

北交所专题报告

2025 年 09 月 16 日

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

大健康消费浪潮下，北交所营养功能食品产业链公司梳理

——北交所新消费产业研究系列（二）

投资要点：

- 我国营养功能食品行业正处于快速发展阶段，国家层面的战略支持提供良好发展环境。随着经济的稳健增长与居民收入的持续提升，人们对健康生活的需求日益增长。与此同时，人口老龄化程度的加速加深，以及亚健康问题的日益普遍，使得公众对健康生活的需求愈发迫切。2024 年我国营养健康食品行业市场规模为 5,223 亿元，预计 2029 年达到 7,203 亿元，2024-2029 年度年均复合增长率预计达 6.6%。营养功能食品为营养健康食品中的细分品类，2024 年我国营养功能食品行业市场规模为 2,331 亿元，预计 2029 年将达到 3,499 亿元，2024-2029 年度年均复合增长率预计将达 8.5%。我国营养功能食品市场正处于快速发展阶段，但受限于消费者认知不足、产品同质化严重、创新力不足等因素，营养功能食品人均消费额相较美国、日本等国家仍存在差距，有望进一步提升。
- 我国营养功能食品行业已形成一条完整的产业链，主要由上游原辅料供应商、中游生产制造及品牌运营商、下游渠道商及终端消费者构成。其中上游原辅料氨基酸行业市场规模持续扩容，近年来，医药、饲料、食品和营养保健品等下游应用领域对氨基酸需求不断加大，2023 年我国氨基酸行业市场规模达 436.35 亿元，同比增长 4.2%。我国营养功能食品行业细分品类众多、迭代速度较快、竞争格局分散，近年布局营养功能食品的品牌商及跨品类企业大幅度增加，为应对快速变化的市场需求，许多品牌商聚焦于品牌建设与渠道运营，将生产环节外包。这推动了中游合同生产行业的快速发展，2024 年我国营养功能食品合同生产市场规模已达 253 亿元，预计 2029 年将增至 441 亿元，CAGR 达 11.8%。作为营养功能食品的细分行业之一，我国运动营养终端消费市场呈现厚积薄发态势，根据欧睿国际数据，2015-2024 年中国运动营养食品市场规模复合年均增长率高达 22.7%，预计 2025 年中国运动营养食品市场规模可达 68 亿元，2025-2027 年的复合增速仍可达到 7.2%。
- 北交所与营养功能食品相关的标的有康比特、无锡晶海和衡美健康（拟上市）。无锡晶海属于产业链中的原料商；衡美健康（拟上市）属于产业链中的合同生产商；康比特属于产业链中的品牌商。无锡晶海作为氨基酸原料药领域的专业制造商，凭借技术和规模优势，为全球医药、保健品客户提供高质量的核心原料，根据无锡晶海 2023 年 11 月招股书，公司的氨基酸原料药系列产品种类及生产规模位居行业前列，国内市场占有率较高、超过 30%。衡美健康作为一家专注于营养功能食品的 ODM 企业，其核心价值在于为下游品牌客户提供从配方研发到生产制造的一站式服务，根据灼识咨询的报告，2024 年衡美健康在中国营养功能食品合同生产行业市占率约 4.2%，排名第一。康比特是一家集运动营养、健康营养食品研发与制造及数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司，核心竞争力在于强大的品牌力、专业的产品研发以及线上线下结合的全渠道运营能力，参考久谦中台数据，公司核心产品乳清蛋白销售额在电商平台市占率不断提升，2024 年位列第一。
- 风险提示：宏观经济及社会消费波动风险、国内行业法规政策变化风险、市场竞争风险

内容目录

1. 2024 年我国营养功能食品市场规模为 2,331 亿元，处于快速发展阶段	5
2. 营养功能食品产业链中，康比特为品牌商毛利占优，衡美健康为代工厂成长较快	12
2.1. 无锡晶海：深耕产业链上游，以技术驱动公司成长	12
2.2. 衡美健康：品牌背后的代工企业，为细分领域龙头	15
2.3. 康比特：运动营养领导品牌，专业背书赋能大众市场	18
2.4. 营养功能食品产业链相关标的财务数据对比	20
3. 风险提示	24

图表目录

图表 1： 营养健康食品分为保健食品、特殊膳食用食品、普通预包装食品	5
图表 2： 营养功能食品为营养健康食品中的细分品类	6
图表 3： 预计 2029 年营养健康食品市场规模达 7203 亿元（单位：亿元）	6
图表 4： 体重管理的代表性食品有代餐粉、膳食纤维饮料	7
图表 5： 健康零食是中国营养功能食品市场规模占比最大的产品品类（单位：亿元） ...	7
图表 6： 2024 年我国营养功能食品人均消费额较美国等国家仍有差距（单位：元/人）	8
图表 7： 营养功能食品行业中游主要涵盖生产制造和品牌运营	8
图表 8： 2023 年我国氨基酸行业市场规模达 436.35 亿元，同比+4.2%	9
图表 9： 运动营养品按特殊营养素可分为补充能量类、控制能量类等	9
图表 10： 预计 2025 年全球运动营养食品规模达 335 亿美元	10
图表 11： 预计 2025 年中国运动营养食品规模达 68 亿元	10
图表 12： 2024 年中国运动营养食品人均支出仅 0.62 美元，相比美国有较大提升空间	10
图表 13： 营养功能食品的生产制造主要有三种模式	11
图表 14： 2024 年我国营养功能食品合同生产行业市场规模为 253 亿元（单位：亿元）	11
图表 15： 2025H1 无锡晶海营收和归母净利润同比增长	13
图表 16： 2025H1 两大业务营收同比高增（单位：万元）	14
图表 17： 2023-2025H1 两大业务毛利率较为稳定	14
图表 18： 2025H1 中国大陆业务营收增长强劲（单位：万元）	14
图表 19： 2023-2025H1 中国大陆业务毛利率相对更高	14
图表 20： 募投项目预计于 2025 年 7 月 31 日达到可使用状态	15
图表 21： 无锡晶海与可比公司对比	15
图表 22： 衡美健康主要产品为体重管理系列、运动营养系列和美丽营养系列	16
图表 23： 2025H1 衡美健康表现皆有所下滑，营收和归母净利润同比增速皆由正转负	16
图表 24： 2023-2025H1 衡美健康三项产品系列营收增速放缓（单位：万元）	17
图表 25： 衡美健康的体重管理系列和美丽营养系列毛利率较高	17
图表 26： 衡美健康与可比公司对比	17
图表 27： 康比特公司的产品和服务覆盖不同细分需求	18
图表 28： 2025H1 康比特归母净利润暂时承压	19
图表 29： 2021-2025H1 运动营养食品营收持续增长（单位：万元）	19

图表 30: 2023-2025H1 运动营养食品毛利率有所下滑	19
图表 31: 2024 年康比特销售额位列乳清蛋白产品电商平台（天猫、抖音、京东）第一	20
图表 32: 康比特与可比公司对比	20
图表 33: 2025H1 康比特营收增长稳健，无锡晶海营收增速转正	21
图表 34: 2025H1 无锡晶海归母净利润高增，康比特和衡美健康同比下跌	21
图表 35: 2025H1 康比特毛利率有所下滑，无锡晶海和衡美健康表现稳定	21
图表 36: 2025H1 康比特净利率下滑较大，无锡晶海有所回升	21
图表 37: 康比特销售费用率长期处于高位，而无锡晶海和衡美健康则相对较低	22
图表 38: 2022-2025H1 管理费用率均有所降低，映射管理效率的提升	22
图表 39: 2022-2025H1 无锡晶海研发费用率相对较高	23
图表 40: 2022-2025H1 无锡晶海财务费用率为负	23

