

2025年12月30日

食品

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

# 保健品行业深度报告：银发经济与自我保健时代迎来发展新机遇

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

## 目 行业政策带来红利，新消费属性类逐渐兴起

保健食品行业市场空间广阔，据欧睿统计，25年全球保健食品市场规模预计将超1400亿美元，同比增长4.62%；我国市场规模预计将达2400亿元，同比增长4.30%。我国保健食品上市采用注册备案双轨制，产业链上游为原材料供应商，中游为保健食品生产商，下游为经销商及零售商。消费者对于健康需求日渐专业化，对于免疫系统、骨骼、美容抗衰等需求强劲。

## 目 跨境电商利好进口品牌，年轻人口带来增速红利

2016年起我国开始试行注册备案双轨制，市场准入门槛降低，之后几年市场规模增幅较大。我国老龄化程度较高，到2024年65岁及以上人口已超过2.2亿人，为保健食品需求筑底，同时年轻人口对美容抗衰、焦虑失眠等问题的关注也为行业带来新的增量。随着国内传统零售电商平台不断发展，保健食品线上和线下销售占比出现结构性转变。2025年线上占比预计可达63.3%，占比远超线下传统销售渠道，跨境电商无需“蓝帽子”也使得更多国外品牌进入国内市场。

## 目 监管宽松导致长尾化趋势，消费者功效需求强化

在美国、澳大利亚等国外地区，上市监管政策越宽松，市场集中度越低。我国保健食品行业准入门槛较低，未来将涌入更多长尾品牌，这也给第三方代工商带来更多机会。当下我国保健食品行业市场头部集中度较低，行业CR3始终保持在21%左右，受保健食品功效趋强化影响，未来保健食品行业将更加鼓励科技创新，以“价值驱动”为导向，头部集中度有望获得提升。

目 风险提示：政策风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、汇率波动风险、安全生产风险

首选股票 目标价(元) 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.5	2.1	-18.9
绝对收益	-0.0	2.6	-2.3

蔡琪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450525060001

caiqi3@sdicsc.com.cn

尤诗超 分析师

SAC 执业证书编号：S1450525070001

yousc@sdicsc.com.cn

燕斯娴 分析师

SAC 执业证书编号：S1450525100001

yansx@sdicsc.com.cn

相关报告

从跑马圈地到质效升级，鸣 2025-10-22

鸣很忙勾勒零食量贩未来图

景

## 目 录

1. 行业政策带来红利，新消费属性类逐渐兴起	4
1.1. 行业监管高效化，市场规模稳步提升	4
1.2. 产业链分工明确，代工企业持续获利	6
1.3. 传统需求稳定，抗衰、心血管类增速迅猛	7
2. 跨境电商利好进口品牌，年轻人口带来增速红利	9
2.1. 注册备案相结合，准入门槛降低	9
2.2. 老龄化筑底，年轻人口带来增量	9
2.3. 线上线下结构性转变，跨境电商逐渐兴起	11
3. 监管宽松导致长尾化趋势，消费者功效需求强化	12
3.1. 美澳监管力度差异较大，双轨制凸显长尾化	12
3.2. 功效强化促进高集中度，品牌商科技创新能力体现	13
4. 龙头品牌优势较大，境外业务贡献业绩增量	15
4.1. 汤臣倍健：研发能力出色，旗下品牌覆盖全面	15
4.2. H&H 国际控股：线上优势明显，强品牌策略知名度高	16
4.3. 仙乐健康：代工厂龙头，客户资源充足	17
4.4. 百合股份：注册备案证书绝对优势，长尾客户带来业绩增量	18
5. 投资建议	19
6. 风险提示	20

## 目 录

图 1. 保健食品依法允许声称的保健功能	4
图 2. 2011-2025E 全球 VDS 市场规模	5
图 3. 2011-2025 年中国 VDS 市场规模	5
图 4. 保健食品产业链拆分	6
图 5. 2020-2025E 我国 DS 市场规模及增速	7
图 6. 2020-2025E 我国 DS 市场中各类型占比	7
图 7. 2020-2025E 我国免疫系统类 DS 市场份额及增速	7
图 8. 2020-2025E 我国骨骼类 DS 市场份额及增速	8
图 9. 2020-2025E 我国美容抗衰 DS 市场份额及增速	8
图 10. 2020-2025E 我国心血管健康 DS 市场份额及增速	8
图 11. 2015-2025E 我国老龄人口数量	9
图 12. 养身人群改善健康的主要方式	10
图 13. 全球每日服用营养保健食品人数占比	10
图 14. 2011-2025E VDS 下游渠道类型	11
图 15. 2011-2025E VDS 线下渠道各类型占比	11
图 16. 2017-2022 年中国跨境电商市场规模	11
图 17. 2017-2022 年中国跨境电商用户数	11
图 18. 2016-2024 年各地区 VDS 行业 CR3	12
图 19. 2016-2024 年中国 VDS 前十大公司市场份额	13
图 20. 目前中国注册及备案保健品总数量	13
图 21. 新增注册及备案国产保健品数量（个）	13
图 22. 中国 VDS 行业市场集中度	14
图 23. 零售端感冒清热及心脑血管用药 CR3	14
图 24. 2019-2025H1 汤臣倍健各产品营业收入（亿元）	15

图 25. 汤臣倍健核心产品 .....	15
图 26. 2019-2025H1 H&H 国际控股各产品营业收入（亿元） .....	16
图 27. 公司代表性 Swisse Plus 产品 .....	16
图 28. 2019-2025H1 仙乐健康各产品营业收入（亿元） .....	17
图 29. 2019-2025H1 中国地区收入及增长率 .....	17
图 30. 2019-2025H1 美洲地区收入及增长率 .....	17
图 31. 2019-2025H1 百合股份各产品营业收入（亿元） .....	18
图 32. 2021-2024 年不同销售模式占比 .....	18
表 1: 保健食品按原料主要分类及代表产品 .....	4
表 2: 历年保健食品行业相关政策 .....	5
表 3: 备案或注册类具体原料 .....	9
表 4: 关注公司 ifind 6 个月机构一致预测数据 .....	19

## 1. 行业政策带来红利，新消费属性类逐渐兴起

### 1.1. 行业监管高效化，市场规模稳步提升

保健食品，俗称“蓝帽子”食品，是指声称具有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。区别于药品，保健食品产品属性仍为食品，不以治疗疾病为目的，而是能够调节机体的某些功能，适合特定人群食用。依据《中华人民共和国食品安全法》，保健食品必须经过注册或备案。目前，监管部门依法批准注册的保健食品允许声称的保健功能有增强免疫力、辅助降血糖等 27 类，依法备案的保健食品允许声称的保健功能为补充维生素、矿物质。同时，保健食品的标签、说明书需说明适宜人群、不适宜人群、功效成分或标志性成分及其含量等，不得涉及疾病预防、治疗功能，并声明“本品不能替代药物”。

图1. 保健食品依法允许声称的保健功能

增强免疫力	改善睡眠	辅助保护化学性肝损伤
辅助降血脂	促进泌乳	祛痤疮
辅助降血糖	缓解体力疲劳	祛黄褐斑
抗氧化	提高缺氧耐受力	改善皮肤水分
辅助改善记忆	辅助保护辐射危害	改善皮肤油分
缓解视疲劳	减肥	调节肠道菌群
促进排铅	改善生长发育	促进消化
清咽	增加骨密度	通便
辅助降血压	改善营养性贫血	辅助保护胃黏膜损伤

资料来源：国家市场监督管理总局，国投证券证券研究所

保健食品按原料可以分为动植物提取类、矿物质类、维生素类、益生菌类发酵类等，具体产品形态有胶囊、片剂、口服液、粉剂、软糖等。保健食品主要适用人群为中老年群体，其目的主要是加强关节、心脑血管保健等。目前随着健康理念的推广与普及，保健食品服用群体也逐渐年轻化，其能够帮助女性人群补血养颜、调节内分泌，帮助男性人群补肾壮阳、增强体力，以及帮助儿童补充钙、锌等。

表1：保健食品按原料主要分类及代表产品

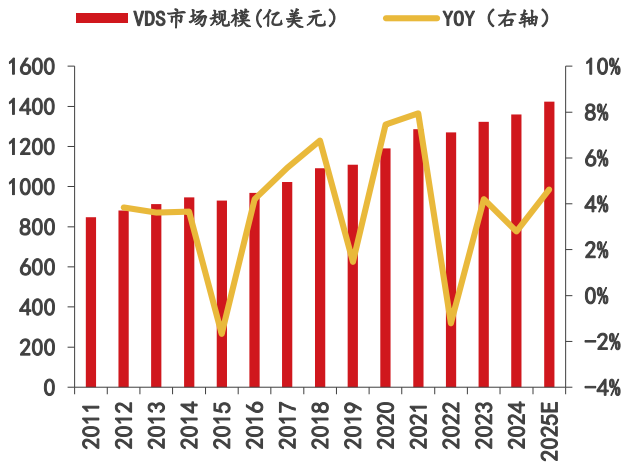
类型	定义及特点	代表产品
维生素	维生素为维持身体健康所需的一类有机化合物，大部分需要通过日常膳食获取	维生素 A、B1、B2、B3、B5、B6、B7、B9、B12、C、D、E、K 等
矿物质	矿物质是生物体维持正常生理功能和生化代谢等生命活动所必需的化学元素，需通过膳食补充	钙、铁、锌、硒等
益生菌	对人体健康有益的活性微生物，核心功能为改善人体胃肠道健康，增强免疫力	乳杆菌、双歧杆菌、革兰阳性球菌等
动植物提取	存在于天然动植物体内，对增强身体特定机能具有辅助作用，人体自身合成可能不足	蛋白粉、辅酶 Q10、叶黄素、褪黑素、鱼油、膳食纤维等

