其中Z世代与银发群体构成两大核心驱动力：年轻消费者更偏好时间成本较低、投入较小且易融入日常生活的“轻养生”方式，中国青年报社社会调查中心联合问卷网对1,334名青年开展的调查显示，97.2%的受访者尝试过“轻养生”，其中食疗养生以59.8%的占比位居首位；老年群体则普遍面临“三高”、心血管疾病等慢性病及多病共存问题，人均存在3.5种健康问题，对慢病监测管理、中医理疗和睡眠改善类产品的需求较为明确。

- **在政策目录持续扩容、消费者健康意识提升及产品口感改善的共同推动下，药食同源市场加速由传统滋补向日常化、零食化、便捷化的“轻养生”转变。**冲饮市场规模已超过600亿元，燕麦片、超级粉、药食同源粉及黑芝麻粉等细分赛道持续扩容。消费需求以中青年及女性为主，购买决策兼顾口味、功效与便利性，产品也由基础滋补向营养早餐、代餐冲泡、助眠、“三高”管理及养肝护肝等功能化、场景化方向延伸。其中，滋补营养品市场相对成熟，养生丸、五谷营养品、花胶鱼胶及滋补凉茶等品类更贴近日常消费；五谷营养粉行业格局仍较分散，五谷磨房依托黑芝麻粉核心单品、持续扩充产品矩阵并强化线上线下全渠道布局，有望受益于药食同源轻养生趋势下的需求增长。

- **药食同源与健康消费需求持续扩容，建议重点关注具备品牌壁垒、产品创新能力及渠道扩张优势，且盈利改善路径清晰的龙头公司。**
  - ✓ 五谷磨房：核心大单品保持增长，功能改善型产品占比提升叠加全渠道协同，有望推动收入扩张与盈利能力持续修复。
  - ✓ 西麦食品：燕麦主业基本盘稳固，药食同源新品与复合燕麦片构成第二增长曲线，全渠道运营和自产模式强化成本及供应链优势。
  - ✓ 固生堂（已覆盖）：长期调理需求支撑就诊人次与会员黏性提升，海外扩张、AI医疗及院内制剂有望打开中长期增长空间。
  - ✓ H&H国际控股：2025年实现扭亏，中国市场恢复及成人营养品增长提供主要驱动力，品牌升级与新品集中上市有望强化后续修复弹性。

- **风险提示：居民健康消费需求释放不及预期；行业竞争加剧及渠道费用上升；产品创新、市场推广效果不及预期；相关监管政策及产品质量安全风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录
# CONTENTS

01 养生保健行业加速渗透

02 药食同源迎发展

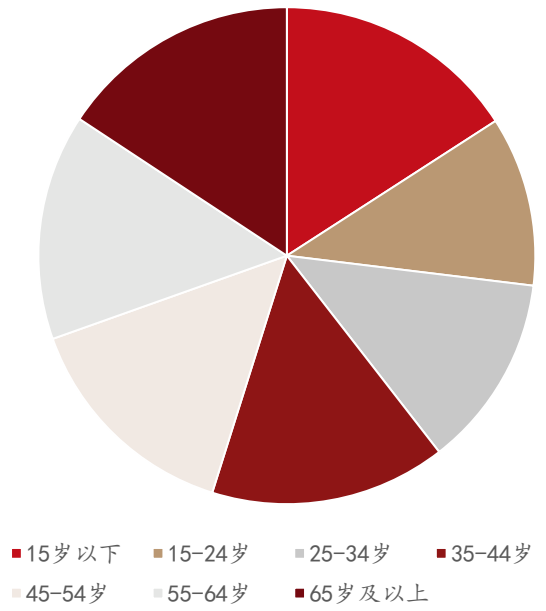
03 相关上市公司介绍

下载日志已记录，仅供内部参考

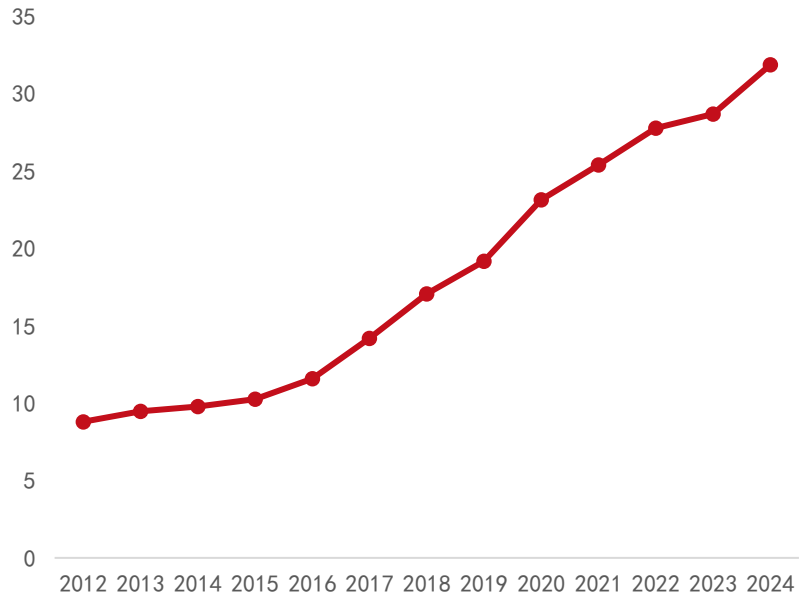
# 主动健康管理意识增强，养生保健行业加速渗透

- **居民健康意识提升，主动健康管理需求增长。**2024年我国居民健康素养水平达到31.87%，同比提升2.17个百分点。随着人均预期寿命迈向79岁，健康管理周期持续延长；同时居民健康素养较2012年提升262%，大众健康观念正从“疾病治疗”转向“主动预防”和“品质生活”，推动健康消费需求持续释放。中医养生、理疗等方式兴起。
- ✓ **中医养生、理疗保健等健康管理方式加速普及，**2014—2023年中国中医养生相关企业注册量持续增长，反映出健康服务需求不断扩容。
- **人群画像：Z世代与银发族“双向奔赴”。**健康消费正呈现全年龄段覆盖的特征，但Z世代（1995-2009年出生）与银发群体（60岁及以上）构成了最为核心的两大驱动力。

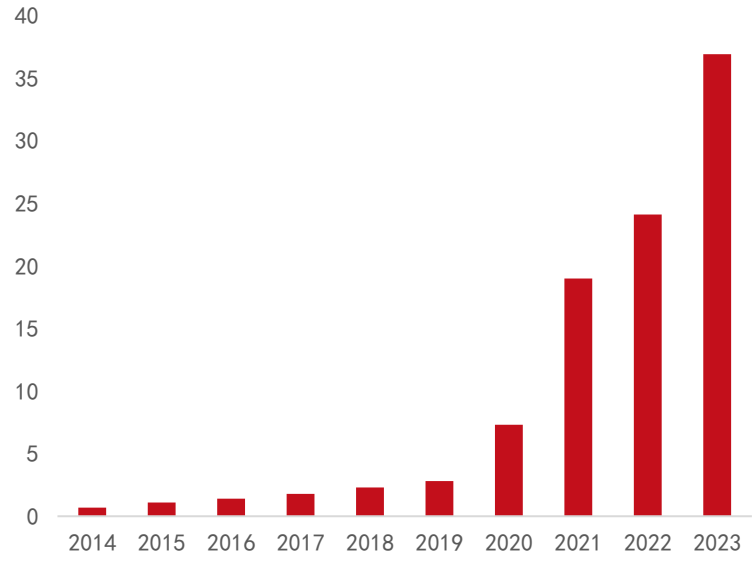
**图：各年龄段全国总人口占比（根据抽样调查）**




**图：全国居民健康素养水平（%）**




**图：2014—2023年中国中医养生相关企业注册量（单位：万家）**



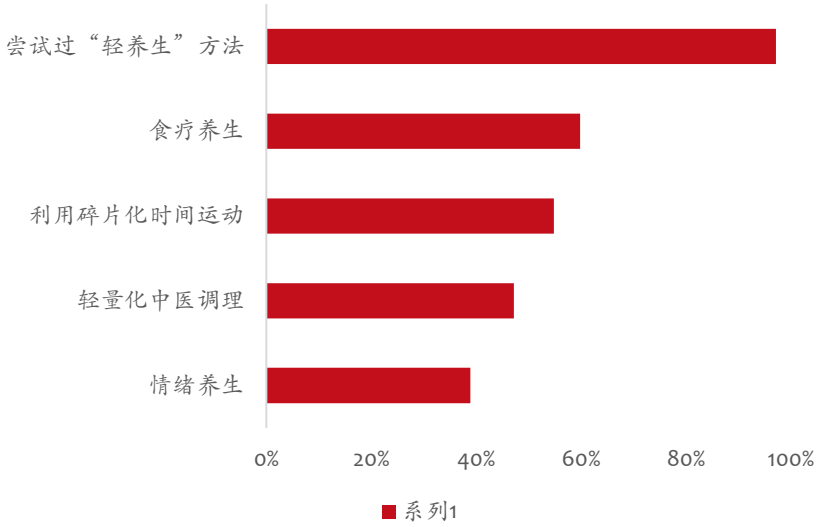

资料来源：Wind，卫健委，CHN大健康网公众号，共研网公众号，中国科学报公众号，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 年轻人“轻养生”

- **快节奏的工作与生活使亚健康问题困扰着年轻人。**与传统养生方式相比，年轻消费者更倾向于选择时间成本低、投入较小且便于融入日常生活的“轻养生”方式。2025年12月，中国青年报社社会调查中心联合问卷网针对1334名青年开展的调查显示，97.2%的受访青年尝试过“轻养生”，其中食疗养生以59.8%的占比成为最受欢迎的方式。
- **每年1000-2000元、3000-5000元是年轻人两个主要健康消费价格段。**据知萌咨询统计，2025年Z世代整体健康消费渗透率已达84.3%，其中近半数人经常购买健康相关产品或服务；年均健康消费支出达3250.7元，近六成人群每年在健康领域投入1000—5000元。健康消费正从阶段性需求逐步转变为年轻人的长期生活方式，并推动行业向功能化、便捷化和个性化方向发展。

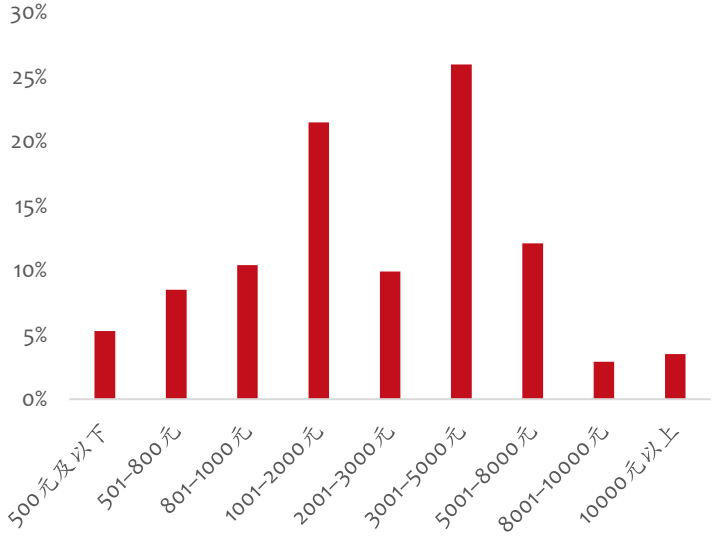
图：年轻人养生方式




图：困扰年轻人常见的问题




图：Z世代的健康消费情况（年）



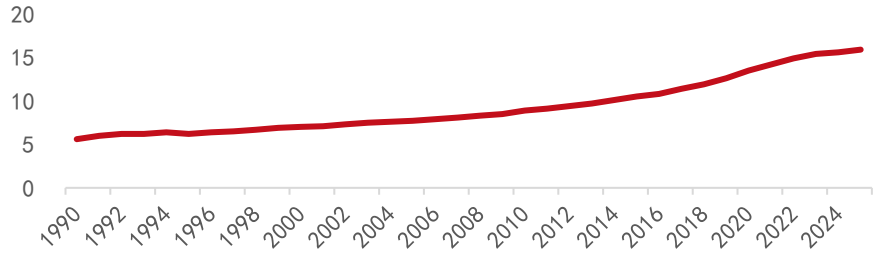

资料来源：江西药监公众号，虹口区消保委公众号，知萌咨询，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