1. 2024 年我国营养功能食品市场规模为 2,331 亿元，处于快速发展阶段

根据衡美健康招股书，随着《“健康中国 2030”规划纲要》《国民营养计划（2017-2030 年）》《中国食物与营养发展纲要（2025-2030 年）》等国家战略的深入实施，以及《中华人民共和国食品安全法》《食品相关产品质量安全监督管理暂行办法》《食品经营许可和备案管理办法》等重要法律法规的落地，我国营养功能食品行业迎来了良好的发展机遇。行业监管体制的逐步完善、细分领域准入门槛的持续提高，以及食品产业科技创新的不断推进，不仅为行业的高质量发展奠定了坚实基础，也对企业的日常经营产生了深远影响。

营养健康食品的概念逐渐完善且重要性逐渐提高。根据衡美健康招股书，随着经济的稳健增长与居民收入的持续提升，人们对健康生活的需求日益增长。与此同时，人口老龄化程度的加速加深，以及亚健康问题的日益普遍，使得公众对健康生活的需求愈发迫切。上述因素协同作用，为营养健康食品行业铺就了广阔的发展蓝图。随着市场的持续扩容，营养健康食品的概念内涵及其重要性在全球范围内获得了更广泛的认知与认可。

图表 1：营养健康食品分为保健食品、特殊膳食用食品、普通预包装食品

项目	定义	目标人群	目的	管理方式
保健食品	指声称具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品	特定人群	调节机体机能，不以治疗疾病为目的	注册/备案
特殊医学用途配方食品	指为满足进食受限、消化吸收障碍、代谢紊乱或者特定疾病状态人群对营养素或者膳食的特殊需要，专门加工配制而成的配方食品	特定疾病状态人群	为需要特殊食物管理人群提供特殊营养需要	注册
特殊膳食用食品	婴幼儿配方食品 以乳类及乳蛋白制品、大豆及大豆蛋白制品为主要原料，加入适量的维生素、矿物质或其他成分，仅用物理方法生产加工制成的产品，适用于 0-36 月龄婴幼儿食用，其能量和营养成分能满足婴儿的正常营养需要或较大婴儿和幼儿的部分营养需要	婴幼儿	针对性补充营养	注册/备案
	婴幼儿辅助食品 指供给 6-36 月龄婴幼儿食用的婴幼儿谷类辅助食品和婴幼儿罐装辅助食品	婴幼儿	辅助性补充营养	备案
	其他特殊膳食用食品 包括辅食营养补充品、运动营养食品，以及其他具有相应国家标准的特殊膳食用食品	特殊生理阶段、特殊营养需求的健康人群	针对性补充营养或能量	无注册/备案要求
普通预包装食品	只提供人体所需基本营养物质，满足正常生理需要，维持人体正常新陈代谢的食品；对特殊人群所需营养没有明确的针对性	无特殊指向性	维持基础	无注册/备案要求

资料来源：衡美健康招股书、《中华人民共和国食品安全法》、灼识咨询等、华源证券研究所

根据衡美健康招股书、灼识咨询，结合中国现行法律法规及主要成熟市场的法律定义，营养健康食品涵盖保健食品、部分特殊膳食用食品（除特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品、婴幼儿辅助食品的其他特殊膳食用食品）及部分普通预包装食品。其中，保健食品、特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品、婴幼儿辅助食品实施注册或备案的管理模式，其它品类无注册或备案的要求。**营养功能食品为营养健康食品中的细分品类。**一般而言，营养

功能食品特指添加具有营养价值或对人体正常生理功能有益成分的营养健康食品。营养功能食品涵盖满足上述要求的特殊膳食用食品（即除特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品、婴幼儿辅助食品外的其他特殊膳食用食品）及普通预包装食品，不包含保健食品，其无需特殊的上市前审批，不得进行产品的功能声称。

图表 2：营养功能食品为营养健康食品中的细分品类



资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

2024 年我国营养健康食品行业市场规模为 5,223 亿元，预计 2029 年达到 7,203 亿元，2024-2029 年度年均复合增长率预计达 6.6%。根据衡美健康招股书、灼识咨询，营养功能食品行业增速高于保健食品行业整体水平，未来在营养健康食品行业的占比有望持续提升，逐步成为驱动行业增长的核心引擎。传统的保健食品领域预计将延续稳健扩张态势，凭借其在健康管理场景中的刚性需求属性，仍有望在长期发展中对行业形成重要支撑。

图表 3：预计 2029 年营养健康食品市场规模达 7203 亿元（单位：亿元）



资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

根据衡美健康招股书、灼识咨询，消费者对于食品的需求越来越多元化、细分化，更加注重饮食的营养及功效，兼具健康美味、食用便携等特点的营养功能食品应运而生，其区别于传统保健食品的产品形态、消费习惯，更易渗透多种生活场景，受到消费者的广泛青睐。与此同时，国家多项利好政策的出台及下游消费渠道的快速迭代亦驱动着我国营养功能食品行业快速发展。随着消费者健康意识的逐渐增强、关于膳食营养原料和机理的基础研究不断深入，营养功能食品的应用场景也在持续丰富。根据应用场景的不同，营养功能食品可主要分为体重管理、运动营养、美丽营养、肠道健康、健康零食、基础营养等。