资料来源：灼识咨询，国投证券证券研究所

2011 年来，我国 Vitamins and Dietary Supplements(VDS)市场规模年均复合增速为 8.24%，领先全球市场 3.77%的增速。欧睿统计的 Vitamins and Dietary Supplements (VDS) 涵盖膳食补充剂、维生素、儿童维生素及膳食补充剂、滋补品。其中，Dietary Supplements 具体包含矿物质、鱼油/Omega 脂肪酸、大蒜素、人参制品、银杏叶提取物、月见草油、紫锥菊、圣约翰草、蛋白质补充剂、益生菌制剂、眼部营养补充剂、辅酶 Q10、氨基葡萄糖、草本/传统混合补充剂、非草本合成补充剂，以及各国特有的各类膳食补充剂。据欧睿统计，25 年全

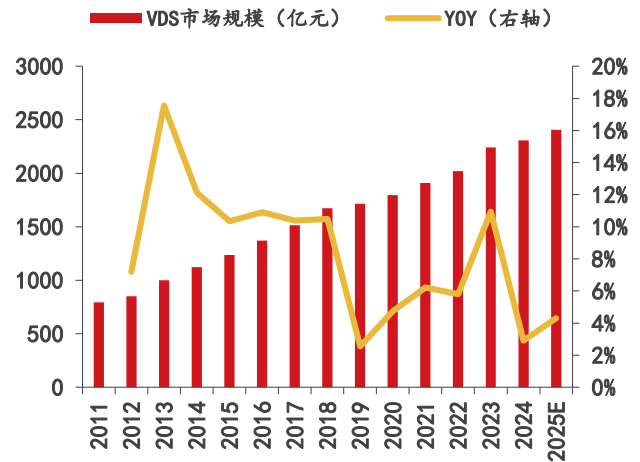
全球 VDS 市场规模预计将超 1400 亿美元，同比增长 4.62%；我国 VDS 市场规模预计将达 2400 亿元，同比增长 4.30%。

图2. 2011-2025E 全球 VDS 市场规模



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

图3. 2011-2025 年中国 VDS 市场规模



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

保健品行业兴起于 20 世纪 80 年代，历经四十多年发展，逐渐从无序扩张转变为有序的市场体系。保健品行业受政策影响较大，2015 年出台的《中华人民共和国食品安全法》对保健食品广告、原料、功能声称等做出了相关规定，加强了监管力度。2016 年出台的《保健食品注册与备案管理办法》将保健食品原单一的注册制上市管理模式调整为注册与备案制相结合的管理模式。其中，需要进行注册的是使用保健食品原料目录以外的保健食品和首次进口的保健食品，而目录以内首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质等营养物质及其他保健食品仅需备案即可。相对来说，使用注册制产品流程复杂、成本较高并具有较强的技术壁垒，而使用备案制的产品流程简单、成本较低且产品上市时间短。

表2: 历年保健食品行业相关政策

时间	发布单位	名称	内容
1996	卫生部	《保健食品管理办法》	定义保健食品为具有特定保健功能的食品。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的的食品。完善了保健食品的审批制度和规范保健品生产经营活动。
2015	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国食品安全法》	对保健食品广告、原料、功能声称等做出严格规定。确立了统一的食品安全监督管理体制，加强了对保健食品等特殊食品的监管。
2016	国家食品药品监督管理总局	《保健食品注册与备案管理办法》	将保健食品的上市管理模式由原来的单一注册制调整为注册与备案相结合的管理模式，以实现风险分类管理。
2017	国务院办公厅	《国民营养计划(2017-2030年)》	提出发展食物营养健康产业，着力发展保健食品、营养强化食品。完善营养法规政策标准体系，加强营养能力建设，强化营养和食品安全监测与评估。
2019	国家市场监督管理总局等13个部门	《联合整治“保健”市场乱象百日行动方案》	整治保健品市场中存在的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、售卖假冒伪劣产品等问题。
2019	国家市场监督管理总局	《保健食品标注警示用语指南》	警示用语使用黑体字印刷，必须包括“保健食品不是药物不能代替药物治疗疾病”等内容。警示用语区位于最小销售包装物(容器)的主要展示版面，所在面积不应小于其所在面的20%。
2020	国家市场监管总局、中宣部等七个部门	《保健食品行业专项清理整治行动方案(2020-2021年)》	将整治保健食品欺诈和虚假宣传行为作为重点，严厉打击食品生产经营企业以会议、讲座、健康咨询、专家义诊、免费体检、组织旅游等任何形式对食品保健食品进行虚假宣传、欺诈营销的违法行为。
2021	国家市场监督管理总局	《保健食品备案产品可用辅料及其使用规定(2021年版)》和《保健食品备案产品剂型及技术要求(2021年版)》	将粉剂和凝胶糖果纳入保健食品备案的剂型中，使得备案产品剂型更加多样化。规范保健品生产工艺，设定保健品备案的技术要求，规定可用于保健食品备案产品的辅料及其使用要求。
2023	国家市场监督管理总局	《允许保健食品声称的保健功能目录非营养素补充剂(2023年版)》	对保健食品声称的保健功能进行规范管理，确保这些声称科学合理，避免与药品治疗作用混淆，并堵塞虚假宣传的漏洞。
2024	国务院办公厅	《关于践行大食物观构建多元化食物供给体系的意见》	强调了建立膳食营养健康大数据和加强食物营养与健康因子作用机理研究的重要性，同时提出深入实施国民营养计划，完善营养健康标准体系，并鼓励企业开发营养健康食品。这一政策的出台，为保健品行业提供了明确的指导和支持。

资料来源：摩熵咨询，国投证券证券研究所

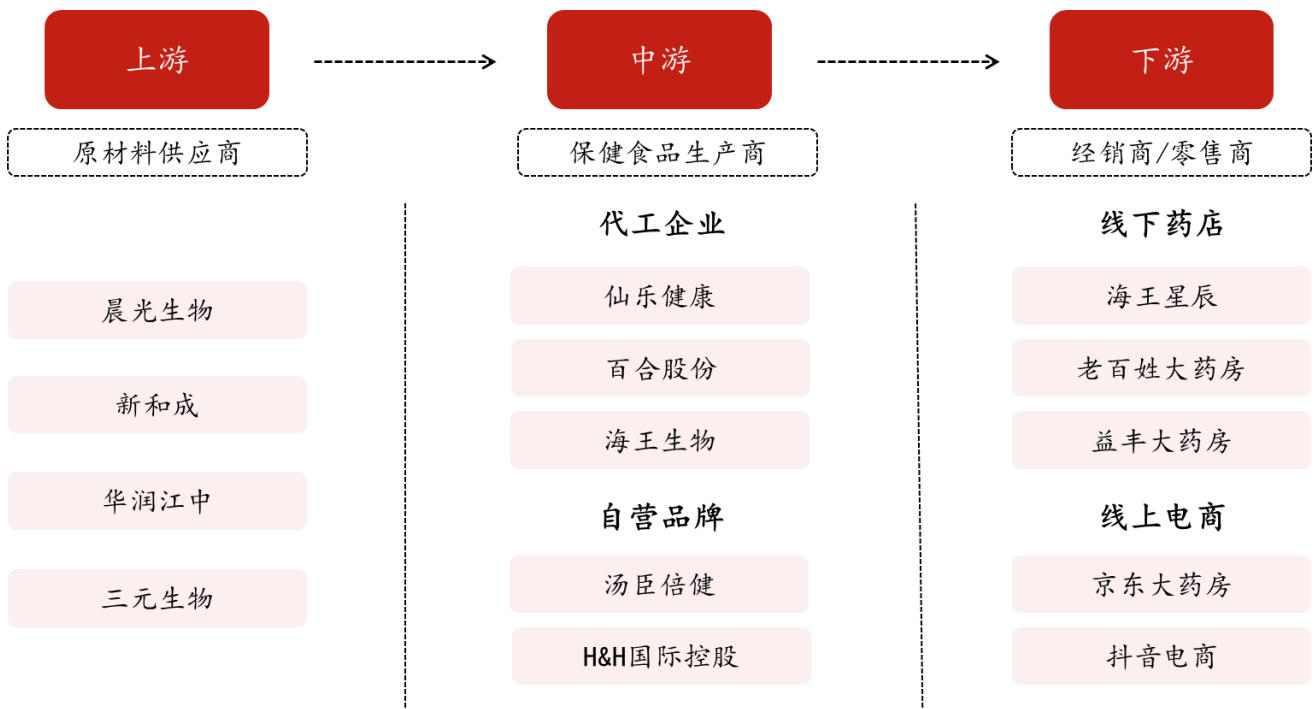
## 1.2. 产业链分工明确，代工企业持续获利

保健食品产业链上游为原材料供应商，中游为保健食品生产商，下游为经销商及零售商。上游主要有晨光生物、新和成等厂家，业务包含天然动植物提取物加工、医药原料制造等。晨光生物是天然植物提取物行业领军企业，同时公司也有番茄红素软胶囊等保健食品。上游原料细分子领域众多，有维生素类、矿物质类、动植物提取物类、辅酶类等，各子领域中均有相对龙头企业，目前尚未有覆盖整个上游的龙头企业。

保健食品产业链中游包含产品生产和品牌运营，是生产制造的核心阶段。其中，代工企业主要有仙乐健康、百合股份、海王生物等，自营品牌有汤臣倍健、H&H 国际控股等。以龙头仙乐健康为例，代工厂商主要分为自主开发模式（ODM）、客户定制开发模式（CDM）和客户产品委托生产模式（OEM）。ODM 需要调查客户需求，根据新产品规划进行产品开发，并向相关部门申请注册或备案；CDM 需要根据客户需求进行定制化产品开发及生产，并提供相关注册或备案支持；OEM 需要根据客户提供的完整配方产品组织产品生产和交付。