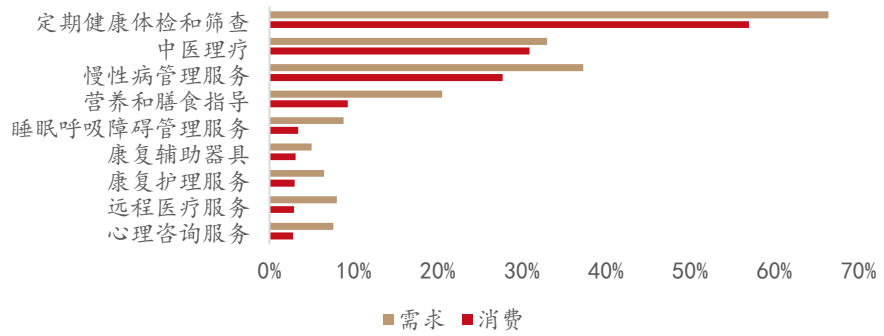
# 银发群体健康养生消费需求释放

- **我国银发群体规模持续扩大。**2025年我国65岁及以上人口占比达到15.9%，60岁及以上人口已突破3.2亿，占总人口比例约23%。
- **老年人健康问题主要集中在三高、心血管疾病等慢性疾病，普遍面临多病共发挑战，人均存在 3.5 种健康问题；慢病监测管理、中医理疗类健康产品渗透率较高，**睡眠改善也存在明确的市场需求。
- **银发群体家庭健康投入较高。**在老年人健康意识不断增强的同时，子女对父母健康的关注度也持续提升。调查显示，子女为老年人健康管理支付的费用往往高于老年人自身支出。

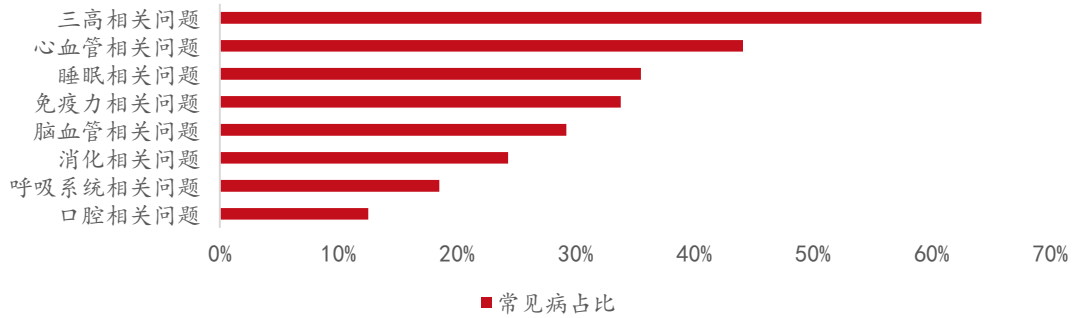
**图：65岁及以上人口占比（%）**

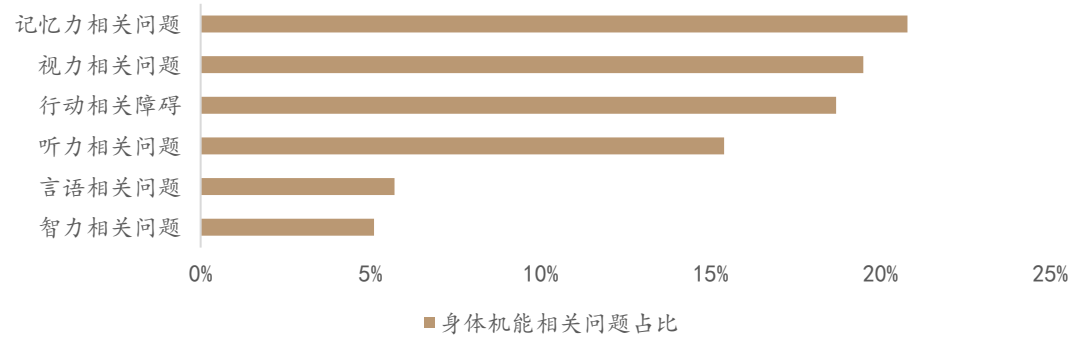



**图：银发群体健康养生消费及需求情况**




**图：网上购买过医疗健康产品的老人存在的健康问题**




资料来源：Wind，老龄与未来公众号，京东健康&艾瑞咨询《中国银发人群健康养老消费报告》，中国老龄协会，国家统计局，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录
# CONTENTS

01 养生保健行业加速渗透

02 药食同源迎发展

03 相关上市公司介绍

下载日志已记录，仅供内部参考

# 药食同源发展脉络

- **定义出处：**《食品安全法》+ 国家卫健委《按照传统既是食品又是中药材的物质目录管理规定》。目录中所列物质，可以同时作为食品原料销售和中医临床使用。强调“食养”理念，通过日常饮食的长期调理，达到亚健康改善与疾病预防目的。截至2025年5月，药食同源名单已增至106种。
- **历史溯源：**“药食同源”理念源远流长，早在《黄帝内经》中便形成了“五谷为养、五果为助、五畜为益、五菜为充”的膳食养生思想；西汉《淮南子》所载“神农尝百草”的传说，则体现了中国古代对草木、果实及根茎等物质食用与药用属性的探索。
- **宣传规定：**普通食品不得宣称具有保健功能或疾病预防治疗功能，严禁使用医疗用语（如“消炎”“治疗”）；保健食品不得夸大功效，不得使用医疗用语或者易与药品相混淆的用语，明示或暗示具有疾病预防、治疗等功能（如“降血糖”“降血压”“抗癌”等）。

**表：我国药食同源物质目录政策发展历程**

| 实施主体 | 发布时间 | 政策文件 | 具体内容 |
|---|---|---|---|
| 卫生部 | 1987年 | 《禁止食品加药卫生管理办法》 | 共33种 |
| 卫生部食品卫生监督检验所 | 1988年 | 《既是食品又是药品的品种名单》（（88）食监检字第23号） | 共61种 |
| 卫生部 | 2002年 | 《既是食品又是药品的物品名单》（卫法监发〔2002〕51号） | 更新后共计87种 |
| 国家卫生和计划生育委员会 | 2014年 | 《按照传统既是食品又是中药材物质目录管理办法(征求意见稿)》 | 共100种 |
| 国务院 | 2016年 | 《“健康中国2030”规划纲要》 | 提出了健康中建设的目标和任务，将“共建共享全民健康”作为战略主题，预防为主，关口前移 |
| 国家卫生健康委国家市场监督管理总局 | 2019年 | 《关于当归等6种新增按照传统既是食品又是中药材的物质公告》（2019年第8号） | 将当归、山奈、西红花、草果、姜黄、莪芰等6种物质纳入按照传统既是食品又是中药材的物质目录管理，仅作为香辛料和调味品使用，共93种 |
| 国家卫生健康委国家市场监督管理总局 | 2023年 | 《关于党参等9种新增按照传统既是食品又是中药材的物质公告》（2023年第9号） | 将党参、肉苁蓉（荒漠）、铁皮石斛、西洋参、黄芪、灵芝、山茱萸、天麻、杜仲叶等9种物质纳入按照传统既是食品又是中药材的物质目录，更新后共102种 |
| 国家卫生健康委员会国家市场监督管 | 2024年 | 《关于地黄等4种按照传统既是食品又是中药材的物质的公告》（2024年第4号） | 将地黄、麦冬、天冬、化橘红等4种物质纳入目录，更新后共106种 |

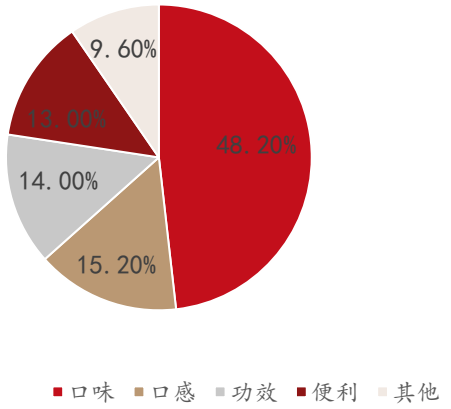
资料来源：淮北市场监管公众号，中国食品药品监管杂志公众号，宿迁市场监管公众号，卫健委，中国质量新闻网，卫生计生委，国务院，山东省慢性病医院公众号，中国人大网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

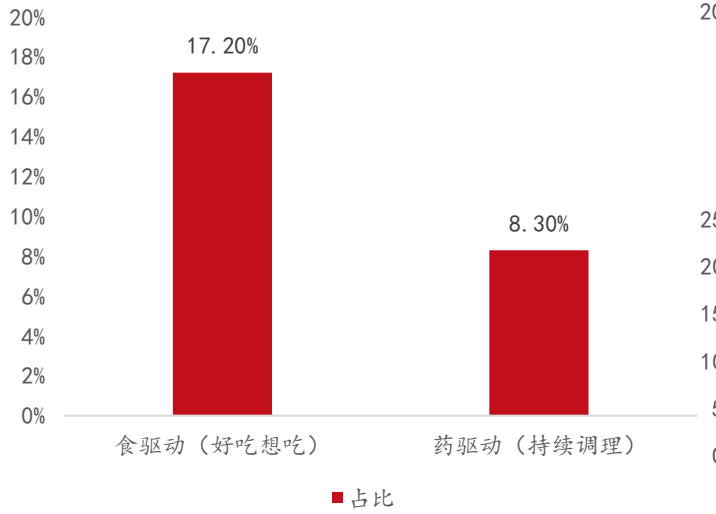
# 产品口感是主要消费驱动因素之一

- **消费者对药的认知不高，吸引消费者的主要是食品口碑。**根据久谦对2023和2025年的消费者数据分析，86%的消费者购买后对健康功效只字未提，真正驱动消费的是口味（48.2%）、口感（15.2%）和便利性（13.0%），而功效关注度仅占14.0%。在复购环节，“好吃想吃”驱动率达到17.2%，是以“持续调理”为目的的药端复购率（8.3%）的2.1倍。
- **中老年人为消费主力，年轻人传统养生需求提升。**据魔镜洞察2024年数据，50岁以上中老年人在食疗滋补养生人群中占比最高，达到19.3%，仍是当前主力消费群体。与此同时，消费人群呈现年轻化趋势，35岁以下年龄段占比提升4.1pct。随着工作与生活节奏加快，年轻群体对身体状态、健康指标及日常健康管理的关注度不断提高，带动食疗滋补等传统养生方式进一步向年轻人群渗透。