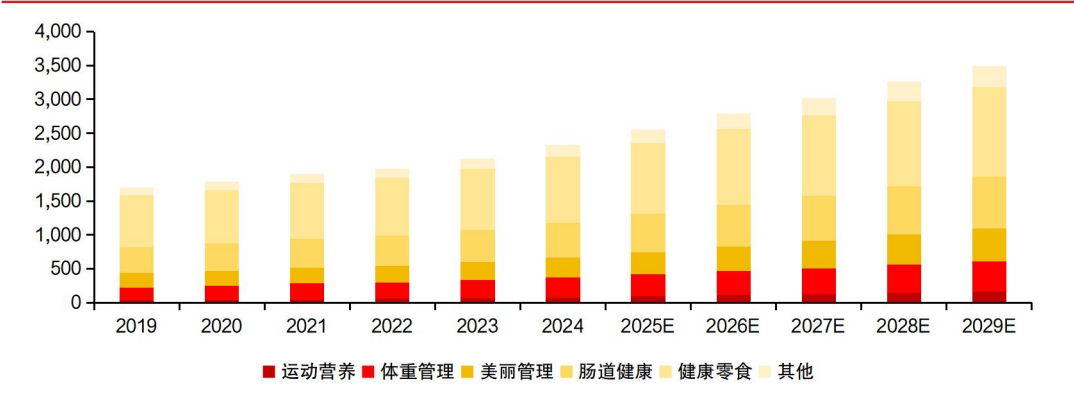
图表 4： 体重管理的代表性食品有代餐粉、膳食纤维饮料

细分市场	定义	原料	代表性产品	常见产品形态
体重管理	专为体重调控设计的食品，通过减少能量摄入增加能量消耗，实现能量负平衡，核心成分包括高纤维、优质蛋白及植物提取物	蛋白粉、膳食纤维、植物提取物等	代餐粉、膳食纤维饮料	粉剂、饮品、片剂、棒类
运动营养	专为满足运动人群在特定生理代谢状态、提升运动能力及补充特定营养素需求而加工的食品。适用于每周进行三次及以上、每次持续30 分钟以上、且运动强度达到中等及以上的个体	蛋白粉、肽类、氨基酸、肌酸等	蛋白粉、氨基酸饮料、运动能量棒	粉剂、饮品、片剂、棒类
美丽营养	为满足消费者美容美体需求而专门研发和加工的功能性食品。其核心在于利用特定的营养成分通过科学配比，支持皮肤、头发或整体健康	胶原蛋白肽、透明质酸钠、维生素 C、维生素 E 等	胶原蛋白肽饮品、美白饮品	软胶囊、片剂、软糖、饮品
肠道健康	指在普通食品或饮品中添加益生菌、益生元、膳食纤维等成分的营养功能食品，用于支持肠道菌群平衡	益生菌、益生元等	益生菌酸奶、益生菌粉、益生元饮料	软胶囊、片剂、粉剂、饮品、软糖
健康零食	在非正餐时间食用，以天然原料或科学配方为基础，通过优化加工工艺实现低糖、低脂、低盐、低卡、低 GI 等健康属性，同时富含蛋白质、膳食纤维、维生素或矿物质等营养素的营养功能食品	坚果、籽类、燕麦、膳食纤维等	坚果棒、能量球、低糖饼干、果干	粉剂、棒类、片剂、饼干、巧克力豆
基础营养	以提供人体必需营养素为主要功能、旨在弥补日常膳食中营养不足、维持机体正常生理功能的食品。这类产品主要针对普通消费人群，通过科学配比的维生素、矿物质、蛋白质、必需脂肪酸及膳食纤维等成分	维生素、矿物质、蛋白粉等	复合维生素片、矿物质补充剂、蛋白饮料	片剂、粉剂、软胶囊、饮品、软糖

资料来源： 衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

2024 年我国营养功能食品行业市场规模为 2,331 亿元，预计 2029 年达到 3,499 亿元，2024-2029 年度年均复合增长率预计达 8.5%。根据衡美健康招股书、灼识咨询，按照应用场景划分，健康零食是中国营养功能食品市场规模占比最大的产品品类，2024 年健康零食市场规模为 971 亿元；其次，肠道健康、美丽营养、体重管理市场规模分别为 519 亿元、293 亿元、291 亿元；运动营养成为行业增速最快的细分领域，得益于全民健身热潮、线上健身兴起及智能穿戴设备普及，运动营养市场在 2019 年至 2024 年间实现了年均 21.2% 的高速增长，预计未来将以 16.0% 的年均复合增长率持续扩张，到 2029 年规模显著提升，达到 165 亿元。

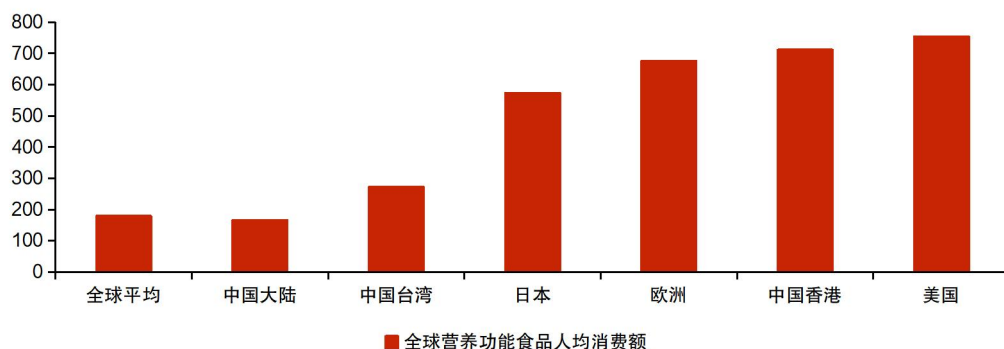
图表 5： 健康零食是中国营养功能食品市场规模占比最大的产品品类（单位：亿元）



资料来源： 衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

我国营养功能食品市场正处于快速发展阶段，但受限于消费者认知不足、产品同质化严重、创新力不足等因素，营养功能食品人均消费额相较美国、日本等国家仍存在差距。根据衡美健康招股书、灼识咨询，2024 年，中国大陆地区人均营养功能食品消费额为 166 元，略低于全球平均营养功能食品消费额的 179 元。相比之下，美国、中国香港、欧洲、日本及中国台湾的营养功能食品人均消费额分别为 754 元、711 元、675 元、572 元、272 元，高于中国大陆营养功能食品人均消费额。随着居民健康管理意识的不断增强、国民收入水平的持续提高、行业监管体制的不断完善、营销渠道的创新，我国营养功能食品行业的渗透率有望进一步提升。

图 6：2024 年我国营养功能食品人均消费额较美国等国家仍有差距（单位：元/人）



资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

营养功能食品行业产业链主要由上游原辅料及包材供应商、中游生产制造商及品牌运营商、下游渠道商及终端消费者组成。我国营养功能食品行业正处于快速发展阶段，细分品类众多、迭代速度较快、竞争格局分散，近年布局营养功能食品的品牌商及跨品类企业大幅度增加，进一步加剧行业品牌商的竞争，行业下游大多数品牌商往往成立时间较短、经营规模有限。为应对不断变化的市场环境，品牌商和渠道商通常会集聚资源，聚焦于品牌建设、渠道运营、产品推广等环节。同时，消费者对营养功能食品的口感、形态、功效的需求呈现多元化趋势，使得品牌商和渠道商更加注重产品力的打磨，倾斜资源加强产品创新，利好合同生产环节，研发能力强、工艺开发能力优异、产品形态丰富的合同生产商更具竞争优势。

图 7：营养功能食品行业中游主要涵盖生产制造和品牌运营



资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

➤ 原辅料氨基酸行业

根据智研咨询，近年来，医药、饲料、食品和营养保健品等下游应用领域对氨基酸需求不断加大，带动我国氨基酸市场规模持续扩容，2023 年我国氨基酸行业市场规模达 436.35 亿元，同比增长 4.2%。根据无锡晶海招股书，我国氨基酸生产凭借在原材料和劳动力成本上的优势，占据较大的中低端氨基酸产品市场份额，但由于技术、工艺、质量管理等多方面原因，在中高端氨基酸产品的市场参与较少，与全球领先企业之间存在一定差距。近年来，在国家出台多项重要产业政策加持下，行业不断发展，氨基酸产品不断丰富，品质不断提高，开始逐步涉足具有高附加值的小品种氨基酸，如苯丙氨酸、脯氨酸、异亮氨酸、缬氨酸等，国内外市场表现逐步提升。未来随着城乡居民生活质量提高，以健康为主的消费观念深入人心的同时，氨基酸生物合成过程、发酵过程、提取技术有望得到进一步优化，氨基酸及衍生产品拥有广阔的发展空间。

图表 8：2023 年我国氨基酸行业市场规模达 436.35 亿元，同比+4.2%



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

➤ 运动营养行业

运动营养行业是营养功能食品的细分行业之一，根据我国发布的《食品安全国家标准运动营养食品通则》，运动营养食品具体定义是为满足运动人群（指每周参加体育锻炼 3 次及以上、每次持续时间 30 分钟及以上、每次运动强度达到中等及以上的人群）的生理代谢状态、运动能力及对某些营养成分的特殊需求专门加工的食品。运动营养品是日常膳食的一种补充，有些种类也可以作为伤病的辅助治疗用品。运动营养品应用最广泛的是在健美和力量举项目中，而在其它项目中，运动营养品的优点也正被人们逐渐认识到。

图表 9：运动营养品按特殊营养素可分为补充能量类、控制能量类等

分类	主要特征		主要产品类型
按特殊 营养素	补充能量类	以碳水化合物为主要成分，能够快速或持续提供能量	食用葡萄糖粉、能量胶、运动(固体)饮料等
	控制能量类	满足控制体重需求，包括促进能量代谢和能量代替	代餐粉、蛋白奶昔、谷物等
	补充蛋白类	以蛋白或蛋白水解物为主要成分，满足机体组织生长和修复需求	蛋白粉、支链氨基酸肽、谷氨酰胺肽
按照运 动项目	速度力量类	以肌酸为主要成分，适用于无氧运动练习人群	一水肌酸、谷氨酰胺等
	耐力类	以维生素 B1 和维生素 B2 为主要成分，适用于有氧运动练习人群	运动(固体)饮料等
	运动后恢复类	以肽类为主要成分，适用于中高强度运动后恢复人群	支链氨基酸肽、谷氨酰胺等

