仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

养生粉：药食同源风潮下的黄金赛道

华泰研究

2026 年 8 月 26 日 | 中国内地　　专题研究

在“健康中国 2030”战略的顶层引领下，居民健康管理的重心正从“疾病治疗”向“主动预防”前移，以“治未病”为核心的食养理念日益获得政策与公众的双重认同。伴随国民健康意识的觉醒和消费能力的提升，兼具天然属性与科学内涵的药食同源产品，凭借其“寓养于食”的独特价值，正成为满足日常健康管理需求的优选品类，市场呈现供需两旺的发展态势。鉴于此，本报告将立足政策红利与消费升级的需求基础，从供给端产品创新、产业链成熟度与需求端消费行为变迁、场景渗透两大维度出发，对养生粉行业的增长逻辑与发展前景进行深度探讨。

需求端：养生全民化浪潮兴起，食补滋养成为健康新选择

据中国特种食品产业大会，25 年药食同源终端市场规模突破 3,700 亿元，年增速稳定在 30%+，其中谷物营养粉 22-25 年 CAGR 高达 50.6%，领跑冲调品类。当前养生粉产品的需求呈现全民化与圈层细分并行特征，五大核心客群包括备孕宝妈、惜命打工人、小镇养生党、脆皮小年轻、乐活银发族，表明养生粉可以覆盖全生命周期的差异化诉求。产品端，植物性食材的销售额增速显著超越动物性滋补品，即食化与礼盒装产品推动消费从低频节庆转向日常养生。中研普华 23 年调研显示，代餐粉购买决策中“营养成分表关注度”高达 89%，远超价格因素，“成分党”崛起倒逼配方透明化，品类以“功效可感知+体验愉悦化”完成从“治病之选”到“生活之选”的跃迁。

供给端：格局仍有待整合，但头部企业优势明显

药食同源粉行业已形成“上游原辅料-中游研发生产-下游终端销售”的完整产业链。工艺技术决定粉体细腻度、冲调性与功效可感知度，新兴技术推动产品向标准化、即食化方向升级。当前行业高度分散（据久谦数据，25 年谷物营养粉线上 CR3 仅 14%），但对照品类相近的燕麦市场，据欧睿，24 年我国燕麦行业 CR3 为 52%，且海外成熟市场的燕麦行业集中度均显著高于我国，表明 C 端健康食品可以建立较强的品牌心智，我国养生粉行业的集中化仍为主线。头部企业已围绕品牌心智、供应链、研发、渠道及产品矩阵构建系统性壁垒，老字号凭历史积淀、五谷磨房以专柜深度服务、西麦食品以全产业链优势各筑护城河，体系化优势将驱动头部企业持续扩大份额。

区别于市场的观点

我们判断养生粉行业终将走向集中，市场对此存疑，主因行业进入门槛较低、代工模式盛行、线上流量碎片化，看似难以形成稳定的头部集中格局。然而，进入门槛低不等于做深壁垒低，大单品的打造需要品牌信任、供应链、功效验证与渠道网络的体系化支撑，这正是中小品牌短期内无法逾越的鸿沟。当前大量中小品牌仍停留在代工贴牌与流量投放的“轻模式”，在消费者日益重视成分透明与功效可感的趋势下，缺乏研发投入、原料把控和渠道深耕能力的玩家将难以持续获客，并在价格战与监管趋严的双重挤压下加速出清。我们认为，养生粉行业正处于出清与重构的关键窗口，具备体系化优势的头部企业将持续扩大份额。

投资结论

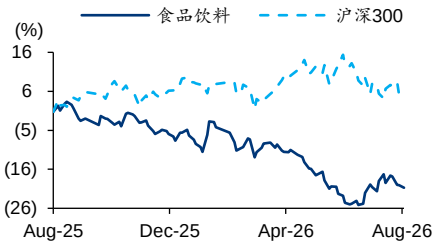
推荐五谷磨房、西麦食品：五谷磨房在养生粉领域深耕多年，已建立起成熟的品牌心智、产品矩阵与渠道体系，当前处于业绩释放期；西麦食品则为跨界新进入者，凭借燕麦主业的供应链与渠道优势快速切入，食养粉作为第二增长曲线尚处起步放量阶段。两者分别代表“先发深耕”与“后发跨界”两种路径，均有望受益于药食同源市场的持续扩容。

风险提示：新品推广不及预期、食品安全问题、行业竞争加剧。

食品饮料　　**增持（维持）**

王可欣　研究员
SAC No. S0570524020001　wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215　+(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
西麦食品	002956 CH	27.00	买入
五谷磨房	1837 HK	2.10	买入

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

核心要点 3

政策引导：配方池扩容与监管约束并行 5

需求端：养生全民化浪潮兴起，食补滋养成为健康新选择 7

主力群体：药食同源产品的需求结构已横跨不同生命周期与人群圈层 7

产品形态：植物性食材增长潜力凸显，礼盒装产品增速显著领跑整体市场 9

消费场景："随时随地养生"推动药食同源产品加速渗透消费者的日常需求 10

品类认知：消费者决策从价格敏感转向对于成分与功效的重视 11

供给端：格局仍有待整合，但头部企业优势明显 12

工艺技术：产品体验分化的底层来源，短期中小品牌或较难逾越 13

竞争格局：相对分散，头部企业已形成系统性竞争优势 14

投资建议：推荐五谷磨房/西麦食品 19

风险提示 22

仅供内部参考，请勿外传！

核心要点

在“健康中国 2030”战略的顶层引领下，居民健康管理的重心正从“疾病治疗”向“主动预防”前移，以“治未病”为核心的食养理念日益获得政策与公众的双重认同。伴随国民健康意识的觉醒和消费能力的提升，兼具天然属性与科学内涵的药食同源产品，凭借其“寓养于食”的独特价值，正成为满足日常健康管理需求的优选品类，市场呈现供需两旺的发展态势。鉴于此，本报告将立足政策红利与消费升级的需求基础，从供给端产品创新、产业链成熟度与需求端消费行为变迁、场景渗透两大维度出发，对养生粉行业的增长逻辑与发展前景进行深度探讨。

需求端：养生全民化浪潮兴起，食补滋养成为健康新选择

中国特种食品产业大会上发布的数据显示，25 年国内药食同源终端市场规模已突破 3,700 亿元，行业年增速稳定保持在 30%以上；其中谷物营养粉 22-25 年销售额 CAGR 高达 50.6%，领跑冲调品类，增长动能强劲。

-主力群体：呈现“全民化”与“圈层细分”并行的特征，银发人群构成稳定的基本盘，Z 世代也逐步将食疗养生纳入习惯性固定支出，女性经济崛起、推动药食同源品类向精准调理升级，五大核心客群包括备孕宝妈、惜命打工人、小镇养生党、脆皮小年轻、乐活银发族，表明养生粉可以覆盖全生命周期的差异化诉求。

-产品形态：植物性食材（如石斛、茯苓、山药、黄芪等）凭借功能明确、成本可控、符合植物基潮流等优势，增速显著超越动物性传统滋补品，引领品类扩容方向；形态创新上，即食化、零食化突破使用门槛，便捷礼盒装产品 24 年销售额同比+22.3%，跑赢整体行业增速，催生早餐代餐、办公室充能、差旅调适等高频场景，推动养生粉消费从“低频节庆仪式”转向“日常养生基础设施”；

-决策逻辑：中研普华 2023 年调研显示，代餐粉购买决策中“营养成分表关注度”高达 89%，远超价格因素的 52%，“成分党”崛起倒逼行业以配方透明化构建消费者信任，叠加药食同源目录物质自带的民间认知基础，品类正以“功效可感知+体验愉悦化”实现从“治病之选”到“生活之选”的身份跃迁，为行业长期扩容奠定扎实根基。

供给端：格局仍有待整合，但头部企业优势明显

药食同源粉行业已形成“上游原辅料—中游研发生产—下游终端销售”的完整产业链，上游以谷物、豆类及药食同源药材为核心，中游产能充裕但产品同质化相对明显，下游正从传统药店、直销渠道向商超、便利店及电商全渠道拓展，同时药食同源目录持续扩容为品类创新打开空间。

-工艺技术：产品体验分化的底层来源。不同品牌在研磨、酶解、发酵等工艺路径上的差异直接决定粉体细腻度、冲调性与功效可感知程度，而精准农业、合成生物、超临界萃取、中药发酵等新兴技术正推动产品向“标准化、即食化、功效可验证”的方向升级。创新技术具备货币化的科学基础，但其商业化效率取决于品牌方将技术差异转化为消费者可感知的功效差异的能力。

-竞争格局：当前行业高度分散，但集中化仍为主线。据久谦数据，2025 年谷物营养粉线上 CR3 仅 14%、五谷磨房市占率 6%，行业高度分散，主因行业尚处发展早期、进入门槛较低且产品同质化相对严重、消费者需求多元化及线上流量碎片化，但长期看，对照品类相近的燕麦市场已呈现双寡头格局——据欧睿，2024 年我国燕麦行业 CR3 为 52%，其中西麦与桂格的市占率分别为 26%和 18%，且海外成熟市场的燕麦行业集中度均显著高于我国，表明 C 端健康食品可以建立较强的品牌心智，我国养生粉行业长期集中度预计将趋于提升。

-竞争要素：头部企业已围绕品牌心智、供应链、研发验证、渠道渗透、资金规模及产品矩阵构建起系统性竞争壁垒。老字号凭借百年历史积淀与非遗工艺形成天然的信任壁垒，五谷磨房以“重服务、深互动”的直营专柜模式及“做药的思路”做食养构建复合护城河，西麦食品则以燕麦全产业链优势跨界切入。研发层面，龙头企业通过与高校及科研机构合作建立功效验证体系；供应链层面，头部企业通过自建基地、品种选育及全球化采购掌控核心原料；渠道与产品层面，头部企业以全渠道覆盖和多品类矩阵实现人群交叉渗透与成本摊薄。

仅供内部参考，请勿外传！

-他山之石：日本健康食品行业对国内养生粉行业发展的启示明确，当前行业整体集中度的“低”意味着未来整合空间较大，当监管精细化、消费理性化、资本活跃化三者同频，具备研发实力与品牌信任度的头部企业将迎来份额跃升的窗口期。

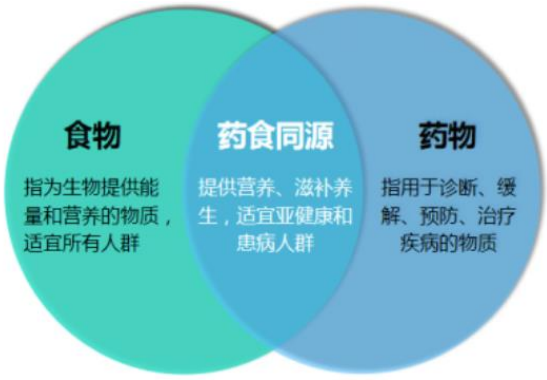
区别于市场的观点：市场对养生粉行业走向集中化仍然存疑，主因行业进入门槛较低、中小品牌及白牌厂商或可通过代工模式快速切入，叠加线上流量碎片化，短期内似乎难以形成稳定的头部集中格局。但我们认为，进入门槛低不等于做深做强的门槛低——真正打造具备高复购率与强品牌心智的大单品，对企业综合能力的要求仍然较高。头部企业已围绕品牌信任、供应链深度、功效验证、渠道网络及产品矩阵构建起中小品牌短期内难以逾越的系统性壁垒，而大量中小品牌停留在代工贴牌与流量投放的“轻模式”运作阶段，在消费者日益重视成分透明与功效可感的趋势下，缺乏研发投入、原料把控和渠道深耕能力的玩家将难以持续获客，并在价格战与监管趋严的双重挤压下加速出清。我们判断，养生粉行业正处于出清与重构的关键窗口期，具备信任壁垒与体系化优势的头部企业有望在集中度上行的过程中持续扩大份额。