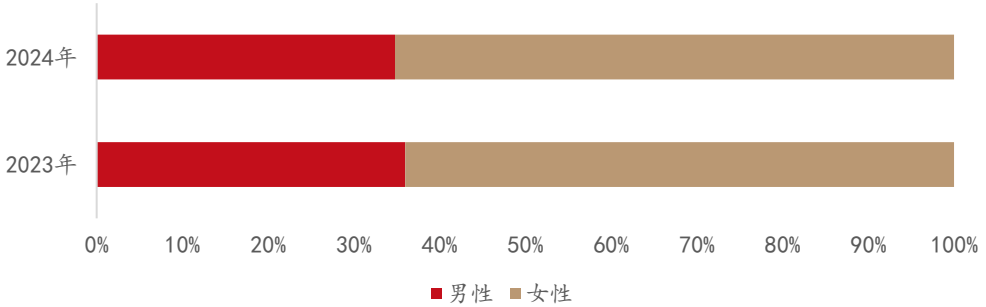
图：2023&2025年消费者购买药食同源产品时关注的因素



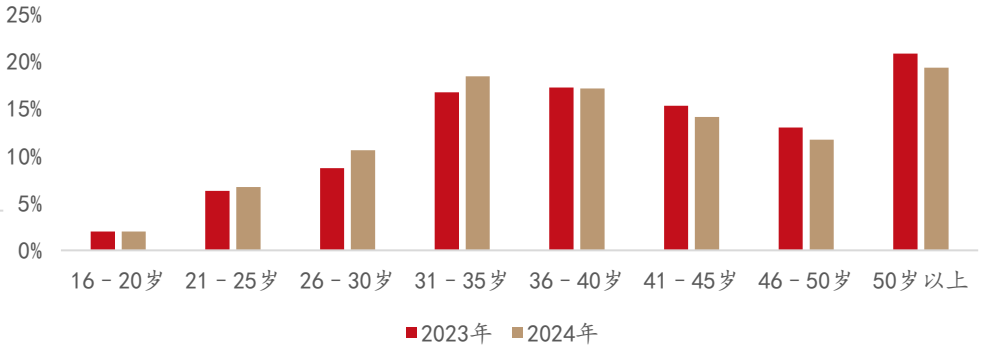

图：2025年食物驱动vs药驱动




图：2023&2024年药食同源话题讨论人群性别分布及变化




图：2023&2024年药食同源话题讨论人群年龄分布及变化




资料来源：九谦中台消费公众号，魔镜洞察，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 药食同源粉市场持续增长，产品向功能化、场景化发展

- **大健康及健康食品赛道景气度持续提升。**目前冲饮市场规模已超过600亿元，其中燕麦片市场规模超100亿元，超级粉粉约150亿元、药食同源粉超280亿元、黑芝麻粉超80亿元。随着健康消费需求升级，西麦等头部企业正从传统“早餐场景”向功能化、场景化健康产品延伸，无糖产品销量同比增长67%，高纤维、高蛋白燕麦产品增速超过40%。
- **药食同源需求持续扩容，功能化与细分化趋势日益明显。**消费者需求已从基础滋补逐步延伸至睡眠改善、骨骼健康、“三高”管理及养肝护肝等多元功能场景。睡眠赛道在酸枣仁等核心成分带动下持续扩容；养肝护肝市场在2022-2024年均保持增长，2024年市场规模已超过90亿元，同比增长6.6%，其中奶蓟草凭借跨境保健品市场的广泛应用，占据养肝护肝赛道最大市场份额。

**图：2025年燕麦市场及健康消费新品类规模**

**燕麦片**

- 市场规模：112.4亿
- **整体增速：8%-9%**
- 主流品类：包含即时燕麦、复合燕麦、冷食燕麦等产品，不含燕麦米
- 趋势：无糖产品，高纤维/蛋白燕麦，代餐场景增长快

**超级粉粉**

- 市场规模：约150亿
- **同比：18%**
- 主流品类：奇亚籽粉、羽衣甘蓝粉、亚麻籽粉、巴西莓粉、螺旋藻粉等
- **线上增速25%+**
- 主打天然、高纤、植物基、代餐
- 格局：新锐品牌主导，集中度低、线上为主

**药食同源粉**

- 市场规模：约280-320亿
- **增速：20%-30%，线上28.9%**
- 主流品类：红豆薏米粉、山药粉、茯苓粉、枸杞粉、阿胶粉、人参粉、黄芪粉等
- 驱动：中式养生、便捷化、复配配方（如红豆薏米粉+芡实）

**黑芝麻粉**

- 市场规模：约80-100亿
- **同比：10%-15%**
- 主流：纯黑芝麻粉、黑芝麻核桃粉、黑芝麻黑豆粉、黑芝麻桑身粉、
- 格局：五谷磨房、南方黑芝麻等头部占50%+
- 趋势：低糖/0糖、高钙、高蛋白、有机款增长快

**图：药食同源五大功能**




资料来源：西麦人公众号、久谦、魔镜洞察《2025年数字解密：药食同源生意下最香的成分与赛道研究报告》、FFL未来食品实验室公众号，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

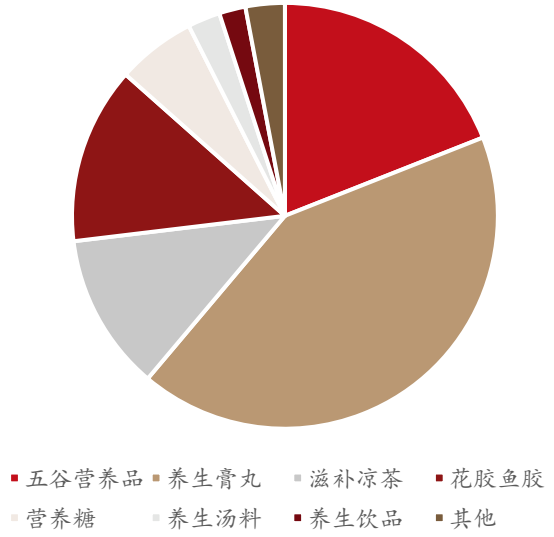
# 滋补类产品市场相对成熟，逐步向“轻养生”转变

- **传统滋补需求正逐步向“日常化、零食化、便捷化”方向迁移。**名贵成分如冬虫夏草、人参等传统滋补品近年来出现一定程度下滑。与此同时，从抖音、京东、淘宝三大线上平台销售数据来看，中式保养类滋补产品2025年零售额仍提升至71.1亿元，同比+28.0%。
- **养生膏丸、五谷营养品、花胶鱼胶及滋补凉茶为2025年市场份额前四大品类，**占比分别为41.9%、18.9%、13.4%和11.9%。由于此类产品更贴近日常饮食场景、口味接受度较高，因此更受到消费者欢迎。

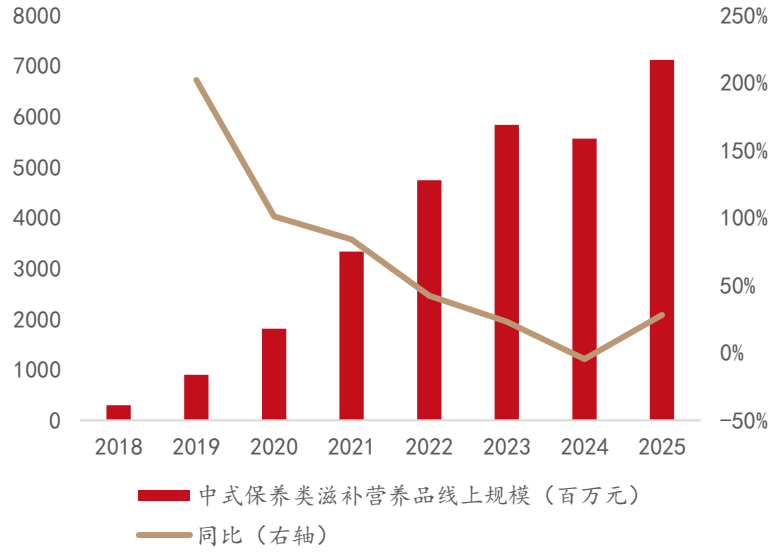
**图：2024年淘宝天猫京东抖音部分滋补类药食同源成分销售额同比增速**

| 成分 | 同比增速 |
|---|---|
| 枸杞 | 11.5% |
| 蜂蜜制品 | -13.9% |
| 冬虫夏草 | -30.6% |
| 西洋参 | 8.6% |
| 石斛/枫斗 | 0.3% |
| 山药 | 7.8% |
| 鸡内金 | 55.0% |
| 酸枣仁 | -2.5% |
| 金银花 | -6.7% |
| 黄精 | 45.6% |

**图：2025年中式保养类滋补营养品各类产品占比**




**图：中式保养类滋补营养品线上销售规模及增速**




资料来源：魔镜洞察，久谦数据中台，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 滋补类产品市场相对成熟，逐步向“轻养生”转变

- **传统中式滋补类产品向“药食同源”方向升级。**以线上市场为例，东阿阿胶凭借三大主力产品持续占据销量领先地位；而喜纯则通过玉灵膏等深度绑定药食同源概念的爆款单品，快速崛起为线上流量头部品牌，喜纯阿胶产品引入黄芪等药食同源食材，并进一步拓展至即食产品。
- **养生丸类及五谷营养粉轻养生产品加速扩容。**北京同仁堂、五谷磨房、西麦食品等品牌围绕黑芝麻、五黑、五红、薏苡仁等食材，推出养发、代餐、祛湿、滋补气血等细分功能产品，产品形态也从传统滋补向丸类、粉类、早餐化、代餐化方向演进。

**表：部分滋补类药食同源产品**

| 产品类型 | 产品品牌 | 产品名称 | 细分功能 | 主要成分 |
|---|---|---|---|---|
| 传统滋补品 | 东阿阿胶 | 低糖黄精阿胶糕 | 滋补润养 | 黑芝麻、阿胶、黄酒、黄精、黄芪、核桃、东阿水等 |
| 养生丸类 | 北京同仁堂 | 五黑黑芝麻丸球 | 滋补养发 | 炒黑芝麻（60.46%）、黑桑椹粉（4.87%）、黑果枸杞粉（4.87%）、熟黑米粉（2.34%）、熟黑豆粉（2.34%）人参黄精草本膏（0.65%） |
| | 五谷磨房 | 0糖黑芝麻丸 | 滋补养发 | 黑芝麻、聚葡萄糖液、黑米、麦芽糖醇液、奇亚籽、黑大豆、黑藜麦、黑麦片 |
| 五谷营养粉 | 五谷磨房 | 核桃芝麻黑豆粉 | 营养早餐、黑发养发 | 核桃芝麻黑豆谷物粉(黑芝麻、黑大豆、黑米、秘米、燕麦片、红枣干、核桃仁、山药、奇亚籽、藜麦)、结晶果糖(黑大豆、黑芝麻、黑米、奇亚籽、黑藜麦)含量≥70%，黑芝麻含量≥30% |
| | 西麦食品 | 红参姜黄五红粉 | 营养代餐 | 五红粉(不低于78%)(红米粉、赤小豆粉、红糖、红枣粉、枸杞粉、红皮花生粉)，生姜粉(2%)，红参粉(选用五年及五年以下人工种植人参)，姜黄粉，甘草粉 |
| | 喜纯 | 五红粉 | 饱腹代餐 | 红豆粉、红米粉、红枣粉、红糖粉、枸杞粉、红皮花生衣粉 |
| | 江中食疗 | 五黑粉 | 营养早餐、黑发养发 | 黑米、黑芝麻、结晶果糖、大枣、桂圆、枸杞子、桑椹、核桃仁、黑豆、阿胶 |
| | 花姐食养 | 八珍粉 | 营养早餐、养胃祛湿 | 八珍浓浆(饮用水、燕麦、铁棍山药片、猴头菇粉、莲子、薏苡仁、芡实、苓、陈皮、稻米油、食用盐)、饮用水 |