资料来源：中国营养保健食品协会、解数咨询、华源证券研究所

国外运动营养食品发展起步较早，根据欧睿国际数据，全球运动营养食品市场规模由2015年的138亿美元增长到2024年的306亿美元，复合年均增长率达到9.2%，预计到2025年全球运动营养食品市场规模将达到335亿美元。我国运动营养食品市场呈现厚积薄发的态势，从最初的专业运动员到热爱体育的健美健身人群，再到崇尚健康生活方式的普通人群，运动营养食品消费群体随着大众对运动营养食品认可度的提升而变得更加广泛。随着大众体育的兴起和人们健康意识的改善，越来越多的运动人群开始食用运动营养食品，为身体提供充足的能量并增强体质。根据欧睿国际数据，2015-2024年中国运动营养食品市场规模复合年均增长率高达22.7%，预计2025年中国运动营养食品市场规模可达68亿元，2025-2027年的复合增速仍可达到7.2%。

图表 10：预计 2025 年全球运动营养食品规模达 335 亿美元



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

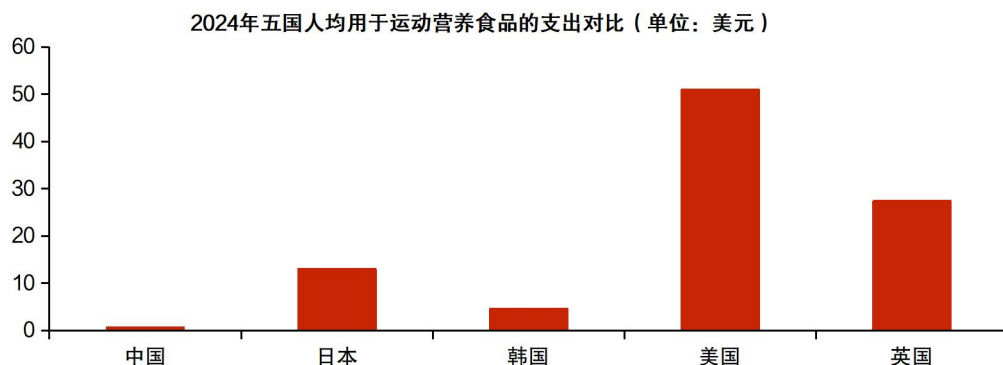
图表 11：预计 2025 年中国运动营养食品规模达 68 亿元



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

我国运动营养行业渗透率和人均支出较低，未来提升潜力大。参考康比特招股说明书，运动营养食品行业经过几十年的发展，各地区的行业渗透率有所提升，但仍存在较大差异，北美市场渗透率已处于较高水平，而亚洲市场特别是国内市场仍处于较低水平。根据欧睿国际数据，2024年中国运动营养食品人均支出仅0.62美元，相比美国50.96美元仍有很大市场提升空间。

图表 12：2024 年中国运动营养食品人均支出仅 0.62 美元，相比美国有较大提升空间



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

➤ **营养功能食品合同生产行业**

营养健康食品合同生产行业主要为品牌商客户提供营养功能食品相关综合性研发生产服务。根据衡美健康招股书、灼识咨询，营养功能食品产业链的中游主要为营养功能食品的生产制造。目前，营养功能食品的生产制造主要有三种模式，涉及的主体可分为合同生产商与原始品牌制造商（OBM）。按分工深度不同，合同生产商进一步分为原始设备制造商（OEM）和原始设计制造商（ODM）。

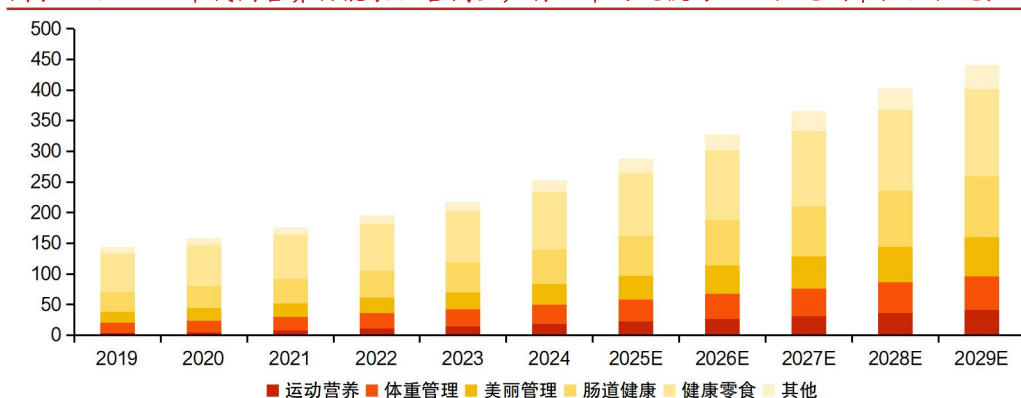
图表 13：营养功能食品的生产制造主要有三种模式

	OEM原始设备制造商	ODM原始设计制造商	OBM原始品牌制造商
定义	OEM又称代工生产，指由采购方提供设备和技术，由制造商负责生产，提供人力和场地，采购方负责销售的一种现代流行生产方式。OEM厂商不参与产品设计及品牌运营，专注于制造环节，主要为客户提供标准化或定制化的代工服务。	ODM又称贴牌生产，指由采购方委托由制造商负责产品设计与生产，而最终产品贴采购方的商标且由采购方负责销售的一种生产方式。该模式下，采购方可选用制造商现有产品设计，也可定制化开发与生产，品牌归属权通常仍归采购方所有。	OBM指由制造商完成产品设计与生产基础上，自主创立并运营自有品牌，产品直接面向市场进行销售，企业同时具备较强的设计开发、生产制造及品牌经营能力，产业链整合程度较高，对资源和综合管理能力要求较强。
设计	✗	✓	✓
生产	✓	✓	✓
品牌	✗	✗	✓
销售	✗	✗	✓
设备投资	✓	✓	✓

资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

2024 年我国营养功能食品合同生产行业市场规模为 253 亿元，预计 2029 年将达到 441 亿元，2024-2029 年度年均复合增长率预计或将达 11.8%。根据衡美健康招股书、灼识咨询，按照应用场景划分，健康零食是中国营养功能食品合同生产行业市场规模占比最大的应用场景，2024 年健康零食合同生产市场规模为 93 亿元；肠道健康、美丽营养、体重管理、运动营养也是较为成熟的应用场景，2024 年上述应用场景合同生产的市场规模分别为 57 亿元、33 亿元、32 亿元和 18 亿元。

