



# 大健康食品投资品类图谱

## —— 新消费品类系列深度研究（一）

2025 年 12 月 17 日

### 核心观点

- 引言：**以新品类为代表的新消费是 2025 年食品饮料板块的核心投资主线之一，我们认为这一主线在 2026 年与未来长期均有望延续，但新品类内部或发生轮动，其中大健康食品是我们未来重点看好的投资方向。
- 整体维度：需求与渠道迎来深度变革，6000 亿大健康食品市场焕发新机。**大健康食品包括天然健康食品 VS 营养健康食品，目前合计市场规模约 6000 亿元。2025 年以来外部需求与渠道发生深刻变革：1) 需求端，一方面消费群体从“银发阶层”向年轻群体扩张，另一方面消费场景从疾病预防扩展到情绪解压、体重管理等个性化诉求，此外产品形态从药剂迭代为软糖等；2) 渠道端，兴趣电商、跨境电商与会员超市兴起，较好地解决了大健康食品关于消费者信任缺失、品类认知缺乏的问题。在此驱动下，近年来大健康食品迎来品类结构性繁荣，燕麦、核桃、运动健康、肠道管理等产品实现快速增长，相关上市公司业绩表现优异。
- 品类图谱：“功效-场景-价格”黄金三角，关注燕麦、玉米与核桃等。**我们认为大健康食品 SKU 丰富、结构偏长尾，类似于零食板块投资逻辑，核心在于挑选布局重点品类的上市公司。从这一角度出发，我们认为满足“功能-场景-价格”黄金三要素的品类容易诞生大单品，建议关注：**1) 燕麦**，市场规模 100 亿元，具备低 GI 特征，价格处于大众价位带，场景上除切入早餐等主食场景外，能够做零食、健身补能等；**2) 玉米**：市场规模约 2000 亿元，具备低 GI 特征，价格亲民，口味接受度较广，场景上不仅作为主食亦能切入零食；**3) 核桃**：市场规模约 800 亿元，有益心脑血管健康，价格在坚果中性性价比明显，场景从零食拓展到养生场景；**4) 黑芝麻**：有益于“滋养护发”，口味醇厚，价格折合 1 元/袋，场景上除传统冲调场景也可延伸至烘焙甜品、零食等领域；**5) 运动健康**：市场规模约 60 亿元，有望伴随健身人群数量和专业化提升持续扩容；**6) 肠道健康**：线上规模预计约 40 亿元，其中益生菌占 75% 以上，市场规模实现快速扩张。
- 重点公司：重点布局潜力品类的企业有望实现业绩快速增长。****1) 西麦食品**：国内麦片行业龙头，业绩迎来加速增长，近 3 年收入 CAGR 约 18%，归母净利润 CAGR 约 9%，主要得益于品类结构升级（复合燕麦片）、新兴渠道扩张（电商与零食量贩等）与成本端红利。**2) 十月稻田**：主食新消费品牌，高举高打快速增长，近 3 年收入 CAGR 约 17%，经调整净利润 CAGR 约 10%，主要得益于大米主力产品快速增长（内部升级+现代渠道扩张）、玉米第二增长曲线放量（顺应健康消费趋势）。**3) 五谷磨坊**：核桃芝麻粉龙头，走出低谷业绩回暖，近 3 年收入 CAGR 约 9%，归母净利润 CAGR 约 29%，主要得益于 KA 渠道调整到位、电商与会员店渠道扩张。**4) 仙乐健康**：国内 CDMO 龙头，布局新消费与全球化，近 3 年收入 CAGR 约 21%，归母净利润 CAGR 约 12%；**5) 均瑶健康**：益生菌食品先驱者，B 端与 C 端双轮驱动，近 3 年收入 CAGR 约 17%。
- 风险提示：**新渠道扩张不及预期的风险；新品类需求持续性不及预期的风险；行业竞争超预期的风险；食品安全问题的风险。

### 食品饮料行业

推荐 维持评级

### 分析师

刘光意

☎：021-20252650

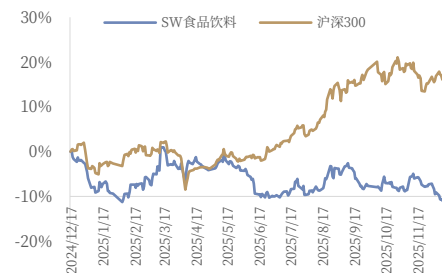
✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图 2025 年 12 月 16 日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河食饮】行业动态\_11 月 CPI 继续正增长，关注顺周期β与新消费α
- 【银河食饮】专题研究\_关注餐供公司与商超合作自有品牌的α机会
- 【银河食饮】专题研究\_前瞻 2026：如何判断魔芋零食的持续性？

## 目录

### Catalog

<b>一、需求与渠道深度变革，大健康食品焕发“新”机</b>	<b>3</b>
(一) 大健康食品 6000 亿元广阔市场，分为天然健康型 VS 营养健康型	3
(二) 需求与渠道深刻变革，品类迎来结构性“新”机	3
<b>二、天然健康食品：燕麦、玉米与核桃等具备增长潜力</b>	<b>5</b>
(一) 天然健康食品概况	5
(二) 潜力品类梳理：燕麦、玉米、杂粮、核桃、黑芝麻、山药	7
<b>三、营养健康食品：关注运动、体重、肠道健康产品</b>	<b>10</b>
(一) 营养健康食品概况	10
(二) 潜力品类梳理：运动营养、体重管理、肠道健康、睡眠管理品类	10
<b>四、重点公司：关注重点布局潜力品类的相关企业</b>	<b>13</b>
(一) 相关上市公司梳理	13
(二) 西麦食品：国内麦片行业龙头，业绩迎来加速增长	14
(三) 十月稻田：主食新消费品牌，高举高打快速增长	15
(四) 五谷磨房：核桃芝麻粉龙头，走出低谷业绩回暖	17
(五) 仙乐健康：国内 CDMO 龙头，布局新消费与全球化	19
(六) 均瑶健康：益生菌食品先驱者，B 端与 C 端双轮驱动	20
<b>五、风险提示</b>	<b>23</b>

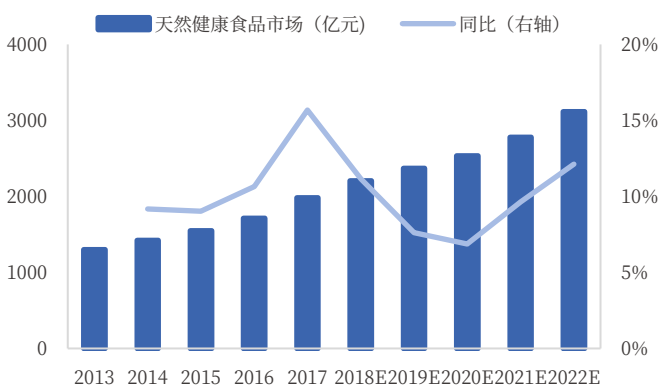
# 一、需求与渠道深度变革，大健康食品焕发“新”机

## (一) 大健康食品 6000 亿元广阔市场，分为天然健康型 VS 营养健康型

1) 天然健康食品—市场规模超 3000 亿元:指利用天然成分制成的包装食品,据 Frost & Sullivan 与欧睿预计, 2022 年行业规模约 3116 亿元, 2018-2022 年 CAGR 约 9.5%。

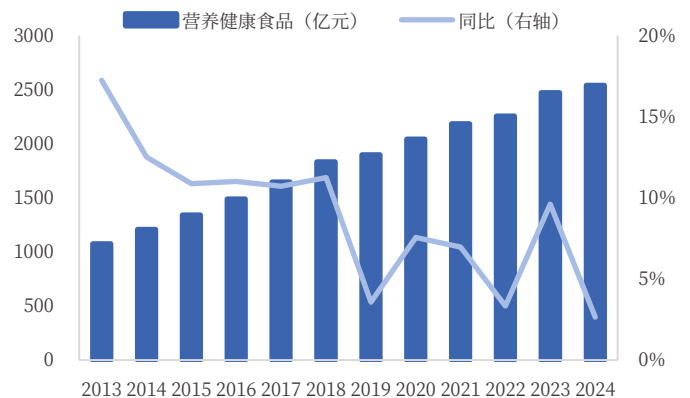
2) 营养健康食品—市场规模 2500 亿元: 主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品, 根据欧睿数据, 2024 年行业规模约 2538 亿元, 2020-2024 年 GAGR 约 6.0%。

图1: 天然健康食品市场规模超 3000 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 欧睿, 中国银河证券研究院

图2: 营养健康食品市场规模约 2500 亿元

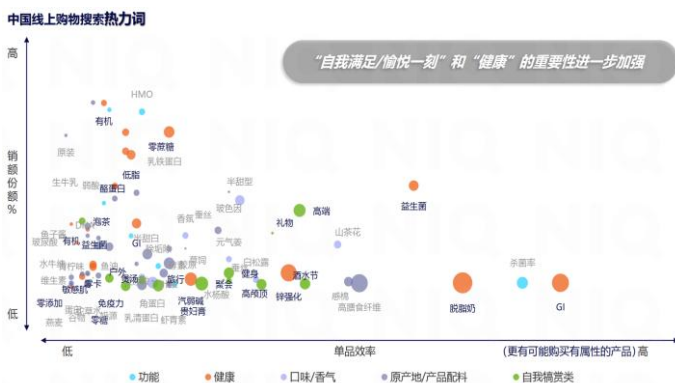


资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

## (二) 需求与渠道深刻变革，品类迎来结构性“新”机

**需求端：健康与悦己消费共振，消费群体与消费场景迎来新变化。** 1) **消费人群扩张**，居民健康管理正从“银发经济”向全年龄段渗透，健康观念从被动治疗延伸向主动预防，其中饮食调理为“未病先防”的重要路径，带动对健康食品的关注提升。2) **消费场景扩张**，“悦己经济”的兴起为健康食品带来新的增长方向，一方面在传统的心脑血管健康、慢性疾病管理之外，情绪解压、体重管理、睡眠管理、运动营养等新的个性化诉求萌芽，另一方面在传统的服药感较重的片剂/粉剂之外，通过软糖、谷物棒等休闲食品形态进一步渗透到日常消费。

图3: 健康和悦己属性于消费者的重要性进一步强化



资料来源: 尼尔森, 中国银河证券研究院

图4: 悦己消费为健康食品带来新的增长方向



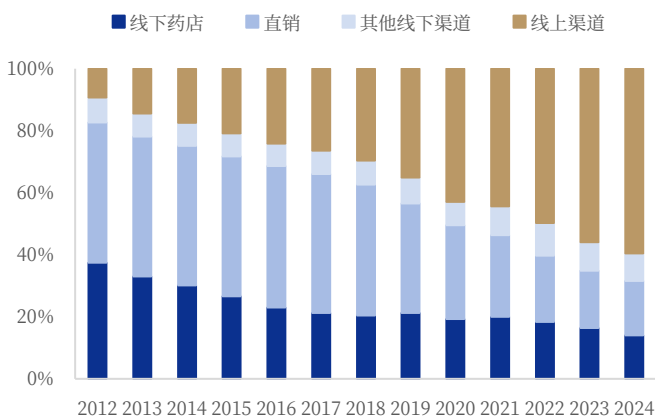
资料来源: 仙乐健康公司公告, 中国银河证券研究院

**渠道端：电商等新兴渠道快速发展，加快大健康食品对消费者的渗透。**中国健康食品消费仍处在发展初期，对标海外成熟市场，渗透率提升空间巨大，核心原因是消费者对健康食品功能成分的认知不足、对国内保健品的信任缺失。电商、会员店等新渠道的发展能够有效应对两大痛点，有望催化大健康食品景气提升。