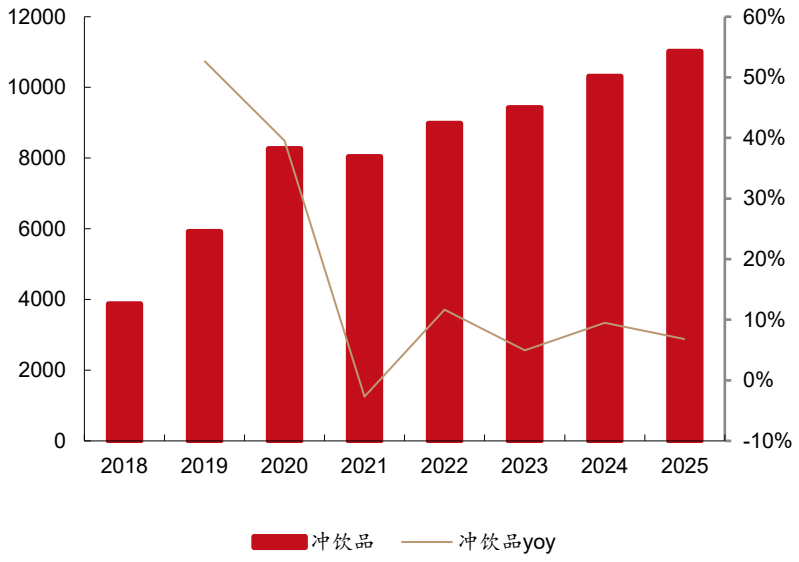
资料来源：淘宝，天猫，喜纯公众号，中国非处方药物协会，界面新闻，前瞻产业研究院，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

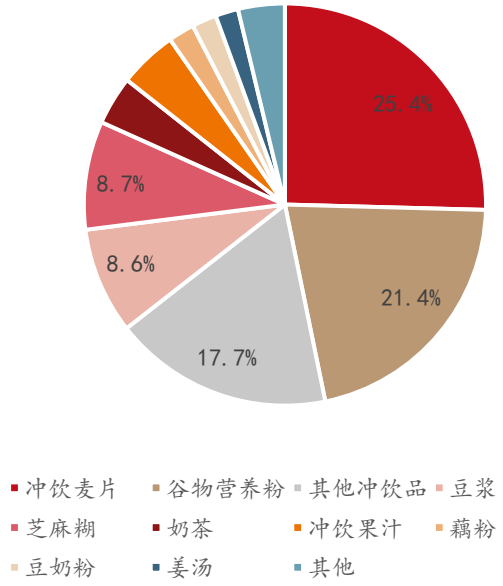
# 五谷营养粉：聚焦食用、代餐品类

- **从更偏向食用、代餐属性的冲泡粉赛道来看，行业竞争格局较为分散、细分品类丰富。**根据三大线上平台数据，2025年冲泡类产品电商渠道销售规模达110.2亿元，同比+6.8%；其中，冲饮麦片、谷物营养粉为两大核心品类，合计占比超过46%。
- **谷物营养粉为近年来增长较快的细分方向，**2021-2025年复合增长率达到36.3%，2025年线上零售额约24亿元。
- **品牌端看，五谷磨房、江中猴菇市占率相对领先，**但行业整体仍较为分散，CR5仅为21.1%。

**图：冲饮品线上规模（百万元）**




**图：冲泡类产品占比**




**图：2025年电商五谷营养粉市占率级零售额**

| | 线上零售额（百万元） | 市场份额 |
|---|---|---|
| 总计 | 2353 | 100% |
| 五谷磨房 | 169 | 7.2% |
| 江中猴菇 | 109 | 4.6% |
| 添维思 | 100 | 4.3% |
| 领纤 | 67 | 2.8% |
| Rawmode | 52 | 2.2% |
| 奉协堂 | 47 | 2.0% |
| 九阳 Joyoung | 47 | 2.0% |
| 生命山 | 44 | 1.9% |
| 南国 | 34 | 1.4% |
| 永和豆浆 Yon Ho | 27 | 1.2% |
| 其他 | 1658 | 70.5% |

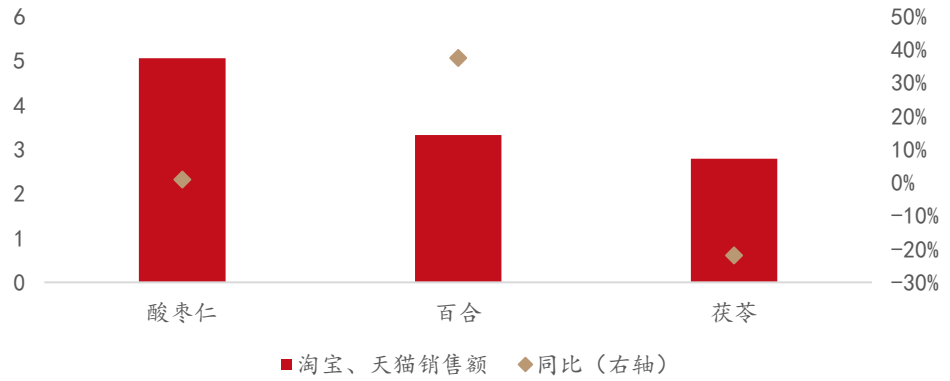
资料来源：久谦数据中台，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

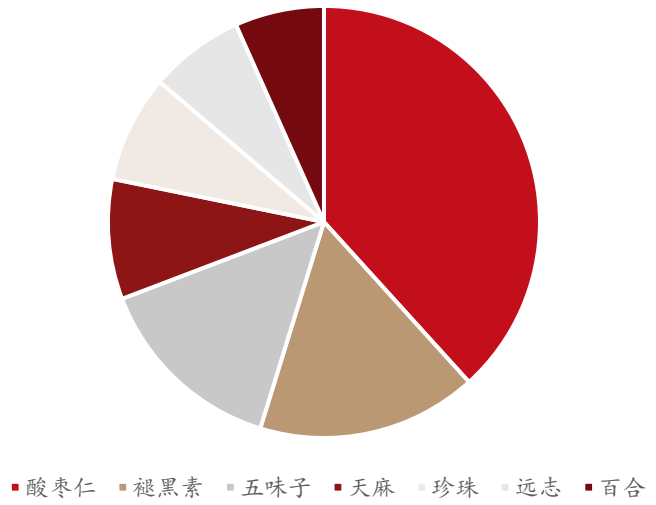
# 助眠类需求扩容，酸枣仁成分快速增长

- **助眠需求持续扩容，药食同源产品凭借温和、安全长期调理的食材特性快速增长，其中酸枣仁已成为改善睡眠领域最主流的药食同源成分之一，在使用频次上快速增长。**主要产品形态涵盖酸枣仁茶、酸枣仁油软胶囊、酸枣仁膏等，并常与茯苓、百合等药食同源原料复配，以强化助眠、安神等功效。
- 除酸枣仁外，可缓解失眠、健忘等症状的灵芝、桂圆/龙眼肉、菊花、五味子等药食同源成分也开始加速应用于助眠相关产品，其增速明显高于其他成分。

**图：2024年淘宝、天猫助眠类TOP3成分销售额（亿元）**




**图：改善睡眠保健食品主要原料的使用频次分布**




**图：酸枣仁药食同源助眠产品**

| 产品类型 | 产品品牌 | 产品名称 | 成分 |
|---|---|---|---|
| 茶饮 | 北京同仁堂 | 酸枣仁百合茯苓茶睡眠茶 | 桑椹、重瓣红玫瑰、酸枣仁、枸杞、栀子、茯苓、百合、大麦、甘草 |
| 养生膏 | 雷允上 | 晚安膏 | 大枣、酸枣仁（≥16%）、桑椹、龙眼肉、灵芝（赤芝）、百合、重瓣红玫瑰、地黄、茯苓、莲子、甘草、小麦 |
| 糕点 | 南京同仁堂 | 酸枣百合糕 | 黑芝麻 黑米、茯苓、莲子、山药、 酸枣仁、百合、桂圆、桂圆、红枣、山楂、蜂蜜 |
| 酸枣仁原浆 | 福东海 | 小睡瓶 | 酸枣仁、茯苓、龙眼肉、百合、桑葚、红枸杞、黑枸杞、人参(5年及5年以下人工种植)、水 |
| 冲泡 | 李时珍 | 酸枣仁粉 | 酸枣仁 |

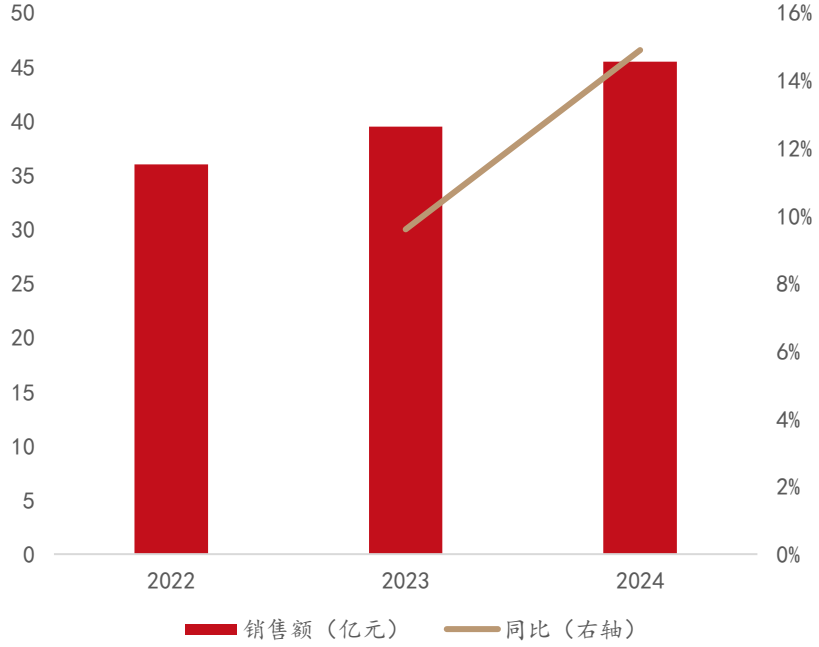
资料来源：AgeClub公众号，全国农贸联燕委会公众号，FiA 健康天然原料展，淘宝，天猫，魔镜洞察，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

