

保健品行业：新消费驱动保健品成长

增持（维持）

投资要点

- 保健食品是一门强品牌、重渠道和高毛利的生意。**保健食品从定义而言，介于食品与药品之间，适用于特定人群食用，能调节人体的机能，但不以治疗疾病为目的。保健食品毛利率较其他细分赛道更高（品牌端毛利率维持在 60%-70%），我们认为归因于其 2C 的强品牌属性，以及相对分散的上下游格局。通过正文的分析，我们认为构建品牌及渠道优势是关键，具备品类优势、品牌价值，把握渠道风向的企业方能源远流长。
- 我国保健食品行业“长坡厚雪”，稳健成长。**我国保健食品行业整体持续发展，也呈现了一定的“脉冲式增强”特征，特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业扩容：2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%，同期世界平均水平仅为 4.26%。老龄化筑底，新消费驱动，预计未来三年我国营养保健品行业市场规模的增速仍有望维持在 6%以上。2023 年我国营养健康食品人均消费额为 26 美元，仅为美国/澳大利亚/日本的 14%/22%/25%，未来渗透空间充足。
- 头部企业长青，产品矩阵和外延是关键。**头部品牌生命周期长，以 2015-2024 年为观测维度，全球市占率排名前二十的保健食品企业中，安利纽崔莱及赫力昂稳居前二，其次是雀巢、汤臣倍健及康宝莱，头部阵营呈现稳定。从集中度角度看，2019-2023 年全球保健食品行业 CR3/CR5 提升 0.90/1.70pct；同期中国提升 0.6/0.3pct。虽受渠道切换的影响、行业竞争略有加剧，但头部企业凭借其较强的产品组合及领先的渠道能力，仍逆势提升份额。短期受需求掣肘，虽增速趋缓，但利润率高且稳定。
- 当下时点，我们认为保健品行业的投资价值值得重新审视，行业成长和商业模式的演进容易被低估，保健品在三个层面同样具备新消费特质。**
 - （1）新渠道：**我国保健食品销售向线上转型已成大势，2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%。其中，兴趣电商、跨境电商及私域逐步成为重要的增量渠道：2022/2023/2024 年抖音渠道保健品销售额同比增速分别达 227.47%/87.11%/52.54%；2018-2023 年保健品进口额 CAGR 达 17.49%；以 Lemonbox 为代表的私域业态同样为行业发展注入活力。
 - （2）新圈层：**保健食品不再与“银发经济”强绑定，客群由老年向全年龄段延展、全家庭覆盖：①用户年轻化：2024M1-4 保健食品消费人群中，24-30 年龄段占比同增 48%；②向儿童市场渗透：2018-2023 年我国儿童保健食品市场 CAGR 已达 10.62%；③延展宠物健康方向：我国宠物的健康类消费额由 2018 年的 418 亿元增至 2023 年的 1726 亿元，CAGR 达 33%。
 - （3）新品种：**新客群催生功效与剂型创新，其中：①体型管理、个人形象为高成交驱动方向；②职场修复、元气补给具备较高的用户价值；③家庭养护、舒适睡眠等方向则为持续且稳定的需求所在。
- 投资建议：**新消费浪潮下，关注板块估值切换的可能。传统大类保健食品奠基，新消费贡献增量，传统的审美体系及估值视角不再适配新周期的研究。重审保健食品行业，建议关注板块估值切换的可能、以及适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质公司，推荐 H&H 国际控股、仙乐健康、百合股份。
- 风险提示：**市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期的风险。

2025 年 04 月 21 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《业绩前瞻：白酒加速探底，大众品梯次复苏》

2025-03-25

《周专题：政策春风至，加快乳业复苏》

2025-03-16

内容目录

1. 保健食品，一门强品牌、重渠道和高毛利的生意	4
1.1. 介于食品与药品之间，有功能、无危害	4
1.2. 产品特性与产业链格局赋予行业高毛利	5
1.3. 构建品牌及渠道优势是关键	6
2. 我国保健食品行业长坡厚雪，稳健成长	7
2.1. 全球保健食品行业增速趋稳	7
2.2. 我国保健食品行业增速快、空间大	8
3. 头部企业长青，产品矩阵和外延是关键	9
3.1. 头部品牌生命周期长，集中度仍在提升	9
3.2. 增速趋稳，但利润可观	11
4. 重审保健食品行业：新消费驱动新周期	12
4.1. 新渠道：线上转型，增量明确	12
4.2. 新圈层：全年龄段延展，全家庭覆盖	15
4.3. 新品类：延展功效，丰富形态	16
5. 投资建议：新消费浪潮下，关注板块估值切换的可能	18
5.1. 品牌端：关注传统品类基础佳、具备新消费基因的龙头企业	19
5.2. 代工厂：看好头部代工厂份额提升、估值切换	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 保健食品的性质介于消费品和药品之间.....	4
图 2: 2009-2023 年我国保健食品行业市场规模 (单位: 百万元)	5
图 3: 保健食品行业毛利率处于行业偏高水平.....	5
图 4: 保健食品产业链图示, 上下游均分散、议价权弱, 支撑保健食品企业较大的利润空间... 6	6
图 5: 全球保健食品企业竞争格局.....	6
图 6: 全球保健食品前十企业的三大类别.....	6
图 7: 全球保健食品行业历史梳理.....	8
图 8: 中国 VDS 市场规模, 2010-2023 年 CAGR=9%	8
图 9: 2019-2024 年间保健食品相关企业数量稳步提升	8
图 10: 2023 年营养健康食品市场规模及人均消费额.....	9
图 11: 中国保健食品各年龄段渗透率均存空间.....	9
图 12: 2015-2023 年全球保健食品行业前二十品牌	10
图 13: 全球保健食品市场趋于头部集中	10
图 14: 2019-2023 年 CR3/CR5 保持提升 (单位: %)	10
图 15: 汤臣倍健深耕传统保健品类.....	11
图 16: 汤臣倍健于线下药店渠道具备优势	11
图 17: 康宝莱为例, 营收趋稳但毛利率维持高位.....	11
图 18: 我国保健食品销售渠道复盘.....	13
图 19: 2024H1 快手大健康部分内容搜索变化趋势	14
图 20: 2021-2024 年抖音保健食品销售额增势强劲	14
图 21: 天猫国际各品类销售额占比及增速.....	14
图 22: 我国营养保健食品进口额稳步增长.....	14
图 23: 抗衰老行业消费者日益年轻化.....	15
图 24: 24-40 年龄段消费者占比提升 (2024M1-4 抖音)	15
图 25: 正在服用儿童保健食品的人群占比达 72%	16
图 26: 儿童保健食品市场稳步扩容.....	16
图 27: 2018-2023 年宠物健康消费额 CAGR=33%	16
图 28: 2021-2023 年宠物营养品消费占比显著提升	16
图 29: MAT2023 整体保健食品细分功效销售额及增速	17
图 30: 2024 年消费者用户价值指数排行.....	17
图 31: 高成交驱动与高访客增速赛道.....	17
图 32: 保健食品代工市场规模及增速 (单位: 亿美元)	19
图 33: 2023 年保健食品代工市场份额测算.....	19
表 1: 保健食品、快消品、医药企业的渠道对比.....	7
表 2: 不同群体偏好的产品形态各异.....	18
表 3: 新剂型层出不穷, 口味丰富、技术成熟 (节选)	18

1. 保健食品，一门强品牌、重渠道和高毛利的生意

1.1. 介于食品与药品之间，有功能、无危害

根据国家食品安全法释义，保健食品是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。即适用于特定人群食用、具有调节机体功能，但不以治疗疾病为目的、并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。