**1) 电商：**认知提升上，线上对功效描述的监管相对宽松+具备无限货架的属性，给予大量产品在C端露出的机会；叠加兴趣电商通过直播对产品做详细介绍、生动宣传，在社交媒体的广泛传播下，有望逐渐培养起消费者的品类心智。信任重建上，跨境电商为海外品牌提供了销售渠道，消费者对海外知名产品有更高的接受度。

**2) 会员店：**山姆、Costco、盒马等商超以自有品牌等形式推出健康食品产品，认知提升上，渠道积累的流量能够有效转化为健康食品品类的触达；信任重建上，会员商超自身良好的渠道形象能够为产品背书，具备较好的消费者信任度。

图5：营养健康食品电商渠道占比持续提升（VDS）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图6：会员商超以自有品牌推出健康食品



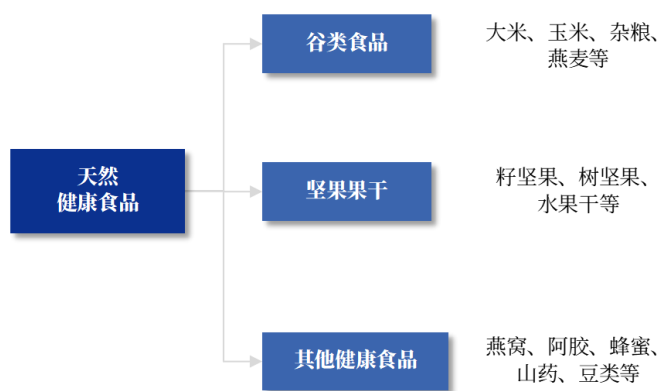
资料来源：山姆 APP，盒马 APP，中国银河证券研究院

## 二、天然健康食品：燕麦、玉米与核桃等具备增长潜力

### (一) 天然健康食品概况

天然健康食品包括：1) 谷类食品，如杂粮、燕麦等低 GI 主食；2) 坚果果干，如坚果、红枣、桂圆等；3) 其他健康食品，如燕窝、蜂蜜等滋补营养品，山药、黑芝麻、豆类等滋补食材。

图7：天然健康食品分类



资料来源：五谷磨房公司公告，中国银河证券研究院

图8：天然健康食品不同品类特性



资料来源：中国食品药品监管杂志，央视财经，中国银河证券研究院

**谷类食品**：健康概念主要为低 GI，消费场景为正餐替代（减脂餐、控糖餐、休食间餐），价格处大众价位带（低于 15 元/500g）。过去二十年我国糖尿病患者率明显提升，部分观念认为与国民膳食结构有关，消费者开始关注食品含糖量与升糖指数，主食选择从高 GI 的大米转向低 GI 的粗粮、杂粮。

表1：天然健康食品中谷类食品品类梳理

类别	品类	代表产品	健康认知		消费潜力	
			食材健康概念	认知度	消费场景	口味
谷类食品	大米	糙米	中 GI，营养价值高于精白米	中	主食	适口性较差
		低 GI 米	低 GI	低		适口性适中
	玉米	甜玉米	低 GI，减肥控糖	中	代替部分主食、甜品、零食	适口性强，甜口
	燕麦	燕麦	低 GI，降糖降脂、抗氧化	高	早餐、休闲食品、乳品	适口性中，但易于和其他食材组合
	杂粮	藜麦、荞麦、薏米等	低 GI，减肥控糖、调节血压	中	代替部分主食	适口性较差，有粗粝感，但与大米混合后能够改善

资料来源：央视新闻，丁香医生，健康浙江，巨量算数，中国银河证券研究院

备注：1. 食材健康概念不含加工，如根据国家卫健委公布的《成人糖尿病食养指南》，荞麦为低 GI 食品，而荞麦面条为中 GI 食品，下同

2. 认知度采用综合指数，若关键词综合指数显著高于 2023 年“魔芋”综合指数，则认为认知度已经较高，下同

**坚果果干：细分健康功能认知增强，消费场景主要为日常休闲食品，价格处中等价位带（15~100元/500g）。**前期坚果品类“整体健康”的认知已经较为成熟，但伴随人们更加聚焦细分功效，部分坚果维护心脑血管健康（Omega-3）、果干美容养颜（维生素）的认知再次切中消费者需求。

表2：天然健康食品中坚果果干品类梳理

类别	品类	代表产品	健康认知		消费潜力	
			食材健康概念	认知度	消费场景	口味
坚果果干	坚果	核桃	补脑、改善心血管健康、抗炎、延缓衰老等	高	休食、核桃粉	口味较好
		杏仁	益血管、抗氧化、抗衰老	高	冲泡、饮品	评价存在分歧
		碧根果	健脑、抗氧化、抗炎、抗衰老	中	休闲食品	口味较好
	桂圆	桂圆	补心安神、益脾养血，提高记忆，调理气血、改善失眠健忘	中	水果、果干	甘甜
	枣	红枣	健脾益气、养血安神、美容养颜	高	果干、休闲食品	味甘，有评价过甜

资料来源：央视财经，坚果果干食品展，浦东发布，巨量算数，中国银河证券研究院

**其他健康食品：有循证医学背书的滋补食材接受度提高，消费场景主要为日常养生与礼赠，价格二元分化（滋补药材昂贵，滋补食材处中等位带）。**当前年轻一代的“治未病”的养生需求增加，开始逐渐接纳部分中医“药食同源”的理念，其中具备控糖、保护心血管健康、护肝等明确科学功效的品类认可度相对更高。

表3：天然健康食品中其他健康食品品类梳理

类别	品类	代表产品	健康认知		消费潜力	
			食材健康概念	认知度	消费场景	口味
其他健康食品	豆类	杂豆	低 GI，降压降糖、含优质蛋白	高	健康主食、饮品、休闲食品等	适口性较强，红豆、绿豆等味甘
	籽类	黑芝麻	有益于心血管健康、补钙、抗炎抗氧化	中	芝麻糊/丸、烘焙甜品、休闲食品	味甘，与甜品能够很好融合
	枸杞	枸杞	补肾益精、养肝明目	中高	滋补饮品	味甘
	山药	山药	低 GI，健脾润肺、降血糖、抗氧化、调节胃肠运动、增强免疫等	中，但 25H2 提升趋势明显	食材、休闲食品	味甘
	蜂蜜	蜂蜜	具有美容养颜、养胃等认知，但含糖量高	中	与多品类组合调味	甘甜
	阿胶	阿胶	补血滋阴、润燥养肺、止血养颜	中，部分消费者对功效存疑	礼赠、滋补、休食	微甘
	燕窝	燕窝	改善皮肤质量、调节免疫等	中	礼赠、滋补食品	清淡
	菌类	灵芝	补气安神、止咳平喘、护肝助眠	中	礼赠、滋补、休食	味苦
	参类	人参等	补气养阴、清热生津、降低疲劳、提高体力和脑力	中	食材、药材	微苦

资料来源：央视新闻，燕之屋公司公告，复旦大学附属中山医院，功能食品圈，巨量算数，中国银河证券研究院

## (二) 潜力品类梳理：燕麦、玉米、杂粮、核桃、黑芝麻、山药

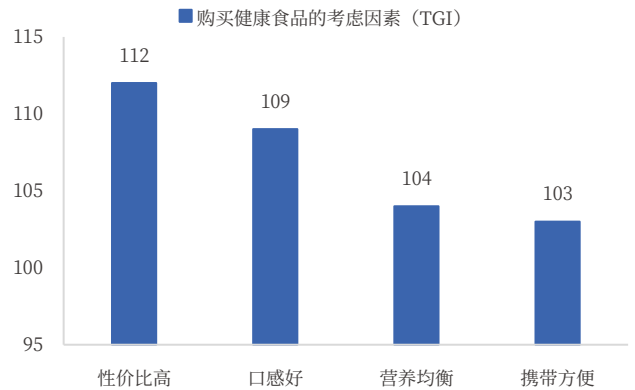
我们认为，强功效（或消费者认知度高）+消费场景多+性价比高+口味好的天然健康食品更容易诞生大单品，对应燕麦、玉米、杂粮、核桃、杏仁、黑芝麻、山药等品类具备较大的增长潜力。此外，参考无糖茶、魔芋零食经验，品类通过健康认知破圈后，渗透和复购快速提升的核心因素在于性价比和口味属性。

图9：无糖茶和魔芋零食借助健康认知破圈后快速增长



资料来源：Wind, Foodaily, 天猫超市, 中国银河证券研究院

图10：性价比与口感是购买健康食品的重要考虑因素



资料来源：CBNData, 中国银河证券研究院

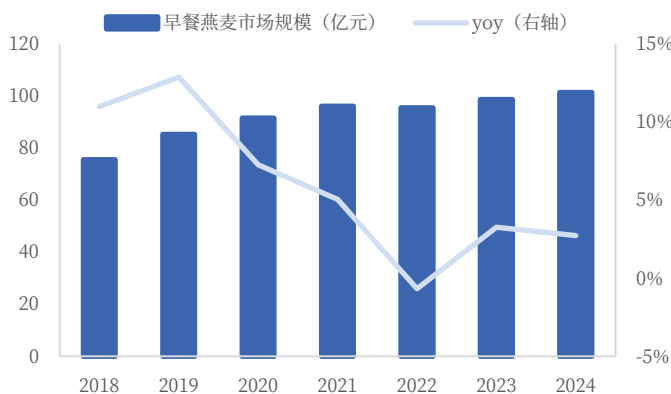
**谷类食品：**谷物口味清香，核心痛点在于口感的粗粝感、但通过与大米混合能够有所改善，叠加价位适中，消费场景确定性高，多数细分品类均具备增长潜力，我们看好燕麦、玉米、杂粮。

**燕麦：**2024年市场规模101亿元，健康属性上，当前市场对燕麦低GI特点已有较好认知；口味上，燕麦味淡，能够与坚果、乳品组合提升口味层次；价格上，在健康食品中处于大众价位带；场景上，除切入早餐等主食场景外，能够做休闲食品、健身补能等便携化设计。

**玉米：**2024总市场规模预计2209亿元，口味上，玉米自带甜口特质，是常见餐桌品类，但在健康属性上，对甜玉米低GI的认知存在渗透空间；价格上，价位亲民，覆盖大众消费群体；场景上，玉米不仅可作为传统主食的替代品，还能切入休闲零食等多元消费场景。

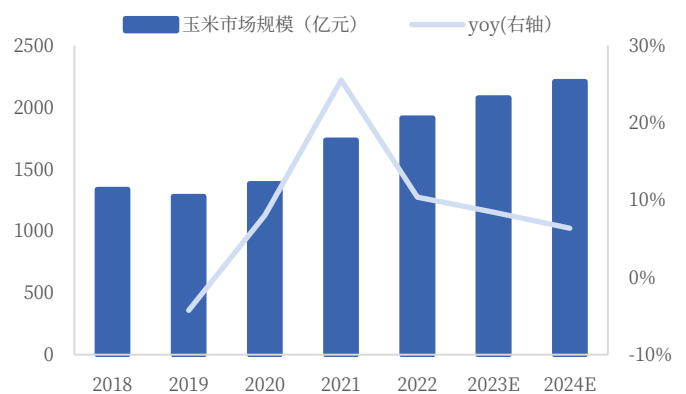
**杂粮：**2024年总市场规模预计2867亿元，健康属性上，杂粮低GI、助力减肥控糖及调节血压的健康价值已形成一定消费认知；口味上，杂粮本身适口性较差，但在与大米等食材混合后可有效改善食用体验；价格上，价位略高于传统大米，但仍处于健康食品的大众价位，具备消费普及基础；场景上，除目前替代部分主食的场景，可拓展甜品、休闲食品等方向。

