

# 日本保健品行业：国民健康为基，政策激发活力

2024 年 05 月 17 日

## 【投资要点】

- ◆ **三大类别万亿规模，政策推出于医疗支出占 GDP 5%/6%/8%时点。**当前日本保健食品行业规模超万亿日元，市场保持稳定。日本保健品按监管政策分为三大类别，分别为 FOSHU（特定保健食品）、FNFC（营养机能食品）、FFC（功能性标示食品）。其中 FOSHU 推出于 1991 年，主要目的为应对老龄化与饮食结构不平衡带来的国民健康问题，半数为益生菌产品；FNFC 推出于 2001 年，在原料使用上最严格，仅可使用 20 种功能性成分；FFC 推出于 2015 年，相比 FOSHU 在功效验证与声称上均更为宽松，是日本增长最快的保健品品类。三轮监管政策变化推出于日本医疗支出占 GDP 比例达 5%/6%/8%时点。
- ◆ **供给端餐饮公司为主，需求端多为女性 40+人群，多产品使用者占 6 成。**日本保健品市场的供给端包括餐饮、医药与化妆品公司。以保健品为主营业务的公司较少，多为其它行业公司布局，以餐饮公司为主。需求端，女性消费者占比 6 成，40+人群为主导，6 成消费者同时使用 2 款及以上产品，不同年龄段消费者使用习惯略有差异。
- ◆ **中日监管政策推出时点相近，中国人均支出尚有提升空间，年轻消费者多，市场空间大。**日本保健品市场与中国相似度较高。**监管政策**，中国保健品注册制/备案制推出于卫生总费用占 GDP 4.6%/6%的时点，且与日本的 FOSHU/FNFC 政策相近，预计中国该比值达 8%时或将推出与 FFC 相似的功能性食品政策，推测或在 2026-2027 年；**市场空间**，由人均 GDP 与人均保健品支出水平（人均保健品消费额/人均 GDP）提升驱动。对比日韩，在当前 GDP 水平下，中国人均支出水平有 30%-75%的提升空间。未来人均 GDP 与支出水平同步提升背景下，中国保健品市场广阔；**消费者群体**，中日市场女性消费者占比均为 6 成，但中国 45 岁以下年轻消费者占比更高。

## 【配置建议】

- ◆ 建议关仙乐健康（CDMO 龙头，保健软糖技术优势强，内生外延同步发展）；百龙创园（益生元头部企业，代糖与膳食纤维拉动公司业绩增长）；汤臣倍健（国内 VDS 领导者，多品牌矩阵完善，渠道优势强）。

## 【风险提示】

- ◆ 消费情况不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 监管政策变化。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

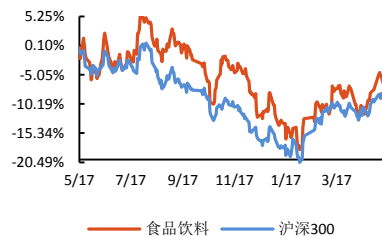
证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

联系人：崔晓静

联系方式：021-23586305

相对指数表现



相关研究

《市场监管总局发文，促进保健食品发展》

2024. 02. 28

《高成长性细分赛道，国货品牌优势显著》

2023. 12. 29

《大众品：需求复苏在途，探寻趋势变化下结构性机会》

2023. 12. 18

《产地+工艺铸就品质，细分品类增速快》

2023. 11. 30

## 正文目录

1. 日本保健品行业：国民健康为基，政策更新激发活力	4
1.1. 市场概况：市场规模超万亿，FFC 增速最快	4
1.1.1: 市场概况：三大类别，万亿规模	4
1.1.2: 发展背景：老龄化与肥胖加重，医疗支出占比攀升	6
1.1.3: FOSHU：首代监管政策，超半数为益生菌产品	7
1.1.4: FFC：最新监管政策，释放市场活力	9
1.2. 竞争格局：食饮公司为主，医药、化妆品公司各有优势	15
1.3. 消费者：女性、40+为主，6成消费者使用2款及以上产品	16
1.4. 中日对比：政策推出时点相近，中国发展空间广阔	17
2. 重点公司	20
2.1. 仙乐健康：CDMO 龙头企业，布局全剂型产品平台	20
2.2. 百龙创园：益生元头部企业，代糖与膳食纤维拉动增长	24
2.3. 汤臣倍健：VDS 领导者，构建全球多品牌矩阵	26

## 图表目录

图表 1：日本健康食品分类	4
图表 2：日本保健功能食品分类	4
图表 3：日本保健功能食品（FOSHU、加工食品类 FFC 及主要功效为健康&美丽的 FNFC）市场规模（亿日元）	5
图表 4：日本老龄化程度	6
图表 5：日本男性肥胖者（BMI ≥25）占比	7
图表 6：日本女性肥胖者（BMI ≥25）占比	7
图表 7：日本医疗支出占 GDP 的比例与保健食品监管政策推出时间	7
图表 8：日本厚生劳动省 FOSHU 许可标志及指定健康用途	8
图表 9：日本特定保健用食品（FOSHU）市场规模（亿日元）	8
图表 10：日本 FOSHU 市场各类别产品	9
图表 11：日本特定保健用食品（FOSHU）主要成分	9
图表 12：2007-2020 年日本 FOSHU 不同产品形态市场规模占比	9
图表 13：2007-2020 年日本 FOSHU 产品销售渠道占比	9
图表 14：FOSHU 与 FFC 健康声明结构化程度对比	10
图表 15：FOSHU 与 FFC 健康声明范围对比	10
图表 16：日本 FFC 市场规模（亿日元）及增速	11
图表 17：日本 FFC 产品形态分布	11
图表 18：日本 FFC 主要功效消费者数量排名（抽样）	12
图表 19：日本 FFC 主要成分消费者数量排名（抽样）	12
图表 20：2020 年日本畅销功能性食品 TOP10（POS 机口径）	12
图表 21：2023 年日本各类功能性食品增长贡献率	13
图表 22：脂肪与胆固醇相关 H&B 市场规模（亿日元）及增速	14
图表 23：主要 FFC 无糖茶饮产品	14
图表 24：助眠相关 H&B 市场规模（亿日元）及增速	14
图表 25：作为 FFC 推出的养乐多 1000	14
图表 26：2020 年度日本健康食品企业（制造业、销售业）销售排行榜	15

图表 27: 日本保健类食品消费者性别构成 .....	16
图表 28: 日本保健类食品消费者年龄构成 (男性) .....	16
图表 29: 日本保健类食品消费者使用产品数占比 .....	16
图表 30: 日本不同年龄保健类食品消费者使用产品数 .....	16
图表 31: 日本各年龄女性保健类食品消费者平均使用产品数 .....	17
图表 32: 日本各年龄男性保健类食品消费者平均使用产品数 .....	17
图表 33: 中日食品监管制度对比 .....	18
图表 34: 中国卫生总费用占 GDP 的比例与保健品相关政策推出时间 .....	18
图表 35: 中国与发达国家人均保健食品消费金额、支出水平对比 .....	19
图表 36: 中国功能性食品消费者性别分布 .....	20
图表 37: 中国功能性食品消费者年龄 .....	20
图表 38: 中国常见功能零食形态 .....	20
图表 39: 2020 年中国功能零食消费者年龄分布 .....	20
图表 40: 仙乐健康业务领域 .....	21
图表 41: 仙乐健康全剂型平台 .....	21
图表 42: 2017-2023 仙乐健康营收及增速 .....	22
图表 43: 2017-2023 仙乐健康归母净利润及增速 .....	22
图表 44: 仙乐健康各地区营收占比 .....	22
图表 45: 仙乐健康各剂型营收占比 .....	23
图表 46: 仙乐健康业务领域 .....	24
图表 47: 百龙创园主要产品 .....	24
图表 48: 2018-2023 百龙创园营收及增速 .....	25
图表 49: 2018-2023 百龙创园归母净利润及增速 .....	25
图表 50: 百龙创园各业务占比 .....	26
图表 51: 公司在建产能 .....	26
图表 52: 汤臣倍健品牌矩阵 .....	27
图表 53: 2017-2023 汤臣倍健营收及增速 .....	27
图表 54: 2017-2023 汤臣倍健归母净利润及增速 .....	27
图表 55: 2021 年中国膳食补充剂竞争格局 .....	28
图表 56: 汤臣倍健各品牌营收占比 .....	28
图表 57: 汤臣倍健各品类营收占比 .....	28
图表 58: 汤臣倍健各渠道营收占比 .....	28
图表 59: 行业公司估值比较表 (2024-05-13) .....	29

## 1. 日本保健品行业：国民健康为基，政策更新激发活力

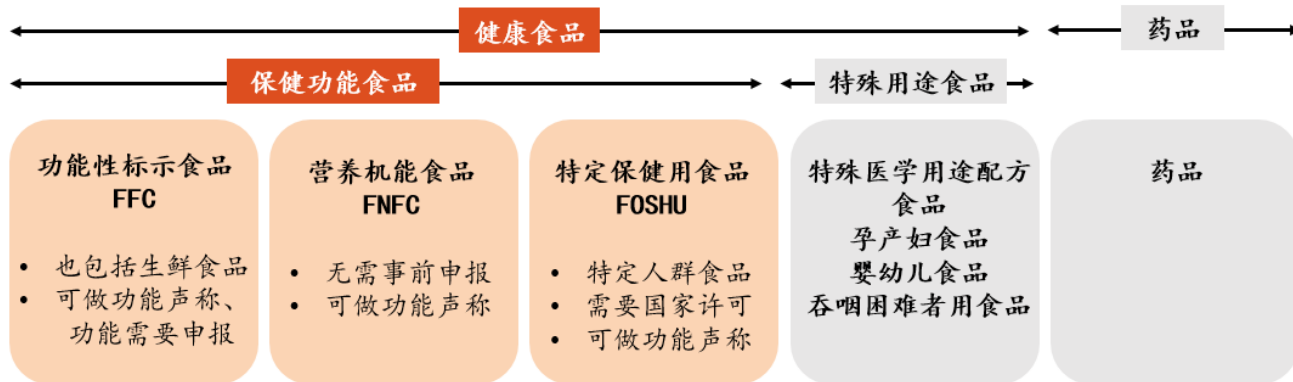
### 1.1. 市场概况：市场规模超万亿，FFC 增速最快

#### 1.1.1: 市场概况：三大类别，万亿规模

日本健康食品分为保健功能食品 and 特殊用途食品，保健功能食品针对普通消费者。日本的健康食品分为保健功能食品 and 特殊用途食品两大类，其中特殊用途食品为针对部分特殊人群推出的食品，保健功能食品的目标群体为消费者。其中，保健功能食品又可分为营养机能食品 (FNFC)、功能性标示食品 (FFC) 和特定保健用食品 (FOSHU)。本文我们主要讨论 FOSHU 和 FFC。

- **FOSHU**: 监管政策最严格，产品需要经过消费者委员会、食物安全委员会和厚生劳动省三个机构审批，可标记为单一化健康目的（如补钙）；
- **FNFC**: 原料监管最严格，可用成分仅 20 种，但保证产品符合规范后，无需进行审批，可直接在产品上标示营养成分并指定每日摄入量（如 XX 原料，xx 毫克/天），不可标记为健康目的；
- **FFC**: 监管政策较宽松，无原料限制，宣称需要经过消费者厅审批，可标记为结构化健康目的（如针对骨骼功能、膝关节功能等）。

图表 1：日本健康食品分类



资料来源：每日食品，《Comparative Study of Functional Food Regulations in Japan and Globally》Mohamed Farid, Kota Kodama, Teruyo Arato, Takashi Okazaki, Tetsuaki Oda, Hideko Ikeda & Shintaro Sengoku, 东方财富证券研究所