图表 14：2024 年我国营养功能食品合同生产行业市场规模为 253 亿元（单位：亿元）



资料来源：衡美健康招股书、灼识咨询、华源证券研究所

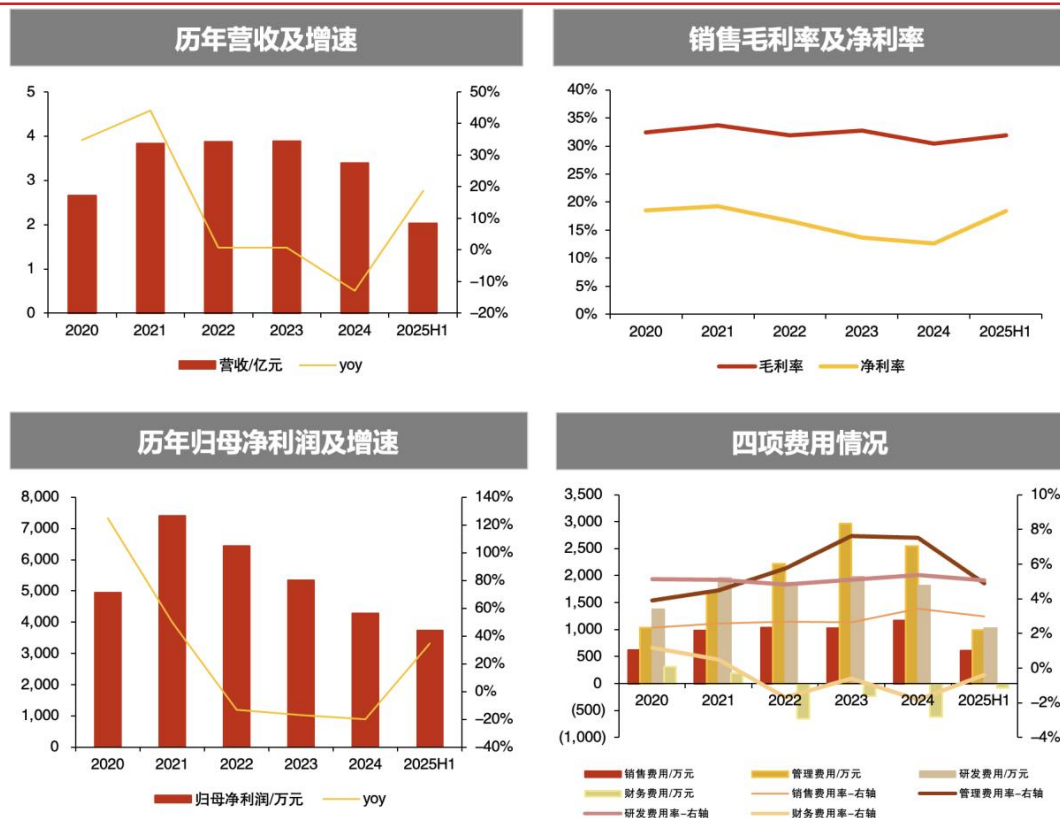
2. 营养功能食品产业链中，康比特为品牌商毛利占优，衡美健康为代工厂成长较快

2.1. 无锡晶海：深耕产业链上游，以技术驱动公司成长

无锡晶海在营养功能食品产业链中属于上游原料商。公司是主要从事氨基酸产品研发、生产、销售的国家级专精特新“小巨人”企业，主要产品包括支链氨基酸（异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸）、色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸等，可广泛应用于医药、食品、保健品、日化等众多领域，2024 年公司下游客户领域以医药类为主，主要为制剂厂商和培养基生产商，其余作为保健品、化妆品及食品原料。公司氨基酸产品远销北美、欧洲、亚太等地，在多年运营过程中积累了丰富的客户资源，与不同领域的知名客户建立了长期稳定的合作关系，包括雀巢、雅培、费森尤斯卡比、Cytiva、Prinova 等。根据无锡晶海 2023 年 11 月招股书，公司的氨基酸原料药系列产品种类及生产规模位居行业前列，国内市场占有率较高、超过 30%。同时，公司专注于生物发酵技术与合成生物学技术的研发，持续提升产品质量并优化生产工艺，提高氨基酸产品纯度，以满足高端领域市场需求。

公司业绩经历短期调整后，2025 年上半年营收与利润实现复苏。公司 2025 年上半年营收达 2.03 亿元（YoY+18.67%），归母净利润为 3730.14 万元（YoY+34.77%），毛利率与净利率分别回升至 31.90%和 18.39%。归母净利润增速回暖主要系公司的股份支付摊销于 2025 年 2 月份到期，从 2025 年 3 月开始则无需摊销，这一因素同比影响利润 480 万元，并且营收的增长带来利润的增加。从费用端看，管理费用率从 2020 年的 3.90%增加到 2024 年的 7.52%，而其它费用率则相对表现平稳。2023 年管理费用同比增长主要系职工薪酬、股份支付费用以及上市相关费用增加所致。

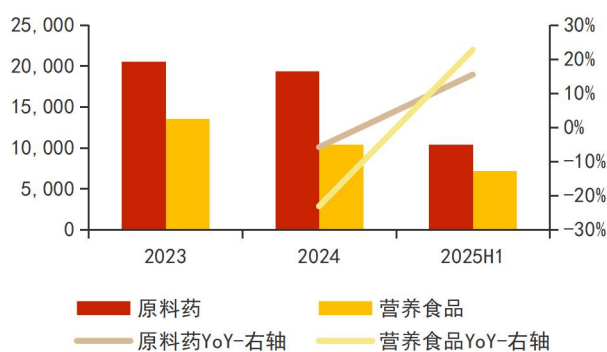
图表 15：2025H1 无锡晶海营收和归母净利润同比增长



资料来源：iFinD、华源证券研究所

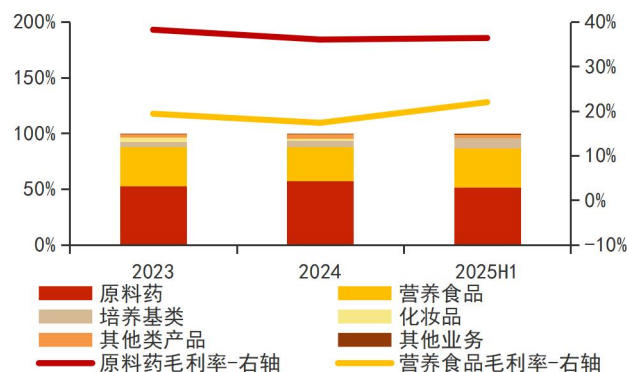
原料药业务稳固公司基本盘，营养食品等业务则在市场回暖后展现出较强的复苏弹性。原料药产品是公司的收入支柱，2023 年营收达 2.06 亿元，占比 52.84%，2024 年营收下跌至 1.94 亿元（YoY-5.83%），占比 57.11%，2025 上半年营收有所回升，达 1.04 亿元（YoY+15.42%），占比 51.30%；营养食品产品在 2023 年营收达 1.36 亿元，占比 34.88%，而 2024 年营收下跌至 1.04 亿元（YoY-23.13%），占比 30.78%，2025 上半年营收实现 0.72 亿元（YoY+22.66%），占比 35.52%。2025H1 公司两大业务营收同比高增主要系公司依托在氨基酸产品细分市场拥有的市场地位和竞争优势，积极开拓国内外新兴市场，推进产品的欧盟 CEP 认证、日本 MF 注册认证工作，提升氨基酸原料药国际市场份额。从毛利率看，原料药和营养食品的毛利率表现皆相对平稳。从 2023 年到 2025H1，原料药产品的毛利率从 38.22%下跌至 36.37%，而营养食品产品则是从 19.38%上涨至 21.97%。