图11：燕麦市场规模与增速



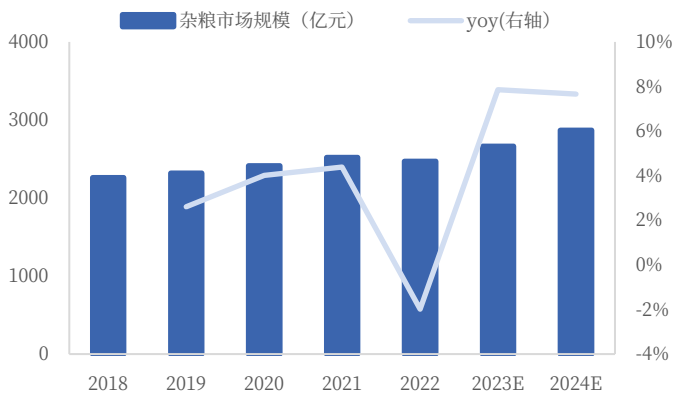
资料来源：欧睿, 中国银河证券研究院

图12：玉米食材市场规模与增速



资料来源：十月稻田公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 杂粮食材市场规模与增速



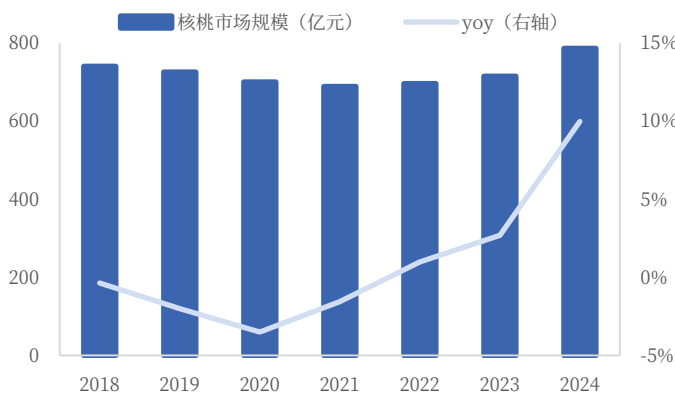
资料来源: 十月稻田公司公告, 中国银河证券研究院

**坚果果干:** 多数坚果口味优秀, 核心痛点在于进口品类的价格较高, 但国内种植产能较多的品类性价比明显, 我们看好核桃、杏仁。相较而言, 果干的口味较甜, 若能通过与其他食材结合或调味改善, 则同样有望凭借健康价值实现增长。

**核桃:** 2024年市场规模787亿元, 健康属性上, 消费者逐渐认可核桃为摄入ALA的良好来源, 有益心脑血管健康; 口味上, 前期已有较好接受度; 价格上, 在坚果果干中性价比明显; 场景上, 伴随营养价值进一步被认知, 从休闲食品拓展到养生场景(核桃粉形态), 有望打开成长空间。

**杏仁:** 当前品类规模较小, 生苦杏仁含氰苷, 可能引发中毒, 因此多在加工后食用。健康属性上, 消费者对杏仁逐渐形成“抗氧化、抗衰老、美白”的功效认知; 口味上, 评价存在一定分歧; 价格上, 尽管千克单价处于中高价位带, 但单次用量较少, 仍有大众消费基础; 场景上主要以饮用为主, 覆盖RTD饮品、冲泡等。

图14: 核桃市场规模与增速



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图15: 杏仁产品消费以加工制品为主



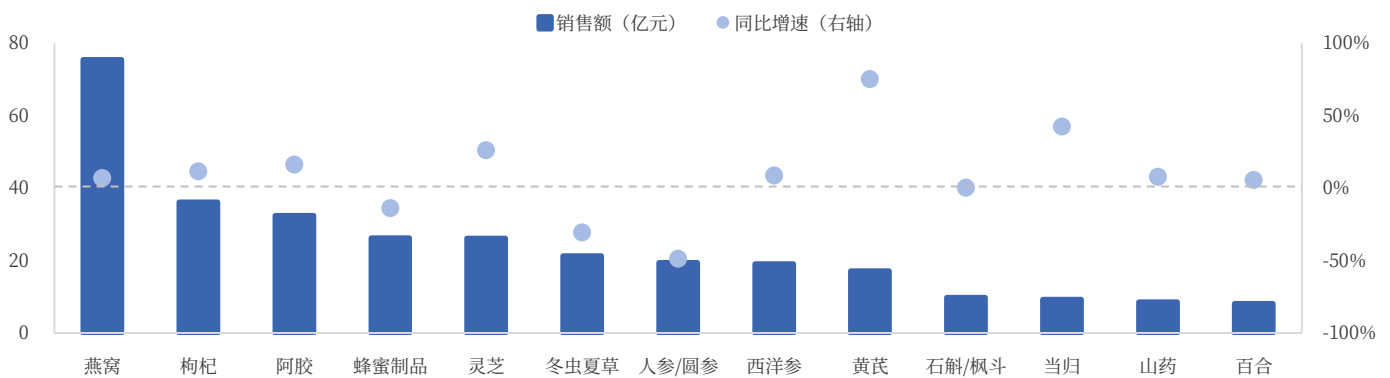
资料来源: 天猫超市, onlytree官方旗舰店, 中国银河证券研究院

**其他健康食品:** 部分天然食材品类属性优异, 当前以复合配方为主, 口味接受度高、延展性好、价格适中, 有望伴随健康效用的认知提升快速扩容, 我们看好山药、黑芝麻等。传统滋补营养品短期仍然面临单价较高、部分消费者信任不足的问题, 若能针对新兴健康需求进行产品创新, 也有望通过拓展消费群体实现增长。

**山药：**2024 年市场总规模约 350 亿元，健康属性上，当前消费者对山药低 GI、有益于消化、免疫等多个系统的健康属性认知并未完全铺开，但 25H2 以来对山药品类的关注度正持续提升；口味上，类似魔芋，山药已在餐桌上形成良好的接受度；价格上，以山药为基的产品多处于大众价位；场景上，可借助良好的延展性打造出多种形态，在餐桌之外切入休闲食品、养生粉等。

**黑芝麻：**健康属性上，黑芝麻有益于心血管健康、补钙及抗炎、抗氧化等，且存在“滋养护发”的消费者心智，契合新的“悦己健康”需求；口味上，黑芝麻味甘醇，能较好融入各类甜味食品；价格定位上，亲民定价具备较强的大众普及能力；场景上除芝麻糊的传统冲调场景，也可延伸至烘焙甜品、休闲食品等领域，我们认为未来食材有较大增长潜力。

图16：2024 年药食同源食材线上市场规模与增速



资料来源：魔镜洞察，中国银河证券研究院

### 三、营养健康食品：关注运动、体重、肠道健康产品

#### (一) 营养健康食品概况

营养健康食品包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品，考虑到不同国家对于保健品、功能食品的规定不同，而国际贸易又为重要市场，我们参考欧睿口径，将营养健康食品分为维生素和膳食补充剂（VDS）、体重管理产品、运动营养产品。

**维生素和膳食补充剂（VDS）**：主要为成分导向，包括辅酶 Q10、鱼油、氨糖、矿物质补充剂、益生菌补充剂、蛋白质补充剂等。消费者对部分品类的功能认知日益提升，如伴随工作和学习压力加大，熬夜后使用辅酶 Q10 保护心脏；使用鱼油/Omega-3 脂肪酸护脑、提升记忆力；使用益生菌调整消化系统环境等。

**体重管理产品**：包括代餐、减肥药、减肥茶、主动辅助减重的补充剂（如食欲抑制剂、吸收阻滞剂）等。体重管理既有助于保持身体健康、也能实现对美的追求，叠加国家持续推进“体重管理年”活动，居民体重管理的意识和技能有望持续提升。

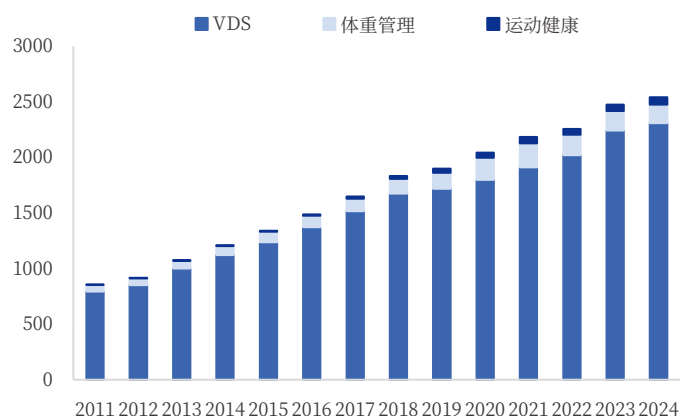
**运动营养产品**：包括蛋白产品与非蛋白产品，其中蛋白产品包括蛋白棒、蛋白粉、运动蛋白饮料（不含功能饮料）。居民健身的专业性提升，促进肌肉生长、加速运动恢复成为重要诉求，运动营养产品的渗透率逐渐提高。

图17：营养健康食品可分为 VDS、体重管理、运动健康产品



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图18：VDS、体重管理、运动营养产品市场规模（亿元）

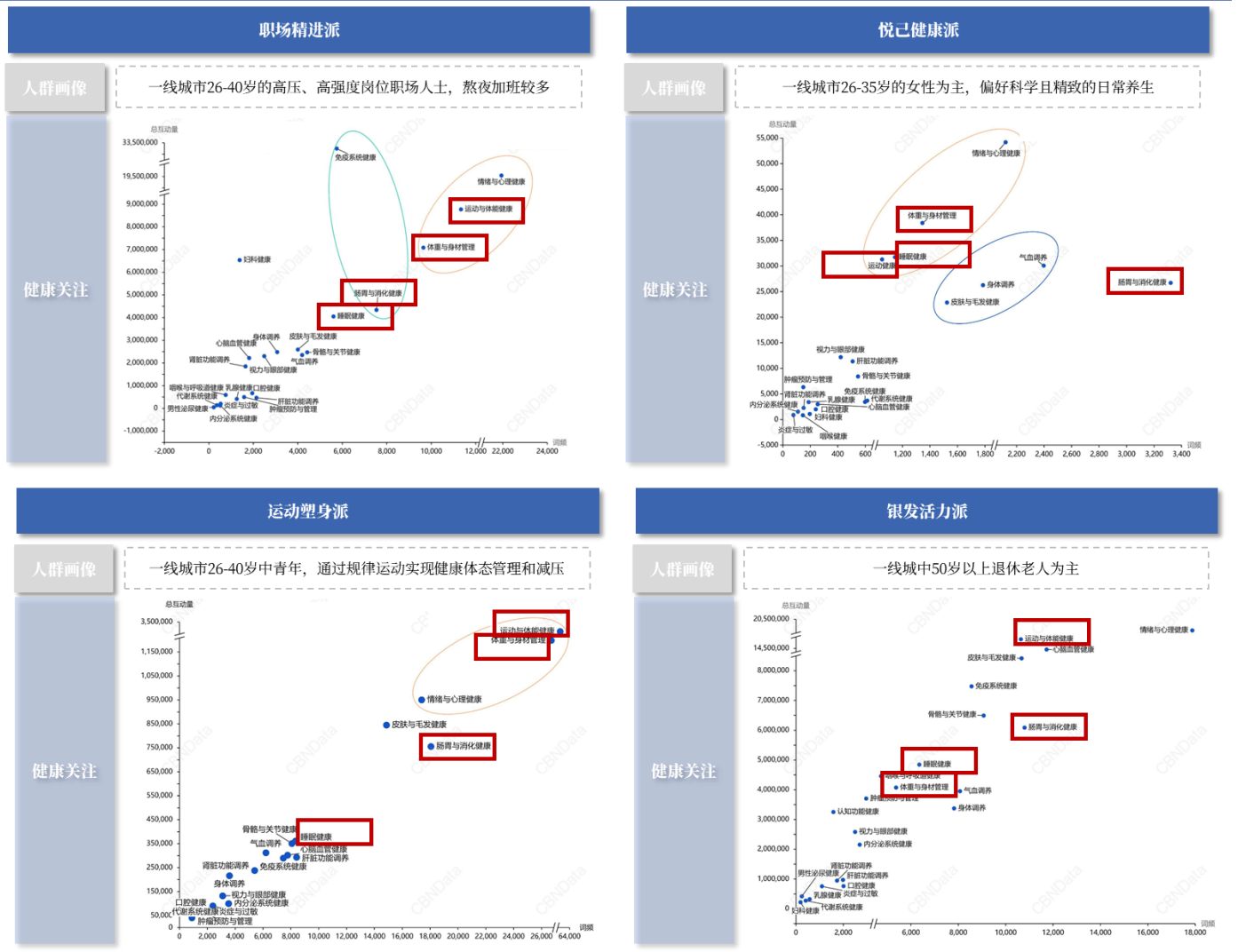


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

#### (二) 潜力品类梳理：运动营养、体重管理、肠道健康、睡眠管理品类

天然健康食品是对传统品类的替代升级，而营养健康食品更多是消费者为改善自身特定的健康状况、在常规饮食场景外主动选择的营养补充，**目标和场景导向明确，因此功能性为最核心的选择准则，回应当前热点诉求的品类有望孕育出大单品，我们认为运动营养、体重管理、肠道健康、睡眠管理相关品类具备较大增长潜力。**