(1) 相对普通食品而言，保健食品具有特定的调节机体功能的作用；(2) 相对药品而言，保健食品更加温和，以食养生、可长期服用，对人体不产生任何性质的危害。

图1：保健食品的性质介于消费品和药品之间

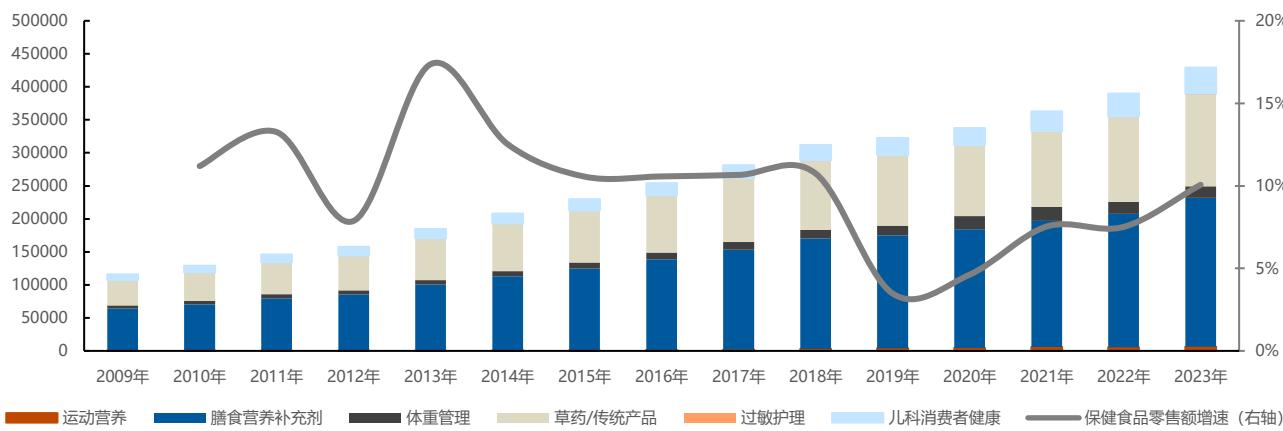


项目	普通食品	保健食品	保健品	药品
法律定义	供人食用或者饮用的成品和原料	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品	无明确法律定义，对具有保健功效产品的泛称	预防、治疗或诊断疾病
产品批文	不需批文	“蓝帽子”标识  保健食品	无统一标志和批准文号	“OTC”标识  
监管机构	国家市场监督管理总局-食品生产经营安全监督管理司	国家市场监督管理总局-特殊食品安全监督管理司		国家药品监督管理局
产品属性	食品	食品	范围更广泛，包括任何声称具有保健效果的产品，不限于食品，还包括衣物、床垫、理疗仪等保健设备等。由于法律定义不统一，监管较为宽松、产品质量参差不齐。	药品
原料要求	普通食品原料	可使用列入目录的原料		中药、化学药、生物制品
安全性	不得有毒副作用	不得对人体产生危害		可有一定毒副作用
使用时间	可长期食用	可长期食用		具备治疗周期，多数不可长期使用
食用量	无规定	有明确规定，不可替代膳食及药品		严格遵医嘱或药品说明书
功能宣传	不得声称保健功能	可依法声称保健功能，需获批文号		可明确说明适应症、治疗作用等功能

数据来源：澎湃新闻，东吴证券研究所

根据欧睿国际的分类，广义的保健食品可分为膳食营养补充剂 (Vitamins and Dietary Supplement，简称 VDS)、草药传统产品、儿科健康、体重管理、运动营养、过敏护理六大类，2023 年以上六大类于我国保健食品行业的零售额占比分别为 52.5%/32.3%/9.2%/4.0%/1.5%/0.4%。狭义的保健食品则特指零售额占比最大的膳食营养补充剂品类，用以补充人体所需的氨基酸、微量元素、维生素、矿物质等。

图2: 2009-2023年我国保健食品行业市场规模(单位: 百万元)

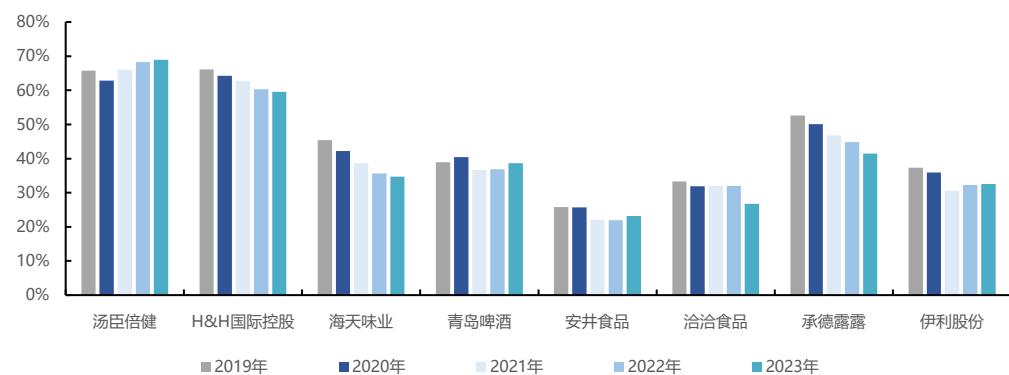


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

1.2. 产品特性与产业链格局赋予行业高毛利

横向对比，保健食品的毛利率率较其他细分赛道更高，以汤臣倍健、H&H 国际控股为例，毛利率均维持在 60%-70% 的区间。

图3: 保健食品行业毛利率处于行业偏高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为板块的高毛利根本上得益于其 2C 的强品牌属性以及相对分散的上下游格局：(1) 保健食品兼具快消品的强品牌、以及药企的专业性的特点，品类天然具备较强的溢价能力；(2) 由于消费者侧多靶点的需求明显（希望一款产品解决多种问题）、复合配方盛行，致单一原料占比低，上游供应商趋于分散、议价权弱；(3) 下游面向 C 端客户，同样分散、规模效应弱，共同支撑起保健品类较高的利润空间。

图4: 保健食品产业链图示, 上下游均分散、议价权弱, 支撑保健食品企业较大的利润空间



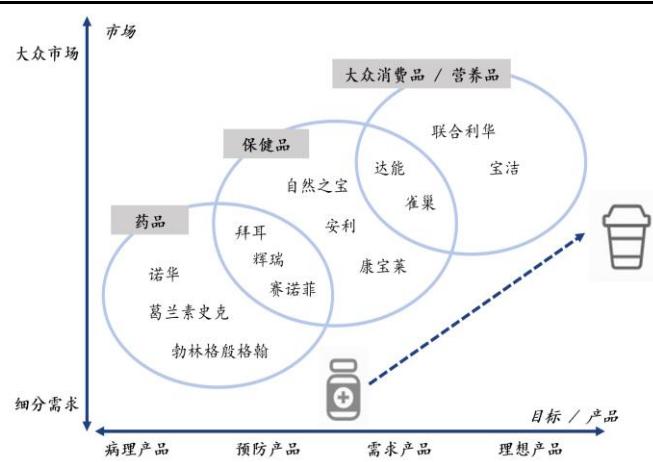
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

1.3. 构建品牌及渠道优势是关键

分析全球市占率前十的保健食品企业, 主要有三大类别:

- (1) 快消品、医药属性 (占比 70%): 快消品、医药公司通过积极培育、并购合资布局保健品牌, 代表性企业如: 安利、雀巢、KT&G; 赫力昂、拜耳、大冢制药等;
- (2) 特有品类、特有渠道 (占比 10%): 康宝莱先发入局运动营养和体重管理赛道, 通过在各地设立官方旗舰店 (营养俱乐部), 辅助消费者进行健康监测, 为消费者提供专业的社群环境及附加服务, 将直销渠道的人情推介发挥到极致;
- (3) 深耕核心市场、提升份额 (占比 20%): 绑定核心市场, 且在大市场中维持较高的市场份额, 代表性企业如汤臣倍健、H&H 国际控股 (Swisse)。

图5: 全球保健食品企业竞争格局



数据来源: PwC Analysis、东吴证券研究所

图6: 全球保健食品前十企业的三大类别

背景	企业	起家主业	2024年市占率
快消	安利	日用消费品	3.50%
	雀巢	婴儿食品	2.90%
	KT&G	烟草集团 ESSE、人参	1.30%
医药	赫力昂	制药	3.30%
	拜耳	制药及染料	1.80%
	大冢制药	医药、保健品	1.50%
	赛诺菲	制药及疫苗	1.10%
	汤臣倍健	膳食营养补充剂	2.30%
其他	康宝莱	运动营养和体重管理	1.60%
	H&H	婴幼儿营养	1.50%

数据来源: 欧睿国际、东吴证券研究所

为何具备快消品、医药属性的企业在全球保健食品市场中表现更佳？我们认为快消品企业能够以较高的渠道密度、快速响应的全球供应链体系为品牌快速铺市、高效分销；药企则能够辅之以较强的专业背书、消费者教育，使其享受较高的品牌溢价。保健食品对品牌及渠道的要求甚高，拥有品类优势、品牌价值，把握渠道风向的企业方能远流长：

(1) 以安利、雀巢、三得利、P&G 为代表的快消品企业，胜在渠道密度，“量”上有加持：快消品企业积极培育自有保健品牌，并借助并购手段加速其进程，如安利收购纽崔莱，雀巢收购 Gardenoflife、Nature'sbounty 等，快消品企业的优势在于其高密度的渠道、全球化且锤炼成熟的供应链、先进的终端价盘管控经验，赋能保健品的快速铺市推广。渠道决定广度，借力快消品的渠道，保健品得以从一隅销往世界。

(2) 以赫力昂、拜耳、大冢制药、赛诺菲为代表的医药企业，胜在品牌专业度，“价”上有赋能。医药企业同样积极布局自有保健品牌(如大冢制药培育的 NatureMade)，同时辅之以并购合资手段，如 2019 年辉瑞与 GSK 合资成立赫力昂（于 2022 年分拆上市），拜耳收购 Care/of、Schiff，大冢制药（子公司 Pharmavite）收购女性保健品牌 BonafideHealth 等，医药渠道的消费者教育属性强；且同样具备全球化的供应链管理能力，能够强化保健品牌的专业性及品牌力，放大利润空间。