仅供内部参考，请勿外传！

政策引导：配方池扩容与监管约束并行

药食同源的概念内涵与品类分布：中国传统饮食文化中，许多中药材在民间被广泛用作食材，这些物质既是食品又是中药材。根据《食品安全法》规定，一旦某种中药材被明确纳入药食同源名录，就可以作为食品原料使用。按照国内标准，药食同源主要包括保健食品和普通食品两类，其中普通食品又可划分为功能性食品和传统滋补品。

图表1：食物、药物、药食同源三者的关系



资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

图表2：中国药食同源市场的品类分布



资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

顶层设计层面，伴随“健康中国 2030”战略深入推进，食养理念逐步纳入国家战略。“健康中国 2030”规划纲要、中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）、国民营养计划（2017-2030 年）等长期政策鼓励“治未病”与食养消费，构成药食同源需求升温的宏观底盘。2024 年国家卫健委等 16 部门联合印发《“体重管理年”活动实施方案》，将体重管理纳入健康中国行动框架，并提出“倡导健康消费新理念、引导健康企业研发体重管理新产品”，对代餐、药食同源粉等体重管理相关食品需求形成催化。卫健委亦陆续发布成人慢性病食养指南（如脑卒中、糖尿病等），推动药食同源膳食干预的标准化与权威化。需求端，消费者认知同步提升。据《中国食品卫生杂志》2025 年发布的北京市疾控中心等开展的京津冀居民食药物质知信行调查显示，超 97%的受访者有了解食药物质知识的意愿，其中 56.1%为经常性购买者，反映“懂行”的消费群体扩大。

养生粉行业的政策面由两股方向相反的力量共同塑造：上游药食同源目录持续扩容，为产品配方创新打开空间；下游监管与渠道合规持续收紧，加速不规范厂商出清。

药食同源物质目录持续扩容，产品配方打开创新空间。药食同源目录实质上是药食同源粉行业的“原料白名单”，只有在目录内的物质才可作为普通食品原料用于冲调粉配方，因而目录的扩容节奏框定了企业可合规开发的产品配方边界。截至 2024 年 8 月第四批公告，国家层面合计纳入 106 种药食同源物质，但“白名单”本身附带使用场景限制。药食同源物质目录并非静态清单，而是实施动态管理，扩容遵循“省级卫生健康行政部门动议—国家食品安全风险评估中心技术审查—国家卫健委会同市场监管总局公告”的路径。第三、四批公告新增的党参、黄芪、灵芝（2023 年）及地黄、麦冬（2024 年）等，拓宽了“滋补类”产品配方的合规空间，为党参黄芪类、灵芝类等药食同源粉的推出提供了制度基础。

我们认为，药食同源物质目录扩容对行业的影响具有两面性。一方面，配方池上限的抬升利好供给端的新品迭代，企业可开发的滋补类组合更丰富；另一方面，目录公开透明、各企业面对的原料池趋同，使得配方壁垒难以再依托“独家原料”建立，竞争重心转向配方组合创新、功效验证与渠道能力等。

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：药食同源物质目录扩容：合计 106 种

发布时间	公告来源	新增物质	数量
2002.03	卫生部关于进一步规范保健食品原料管理的通知	山药、黑芝麻、枸杞子、酸枣仁、茯苓、薏苡仁、山楂、蜂蜜等	87
2019.11	卫健委 2019 年第 8 号公告	当归、山柰、西红花、草果、姜黄、莱菔	6
2023.11	卫健委 2023 年第 9 号公告	党参、肉苁蓉、铁皮石斛、西洋参、黄芪、灵芝、山茱萸、天麻、杜仲叶	9
2024.08	卫健委 2024 年第 4 号公告	地黄、麦冬、天冬、化橘红	4

资料来源：国家卫生健康委员会，华泰研究

监管主线：普通食品（含以食药物质为原料者）的宣称受硬约束。《食品安全法》第七十三条禁止涉及疾病预防、治疗功能的宣传；《广告法》第十七条禁止非医药品使用医疗用语或易与药品相混淆的用语；《食品安全法实施条例》第三十八条明确“对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能”；《食药物质目录管理规定》第十二条重申使用食药物质的食品，标签标识与经营中亦不得声称保健功能、不得涉及疾病预防治疗功能。保健食品可宣称的功能仅限《允许保健食品声称的保健功能目录（2023 年版）》所列 24 项，且须取得“蓝帽子”注册或备案。

执法层面高压持续，虽各地当前的执法尺度存在差异，但整体行业集中度有望提升。据河南日报，2025 年全国药食同源领域违规查处案件约 1.2 万起（同比+45%），小作坊与网络电商为重灾区，乱象集中于概念性添加（有效成分处配料表末位、仅微量添加却主打功效）、原料掺假与私域直播夸大疗效等；2025 年 8 月，市场监管总局联合中国消费者协会专门发布消费提示，重申普通食品不得宣称保健功能。平台层面，抖音、淘宝对“祛湿”、“助眠”及暗示性场景词管控趋严，多地市监将以暗示方式宣称保健功能的产品和商家均认定为违法。监管收紧对行业呈结构性影响，头部品牌（如五谷磨房、西麦等）以“食养”而非“疗效”为传播口径、标签与备案相对规范，在出清潮中或相对受益。

图表4：药食同源行业相关监管政策梳理

类别	文件与条款	关键内容	影响
基础法律	《食品安全法》第 38 条	生产经营的食品中不得添加药品，但可添加按照传统既是食品又是中药材的物质（即药食同源物质）	配方合规底线
	《食品安全法》第 73 条	食品广告不得含虚假内容，不得涉及疾病预防、治疗功能	
	《食品安全法实施条例》第 34 条	禁止以会议、讲座、健康咨询等方式对食品作虚假宣传	直击“借原料名暗示功效”，普通食品身份核心约束
	《食品安全法实施条例》第 38 条	对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能	
广告限制	《广告法》第 17 条	除医疗、药品、医疗器械广告外，禁止其他广告涉及疾病治疗功能、不得使用医疗用语	限制“疗效话术”
目录管理	《食药物质目录管理规定》（国卫食品发〔2021〕36 号）第十二条	使用食药物质的食品，其标签、说明书、广告、宣传及经营中不得声称保健功能，不得涉及疾病预防、治疗功能	直击“借原料名暗示功效”；与“原料白名单”同源
固体饮料	市场监管总局 2021 年第 46 号公告	固体饮料标签、说明书、宣传不得使用产品名称、原料名称等明示暗示疾病预防、治疗、保健功能	直击药食同源粉擦边打法
标准指定	T/CNSS 002-2019《代餐食品》	规定代餐视频营养与标签	行业规范基础
	GB/T 21922-2026《食品营养健康管理通用术语》	首次在国标层面定义“代餐”（2026-01-28 发布，2027-02-01 实施，全部代替 GB/Z 21922-2008）	
	《T/CS 284-2026 药食同源代餐食品》	规定了药食同源代餐食品的产品分类、原料要求、生产加工要求、技术要求、试验方法、产品检验、标签、包装、运输与贮存	首个限定为针对药食同源代餐食品，直接规范本赛道
监管动态	市场监管总局、中消协联合提示（2025）	普通食品不能宣称保健功能、不得涉及疾病预防治疗功效	监管口径明确化，执法趋严信号
	市场监管总局广告市场秩序整治通知（2025）	严查普通食品广告宣称保健功效、疾病预防治疗功能	

资料来源：食品安全法、食品安全法实施条例、广告法、食药物质目录管理规定、市场监管总局、中国营养学会、华泰研究

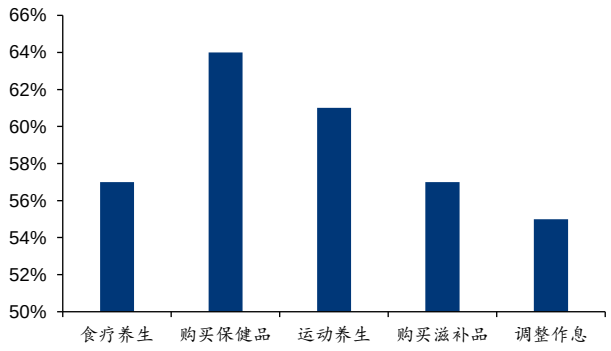
渠道端，直播与内容电商成为监管重点。当前药食同源市场呈现线下渠道主导、电商渠道快速增长的发展新趋势，五谷磨房 25 年线上销售占比达 40.8%。抖音、小红书种草与直播是核心增长引擎，也是监管密集区域。25 年 6 月《直播电商监督管理办法（征求意见稿）》要求直播间运营者建立选品与纠错制度，不得进行虚假或引人误解的宣传；北京、上海等地发布直播营销合规指引，禁止以健康、养生知识讲解等形式变相发布“神医”、“神药”类虚假广告。网络食品专项整治亦将直播间运营者、营销人员等列为重点主体。我们认为，品牌的“内容合规能力”成为隐性竞争门槛；纯靠主播话术起量的新锐品牌合规风险上升。

仅供内部参考，请勿外传！

需求端：养生全民化浪潮兴起，食补滋养成为健康新选择

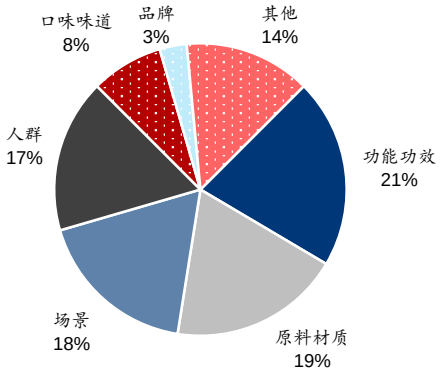
在快节奏的生活和工作背景下，我国部分国民陷入“亚健康”状态，驱动全民养生浪潮兴起。为改善健康状况，大部分消费者选择通过保健品、滋补品、食疗的养生方式提高健康水平。与此同时，随着消费者对中医养生的信任度逐步加深，“中式滋补”、“药食同源”等中医理念开始兴起。据魔镜洞察，社媒端“药食同源”话题 MAT25P9（截至 25 年 9 月的过去一年）累计发帖量 88.3 万篇、同比+71.9%，用户关注维度中“功能功效”、“原料材质”分别以 21%、19%的占比为消费者的最核心关注点，营销相关维度不足 4%，反映药食同源的产品需求主要由功效驱动、而非营销包装。