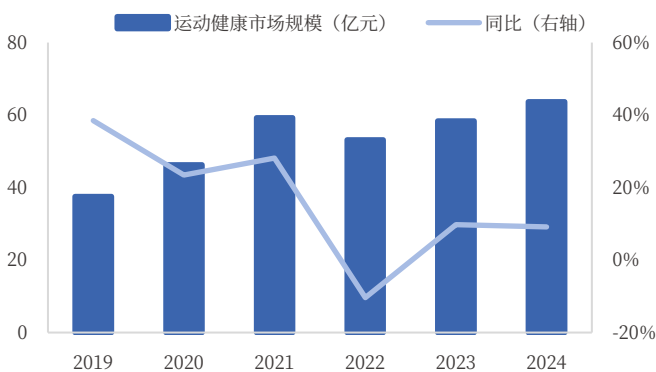
图19: 运动、体重、睡眠、消化调理为多个人群共性诉求



资料来源: 魔镜洞察, CBNDATA, 中国银河证券研究院

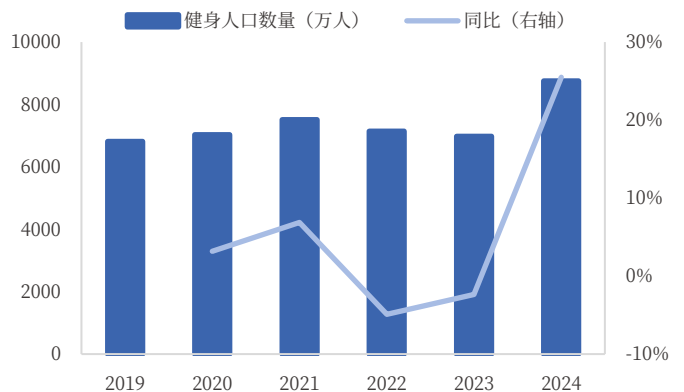
**运动健康: 2024 年市场规模约 64 亿元, 有望伴随健身人群数量和专业度提升持续扩容。**健身风潮持续兴起, 运动训练搭配科学饮食的理念持续渗透, 对功能补剂、蛋白代餐的需求提升。前期商业健身房受到疫情影响和粗放式扩张有所承压, 但 2024 年健身人群已经再次回到增长阶段, 全国健身会员同比大幅增加 25%, 有望带动运动健康食品市场扩容。

图20: 运动健康市场规模与增速



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

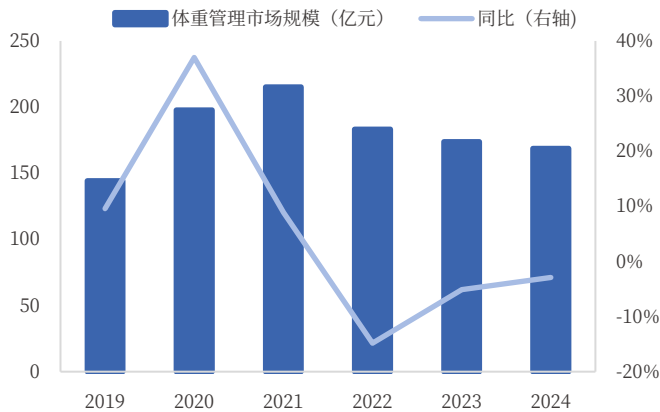
图21: 健身人群数量回到增长阶段



资料来源: 三体运动, 中国银河证券研究院

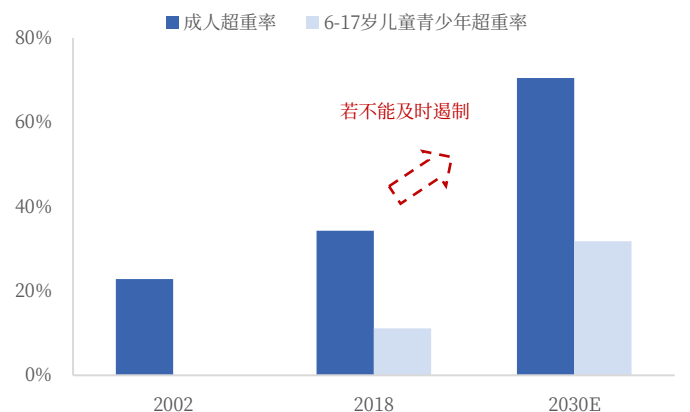
**体重管理：2024 年市场规模约 169 亿元，政策出台和居民自我管理有望共同发力。**据国家卫健委，随着经济快速发展、生活方式显著改变，我国居民健康状况总体改善的同时，客观上超重肥胖问题日益突出。同时，部分消费者对身材管理要求较高，存在自我感觉超重的情况、且愿意为瘦身付费。从成分看，前期减肥茶等品类曾出现负面新闻，但伴随新的成分作用机理得到验证，体重管理的产品持续迭代更新，有望孵化出细分赛道爆品。据功能食品圈，消费者对膳食纤维、益生菌、蛋白质等营养成分的关注已经较高，对白芸豆提取物、奇亚籽提取物、绿茶提取物等也有较高认知。

图22：体重管理市场规模与增速



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图23：超重问题促使体重管理的重要性提升

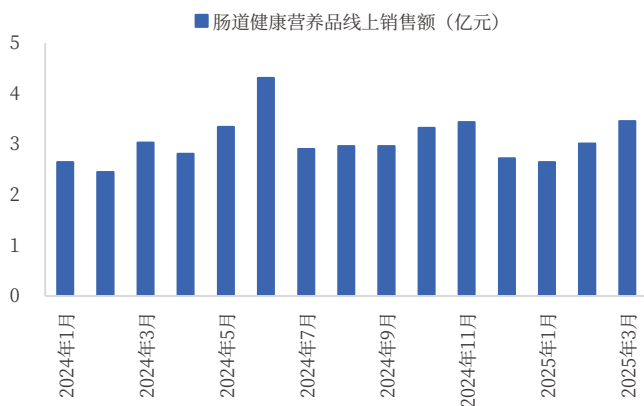


资料来源：国家卫健委，中国银河证券研究院

**肠道健康：2024 年肠道健康线上市场规模约 37 亿元，预计全渠道约 61 亿元。**在调节肠道菌群、规律肠道功能、改善消化功能、缓解不适症状等需求推动下，肠道健康营养品市场规模稳步扩张，24 年 1 月至 25 年 3 月线上销售额同比增长约 19%。从成分看，前期益生菌厂家已进行较多消费者培育，消费者已然形成益生菌品类有益于肠道健康的认知，品类销售额占比已达到 75%，且销售额仍在持续增长。

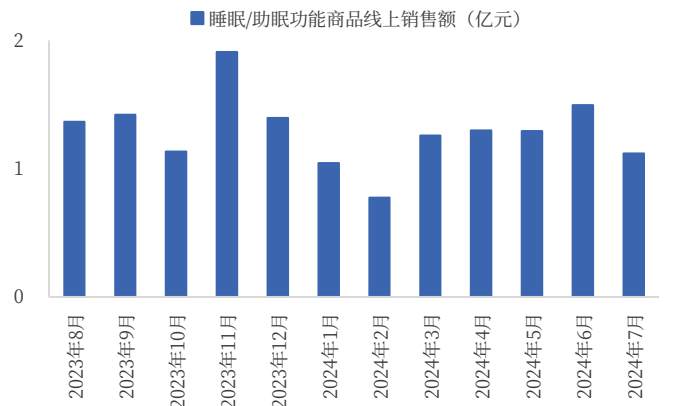
**睡眠管理：2024 年睡眠/助眠线上市场规模预计超 15 亿元，预计全渠道约 26 亿元。**据中国睡眠研究会，我国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5%，当前居民睡眠不足和睡眠质量问题日益凸显，助眠产品市场迎来扩容，24 年 5 月至 7 月销售额同比增长 4%。从成分看，褪黑素是应用较为成熟的原料，GABA (γ-氨基丁酸)、茶氨酸在改善睡眠障碍、提升睡眠品质方面也已有科学背书。

图24：肠道健康线上市场规模



资料来源：魔镜洞察，中国银河证券研究院

图25：睡眠管理线上市场规模



资料来源：魔镜洞察，功能食品圈，中国银河证券研究院

## 四、重点公司：关注重点布局潜力品类的相关企业

### (一) 相关上市公司梳理

我们梳理了重点布局大健康食品的上市公司，按照健康食品收入占比排序：1) 天然健康食品，包括五谷磨房、燕之屋、西麦食品、好想你、维维股份、黑芝麻、三只松鼠、晨光生物、十月稻田、洽洽食品、来伊份；2) 营养健康食品，包括汤臣倍健、百合股份、仙乐健康、金达威、嘉必优、均瑶健康、H&H 国际控股。

表4：大健康食品相关上市公司梳理

公司	健康产品	收入占比	公司收入 (亿元)			收入 yoy		归母净利 (亿元)			归母净利 yoy		PE	
			2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
五谷磨房	黑粉、食养礼等	100%	21	24	27	15%	13%	1.9	2.3	2.6	20%	17%	10	8
燕之屋	燕窝、燕窝+	99%	21	20	21	-2%	6%	1.6	1.7	1.9	9%	13%	15	13
西麦食品	燕麦、药食同源粉、燕窝等	96%	19	23	27	21%	19%	1.3	1.8	2.3	33%	31%	30	23
好想你	红枣及“枣+”产品、芝麻丸等	93%	17	17	18	0%	6%	-0.7	0.1	0.6	114%	543%	462	72
维维股份	豆浆粉、豆奶、谷物麦片等	较高	36	-	-	-	-	4.1	-	-	-	-	-	-
黑芝麻	黑芝麻及黑色健康食品、粗粮等	66%	24	-	-	-	-	0.8	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	坚果等	50%	106	121	144	14%	18%	4.1	2.7	4.3	-33%	58%	33	21
晨光生物	天然营养与药用提取物	47%	70	72	79	4%	9%	0.9	3.7	4.6	288%	27%	17	14
十月稻田	玉米、杂粮、豆类、干货等	33%	57	69	83	21%	19%	2.0	5.7	7.5	181%	30%	12	9
洽洽食品	坚果等	22%	71	70	75	-2%	7%	8.5	4.2	6.9	-51%	65%	26	16
来伊份	每日粗粮、低GI五黑沙琪玛等	较低	33	39	43	15%	10%	-0.8	-1.3	-0.5	-78%	60%	-33	-83
汤臣倍健	VDS 全品类	100%	68	63	67	-8%	7%	6.5	7.7	8.9	18%	15%	26	22
百合股份	营养健康食品 CDMO	99%	8	10	13	24%	34%	1.4	1.5	1.9	6%	31%	18	14
仙乐健康	营养健康食品 CDMO	99%	42	46	52	9%	13%	3.3	3.6	4.5	10%	27%	20	16
嘉必优	ARA、DHA、SA 等	95% (2024)	6	6	8	17%	18%	1.2	1.7	2.1	39%	21%	22	19
均瑶健康	益生菌	56%	15	-	-	-	-	-0.3	-	-	-	-	-	-
H&H 国际控股	营养补充品	55%	131	142	151	9%	7%	-0.5	5.4	7.0	1106%	29%	15	11