保健食品产业链下游主要为线上电商和线下药店。线上主要包括抖音电商、京东大药房等电商平台，线下主要通过益丰大药房、海王星辰等药店销售。汤臣倍健等厂家也通过线上渠道采取直营模式，在电商平台开设旗舰店或自建站直接将产品销售给消费者。

图4. 保健食品产业链拆分

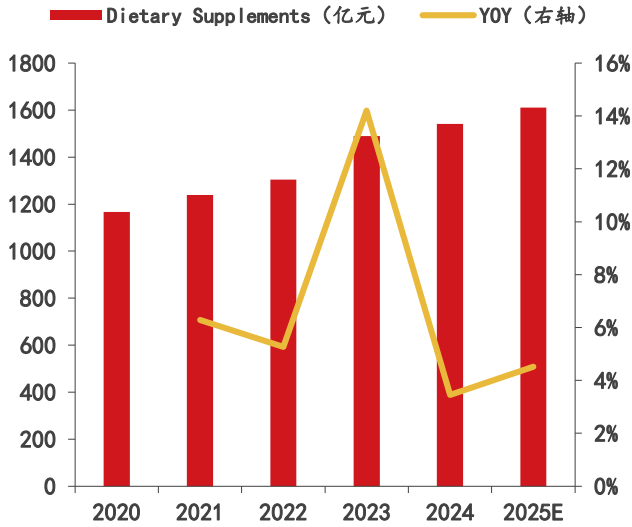


资料来源：公司公告，灼识咨询，国投证券证券研究所

### 1.3. 传统需求稳定，抗衰、心血管类增速迅猛

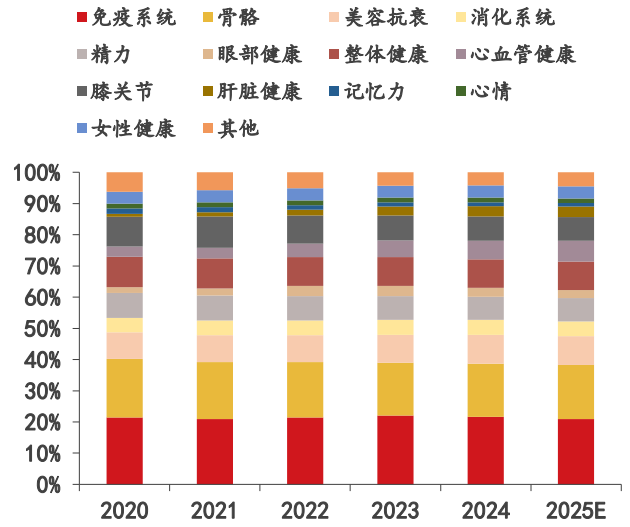
消费者对于健康需求日渐专业化，对于免疫系统、骨骼、美容抗衰等需求强劲。我国 Dietary Supplements 市场规模在 23 年迎来大幅度增长后，24、25 年增速持续放缓。我国免疫系统和骨骼健康类保健食品市场份额占比位列前两位，2024 年免疫系统类占比达 20.9%，骨骼健康类为 17.4%，远超其他类别份额。

图5. 2020-2025E 我国 DS 市场规模及增速



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

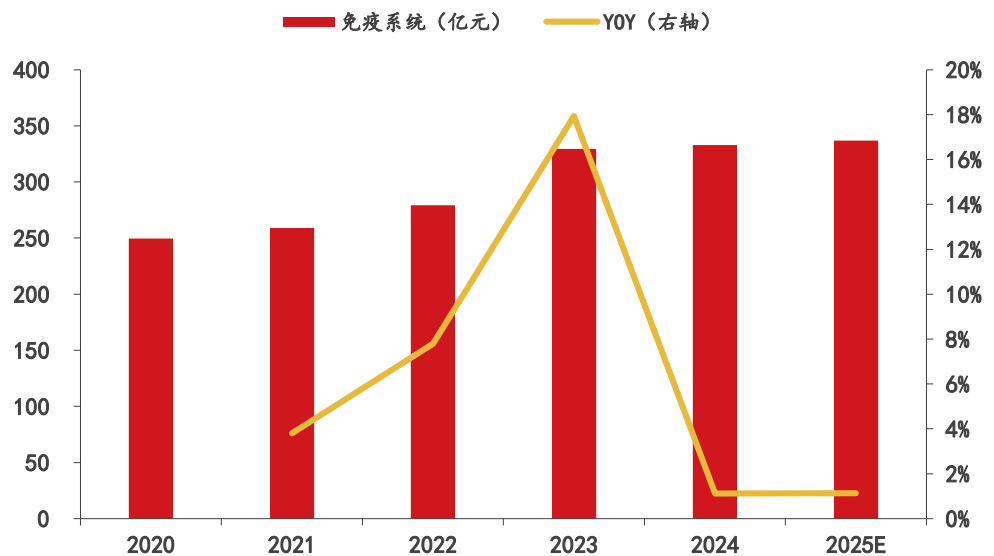
图6. 2020-2025E 我国 DS 市场中各类型占比



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

免疫系统和骨骼健康目前仍占据我国保健食品市场主要份额。免疫系统类保健品主要包括维生素 C 泡腾/咀嚼片、乳清蛋白粉等，代表性产品有 Swisse 的女士复合维生素、汤臣倍健的蛋白粉等。由 Euromonitor 统计的免疫系统产品口径略有区别，不包含维生素的市场份额。受疫情影响，人们对于自身免疫力的关注逐渐提高，2023 年免疫系统产品市场份额超 320 亿元，同比增长达 17.93%，但随着疫情出清，增速又快速回落到较低水平。

图7. 2020-2025E 我国免疫系统类 DS 市场份额及增速

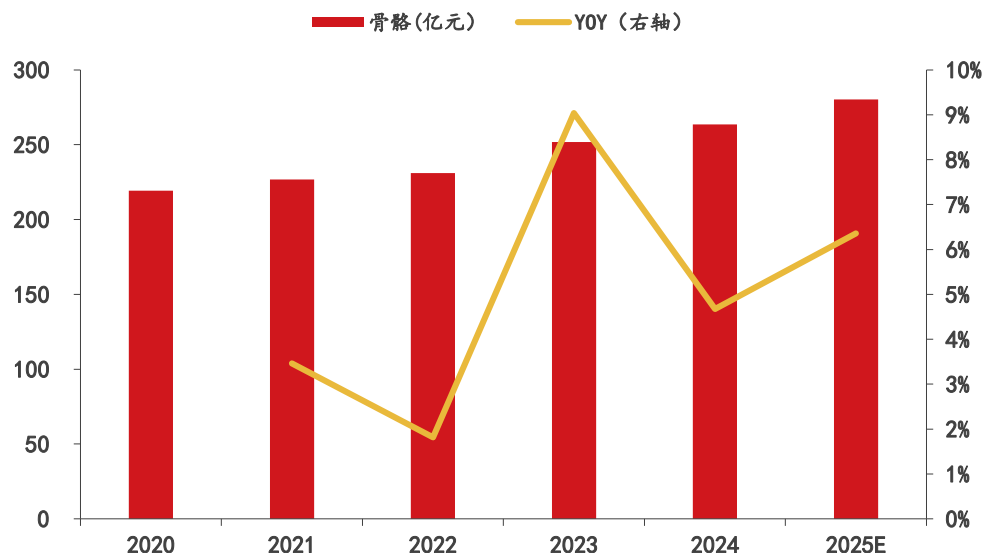


资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

骨骼健康类保健品一直深受中老年群体关注，根据《中国骨质疏松症流行病学调查报告（2018）》统计，我国 40-49 岁人群骨质疏松症患病率约为 3.2%，50 岁以上患病率约为 19.2%，

65岁以上患病率达32%。伴随居民健康意识增强，骨骼健康越发成为全民关注的焦点，未来市场增长空间较大。受疫情影响，2022年我国骨骼类保健食品市场增速放缓，随着疫情影响逐渐减弱，其市场份额增速也逐渐恢复至正常水平。骨骼健康类保健食品主要包括软骨素、钙片等，代表性产品有汤臣倍健旗下健力多的氨糖硫酸软骨素钙片、氨糖软骨素葛根片等。