表1：保健食品、快消品、医药企业的渠道对比

类目	快消品企业	保健食品企业	药企
渠道范围	范围广（全球分销网络）。包括大型超市、便利店、专卖店、电商平台等	药店、健康食品店、电商平台、直销等	专业性强。主要包括医院、药店、诊所、第三终端等
产品种类	涵盖食品、饮料、个人护理品等	膳食补充剂、传统滋补品、功能性食品等。需要确保产品的质量和安全性	包括处方药、非处方药、生物制品等。需要严格的质量控制和合规性
供应链要求	需要高效的物流系统以确保产品的快速流通，要求供应链能够快速响应市场变化	供应链需要具有一定的灵活性以适应市场变化	供应链的稳定性和可靠性至关重要
经营特点	消费频次高、消费金额小、生命周期短	介于食品和药品之间	高度监管、研发周期长、对安全性和有效性要求极高
品类优势	高周转率、广泛的分销网络、 渠道壁垒	市场增长潜力大、健康意识提升	高利润率、专利保护、 品牌壁垒

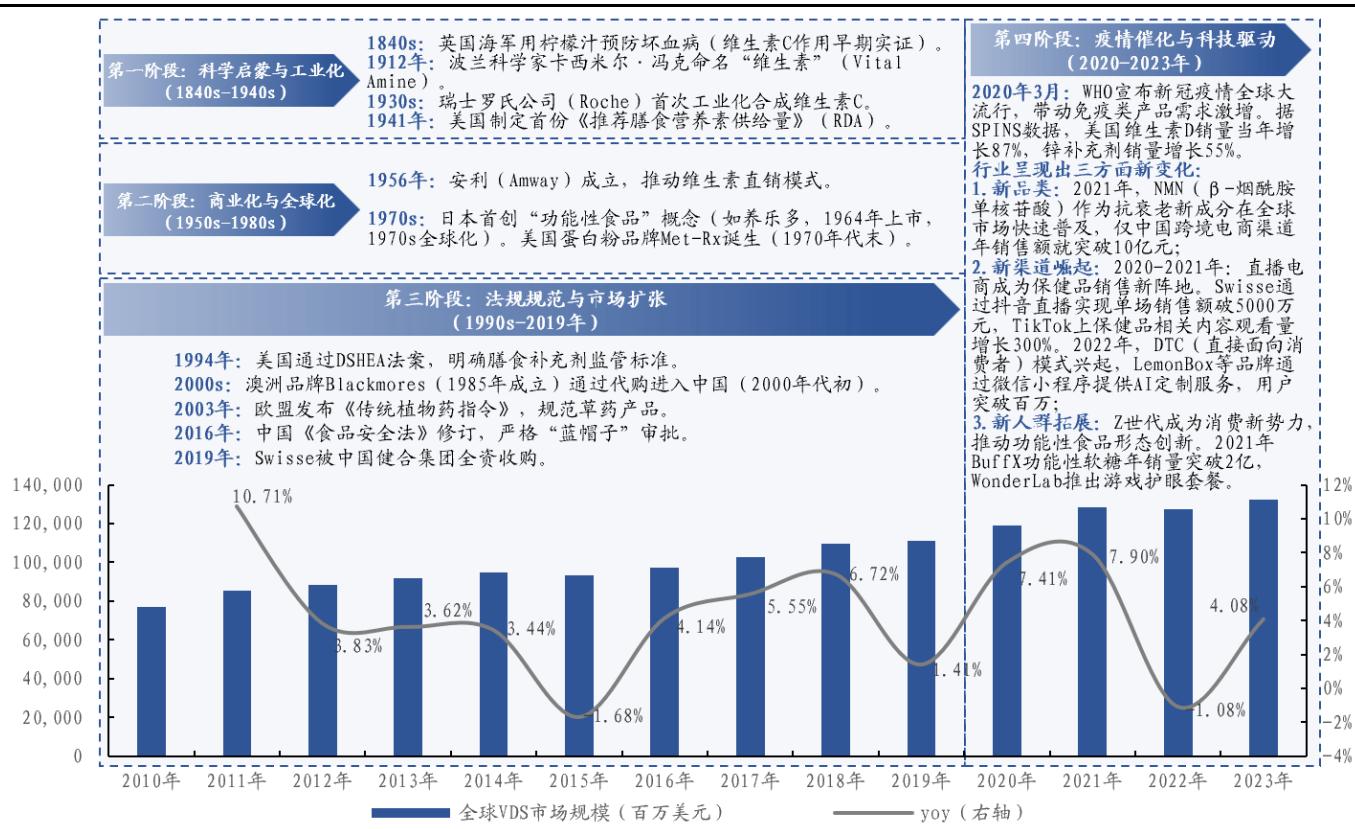
数据来源：有创头网、中研网，东吴证券研究所

2. 我国保健食品行业长坡厚雪，稳健成长

2.1. 全球保健食品行业增速趋稳

全球保健食品行业增速趋稳。维生素和膳食补充剂（Vitamin&DietarySupplement，简称 VDS）的商业化起源于 20 世纪 30 年代，纽崔莱推出首款植物基维生素补充剂。近年来随着发达国家老龄化、健康认知升级，以及新兴市场逐步贡献增量，全球 VDS 市场规模由 2010 年的 770.11 亿美元增至 2023 年的 1324.14 亿美元，CAGR 为 4.26%，增速趋于稳健。

图7：全球保健食品行业历史梳理

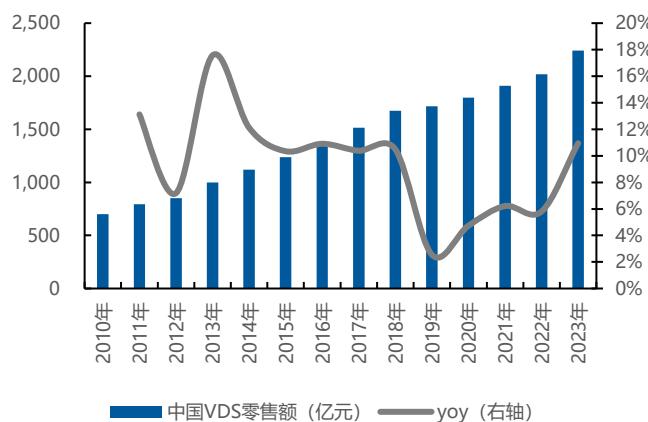


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

2.2. 我国保健食品行业增速快、空间大

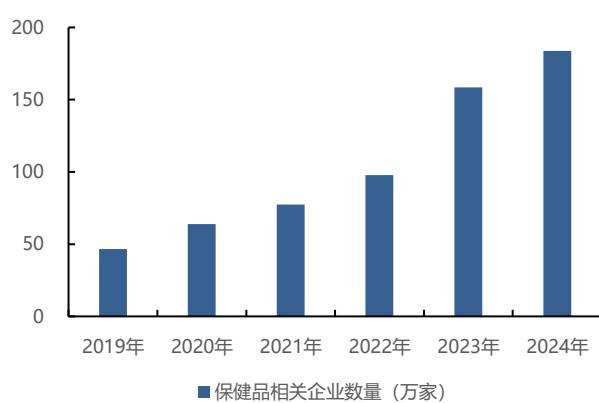
我国保健食品行业增速快。我国保健食品行业的发展具备“脉冲式增强”特征，特殊事件如21世纪初的非典、2019-2022年的疫情加速了行业渗透与扩容：2010年-2023年我国VDS市场规模由701.35亿元增至2240.41亿元，CAGR=9.35%，增速高于世界平均水平。

图8：中国VDS市场规模，2010-2023年CAGR=9%



数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

图9：2019-2024年间保健食品相关企业数量稳步提升

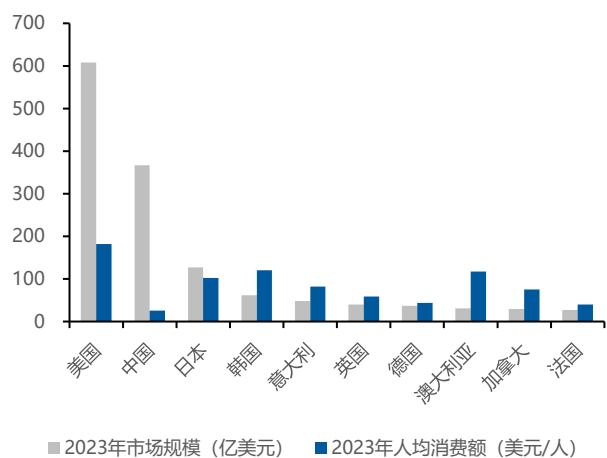


数据来源：新京报、东吴证券研究所

老龄化为需求筑底，叠加新消费驱动，预计未来三年我国营养保健品行业市场规模的增速仍有望维持在6%以上，高于世界平均水平。

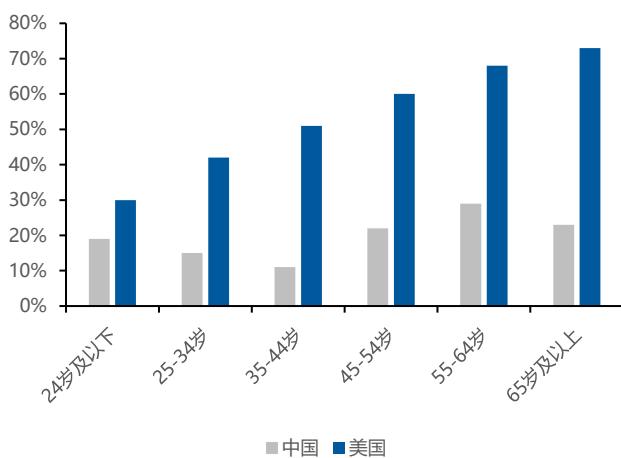
对比2023年全球主要市场营养健康食品人均消费额，我国未来渗透空间充足。2023年我国营养健康食品人均消费额为26美元，仅为美国的14%、澳大利亚的22%、日本的25%左右，各年龄段的渗透率均存提升空间。