资料来源：Wind，中国银河证券研究院；

备注：2025E、2026E 为 Wind 一致预期，估值时间截至 2025 年 12 月 15 日

## (二) 西麦食品：国内麦片行业龙头，业绩迎来加速增长

### 1. 业绩分析

**近年来营收较快增长。**2024 年公司收入 19 亿元，2021-2024 年 CAGR 约 17%，得益于燕麦市场持续扩容；且公司通过产品创新和渠道拓展，推动收入提速增长，2025 年前三季度收入同比+18%。

**净利率实现触底回升。**2021-2024 年公司毛利率由 47% 下降到 41%，主要受燕麦原材料成本上涨和渠道结构变化的影响，费用率稳中有降，最终归母净利率由 9% 下降到 7%。2025 年前三季度净利率同比小幅回升 0.2pct 至 7.8%，对应归母净利润同比增长 22%。

图26：西麦食品收入与利润增速

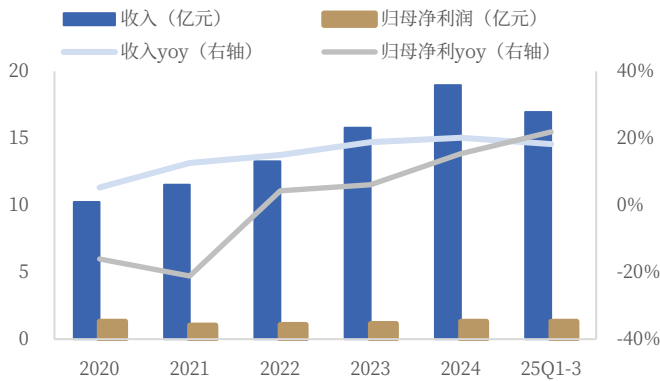
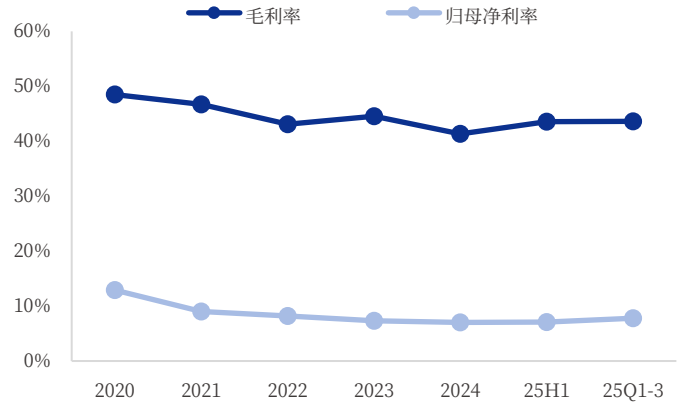


图27：西麦食品毛利率与归母净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 2. 产品结构

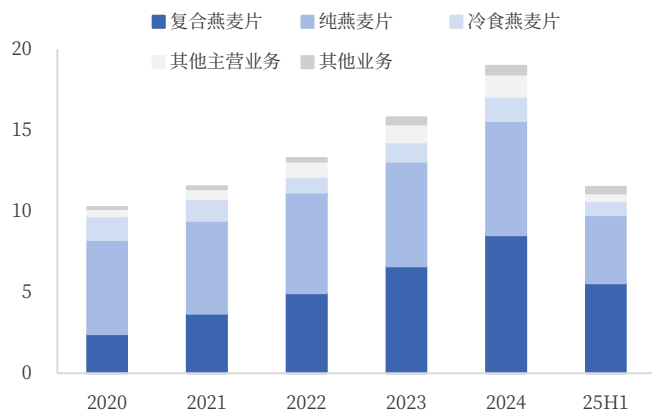
公司业务专注于以燕麦为代表的健康谷物食品，25H1 复合燕麦片/纯燕麦片/冷食燕麦片合计贡献 93% 的营业收入，体量分别为 5.6/4.2/0.9 亿元，占收入 48%/37%/8%。

**复合燕麦片：收入高增引擎，业务毛利率优异。**产品包括牛奶燕麦、中老年燕麦、燕麦+等，2021-2024 年收入 CAGR 约 37%，创新升级驱动快速放量，2023 年超过纯燕成为公司第一大品类。复合燕麦片添加其它营养成分、附加值较高，毛利率始终维持在 45% 以上，带动公司产品结构向上。

**纯燕麦片：收入稳健成长，毛利率相对稳定。**产品包括纯燕、有机、燕麦麸皮等，2021-2024 年收入 CAGR 约 5%，增长相对稳健。近五年毛利率围绕 42%~47% 波动。

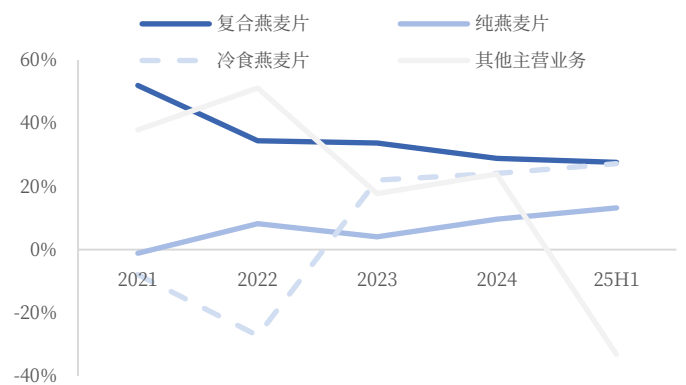
**冷食燕麦片：增速略有波动，盈利能力下滑。**产品包括麦脆果萃系列、烘焙燕麦片系列（休闲燕麦）等，2021-2024 年收入 CAGR 约 0%，2021、2022 年细分品类景气回落，2023 年以来逐步修复。近五年业务毛利率从 50% 降至 37%，主要受到渠道结构影响。

图28：西麦食品业务结构（亿元）



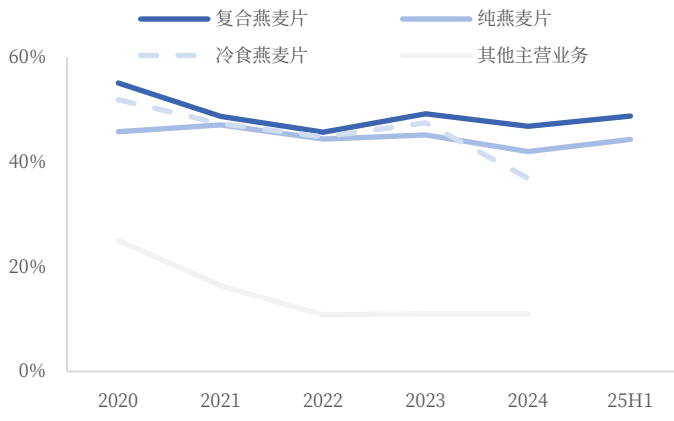
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：西麦食品主营业务收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30: 西麦食品主营业务毛利率



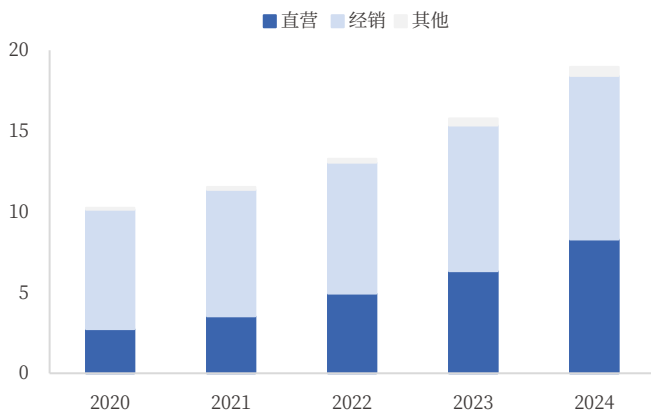
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 渠道结构

**直营占比持续提升, 渠道结构日益均衡。**2024 年公司直营渠道收入占比由 2021 年 31% 提升至 44%, 经销渠道收入占比 53%, 经销商数量 1920 个, 较 2021 年增加约 40%。伴随公司在自营电商、零食量贩、B2B 等新渠道的持续布局, 渠道结构日益均衡。

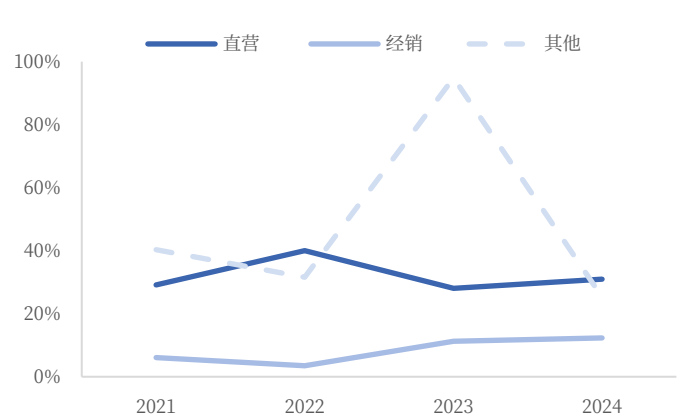
**南方市场收入高速增长, 单经销商效率较高。**2024 年南方大区收入占比 59%, 对应经销商 828 个, 北方大区收入占比 38%, 对应经销商 1092 个。

图31: 西麦食品渠道结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 西麦食品各渠道收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

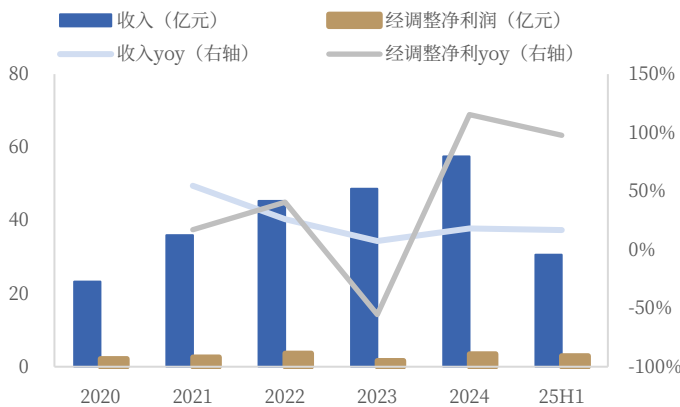
## (三) 十月稻田: 主食新消费品牌, 高举高打快速增长

### 1. 业绩分析

**营业收入快速增长。**2024 年公司收入 57 亿元, 2021-2024 年 CAGR 约 25%, 主要得益于公司拓展的第二曲线业务和新渠道持续放量; 25H1 收入同比增长 17%, 延续较快增速。

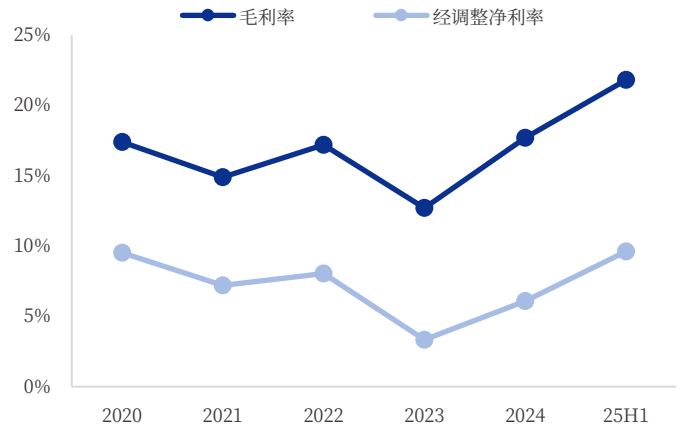
**盈利能力逐渐修复。**2021-2024 年公司毛利率围绕 17%、净利率围绕 7% 中枢波动, 其中 2023 年因东北地区受自然灾害影响, 水稻成本上涨导致毛利率承压并传导至净利率。伴随公司减少对低毛利渠道和产品的投入、品牌影响力持续提升、原料成本有所回落, 25H1 公司毛利率同比提升 5pcts 至 22%, 创上市以来新高; 净利率提升 4pcts 至 10%, 对应经调整净利润同比增长 98%。