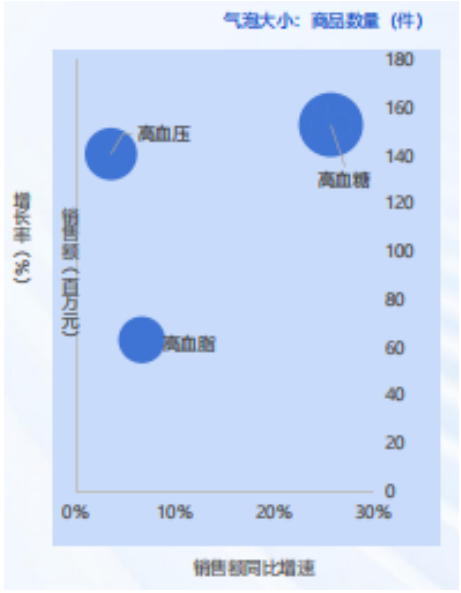
# “三高”&养肝类市场以茶饮、原浆为主

- **“三高”药食同源市场持续扩容，杜仲、天麻等成分增长亮眼。**2024年“三高”药食同源市场销售额超过45亿元，同比+15%；其中，高血糖相关市场规模更大，线上销售额超过15亿元，同比+25.7%。**目前“三高”类产品开发仍相对初级，主要以原浆、茶饮等易接受的产品形态为主，线上销售通常不会直接强调“降糖”“降血压”等功效，而是偏向日常健康管理场景。**
- **养肝护肝市场近三年持续增长，但增速有所放缓，**2024年市场销售额超过90亿元，同比+6.6%。从成分来看，**奶蓟草规模远超其他成分，**主要因市场存在大量跨境奶蓟草保健品，Swisse护肝片等成为爆品；相比之下，枸杞、灵芝、蒲公英、白芍等成分保持增长，其中白芍增长最为显著，同比+210.8%。

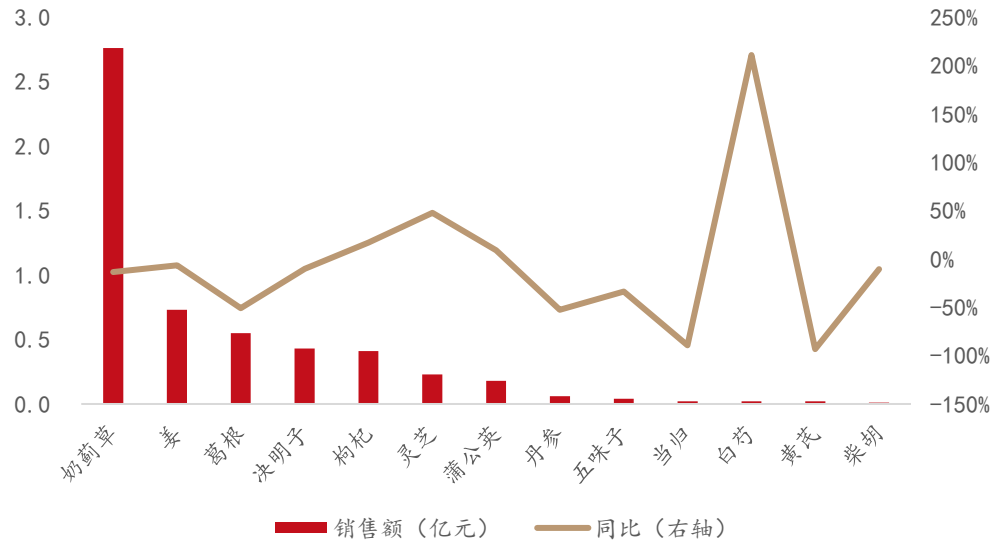
**图：三高类产品线上销售额及增速**




**图：三高类细分产品情况**




**图：2024年养肝护肝市场TOP成分销售额（亿元）及同比增速（淘宝、天猫、抖音）**




资料来源：魔镜洞察，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录
# CONTENTS

01 养生保健行业加速渗透

02 药食同源迎发展

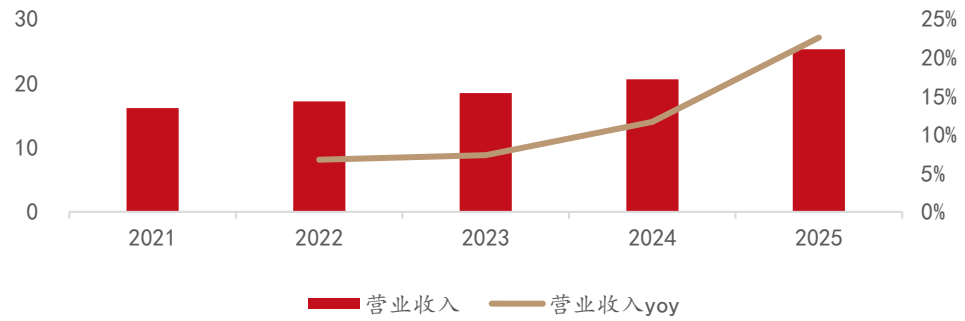
03 相关上市公司介绍

下载日志已记录，仅供内部参考

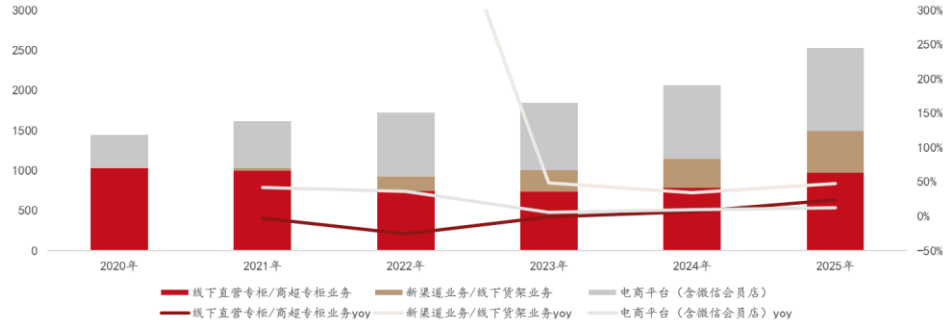
# 五谷磨房：产品矩阵不断扩容，功能性与口味贴近消费者需求

- **产品矩阵持续扩容，覆盖多元食养场景。**以核桃芝麻黑豆粉为核心大单品，持续完善中式食养早餐产品梯队，围绕祛湿、补气养颜等功能诉求推出差异化新品，并通过配方及包装升级提升消费体验；同时布局春节、中秋健康礼盒，进一步覆盖日常食养与节庆礼赠需求。
- **全渠道协同放大品牌势能。**线上以抖音内容电商为核心，协同天猫、京东等货架电商，线下持续拓展商超专柜及货架渠道，2025年线下直营渠道、线下新兴渠道、电商平台收入分别同比+23.7%、+47.6%和+11.9%；结合礼赠营销与“药食同源的中式食养”定位，持续提升消费者触达效率及品牌认知。

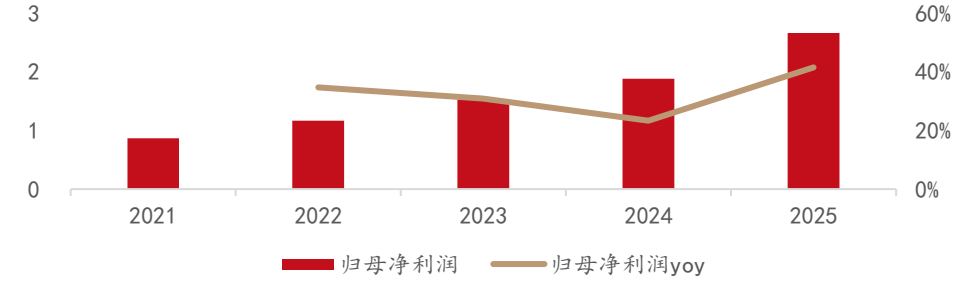
图：五谷磨房2021-2025年收入及增速（亿元）



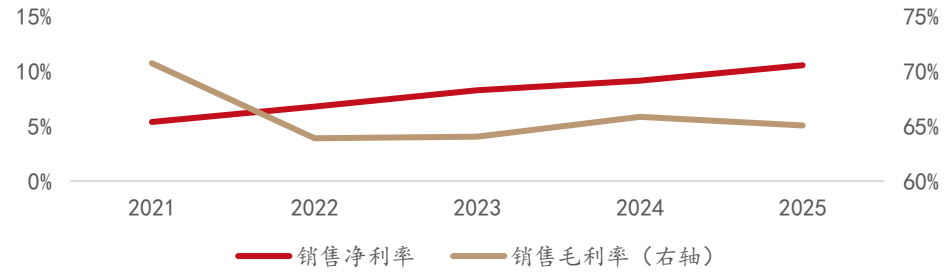

图：五谷磨房收入分渠道拆分（百万元）




图：五谷磨房2021-2025年归母净利润及增速（亿元）




图：五谷磨房2021-2025年销售净利率及毛利率




资料来源：Wind，五谷磨房2025年业绩报告，五谷磨房2023年业绩报告、五谷磨房2021年业绩报告，iFind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

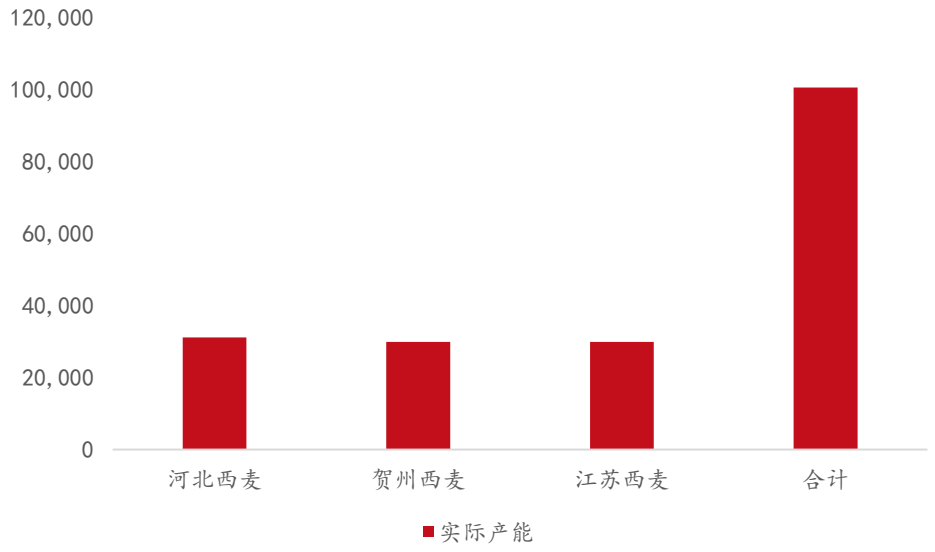
# 西麦食品：全渠道运营能力持续增强，带动新品增长

- **渠道网络协同效应凸显，公司全渠道运营能力持续增强。**线下渠道精耕细作、稳步扩容，线下业务同比增长近15%，其中零食渠道销售同比增长近50%。线上在主流电商及新兴平台保持领先优势，线上直营渠道销售同比增长35%；即时零售渠道GMV规模突破1.5亿元，同比增长超过30%；B2B和OEM业务规模均超亿元，保持较高增长。
- **在生产端，**全国布局广西贺州、江苏宿迁、河北定兴及张北四大生产研发基地，配备现代化生产设施，引进世界一流的瑞士布勒工艺，实施118道工序工艺管理，采用7S及TPM等现场管理手段，持续提升生产效率与品控水平，目前公司拥有燕麦产品年设计产能15万吨，实际产能10万吨+，是国内规模最大的燕麦生产企业。