图表5：消费者改善健康的五大选择



资料来源：西麦食品推介材料，华泰研究

图表6：MAT25P9 药食同源话题关注度分析



资料来源：魔镜洞察，华泰研究

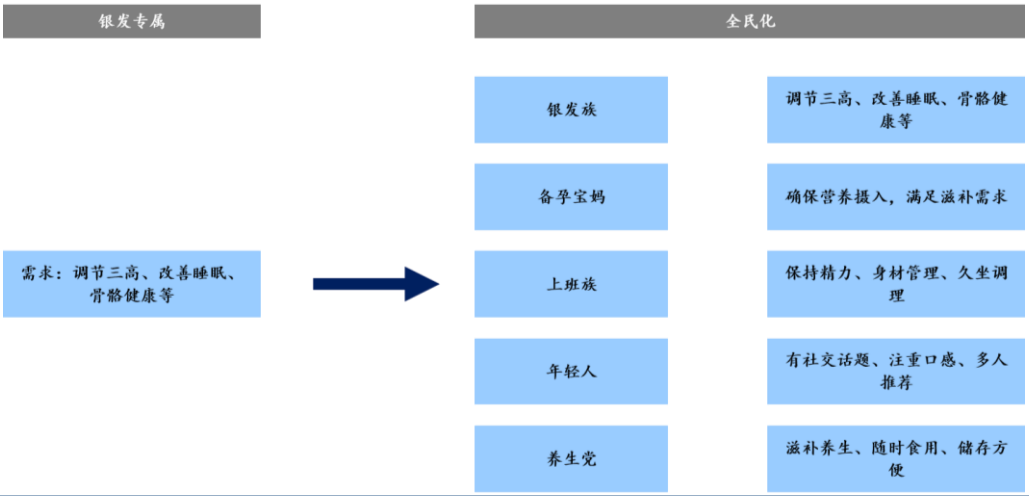
近几年药食同源市场销售规模呈波动上升态势，消费者养生需求旺盛，消费热度不断提升。据西麦食品推介材料，22 年中国营养健康食品行业规模达 5,885 亿元，18-22 年 CAGR 为 9.2%，预计 27 年行业规模有望达 8,362 亿元，对应 23-27 年 CAGR 为 7.3%。其中药食同源市场可满足消费者“天然+科学”的需求，中国特种食品产业大会上发布的数据显示，25 年国内药食同源终端市场规模已突破 3,700 亿元，全产业链估值超 2 万亿元，行业年增速稳定保持在 30%以上。据久谦数据，冲调品行业 25 年电商渠道销售规模达 114.0 亿元（电商渠道销售额为抖音、京东、天猫三大平台销售额总和），对应 22-25 年 CAGR 为 8.4%，其中谷物营养粉（25 年在冲调品行业中销售额占比 24%）25 年销售规模达 27.2 亿元，对应 22-25 年 CAGR 为 50.6%，收入增速领跑全品类。

主力群体：药食同源产品的需求结构已横跨不同生命周期与人群圈层

养生需求正从传统的“银发专属”向全年龄段、全地域扩散，呈现明显的“全民化”趋势。近年来，银发人群的消费动机从“为子女花钱”转向“为自己投资健康”，构成慢性病调理与日常滋补的稳定基本盘；中年“打工人”以精力管理与便捷滋补为核心诉求；年轻群体中“朋克养生/轻养生”客群快速扩容，将养生食品需求嵌入日常场景，呈现便捷化、场景化特征。据《2024 年药食同源市场趋势分析》，药食同源食品的客群可以进一步细分为五类——备孕宝妈、惜命打工人、小镇养生党、脆皮小年轻、乐活银发族，分别对应孕养、精力、便捷滋补、社交口感、慢性病调理等差异化诉求，覆盖从一线城市的白领人群到下沉市场的小镇居民、从育龄女性到退休老人的广泛人群，印证养生需求已突破年龄与城市层级圈层。据魔镜洞察，食疗滋补产品的消费人群中 35 岁以下人口占比达 35.9%。

仅供内部参考，请勿外传！

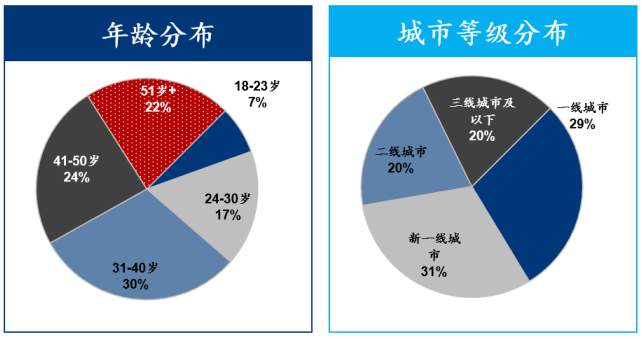
图表7：养生需求全民化趋势



资料来源：《2024 年药食同源市场趋势分析》，华泰研究

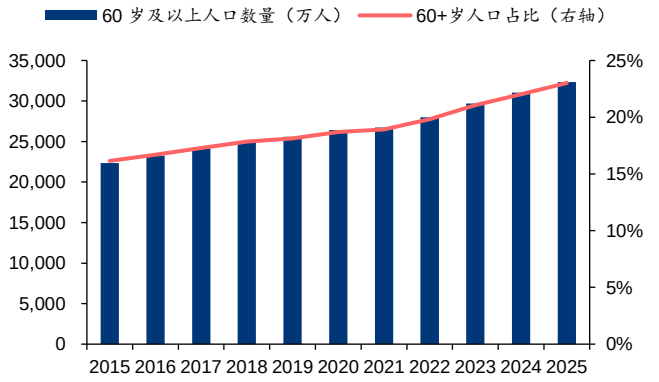
人口老龄化提供长期需求底盘，新一代银发人群消费潜力较大，健康理念从基础到高阶不断升级。据国家统计局数据，25 年 60 岁及以上的人口占比达 23.0%（对应约 3.2 亿人），预计 35 年 60 岁及以上的人口数量有望突破 4 亿人，中式食养行业基本盘稳固。据伊利股份投资者日推介材料，营养健康品类占银发家庭食品饮料的花费比例从 21 年的 33.9%提升至 MAT25P6（截至 25 年 6 月的过去一年）的 35.6%，具体到银发家庭偏好品类的销售额同比增速来看，排名靠前的品类包括保健品 18%、成人奶粉 12%、营养粉/糊 18%（统计范围包括 1-5 线城市，MAT25P6）；银发人群在成人奶粉/保健品及特医食品中的渗透率达 35.7%/39.2%。从品类趋势上看，高端功能化产品有望持续增长，据伊利股份预测，功能保健食品行业收入在 25-30 年有望增长 23%+。

图表8：药食同源类消费者画像



资料来源：西麦食品推介材料，华泰研究

图表9：社会老龄化促进银发经济发展



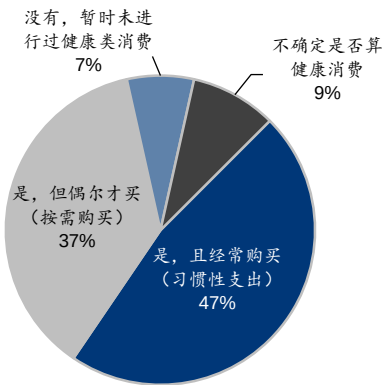
资料来源：国家统计局，华泰研究

健康消费已从“临时应急”转变为年轻人的高频刚需类目，食疗养生在年轻群体中的关注度持续上升，为行业发展注入新动力。2025 年 4 月 10 日知萌咨询机构发布的《2025 年 Z 世代健康消费趋势报告》显示，47.0%的年轻人经常购买健康产品/服务，整体健康消费渗透率高达 84.3%，年轻人整体生活节奏较快、没有时间煲汤等，但健康支出已成为多数年轻人的习惯性固定开支。与此同时，据 2022 年 11 月 14 日京东健康联合人民日报健康客户端发布的《2022 年营养健康趋势白皮书》，面对现代人的亚健康状态，“购买保健品”与“运动养生”、“购买滋补品”成为健康养生人群改善健康的前三选项；魔镜洞察数据进一步表明，社交媒体上药食同源食疗滋补话题的关注人群中，35 岁以下年龄段占比上升了 4.2pct，呈现明显的年轻化趋势。我们认为，年轻人的刚性健康支出和食疗养生偏好将推动消费人群与场景扩容，加速药食同源产品形态创新，为行业持续注入增长动力。

仅供内部参考，请勿外传！

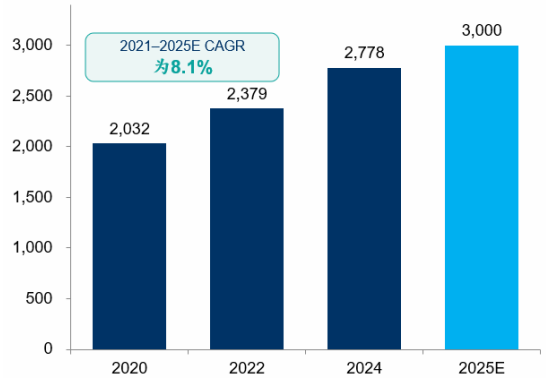
女性经济加速崛起，女性正从健康消费决策者升级为食养冲调品类的核心增量来源，驱动健康食品需求向精准调理升级。2025 年“她经济”核心市场规模有望突破 12.8 万亿元，20-60 岁女性消费群体约 4 亿人，劳动参与率达 63.7%，构成全球最大的女性消费市场。据头豹研究院预测，2025 年女性健康食品市场规模有望超 3,000 亿元（对应 21-25 年 CAGR 为 8.1%），超 70%的女性愿意支付溢价。据食品伙伴网，女性健康食品市场后续的年复合增长率预计稳定在 10%左右，主因女性健康意识的全面觉醒，从“被动治病”到“主动养生”，从“单一美容养颜”到“全生命周期健康管理”。从线上渠道来看，女性营养健康食品销售额从 2020 年的 89 亿元增长至 2024 年的 183 亿元，对应期间 CAGR 为 19.7%。药食同源产品的主力客群为 25-40 岁中高收入女性（其中已婚已育占 74.5%），主导 70%以上的家庭健康决策，同时是悦己消费的主力。当代女性的健康消费呈现三大转变：决策转向成分研究型、产品形态即食化&零食化、场景从居家延伸至通勤/办公/专属调理。据魔镜洞察数据，2025 年主流电商平台的药食同源产品销售额达 1,266.3 亿元，同比+28.9%，女性消费占比逾九成，核心诉求聚焦免疫提升、口服美容、体重管理与祛湿调理。展望未来，精准化、全周期化、年轻化三重趋势将拓宽增长边界：Z 世代接棒，“预防式抗衰”的需求进一步提升；口服美容等细分赛道预计维持双位数增长，推动药食同源产品向熬夜修复、经期等精准功能升级；内容电商提供高效触达通道。女性“悦己轻养生+全家健康决策”的双重角色，正推动食养冲调品类的需求持续崛起。

图表10：健康消费成为 Z 世代的“习惯性支出”