图33: 十月稻田收入与利润增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 十月稻田毛利率与经调整净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 产品结构

公司主要产品为预包装主粮, 25H1 大米/玉米/杂粮、豆类及其他产品/干货及其他产品收入体量分别为 20.7/4.3/2.7/2.9 亿元, 分别占收入 67%/14%/9%/9%。

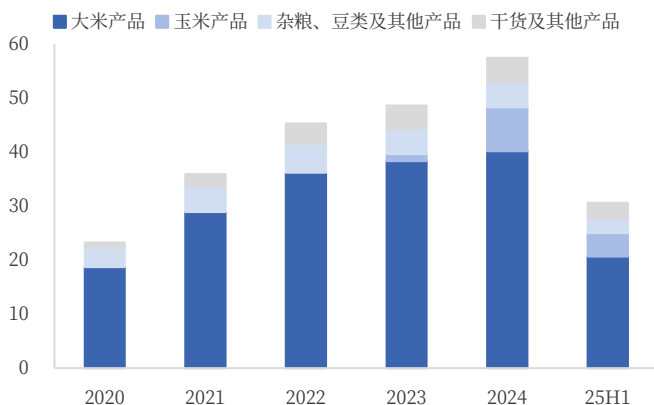
**大米: 业务基本盘, 结构升级带动毛利率提升。**大米为公司起家业务, 2021-2024 年收入 CAGR 约 21%, 保持快速增长; 但伴随公司业务结构调整, 占总收入比由 2021 年 80% 降至 2024 年 70%。公司多个渠道中高端大米销量增加, 带动产品内部升级, 25H1 大米毛利率已由前五年约 15% 提升至 21%。

**玉米: 第二曲线放量, 品类毛利率高于主业。**2023 年公司抓住消费者对低脂、健康、便捷的需求, 发展玉米品类, 收入从 2023 年 1.3 亿元增至 2024 年 8.2 亿元, 同比高增 523%, 收入占比从 3% 提升至 14%; 25H1 受渠道调整影响略有承压。品类毛利率维持 30% 以上, 高于其他主业。

**杂粮、豆类及其他: 收入与盈利相对稳健。**2021-2024 年收入 CAGR 约 6%, 目前体量较小, 毛利率中枢约 23%。

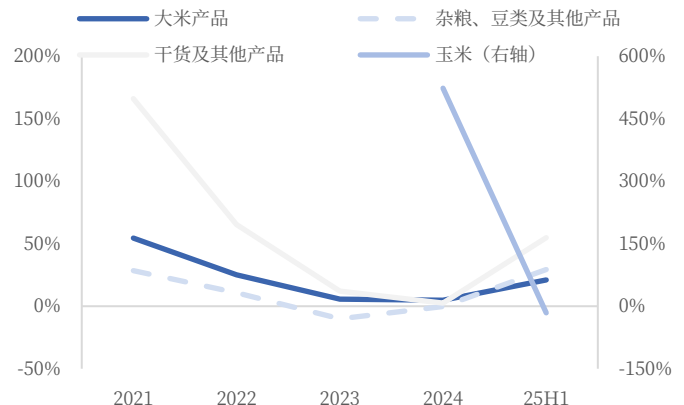
**干货及其他: 收入高增、毛利率低。**2021-2024 年收入 CAGR 约 50%, 但体量较小, 毛利率围绕 10% 波动。

图35: 十月稻田业务结构 (亿元)



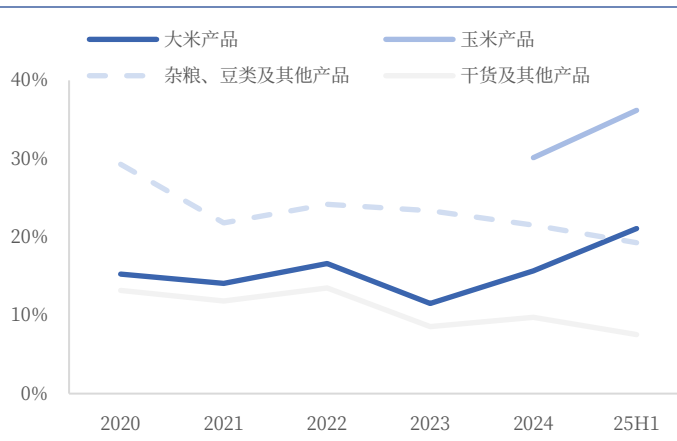
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 十月稻田主营业务收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 十月稻田主营业务毛利率

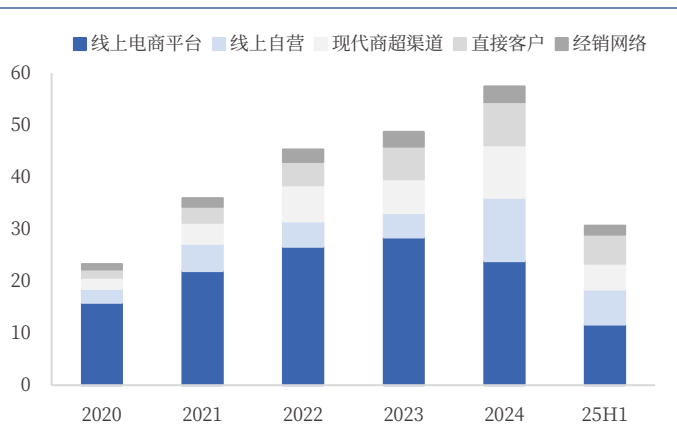


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 渠道结构

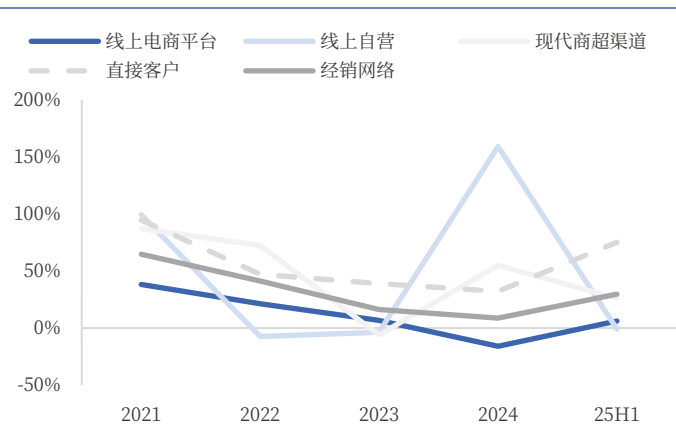
**线上渠道为主，渠道结构持续优化。**1) 线上渠道，25H1 占比 60%，贡献核心收入来源，其中线上电商平台占比 38%，为公司第一大销售渠道，但占比有所下降；线上自营高速增长，占比从 2023 年 10% 提升至 22%。2) 线下渠道，25H1 占比 40%，较 2020 年的 21% 显著提升，主要得益于公司持续开拓现代商超，且品牌认可度提升后，对企业等直接客户的销售增加。

图38: 十月稻田渠道结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图39: 十月稻田各渠道收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

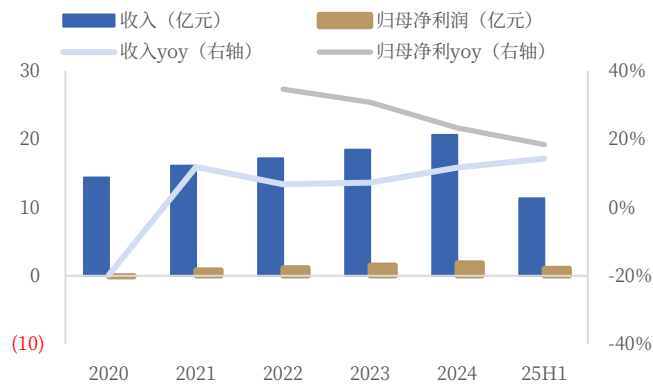
## (四) 五谷磨房：核桃芝麻粉龙头，走出低谷业绩回暖

### 1. 业绩分析

**营收步入增长区间。**2024 年公司收入 21 亿元，2021-2024 年 CAGR 约 9%，相较于 2018 至 2020 年明显改善，得益于 2020 年疫情后公司战略从聚焦线下直营专柜积极转为多品牌、全渠道发展；25H1 收入同比增长 14%，实现进一步提速。

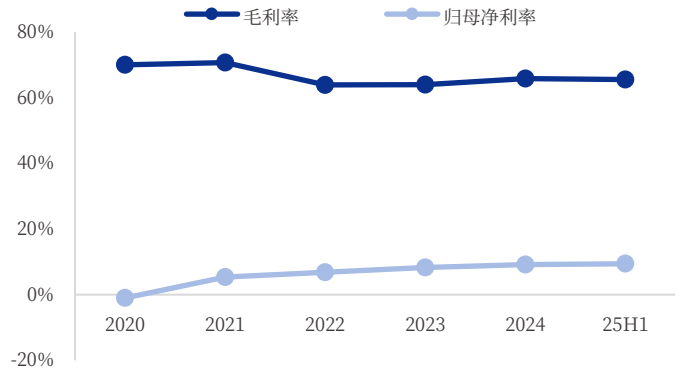
**盈利能力持续提升。**2021-2022 年公司毛利率由 71% 下降 7pcts 至 64%，主因毛利率较低的线上渠道占比提升，但实际销售费用率也同步下降，对应净利率由 5% 提升至 7%。2022-25H1 伴随规模效应释放，毛利率逐渐修复，净利率稳步提升至 9%，对应 25H1 归母净利润同比增长 18%。

图40: 五谷磨房收入与利润增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 五谷磨房毛利率与归母净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 产品情况

公司产品定位为中式食养、涉及原料较广，形成黑粉系列、食养礼系列、古方系列产品，其中黑粉系列已打造出食养谷物粉第一大单品“核桃芝麻黑豆粉”，并拓展出经典罐装、便携条装、无糖款、有机款等系列化矩阵；其他产品亦围绕“药食同源”积极推新。

图42: 五谷磨房大单品“核桃芝麻黑豆粉”