图表 2：日本保健功能食品分类

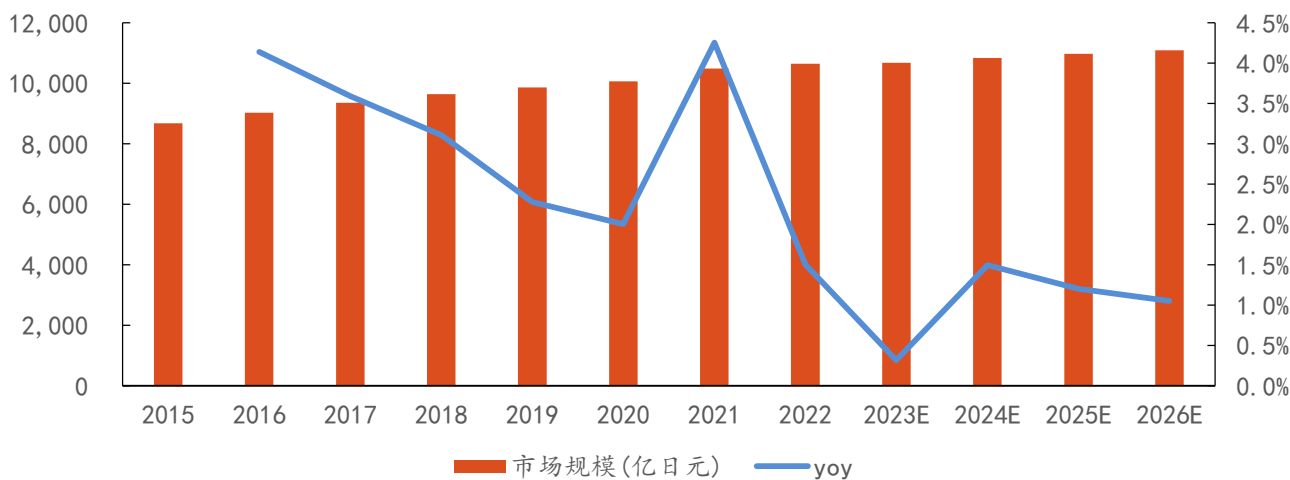
维度	特定保健食品 (FOSHU)	营养机能食品 (FNFC)	功能性标示食品 (FFC)
推出时间	1991 年	2001 年	2015 年
定义	具有特定保健成分的食品，有助于维持和促进健康	提供以补充身体健康生长、发育和维持健康所必需的特定营养成分为目的食品	适用于没有疾病的人群（未成年人、孕妇和哺乳期的女性除外），基于科学证据的补充某些营养成分

可标示成分	认证内容仅限于7种:脂肪酸、甘油三酸酯、血压、血糖、胆固醇胃肠道、牙齿护理、钙/矿物质的摄取	产品可用成分和用量需按照规定使用。包含13种维生素、6种矿物质、1种脂肪酸。	功能性相关成分,需为可定量定性的成分
摄取的主要目的	健康的维持、增进(含降低疾病风险)	补充日常饮食摄取不足的营养成分	健康的维持、增进(不得声称具有减少疾病的风险)
审评方式	政府对其有效性、安全性进行审批,认证严格,需要经过临床试验,大约需花费数十万美元并历经两年审查;获得消费者事务厅批准后,可以声称被批准的功能	其功能已经科学证据证实,符合营养功能标准规定的声称,无需审批或注册	上市前60天在消费者事务厅进行备案,提供证明食品安全和有效性科学文献或临床试验等功能评估的依据,政府不对产品的安全性和有效性进行审查,但经营者需对产品负责
与中国类 比	类似中国注册制保健食品	类似中国备案制保健食品	类似中国功能性食品

资料来源:艾瑞咨询《中国保健食品及功能性食品行业研究报告》,东方财富证券研究所

日本保健功能食品市场规模约1万亿日元,稳态保持缓慢增长。近年来日本保健功能食品(FOSHU、加工食品类FFC及主要功效为健康&美丽的FNFC)市场规模基本稳定在1万亿日元以上。2020年,在疫情提升消费者健康重视程度的背景下,行业增速短暂上行,于2021年达到最高的4.3%。但2022年起疫情影响逐步消退,预计未来行业增速稳定在1%左右。

图表 3: 日本保健功能食品 (FOSHU、加工食品类 FFC 及主要功效为健康&美丽的 FNFC) 市场规模 (亿日元)



资料来源:富士经济《H.B. Foods 营销手册》,东方财富证券研究所

注:1.引入FFC系统后,保健功能食品划分较为宽泛,还包括了蔬菜等日常生鲜食品,与一般认为的保健功能食品概念存在口径差异,故此仅选取加工类FFC;

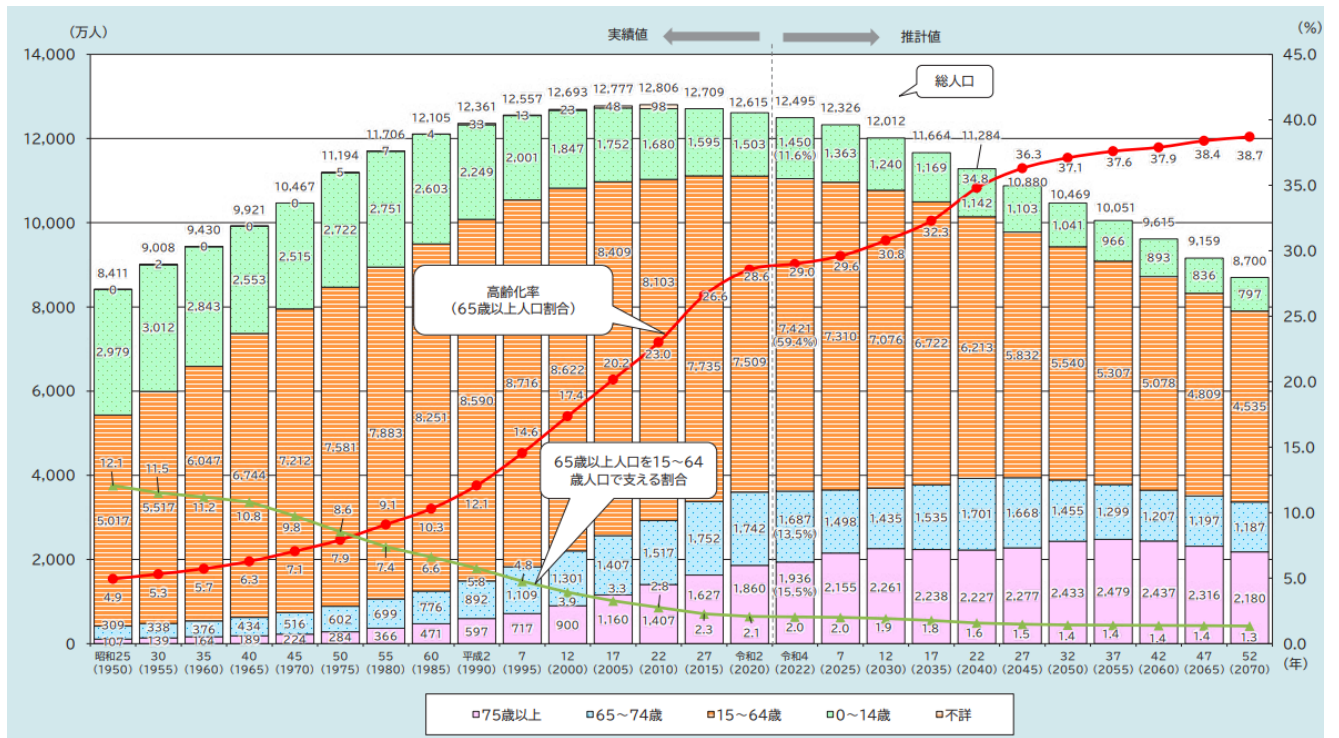
2.营养机能食品(FNFC)功效较为广泛,此处选取主要功效为健康、美丽的FNFC;

3.因为统计口径不同,各渠道来源的日本保健功能食品市场规模有一定差距,1万亿日元规模为大致范围。

1.1.2: 发展背景: 老龄化与肥胖加重, 医疗支出占比攀升

**老龄化程度加深。**根据日本内阁府数据,日本65岁及以上的人口在1950年不到总人口的5%,但在1970年超过7%,在1994年超过14%,此后老龄化率持续上升,截至2022年达到29.0%。据日本国立人口社会保障研究所预测,2043年,65岁及以上人口将达到38.7%,75岁及以上人口占总人口的比例为25.1%。

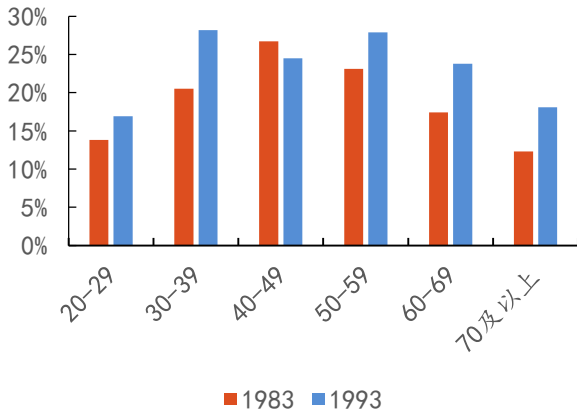
图表 4: 日本老龄化程度



资料来源: 日本厚生劳动省《令和5年版高龄社会白皮书》, 东方财富证券研究所

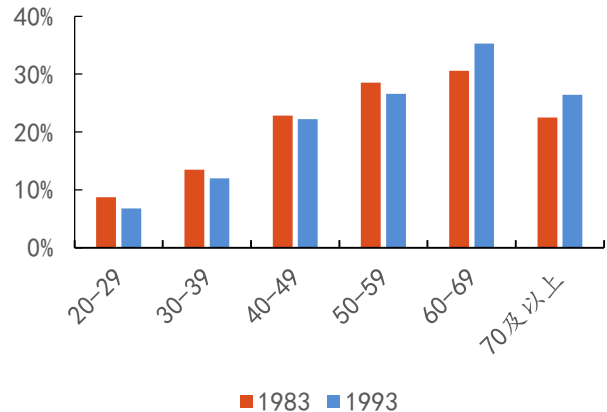
**肥胖相关问题有加重趋势。**1983-1993年的十年间,日本男性肥胖者在几乎所有年龄段中均呈现上升趋势,女性肥胖者在60-69、70及以上人群中呈现上升趋势。1990年前,日本肥胖问题,尤其是中老年人群的肥胖问题有加重趋势。

图表 5: 日本男性肥胖者 (BMI ≥ 25) 占比



资料来源: 厚生劳动省《国民营养调查》, 东方财富证券研究所

图表 6: 日本女性肥胖者 (BMI ≥ 25) 占比

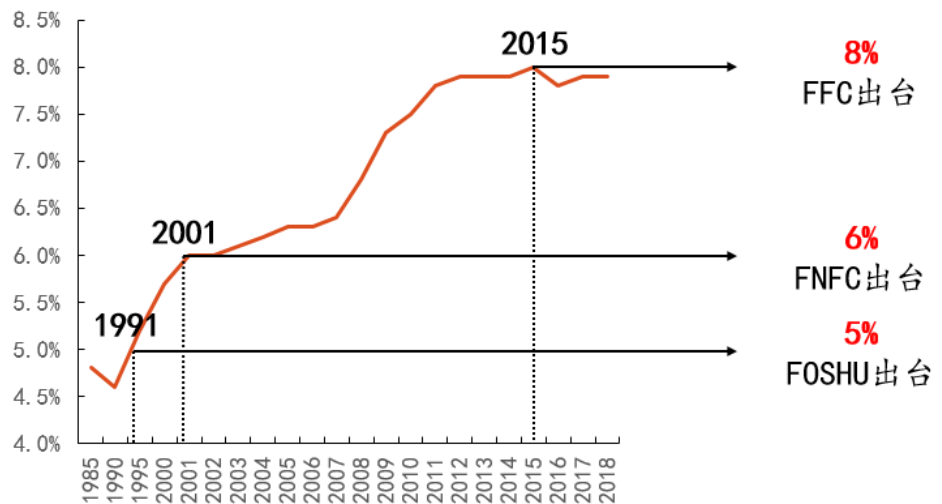


资料来源: 厚生劳动省《国民营养调查》, 东方财富证券研究所

FOSHU/FNFC/FFC 推出时点分别对应医疗支出占 GDP 比例达 5%/6%/8%。

回顾日本三大保健品相关政策推出时点, 我们发现政策推出与医疗支出占 GDP 的比例有一定关系。FOSHU/FNFC/FFC 推出的 1991/2001/2015 年分别为医疗支出占比达 5%/6%/8%的时点, 且政策推出前占比处于阶段性快速上涨阶段。

图表 7: 日本医疗支出占 GDP 的比例与保健食品监管政策推出时间




资料来源: 日本厚生劳动省, choice-全球宏观数据, 东方财富证券研究所

### 1.1.3: FOSHU: 首代监管政策, 超半数为益生菌产品

FOSHU 推出原因为应对饮食方式带来的慢性疾病, 一半产品与益生菌有关。在老龄化的背景下, 日本心血管疾病的死亡率很高, 几乎与癌症相同, 因为西化的饮食方式也会带来心血管疾病、肥胖、糖尿病和高血压的风险。日本厚生劳动省于 1991 年制定了“特定保健用途食品”(FOSHU) 作为“功