图10：2023年营养健康食品市场规模及人均消费额



数据来源：仙乐健康公告、wind、东吴证券研究所

图11：中国保健食品各年龄段渗透率均存空间



数据来源：IQVIA, 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

3. 头部企业长青，产品矩阵和外延是关键

3.1. 头部品牌生命周期长，集中度仍在提升

头部品牌生命周期长，阵营稳定。以2015-2024年为观测维度，全球市占率排名前二十的保健食品企业中，前五基本保持稳定：安利纽崔莱及赫力昂（辉瑞+GSK）稳居前二，其次是雀巢（Nature's Bounty）、汤臣倍健及康宝莱；受渠道切换的影响，无限极已于2019年跌出前五序列。第五-十、第十-二十的企业变动则愈加频繁，保健食品行业格局而言，头部阵营更加稳定。

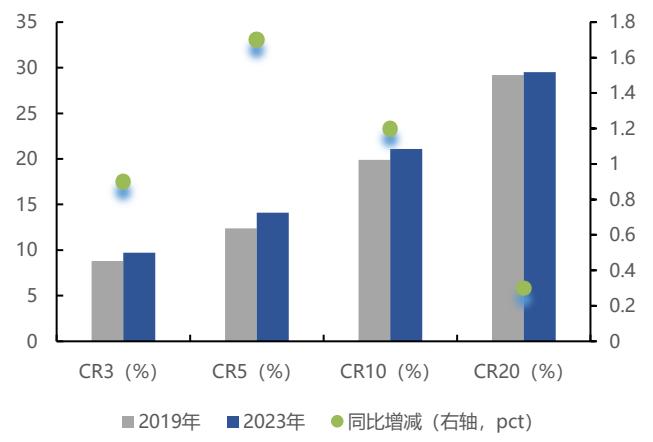
图12: 2015-2023年全球保健食品行业前二十品牌

2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
Amway	Amway							
Pfizer	Pfizer	Pfizer	Pfizer	GSK	GSK	GSK	Haleon	Haleon
NBTY	Nature'sBounty	Nature'sBounty	Infinitus	By-health	By-health	NestléSA	NestléSA	NestléSA
Infinitus	Infinitus	Infinitus	Nature'sBounty	Nature'sBounty	Nature'sBounty	By-health	By-health	By-health
Bayer	Bayer	Bayer	By-health	Bayer	Bayer	Bayer	Bayer	Bayer
Herbalife	Herbalife	Herbalife	Bayer	Herbalife	Herbalife	Herbalife	Herbalife	Herbalife
PerfectResources	Otsuka	KT&G	Herbalife	KT&G	KT&G	KT&G	Otsuka	Otsuka
Otsuka	Suntory	Suntory	KT&G	Suntory	Suntory	Otsuka	KT&G	H&HGroup
Suntory	KT&G	Otsuka	Suntory	Infinitus	Otsuka	Suntory	H&HGroup	KT&G
KT&G	LivingEssentials	By-health	Otsuka	Otsuka	H&HGroup	H&HGroup	Suntory	Suntory
LivingEssentials	PerfectResources	LivingEssentials	PerfectResources	P&G	Infinitus	sanofi	sanofi	sanofi
By-health	Taisho	PerfectResources	LivingEssentials	Taisho	sanofi	P&G	P&G	P&G
Taisho	By-health	sanofi	H&HGroup	H&HGroup	P&G	Infinitus	Infinitus	Infinitus
ChinaResources	ChinaResources	ChinaResources	sanofi	sanofi	Taisho	Taisho	LivingEssentials	BellRing
USANA	USANA	Taisho	P&G	LivingEssentials	USANA	USANA	ChinaResources	HarbinPharmaceutical
GNC	Dr.WillmarSchwabe	USANA	ChinaResource	USANA	NestléSA	ChinaResource	Taisho	ChinaResource
Dr.WillmarSchwabe	NuSkin	H&HGroup	Taisho	Dr.WillmarSchwabe	LivingEssentials	LivingEssentials	USANA	LivingEssentials
Tiens	GNC	Dr.WillmarSchwabe	USANA	PerfectResources	Dr.WillmarSchwabe	ReckittBenckiser	HarbinPharmaceutical	Taisho
NuSkin	Takeda	NuSkin	Dr.WillmarSchwabe	NuSkin	ReckittBenckiser	Dr.WillmarSchwabe	ReckittBenckiser	USANA
Takeda	H&HGroup	Takeda	NuSkin	Takeda	NuSkin	NuSkin	Dr.WillmarSchwabe	ReckittBenckiser

数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

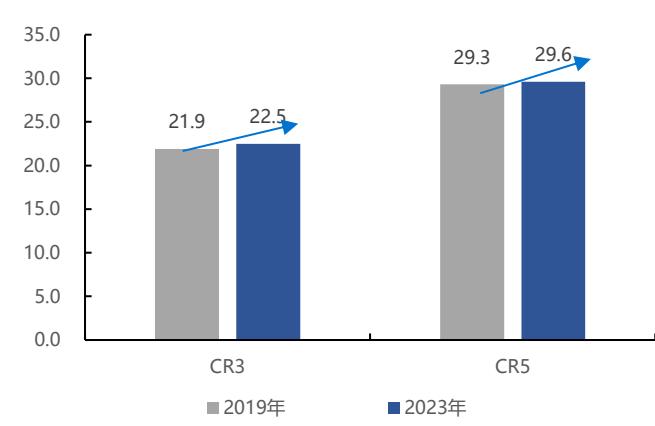
从集中度角度看，虽受渠道切换的影响，行业竞争略有加剧，但头部企业的市场份额仍逆势提升。2019-2023年全球保健食品行业CR3/CR5分别提升0.90/1.70pct至9.7%/14.1%；同期中国提升0.6/0.3pct，头部企业凭借其成熟的产品组合及领先的渠道能力，辅之以外延手段，仍逆势提升份额。

图13: 全球保健食品市场趋于头部集中



数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

图14: 2019-2023年CR3/CR5保持提升（单位：%）

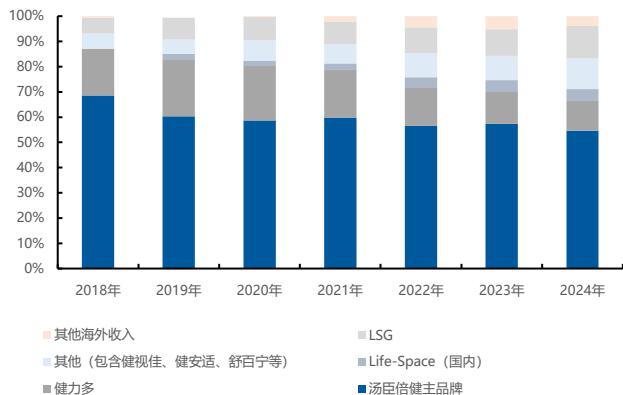


数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

究其原因，头部品牌的产品矩阵及渠道成熟，并适时配合外延动作，维持领先身位。以汤臣倍健为例，公司持续挖潜以蛋白粉、维矿及钙类为代表的基础大类保健赛道，大

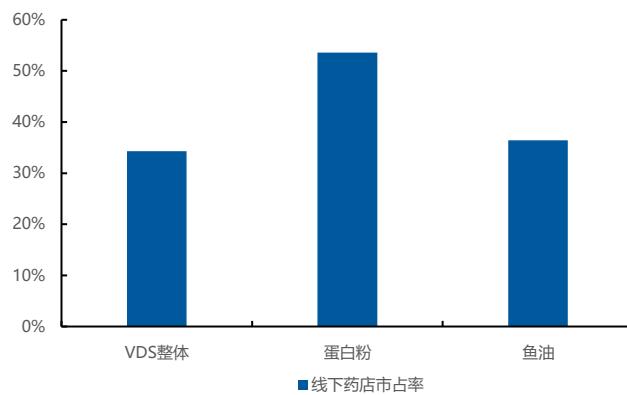
单品蛋白粉营收接近 20 亿、钙片（健力多）收入接近 10 亿。据中康 CMH 零售市场数据，2023 年公司于中国线下药店 VDS 整体/蛋白粉/鱼油市场份额分别达 34.3%/53.6%/36.4%，同时通过收购澳洲品牌 Life-Space 入局益生菌赛道，在大类保健领域保持显著优势，于国内市占率第一、世界市占率第四，2023 年分别达 2.5%/10.3%。