资料来源：2025 年 4 月 10 日.知萌咨询机构.《2025 年 Z 世代健康消费趋势报告》，华泰研究

图表11：中国女性健康食品市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，智研咨询，华泰研究

产品形态：植物性食材增长潜力凸显，礼盒装产品增速显著领跑整体市场

从功能需求看，药食同源产品的消费正从“泛滋补”转向“精准调理”，产品形态的创新不仅是使用门槛的降低，更是将“良药苦口”转化为“愉悦养生”感知体验的关键杠杆。消费者最关注增强免疫（我们预计与后疫情时代的健康意识提升直接相关），养脾胃、补气益血、祛湿等需求紧随其后，反映都市人群对亚健康状态的靶向应对。成分格局同步分化，以燕窝、阿胶为代表的动物性传统滋补品增长趋缓，而以石斛、茯苓、山药、黄芪等为代表的植物性中药食材增速显著加快。后者不仅功能指向明确、易融入日常膳食，且兼具成本可控、适用人群广、符合植物基消费潮流等优势，使其在日常高频场景中的渗透率和复购率持续攀升，植物性药食同源食材的增长潜力由此愈发凸显。市场正由“品牌&口碑驱动”切换至“功能&成分驱动”，具备清晰标签和高频使用场景的植物性品类有望引领药食同源产品下一阶段的扩容。从产品包装形式来看，便捷形态如开盖即食、独立便携装等产品数量显著增加。

仅供内部参考，请勿外传！

图表12：明星药食同源成分

排序	成分	MAT2024淘天销售额/亿元
Top1	燕窝	45.8
Top2	枸杞	33.8
Top3	阿胶	21.6
Top4	人参/园参	16.4
Top5	蜂蜜及其制品	15.4
Top6	灵芝	14.5
Top7	冬虫夏草	14.2
Top8	花胶/鱼胶	8.7
Top9	西洋参	8.3
Top10	石斛/枫斗	6.3

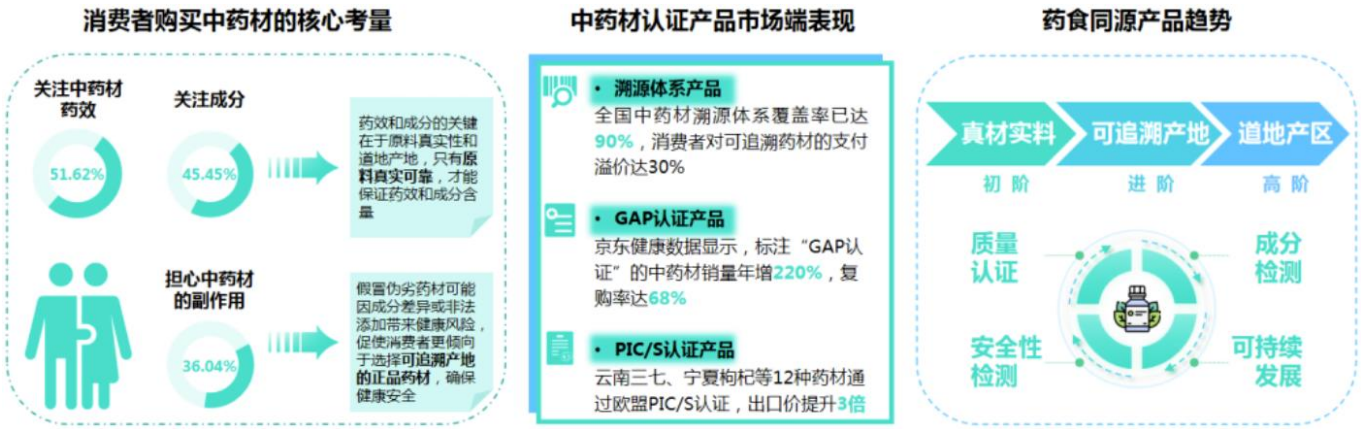
资料来源：《2024 年药食同源趋势洞察》，华泰研究

图表13：高增长药食同源成分

成分	MAT2024淘天销售额/亿元	增长率
金银花	3.5	103.9%
茯苓	6	54.2%
沙棘/沙棘原浆	4.5	31.6%
山药	6	25.9%
阿胶	21.6	20.2%

资料来源：《2024 年药食同源趋势洞察》，华泰研究

图表14：药食同源产品成分趋势：从“真材实料”到“道地原料”的高标准迈进



资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

在礼赠场景，药食同源产品正替代烟酒、高糖糕点成为健康礼品的新宠。药食同源产品兼具文化内涵、功效感知与实用价值，尤其代餐粉类因“可长期食用、解决早餐痛点”大幅提升复购率，实现“自用高频+送礼得体”的双重卡位。魔镜洞察数据显示，2024 年滋补品礼盒装销售额同比+22.3%，远高于整体市场 7.6%的增速，印证礼盒化包装对消费决策的催化效应，也表明健康需求与社交价值正共同驱动该品类持续扩容。

消费场景：“随时随地养生”推动药食同源产品加速渗透消费者的日常需求

药食同源的消费场景正从低频的节庆礼赠向高频的日常消费延伸。品类即食化、零食化创新（如养生水、功能软糖、代餐粉等）突破炖煮口感瓶颈，催生早餐代餐、办公室充能、差旅调适等碎片化场景，使养生需求嵌入现代生活节奏。同时，药食同源产品将传统食材的功效精准对应消费者具体的健康诉求，通过科学转化与场景适配，从泛滋补落地、成为日常可感知的功能产品，降低健康管理的门槛并提升用户黏性。这一递进推动产业从特殊时点的仪式消费转向日常基础设施，在扩大渗透的同时升级为精准的健康解决方案。

仅供内部参考，请勿外传！

图表15：按健康问题进行划分：预防三高/体重管理/解酒护肝等



资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

图表16：按消费场景进行划分：营养早餐/下午茶轻食/加班夜宵等



资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

从消费心理与行为路径的变迁来看，药食同源产品的场景扩容亦体现为“需求前置”驱动的主动健康管理意识觉醒，而非传统意义上的“被动补救型”消费。以往的滋补品消费多围绕术后恢复、冬季进补、节日孝心表达等“特定触发事件”展开，购买决策往往滞后于健康问题出现或外部仪式要求；而当前，随着年轻消费群体对亚健康状态的持续焦虑以及对“预防优于治疗”理念的认同，养生行为正被前置到每一个可能的日常触点中。具体而言，消费者不再等待身体发出疲劳或不适信号，而是在工作间隙主动饮用一杯人参枸杞茶以维持精力，在早餐时间选择药食同源代餐粉替代高油高糖食品，甚至在健身场景中选用添加黄芪、陈皮的蛋白饮品辅助运动恢复。这一转变同时推动了渠道触点的前置化布局，产品不仅陈列于药店与滋补专柜，更通过便利店、无人零售货架、线上订阅制电商等渠道直接“拦截”消费者的即时需求，使购买行为从计划性采购转变为随手可得的日常补给。由此，药食同源产品完成了从“治病之选”到“生活之选”的身份跃迁，其消费场景的边界正持续向社交娱乐、亲子养育、银发康养等更广阔的圈层维度拓展，形成多触点、全时段、强复购的新型消费生态。

品类认知：消费者决策从价格敏感转向对于成分与功效的重视

从消费决策逻辑来看，药食同源产品的转化关键在于“功效可感知”与“体验愉悦化”的双重满足，而夸大宣传则直接抑制信任与复购。据 FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，消费者选购的前三种驱动力分别为“原料成分、口感味道、使用场景”，而前三种阻力分别为“智商税、没有效果、容易上火”，表明配方真实的功效与入口体验是实现转化的核心命门，任何偏离真实属性的过度营销都会加速信任流失。

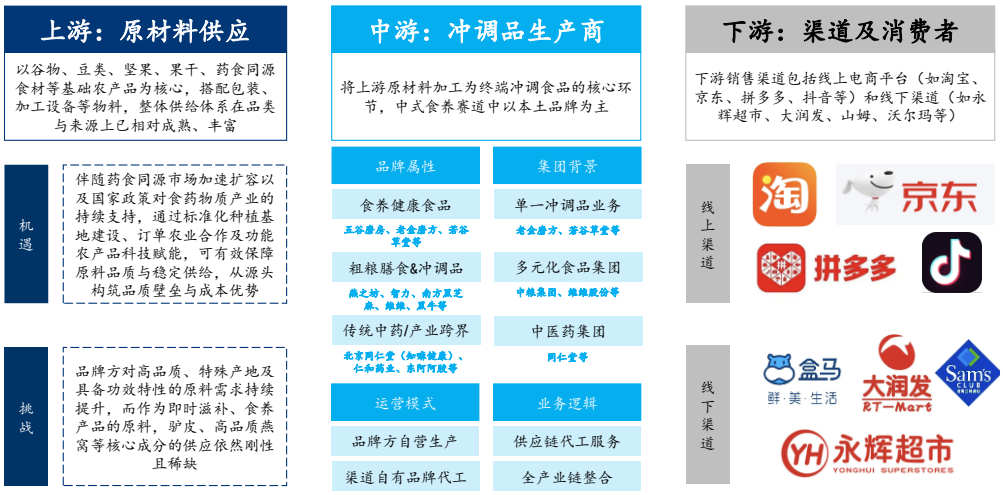
从信任构建的路径来看，“成分党”的崛起正倒逼行业从营销叙事转向透明化与差异化竞争，而药食同源目录的千年民间认知则为合规信任建设提供了天然优势。中研普华 2023 年调研显示，代餐粉购买决策中“营养成分表关注度”高达 89%，远超价格因素的 52%，表明消费者已从“听故事”转向“看配方”，要求企业以可验证的成分配比和清晰的功能指向建立差异化壁垒；2023 年功能性代餐产品（如高蛋白、低 GI、益生菌添加等）市场份额提升至 45%，增速达 42%，是传统代餐产品的 2.8 倍。值得关注的是，药食同源目录物质自带深厚的民间认知基础，配料表中出现茯苓、山药、黄芪等名称即可触发消费者的正向功能联想，这种“天然信任资产”使企业无需额外教育市场，只需在合规的框架内如实标注、不夸大宣称，便可实现“营销阳光化”的良性信任循环——相较于功能食品领域普遍的信任赤字，药食同源品类有望凭借“配方即沟通”的透明路径，以更低的信任成本完成从初次触达到持续复购的转化闭环。

仅供内部参考，请勿外传！

供给端：格局仍有待整合，但头部企业优势明显

拆分中国冲调品类行业产业链：药食同源及中式冲调品产业链已形成“上游原辅料—中游研发生产—下游终端销售”的完整结构。上游以谷物、豆类及药食同源药材为核心，整体供给成熟，但黑芝麻、燕窝等核心原料的价格波动将直接传导至毛利，推动行业通过标准化种植与订单农业保障品质供给。中游产能充裕但产品同质化相对明显；生产商涵盖单一冲调企业、食品集团及中医药跨界品牌，品牌方需依赖配方差异化与功效验证突围。下游传统渠道以药店、直销渠道为主，正加速拓展至商超、便利店及电商平台，形成线上&线下融合的分销网络；同时药食同源目录持续扩容使更多物质可合法用于冲调粉、即食麦片等普通食品，从供给端打开研发空间，推动产业链向精准化、场景化方向升级。