能性食品”的监管制度。

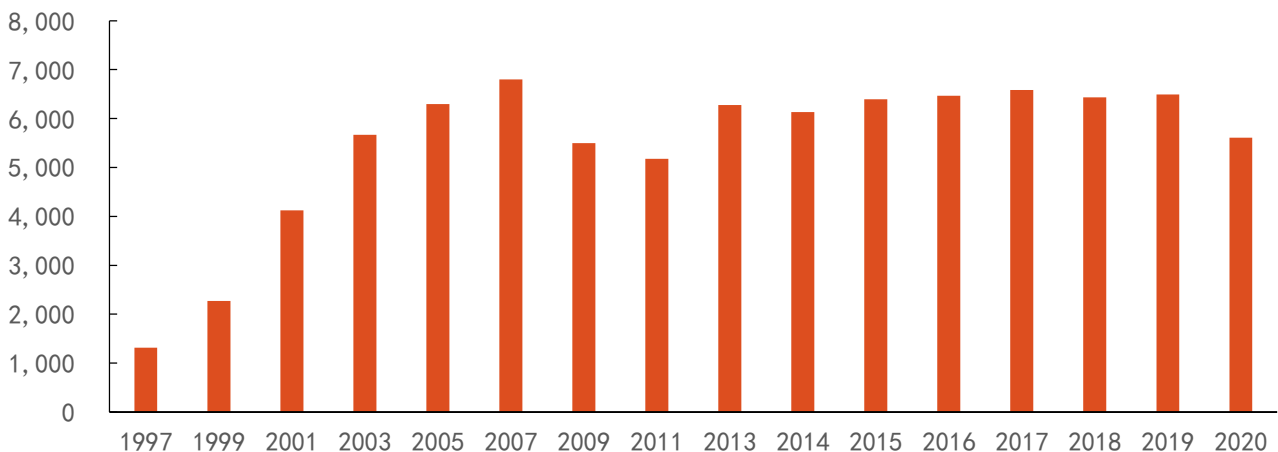
图表 8：日本厚生劳动省 FOSHU 许可标志及指定健康用途

 <p>FOSHU 认证印章</p>	指定的健康用途	主要成分（具有保健功能的成分）
	改变胃肠道状况的食物	低聚糖、乳糖、双歧杆菌、乳酸菌、膳食纤维8可摄取糊精、聚葡萄糖、瓜尔豆胶、车前子种皮等)
	与血液胆固醇水平有关的食物	壳聚糖、大豆蛋白、降解海藻酸钠
	与血糖水平有关的食物	难消化糊精、小麦白蛋白、番石榴茶多酚、L-阿拉伯二糖等。
	与血压有关的食物	乳三肽、酪蛋白十二肽、东中叶苷 (geniposidic acid)、沙丁鱼肽等。
	与牙齿卫生有关的食物	帕拉替糖、麦芽糖、赤藓糖醇等。
	胆固醇加胃肠道疾病，三酰基甘油加胆固醇	降解海藻酸钠、车前子壳中的膳食纤维等。
	与矿物质吸收有关的食物	柠檬酸钙、酪蛋白磷酸肽、下摆铁、低聚糖等。
	与成骨有关的食物	大豆异黄酮、MBP (牛奶碱性蛋白) 等
	与三酰基甘油有关的食物	中链脂肪酸等

资料来源：日本厚生劳动省-有健康声称的食品、特殊膳食用途食品和营养标签，东方财富证券研究所

特定保健用食品 (FOSHU) 规模约 6000 亿日元，市场基本保持稳定。根据日本健康营养食品协会数据，2007 年 FOSHU 产品销售额达到顶峰。2013 年以来，日本特定保健用食品 (FOSHU) 市场规模稳定保持在约 6000 亿日元。

图表 9：日本特定保健用食品 (FOSHU) 市场规模 (亿日元)

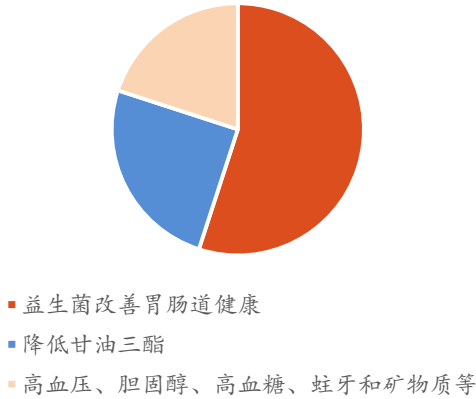


资料来源：日本健康营养食品协会《特定保健用食品市场表示许可状况》，东方财富证券研究所

FOSHU 产品超半数为益生菌，甘油三酯增速快。FOSHU 产品中，到 2022 年约 55% 的健康声明与使用益生菌乳酸杆菌、低聚糖和膳食纤维改善胃肠道 (GI tract) 健康有关，占比最高；中性脂肪产品增速最快，由 1997 年的 0% 快速提升至 2020 年的约 25%；20% 的声称与高血压、高低密度脂蛋白胆固醇、高血糖、蛀牙和矿物质吸收有关。2007 年后，FOSHU 产品的市场几乎饱和。

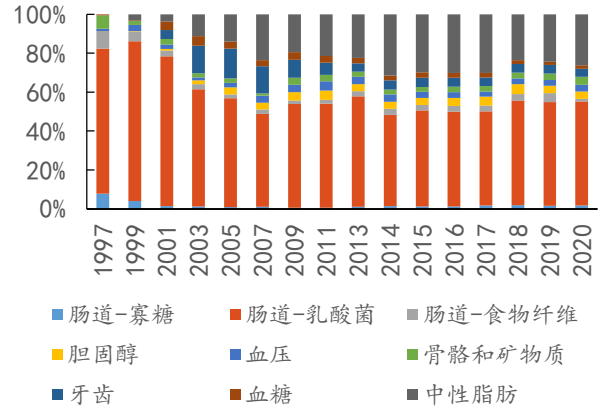


图表 10: 日本 FOSHU 市场各类别产品



资料来源:《Functional food products in Japan: A review》Shun Iwatani, Naoyuki Yamamoto, 东方财富证券研究所

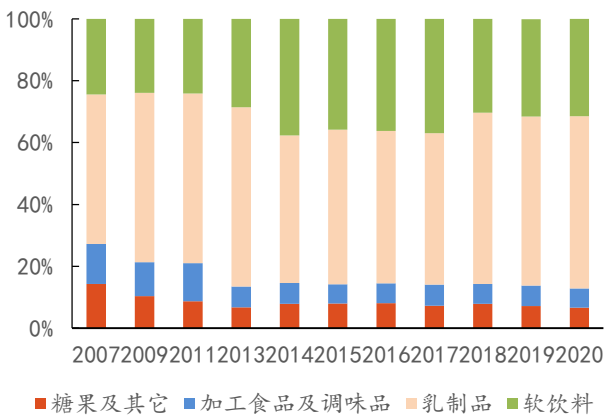
图表 11: 日本特定保健用食品 (FOSHU) 主要成分



资料来源: 日本健康营养食品协会, 东方财富证券研究所

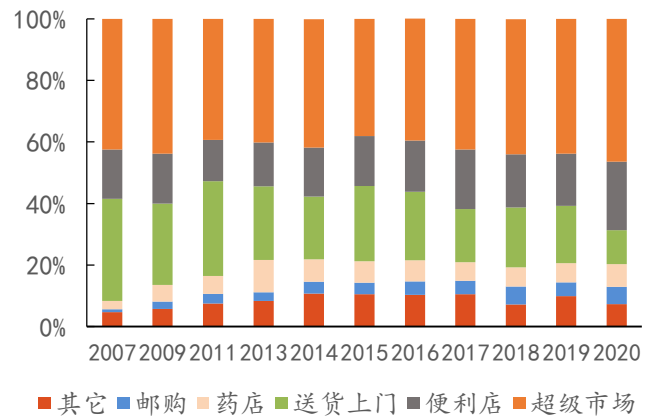
乳制品、软饮料为主流产品类别, 超级市场渠道占比近半数。与乳酸菌产品占比 55%一致, 从产品形态上看, 乳制品占比稳定在 50%左右, 此外近年来软饮料占比也维持在 30%以上。乳制品、软饮料合计的饮料类产品是 FOSHU 的绝对主流产品形态, 占比 80%以上。渠道方面, 与饮料为主流产品对应, 即时性强的超级市场、便利店渠道合计占比超过 50%。其它渠道中, 邮购渠道占比保持稳定的扩张趋势, 以养乐多妈妈为代表的送货上门渠道逐渐萎缩。

图表 12: 2007-2020 年日本 FOSHU 不同产品形态市场规模占比



资料来源: 日本健康营养食品协会, 艾瑞咨询《中国保健食品及功能性食品行业研究报告》, 东方财富证券研究所

图表 13: 2007-2020 年日本 FOSHU 产品销售渠道占比



资料来源: 日本健康营养食品协会, 艾瑞咨询《中国保健食品及功能性食品行业研究报告》, 东方财富证券研究所

#### 1.1.4: FFC: 最新监管政策, 释放市场活力

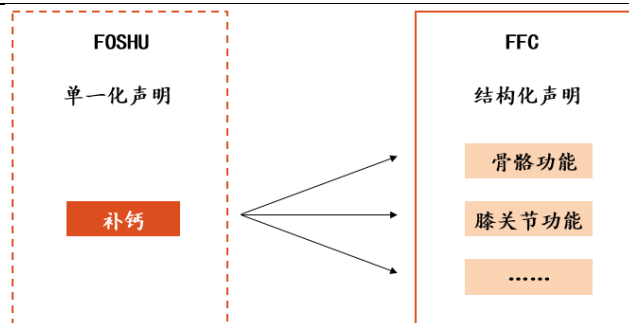
功能性标示食品 FFC 在 2015 年提出, 健康声明、临床研究上均较 FOSHU 更灵活。为提振需求, 2015 年, 日本根据美国的《膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA) 建立了名为“功能性标示食品 FFC”的新系统。DSHEA 于 1994

年推出，是美国健康补充剂的监管系统。

**FFC 健康声明结构化程度提升，涵盖范围扩大。**与 FOSHU 相比，FFC 的健康声明更灵活，并且不需要消费者厅批准，因此有较多创新。在功能声明方面，我们总结主要有两点不同：

- **功能健康声明的结构化。**FOSHU 中的标示较为单一，一般仅指向产品的特定作用，FFC 的标示更多样化、结构化，可以包含 FOSHU 产品对应作用的多种功能。如 FOSHU 中的健康声明“补钙”对应 FFC 中可标示为“骨骼功能”或“膝关节功能”。
- **健康声明的范围扩大。**FOSHU 系统中的大多数健康声明都与胃肠道或与生活方式相关的疾病代谢综合征的早期阶段有关，例如脂肪酸摄取，血清甘油三酯的控制，血糖和胆固醇的控制以及高血压的改善，通常被认为与我们的健康密切相关。在 FFC 中，不仅涉及 FOSHU 的健康声明，还涉及与皮肤、眼睛、精神压力、关节、记忆、睡眠、骨骼、疲劳、循环、体温、肌肉、肝脏、行走、背痛和其他功能有关的其他健康声明。

图表 14: FOSHU 与 FFC 健康声明结构化程度对比



图表 15: FOSHU 与 FFC 健康声明范围对比

FOSHU 声明		FFC 声明		
胃肠道	血糖	皮肤	睡眠	肌肉
甘油三酯	血压	眼睛	骨骼	肝脏
胆固醇	矿物质	精神压力	疲劳	行走
牙齿		关节	循环	背痛
		记忆	体温	.....

资料来源:《Functional food products in Japan: A review》Shun Iwatani, Naoyuki Yamamoto, 东方财富证券研究所

资料来源:《Functional food products in Japan: A review》Shun Iwatani, Naoyuki Yamamoto, 东方财富证券研究所

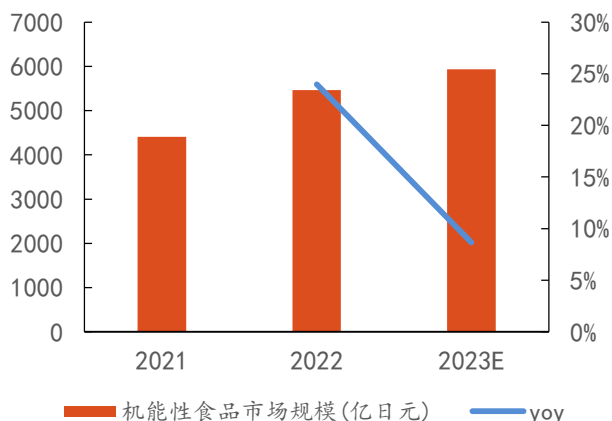
**FFC 临床研究更灵活，大大降低认证门槛。**FOSHU 和新型功能食品都需要来自临床研究的大量证据，但 FOSHU 的临床研究要求比 FFC 更严谨，从而 FFC 的认证门槛相对 FOSHU 大大降低。我们总结主要体现为 3 点：

- **研究设计：**FOSHU 的临床研究在入组目标受试者、症状参数等方面均有更高的要求；
- **原理解释：**在 FOSHU 系统的临床试验中，除了显著性外，还需要明确的证据来解释活性成分的作用方式以及用于这些成分的分析方法。相比之下，FFC 的临床研究仅需显示出相对安慰剂的显著效果；
- **配方变更：**如果 FOSHU 产品的配方发生变化，则需要 FOSHU 系统中为新配方提供新的临床结果。但对 FFC 产品而言，如果在先前的研究中已经收集了临床证据，则无需进行额外的临床研究。