图表 16：2025H1 两大业务营收同比高增（单位：万元）



资料来源：wind、无锡晶海公告、华源证券研究所

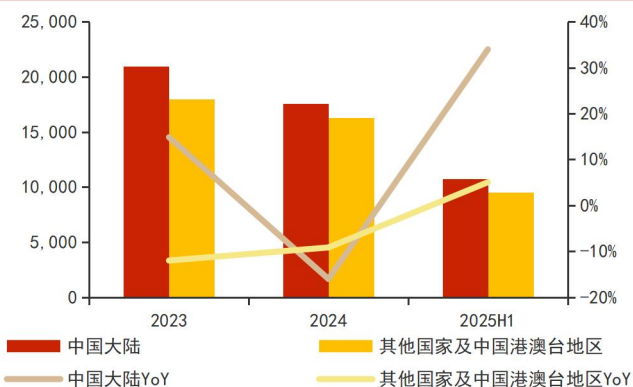
图表 17：2023-2025H1 两大业务毛利率较为稳定



资料来源：wind、无锡晶海公告、华源证券研究所
注：左轴为细分业务营收占比

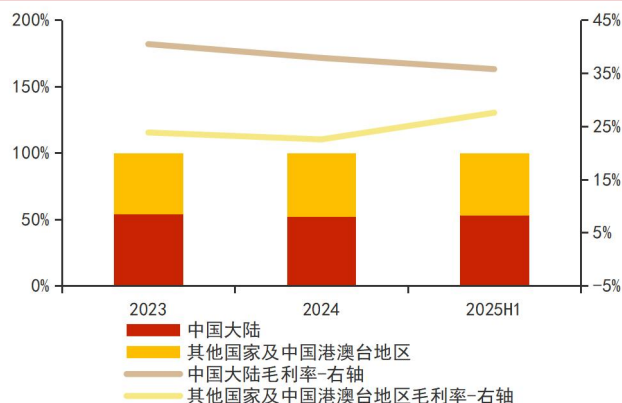
2025H1 中国大陆业务经历调整后反弹，其他国家及中国港澳台地区业务也企稳回升。中国大陆业务 2023 年营收达 2.09 亿元，占比 53.84%，而 2024 年营收下跌至 1.76 亿元 (YoY-16.04%)，占比 51.88%，2025 上半年高增，营收达 1.08 亿元 (YoY+34.01%)。其他国家及中国港澳台地区业务在 2023 年营收为 1.80 亿元，2024 年营收为 1.63 亿元 (YoY-9.17%)，占比 48.12%，在 2025 上半年则企稳回升，营收实现 0.95 亿元 (YoY+5.05%)，占比 46.88%。中国大陆业务营收增速波动主要系 2024 年国内市场受市场流通领域去库存的影响，销量大幅下滑，2025H1 制药厂销售提升、原材料药的采购相应增加。从毛利率看，中国大陆业务毛利率高于其他国家及中国港澳台地区，但呈现下滑趋势，而其他国家及中国港澳台地区业务毛利率则在 2025 上半年有所回升。从 2023 年到 2025H1，中国大陆业务的毛利率从 40.44% 下滑至 35.74%；而其他国家及中国港澳台地区业务的毛利率则从 23.82% 回升至 27.54%。

图表 18：2025H1 中国大陆业务营收增长强劲（单位：万元）



资料来源：iFinD、无锡晶海公告、华源证券研究所

图表 19：2023-2025H1 中国大陆业务毛利率相对更高



资料来源：iFinD、无锡晶海公告、华源证券研究所
注：左轴为分地区营收占比

公司于 2024 年 3 月获得无锡市市场监督管理局颁发的《食品生产许可证》，类别为食品添加剂，品种明细为食品营养强化剂。特殊膳食食品是一种满足特殊的身体或生理状况和(或)满足疾病、紊乱等状态下的特殊膳食需求，专门加工或配方的食品；相对于普通食品和保健

品具有高标准、针对性强、安全性强等特点。我国人口基数庞大，特殊膳食用食品消费基数较大，行业具有较好的发展基础和潜力。公司取得《食品生产许可证》，有望进一步拓展氨基酸产品在食品领域的应用。公司正推进总投资额达 2.46 亿元的“高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目”。该新工厂建设项目推进顺利，按计划于 2025 年 7 月 31 日达到可使用状态，目前已经进入试生产阶段。新工厂的建成，不仅将打破公司现有产能瓶颈，还将深化与现有客户的合作关系，并吸引更多客户达成合作意向。

图表 20：募投项目预计于 2025 年 7 月 31 日达到可使用状态

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划投资总额（万元）	募集资金累计投入进度（截至 2025H1）	项目达到预定可使用状态日期
1	高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目	24603.46	85.33%	2025 年 7 月 31 日

资料来源：无锡晶海公告、华源证券研究所

公司聚焦高附加值的氨基酸原料药，与行业内大规模、多品类的龙头企业形成差异化竞争。与梅花生物、阜丰集团等一体化巨头不同，公司专注于技术要求较高的医药应用领域，截至 2025H1，拥有 14 个氨基酸产品原料药注册证。相比同样技术驱动的华恒生物，公司在医药客户认证壁垒和产品线深度上更具优势，主攻高附加值市场。无锡晶海产品可广泛应用于医药及保健品、食品及日化等领域，已在技术要求较高的医药领域确立了一定的优势地位。

图表 21：无锡晶海与可比公司对比

证券代码	上市公司	主营业务	2024 年营业收入/亿元	2021-2024 年营业收入 CAGR
836547.BJ	无锡晶海	主要从事氨基酸产品研发、生产、销售的国家级专精特新“小巨人”企业	3.39	-4.04%
0512.HK	远大医药	集制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技于一体的科技创新型国际化医药企业；以合成生物学为核心，中国首创全球领先的生物法新技术生产多种氨基酸	109.85	16.09%
600488.SH	津药药业	主要从事皮质激素类、氨基酸类原料药及制剂的研发、生产和销售	32.15	-4.99%
688639.SH	华恒生物	主要从事氨基酸及其衍生物产品研发、生产、销售	21.78	31.67%

资料来源：iFinD、无锡晶海招股说明书、华源证券研究所

2.2. 衡美健康：品牌背后的代工企业，为细分领域龙头

衡美健康属于产业链中游合同生产商。公司专注营养功能食品的研发、生产和销售，为品牌商客户提供综合性研发生产服务。公司深耕行业十余年，凭借强大的研发实力、高品质的产品和良好的品牌口碑，已在国内营养功能食品领域占据重要的市场地位。根据灼识咨询的报告，2024 年衡美健康在中国营养功能食品合同生产行业占据约 4.2% 的市场份额，排名第一；同时，其分别占有中国运动营养和体重管理类营养功能食品合同生产市场约 22.5% 和 16.2% 的市场份额，在上述两个细分领域中排名第一。