图15：汤臣倍健深耕传统保健品类



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图16：汤臣倍健于线下药店渠道具备优势



数据来源：中康 CMH、中国财经网、东吴证券研究所

3.2. 增速趋稳，但利润可观

市场发展初期，头部品牌与传统渠道（如直销、药房）均需要承担部分消费者教育的功能，承担类似“导购”的角色，于消费者心智的站位较高，随之享受较高的服务溢价、情感溢价。

近几年受渠道切换及消费疲软之掣肘，头部品牌营收增速不及新兴品牌，但得益于其已经构建的品牌价值和成熟产品组合，收入及利润规模仍具优势：以康宝莱为例，虽近年来营收增速趋稳，但毛利率基本稳定在 75%-80% 左右的高位，盈利能力仍具优势；而新兴品牌由于体量较小，在原材料采购、生产加工等环节的议价能力相对较弱，致生产成本偏高。同时受制于品牌力，于新兴渠道的营销费用较高，进一步压缩其利润空间。

图17：康宝莱为例，营收趋稳但毛利率维持高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 重审保健食品行业：新消费驱动新周期

新消费逐渐成为保健食品行业增量的主要来源。当下时点，我们认为保健食品行业的投资价值值得重新审视，行业成长和商业模式的演进容易被低估，保健品在三个层面同样具备新消费特质。

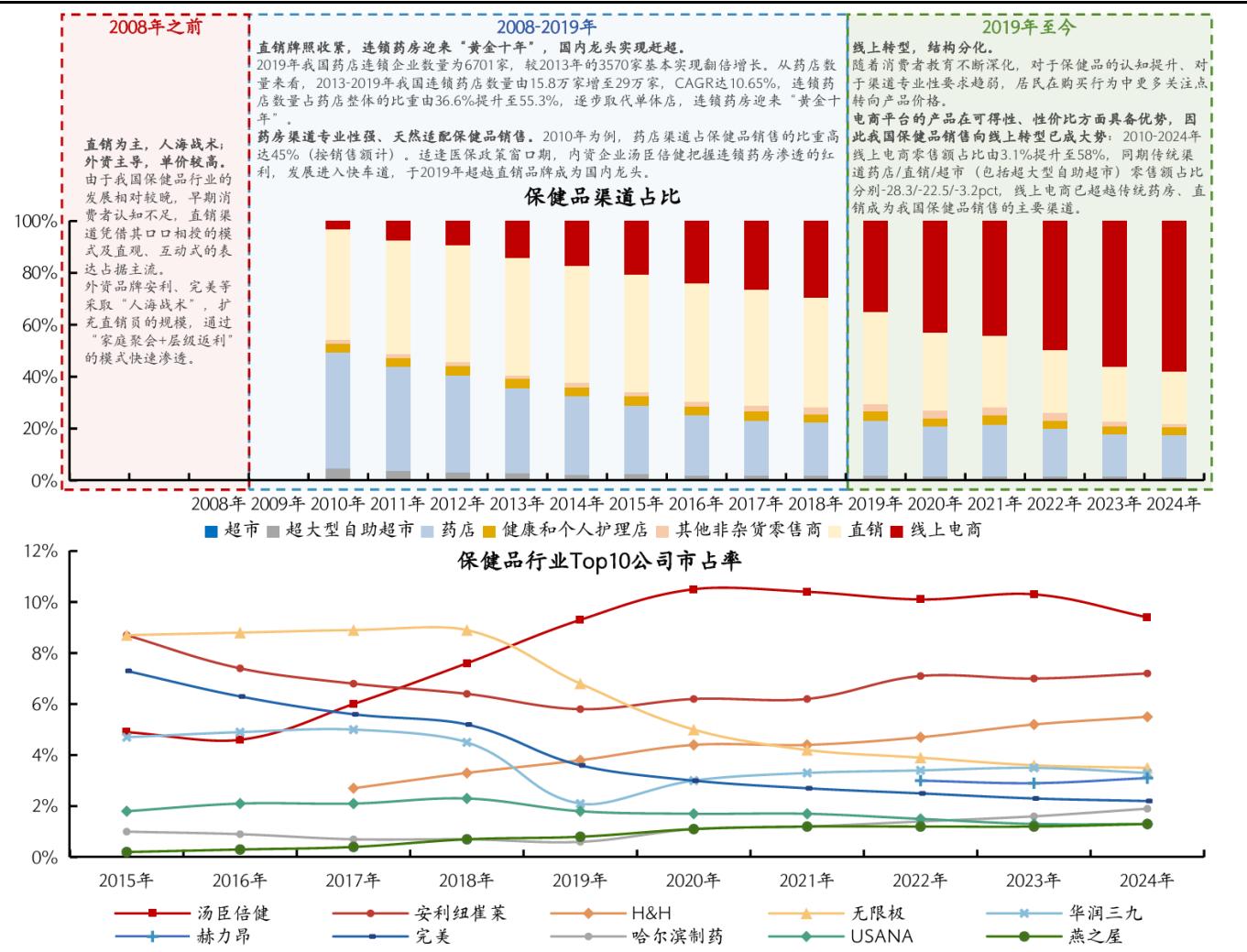
- (1) 新渠道如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景，跨境、私域、社区团购等渠道同步兴起，同时商超自我革新、向新零售转型；
- (2) 触达的用户圈层逐步向全年龄段、全家庭延展，即保健食品的消费人群由老年人扩充到年轻人、婴童、甚至宠物；
- (3) 新品类日益丰富，功效多元、口味及剂型丰富，品类推新明显提速。

4.1. 新渠道：线上转型，增量明确

我国保健食品行业的核心销售渠道经历了直销-药房-电商三轮切换，竞争格局随之变化：

- (1) **2008年之前：直销为主，人海战术；外资主导，单价较高。**由于我国保健食品行业的发展相对较晚，早期消费者认知不足，直销渠道凭借其口口相授的模式及直观、互动式的表达占据主流。外资品牌安利、完美等采取“人海战术”，扩充直销员的规模，通过“家庭聚会+层级返利”的模式快速渗透。
- (2) **2008-2019年：直销牌照收紧，连锁药房迎来“黄金十年”，国内龙头实现赶超。**2019年我国药店连锁企业数量为6701家，较2013年的3570家基本实现翻倍增长。从药店数量来看，2013-2019年我国连锁药店数量由15.8万家增至29万家，CAGR达10.65%，连锁药店数量占药店整体的比重由36.6%提升至55.3%，逐步取代单体店，连锁药房迎来“黄金十年”。药房渠道专业性强、天然适配保健食品销售，2010年为例，药店渠道占保健食品销售的比重高达45%（按销售额计）。适逢医保政策窗口期，内资企业汤臣倍健把握连锁药房渗透的红利，发展进入快车道，于2019年超越直销品牌成为国内龙头。
- (3) **2019年至今：线上转型，结构分化。**随着消费者教育不断深化，对于保健食品的认知提升、对于渠道专业性要求趋弱，居民在购买行为中更多关注点转向产品价格。电商平台的产品在可得性、性价比方面具备优势，因此我国保健食品销售向线上转型已成大势：2010-2024年线上电商零售额占比由3.1%提升至58%，同期传统渠道药店/直销/超市（包括超大型自助超市）零售额占比分别-28.3/-22.5/-3.2pct，线上电商已超越传统药房、直销成为我国保健食品销售的主要渠道。

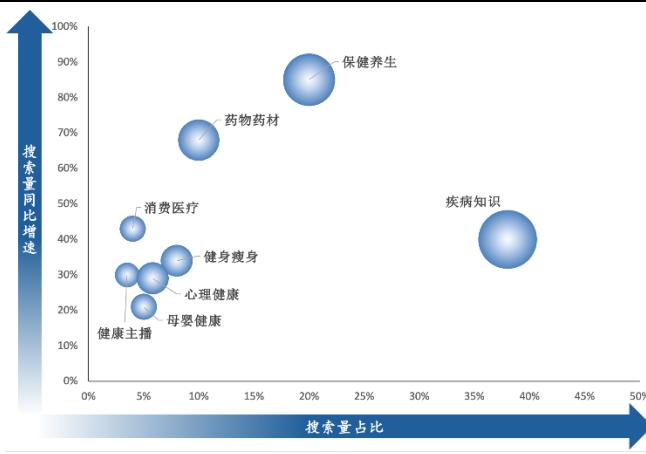
图18：我国保健食品销售渠道复盘



数据来源：欧睿国际、东吴证券研究所

抖音、快手、小红书等线上平台逐步承接了线下渠道消费者教育的功能，通过直播、博文等生动的呈现方式，将晦涩难懂的保健品类通俗化，成为保健食品销售重要的增量渠道。“保健养生”已成为快手用户搜索量同比增速最快的大健康类目；同时自2021年以来，抖音渠道保健食品的销售额呈高速增长态势：2022/2023/2024年销售额同比增速分别达227.47%/87.11%/52.54%。