功能性食品 FFC 市场规模约 6000 亿日元，以饮料、补充剂为主。2023 年，预计日本功能性食品市场规模将达到约 6000 亿日元，其中饮料/补充剂/一般食品类规模分别约 3300/2300/370 亿日元，占比分别为 55%/39%/6%。自 2015 年推出功能性食品体系起，补充剂和饮料品类一直在积极推出新产品，市场规模逐年增长，并在 2020 年超过了同品类的 FOSHU 市场规模。

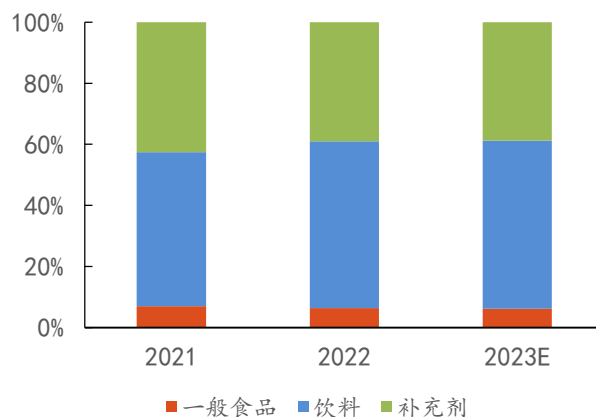
- **饮料：**大品牌的产品推新迭代活跃，无糖茶饮、饮料酸奶、无酒精啤酒等均为近年来的热门品类。
- **补充剂：**由于 FOSHU 补充剂较难开发与获得审批，厂商更倾向于开发 FFC 补充剂，该市场保持持续增长。
- **一般食品：**当前规模占比不足 10%，但谷物食品、酸奶等新产品正在快速增长。

图表 16：日本 FFC 市场规模（亿日元）及增速



资料来源：ヘルスケアビジネスNEWS，东方财富证券研究所

图表 17：日本 FFC 产品形态分布



资料来源：ヘルスケアビジネスNEWS，东方财富证券研究所

**维护健康、疲劳恢复、均衡营养等为最主流 FFC 需求。**与 FOSHU 推出的目的为应对慢性疾病不同，FFC 产品没有明确的疾病相关功能，产品宣称功效多针对于对健康机能的改善。除排名前 3 的调节身体状况功效外，护肤、护眼等、肠道、关节、血脂等细分功效也有较强的市场需求。

**DHA、维生素、益生菌、微量元素是主要成分。**从主要成分来看，FFC 填补了部分 FOSHU 留下的市场空白。除了 FOSHU 中主流的益生菌、膳食纤维等针对肠道和慢性疾病的功能成分外，FFC 的主要产品还包括 DHA、维生素、微量元素等用途广泛、消费者认知程度高的功能性成分。

图表 18: 日本 FFC 主要功效消费者数量排名(抽样)

排名	功效
1	维护和促进健康
2	疲劳恢复
3	均衡营养
4	护肤
5	护眼
6	肠道健康
7	增强体力
8	关节健康
9	体质改善
10	抑制血脂

资料来源: INTAGE Inc 《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》, 东方财富证券研究所

图表 19: 日本 FFC 主要成分消费者数量排名(抽样)

排名	成分
1	DHA·EPA
2	维生素 C
3	维生素 B 族
4	维生素 E
5	维生素 D
6	乳酸菌和双歧杆菌
7	锌
8	铁
9	复合维生素
10	钙

资料来源: INTAGE Inc 《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》, 东方财富证券研究所

**FFC 大单品——体重管理、视力、血压/血脂、通便为主要类别。**如果定义头部畅销 FFC 产品为 FFC 行业大单品, 根据日本 POS 机口径统计数据显示, TOP10 FFC 大单品中, 半数与体重管理有关, 品类以补充剂类别为主。其中 Fanci 为主要品牌, 大单品 Calolimit 系列年销售规模约 75 亿元, 其余大单品系列也可以做到数十亿日元。此外, 视力、血压/血脂、通便也是诞生大单品的主要领域。

图表 20: 2020 年日本畅销功能性食品 TOP10 (ID-POS 口径)

品牌	功能	类别	产品
Fanci	体重管理	补充剂	内脂支持 内脂サポート
Fanci	体重管理	补充剂	卡路里控制 Calolimit
kagoma	降血压	饮料	无盐番茄汁
乐敦制药	保护视力	补充剂	乐敦 V5
伊藤园	体重管理	饮料	浓茶
Fujifilm	体重管理	补充剂	metabARRIER premium ex 控糖减脂片
DHC	降低血脂、改善记忆	补充剂	DHA
森下仁丹	通便	补充剂	Biffinas
Fanci	体重管理	补充剂	卡路里 Calol
Fanci	改善视力	补充剂	Enkin

资料来源: TRUE DATA, 前瞻产业研究院《2022 年日本功能食品行业发展现状及市场规模分析》, 东方财富证券研究所

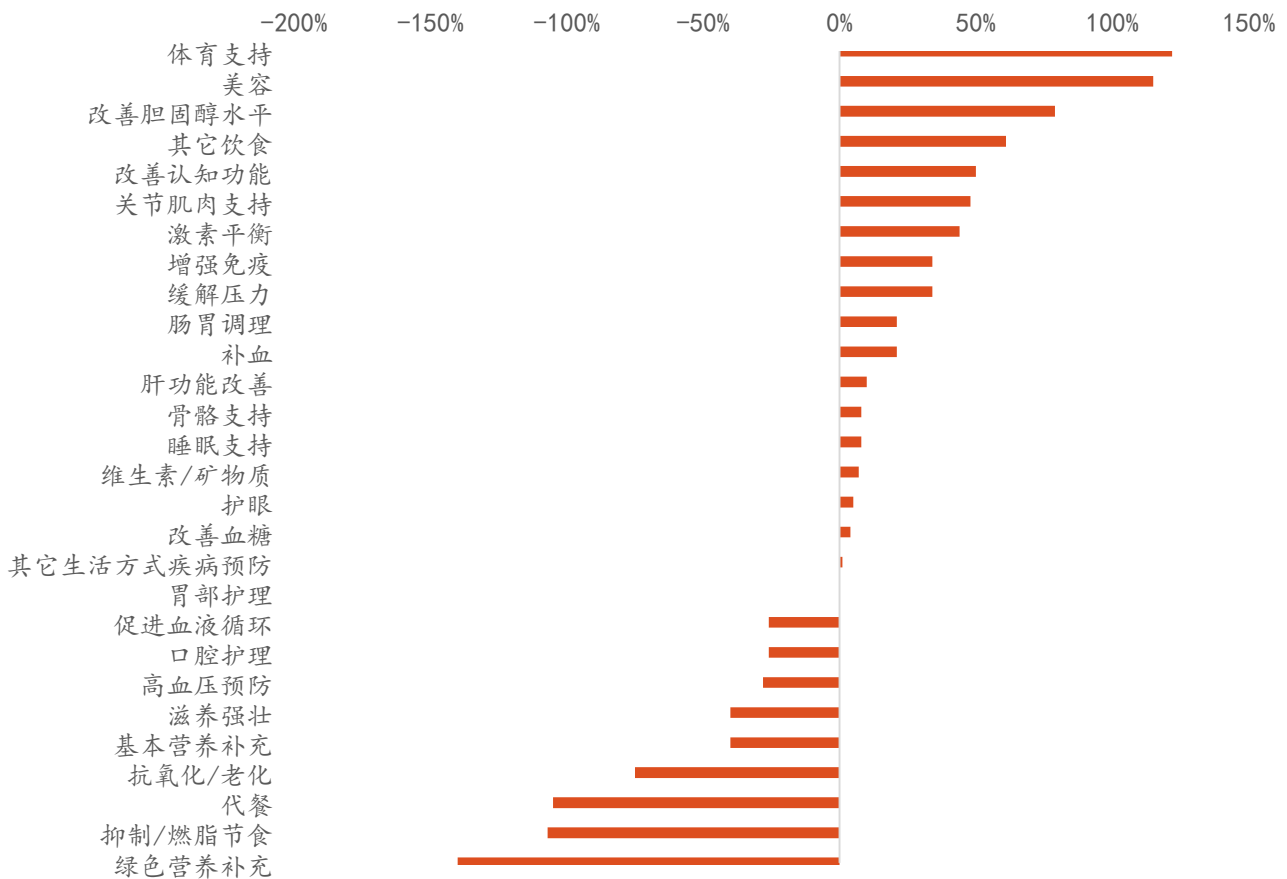
注: ID-POS 口径为结合购物者 ID 与 POS 机的口径

**FFC 主要增量——运动、美容、缓解压力类产品。**除了与生活方式相关的疾病和节食相关的需求旺盛外, 缓解压力、提升睡眠和认知的产品也在不断增加。2023 年, 功能性食品主要类别中, 体育支持、美容、调节内分泌、

缓解压力等产品贡献了主要增量，代餐、节食等减肥品类规模下滑。

**供需、政策等多种因素共同影响市场增速。**增长较快的品类中，体育支持市场整体增长率放缓，但新兴品牌促进了需求增长；美容品类主要为人流增加，商店、药妆店的需求有所恢复，且东南亚游客规模扩大，部分品牌迅速崛起；规模下滑的品类中，绿色营养补充剂的需求保持稳定，但主要企业注资力度下降，行业保持负增长趋势，抑制/燃脂节食品类则由于广告监管趋严受到一定影响。

图表 21：2023 年日本各类功能性食品增长贡献率



资料来源：富士经济《H.B. Foods 营销手册》，东方财富证券研究所

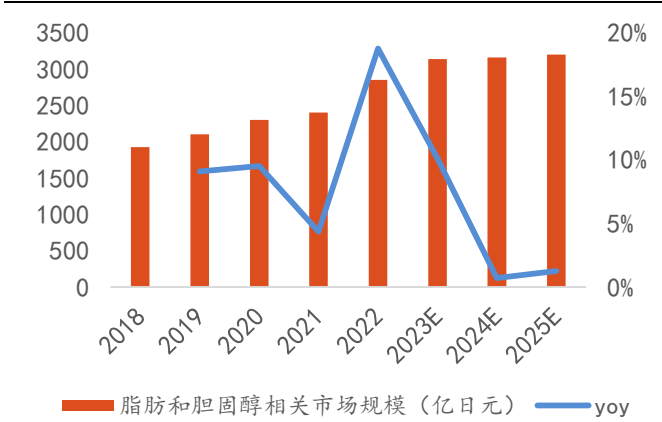
注：增长贡献率计算方法： $[(\text{子类别当期值} - \text{子类别前期值}) * \text{子类别规模}] / [(\text{整体当期值} - \text{整体前期值}) * \text{整体规模}]$

**快速增长的 FFC 细分市场——无糖茶饮。**2023 年，脂肪与胆固醇相关市场约 3138 亿日元，市场规模较为稳定。含有儿茶素、难消化糊精、乳酸菌和乌龙茶聚合多酚等成分的产品对降低脂肪和胆固醇有较好的效果。主要产品有一般食品类的“Emegumi Gasser i SP 菌林酸奶”(Snow Brand Meg Milk)，以及饮料“O~i Tea Strong Tea”(伊藤园)，“Iemon Tokucha”(三得利)、“三得利乌龙茶 OTPP”(三得利)和“All Free for the Body”(三得利)。

2022 年，由于 2019 年作为功能性食品的“O~i 黑茶”持续营销，以及“Iemon Tokucha”的复苏，作为功能性食品的“三得利乌龙茶 OTPP”重新推出，以及新产品“Iemon Dark Flavor”(三得利)推出，市场迅速扩大。2023 年，市场增长的主要因素有人流恢复导致的便利店客户数量增加以及

极端高温导致的饮料需求增加。

图表 22: 脂肪与胆固醇相关 H&B 市场规模 (亿日元) 及增速



资料来源: ヘルスケアビジネスNEWS, 东方财富证券研究所

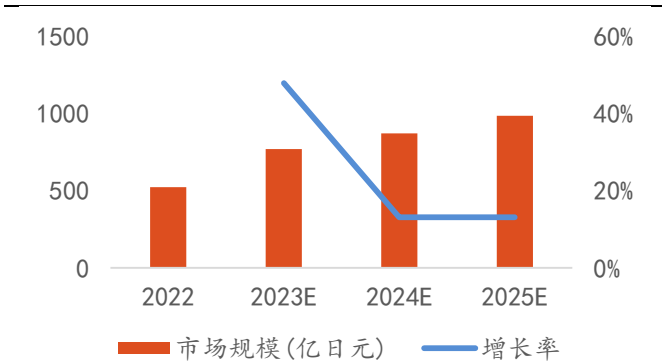
图表 23: 主要 FFC 无糖茶饮产品

产品名	0'i 黑茶	Lemon Tokucha	三得利乌龙茶
图片			
品牌	伊藤园	伊右卫门 (三得利)	三得利

资料来源: ヘルスケアビジネスNEWS, sundrug, suntory, 东方财富证券研究所

**快速增长的 FFC 细分市场——助眠。**由于新冠流行导致的日常节律紊乱,使得睡眠困难的消费者数量增加。2023 年,睡眠相关市场增速约 50%,规模达到约 800 亿,此后预计仍以 10% 以上的速度增长。助眠产品主要以乳酸菌、茶氨酸、GABA 等为主要成分,用于改善睡眠。主要产品包括“Mental Balance Chocolate GABA For sleep”(格力高),以及饮料类的“养乐多 1000”和“Y1000”(均来自养乐多)。2021 年,作为 FFC 的“养乐多 1000”和“Y1000”推出,2022 年该市场迅速增长。