资料来源: 五谷磨房公司官网, 中国银河证券研究院

图43: 五谷磨房围绕药食同源推出丰富产品线

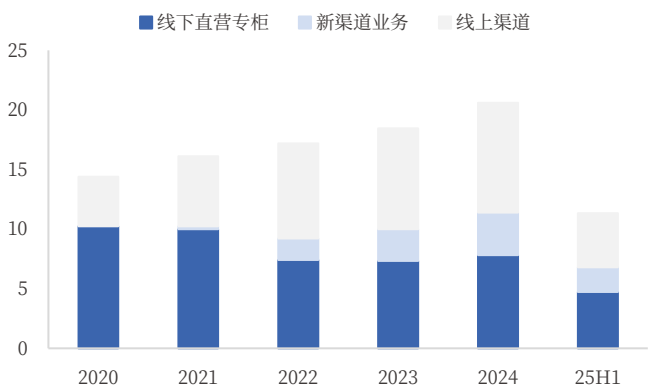


资料来源: 山姆 APP, 中国银河证券研究院

## 3. 渠道结构

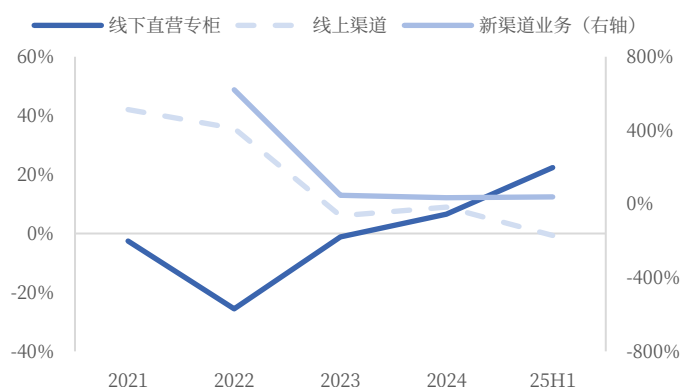
**线下直营为主，新渠道增长亮眼。**公司早期专注于线下直营专柜，2017年以前占比超90%，2020年出行场景受损、叠加2022年以来零售渠道快速变革，公司开始更加全面的渠道布局。1) 线下业务，25H1占比60%，其中线下直营专柜占比42%，运营效率提升后增速逐步修复；新渠道占比18%，在公司发展策略下快速增长，多款新品入驻山姆。2) 线上业务，25H1占比已提升至40%。

图44: 五谷磨房渠道结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 五谷磨房各渠道收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

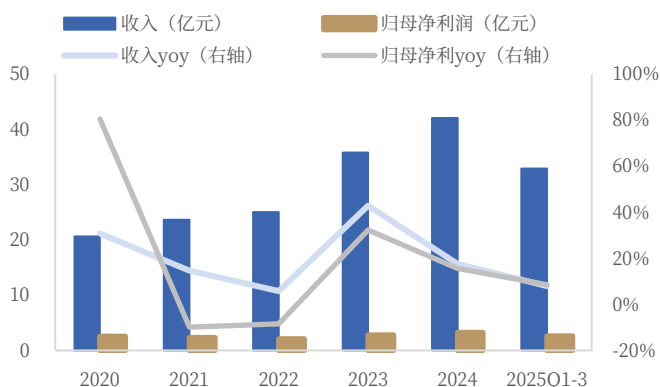
## (五) 仙乐健康：国内 CDMO 龙头，布局新消费与全球化

### 1. 业绩分析

**外延+内生协同，营业收入持续增长。**2024 年公司收入 42 亿元，2021-2024 年 CAGR 约 19%，得益于公司内生增长与 2023 年并表 BF 带来的收入增量；2025 年前三季度收入同比增长 8%。

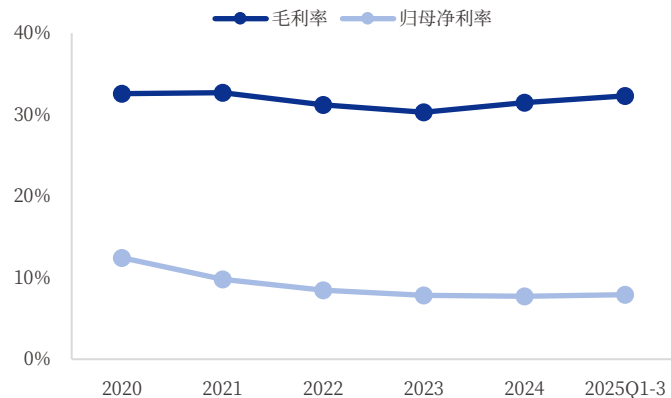
**毛利率相对稳定，净利率止跌企稳。**2021-2024 年公司毛利率中枢 32%，保持相对稳定；销售费用率从 2022 年 5% 提升至 2024 年 8%、基本回到疫情前水平，但管理费用率从高位回落，最终近两年归母净利润降幅持续收窄，2025 年前三季度归母净利润同比增长 9%。

图46：仙乐健康收入与利润增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图47：仙乐健康毛利率与归母净利润



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

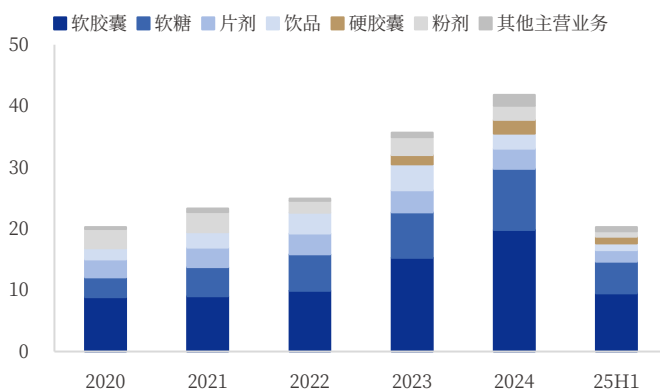
### 2. 产品结构

公司主要产品为健康营养食品，拥有多剂型平台开发能力，25H1 软胶囊/软糖/片剂/饮品/硬胶囊/粉剂/其他主营业务收入体量分别为 9.5/5.2/1.9/1.1/1.1/0.9/0.7 亿元，分别占收入 46%/25%/9%/5%/5%/4%/3%。

**软胶囊：公司第一大剂型，毛利率相对较低。**公司软胶囊业务较为成熟，2021-2024 年收入 CAGR 约 22%，仍保持快速增长；近五年业务毛利率在 26%~28% 波动，低于公司整体毛利率。

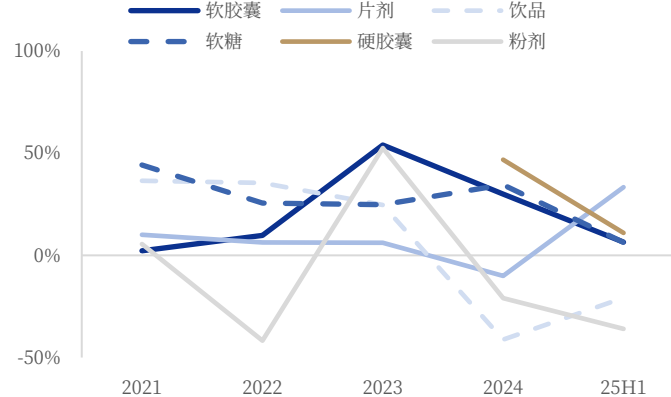
**软糖：收入快速增长，且贡献盈利能力。**2021-2024 年收入 CAGR 约 32%，收入占比从 20% 提升至 24%；伴随规模效应释放，品类毛利率中枢持续向上，2024 年/25H1 毛利率已达到 49% 水平，成为毛利率最高的业务。

图48：仙乐健康业务结构（亿元）



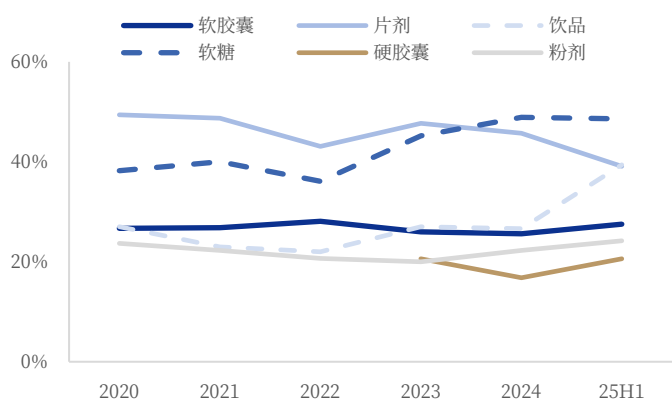
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图49：仙乐健康主营业务收入增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图50: 仙乐健康主营业务毛利率

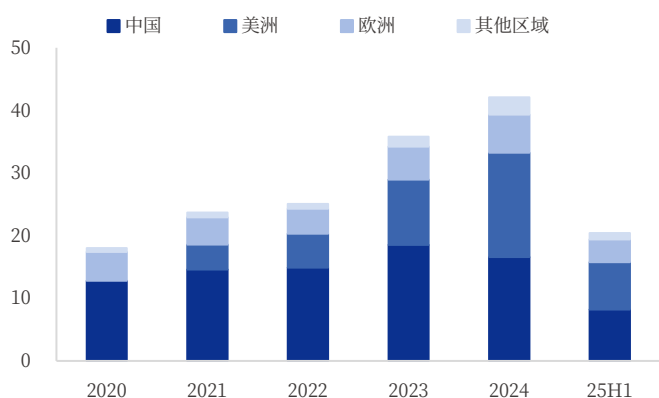


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 区域结构

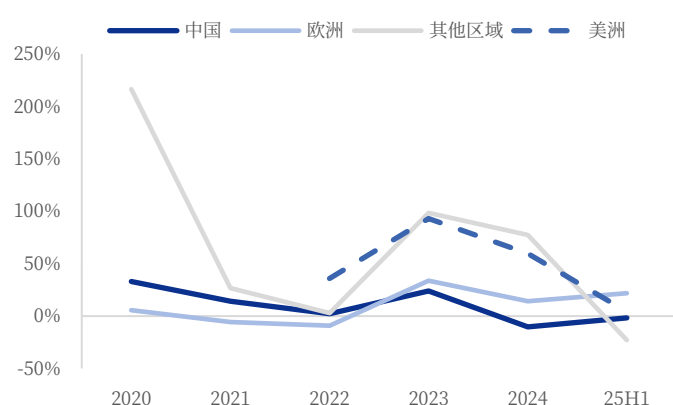
**业务全球化布局。**公司全球业务采取本土化经营策略, 已在中国、欧洲、美国建立了七大生产基地和五大研发中心, 并进一步在东南亚布局本土生产基地; 25H1 在中国/美洲/欧洲/其他区域收入占比分别为 40%/37%/18%/5%, 全球布局日益均衡。

图51: 仙乐健康区域结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图52: 仙乐健康各区域收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

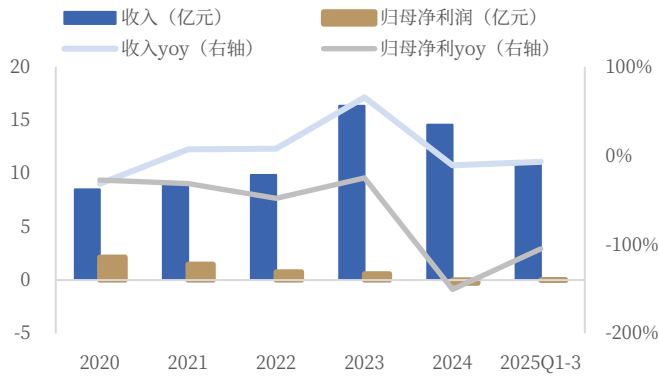
## (六) 均瑶健康: 益生菌食品先驱者, B 端与 C 端双轮驱动

### 1. 业绩分析

**收入略有波动。**2024 年公司收入约 15 亿元, 2021-2024 年 CAGR 约 14%, 年度波动较大, 主因公司原有布局的含乳饮料市场需求偏弱, 但 2022 年起公司围绕主业进行生态链拓展, 破产重整均瑶润盈, 并接入泛缘供应链的业务, 不断进行产品和渠道的升级。2025 年前三季度收入同比-7%, 部分受到终端需求和春节错期的影响。