图19: 2024H1 快手大健康部分内容搜索变化趋势

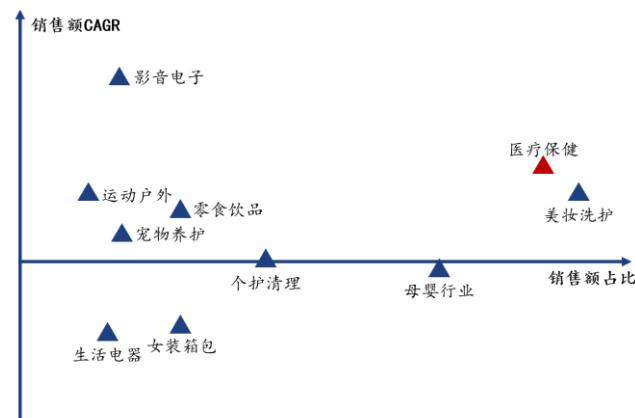


数据来源:《快手大健康行业数据报告》快手&磁力引擎、东吴证券研究所

供需重配,近年来跨境电商保健品盛行。我们认为跨境电商的高景气度主要归因于消费者对新功效、高质量产品的追求,以及国别监管法则、上市标准不一,带来的供需重新匹配、跨国流通。据分析,美国及澳大利亚稳居我国保健食品进口前两甲(2023年进口额占比分别为18%/14%),以两国为例:美国保健食品监管较为宽松,创新应用领先,进口多为“新技术”;澳大利亚对于保健食品的监管归于补充性药品类目,监管严格,进口为其“高质量”。

跨境电商同样成为保健食品销售重要的增量渠道。从天猫国际销售额占比及增速来看,医疗保健类目显著领先。据中国医药保健品进出口商会数据,我国保健品进口额维持稳定正增长态势,2023年达67.39亿美元,2018-2023年CAGR为17.49%。据灼识咨询数据显示,跨境(包括天猫国际、京东国际、抖音全球购等)在保健品电商渠道的占比已由2022年的约43%增至2024年的50%,三年间增长近10pct。

图21: 天猫国际各品类销售额占比及增速



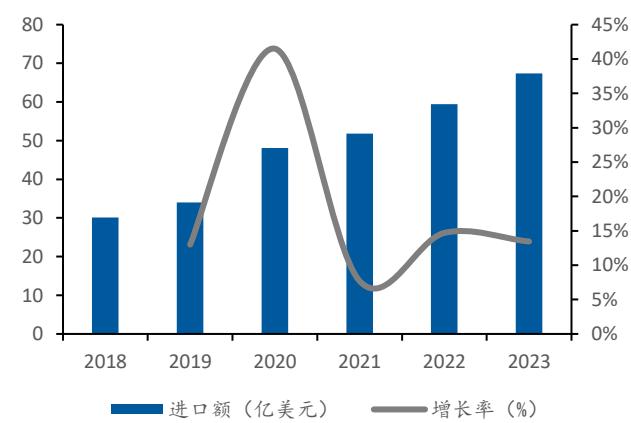
数据来源:海关总署、商务部、魔镜洞察、天猫国际、京东国际,博观研究院,东吴证券研究所

图20: 2021-2024年抖音保健食品销售额增势强劲



数据来源: DataInsider、东吴证券研究所

图22: 我国营养保健食品进口额稳步增长



数据来源:中国医药保健品进出口商会、东吴证券研究所

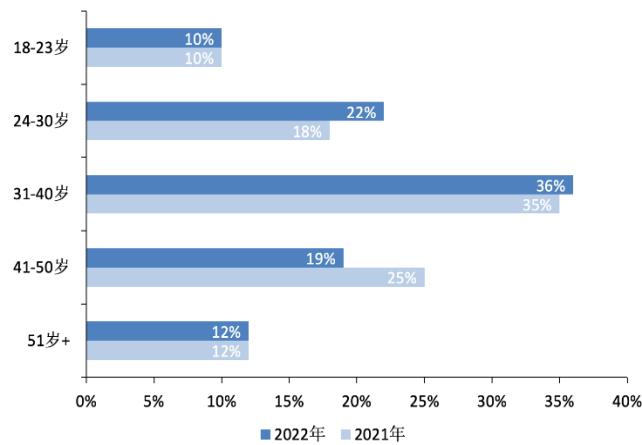
此外，私域契合营养健康食品属性，强信任带来高单价。以 LemonBox 为代表的私域电商通过“产品设计-IP 打造-粉丝引流-朋友圈运营-社区运营”与消费者建立联系，并实现销售转化，是一种线上线下联动的全新经营模式。私域品牌凭借“精细化”及“个性化”运营，同样给保健食品行业注入了新的活力。

商超新零售也成为保健品重要的增量渠道。大型商超纷纷布局自有品牌的营养健康产品线，如山姆会员店的自有品牌“Member's Mark”、Costco 的自有品牌“Kirkland Signature”，盒马的“盒补补”等，凭借卓越的客户基础以及渠道覆盖、供应链管理能力，在保健品新周期中获得一席之地。

4.2. 新圈层：全年龄段延展，全家庭覆盖

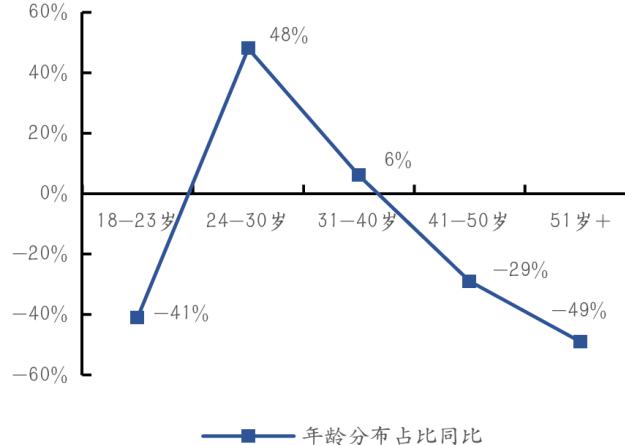
保健食品不再与“银发经济”强绑定，客群由老年向全年龄段延展。以抖音渠道 2024M1-4 数据为例，保健食品的消费人群中 24-40 岁年龄段人群占比显著增加；具体到抗衰老赛道，2021-2022 年该年龄段消费者占比同样明显提升，保健食品的年轻化趋势明确。

图23：抗衰老行业消费者日益年轻化



数据来源：魔镜市场情报、东吴证券研究所

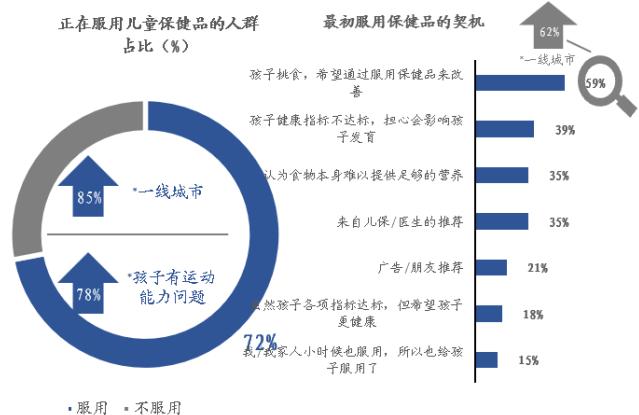
图24：24-40 年龄段消费者占比提升(2024M1-4 抖音)



数据来源：蝉妈妈（注：该处各年龄段占比同比计算基于占比绝对值，非前后年份相减）、东吴证券研究所

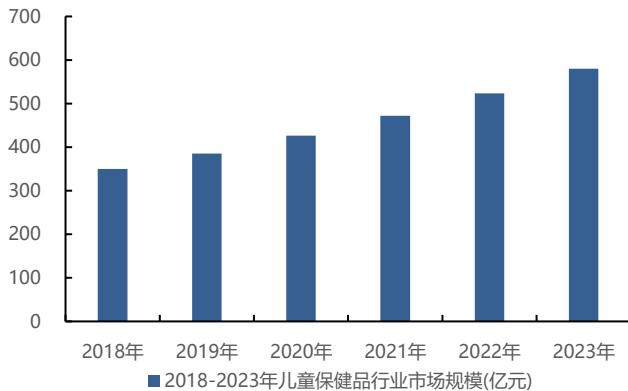
儿童保健食品市场稳步扩容。据 Ipsos 数据，72%的受访家庭有服用儿童保健食品的习惯，近 60%/40%的家庭希望通过服用保健食品来改善孩子挑食、以及发育问题，我国儿童保健食品市场由 2018 年的 350.25 亿元增至 2023 年的 580.22 亿元，CAGR 达 10.62%。