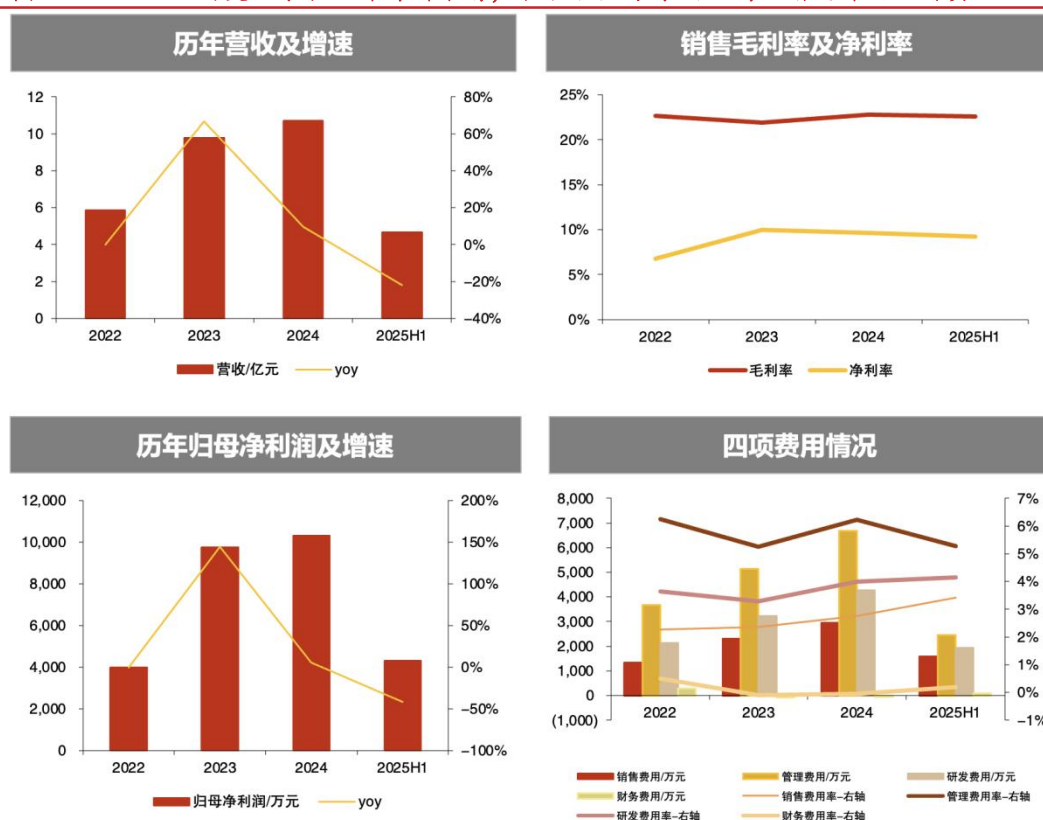
图表 22：衡美健康主要产品为体重管理系列、运动营养系列和美丽营养系列



资料来源：衡美健康招股说明书、华源证券研究所

公司业绩经历增长后，于 2025 年上半年业绩承压，营收与利润均出现下滑。根据衡美健康公告，公司 2025 年上半年营收达 4.65 亿元 (YoY-21.84%)，归母净利润达 4305.76 万元 (YoY-41.78%)，毛利率与净利率分别为 22.59%和 9.25%。营业收入下滑主要系宏观经济环境、下游行业需求波动影响所致。从费用端看，2023 年以来，公司销售和研发费用率均呈上升趋势，2025H1 管理费用率有所下滑，主要系职工薪酬、中介机构服务费、办公费及业务招待费减少所致。

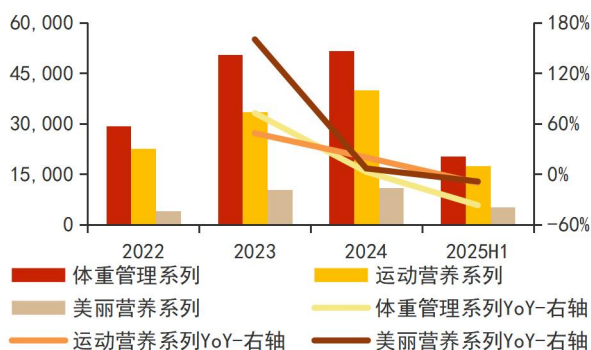
图表 23：2025H1 衡美健康表现皆有所下滑，营收和归母净利润同比增速皆由正转负



资料来源：iFinD、华源证券研究所

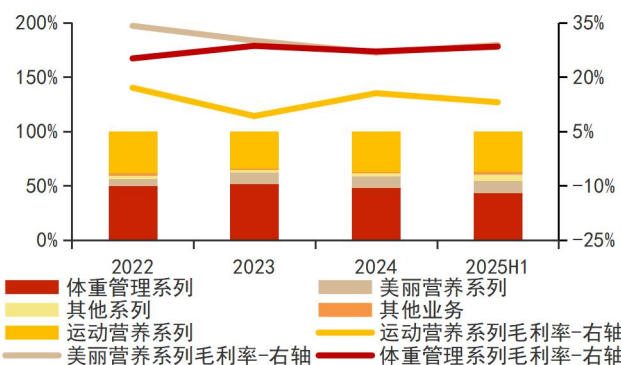
体重管理和运动营养系列为公司主要营收来源，美丽营养系列营收占比有所提高。体重管理系列在 2023 年大幅增长，营收达 5.04 亿元 (YoY+72.58%)，占比 51.53%，而在 2024 年增长有所放缓，营收增长至 5.17 亿元 (YoY+2.58%)，占比 48.27%。2025 上半年营收同比-37.12%；运动营养系列在 2023 年营收达 3.35 亿元 (YoY+48.55%)，占比 34.18%，在 2024 年营收增长至 4 亿元 (YoY+19.66%)，占比 37.35%，而在 2025 上半年则有所下跌，营收同比-10.67%，占比 37.31%；美丽营养系列在 2023 年大幅增长，营收达 1.03 亿元 (YoY+160.15%)，占比 10.55%，而 2024 年则有所放缓，营收达 1.1 亿元 (YoY+6.61%)，占比 10.27%。在 2025 上半年则营收同比-8.92%，占比 11.24%。体重管理系列营收的高速增长主要得益于市场需求的增长和公司市场推广力度的加大。从毛利率看，体重管理系列和美丽营养系列的毛利率表现皆相对较高。从 2023 年到 2025H1，体重管理系列的毛利率从 28.61%下跌至 28.41%；运动营养系列从 9.22%增加至 13.04%；美丽营养系列从 30.02%下跌至 28.85%。

图表 24：2023-2025H1 衡美健康三项产品系列营收增速放缓（单位：万元）



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 25：衡美健康的体重管理系列和美丽营养系列毛利率较高



资料来源：wind、华源证券研究所
注：左轴为细分业务营收占比

衡美健康作为营养功能食品 ODM 领域的头部企业，展现了卓越的成长能力。在 2022 至 2024 年间，衡美健康的营业收入复合年均增长率达到 35.12%，为可比公司中 fastest，超过了同为 ODM 模式的仙乐健康(29.60%)以及自主品牌商康比特(27.97%)和百合股份(5.11%)。我们认为衡美健康作为中国营养功能食品合同生产行业中的领先企业，绑定并受益于下游新消费品牌快速发展的能力，ODM 模式在当前市场环境下具有一定竞争力。

图表 26：衡美健康与可比公司对比

证券代码	公司简称	主营业务	2024 年营业收入/亿元	2022-2024 年营业收入 CAGR
拟上市	衡美健康	专注营养功能食品的研发、生产和销售，为品牌商客户提供综合性研发生产服务	10.72	35.12%
300791.SZ	仙乐健康	营养保健食品领域一家集研发、生产、销售、技术服务为一体的综合服务提供商。业务领域涵盖功能性食品、特殊膳食食品、保健食品	42.11	29.60%
603102.SH	百合股份	从事营养保健食品的研发、生产和销售的国家高新技术企业	8.01	5.11%
833429.BJ	康比特	集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司	10.40	27.97%

资料来源：iFinD、衡美健康招股说明书、华源证券研究所

2.3. 康比特：运动营养领导品牌，专业背书赋能大众市场

康比特在营养功能食品产业链中属于品牌商。2001 年康比特公司成立，公司是一家集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司，致力于为竞技运动人群、大众健身健康人群、军需人群提供运动营养、健康营养食品及科学化、智能化运动健身解决方案。公司作为中国运动营养食品行业主要推动者，较早地将科学运动营养概念引入中国竞技体育领域，自成立以来，连续入围国家体育总局国家队集中采购营养食品目录，入围产品的品类、数量、销售额多年位居前列，为国家队或省队以及奥运会、残奥会多支队伍等百余支国家运动队提供运动营养食品、科研攻关及科技服务。**公司的主要产品和服务包括运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务和受托加工业务等。**运动营养食品分为能量蛋白和运动功能类；健康营养食品分为健康食品和军需食品。