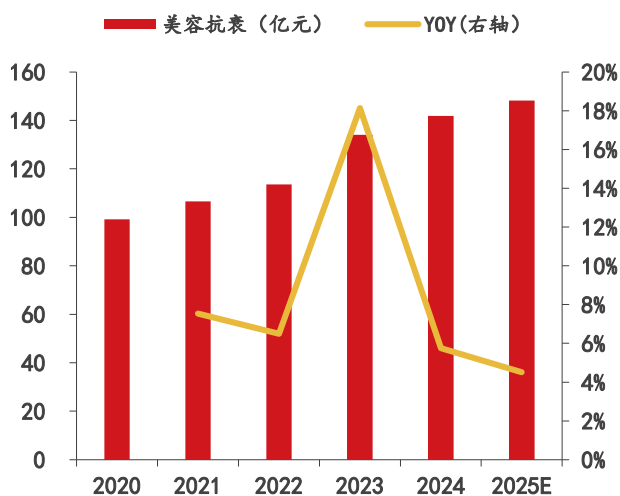
图8. 2020-2025E 我国骨骼类 DS 市场份额及增速



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

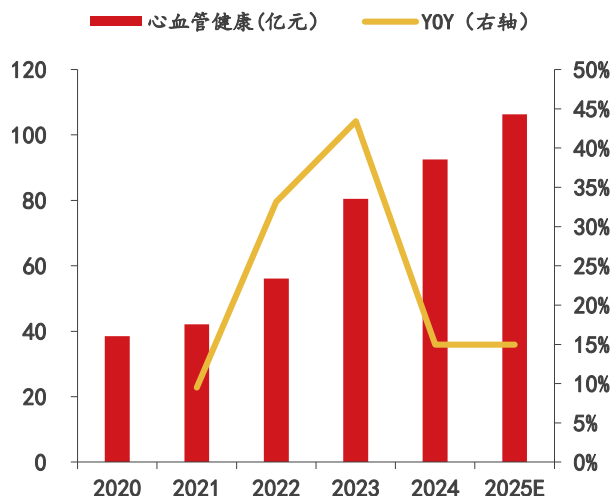
近年来，我国 DS 市场美容抗衰、心血管健康等类别保健食品市场份额出现较大增幅。美容抗衰保健食品核心成分主要包括烟酰胺单核苷酸（NMN）、麦角硫因等。NMN 是 NAD+ 的直接前体，提升 NAD+（辅酶 I）水平能间接延缓衰老。麦角硫因是一种天然抗氧化剂，能通过发挥抗氧化作用、抗炎、调控基因、保护线粒体、增强自噬活性来延缓衰老。目前抗衰老市场逐渐从老年群体延展至中壮年人群，带来了新的增量。心血管健康类保健食品市场份额在 2021 年来也出现大幅度增长，主要系疫情带来的人们对自身健康的重视以及对并发症的预防。目前心血管保健食品主要包括鱼油软胶囊、辅酶 Q10 等。

图9. 2020-2025E 我国美容抗衰 DS 市场份额及增速



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

图10. 2020-2025E 我国心血管健康 DS 市场份额及增速



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

## 2. 跨境电商利好进口品牌，年轻人口带来增速红利

### 2.1. 注册备案相结合，准入门槛降低

自2016年起，我国开始实施注册与备案制相结合的保健食品上市管理模式。根据2016年出台的《保健食品注册与备案管理办法》，使用《保健食品原料目录》内的原料仅需备案，而使用目录外原料则需注册。《保健食品原料目录》共列有34种原料，具体分为钙、维生素A等24种营养素补充剂和辅酶Q10、鱼油等10种非营养素补充剂。在2016年注册与备案双轨制实行后，2017和2018年我国VDS市场迎来10.38%和10.49%的双位数增长。

使用注册和备案制相结合的模式，在一定程度上放宽了保健食品上市准入标准。相比于原有的注册制模式，备案制需要提供的材料较少，审批流程更加简便快捷，产品上市时间更短。该政策极大地改变了市场竞争格局，使得中长尾化趋势愈发明显。通过仙乐健康、百合生物等第三方代工工厂协助备案，低门槛下更多长尾品牌涌入市场，促进了抗衰、益生菌等新消费赛道的迭代更新。

**表3：备案或注册类具体原料**

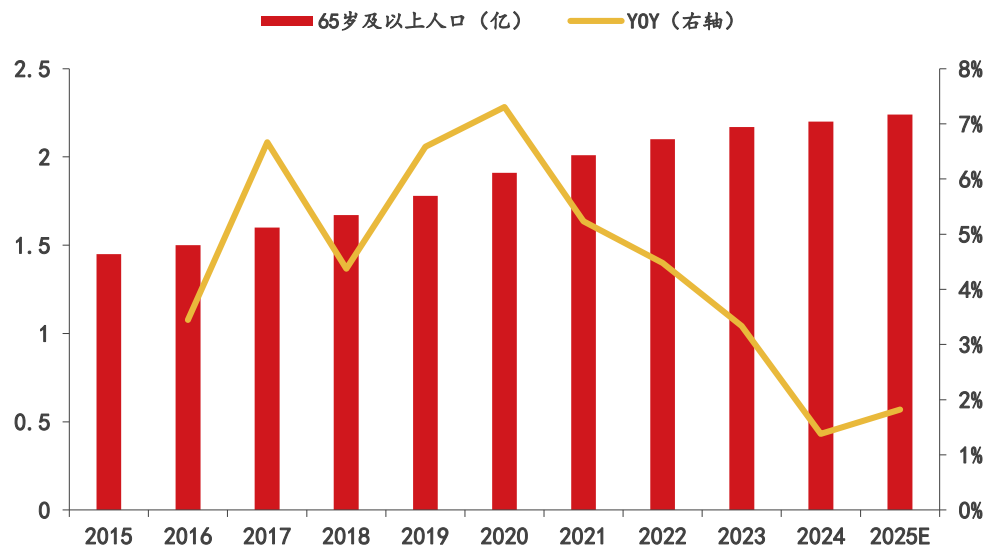
原料目录	类别	具体内容
《保健食品原料目录》内原料	营养素补充剂原料目录	钙、镁、钾、锰、铁、锌、硒、铜、维生素A、维生素D、维生素B1、维生素B2、维生素B6、维生素B12、叶酸、烟酸（尼克酸）、生物素、胆碱、维生素C、维生素K、泛酸、维生素E、β-胡萝卜素、二十六碳六烯酸DHA
	非营养素补充剂原料目录	辅酶Q10、破壁灵芝孢子粉、螺旋藻、鱼油、褪黑素、大豆分离蛋白、乳清蛋白、人参、西洋参、灵芝
《保健食品原料目录》外原料	普通食品原料	氨基酸、左旋肉碱等
	新食品原料	磷虾油、四氢叶酸等
	药食同源类	党参、灵芝、山茱萸、天麻等
	新原料	NMN、NAG等

资料来源：摩熵咨询，国投证券证券研究所

### 2.2. 老龄化筑底，年轻人口带来增量

我国老龄化程度较高，2015至2024年均复合增速达4.74%，到2024年我国65岁及以上人口已超过2.2亿人。近年来虽然保健食品的消费群体在逐步年轻化，向全年龄段扩展，但老年群体仍为保健食品主要消费人群之一。根据国家统计局预测，截至2025年底，我国65岁以上老年人预计达2.24亿，同比增长1.82%，庞大的老年人口持续为保健品需求筑底。

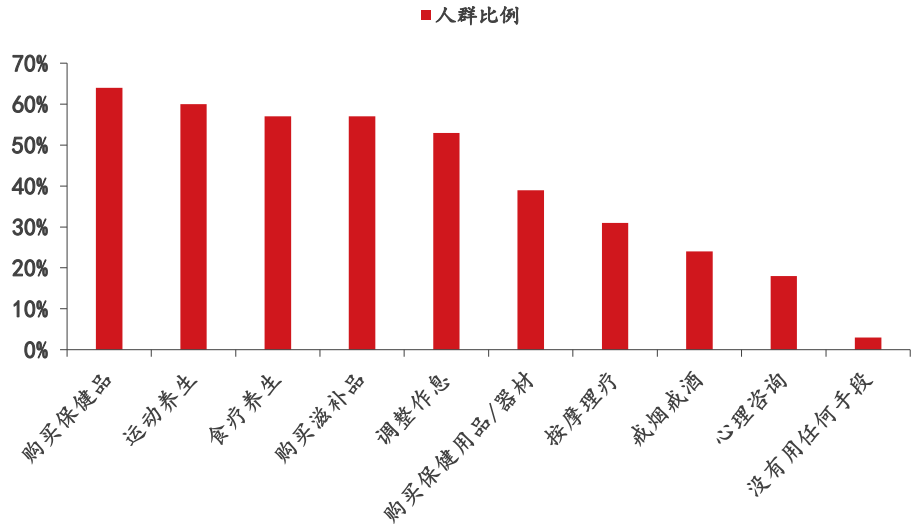
**图11. 2015-2025E 我国老龄人口数量**



资料来源：国家统计局，国投证券证券研究所

社会节奏加快，工作压力普遍加大，亚健康问题凸显，疫情之后消费者更加重视养生保健。受疫情影响，我国居民整体健康水平略有下降，养生保健意识加强，且绝大多数养身人群选择购买保健食品来改善健康。同时，据国家卫健委统计，2024 年中国居民健康素养水平达 31.87%，同比提高了 2.17 个百分点，其中城市居民健康素养水平为 34.74%，农村居民为 29.11%，均有较高提升。整体来看，保健食品在我国的需求正在逐步提升。

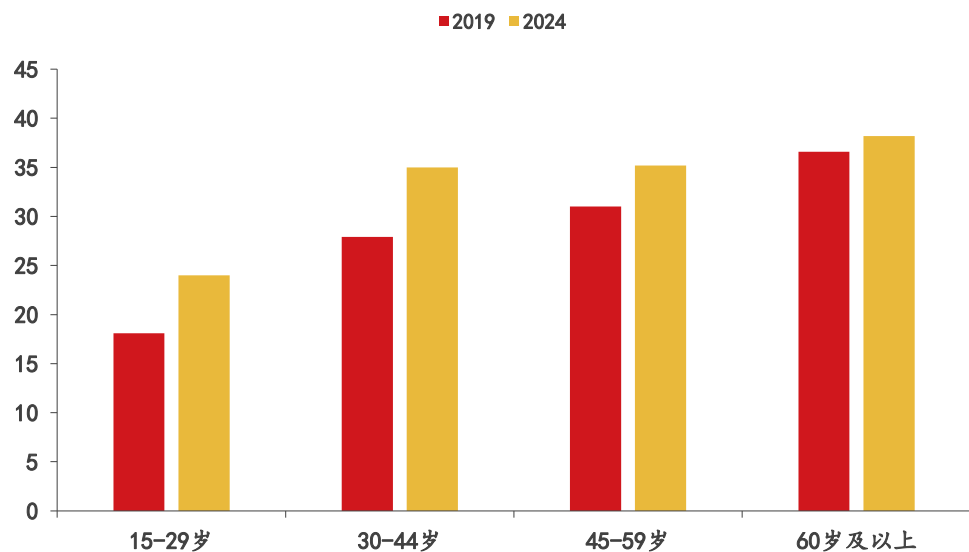
图12. 养身人群改善健康的主要方式



资料来源：摩熵咨询，国投证券证券研究所

据统计，2024 年 60 岁及以上老年人群中每日服用营养保健食品的比例达 38.2%，仍为各年龄段中最高。2024 年 30-44 岁年龄段和 15-29 岁年龄段人群中每日服用营养保健食品比例相对 2019 年分别提升了 7.1%和 5.9%，年轻人逐渐为保健食品行业带来更大增量。当下，中青年人群对美容抗衰的需求正逐渐提升，同时面临工作、学习压力，年轻一代出现失眠、焦虑现象越来越普遍，中青年对于保健食品的需求愈发提高。