图表 24: 助眠相关 H&B 市场规模 (亿日元) 及增速



资料来源: ヘルスケアビジネスNEWS, 东方财富证券研究所

图表 25: 作为 FFC 推出的养乐多 1000



资料来源: 食品产经滚动搜狐媒体号, 东方财富证券研究所

## 1.2. 竞争格局：食饮公司为主，医药、化妆品公司各有优势

健康食品专营企业较少，行业以食品饮料公司为主，药企、化妆品公司依托原有优势布局。根据日本健康产经传媒统计的销售排行榜，2020年在健康食品企业中排名前列的主要为食品饮料、制药、化妆品公司。食品饮料公司大多通过自身原有优势品类，如饮料、乳品等切入健康食品领域，化妆品公司以膳食补充剂产品为主。

养乐多本社、大冢制药为第一梯队，其次为三得利、明治。2020年健康食品销售额超3000亿日元的有养乐多本社、大冢制药。其中养乐多本社为健康食品专营企业，对应销售额达3147亿日元，主要产品为饮料及膳食补充剂，占其总销售额8成，经典产品有养乐多（FOSHU）以及新推出的产品养乐多1000（FFC）；大冢制药在二战期间以注射液起家，后推出功能性饮料奥乐蜜G、宝矿力水特电解质水，2020年健康食品营收达3100亿日元，占其总销售额2成。此外，健康食品销售额超2000亿日元的企业还有三得利、明治，分别为酒水、乳制品代表企业，健康食品业务占其总营收不到2成。

图表 26：2020 年度日本健康食品企业（制造业、销售业）销售排行榜

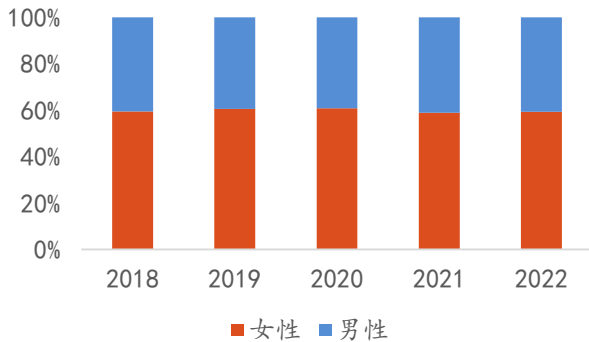
No.	公司	健康食品销售额(亿日元)	占企业销售额比例	主要业务·销售渠道	主要商品
1	养乐多本社	3147	81.50%	店铺·访问销售	饮料·膳食补充剂
2	大冢制药	3100	21.70%	店铺	饮料·膳食补充剂·食品
3	三得利	2260	6.00%	店铺·通信贩卖	饮料·膳食补充剂
4	明治	2100	17.60%	店铺	饮料·膳食补充剂·原料
5	麒麟	1646	8.90%	店铺	饮料·原料
6	朝日集团	1285	6.30%	店铺	饮料·膳食补充剂
7	味之素	1100	10.20%	原料·店铺·通信贩卖	膳食补充剂·饮料
8	可口可乐(相关公司合计)	780	/	店铺	饮料·膳食补充剂
9	雪印 MEGMILK	642	10.40%	店铺	食品·饮料·膳食补充剂
10	森永乳业	508	8.70%	店铺	饮料·食品
11	日本 AMWAY	505	51.70%	MLM	膳食补充剂
12	DHC	490	50.00%	通信贩卖·店铺	膳食补充剂
13	FANCL	411	41.50%	通信贩卖·店铺	膳食补充剂
14	森永制果	359	17.90%	店铺·通信贩卖	果冻饮料·膳食补充剂
15	三基商事	350	70.00%	访问销售	膳食补充剂
16	NHC	328	85.00%	店铺·通信贩卖	膳食补充剂·饮料
17	达能日本	300	100.00%	店铺	食品
18	钟渊化学	277	4.80%	原料	膳食补充剂
19	FORDAYS	260	78.80%	MLM	饮料·膳食补充剂
20	江崎格力高	257	7.40%	店铺	食品·膳食补充剂

资料来源：日本健康产经传媒，健康霄云汇公众号，东方财富证券研究所

### 1.3. 消费者：女性、40+为主，6成消费者使用2款及以上产品

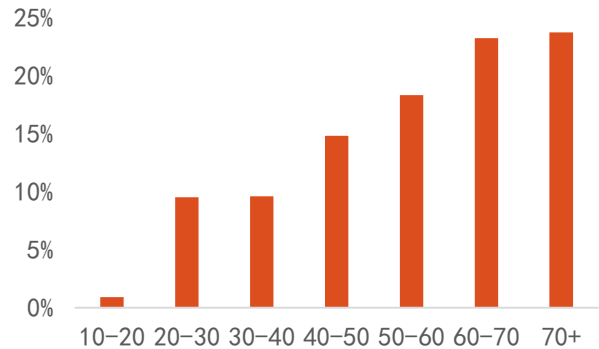
日本保健类食品消费者6成为女性，40岁以上消费者为主。综合看日本健康食品和补充剂、保健食品、自我保健市场，消费者结构较为稳定，约6成为女性，4成为男性。年龄构成上，以男性为例，40岁以上男性占比合计80%，中老年人群为主要消费者。

图表 27：日本保健类食品消费者性别构成



资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所

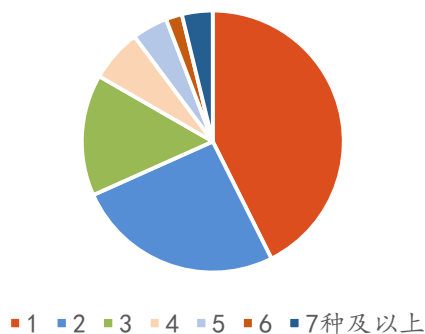
图表 28：日本保健类食品消费者年龄构成（男性）



资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所

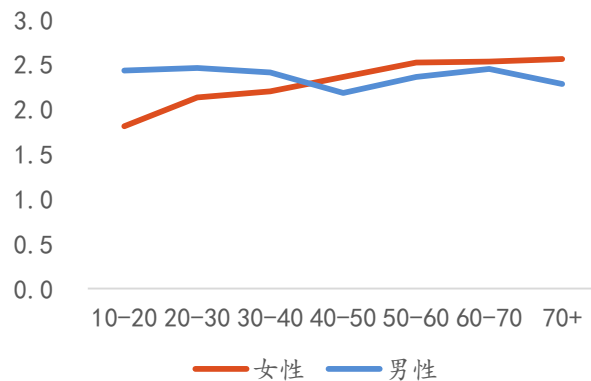
6成消费者使用2款及以上产品，不同年龄段使用习惯略有差异。消费者使用的产品结构上，2022年，同时使用1/2/3款产品的消费者占比分别为42.6%/25.7%/15.0%，近6成消费者使用2款及以上产品。分性别来看，男性平均使用2.37种，除40-50与70+人群外，不同年龄层使用产品数差别不大；女性平均使用2.30种产品，随着年龄增长平均使用产品数缓慢增加。

图表 29：日本保健类食品消费者使用产品数占比



资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所

图表 30：日本不同年龄保健类食品消费者使用产品数

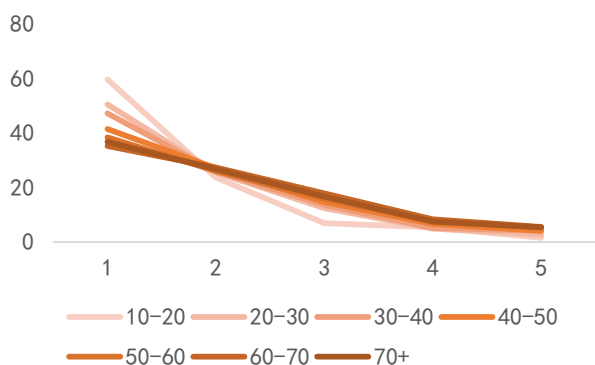


资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所



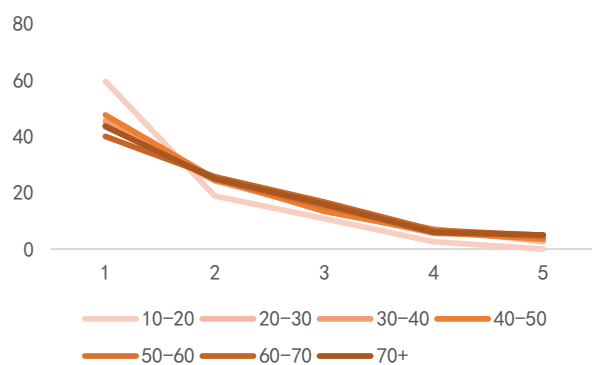
女性消费者平均使用产品数随年龄增加，男性各年龄段近似。纵向比较，女性消费者平均使用产品数随年龄增加的趋势较为明显，20岁以后较多消费者使用种类提升至2种或以上，3种或以上的使用者中，高龄者占比较高。男性消费者除使用1种产品占比随年龄段下滑，20岁以下人群使用产品数较少外，其余年龄段差别不大。

图表 31：日本各年龄女性保健类食品消费者平均使用产品数



资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所

图表 32：日本各年龄男性保健类食品消费者平均使用产品数



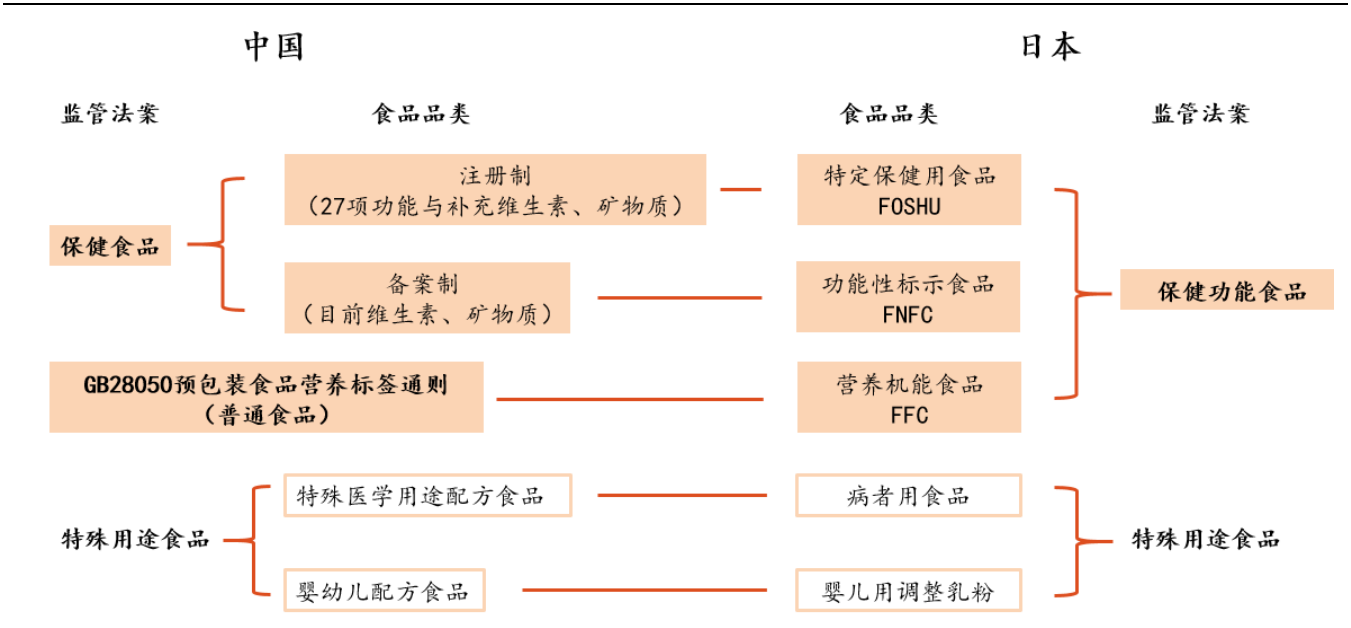
资料来源：INTAGE Inc《2022年健康食品和补充剂+保健食品+自我保健市场评估报告》，东方财富证券研究所