图表17：中国冲调品类产业链结构



资料来源：各公司公告，华泰研究

产业链各环节毛利率与净利率差异显著，呈现“渠道最高、品牌次之、代工居中、上游最薄”的梯次分布。上游原材料供应以农产品及药食同源药材为核心，整体毛利率偏低且波动剧烈，盈利稳定性相对最弱。但上游原料端因标准化种植和订单农业推进，长期波动性有望降低，但高品质核心原料（如特定产地黑芝麻、燕窝等）的供应刚性仍赋予部分上游企业一定的议价能力。中游生产商则因经营模式不同而呈现分化，品牌运营商凭借品牌溢价和 2C 定价权维持较高的毛利率水平，如五谷磨房 25 年毛利率 65.0%，但销售费用率同样高企，最终录得净利率 10.5%；纯代工/合同生产商的毛利率仅 20%-35%；混合型厂商则介于两者之间。下游渠道毛利率高企，药店终端获取约 3 倍于厂家的毛利润，终端价倒扣毛利高达 60%左右，产业链利润分配显著向渠道端倾斜。

当前行业话语权主要集中于下游渠道端，未来则有望向具备研发壁垒与品牌心智的中游头部品牌迁移。从现状看，药店、商超等传统渠道凭借终端触达能力和消费者流量，攫取了产业链最大的份额利润，对品牌方的议价能力较强，品牌方需让渡大量利润以换取货架位置。然而，线上渠道占比持续提升正在重塑话语权分配格局——电商直营模式使品牌方绕过中间环节直接触达消费者，保留更多的毛利空间。从中游品牌商内部来看，具备研发壁垒、批文储备和强品牌心智的企业将获得更强的议价权：百合股份凭借数量庞大的保健食品批文、在代工环节拥有更强定价权；五谷磨房以“药食同源食养专家”的定位、占据消费者心智。总体而言，伴随渠道的分流，话语权正从渠道端向中游品牌端转移，但转移程度因品牌自身的研发积淀与消费者心智建设深度而异。

龙头企业在供应链与规模效应上的综合成本优势可带来约 10-20pct 的毛利率差距，构成其持续收割市场份额的核心护城河。1）在原料采购环节，西麦食品通过全产业链布局和澳洲燕麦直采、获得了更强的原材料价格掌控能力，头部与尾部企业原料成本差可达 5-10pct。**2）在制造与摊销环节，**百合股份凭借八大生产基地、百余条产线和 1,596 个批文储备实现“小单快反”的低成本柔性生产，且批文资源的规模效应尤为关键——申报保健食品批文周期长、成本高，批文储备最多的企业在新品响应速度和单位摊销成本上具备天然优势。

仅供内部参考，请勿外传！

3）在渠道与费用环节，中小品牌因缺乏规模效应，销售费用率往往较龙头企业高出 5-10pct。综合三大环节，我们认为龙头企业的综合成本优势可转化为约 10-20pct 的毛利率差距，这一差距在行业成本普涨周期中将直接表现为中小企业加速出清、头部企业份额持续提升的集中化趋势。

核心原料价格弹性与代工/自产模式差异共同构成下游企业盈利波动的双重来源，前者决定成本底线，后者划定利润上限。1）原料层面，药食同源核心原料因农产品属性、价格呈现周期性的剧烈波动，对品牌的毛利率构成直接冲击。黑芝麻现货均价自 2022 年的 8.2 元/kg 上涨至 2024 年中 11.6 元/kg，涨幅达 41.5%，南方黑芝麻集团因原料采购价格上涨导致毛利阶段性明显减少。鉴于原料成本通常占养生粉生产总成本的 40%-60%，原料价格每上涨 10%即直接压缩综合毛利率约 4-6pct。**2）生产模式层面，代工与自产的模式差异同样构成利润率分化的关键变量。**品牌商自产与外包代工的成本差异可从采购成本和毛利率两个维度量化。采购端，代工模式下品牌商需向代工厂支付“代工费+加工利润”，这部分成本通常为终端出厂价的 35%-40%，而自产模式下原料及制造成本约占营收的 25%-30%。毛利率端，西麦食品（以自产为主）2025 年毛利率为 42.0%，高于同业代工企业约 32%的水平。但自产的优势需以稳定的产能利用率为前提，销量不足时，固定折旧与人工成本无法充分摊销，单位成本反而可能高于外包。

对养生粉行业而言，中小品牌依赖代工切入市场，毛利率普遍在 20%-35%；以五谷磨房为代表的品牌厂商、自建产能后毛利率高达~65%，自产带来的成本节省与品牌溢价共同构成这一差距。综合来看，自产较外包可带来约 5-15pct 的毛利率优势，当行业需求回暖、规模效应释放时，这一优势将持续放大，加速行业集中化进程。

工艺技术：产品体验分化的底层来源，短期中小品牌或较难逾越

各品牌工艺路线的差异直接决定产品粉体的细腻度、冲调便利性与营养活性的保留程度，是养生粉功效可感知程度分化的核心来源。不同厂商基于各自的资源禀赋选择差异化的工艺路径：西麦食品联合江南大学开发 β-葡聚糖提纯与低温酶解工艺，侧重活性成分保留与功能化；桂格以超微粉碎为核心，追求粉体的细腻与冲调的顺滑；欧扎克以膨化工艺突出酥脆的口感与即食化特征；五谷磨房则拥有专属的研磨专利，并通过动物实验与体感测试验证产品功效（据公司公告）。据《2024 年药食同源市场趋势分析报告》归纳，精准农业（GPS/遥感/物联网标准化种植）、合成生物技术（活性成分异源表达）、高速气流破壁粉碎（细胞破壁/有效物质均匀释放）、智能加工（自动化产线标准化）等手段，正针对性地解决传统提取技术（水提取法/煎煮法/醇提取法/冷浸法/浸渍法等）纯度较低、口感较差、有效物质被破坏、处理较难的痛点，推动药食同源产品向“标准化、即食化”迈进。

图表18：药食同源市场中的创新技术介绍

创新技术	技术介绍
精准农业	通过 GPS、遥感和物联网技术，实现药食同源物质种植的精准管理，提高品质和产量，建立标准化
合成生物技术	将植物内次生代谢基因编辑到微生物体内，构建微生物细胞工厂，可实现天然产物分子的异源表达，为药食同源物质中活性成分的获取提供新方式
超临界萃取技术	利用高压、低温下的临界二氧化碳对中药材进行提取，能提高活性成分的提取率和纯度，适用于提取许多特殊性、易氧化的中药材成分，同时还能保留更多的天然植物活性成分，提高产品营养价值
现代中药发酵技术	利用微生物（如细菌、真菌、酵母等）对中药原料或提取物进行生物转化的过程。通过微生物的代谢活动，中药中的复杂成分被分解或转化为更具生物活性的小分子物质
植物小分子仿生学转化技术	模拟人体肠道发酵环境，将人参等中药材的有效成分转化为能被身体直接吸收的小分子成分，从而提高其生物利用度
微囊化技术	将有效成分包裹在微小的囊泡中，给有效成分穿上“保护衣”，使其能够抵抗胃酸等外界因素的破坏，直达肠道精准释放，从而提升有效成分的生物利用度
智能加工	自动化和智能化的生产线，确保药食同源产品的标准化处理，减少人工误差，提高产品质量

资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

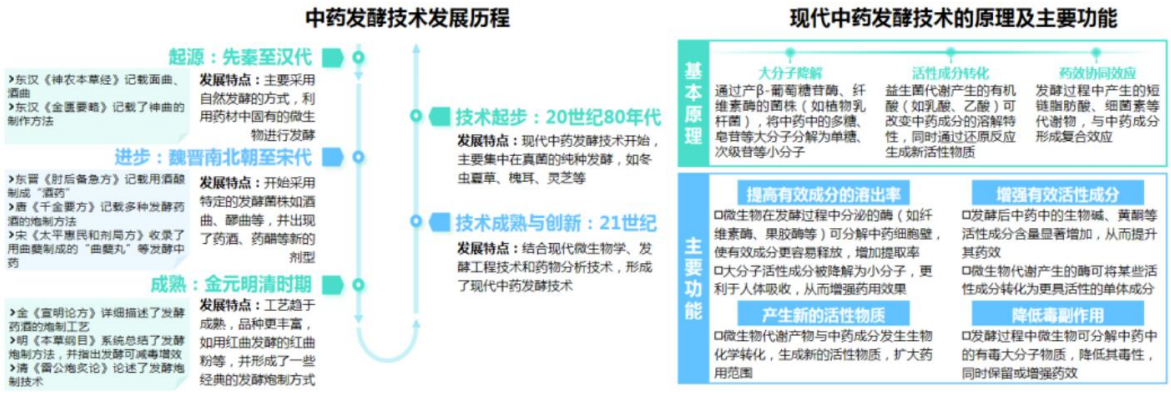
仅供内部参考，请勿外传！

超临界萃取、中药发酵与微囊化等创新技术在有效成分吸收率提升方面已有扎实的实验数据支撑。据贺帅/雷正杰/张守尧/张忠义发表的《超临界快速膨胀法制备厚朴 SCF-CO_2萃取物超微颗粒及其溶出度和药动学考察》，超临界快速膨胀（RESS）技术制备的厚朴提取物超微颗粒（平均粒径 4.7μm），15%甲醇中 90 分钟溶出度达 14.77 mg/L，显著高于普通原料的 6.37 mg/L；大鼠灌胃实验中，和厚朴酚与厚朴酚的 AUC_{0-t}分别从 4.23 和 5.46 mg·h·L^{-1}提升至 5.41 和 7.24 mg·h·L^{-1}。中药发酵领域中，据甘肃农业大学艾对元副教授研究团队提出的灵芝-党参双向发酵专利技术（专利号：CN105213461A），灵芝与党参双向发酵后抗氧化活性提升 20%以上。据宿惊涛/于倩倩/魏志博等人发表的《DHA 的微囊化制备、应用与吸收利用研究》，微囊化技术在 DHA 产品中使 Caco-2 细胞表观渗透系数提升 2.23 倍。综合来看，三项技术对有效成分的生物利用度均有提升，提升幅度因活性成分种类与工艺参数差异较大。

我们认为，技术提升有效成分的吸收率理论上可以增强消费者的功效感知从而提升复购。专利壁垒方面，发明专利法定保护期 20 年，药品相关发明专利可申请期限补偿（总有效期限不超过 14 年），但中药发酵领域的专利集中度正在下降且维权困难，如华东医药与佐力药业围绕发酵虫草菌粉工艺的侵权诉讼持续多年，反映出实际维权面临侵权事实认定难、审批周期长等挑战。**综合判断来看，核心工艺专利的实际先发优势窗口期约 3-5 年，竞争对手可通过规避设计、工艺改良等路径实现追赶。总体而言，创新技术具备货币化的科学基础，但其商业化效率取决于品牌方将技术差异转化为消费者可感知的功效差异的能力——这正是养生粉行业从“概念驱动”走向“技术驱动”的核心命题。**

药食同源市场向精准养生转型，中药发酵技术成为关键的创新驱动。中药发酵技术历经数千年演进，现已融合现代微生物学与发酵工程，通过酶解与生物转化将大分子有效物质降解为小分子，提高溶出率与活性，同时降低毒副作用。这一“增效减毒”的特性，使山楂、酸枣仁等传统食材能够精准针对三高、睡眠等具体健康问题，以更安全、口感更佳的形式嵌入早餐代餐、加班夜宵等日常场景，推动产品从“泛滋补”升级为可感知的科学化健康解决方案。