图13. 全球每日服用营养保健食品人数占比

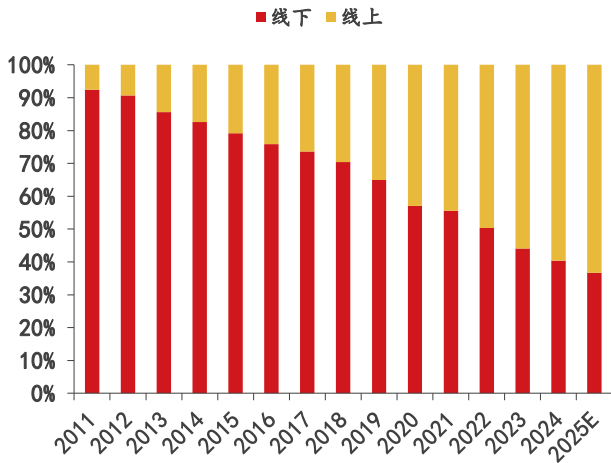


资料来源：仙乐健康公司公告，国投证券证券研究所

### 2.3. 线上线下结构性转变，跨境电商逐渐兴起

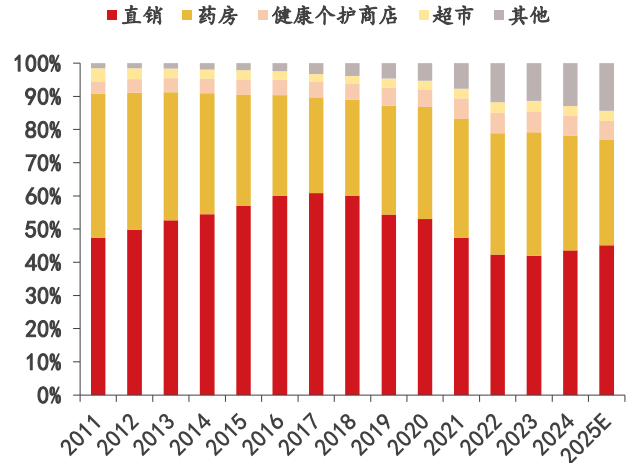
随着国内传统零售电商平台不断发展，VDS 线上和线下销售占比出现结构性转变。近年来，国内 VDS 线上渠道占比已从 2011 年的 7.6% 增长至 2024 年的 59.6%，根据 Euromonitor 测算，2025 年线上占比预计可达 63.3%，占比远超线下传统销售渠道。线下渠道方面，直销和药房仍为主要销售途径，据 Euromonitor 预测，2025 年直销和药房占线下比重达 45.11% 和 31.79%。

图14. 2011-2025E VDS 下游渠道类型



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

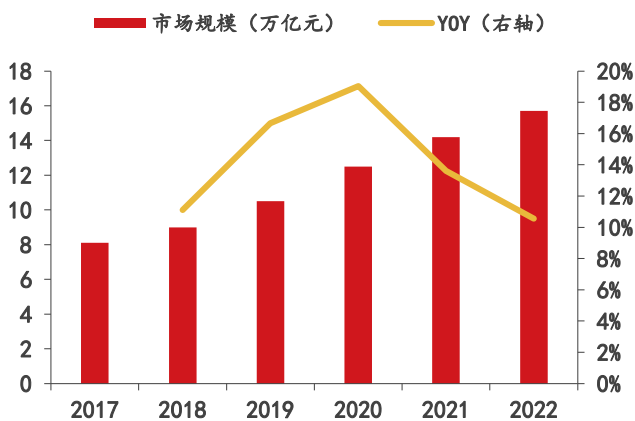
图15. 2011-2025E VDS 线下渠道各类型占比



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

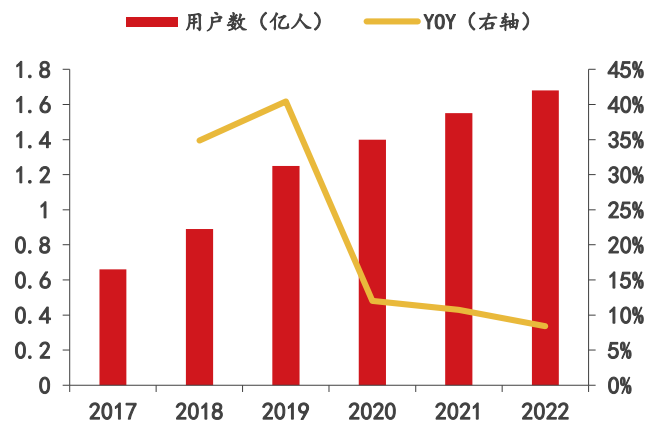
线上渠道主要有传统电商和兴趣电商，为保健食品行业带来较大增量。传统电商主要包括天猫、京东等，兴趣电商主要为新兴的抖音、小红书等。随着抖音、小红书在我国的普及，这些新媒体通过专业内容科普和场景化导购，能更好地推广产品、引导消费，并进行保健品市场教育，对电商渠道推广能力不足起到了弥补作用。近年来，跨境电商渠道也逐渐兴起，为进口营养健康食品进入中国搭建了重要渠道，保健食品电商渠道中跨境占比已从 2022 年的 43% 左右增长到了 2024 年的近 50%。通过跨境电商进口的保健食品无需再在国内进行注册备案获得“蓝帽子”标识，仅需符合原产国标准即可，创新空间较大。

图16. 2017-2022 年中国跨境电商市场规模



资料来源：灼识咨询，国投证券证券研究所

图17. 2017-2022 年中国跨境电商用户数



资料来源：灼识咨询，国投证券证券研究所

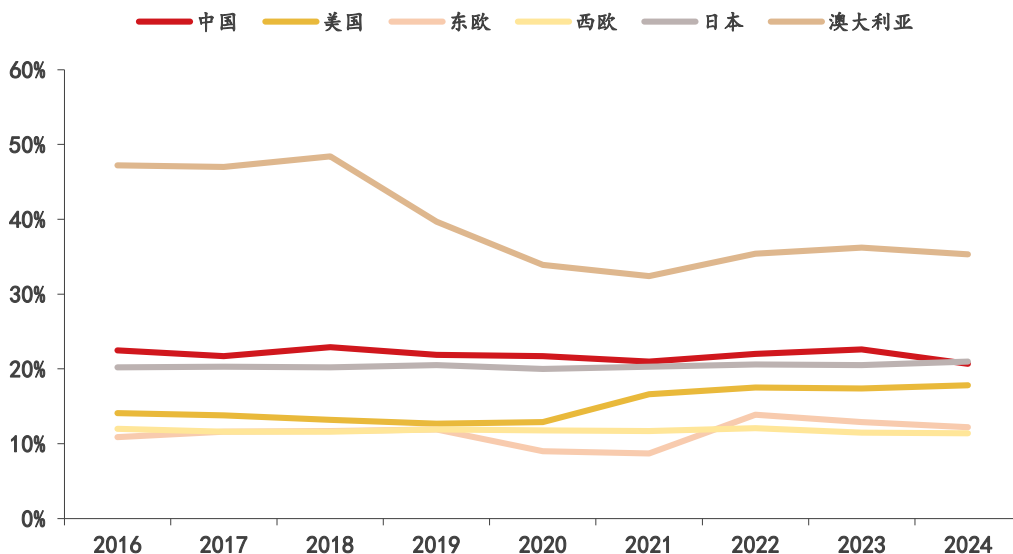
### 3. 监管宽松导致长尾化趋势，消费者功效需求强化

#### 3.1. 美澳监管力度差异较大，双轨制凸显长尾化

除澳大利亚外，全球主要地区 VDS 行业集中度普遍偏低。在澳大利亚，类似中国保健食品的产品被称为补充药品，区别于中国的保健食品，其涵盖了从营养补充到疾病预防的各个方面。据澳大利亚《治疗产品条例 1990》说明，补充药品是包含一种或多种功效成分的治疗产品，介于药品和食品之间，在安全和功效上和药品有交叉。澳大利亚补充药品主要采取注册制，由卫生部保健品管理组下属治疗产品管理局进行监管，监管较为严格，这也导致澳大利亚保健食品集中度较高。2024 年，澳大利亚 VDS 行业 CR3 高达 35.3%，约为美国市场的两倍水平。