#### 1.4. 中日对比：政策推出时点相近，中国发展空间广阔

日本起步晚发展快，是迄今最早认可功能性食品的国家。与欧美国家相比，日本的保健品市场起步较晚，历史不过 20 余年，但发展速度较快。日本是迄今为止最早一个政府认可健康功能性食品的国家，相关产品在日本由多个法规管理，包括《健康增进法》、《食品卫生法》、《药事法》，由日本厚生劳动省负责管理。

中国食品监管制度和日本较为相近。对比中日两国的食品监管政策，相近程度较高。日本的特定保健用食品相当于我国保健食品中的注册制；功能性标示食品类似于我国保健食品中的备案制；按照 GB28050 预包装食品营养标签通则的规定，营养素可以做一定程度的功能声称，与日本的营养机能食品制度相似。我国的特殊医学用途配方食品和婴幼儿配方乳粉相当于日本特殊用途食品中的病者用食品和婴儿用调整乳粉。

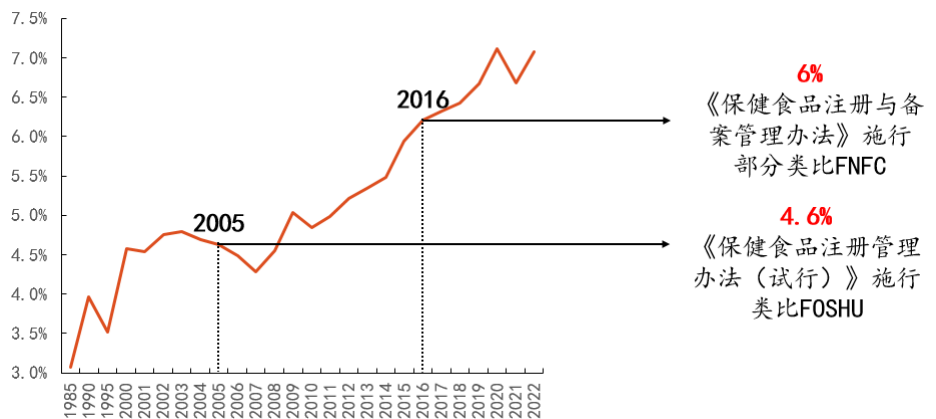
图表 33：中日食品监管制度对比



资料来源：健康霄云汇公众号，东方财富证券研究所

中国注册制/备案制保健品监管政策施行时间分别对应卫生总费用占 GDP 的比例达 4.6%/6%，当前比值为 7%，2026-2027 年或达 8%并出台功能性食品相关政策。回顾中国保健品行业两次重大的监管政策变化，保健品注册制/备案制推出时点，对应中国卫生总费用占 GDP 的比例为 4.6%/6%，与日本 FOSHU/FNFC/FFC 推出时 5%/6%/8%的节点相近。根据前文，中国注册制/备案制分别类比/部分类比日本的 FOSHU/FNFC。由此我们推断，中国卫生总费用占 GDP 的比例达到或接近 8%时，中国或将出台功能性食品相关政策。2022 年该比值为 7.1%，根据历史数据，2011/2016/2020 年分别突破 5%/6%/7%，间隔 4-5 年，推测约为 2026-2027 年。参考日本竞争格局，届时食品饮料、医药、化妆品相关公司或将受益。

图表 34：中国卫生总费用占 GDP 的比例与保健品相关政策推出时间

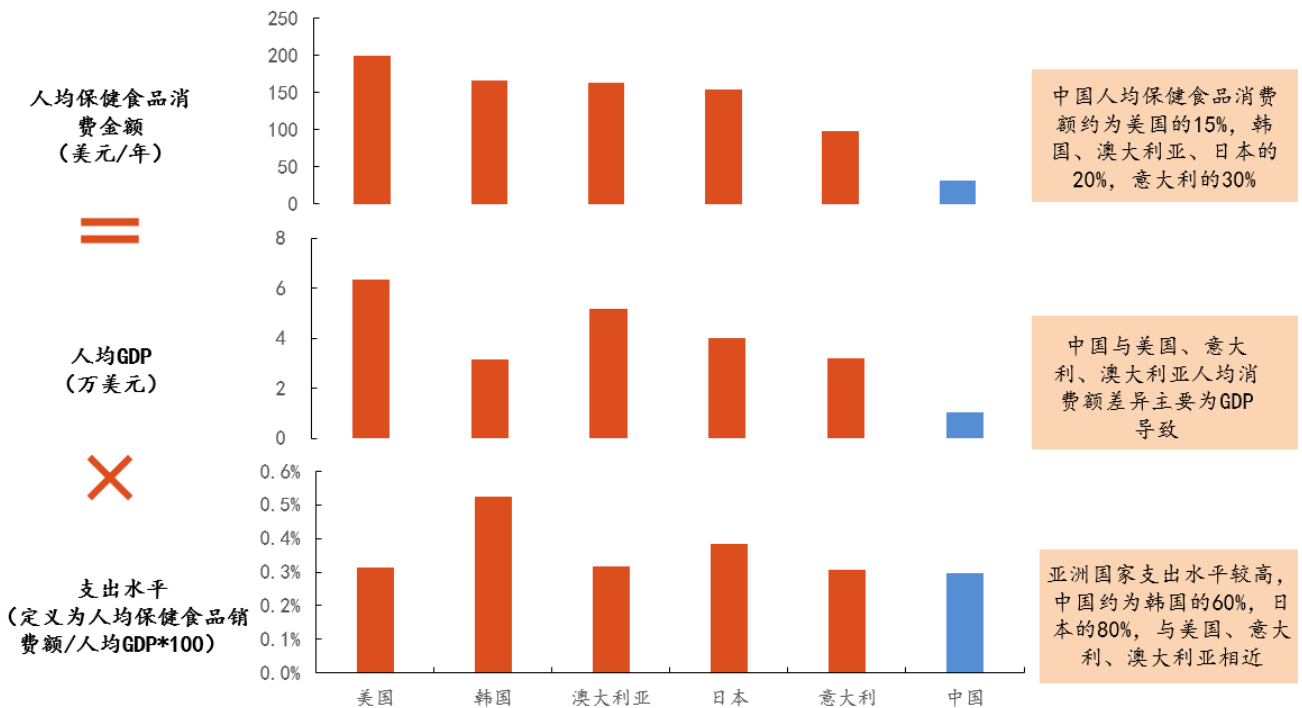


资料来源：国家统计局，国家卫生和计划生育委员会，choice，东方财富证券研究所

对比日韩，当前人均 GDP 水平下，中国保健食品市场规模有 30%-75% 的增长空间。

- 中国人均保健食品消费金额较低。对比发达国家，中国人均保健食品消费金额较低，约为美国的 15%，韩国、澳大利亚、日本的 20%，以及意大利的 30%。
- 中国与美国、意大利、澳大利亚的差异主要为人均 GDP 导致。当前中国人均 GDP 约为美国的 16%，澳大利亚的 20%，意大利的 33%，与人均保健食品消费额差距相当。
- 东亚国家保健食品支出水平较高，中国支出水平较日韩有 30-75% 的提升空间。定义年人均消费额/人均 GDP 为支出水平，以日韩为代表的东亚国家支出水平较高，当前中国约为韩国的 60% 与日本的 80%，与美欧发达国家相当。我们认为东亚国家社会文化与饮食习惯近似，中国支出水平对比日韩尚有 30%-75% 的提升空间。

图表 35：中国与发达国家人均保健食品消费金额、支出水平对比



资料来源：前瞻产业研究院《2022 年日本功能食品行业发展现状及市场规模分析》，choice-全球宏观数据，东方财富证券研究所

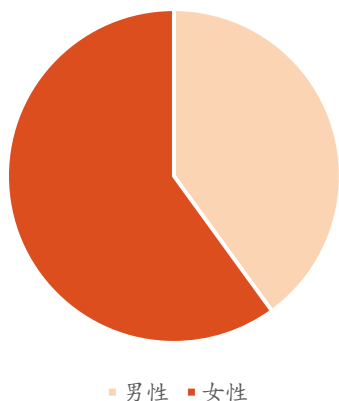
中日消费者性别分布相同，中国年轻人占比高。对比中日功能性食品消费者群体，我们发现两国消费者性别分布一致，女性消费者均占 6 成。但年龄上有较大差异，中国年轻消费者占比较高。特别地，当前功能性食品常见的功能零食中，35 岁以下消费者占主流。

- 性别：中日相同，女:男=6:4；
- 年龄：日本各年龄区间占比随着年龄提升同步增加，中国

25-34, 35-44 年龄段占比最高, 56 及以上占比反而较小;

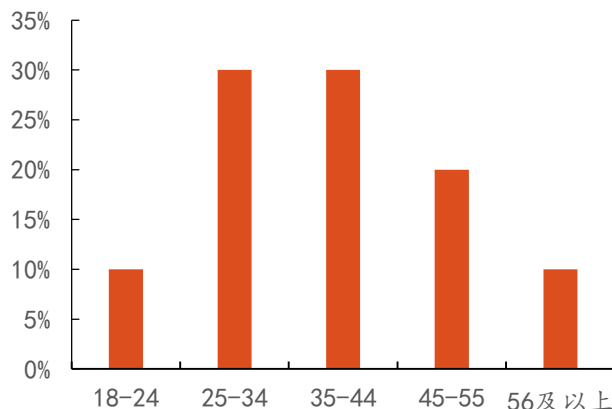
- ▶ **品类:** 以功能性食品中常见的功能零食为例, 中国功能零食品类以年轻消费者为主导, 35 岁及以下占比达 65%。

图表 36: 中国功能性食品消费者性别分布



资料来源: 功能食品圈&库润数据&微博健康《2024中国功能食品消费者洞察报告》, 东方财富证券研究所

图表 37: 中国功能性食品消费者年龄



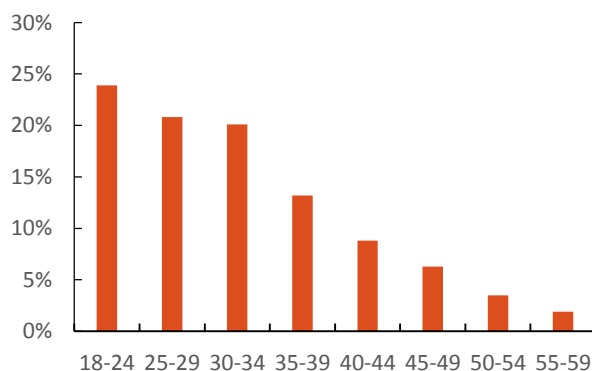
资料来源: 功能食品圈&库润数据&微博健康《2024中国功能食品消费者洞察报告》, 东方财富证券研究所

图表 38: 中国常见功能零食形态



资料来源: 艾瑞咨询《中国保健食品及功能性食品行业研究报告》, 东方财富证券研究所

图表 39: 2020 年中国功能零食消费者年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询《中国保健食品及功能性食品行业研究报告》, 东方财富证券研究所

## 2. 重点公司

### 2.1. 仙乐健康: CDMO 龙头企业, 布局全剂型产品平台

全球领先 CDMO 企业, 主营保健食品与功能性食品代工。公司是全球领先的营养健康食品合同研发生产商, 围绕“创新科技”和“国际化”两大战略, 以合同研发生产模式 (CDMO) 为客户提供营养健康食品综合解决方案。公司目前是国内第一家规模化生产植物基软胶囊的营养健康食品企业, 是行业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内

的多种剂型益生菌产品的企业。按功效成分的强度分类，公司产品涵盖功能性食品、特膳食品、保健食品三大类，以功能性食品与保健食品为主。

图表 40：仙乐健康业务领域



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

**布局全剂型产品平台，多剂型规模化供应。**从产品形态分类，主要有软胶囊、营养软糖、饮品等核心剂型，片剂、粉剂、硬胶囊等基础剂型，以及素怡®Plantegrity®植物基软胶囊、爆珠、维浆果®、萃优酪®等创新剂型。核心剂型具备有全球竞争力的产能和技术，处于行业标杆地位，是公司重要利润来源；基础剂型是配套剂型，产能和技术水平在行业处于前列；创新剂型是技术能力的体现，依托专业的市场团队和技术研发团队，满足客户的多样化需求，具有较强议价能力，是公司未来的增长点。