图：西麦食品渠道业务情况




图：西麦食品产能情况（吨）




资料来源：西麦人公众号，西麦食品2025年年度报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 五谷磨房：产品矩阵不断扩容，功能性与口味贴近消费者需求

- **公司产品开发体系以消费者洞察为核心，**注重通过消费者端的客观反馈进行反复打磨与品质校验。产品配方以传统古方为基础，融合现代营养学、精选原料与科技工艺进行优化；同时联合中国营养学会及中国农科院等科研院校展开深度产学研合作。
- **新品上市前须经过严苛的消费者体验测试与科学功能验证，**确保产品具备明确的食养体感与高品质，以差异化的中式食养方案满足消费者健康需求。
- **公司长期坚持自建工厂与供应链体系，重视原料处理、加工工艺与食品安全标准，并坚持天然原料、无添加路线。**例如山药片采用无熏硫处理以兼顾安全与口感；黑芝麻则与中国农科院油料研究所合作，筛选并培育高芝麻素品种“黑之养1号”，并持续推进更高褪黑素、钙等功能成分品种研发，以强化产品差异化与功能属性。

**图：五谷磨房研发专利**

| 公开号 | 申请号 | 申请日 | 发明名称 | 申请人 |
|---|---|---|---|---|
| CN309898331S | CN202530503252.5 | 2025.08.25 | 包装盒（五谷磨房谷物粉-四... | 深圳市香雅食品有限公司 |
| CN309874784S | CN202530431837.0 | 2025.07.23 | 包装盒（黄芪山药裸益粥） | 深圳市香雅食品有限公司 |
| CN309847605S | CN202530406302.8 | 2025.07.11 | 包装盒（人参黄芪粉） | 深圳市香雅食品有限公司 |
| CN309906467S | CN202530404173.9 | 2025.07.10 | 包装盒 | 深圳市香雅食品有限公司 |
| CN309216033S | CN202430447596.4 | 2024.07.17 | 包装盒 | 深圳市香雅食品有限公司 |
| CN117752063A | CN202311742332.2 | 2023.12.18 | 一种提高芝麻中营养素生物利... | 湖北馥雅食品科技有限公司; ... |
| CN116871038A | CN202311097791... | 2023.08.29 | 一种自动化磨粉设备及方法 | 深圳市香雅食品有限公司; 湖... |

**图：五谷磨房工厂和刚刚搓出来的黑芝麻丸**



资料来源：人民网，中国名牌网，FBIF食品饮料创新公众号，国家知识产权局的公开数据库，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 西麦食品：全渠道运营能力持续增强，带动新品增长

- **西麦食品两大核心板块：（1）燕麦业务基本盘；（2）药食同源业务作为第二增长曲线。**
- **燕麦业务持续推进产品结构升级，**复合燕麦片是业绩核心增长引擎，其中“燕麦+”系列销售额突破 3 亿元，牛奶燕麦系列销售规模超 2.5 亿元，有机燕麦作为高端升级品类，当前销售额接近 1.5 亿元。
- **“内生培育+外延合作”双轮驱动拓展大健康业务，**围绕药食同源粉、蛋白粉、肽饮等高附加值品类打造第二增长曲线。依托药食同源等创新产品，推动燕麦消费场景从传统早餐向日常养生和功能营养延伸。

**图：西麦食品各类产品销售规模**




**图：西麦食品产品矩阵**



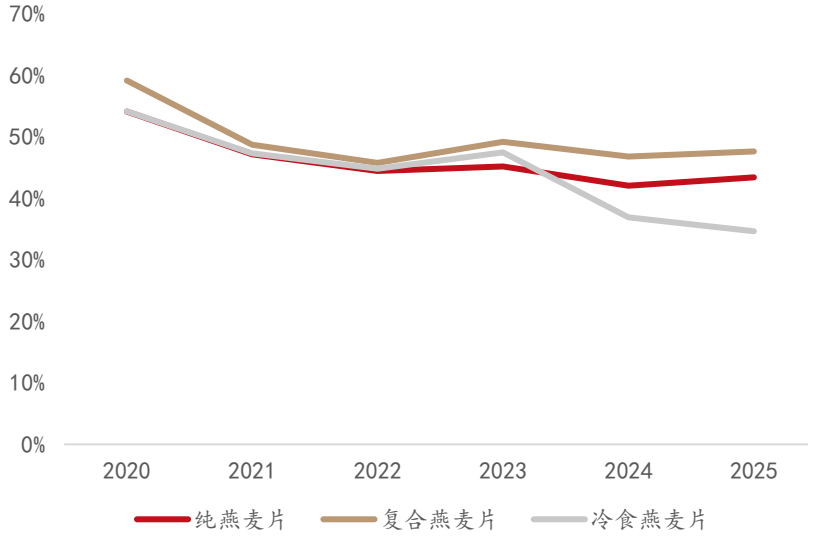

资料来源：ifind，西麦食品:2026年5月7日投资者关系活动记录表，西麦食品2025年年报，西麦人公众号，西麦食品官网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

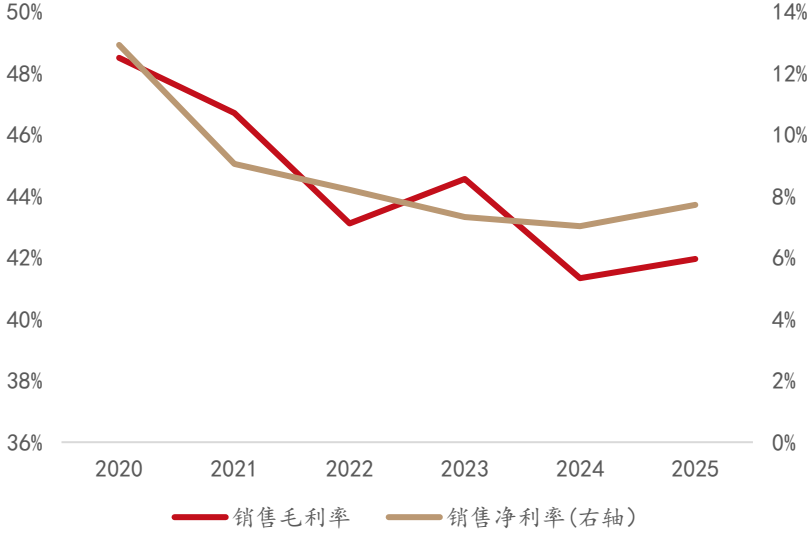
# 西麦食品：全自采模式下，原材料成本管控能力较强

- **利润表现主要受到产品结构升级与外部原材料成本的共同影响。**2025年公司毛利率、净利率分别为42.0%、7.7%，分别同+0.6、+0.7pct。近年来，公司持续提升复合燕麦片、纯燕麦等高质量产品占比，以释放规模效应并带动盈利改善；纯燕麦中的有机燕麦虽具备更高的终端售价，但同时面临更高的原料及生产成本，其对整体盈利能力的贡献仍取决于售价与成本的综合变化。药食同源业务未来成熟后净利率有望略高于燕麦主业。
- 公司通过全球化原料布局与规模化采购强化成本控制，一方面利用澳洲优质燕麦保障原料品质与供应稳定性，另一方面持续扩大国内燕麦基地布局，降低对单一进口来源的依赖。同时在抖音等流量渠道，更强调经营效率与利润率，而非单纯追求GMV高增长，主动控制投放费用。2025年销售、管理费用率分别同比下降-1.4、-0.3pct。
- **中长期来看，公司净利率提升仍需依赖原材料价格进一步下行，同时美元汇率、农产品成本等宏观变量仍是影响盈利能力的重要外部因素。**

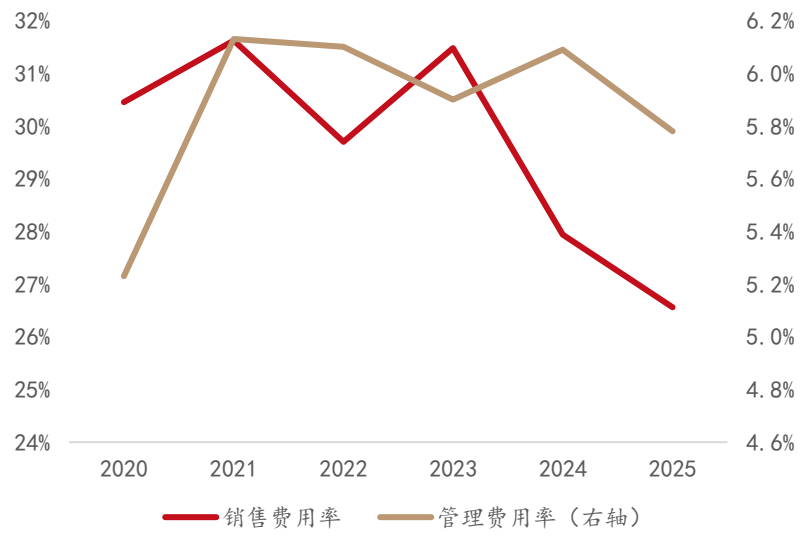
**图：西麦食品各业务毛利率**




**图：西麦食品毛利率、净利率**




**图：西麦食品销售、管理费用率**



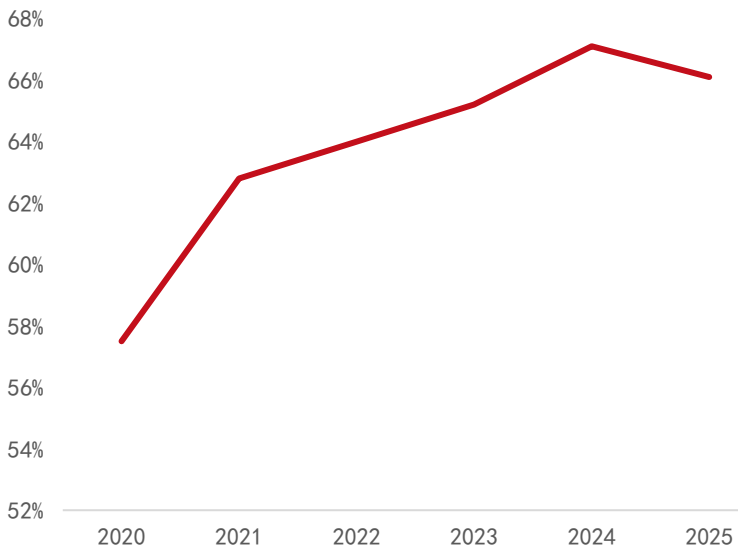

资料来源：ifind，西麦人公众号，食业头条公众号，西麦食品2025年年报，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