类似澳大利亚，美国也没有“保健食品”的概念，而是将此类产品归为“膳食补充剂”(Dietary Supplements)。据《1994 年膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA) 说明，膳食补充剂是作为饮食补充而口服摄入的产品，和我国保健食品一样，膳食补充剂禁止宣称诊断、治疗或预防疾病功能。在美国，膳食补充剂主要由美国食品药品监督管理局 (FDA) 和联邦贸易委员会 (FTC) 进行监管，其中 FDA 主要负责监管保健食品的安全性、标签合规与市场行为。在膳食补充剂上市方面，DSHEA 将其作为特殊食品进行管理，免除了其上市前的疗效审查。较宽松的监管制度导致美国膳食补充剂集中度较低，2024 年为 17.80%。在欧洲，类似“保健食品”产品被称为食品补充剂，属于食品类别。食品补充剂的安全和功能评价主要由欧洲食品安全局 (EFSA) 负责，欧盟大多数国家实行上市前备案制度，政府无需进行审批，管理较为宽松，故其集中度处于较低水平，2024 年东欧 CR3 为 12.20%，西欧为 11.40%。

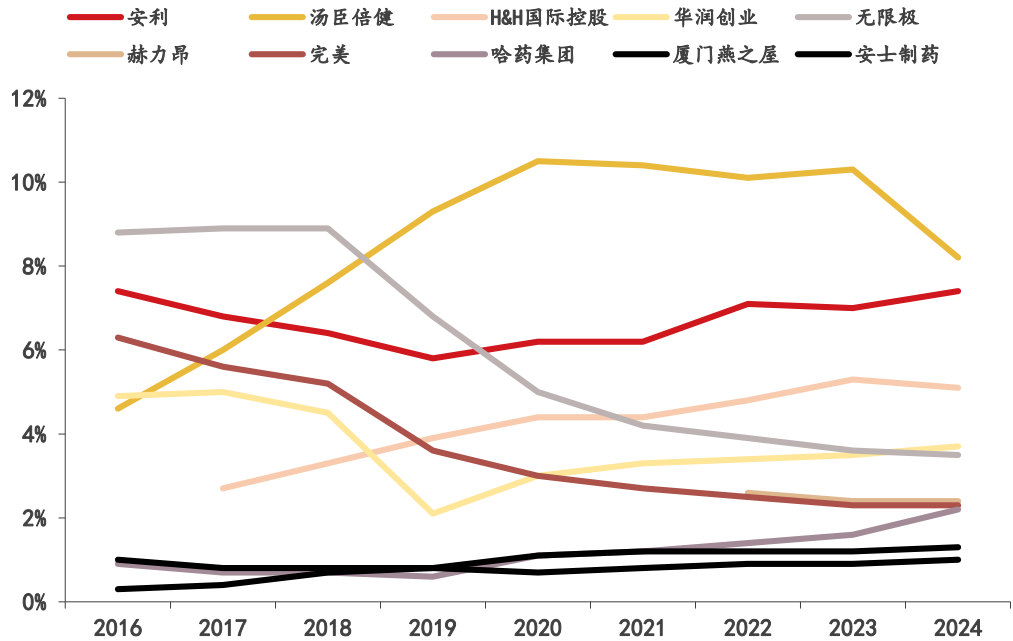
图18. 2016-2024 年各地区 VDS 行业 CR3



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

我国 VDS 市场较为分散，2024 年 CR3 为 20.7%，CR8 为 34.8%。2016 年起，我国开始实行注册与备案双轨制，2017 和 2018 年我国 VDS 市场迎来 10.38% 和 10.49% 的双位数增速。从 2020 年开始，汤臣倍健始终保持我国 VDS 行业市场份额第一的位置，这两年第二、三名也逐渐稳定为安利和 H&H 国际控股。

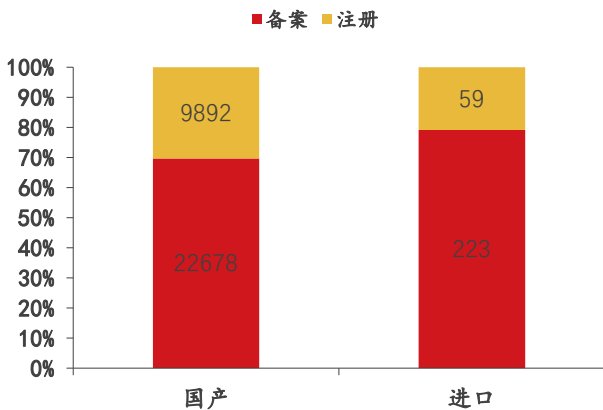
图19. 2016-2024 年中国 VDS 前十大公司市场份额



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

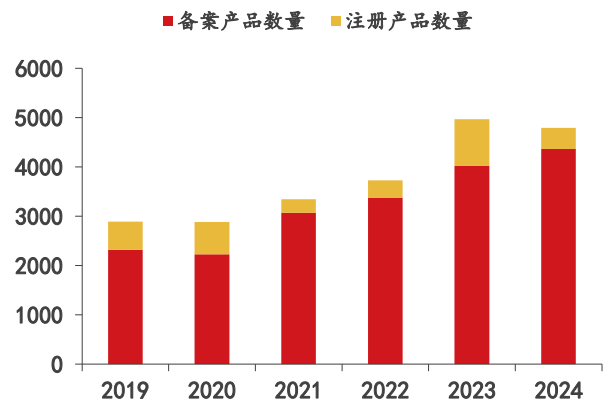
“双轨制”实行后，企业更多产品会去选择走备案制，仅有少数走注册制途径。一般情况下，注册制保健产品审批需提交国家市场监督管理总局，审批周期为 8-9 个月，而备案制则由省级监督管理部门批准，审批周期通常为 1-3 个月，走备案制途径上市能为厂商节约大量时间。随着备案制逐渐完善，行业门槛大大降低，长尾化效应将更加凸显。

图20. 目前中国注册及备案保健品总数量



资料来源：摩熵咨询，国投证券证券研究所

图21. 新增注册及备案国产保健品数量 (个)



资料来源：摩熵咨询，国投证券证券研究所

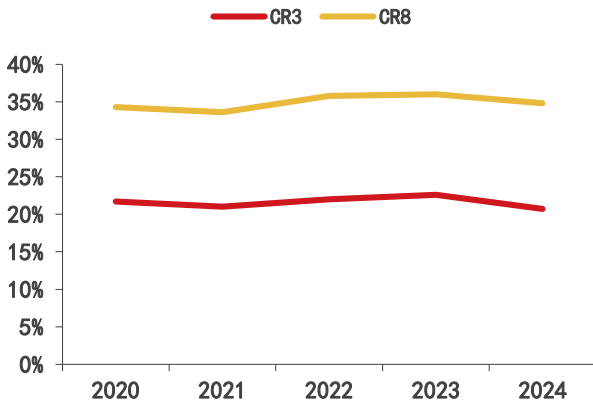
### 3.2. 功效强化促进高集中度，品牌商科技创新能力体现

2023 年，国家市场监督管理总局发布《保健食品新功能及产品技术评价实施细则（试行）》，对保健食品新功能的研发创新起到了积极的推动作用。该公告表明新功能应明确定位为补充膳食营养物质、维持或改善机体健康状况、降低疾病发生风险因素三类，在提出新功能建议前，应当通过符合要求的至少 1 家食品检验机构或临床检验机构验证评价。同时，该公告也要求对批准上市的新功能保健食品开展上市后评价。该举措强化了行业从营销转向价值驱动的趋势，未来保健食品行业将更依赖技术破局，厂商需不断提升技术水平来增强核心竞争力。

受保健食品功效趋强化影响，未来 VDS 行业头部集中度有望获得提升。当下我国 VDS 行业市场头部集中度较低，行业 CR3 始终保持在 21%左右，CR8 也仅为 35%左右。保健食品区别于药品，其更多在于帮助消费者补充日常膳食营养，其功效相对不显著，无法直观体现。与医药行业对比，具有代表性的感冒清热用药和心脑血管用药功效直观性逐渐增强，因医药产品大多不具有独家性，所以从药品零售端市场份额出发更具有代表性，也更具有参考意义。相对于心脑血管用药，感冒清热用药各产品间功效区别较小，很难形成独特优势，消费者对特定药品的选择倾向性不高，故集中度略低于心脑血管用药。

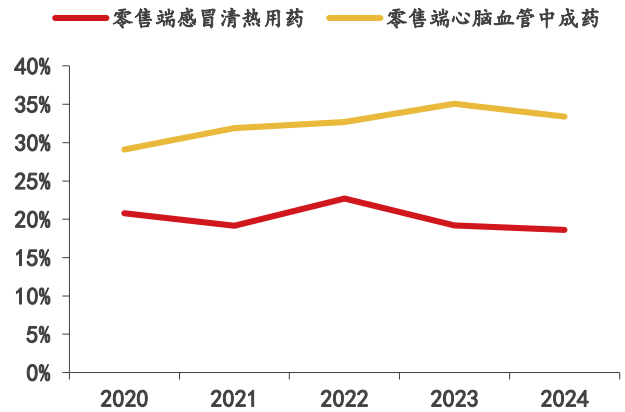
目前汤臣倍健、Swisse 等品牌布局领域较广，覆盖保健食品绝大多数需求类别。随着目前美容抗衰、心血管健康等新消费属性市场规模扩张，这些品牌商能够快速识别并进行布局，且能够利用创新能力、品牌知名度及用户粘性率先推出新品，占据一定市场份额。且随着《食品安全法》修订强化功效验证要求，行业“价值驱动”特性利好大型品牌商。因此，结合监管要求及保健食品功效未来发展趋势，我们认为我国保健食品行业未来有望向着“多寡头”+“长尾化”方向发展，并且同时服务头部长青企业和新兴长尾厂商的仙乐健康等第三方代工商有望持续获利。