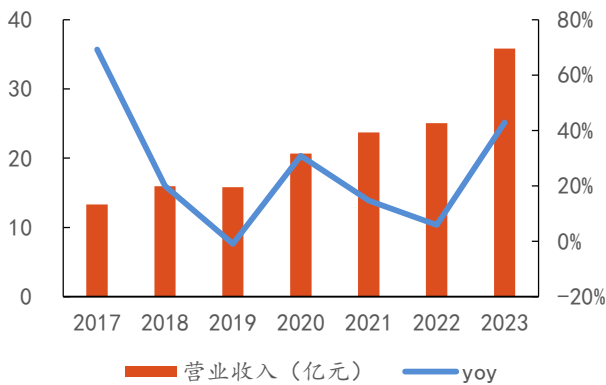
图表 41：仙乐健康全剂型平台



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

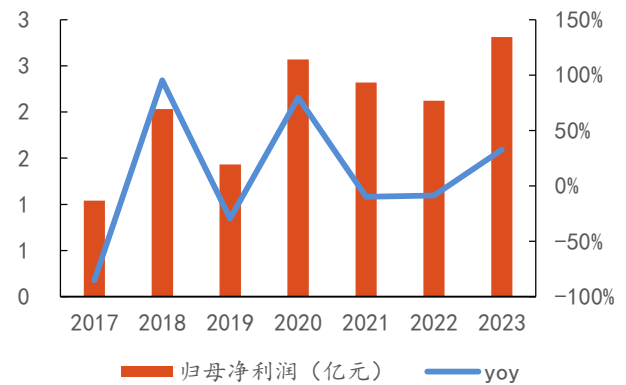
营收增长拐点显现，净利增长逐入正轨。2017-2023，除 2019 年因国内保健品政策原因，营收略有下滑，2022 年受全球经济形势和供应链体系影响，营收增速略有降低外，公司均保持约 15% 以上的营收增速。2023 年因现有业务增长及合并美国工厂 Best Formulations，公司实现 42.88% 的营收增速，营收拐点显现。净利润方面，2019 年在营收受行业政策影响、公司马鞍山软糖项目投产及订单转移等导致毛利率下降 22.81pcts 的因素下，公司净利润出现下滑；2021 年剔除可转债和股权支付影响，扣非净利润同增 3.10%；2022 年扣除收购美国工厂 Best Formulations 相关费用，归母净利同比增长 16.53%；2023 年公司欧洲、亚太等地内生业务增长，且完成合并 Best Formulations，扣非净利润同增 32.55%。

图表 42：2017-2023 仙乐健康营收及增速



资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

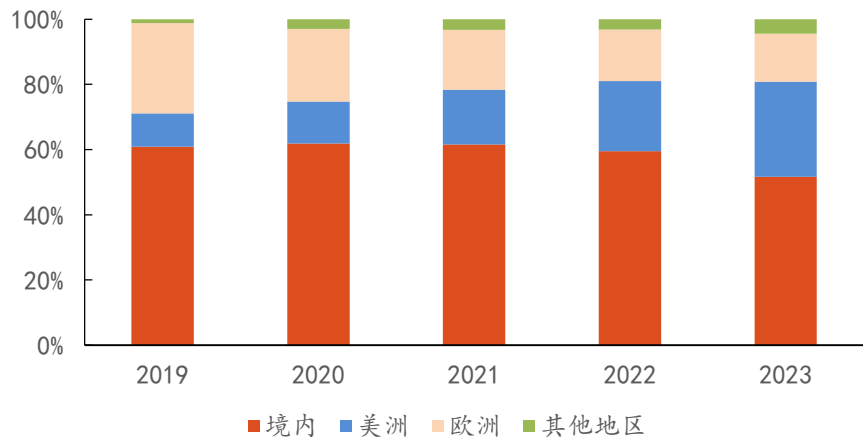
图表 43：2017-2023 仙乐健康归母净利及增速



资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

境内外营收各半，海外业务增速快。公司深耕中国、美洲和欧洲等营养健康食品的主要市场，在主要业务地区均设有生产基地和营销中心。2023 年合并美国工厂 Best Formulations 后，美洲业务营收占比大幅提升至 29.1%，海外业务营收占比提升至 48.3%。

图表 44：仙乐健康各地区营收占比

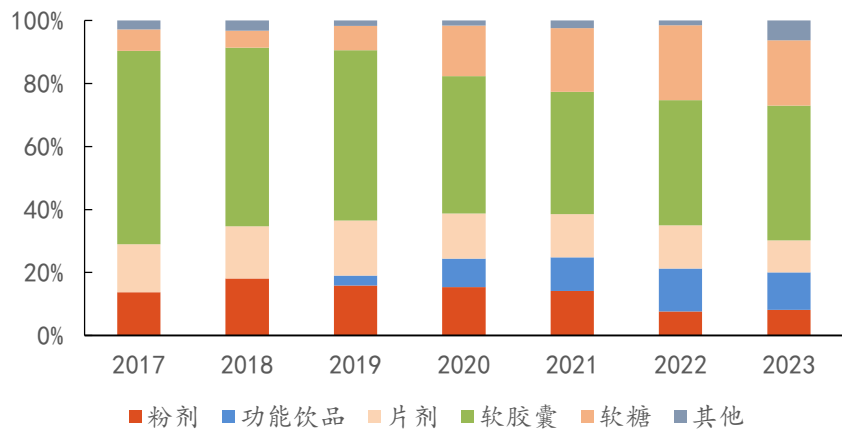


资料来源：choice-财务数据-主营构成，东方财富证券研究所

**软糖剂型方兴未艾。**软糖类保健品在美国、欧洲、中国等主要市场均保持快速增长。美国市场根据营养保健期刊（Nutrition Business Journal）报告，软糖剂型已成长为第一大剂型，也将是未来的主要增量剂型；欧洲产品剂型以严肃剂型如软胶囊为主，但英国和北欧的部分国家的休闲剂型如软糖等快速增长；中国预计将是未来三年全球增量最大的营养健康食品市场，软胶囊、片剂及粉剂等传统保健食品剂型仍占较大比重，同时休闲化、便利化和社交化等场景需求推动软糖、小规格饮品等剂型迅速增长。

**公司产能压力缓解。**2020年马鞍山生产基地年产24亿粒营养软糖项目产能释放后，公司软糖产品营收占比大幅提升8.4pcts至16.1%，软糖毛利率同步提升22.8pcts至38.2%。2021年1月，马鞍山生产基地第二条年产8亿粒营养软糖生产线投产，截至2023年底，公司已具备年产47.9亿粒的软糖实际产能与9.4亿粒的在建产能，软糖产能压力进一步缓解。2023年，公司软糖业务占比提升至20.73%，为仅次于软胶囊的第二大品类。

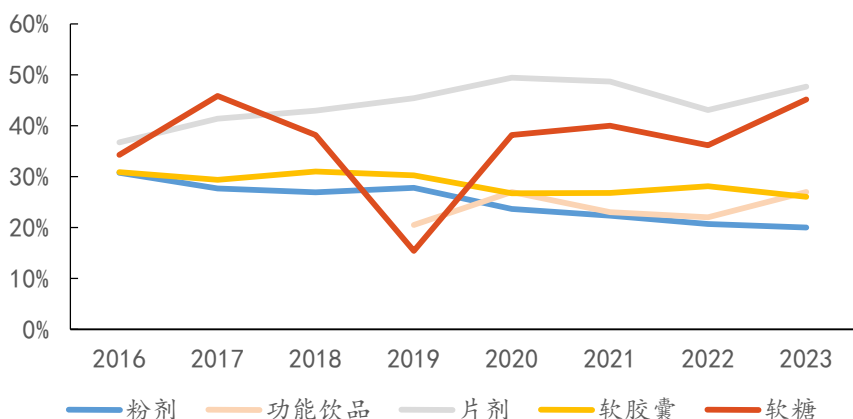
图表 45：仙乐健康各剂型营收占比



资料来源：choice-财务数据-主营构成，东方财富证券研究所

**软糖技术行业领先，提升公司盈利水平。**2023年，因软糖产能释放，供应能力进一步优化和提升，公司软糖业务毛利率同比提升9.0pcts至45.2%，远高于整体的30.27%。公司在软糖领域具有较强技术优势，除2019年因产能从汕头向马鞍山工厂转移和产能爬坡外，软糖业务历年毛利水平均保持较为稳定。预计未来随着软糖供应链优化，营收占比提升，公司盈利能力有望持续提升。

图表 46: 仙乐健康业务领域



资料来源: choice-财务数据-主营构成, 东方财富证券研究所

## 2.2. 百龙创园: 益生元头部企业, 代糖与膳食纤维拉动增长

公司是国内规模较大、产品齐全的益生元、膳食纤维和阿洛酮糖生产企业, 也是全球主要益生元、膳食纤维和阿洛酮糖生产商之一。主要产品定位中高端, 具体包括低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖、抗性糊精、聚葡萄糖、阿洛酮糖、异麦芽酮糖, 水苏糖, 结晶果糖等, 为国内乃至全球行业内为数不多的具备多品种规模化生产能力的企业之一。截至 2023 年底, 公司能够生产 90 多种不同规格型号的功能性食品配料产品, 是全球行业内产品规格最全、规格数量最多的生产商之一。

图表 47: 百龙创园主要产品

大类	主要品种	功效及应用
益生元系列	低聚异麦芽糖	以精制淀粉为原料, 是第一代功能性低聚糖, 性价比高, 具有低热量、低甜度、防龋齿、改善肠道微生态、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘的作用。广泛应用于饮料、乳制品、冷饮、焙烤食品, 还可作为畜肉加工品、水产制品、果酱油、蜂蜜加工品等的配料。
	低聚果糖	以蔗糖为原料, 具有低热量、减轻肝脏肾脏的负担、预防肥胖、防龋齿、改善肠道微生态、降低血清中胆固醇和甘油三酯的含量、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘的作用。广泛应用于乳制品、婴幼儿奶粉、保健品、饮料、烘焙食品、饲料中。
	低聚半乳糖	以精制乳糖为原料, 低热量, 是母乳中天然存在的一种低聚糖, 具有很强的益生菌增殖作用, 与低聚果糖搭配使用, 被称为“黄金益生元”, 可矫正亚洲人群乳糖不耐症。广泛应用于乳制品、婴幼儿奶粉、保健品、饮料、烘焙食品中。
	低聚木糖	以玉米芯为原料, 对顽固性便秘人群的效果极佳, 被誉为“超强益生元”, 具有超强的益生菌增殖作用, 在食品加工中耐酸耐热性极佳, 应用范围很广。广泛应用于乳制品、保健品、饮料、烘焙食品、饲料中。
膳食纤维系列	抗性糊精	目前最为畅销的可溶性膳食纤维之一, 含量高达 90% 以上, 热量低, 可抑制餐后血糖水平快速上升, 可调节血清中胆固醇和甘油三酯水平, 可降低内脏中的中低密度脂肪含量。广泛应用于保健品、饮料、烘焙食品、代餐类食品、瘦身产品、特膳食品。

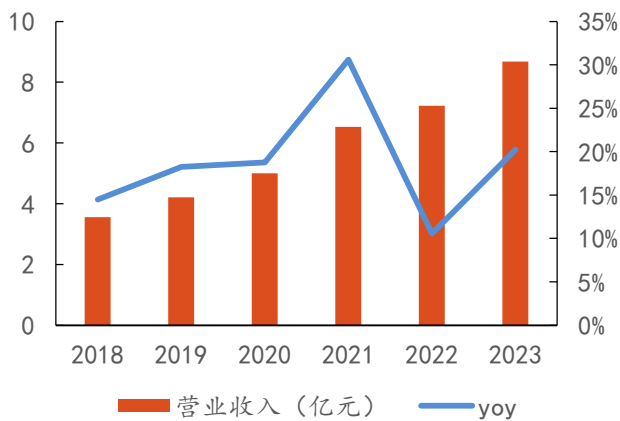


	聚葡萄糖	以精制葡萄糖、山梨醇为原料，性价比高，应用范围广。应用于糖果、烘焙食品、冷饮、乳制品、保健品、饮料、代餐类食品、建筑材料及部分化工产品中。
其他淀粉糖 (醇)	麦芽糖醇	以精制淀粉为原料，热量低，属于无糖类产品，可直接作为糖尿病人的甜味补充剂。具有极高的耐温性，能符合特殊加工工艺。广泛应用于饮料、各种馅料、食品、糖果中。
	麦芽糖浆	以精制淀粉为原料，容易被人体消化吸收，滋味纯正广泛应用于糖果、食品中。
	果葡糖浆	以精制淀粉为原料，快速给人体提供能量。作为蔗糖替代产品广泛应用于饮料、食品中。
健康甜味剂	阿洛酮糖	以精制淀粉为原料，利用果糖差向异构酶转化精制而成，热量几乎为零，甜度约为蔗糖的70%，具有高溶解度，又具有调节血糖的功能，广泛应用于食品、饮料、保健品中。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

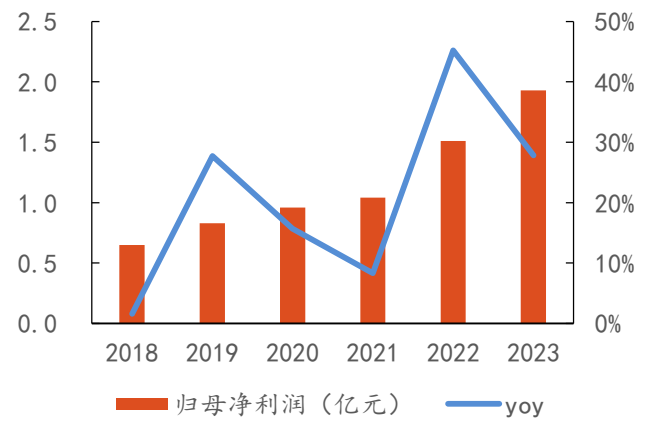
**营收净利稳步增长。**2018-2023，公司营收保持稳定增长，除在2022年因2021年疫情恢复的高基数影响，营收增速略有下滑外，其余年份营收均保持较快增长。净利润方面，除2021年受疫情影响造成海运周期延长，船只减少，运费增加，以及新增开发项目导致研发费用增加，利润增速略有下滑外，其余年份利润均保持较快增长。