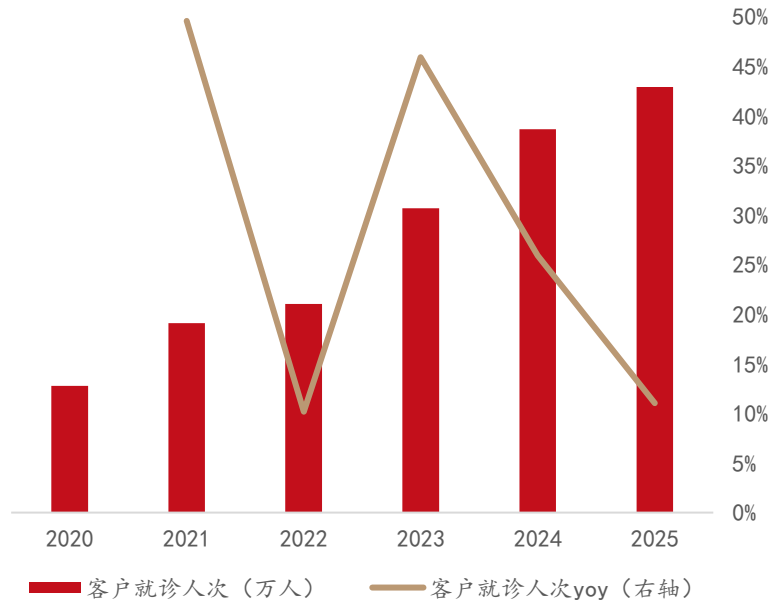
# 固生堂：长期调理需求推动中医服务稳健增长，高粘性会员体系持续强化

- **老龄化与养生重视度提升的背景下，中医服务与相关功能性制剂同样值得关注。**固生堂业务收入高度集中于医疗健康解决方案，包括咨询、诊断、处方及理疗等服务，2021年以来客户回购率持续保持在60%以上，会员群体粘性更高，2025年会员年回头率达到84.9%。
- 公司近年来就诊人次持续增长，2023/2024/2025年分别达到430/541/601万人次，同比+45.9%/+25.9%/+11.0%；同时就诊次均消费整体保持在500元以上，2023/2024/2025年分别为541/559/541元，**反映出较强的用户粘性与消费能力。**

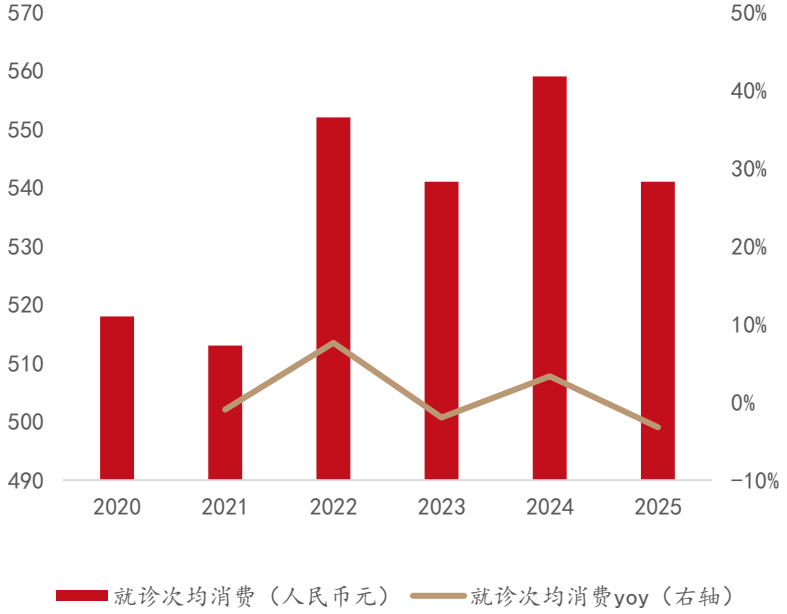
图：固生堂客户回头率




图：固生堂就诊人次及增速（万人）




图：固生堂就诊次均消费及增速



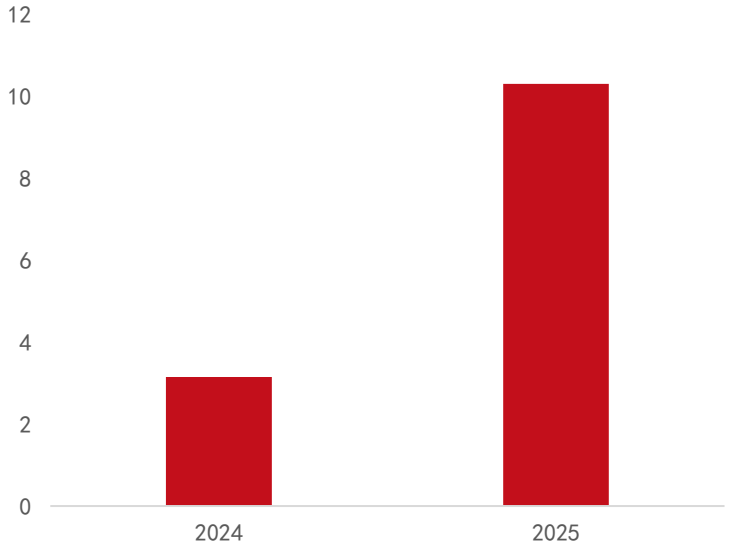

资料来源：固生堂2021、2023、2024、2025年年度报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 固生堂：海外布局与AI医疗成为新增长点

- **网络加密+业绩高增，固生堂成熟运营模式在海外市场加速落地。**今年以来，公司在新加坡通过“自建+并购+合作”等方式新增6家门店，目前分院总数达22家，其中与1doc合作开设5家门店，并于4月新开Dunearn Village自建店。公司预计2026年新加坡门店总数将提升至50家；受益于门店扩张与运营效率提升，2025年新加坡市场收入同比增长228%，其中诺维娜分院患者次回诊率达45.6%，已跻身全球门店第一梯队。
- **拥抱“中医+AI”，**2025年发布10大“国医AI分身”及中医大脑，覆盖肿瘤、皮肤、消化等8大核心专科，并在全国18个重点城市推出“AI诊室”。AI分身与专家模拟一致性达到86%，可将线上诊疗生产力提升5倍以上，有助于推动优质中医资源跨区域共享。

图：固生堂海外收入（百万元）




图：固生堂新加坡Dunearn Village分院




图：固生堂AI诊室看诊流程



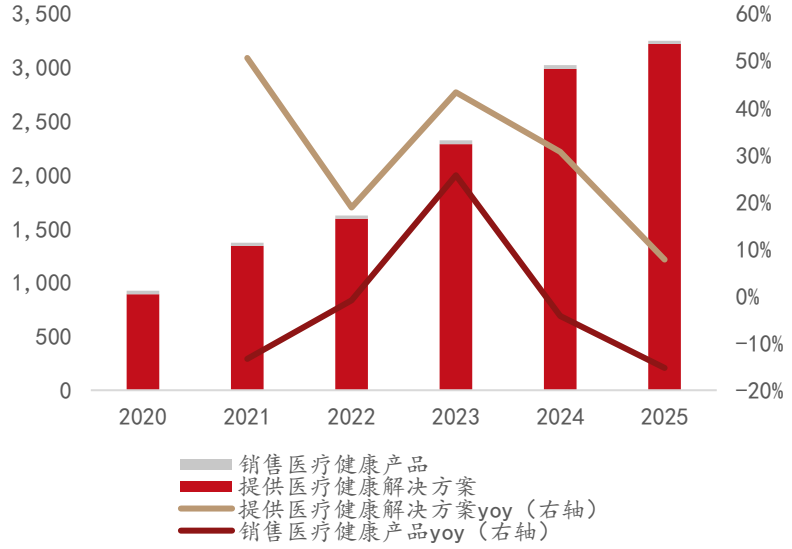

资料来源：固生堂投资者关系公众号，固生堂2025年度报告，固生堂中医官网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 固生堂：持续推进院内制剂体系建设

- **2025年，固生堂医疗健康解决方案、销售医疗健康产品收入分别达到32.2、0.3亿元，同比+7.8%、-15.3%，**净利率整体维持在 **5%左右**，2022年明显提升至约6.7%，此后有所回落但2025年恢复至约7.4%，盈利能力整体呈**波动上升趋势**。
- **院内制剂体系建设持续推进。**截至2025年2月，固生堂累计完成13款院内制剂备案，其中2024年广州区域院内制剂销售额已达数百万元。公司已打通从制剂研发、生产到区域调剂、互联网医院院内使用的全链路，预计随着互联网医院体系推广，院内制剂有望贡献更多增量。海外布局方面，目前已有3款院内制剂（如参芪固本颗粒、护发益发颗粒等）通过新加坡卫生科学局（HSA）注册，实现产品标准与中医制剂能力的海外输出。

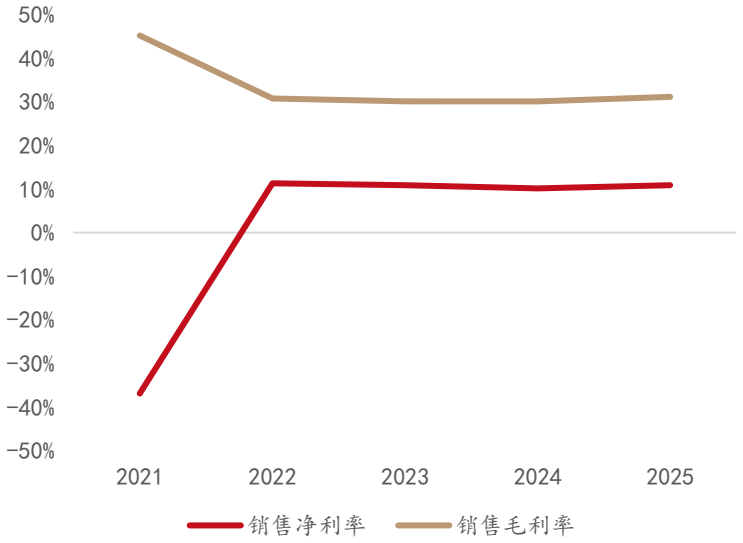
**图：固生堂业务分部收入及增速（百万元）**




**图：固生堂制剂**

| 制剂名称 | 适应症 | 批准日期 |
|---|---|---|
| 通窍止涕鼻舒颗粒 | 鼻 | 2022/12/12 |
| 健脾化脂膏 | 脾胃 | 2023/2/14 |
| 松贞益发颗粒 | 脱发 | 2023/7/28 |
| 养阳固精膏 | 肾 | 2023/8/17 |
| 益肾填精膏 | 肾 | 2023/11/6 |
| 河车固肾膏 | 肾 | 2023/12/17 |
| 孕保膏 | 妇科 | 2023/12/27 |
| 岗桔清咽颗粒 | 咳嗽 | 2024/3/6 |
| 香桃颗粒 | 情绪障碍 | 2024/3/20 |
| 参芪固本膏 | 脾胃、肺 | 2024/4/26 |
| 健脾益气散结颗粒 | 脾胃 | 2024/9/25 |
| 引血归经膏 | 妇科 | 2024/10/22 |
| 乌梅桂花合剂 | 口干 | 2025/2/15 |