图22. 中国 VDS 行业市场集中度



资料来源：欧睿，国投证券证券研究所

图23. 零售端感冒清热及心脑血管用药 CR3



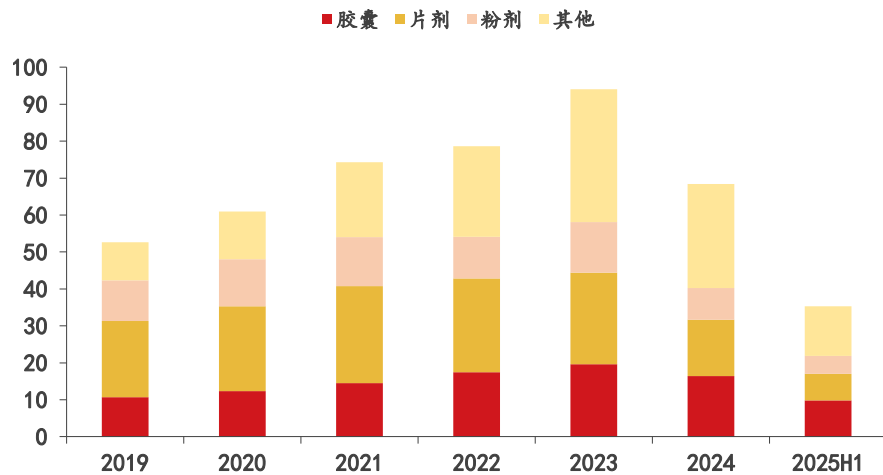
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

## 4. 龙头品牌优势较大，境外业务贡献业绩增量

### 4.1. 汤臣倍健：研发能力出色，旗下品牌覆盖全面

汤臣倍健是全球膳食营养补充剂行业领先企业，拥有 VDS 全品类产品矩阵，构建了药店、商超、母婴店等线下零售终端和线上多元化电商平台的全渠道销售体系。除主品牌“汤臣倍健”外，公司旗下主要有“健力多”、“lifespace”、“LSG”等知名子品牌。公司坚持“科学营养”战略下的强科技企业转型，持续推进自有发明专利原料及配方研发、新功能和重功能产品研发及注册、抗衰老和精准营养等布局。公司 2019-2023 年营收持续稳定增长，2024 年行业整体承压，公司蛋白粉、益生菌、氨糖、维生素、护肝类产品等销售减少，导致业绩出现大幅下滑，同比下降超 25%。

图24. 2019-2025H1 汤臣倍健各产品营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

截至 2025 上半年，公司已获得 476 项专利，其中包含 156 个保健食品注册批准证书和 198 个保健食品备案凭证。公司在产品科技力上不断发力，自主研发与联合开发相结合，与中科院上海营养与健康研究所等科研机构密切合作，持续开展精准营养和慢病干预等相关研究。近期，公司也不断加大力度开拓东南亚市场，拓展东南亚各国线上兴趣电商渠道，2025 年上半年在境内营收大幅下降的情况下实现境外营收同比 5.32% 的小幅增长。

我们认为，在保健食品强功效的未来发展趋势下，公司在研发、产品端具有较大优势，公司强品牌策略能推动公司向全民大健康品牌方向发展，以强品牌、强科技增强用户粘性。公司作为品牌商覆盖行业中、下游，拥有较强零售资源，利于其推进大单品策略。2025 年上半年公司境外 LSG 实现收入 5.34 亿元，同比增长 13.46%，是目前唯一增速回正的品牌，公司海外布局有望带来业绩增量。

图25. 汤臣倍健核心产品

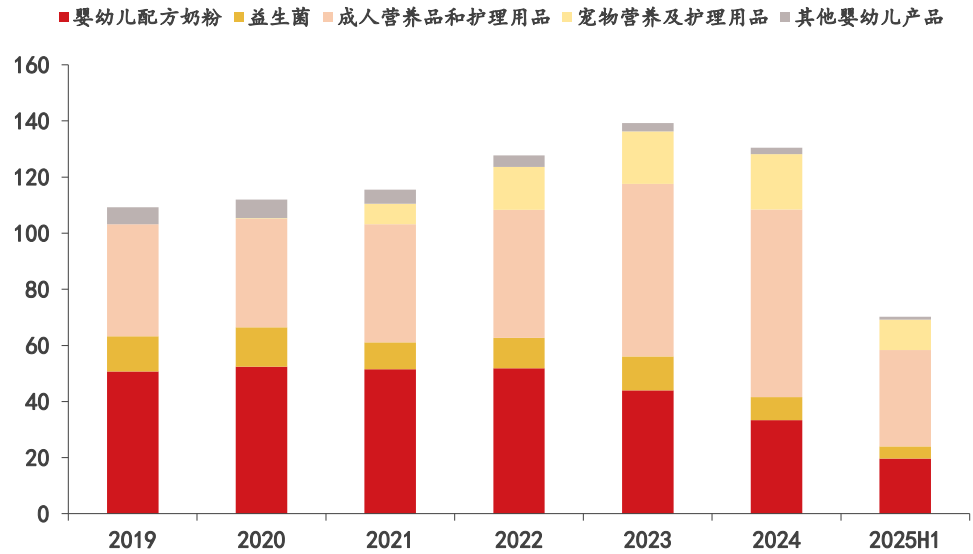


资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

#### 4.2. H&H 国际控股：线上优势明显，强品牌策略知名度高

H&H 国际控股主要生产及销售高端儿童营养品及婴幼儿护理用品、成人营养及护理用品和宠物营养及护理用品。在成人营养及护理用品领域，2024 年 Swisse 在中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场中排名第一，在整体维生素、草本及矿物补充剂成为第二大品牌。Swisse 品牌家族中包含 Swisse、Little Swisse、Swisse Me 和 Swisse Plus+四个子品牌，以期覆盖更为多元的消费者群体。其中，Swisse Plus+在整体抗衰老类别中拥有顶尖地位，占据极高市场份额，2024 年同比增长 19.6%。同时，公司也首创出针对认知健康的 Nootropics 系列以及针对舒缓压力、帮助睡眠、增强能量、排毒的可溶剂型 Smart Melts 系列。

图26. 2019-2025H1 H&H 国际控股各产品营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

我们认为，随着保健食品线上渠道份额占总市场份额的不断提升及跨境电商的兴起，预计公司维生素线上销售优势将为整体业绩带来增量。同时，公司 Swisse 采取强品牌划分消费者策略，并针对消费者当下更关注的抗衰、助眠等方面持续布局，有望不断提高品牌知名度。但国内线下药房仍为公司销售重要渠道，目前药房整体承压给公司业绩带来较大压力。

图27. 公司代表性 Swisse Plus 产品

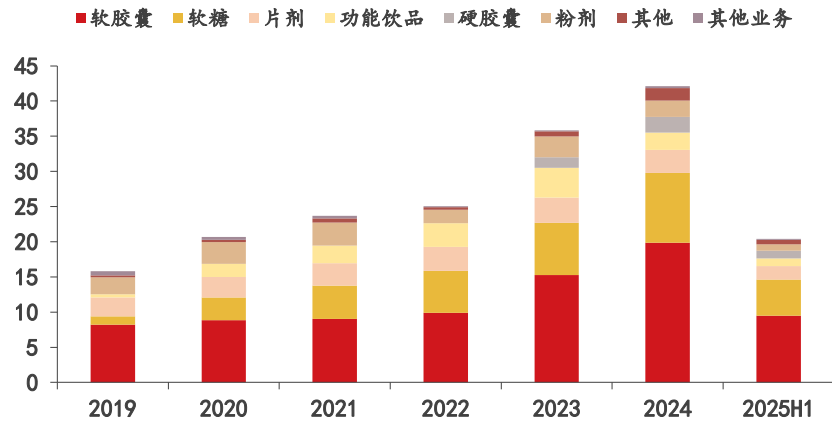


资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

### 4.3. 仙乐健康：代工厂龙头，客户资源充足

仙乐健康是全球领先的营养健康食品合同研发生产商，拥有软胶囊、营养软糖、饮品等多种剂型。公司聚焦抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大板块，覆盖全生命周期的营养产品，并为其提供循证支持。公司2019-2024年营收持续稳定增长，2023年1月公司顺利收购美国Best Formulations控制权，促进业绩获得较大提升。

图28. 2019-2025H1 仙乐健康各产品营业收入（亿元）

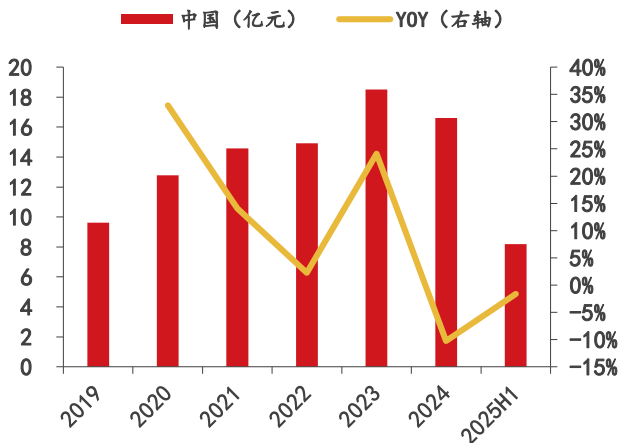


资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

公司为代工行业龙头企业，截至2025上半年，与其子公司共拥有保健食品注册证书112项和保健食品备案凭证301项。保健食品市场由头部长青企业引领，但其集中度相对不高，行业中长尾效应明显，近年来长尾品牌市占率均在40%以上。对于这些较小厂商，自建工厂生产成本负担过大，且下游品牌方产品更新迭代较快，因此多会与公司等第三方合作。同时，公司也持续加强与长青市场厂商合作，能为头部企业提供稳定的生产研发支持。