图25：正在服用儿童保健食品的人群占比达 72%



数据来源：益普索 Ipsos (N=2000)、东吴证券研究所

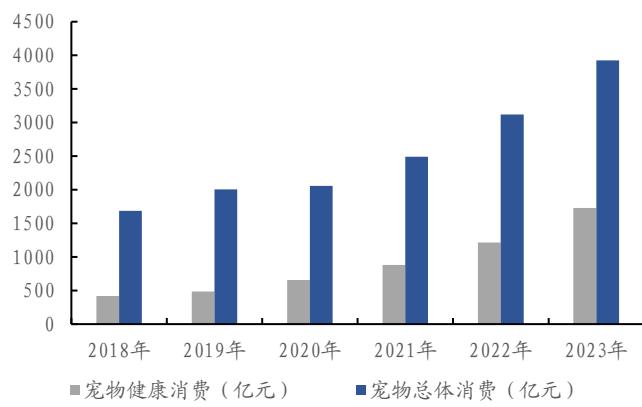
图26：儿童保健食品市场稳步扩容



数据来源：智研瞻研究院、东吴证券研究所

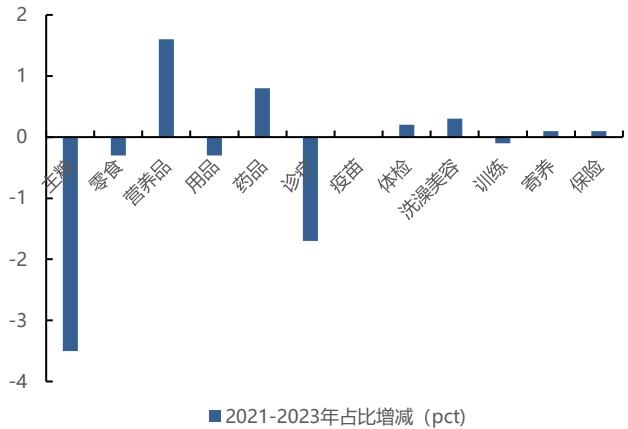
行业进一步向宠物健康方向延展。据《2023年-2024中国宠物健康消费白皮书》，我国宠物的健康类消费额由2018年的418亿元增至2023年的1726亿元，CAGR达33%。2021-2023年间主粮及诊疗消费占比分别-3.5/-1.7pct，但同期宠物营养品占比显著提升，由2021年的1.8%提升至2023年的3.4%，宠物“拟人化”，保健业务星辰大海。

图27：2018-2023年宠物健康消费额 CAGR=33%



数据来源：艾瑞咨询《2023年-2024中国宠物健康消费白皮书》、东吴证券研究所

图28：2021-2023年宠物营养品消费占比显著提升

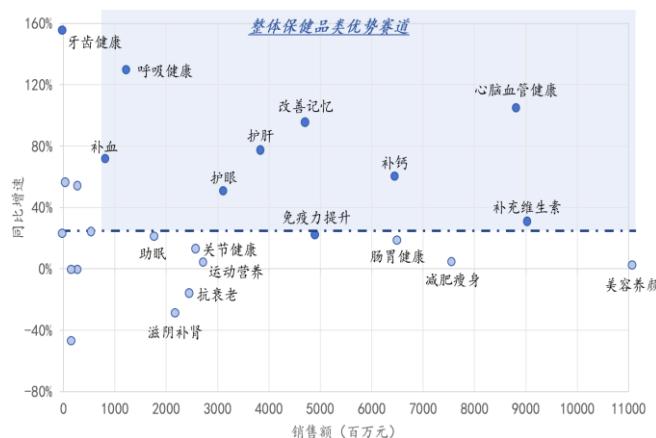


数据来源：艾瑞咨询《2023年-2024中国宠物健康消费白皮书》、东吴证券研究所

4.3. 新品类：延展功效，丰富形态

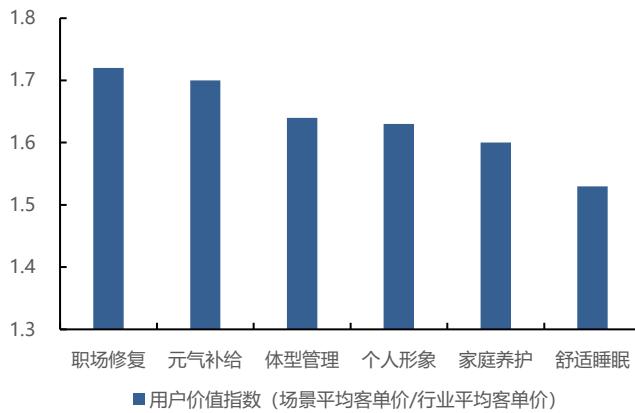
新客群催生新的功效需求。随着保健群体年轻化、悦己经济兴起，保健食品功效逐步延展至情绪管理、发肤甲调理以及运动健身等方向，且消费者愿意为新需求支付更高的溢价。

图29: MAT2023 整体保健食品细分功效销售额及增速



数据来源: 魔镜数据 (注: 大体量和高需求功效赛道综合考虑销售额平均体量及平均同比增速情况得到), 东吴证券研究所

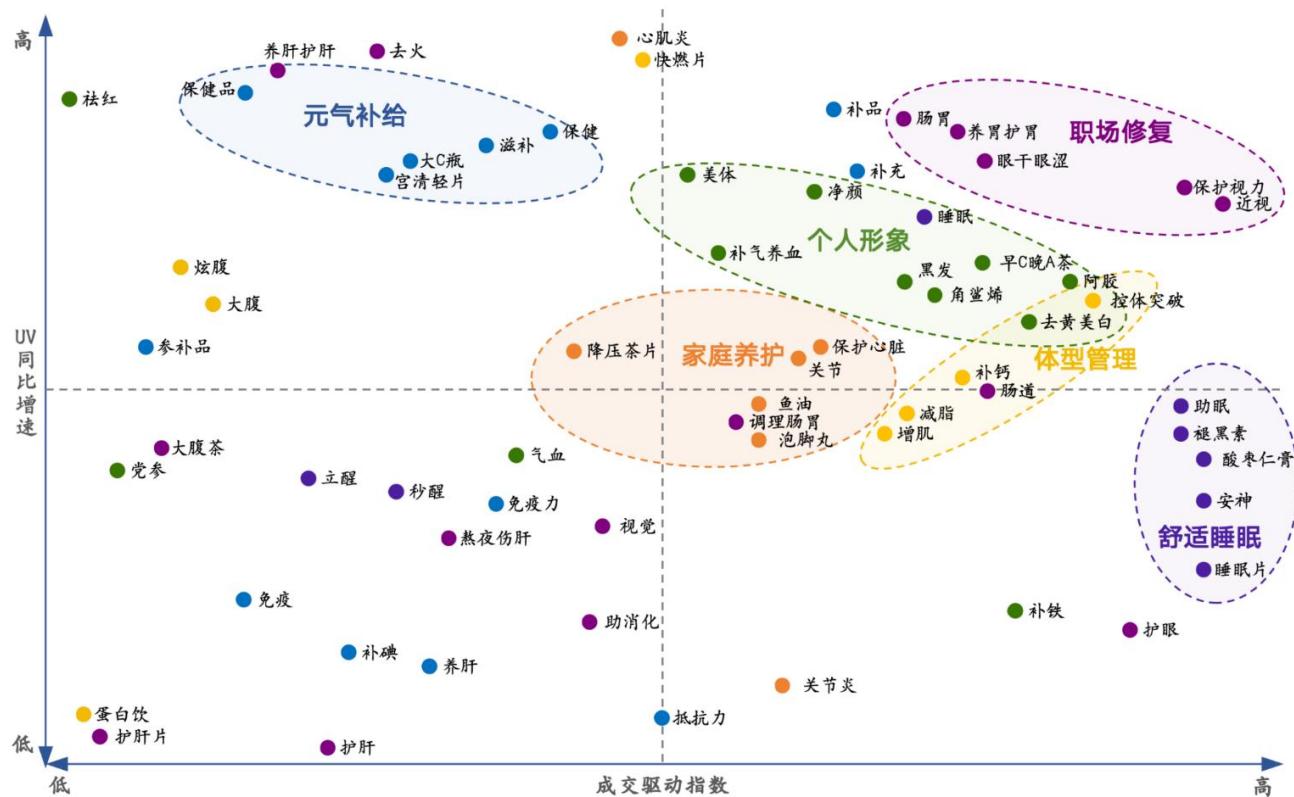
图30: 2024年消费者用户价值指数排行



数据来源: 《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》
天猫健康&alimama、东吴证券研究所

趋势而言: (1) 体型管理、个人形象为高成交驱动方向; (2) 职场修复、元气补给具备较高的用户价值; (3) 家庭养护、舒适睡眠等功效为持续且稳定的需求所在。

图31: 高成交驱动与高访客增速赛道



数据来源: 《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》天猫健康&alimam、东吴证券研究所

不同群体偏好的产品形态各异。年轻的学生党对软糖、茶包等形式新颖、口感丰富的剂型更为青睐, 打工人更热衷服用便捷的软糖及传统的软胶囊。据仙乐健康年报, 新剂型软糖销量占比由 2022 年的近 5%增至 2024 年近 10%, 年均复合增长率约 40%, 饮

品销量由 2022 年的约 10%增至 2024 年的 15%，年均复合增长率近 30%。

表2：不同群体偏好的产品形态各异

产品形态	学生党	打工仔	年轻父母	银发一族
硬胶囊	15.8%	16.8%	16.1%	27.9%
软胶囊	48.4%	66.6%	70.7%	72.1%
片剂	20.1%	32.9%	33.2%	32.6%
口服液	19.4%	43.3%	50.2%	30.2%
软糖	74.9%	56.2%	55.6%	14.0%
茶包	43.4%	22.5%	22.4%	18.6%