图表19： 创新技术：现代中药发酵技术增强活性成分与安全性



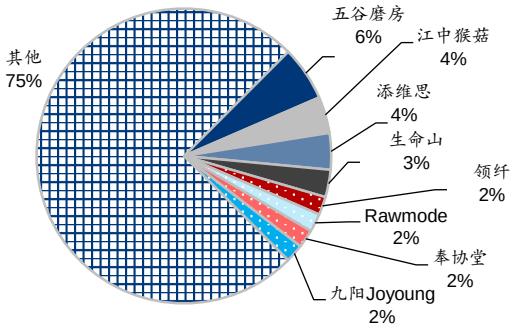
资料来源：FDL《2025 年药食同源食品饮料趋势报告》，华泰研究

竞争格局：相对分散，头部企业已形成系统性竞争优势

冲调品赛道线上渠道市场份额呈现相对分散的格局，据久谦数据，25 年谷物营养粉 CR3 为 14%，其中五谷磨房的市占率为 6%，行业集中度处于较低水平，我们认为主要原因包括：1）行业尚处发展早期，健康中国战略提出后市场需求快速释放，而产业链正处于重构过程，加之监管趋严的背景下大量不合规的中小厂商持续被清退，行业格局尚未稳定定型；2）行业进入门槛相对较低、产品同质化程度较高，大量中小品牌及白牌厂商可通过低成本供应链和代工模式快速切入，形成长尾供给；3）消费者需求呈现多元化与场景细分化特征，在便捷性/口味/功能属性等方面存在显著的差异化偏好，单一品牌难以全面覆盖所有细分需求；4）线上渠道流量结构日趋碎片化，直播电商/兴趣推荐/社群团购等新兴模式有效降低了新品牌的获客门槛。多重因素叠加下，我们预计冲调品赛道短期内仍将维持相对分散。

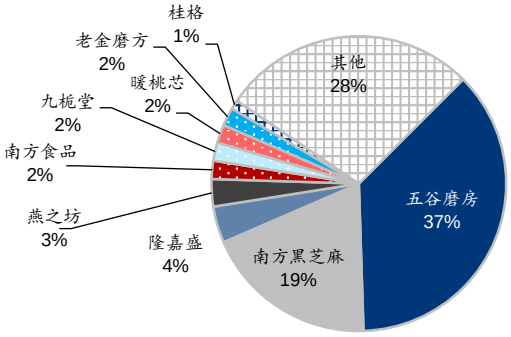
仅供内部参考，请勿外传！

图表20：25 年电商谷物营养粉品牌市占率



资料来源：久谦，华泰研究

图表21：25 年电商芝麻糊品牌市占率



资料来源：久谦，华泰研究

新老品牌竞争策略分化：传统品牌中，黑芝麻、五谷磨房等深耕芝麻糊、谷物粉等传统谷物冲调品类，渠道布局和中老年客群基础较为扎实；新锐品牌方面，老金磨方、谷本日记等聚焦药食同源、女性滋补、轻养生等细分方向，借助抖音、小红书等内容平台实现快速起量。近年来，冲泡粉行业呈现“老品类焕新、新品类加速”的特征，传统品牌通过产品年轻化、礼盒化和功能化延展维持份额，新品牌则通过成分差异化、场景化营销和线上渠道布局等切入细分需求。

图表22：养生粉行业主要企业对比

公司	上市代码/状态	药食同源主要产品	药食同源粉收入与表现
五谷磨房	1837 HK	核桃芝麻黑豆粉、红豆薏米粉、山药薏米芡实粉、八珍粉、黑之养系列	25 年收入 25.3 亿（同比+22.6%），毛利率 65.0%
西麦食品	002956 CH	五红粉、五黑粉、猴头菇山药粉（红参阿胶粉含非目录滋补料）	25 年食养粉收入约 0.2 亿，26H1 收入超 0.7 亿
南方黑芝麻	000716 CH	南方黑芝麻糊：黑养黑系列	25 年冲饮系列（黑芝麻糊）7.8 亿（同比-9.0%）
同仁堂	600085 CH	五黑粉、阿胶黑芝麻粉、黑芝麻糊（黑芝麻/黑豆/阿胶等）	-
东阿阿胶	000423 CH	东阿阿胶粉（健康小金条）、阿胶速溶粉	-
江中食疗	非上市	猴菇米稀（米基底+山药/莲子/茯苓/薏仁/砂仁）	2017 年销售额 5 亿+
老金磨方	非上市	黑芝麻核桃桑葚粉、红豆薏米粉、山药薏米芡实粉、核桃阿胶红枣枸杞粉；黑芝麻丸（非冲调）	24 年药食同源粉估算 GMV 为 4.5 亿+
燕之坊	非上市	红豆薏仁粉、芝麻核桃黑豆粉、山药粉、禅食（均含目录物）	-
黑小知	非上市	八珍粉、纯铁棍山药粉、黑椹粉；人参黄芪元气粉（仅黄芪计入、人参非目录）、五指毛桃茯湿粉（仅茯苓计入）	覆盖~300 域/~4 万商超
可益康（中粮）	非上市	核桃芝麻黑豆粉、铁棍山药粉、红豆薏仁粉、五黑/五红燕麦片	-
谷旗	非上市	纯黑芝麻粉/糊、纯杏仁粉、核桃芝麻黑豆粉	-

资料来源：京东商城，各公司公告，投资界，财经网，尚普咨询，华泰研究

当前药食同源冲调品行业仍处于出清与重构阶段，市场集中度虽处低位，但未来集中化仍为主线。据久谦数据，2025 年谷物营养粉线上 CR3 仅 14%，而品类相近的燕麦市场已呈现双寡头格局——据欧睿，2024 年我国燕麦行业 CR3 为 52%，其中西麦与桂格的市占率分别为 26%和 18%，且海外成熟市场的燕麦行业集中度均显著高于我国，表明 C 端健康食品可以建立较强的品牌心智，我国养生粉行业长期集中度预计将趋于提升。

仅供内部参考，请勿外传！

在集中度逐步上行的过程中，我们认为头部企业已围绕品牌信任、供应链深度、研发验证、渠道渗透、资金规模及产品储备等维度构建起系统性竞争优势。值得指出的是，药食同源冲调品赛道的工艺壁垒看似不高（以谷物研磨为主、配方易于模仿），但其真正的核心壁垒在于构建并维持消费者的信任，行业内对此存在两条差异化的构建路径。一类是以北京同仁堂、东阿阿胶为代表的中华老字号品牌，凭借数十年甚至数百年的品牌积淀直接获取消费者信任，以东阿阿胶为例，品牌溢价使其在较长的时间内维持了较高的毛利率与较低的销售费用率，消费者甚至存在“价格过低反而不可靠”的认知惯性。另一类则以五谷磨房为代表，在没有老字号背书的情况下，通过线下直营专柜的一线营养顾问提供深度体验与客户关系维护，辅以全链路投入塑造品牌差异化价值，以此建立消费者信任——这种“重服务、深互动”的模式使五谷磨房的高定价策略得以被市场接受，且不易被低价竞品侵蚀份额。**两类公司本质上殊途同归，皆是围绕“信任”这一核心护城河进行差异化布局，而正是这种信任壁垒的差异，决定了各品牌在行业出清与集中度提升过程中的长期竞争地位。**

图表23：各公司的竞争壁垒评估

壁垒维度	传统滋补老字号（同仁堂/东阿/江中）	新兴食养/冲调品牌（南方黑芝麻/老金磨方等）	五谷磨房	西麦食品
品类卡位与品牌心智	历史文化心智强，但聚焦单一贵价滋补	流量打法、心智较浅、产品同质化程度较高	“药食同源食养专家”品类开创者，二十年心智沉淀	在燕麦领域已形成强势的品牌心智，在养生粉领域的品类认知尚在建立中
产品力与功效验证	配方具备非遗工艺沉淀，功效背书偏传统	配方简单、易被模仿、少有功效验证	专属研磨专利+九蒸九晒+“黑之养 1 号”新品种+5 大功能方+动物实验+体感测试闭环验证	在药食同源配方的功效验证深度上与传统滋补老字号品牌等仍有差距
供应链与原料把控	上游资源把控（如驴皮/阿胶）	多为代工、原料外采	广西金谷上游初加工+自有产能（南沙）+高弹性供应链	可以在燕麦基底原料上实现从育种到成品的全程品质把控与成本控制
渠道结构	线下药店/连锁为主	线上渠道为主，依赖平台流量	截至 25 年末，1,900+直营专柜+山姆会员店+电商全渠道	针对燕麦业务已构建全国性的线上&线下全渠道网络，养生粉业务预计可以共享燕麦业务的渠道网络
用户粘性与盈利能力	主要适用于低频礼赠场景，整体增长偏稳健	消费者尝鲜为主，多数新兴品牌处于增收不增利的阶段	25 年 90 天复购~24%/360 天近 30%	长期用户粘性仍有待验证，养生粉作为新品类、对利润贡献的占比有限

资料来源：各公司公告，各公司官网，华泰研究

品牌心智壁垒：构建消费者信任、提高复购率。由于消费者难以甄别药食同源产品的真实功效，品牌信任成为降低选择成本、提升复购的核心竞争力。老字号企业凭借百年历史积淀、非遗炮制工艺与严苛的品质标准形成天然的信任壁垒，如北京同仁堂依托“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的祖训文化及宫廷御药传承，打造了较强的品牌护城河；东阿阿胶定位“大众最信赖的滋补健康引领者”，复购率稳定在较高水平；五谷磨房通过在全国大型商超布局数千家直营专柜，以现磨工艺展示和现场试吃等高频线下互动持续建立品牌信任，形成了“品类心智×功效验证×全渠道（专柜+会员店）×高复购×高质量盈利”的复合壁垒，区别于新兴品牌的“流量打法”，在大众高频食养赛道具备稀缺的综合竞争力。

供应链与原料壁垒：原料源头把控与资源掌控。优质原料的道地产区、品质分级及稳定的供应构成关键壁垒。东阿阿胶面对全球驴皮资源日益稀缺的挑战，构建了全球最完善的原料控制体系，掌控全球约 60%的驴皮资源，并于 2024 年通过“国内规模化养殖+海外自控基地+全球化采购”实现原料约 65%的自给率（据东阿阿胶 2025 年年报）。五谷磨房与中国农业科学院油料作物研究所共建食养黑芝麻研究院，围绕黑芝麻种质资源开发、营养活性成分研究及加工专用品种培育，成功培育出高芝麻素含量的“黑之养一号”品种。头部企业通过自建基地、长期锁价协议及品种选育，形成了中小品牌难以复制的供应链深度。

仅供内部参考，请勿外传！

研发与标准化壁垒：功效可验证与工艺专利。药食同源产品需平衡“食养效果”与“口感便捷性”，研发投入与功效验证构成技术门槛。龙头企业通过“权威认证+科研背书”强化产品功效解释力：东阿阿胶联合中国中医科学院等机构建立“气血理论研究创新联盟”，研发“阿胶补血活性肽”专属检测方法，成果发表于国际期刊《Collagen and Leather》；燕之屋与江南大学等开展燕窝检测与炖煮条件研究，成果发表于《Molecules》；江中食疗与南昌大学、江西中医药大学合作，在江西 5 所三甲医院开展临床研究，相关临床研究结果在国际医学期刊发表；五谷磨房在原料和工艺上长期深耕，且与国家级科研机构深度合作。此外，超声波萃取、微生物发酵、超临界流体萃取等先进工艺专利进一步拉开了与中小企业的技术差距。