**图：固生堂2021-2025年销售净利率及毛利率**



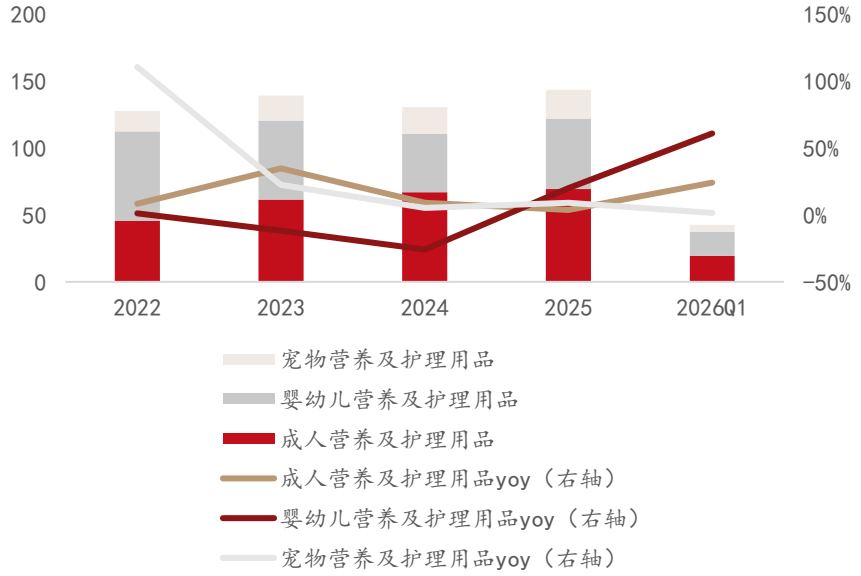

资料来源：Wind，固生堂投资者关系公众号，固生堂2021-2025年度业绩报告，固生堂中医公众号，广东商标协会公众号，新浪财经，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

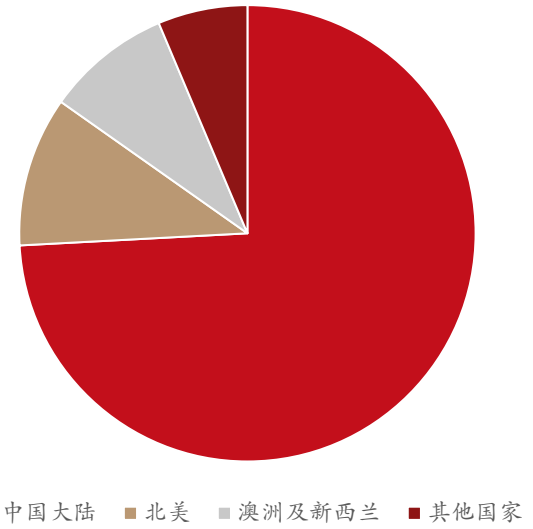
# H&H国际控股：2025年实现扭亏，三大业务多点开花

- **2025年实现扭亏，业绩拐点初步显现。**公司全年实现营收143.54亿元，同比+10.0%；归母净利润1.96亿元，同比大幅扭亏（+465.1%）。
- **高利润产品驱动收入强劲增长，中国内地成核心引擎。**2026Q1公司成人营养及护理用品/婴幼儿营养及护理用品/宠物营养及护理用品收入分别为19.3/18.3/4.9亿元，分别同比+24.2%/+60.9%/+1.5%。成人营养及护理用品分部收入增长主要受益于Swisse在抖音、新零售等渠道的爆发式增长，其中抖音销售额增长84.3%；婴幼儿配方奶粉销售额同比+74.4%，带动市场份额达历史高位18.2%，反映行业新发展带来的阶段性需求激增。
- **中国内地贡献超七成收入，北美与澳新市场分化明显：**2026Q1中国内地收入同比+44.9%，占比达到74.2%；北美收入+12.9%，Zesty Paws与Solid Gold均实现加速增长；澳新收入同比-2.8%，系公司战略性收缩企业代购业务所致。

**图：H&H国际控股收入及增速（亿元）**




**图： H&H国际控股2026Q1年各地区收入占比**



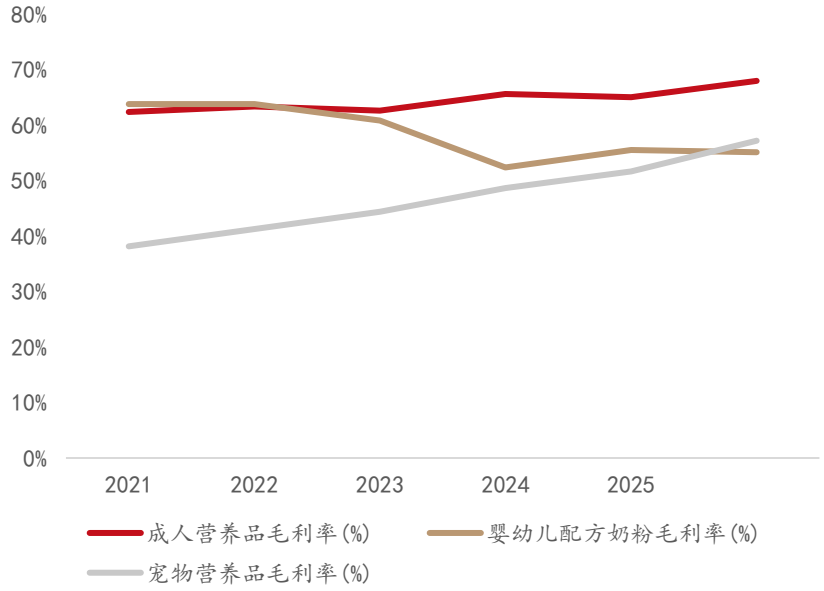

资料来源：H&H国际控股2022、2023、2025年业绩报告，H&H国际控股2026Q1业绩报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

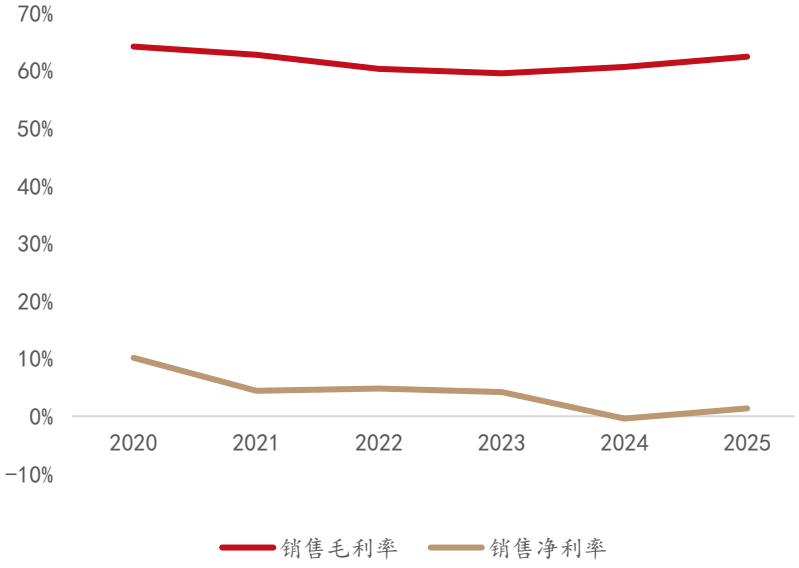
# H&H国际控股：品牌与产品构筑护城河，公司长期修复逻辑强

- **核心业务毛利提升，Swisse系列产品市场不断渗透。**2025年成人营养及护理用品/婴幼儿配方奶粉/宠物营养及护理用毛利率分别为品67.9%/55.1%/57.2%，分别同比+2.9/-0.7/+5.6pct。成人营养板块将深化抖音、山姆会员店等高增长渠道渗透；宠物营养板块预计将继续作为高增长引擎，通过产品高端化与本地化供应提升盈利能力。
- **营养补充品业务有望延续较快增长，渠道拓展与新品迭代将成为核心驱动力。**中国内地市场将持续加码核心品类，巩固Swisse市场领先地位，同时通过抖音、新零售等高增长渠道深化渗透，并依托新品开发满足消费者需求、拓展增量空间；澳新市场则将通过产品创新和渠道扩张，对冲代购渠道收缩影响，巩固市场地位；此外，公司将复制新加坡及中国香港市场的成功经验，持续扩大其他13个拓展市场的业务规模。

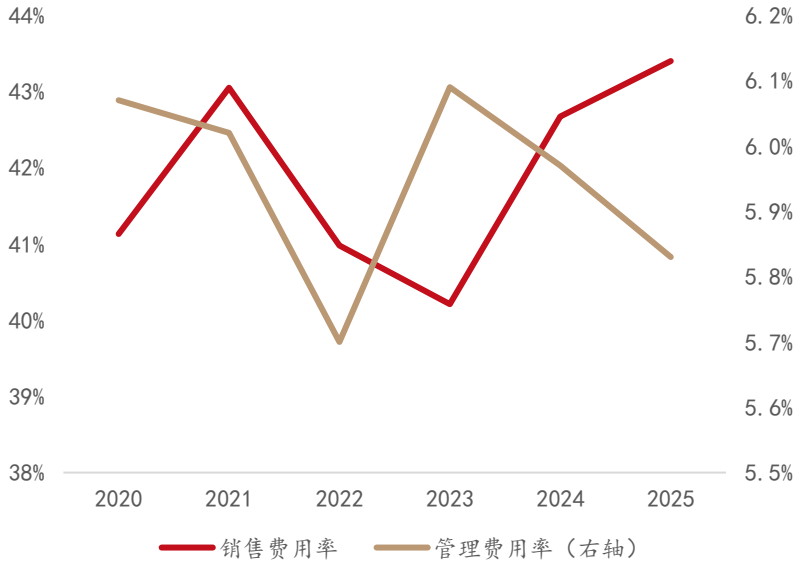
图：H&H国际控股分业务毛利率




图： H&H国际控股销售毛利率、净利率




图： H&H国际控股销售、管理费用率




资料来源：ifnd，财经公众号，H&H国际控股2025年业绩报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

# 风险提示

- **居民健康消费需求释放不及预期。**若宏观消费环境偏弱，居民在滋补养生、健康管理等非刚性支出上的意愿可能下降，影响行业整体增长。
- **行业竞争加剧及渠道费用上升。**随着更多品牌进入健康消费赛道，市场竞争可能进一步加剧，流量获取、营销投放及渠道运营成本或持续上升。
- **产品创新及市场推广效果不及预期。**若新品研发进度、功能定位或消费者接受度不及预期，可能影响新品放量及公司收入增长。
- **监管政策及产品质量安全风险。**健康食品、中医养生及相关产品受到较严格监管，若行业标准、宣传规范发生变化，或出现产品质量问题，可能对企业经营及品牌声誉造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 投资评级说明

## 西部证券—投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 超配： | 行业预期未来6-12个月内的涨幅超过市场基准指数10%以上 |
| | 中配： | 行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到10%之间 |
| | 低配： | 行业预期未来6-12个月内的跌幅超过市场基准指数10%以上 |
| 公司评级 | 买入： | 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数20%以上 |
| | 增持： | 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%到20%之间 |
| | 中性： | 公司未来 6-12个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到5% |
| | 卖出： | 公司未来 6-12个月的投资收益率落后市场基准指数大于5% |
| **报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。** | | |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

## 联系地址

**联系地址：** 上海市浦东新区耀体路276号12层
北京市西城区丰盛胡同28号太平洋保险大厦513室
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

**联系电话：** 021-38584209

下载日志已记录，仅供内部参考

# 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本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：91610000719782242D。