数据来源：《2023 年保健品行业洞察报告》，东吴证券研究所

随着消费客群年轻化，保健食品形态向着零食化的方向发展，剂型丰富、口味多元。为适配年轻群体饮食习惯，蛋白棒、软糖、跳跳糖及营养包等创新剂型及技术应用层出不穷，保健食品口味也进一步延展至蜜桃乌龙、荔枝玫瑰味等，日益零食化。

表3：新剂型层出不穷，口味丰富、技术成熟（节选）

公司	剂型及图片	技术	功效
仙乐健康	乳液钙	维矿类营养素与高载量微米乳化技术	具有如酸奶般绵密的质感和丝滑无涩的口感，可承载相当于 40-60 倍牛奶的钙含量，且复配范围广
	益生菌晶球	益生菌和 ProBioArk 晶球包埋技术	益生菌构筑了 3 层具有隔绝水、空气及胃酸功能的保护舱，提高了益生菌的稳定性
百合股份	萃优酪	油脂与高载量微米乳化技术	可提高脂质营养素的吸收率，口感类似奶酪，可具有多种风味，避免油腻感和口味不佳的问题
	叶黄素酯 爆浆凝胶 糖果	分子胶置换技术	能提高更多的物质承载程度，突破了含量及剂型包容性瓶颈
衡美健康	蛋白棒	Ultra-Fluid-Orientation 技术	在软度、风味释放、化口性、弹性等维度相较于传统蛋白棒明显改善
	MCT-SOSO 燃力饮	极渺微纳米乳化技术	使产品达到了细密顺滑、水油相合的质感，并提高了有效成分的含量

数据来源：Foodtalks，东吴证券研究所

5. 投资建议：新消费浪潮下，关注板块估值切换的可能

渠道切换带来了新的消费客群、催生新的品类。基础大类（维矿、蛋白粉、钙片类等）保健食品奠基，新消费贡献增量，我们认为传统的审美体系及估值视角不再适配新周期的研究。站在新周期的起点，重审保健食品行业，建议关注适配渠道转型、迎合新

圈层、发力新品类的优质龙头企业。

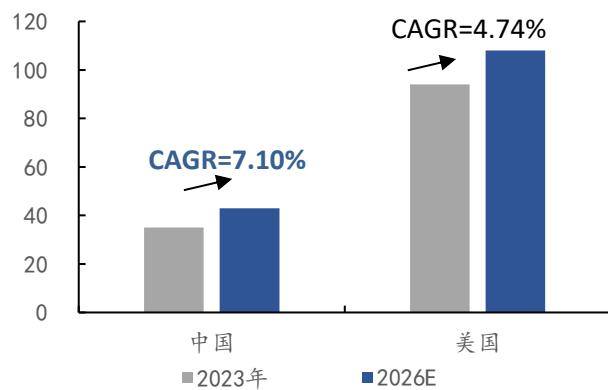
5.1. 品牌端：关注传统品类基础佳、具备新消费基因的龙头企业

我们看好能够在新周期中获得红利的龙头企业。2025年汤臣倍健提出完善SKU矩阵，通过不同类型产品覆盖不同类型渠道，迎合各种消费人群的需求；Swisse (H&H国际控股) 电商品牌属性明显，有望享线上渠道切换之红利，“1+3”品牌矩阵下，升级品牌Plus+增长持续超预期，有望带动整体盈利中枢上移；年轻化品牌Swisse Me应用跳跳糖、软糖等剂型、口味丰富、功效多元，适配新消费趋势。我们预计H&H国际控股2025年收入140.82亿（同比+7.9%），归母净利润5.23亿（扭亏为盈），按2025年4月18日收盘价，对应PE仅11.03倍。

5.2. 代工厂：看好头部代工厂份额提升、估值切换

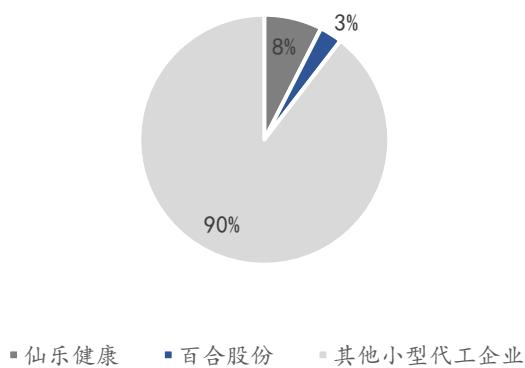
我们认为保健食品代工环节有望趋向集中，看好头部代工厂份额提升。2023年我国营养保健食品代工市场规模约35亿美元，但CR5低于20%，其中仙乐健康/百合股份市占率仅为8%/3%，我们看好龙头代工业企业市场份额提升，分两种情形讨论：（1）头部保健品牌面临转型、推新加速，对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高的要求；（2）长尾品牌占比提升且更迭加速，传统模式资本开支大、小规模企业难以为继，中小企业的代工需求应运走强，具备规模及技术优势的头部代工厂有望获得更高的市场份额。

图32：保健食品代工市场规模及增速（单位：亿美元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图33：2023年保健食品代工市场份额测算



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

站在新周期的起点，试用新消费的估值重审保健食品行业：

（1）龙头仙乐健康从药品代工起家，降维布局保健食品代工业务，研发具备前瞻性，新剂型如萃优酷、益生菌晶球等反馈均佳。行业竞争虽有加剧，但创新性的研发仍有希望享受超额溢价。2025年公司重视新零售业务、重点提升中长尾客户的服务能力，计划用标品满足需求、辅之AI赋能，力求打造爆品。新消费浪潮下，我们认为公司的龙头地位有望进一步夯实，预计2025年归母净利润3.92亿元，按2025年4月18日收盘

价，对应 PE 仅 14.88 倍。

(2) 百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神，砥砺二十载，现已打造保健食品代工（近八成）为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵。公司拥有丰富的批文储备（批文数量国内第一）以及稀缺的柔性化供应链，满足客户小批量、定制化需求，有望在行业线上转型期获益。2025 年会员商超等新客户有望贡献增量，宠物保健食品代工平稳启航，拟收购的新西兰子公司 Ora 有望与国内业务形成协同，加码高势能赛道，预计 2025 年归母净利润 1.74 亿元，按 2025 年 4 月 18 日收盘价，对应 PE 仅 14.28 倍。

渠道切换、客群延展、品类扩充，具备新消费基因的龙头企业有望穿越周期，久久为功，建议积极关注板块估值切换的可能，以及优质龙头的成长性，青山遮不住，毕竟东流去。

6. 风险提示

市场竞争的风险: 保健品企业面对海内外的竞争,如若不能尽快提升自身研发、扩大产能,提升品牌知名度,保持及加强竞争优势,或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨: 若原材料价格大幅上涨,保健品企业净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险: 如若单品推广不达预期,或对保健品企业收入及利润产生影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

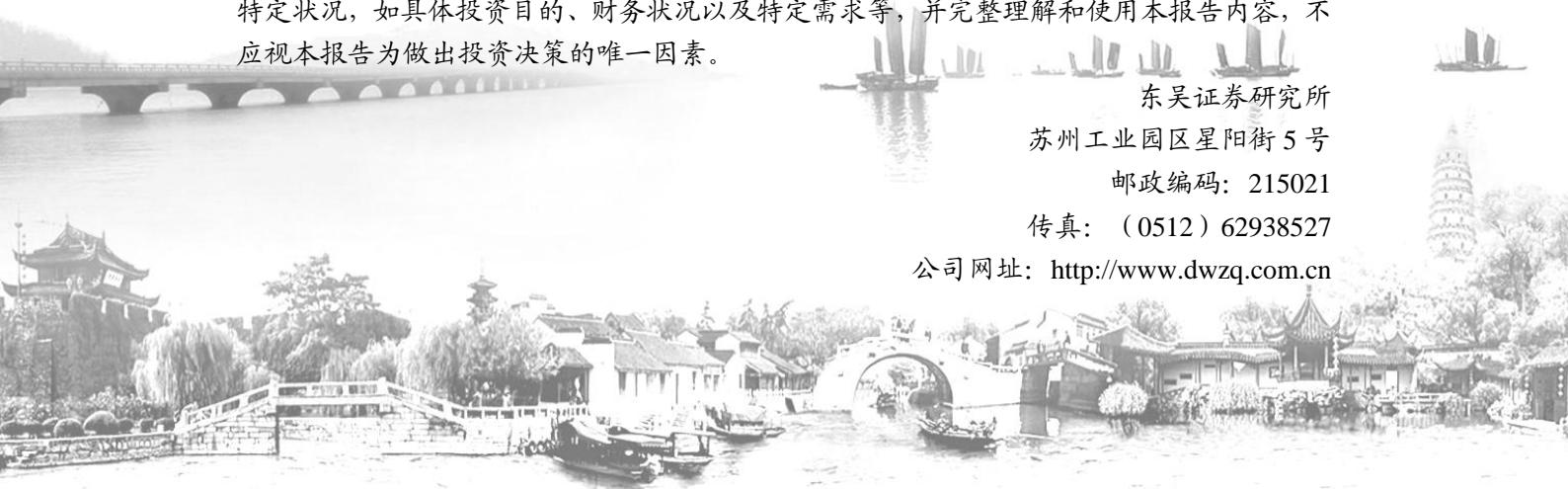
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>