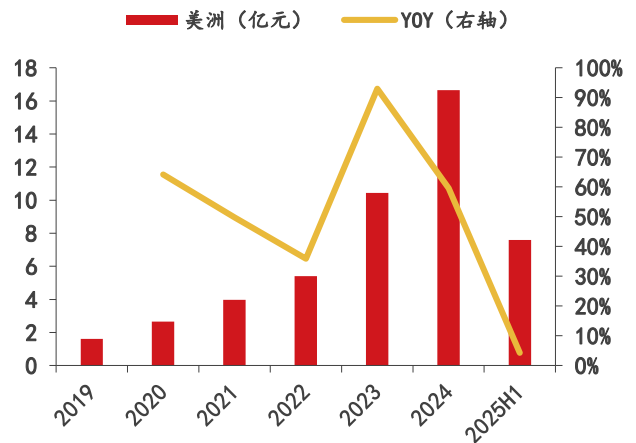
我们认为，在行业头部集中化明显、市场准入门槛降低长尾化突出的大背景下，公司能够拥有稳定的客户资源。2023年来，收购Best Formulations为公司带来了较大业绩增量，2019-2024年美洲地区收入迎来极大增长，CAGR达59.41%。同时，公司也公告为控股子公司BFPC寻求投资、剥离、出售或其他机会，以优化美洲区业务结构，提升盈利能力。在欧洲市场，2025上半年收入保持较高增速，同比增长25.77%，并成立英国子公司仙乐英国，推出12项新产品。总的来看，海外业务有望持续为公司贡献收入增量。

图29. 2019-2025H1 中国地区收入及增长率



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图30. 2019-2025H1 美洲地区收入及增长率

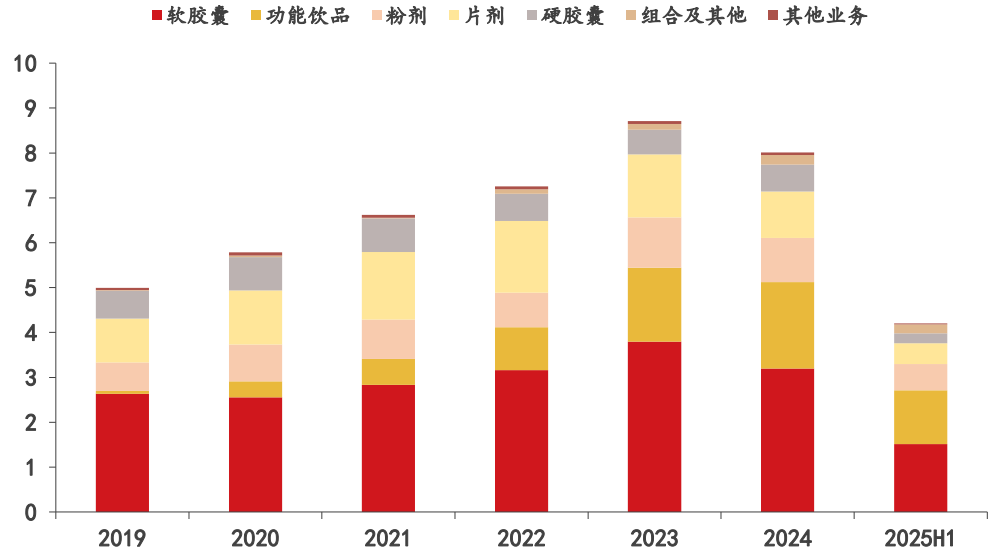


资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

#### 4.4. 百合股份：注册备案证书绝对优势，长尾客户带来业绩增量

百合股份主要从事营养保健食品的研发、生产和销售，拥有软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂等多种剂型。公司主要采用合同生产的销售模式，主要客户为国内外品牌运营商。公司 2019-2023 年营收稳定增长，2024 年行业整体承压，公司自主品牌营收较合同生产降幅较大，导致总体业绩出现一定下滑。公司近年来研发投入较大，2024 年研发费用同比增长达 15.63%，截至 2024 年末，公司共有备案与注册类保健食品证书 1397 项。

图31. 2019-2025H1 百合股份各产品营业收入（亿元）

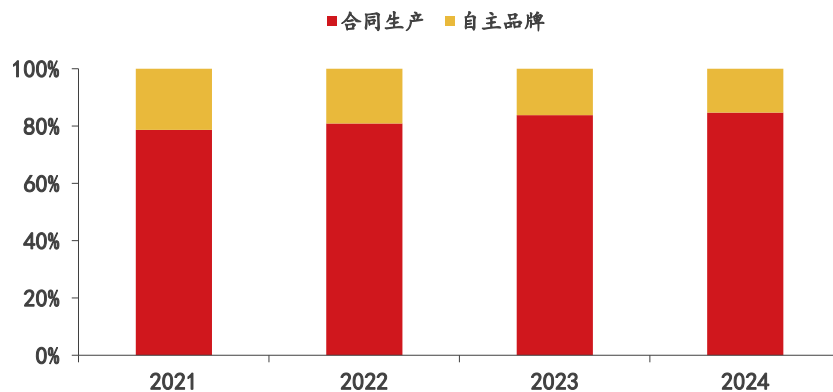


资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

公司也不断推进自主品牌战略，旗下拥有“百合康”“鸿洋神”等六大品牌。公司品牌体系主要围绕“专业线”和“大众线”同步发展，“百合康”针对家庭健康管理，主打配方科学和严苛质控；“鸿洋神”针对高端营养市场，主推以专利原料和创新剂型为基础的科技属性产品。

我们认为，在保健食品行业中长尾化趋势下，公司凭借其庞大的备案和注册类保健食品证书，在为中小成长型客户提供模块化解决方案方面具有极大优势。2025 上半年，公司实现境外收入 0.24 亿元，同比增长 58.67%，延续海外市场高增速。公司也在今年 8 月完成了对新西兰 Ora 公司 56% 股权收购的交割，未来将建立“双轨两地质检实验室”，互认检测结果提升效率，有助于公司拓展澳新等海外市场。

图32. 2021-2024 年不同销售模式占比



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

## 5. 投资建议

1) 受政策、人口、渠道等影响，保健食品行业整体规模逐渐扩大。在政策方面，注册备案双轨制实行后，VDS 行业增速进一步加快，相对准入门槛降低，更多新兴长尾品牌涌入市场。在目标人群方面，老龄化为保健食品需求筑底，年轻人口对美容抗衰、减缓焦虑失眠等需求为行业带来增量。在渠道方面，兴趣电商、传统电商抢占线下市场份额，跨境电商政策红利降低国外品牌进入门槛。

2) 对比海外地区，政策监管越严格市场集中度越高，我国采取的注册备案双轨制较为宽松，新消费长尾品牌进入较为容易，其需要第三方协助备案生产，故建议关注仙乐健康、百合股份等代工龙头厂商。

3) 消费者需求逐渐专业化，对于功效要求更为严格，叠加政策导向，保健食品市场未来不仅是营销导向，价值导向也逐渐显现，在一定程度上考研厂商的技术创新能力，故建议关注 H&H 国际控股等布局增速较快类别的强品牌企业。

4) 近年来，澳大利亚等国家 VDS 市场份额增速较快，且从各企业收入按产品及地区拆分可以看出，境外收入贡献收入较多，且海外并购频繁，各企业均在拓展海外市场。故建议关注仙乐健康、H&H 国际控股等海外业务占比较大企业。

5) 对比东阿阿胶、同仁堂等代表性传统中药企业，H&H 国际控股、百合股份等保健食品企业估值仍相对处于较低位置，随着未来大单品出现及头部市场集中度提升，优势企业有望获得估值提升，整体建议关注仙乐健康、百合股份、H&H 国际控股、汤臣倍健。

表4: 关注公司 ifind 6 个月机构一致预测数据

公司代码	公司名称	总市值	股价	EPS			PE		
		2025/12/30	2025/12/30	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
保健食品									
300146.SZ	汤臣倍健	205.71	12.16	0.46	0.53	0.61	26.73	23.03	19.86
1112.HK	H&H 国际控股	77.00	13.18	0.82	1.07	1.26	16.07	12.31	10.45
300791.SZ	仙乐健康	78.60	25.55	1.16	1.46	1.71	22.12	17.48	14.99
603102.SH	百合股份	27.14	42.40	2.32	3.05	3.58	18.26	13.90	11.85
中药									
000423.SZ	东阿阿胶	314.90	48.90	2.78	3.22	3.68	17.61	15.21	13.28
600085.SH	同仁堂	445.18	32.46	1.16	1.33	1.50	27.96	24.50	21.62
600436.SH	片仔癀	1,027.51	170.31	4.60	5.10	5.80	37.05	33.43	29.37
002603.SZ	以岭药业	286.69	17.16	0.77	0.90	1.03	22.31	19.14	16.64

资料来源: ifind, 国投证券证券研究所

## 6. 风险提示

**政策风险：**保健食品行业受政策影响较大，备案制及注册制如何发展将决定企业之后的经营模式。未来行业规范化程度和准入门槛如进一步提高，将给各企业带来极大的压力。

**原材料价格波动风险：**保健食品行业产业链上游原材料较多且复杂，原材料价格波动将对行业内企业毛利率产生一定影响，继而影响各企业经营业绩。

**行业竞争加剧风险：**备案制及注册制双轨并行将不断降低行业门槛，行业将涌入更多新兴厂商，这将会加剧行业竞争程度。

**汇率波动风险：**行业内很多企业涉及海外经营销售，且部分企业境外收入占比较大，如汇率出现波动，将会对行业内企业盈利水平造成影响。

**安全生产风险：**行业内企业生产涉及化学易燃易爆物品，如疏忽或操作不当等可能造成安全事故发生，将对行业内企业经营造成一定影响。

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034