图表24：各公司的科研合作梳理

对比维度	东阿阿胶	燕之屋	江中食疗	五谷磨房
自建科研平台/研究院	国家胶类中药工程技术研究中心；石碧、陈卫“双院士工作站”（山东省内首家双院士站）	燕窝研究院（由两院院士及多校专家与企业团队组成）	江中食疗科技（2013 年设立）；依托江中集团两大国家工程研究中心（中药固体制剂、蛋白质药物）	谷物营养研究中心、食养黑芝麻研究院
主要合作机构（高校/院所/学会等）	江南大学、四川大学、中国农业大学、中科院大连化物所、北京中医药大学等（20 余所院所）	江南大学、厦门大学、广州中医药大学、福建农林大学；北京大学医学部（协同创新联合实验室）	江中集团制药研发体系；中国食品科学技术学会	中国营养学会（战略合作）、中国农业科学院
研究方向/重点	阿胶功效机理、胶类中药、上游毛驴种业	燕窝唾液酸（3'-唾液酸乳糖）、营养与功效、肠道菌群	猴头菇养胃、改善胃肠道功能机理	药食同源食养、黑芝麻（芝麻素）、谷物营养与功效验证
代表成果/认证	国家级研发平台、多项专利与行业标准、非遗工艺	授权专利 128 项（发明 20 项）、论文 46 篇（SCI 11 篇）、成果发表于《Molecules》	猴菇改善胃肠功能关键技术——2018 中国食品科学技术学会、2019 江西省科技进步一等奖	“黑之养 1 号”新品种认证、动物实验+体感测试验证、专属研磨专利
产学研模式特点	老字号+国家级平台+双院士站，偏中药机理与上游种业	单品类（燕窝）深度科研，功效成分（唾液酸）导向	制药标准做食疗，聚焦单一养胃场景	“做药的思路”做食养，多功能方+消费者体感闭环验证

资料来源：各公司官网，华泰研究

渠道渗透与场景触达壁垒：精准的人群触达与场景的多元化。我们认为，冲调品企业的渠道竞争力体现在人群触达力和场景渗透力。针对不同细分人群，头部企业建立了差异化的渠道布局：北京同仁堂面向银发群体的慢性病管理需求，通过医疗、养老机构等专业渠道触达；燕之屋聚焦女性的滋补调理、美容养颜需求，将燕窝产品嵌入酒店下午茶等高频社交与休闲场景；五谷磨房定位中产家庭，在永辉、华润万家、淘小胖等商超开设专柜并配备导购员提供咨询服务。近年来，冲调品的消费场景也更加细分：早餐场景是冲调类产品的主流（如五谷磨房、江中食疗等），饭后/日常零食场景催生了功能性软糖与糕点的需求，睡前场景则有同仁堂的酸枣仁膏等产品。全渠道数据中台和私域复购运营能力进一步强化了领先者的优势。

资金与规模壁垒：长期投入与成本摊薄视角下，资金壁垒与品牌壁垒相互强化。从原料基地建设、生产线自动化改造、研发中心搭建到品牌广告投放，均需持续且大量的资金支持。东阿阿胶的全球驴皮资源掌控、燕之屋的智能制造工厂、五谷磨房的数千家直营专柜网络，均为重资产投入。规模效应可有效摊薄单位成本，在促销战中保持利润空间；同时，头部企业有能力承担周期性的市场教育费用（如媒体节目、纪录片等中医文化输出），而中小品牌在价格战和信任建设的高成本下面临亏损出清的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

产品储备壁垒：多品类、多价格带与多人群覆盖。我们认为，冲调品企业的抗风险能力与人群触达广度，很大程度上取决于产品矩阵的宽度。头部企业通过“基础款—功能款—形象款”的产品矩阵布局，覆盖不同的价格带与消费场景，如五谷磨房已形成“中式食养早餐+功能改善型+健康食养礼”的多品类矩阵，25 年收入占比为 48%/38%/14%；西麦食品以燕麦基本盘为压舱石，25Q4 推出食养粉产品（五红/五黑/猴头菇山药粉等）切入药食同源赛道，形成“传统谷物+药食同源”的产品矩阵；东阿阿胶从阿胶块、复方阿胶浆延伸至阿胶速溶粉（小金条）、桃花姬阿胶糕等产品，并布局“皇家围场 1619”（男士滋补）、“壮本”（肉苁蓉原浆）等子品牌，产品矩阵由药品向健康消费品延展；江中药业以猴姑米稀为核心单品，依托“食疗”定位延伸至胃肠健康系列产品。相较之下，新锐品牌多以单一品相切入，产品矩阵较窄、价格带集中，在需求波动与监管收紧时的抗风险能力较弱。头部企业更宽的产品矩阵不仅可以摊薄研发与渠道成本，更通过人群交叉渗透强化品牌心智，形成中小品牌难以在短期内追赶的体系优势。

从日本健康食品行业（指按功能分类的“特定保健食品”、“营养机能食品”和“功能性标示食品”）的发展历程来看，行业集中度的提升并非一蹴而就，而是在监管成熟化、消费理性化和龙头资本化三重力量驱动下的渐进过程，这一路径对当下中国的养生粉行业具有明确的参照价值。

从总量层面看，据欧睿，2024 年日本营养健康食品行业 CR5 约 22%，与美国（2024 年膳食补充剂行业 CR5 约 21%）基本相当。日本营养健康食品行业中，前五大龙头分别为大正制药（7.9%）、三得利（4.3%）、明治（3.5%）、第一三共（3.5%）和欧彼乐（3.1%）。日本行业 CR5 近 10 年未有明显提升，这源于行业准入门槛的不断降低，导致食品、药品、化妆品等各类企业纷纷涌入。然而，细分市场的集中度分化揭示了集中化的真实方向：据博观研究院发布的《日本保健品行业繁荣发展的背后及发展现状报告》，2024 年日本功能性饮料领域 CR5 高达 61.6%，由可口可乐、三得利、伊藤园等传统饮料巨头主导；2024 年日本运动营养市场 CR5 达 61.5%，其中明治控股作为细分行业龙头、市占率达 26%；而膳食补充剂作为市场规模占比超 60%的最大品类，2024 年行业 CR5 仅为 27%，三得利以 8.2%的市占率、位列行业首位。**这一格局表明，具备品牌力、渠道力和研发能力的综合型企业在细分赛道中持续收割份额，而长尾玩家则被挤压至低集中度的膳食补充剂这一红海市场。**

我们认为，近年来日本健康食品行业的格局演变，正是“监管成熟化、消费理性化、龙头资本化”三重力量共同推动的结果。1）监管端，2015 年日本功能性标示制度推行后，准入门槛降低导致短期供给泛滥，但也加速了劣质品和概念性产品的自然淘汰——当消费者最终验证产品功效不达预期时，品牌信任便快速崩塌，长尾企业由此出清；**2）消费端，**民众从概念追捧转向基于科学证据的选择，有研发背书和临床数据的头部企业获得溢价空间；**3）产业端，**龙头资本化运作进一步收束格局，2026 年 4 月三得利以约 2,465 亿日元收购第一三共健康护理，麒麟亦同步剥离非核心酒类资产、加码健康领域，两大巨头通过横向并购与纵向整合在功能性食品、运动营养等高集中度赛道构筑壁垒。

综上，我们认为日本健康食品行业对国内养生粉行业发展的启示明确：当前行业整体集中度的“低”意味着未来整合空间较大，当监管精细化、消费理性化、资本活跃化三者同频，具备研发实力与品牌信任度的头部企业将迎来份额跃升的窗口期。



仅供内部参考，请勿外传！

投资建议：推荐五谷磨房/西麦食品

在品类心智与客群定位上，五谷磨房与同仁堂、东阿阿胶形成显著差异。老字号品牌虽拥有深厚的历史文化积淀与非遗工艺背书，但核心客群集中于滋补与礼赠场景，受众偏窄、消费频次偏低；五谷磨房则以“药食同源食养专家”的品类开创者身份，通过直营专柜深度服务与“做药的思路”做食养，以“大众高频”的定位覆盖更广泛的中产家庭与年轻客群，构建了老字号难以复制的高频消费粘性。与南方黑芝麻等传统冲调品牌相比，五谷磨房并未停留在黑芝麻糊等单一老品类的存量博弈中，而是通过持续的产品创新与品牌升级，以多品类矩阵实现客群拓宽与价格带上移，避开了传统品牌因品类老化而陷入增长停滞的困境。**西麦食品则凭借燕麦主业的全国供应链与渠道网络优势，以“后发跨界”路径切入养生粉赛道。**相较于东阿阿胶等依赖单一贵价品类的老字号，西麦的燕麦基本盘提供了更稳健的现金流与更广泛的消费者触达基础，使其在食养粉新业务的早期投入阶段具备更强的抗风险能力。**整体而言，五谷磨房的先发优势在于品类心智的独占性与用户复购的高粘性，西麦的后发优势在于供应链协同与渠道复用带来的快速起量能力，二者分别以“先发深耕”与“后发跨界”的差异化路径，有望在行业出清与集中度提升的过程中持续获取份额。**

五谷磨房：中式食养专家，产品与渠道协同共筑差异化壁垒。五谷磨房深耕药食同源赛道逾二十年，已形成“中式食养专家”的强势品牌心智。**1）产品端，公司养生粉业务以“重养”与“轻养”双轮驱动。**“重养”板块（中式调理与功能改善食品）2025 年收入超 8 亿元，同比增长 34.2%，以功效主导对标西式保健品，主打天然中式的差异化解决方案；“轻养”板块（食养早餐与礼盒产品）中已成功打造核桃芝麻黑豆粉大单品。公司功能改善型产品 25 年在专柜 90 天的复购率约 27%，用户粘性突出。**2）渠道端：公司已构建商超专柜、线下货架、电商平台三大渠道协同的体系，25 年收入占比分别为 38%/21%/41%。**公司以线下直营专柜为基本盘，紧抓商超调改机遇推动专柜数量重回增长通道、单点效率亦有显著改善；公司前瞻布局抖音等内容电商，并以山姆会员店为核心拓展货架新渠道，形成专柜+内容电商+货架“三轮驱动”的多渠道协同格局。