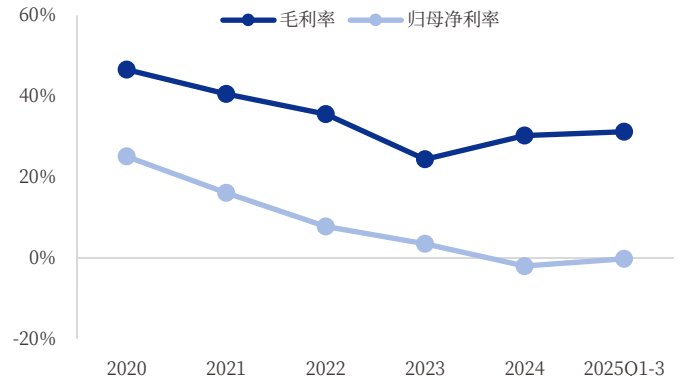
**盈利能力企稳。**2020-2023 年公司利润率处于下降区间, 主要受到原材料成本上涨、并购润盈/泛缘后业务结构调整和并表的影响。2024 年以来公司产品结构优化, 叠加原材料成本下降, 毛利率企稳在 30% 左右水平, 净利率也呈现修复趋势。

图53: 均瑶健康收入与利润增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图54: 均瑶健康毛利率与归母净利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

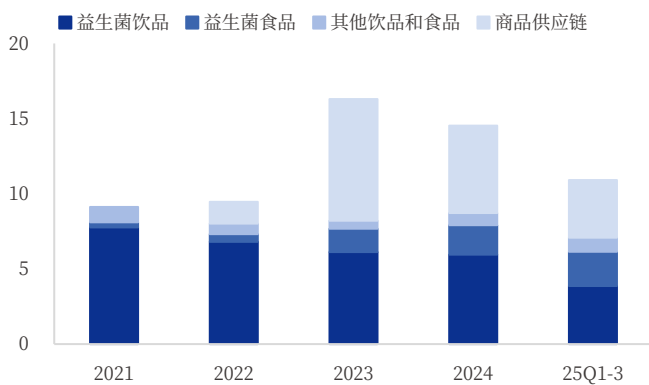
## 2. 产品结构

公司以益生菌业务为核心增长曲线，强化自有品牌及自有渠道建设，2025年前三季度益生菌饮品、益生菌食品收入体量6亿元，占收入比56%；商品供应链收入约4亿元，占比35%。

**益生菌饮品/食品：核心增长曲线，毛利率水平较高。**2023-2024年益生菌饮品（含乳酸菌）/益生菌食品收入CAGR分别约-7%/97%。公司大单品动力为我国乳酸菌知名品牌，伴随公司战略调整，2022年合并专注于益生菌的润盈，公司乳酸菌饮品亦通过添加益生菌专利菌完成差异化升级。益生菌业务毛利率高于主业，2024年益生菌饮品/益生菌食品毛利率分别为38%/54%。

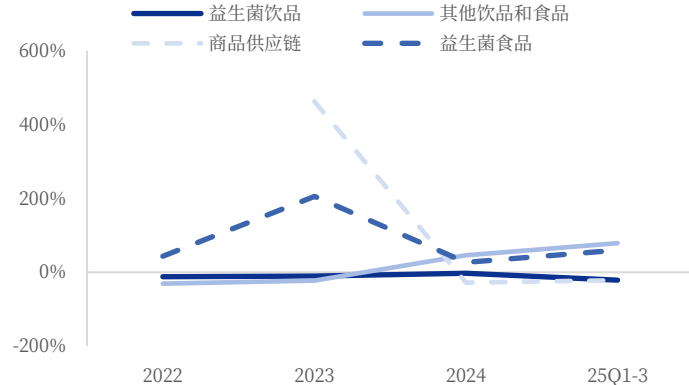
**商品供应链：2023-2024年收入CAGR约101%，2024年毛利率13%。**

图55: 均瑶健康业务结构（亿元）



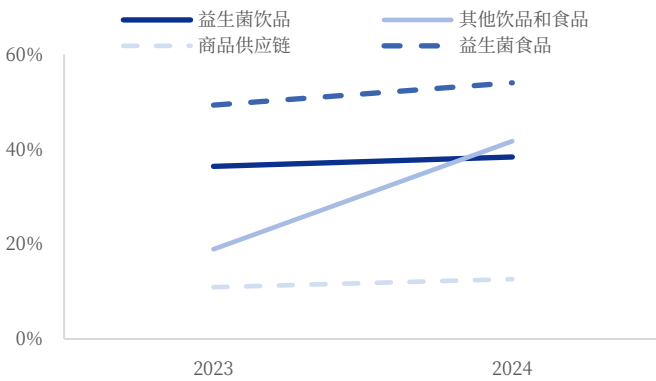
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图56: 均瑶健康主营业务收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图57: 均瑶健康主营业务毛利率



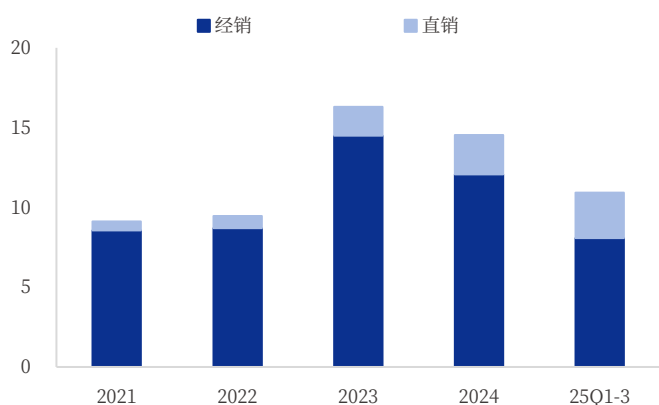
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 渠道结构

**经销模式为主，持续拓展渠道。**2025 年前三季度，公司经销渠道占比 74%，仍为主要渠道。直销渠道占比从 2022 年 8% 提升至 26%，味动力“每日美梦”“每日睛彩”“每日营养”陆续入驻罗森、奥乐齐、新天地、711、朴朴超市等主流渠道，部分品类同步实现对智能零售终端、餐饮特通、药房专业系统等渠道的突破。

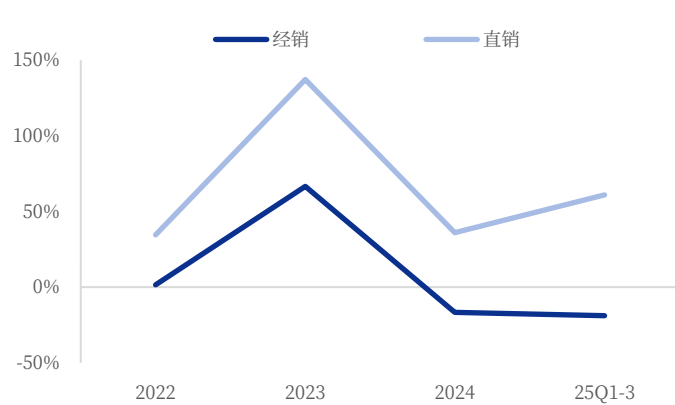
**海外业务高速发展。**2025 年前三季度公司海外收入同比增长 72%，且以高毛利菌粉业务为主，成为新的利润增长极。目前产品已出口至 80 多个国家和地区，形成覆盖欧美、南美及东南亚的全球布局网络，其中美国市场头部客户订单量显著激增，贡献近半海外收入。

图58：均瑶健康渠道结构（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图59：均瑶健康各渠道收入增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

**新渠道扩张不及预期的风险。**兴趣电商、跨境电商、会员店与新零售商超兴起，成为健康食品重要的消费者心智培育平台和购买渠道；若新渠道的扩张不及预期，可能导致品类整体增长放缓。

**新品类需求持续性不及预期的风险。**当前健康和悦己诉求驱动新品类需求持续增长；若消费者底层偏好发生切换，或其他品类迭代升级后出现替代品，可能导致新品类的需求持续性不及预期，影响行业企业的增长节奏。

**行业竞争超预期的风险。**伴随行业景气度提升及部分原材料进入下行区间，新的竞争者持续加入市场；若行业竞争超预期，企业可能面临发展速度放缓、盈利能力受价格竞争影响的风险。

**食品安全问题的风险。**在食品的采购、运输、储存等过程中均可能出现引发食品安全风险的随机因素。若发生食品安全问题，将对行业和公司的声誉与业务产生重大不利影响。

## 图表目录

图 1: 天然健康食品市场规模超 3000 亿元	3
图 2: 营养健康食品市场规模约 2500 亿元	3
图 3: 健康和悦己属性于消费者的重要性进一步强化	3
图 4: 悦己消费为健康食品带来新的增长方向	3
图 5: 营养健康食品电商渠道占比持续提升 (VDS)	4
图 6: 会员商超以自有品牌推出健康食品	4
图 7: 天然健康食品分类	5
图 8: 天然健康食品不同品类特性	5
图 9: 无糖茶和魔芋零食借助健康认知破圈后快速增长	7
图 10: 性价比与口感是购买健康食品的重要考虑因素	7
图 11: 燕麦市场规模与增速	7
图 12: 玉米食材市场规模与增速	7
图 13: 杂粮食材市场规模与增速	8
图 14: 核桃市场规模与增速	8
图 15: 杏仁产品消费以加工制品为主	8
图 16: 2024 年药食同源食材线上市场规模与增速	9
图 17: 营养健康食品可分为 VDS、体重管理、运动健康产品	10
图 18: VDS、体重管理、运动营养产品市场规模 (亿元)	10
图 19: 运动、体重、睡眠、消化调理为多个人群共性诉求	11
图 20: 运动健康市场规模与增速	11
图 21: 健身人群数量回到增长阶段	11
图 22: 体重管理市场规模与增速	12
图 23: 超重问题促使体重管理的重要性提升	12
图 24: 肠道健康线上市场规模	12
图 25: 睡眠管理线上市场规模	12
图 26: 西麦食品收入与利润增速	14
图 27: 西麦食品毛利率与归母净利润率	14
图 28: 西麦食品业务结构 (亿元)	14
图 29: 西麦食品主营业务收入增速	14
图 30: 西麦食品主营业务毛利率	15
图 31: 西麦食品渠道结构 (亿元)	15
图 32: 西麦食品各渠道收入增速	15

图 33: 十月稻田收入与利润增速.....	16
图 34: 十月稻田毛利率与经调整净利率 .....	16
图 35: 十月稻田业务结构 (亿元) .....	16
图 36: 十月稻田主营业务收入增速.....	16
图 37: 十月稻田主营业务毛利率.....	17
图 38: 十月稻田渠道结构 (亿元) .....	17
图 39: 十月稻田各渠道收入增速.....	17
图 40: 五谷磨房收入与利润增速.....	18
图 41: 五谷磨房毛利率与归母净利率 .....	18
图 42: 五谷磨房大单品“核桃芝麻黑豆粉” .....	18
图 43: 五谷磨房围绕药食同源推出丰富产品线 .....	18
图 44: 五谷磨房渠道结构 (亿元) .....	18
图 45: 五谷磨房各渠道收入增速.....	18
图 46: 仙乐健康收入与利润增速.....	19
图 47: 仙乐健康毛利率与归母净利率 .....	19
图 48: 仙乐健康业务结构 (亿元) .....	19
图 49: 仙乐健康主营业务收入增速.....	19
图 50: 仙乐健康主营业务毛利率.....	20
图 51: 仙乐健康区域结构 (亿元) .....	20
图 52: 仙乐健康各区域收入增速.....	20
图 53: 均瑶健康收入与利润增速.....	21
图 54: 均瑶健康毛利率与归母净利率 .....	21
图 55: 均瑶健康业务结构 (亿元) .....	21
图 56: 均瑶健康主营业务收入增速.....	21
图 57: 均瑶健康主营业务毛利率.....	21
图 58: 均瑶健康渠道结构 (亿元) .....	22
图 59: 均瑶健康各渠道收入增速.....	22
表 1: 天然健康食品中谷类食品品类梳理 .....	5
表 2: 天然健康食品中坚果果干品类梳理 .....	6
表 3: 天然健康食品中其他健康食品品类梳理 .....	6
表 4: 大健康食品相关上市公司梳理 .....	13

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		