图表 48：2018-2023 百龙创园营收及增速



资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

图表 49：2018-2023 百龙创园归母净利及增速



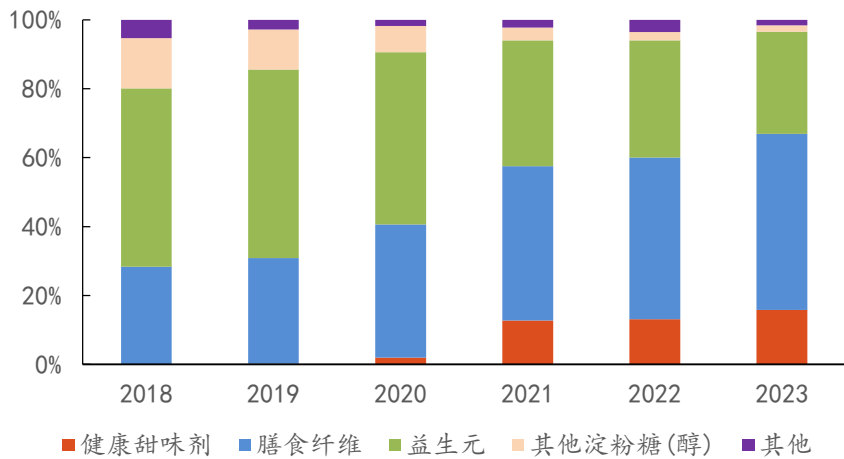
资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

**代糖与膳食纤维为主要增长点。**2018年以来，公司健康甜味剂、膳食纤维业务高速增长，占比分别提升15.8/22.8pcts至2023年的15.8%/51.2%。

健康甜味剂系列产品主要为阿洛酮糖，阿洛酮糖是在自然界中天然存在但含量极少的单糖，甜味及口感与蔗糖接近，但热量远低于蔗糖，对于肥胖以及糖尿病患者是理想的蔗糖代替物。得益于境外市场对阿洛酮糖产品快速增长的需求，该业务成为公司新的收入及利润的重要来源之一。

膳食纤维产品主要为抗性糊精和聚葡萄糖。可广泛应用在食品、饮料、保健品和医药制品中，用来补充人体生理所需的膳食纤维量。膳食纤维产业发展的程度与一个国家社会经济的发展水平相一致。欧美发达国家早在20世纪70年代就兴起了膳食纤维的研究、开发与应用高潮，形成了一定的市场规模。当前终端膳食产品的渗透率提高带动公司抗性糊精和聚葡萄糖在食品饮料客户销售持续增长。

图表 50：百龙创园各业务占比



资料来源：choice-财务数据-主营构成，东方财富证券研究所

**在建项目有序推进，业绩有望持续抬升。**当前公司产能利用率趋近饱和，未来随着抗性糊精、聚葡萄糖、低聚果糖、低聚异麦芽糖等产品，特别是粉体、晶体产品，下游市场需求的增长，以及低聚木糖、低聚半乳糖、阿洛酮糖、异麦芽酮糖及水苏糖等高端产品的推广，现有产能难以满足需求。自 2021 年起，公司陆续推进新产能建设，当前多个产能正逐步投产。随着新产线逐步投产，公司业绩有望持续抬升。

图表 51：公司在建产能

在建产能	状态
年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目	预计 2024 年 5 月投产
年产 15,000 吨结晶糖项目	预计 2024 年 5 月投产
年产 20,000 吨功能糖干燥项目	1H23 全面投产，年产 8,000 吨低聚果糖(粉体)，5,000 吨抗性糊精(粉体)，7,000 吨聚葡萄糖产品(粉体)，预计年可新增收入 3.75 亿元

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 2.3. 汤臣倍健：VDS 领导者，构建全球多品牌矩阵

公司成立于 1995 年，2002 年将膳食营养补充剂 (VDS) 引入中国非直销领域。2010 年 12 月，公司在深交所上市，并迅速成为中国 VDS 行业领导品牌和标杆企业。根据欧睿数据，2020 年公司以 10.3% 的市场份额位居中国维生素与膳食补充剂行业第一位。公司当前主要品牌包括主品牌“汤臣倍健”，关节护理品牌“健力多”，益生菌品牌 lifespace。

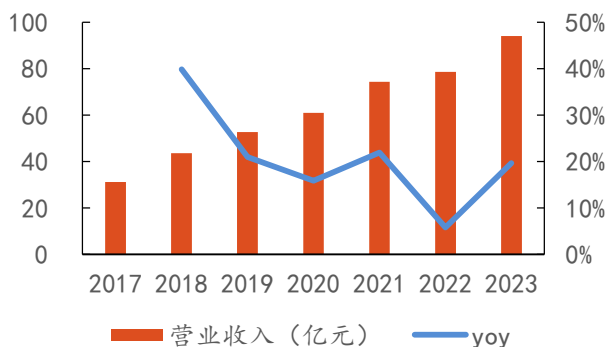
图表 52：汤臣倍健品牌矩阵

品牌	定位	代表产品	23年营收	23年营收增速
汤臣倍健	综合性膳食补充剂，包括蛋白粉、维生素等	 蛋白粉 维生素 矿物质	54 亿元	21.48%
健力多	关节护理	 氨糖钙片 氨糖钙片	11.79 亿元	-2.52%
lifespace	益生菌	 氨糖钙片 氨糖钙片	4.45 亿元	46.84%

资料来源：公司公告，公司官网，公司官方公众号，东方财富证券研究所

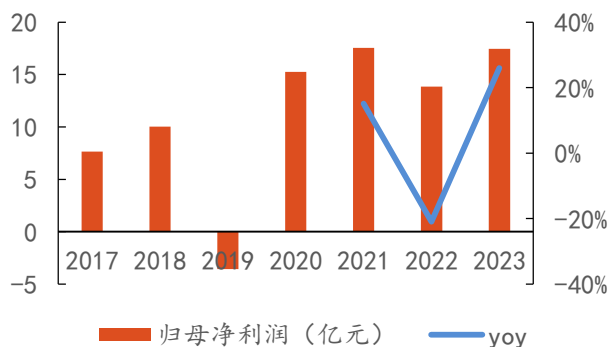
**营收、净利保持增长趋势。**2017-2023 年，公司营收、净利虽有波动，整体仍保持增长的趋势。2019 年，在保健行业整治行动、药品零售行业改革和规范等严峻的外部市场环境下，公司采取适度激进的市场策略，启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略等，仍实现了 20%+ 的营收增长；2020 年，在疫情影响下，公司实现营收增速近 16%（含并表广州麦优），表现出较强的增长韧性；2022 年，公司境内线下业务承压，部分拖累整体营收；2023 年，受益于国民健康意识提升带来的多个品类产品市场需求的增长，公司业绩增速回升至约 20%。利润方面，2019 年剔除合并 LSG 带来的商誉及无形资产计提减值的情况下，公司归母净利润为 10.46 亿元，同比微增；2022 年在销售费用持续投放，lifespace 扩大份额的目标下，公司净利出现下滑，2023 年净利恢复至与营收同步增长。

图表 53：2017-2023 汤臣倍健营收及增速



资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

图表 54：2017-2023 汤臣倍健归母净利润及增速



资料来源：choice-公司基本资料-财务数据，东方财富证券研究所

**VDS 新周期来临,构建全球多品牌矩阵。**2023 年是膳食营养补充剂(VDS)新周期开启的第一年,后疫情时代全民健康意识迸发,2023 年 1 月份增强免疫力等品类需求井喷式爆发,VDS 行业渗透率短时间完成快速提升。公司坚持“多品牌大单品全品类全渠道单聚焦”战略,市占率稳居行业龙头。

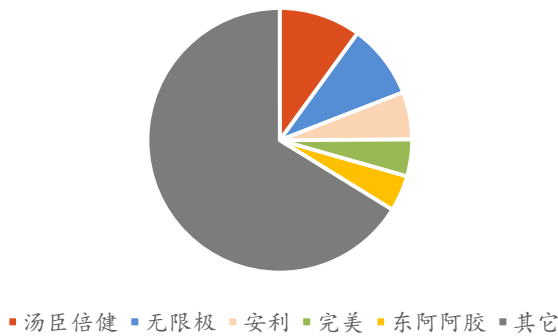
**多品牌:** 公司旗下拥有汤臣倍健、健力多、lifespace、健视佳、健安适等多个品牌,持续推进多品牌全品类全渠道单聚焦的战略方向。

**大单品:** 公司在维生素、钙、益生菌等基础品类的市场份额排名前列,同时通过大单品模式布局未来增长潜力较大的细分赛道。2024 年公司将聚焦八大核心品类,包括主品牌蛋白粉、钙和多维三大形象产品及其他大单品,打造核心品线产品的极致升级。

**全品类:** 公司品类包括粉剂、胶囊、片剂等主流膳食补充剂剂型,以及软糖、饮料、滴剂等新兴或细分剂型,生产端布局完善。

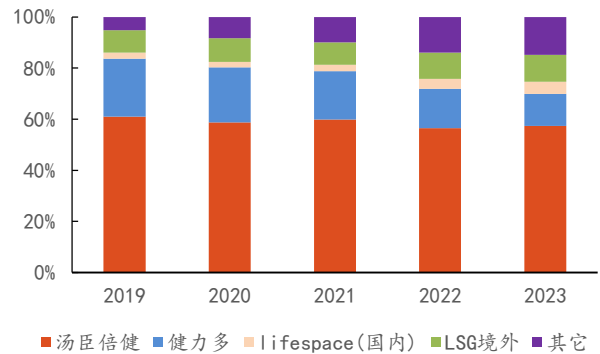
**全渠道:** 除传统药店等经销渠道外,公司积极拓展线上直销,2020-2023 年,线上直销占比从约 8%提升至 24%,线上化效果显著,其中 2023 年主品牌在抖音平台 GMV 实现了翻倍增长。

图表 55: 2021 年中国膳食补充剂竞争格局



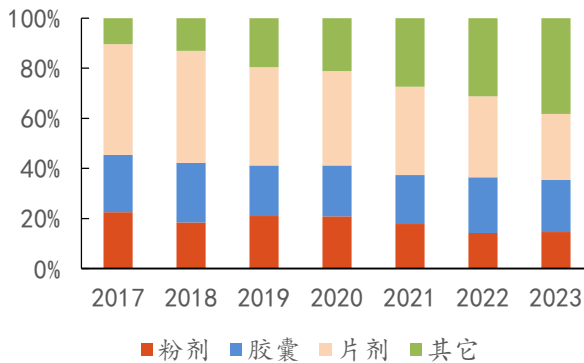
资料来源: 华经产业研究院, 东方财富证券研究所

图表 56: 汤臣倍健各品牌营收占比



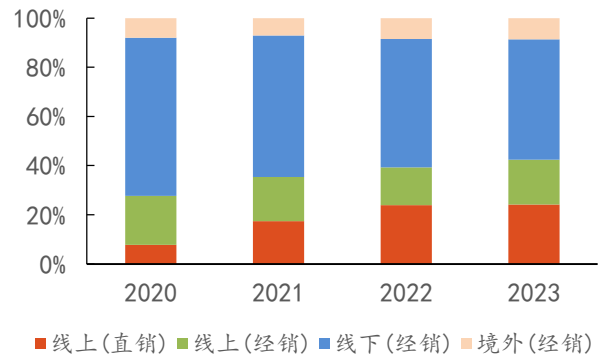
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 57: 汤臣倍健各品类营收占比



资料来源: choice-财务数据-主营构成, 东方财富证券研究所

图表 58: 汤臣倍健各渠道营收占比



资料来源: choice-财务数据-主营构成, 东方财富证券研究所

图表 59：行业公司估值比较表（2024-05-13）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
300791.SZ	仙乐健康	74.79	1.56	2.25	2.79	26.43	18.27	14.79	增持
605016.SH	百龙创园	72.15	0.85	1.22	1.62	34.15	23.88	17.87	未覆盖
300146.SZ	汤臣倍健	268.39	0.82	1.11	1.25	19.24	14.27	12.61	未覆盖
603102.SH	百合股份	22.25	2.20	N.A.	N.A.	15.80	N.A.	N.A.	未覆盖
01112.HK	H&H 国际控股	71.14	0.96	1.15	1.44	17.35	9.62	7.65	未覆盖

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 3. 风险提示

- ◆ 消费情况不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 监管政策变化。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；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。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。