图表25：五谷磨房主要产品图示



湿无踪　核桃芝麻黑豆粉　黑之养黑芝麻丸　八珍小金碗　古方食养礼盒

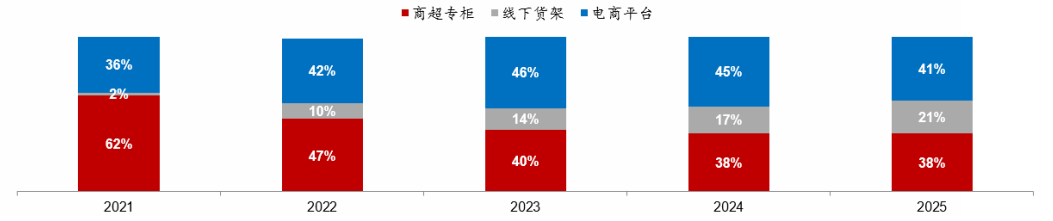
产品名称	所属品类	核心功效	主力规格	终端定价	核心卖点	竞品对比
湿无踪	中式调理	健脾祛湿、改善体内湿毒	200g/盒	89元/盒	古方改良+动物实验验证+体感测试；无添加蔗糖	无直接竞品，差异化壁垒最高
核桃芝麻黑豆粉	中式早餐	补肾乌发、营养代餐	600g/罐	59.9元/罐	85-100度即冲即散；非转基因原料；专属研磨专利	南方黑芝麻糊（49.9元/600g）
黑之养黑芝麻丸	中式调理	乌发养颜、日常滋补	108g/罐	29.9元/罐	九蒸九晒工艺；低糖配方；独立小包装	老金磨方黑芝麻丸（39.9元/108g）
八珍芝麻糊小金碗	中式早餐	即食代餐、营养便捷	180g×6碗/箱	69.9元/箱	山姆专供；开盖即食；无添加防腐剂	无同价位直接竞品
古方食养礼盒	健康礼赠	全家共享、节日送礼	1200g/盒	199元/盒	组合装含多款明星单品；高端礼盒包装	同仁堂食养礼盒（299元起）

注：以上为传统经销渠道终端售价

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，山姆 APP，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

图表26：五谷磨房渠道结构（按收入占比）



渠道类型	25年收入	22-25年CAGR	核心贡献/亮点	未来规划
商超专柜	9.7亿元	-0.8%	高盈利基本盘：截至25年末，公司现有约1900家专柜中约700家进入胖东来/永辉调改店等新业态，新业态单店年收入50-60万，显著高于传统大卖场中的单店表现	每年计划净开150-200家
线下货架	5.3亿元	114.5%	贡献近年来的核心收入增长，其中山姆会员店贡献约80%，凭借头部渠道的高效率实现较高的净利率	计划拓展Costco、麦德龙等会员制商超
电商平台	10.3亿元	15.1%	单一最大渠道：抖音投流费用率从2024年的约60%降至2025年的约50%，盈利能力持续改善	计划提升高单价功能改善型产品的收入占比

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

西麦食品：燕麦龙头跨界入局，食养粉打造第二增长曲线。西麦食品作为中国燕麦龙头企业，于 25Q4 正式推出药食同源粉系列，将其明确为未来战略的“第二增长曲线”。产品端，公司以红参阿胶粉等核心单品为突破口，当前动销反馈良好；食养粉在胖东来等卖场表现较优，节庆期间需求旺盛，多家大卖场正主动与公司寻求合作、开发食养粉礼盒。渠道规划方面，公司计划线上与线下渠道双线并行，下半年加大精准投入并备战中秋礼盒；公司已启动独立生产线改造以快速响应大客户的定制需求。据公司 26H1 业绩会，26H1 公司食养粉新品类实现收入超 7,000 万元，验证了养生粉新品类与主业的协同效应，下半年预计养生粉产品将持续贡献收入增量，力争实现全年收入 2 亿的目标。凭借燕麦主业积累的供应链、渠道与品牌优势，公司有望在药食同源粉赛道持续获取份额。

渠道结构对比：五谷磨房的线上&线下渠道均已跑通，西麦仍处于双线铺设阶段。五谷磨房 2025 年线上渠道收入占比约 40.8%，且电商渠道中以抖音等兴趣电商自播为主（占比约 85%），渠道成熟且已实现盈利；线下渠道则依靠 1,900 余家商超专柜形成独有的“一对一深度沟通”。西麦的食养粉业务也计划采用线上+线下渠道双线并行的策略，线上渠道由独立品牌“西麦食养”、独立店铺矩阵与独立团队运营（规避与燕麦主业之间的内耗），通过 KOL/KOC 种草、多平台承接等提升品牌知名度；线下渠道自 25Q4 起进场，以胖东来等标杆卖场首发并推动多家大卖场合作开发食养粉礼盒，同时布局零食量贩/零售 O2O/礼品团购等新渠道。

产品矩阵对比：五谷磨房与西麦的产品布局逻辑有所不同。五谷磨房按“场景层级”将业务划分为三大品类，中式食养早餐（2025 年收入占比 48%）为日常基本盘、功能改善型（2025 年收入占比 38%）承接功效需求、健康食养礼（2025 年收入占比 14%）补足礼赠场景的需求，产品价格带从 20-60 元/件覆盖至 180-280 元/件、礼盒 100-188 元/件，呈现“日常-功能-礼赠”的递进式梯度。西麦的食养粉则主要聚焦于功效和礼赠，产品价格带集中在 45-120 元/罐（350-500g）、礼盒 49-200 元/件，按功效划分为温养气血、健脾祛湿、美容滋补方，产品矩阵更窄（如暂时不涉及助眠类相关的产品）但相对聚焦。

仅供内部参考，请勿外传！

图表27：各公司产品结构对比

公司	产品品类	定位	价格带	人群画像	销售渠道	核心单品/功能矩阵
五谷磨房	中式食养早餐	与日常生活高度关联的养生食品	20-60元/件	注重健康生活方式的人群	电商渠道、货架渠道等	核桃芝麻黑豆粉（大单品） 红豆薏米粉、益元八珍粉 即食小金碗
	中式调理与功能改善	满足功效需求的中式食养解决方案	160-260元/罐	30-50岁群体为主，女性占比更高	线下专柜、线上渠道（如抖音等）	湿无踪（祛湿）、黑之养（乌发） 上品八珍粉（健脾养胃）、红韵食养方（益气补血） 酸枣仁晚安膏（助眠）
	健康食养礼	礼赠佳选	100-188元/件	具有走亲访友需求的广泛群体	全渠道销售	中秋礼盒 春节古方食养礼盒
西麦食品	温养气血·红参阿胶方	温补气血、日常轻养生	60–120元/罐（350–500g）	25–45岁女性为主，注重内调、关注养生	电商渠道、线下商超	红参阿胶五红粉（大单品，78%五红食材+红参/阿胶） 红参姜黄五红粉
	健脾祛湿·中式调理方	健脾养胃、祛湿	45–70元/罐（350–500g）	30–55 岁亚健康人群，脾胃/湿气困扰	电商渠道为主	黄芪人参山药粉（补气健脾） 人参石斛八珍粉（滋养润燥） 五指毛桃赤小豆薏仁粉（祛湿，500g罐约50元） 五黑粉（桑葚/黑芝麻/黑豆/黑米/黑枸杞，乌发养肾）
	由内养外·美容滋补方	美容养颜、由内养外	50–80元/罐（350g）	25–40 岁女性，注重美颜/抗氧	电商渠道为主	燕窝肽杏仁七白粉
	健康食养礼	礼赠佳选	49–200元/盒（500g–1000g）	礼赠需求人群，中老年/女性客单	经销商+KA/AB类超市、礼盒定制对接；线上礼盒独立陈列	食养健康礼盒1000g（五红/五黑/山药等多SKU组合）

注：西麦食品的产品品类并非官方分类方法；

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表28：各公司产品按功效对比

功效方向	五谷磨房	西麦食品
祛湿	湿无踪 益元八珍粉	五指毛桃赤小豆薏米粉
健脾养胃	上品八珍粉 猴头菇山药粉	黄芪人参五白粉 人参石斛八珍粉
补气血/益气	红韵食养方	红参阿胶五红粉 红参姜黄五红粉
乌发	黑之养	五黑谷物粉
美容养颜	杏白七仁粉	燕窝肽参红白粉
助眠	酸枣仁晚安膏 酸枣仁灵芝美梦方	-

资料来源：京东商城，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

图表29：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
西麦食品	002956 CH	买入	16.97	27.00	5,304	0.55	0.90	1.09	1.26	30.89	18.83	15.63	13.48
五谷磨房	1837 HK	买入	1.62	2.10	3,535	0.12	0.15	0.18	0.21	11.51	9.18	7.68	6.68

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表30：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
西麦食品 (002956 CH)	26H1 实现收入 14.0 亿元，同比+22.0%；归母净利润 1.5 亿元，同比+81.9%；对应 26Q2 实现收入 5.8 亿元，同比+17.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+73.8%；符合业绩预告（此前预告 26Q2 归母净利润 0.4-0.5 亿元）。26H1 公司业绩增长主因：1）依托产业链优势推进产品与渠道创新，驱动收入稳步增长；2）受益于原粮丰收及精益管理，采购成本下降，盈利空间拓宽，26H1 公司毛利率同比+0.4pct；3）严控期间费用，提升运营效率，26H1 公司销售/管理费用率同比-3.5/-0.2pct。展望来看，公众健康意识提升、叠加年轻消费群体的需求特征正在重塑燕麦行业的产品开发逻辑，公司持续开拓产品品类，布局新兴渠道，后续有望维持较快增长，维持“买入”。 我们看好公司作为燕麦行业的革新标杆/成长势能向上，粉粉类新品有望持续贡献收入增量，我们维持 26-28 年盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.90/1.09/1.26 元，参考可比公司 26 年 PE 均值为 15x（Wind 一致预期），考虑公司所处的燕麦赛道长坡厚雪，公司在产品推新和渠道拓展层面积极进取，预计 26-28 年公司净利润 CAGR（32%）高于可比公司均值（24%），给予公司 26 年 30xPE，维持目标价 27.00 元，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 08 月 19 日 **点击下载全文：西麦食品(002956 CH,买入)：成本下行&费效优化带动利润释放**
五谷磨房 (1837 HK)	首次覆盖五谷磨房并给予买入评级，目标价 2.10 港币（对应 26 年 12xPE）。公司是国内“药食同源”新中式食养赛道的开创者与领跑品牌，乘风蓝海市场，公司以核桃、黑芝麻、黑豆等药食同源食材为根基，构建“中式食养早餐+中式调理与功能改善+健康食养礼”三大产品矩阵，并以商超专柜、电商、线下货架三大渠道协同触达消费者。公司凭借差异化的产品矩阵、二十年沉淀的功能兑现能力、强心智大单品、高端品牌定位与全渠道运营能力，在天然健康食品市场构建了稳固的差异化竞争壁垒，经营质量持续改善。 我们预测公司 26-28 年归母净利润为 3.3/4.0/4.6 亿元，同比+25.3%/+19.6%/+14.9%。参考可比公司 26 年平均 12x PE（Wind 一致预期），我们给予五谷磨房 26 年 12x 目标 PE，对应目标价 2.10 港币。 风险提示：新品推广不及预期、食品安全问题、行业竞争加剧。 报告发布日期：2026 年 06 月 22 日 **点击下载全文：五谷磨房(1837 HK,买入)：产品与渠道协同共筑中式食养差异化壁垒**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

新品推广不及预期。若公司后续新品推广不及预期，可能导致收入增速受到一定影响，且营销投入付诸东流下对利润水平造成扰动。

食品安全问题。若公司产品陷入安全风波，将直接抑制消费者购买动机，进而对公司销量产生影响。

行业竞争加剧。“药食同源”健康食品赛道面临较为激烈的同质化竞争，部分中小厂家通过模仿和低价进行竞争。如果公司无法持续打造差异化产品，有可能会面临收入和利润压力。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，王可欣，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。
- 西麦食品（002956 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 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。
- 西麦食品（002956 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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