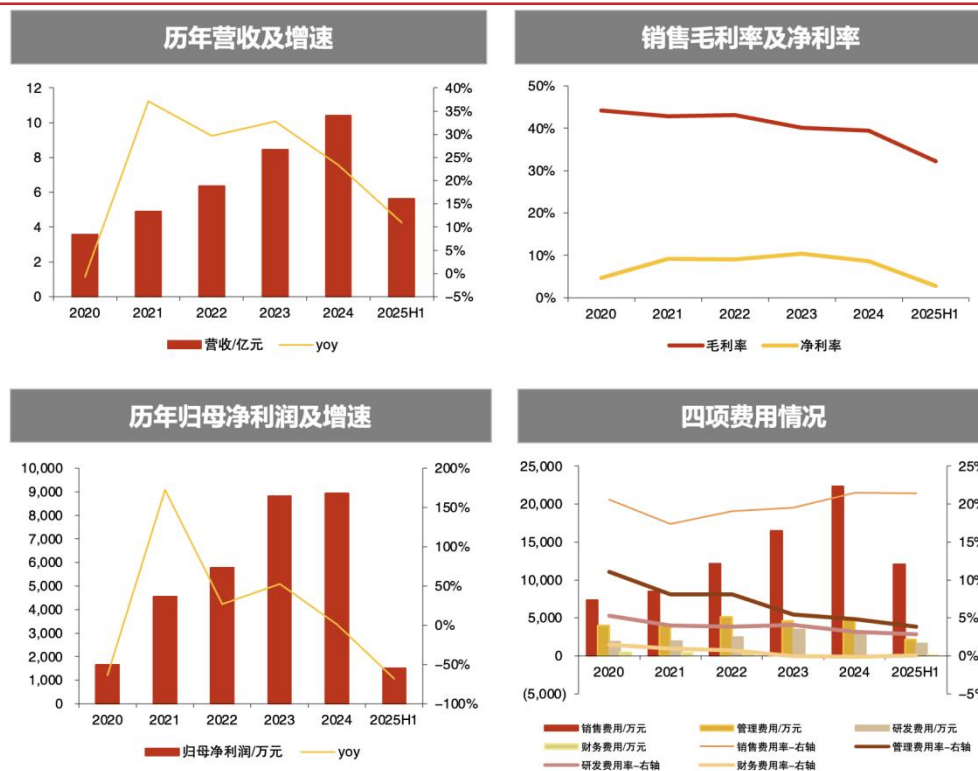
图表 27：康比特公司的产品和服务覆盖不同细分需求



资料来源：康比特招股说明书、华源证券研究所

公司营收保持稳健增长，但上游原料成本压力导致短期盈利能力承压。公司近年营收持续增长，2025 年上半年营收达 5.62 亿元（YoY+10.92%），然而归母净利润下降至 1518.57 万元（YoY-67.91%），毛利率与净利率分别降至 32.21%和 2.70%。从费用端看，其管理费用率在不断降低，从 2020 年的 11.09%降低到 2025H1 的 3.86%，销售费用率有所上升。利润下滑主要系自 2024 年下半年以来，公司主要原材料分离乳清蛋白、浓缩乳清蛋白价格持续上涨且处于高位。

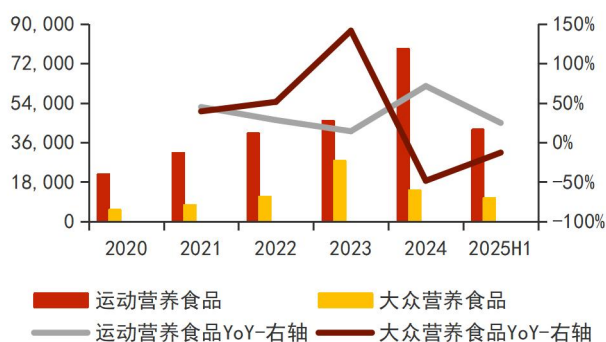
图表 28：2025H1 康比特归母净利润暂时承压



资料来源：iFinD、华源证券研究所

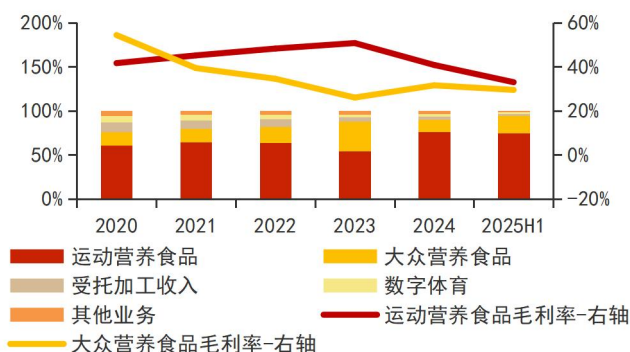
运动营养食品为公司核心增长引擎，大众营养品业务则呈现阶段性波动。运动营养食品是公司主要收入来源，2024 年营收达 7.89 亿元 (YoY+71.36%)，占总营收 75.89%，而 2025 上半年延续增势，营收达 4.21 亿元 (YoY+24.72%)，占比 74.81%；**大众营养食品业务**在 2023 年营收达 2.79 亿元 (YoY+141.39%)，之后在 2024 年营收下跌至 1.44 亿元 (YoY-48.48%)，占总营收 13.81%，在 2025 上半年营收同比-12.83%。运动营养食品收入的高增长得益于核心爆品乳清蛋白、能量胶等产品销量及销售额的增长，而 2024 年大众营养品收入的下滑主要是军队采购订单的周期性所致。**从毛利率看，运动营养食品和大众营养食品的毛利率整体有所下滑。**从 2020 年到 2025H1，**运动营养食品**的毛利率从 41.61%下跌至 32.96%，而**大众营养食品**则是从 54.35%下跌至 29.47%。

图表 29：2021-2025H1 运动营养食品营收持续增长（单位：万元）



资料来源：wind、康比特公告、华源证券研究所

图表 30：2023-2025H1 运动营养食品毛利率有所下滑



资料来源：wind、康比特公告、华源证券研究所

注：左轴为细分业务营收占比

参考久谦中台数据，公司核心产品乳清蛋白销售额在电商平台市占率不断提升，2024 年位列第一，并且 2025 年延续增长态势。公司及时抓住线上销售模式的变革方向与行业风口，积极布局传统电商和新兴营销平台，2024 年乳清蛋白产品销售额电商平台市占率快速提高，高达 13.4%。

图表 31：2024 年康比特销售额位列乳清蛋白产品电商平台（天猫、抖音、京东）第一

	2021	2022	2023	2024	2025M1-M4
康比特 Cpt	4.4%	5.9%	7.7%	13.4%	13.5%
汤臣倍健 By-health	19.0%	16.3%	16.0%	12.9%	11.0%
斯维诗 Swisse	4.3%	6.9%	8.4%	6.2%	8.3%
奥普帝蒙 On	6.4%	4.8%	3.1%	7.1%	7.1%
Foyes	-	-	-	1.4%	7.0%
赛霸 Cpt King	0.1%	3.2%	6.3%	5.4%	5.0%
康恩贝 Conba	0.9%	1.0%	2.3%	4.2%	4.0%
纽特舒玛 Nutrasumma	0.6%	0.9%	1.7%	3.5%	3.7%
Myprotein	5.5%	5.6%	4.1%	4.4%	3.1%
京东京造	-	0.3%	1.7%	2.4%	2.7%

资料来源：久谦中台、华源证券研究所

注：表中为各品牌乳清蛋白产品销售额电商平台（天猫、抖音、京东）市占率

康比特在运动营养这一细分赛道展现出较高的成长性。从 2021 至 2024 年，康比特的营业收入复合年均增长率高达 28.55%，在所选可比公司中仅次于功能饮料龙头东鹏饮料（31.42%），高于仙乐健康（21.14%）。康比特聚焦主业并实现了快速扩张，显示出其在运动营养赛道较强的竞争力。尽管其 2024 年 10.40 亿元的营收规模相较于行业领先企业仍有差距，但其高成长性证明了公司发展战略的有效性。

图表 32：康比特与可比公司对比

证券代码	上市公司	主营业务	2024 年营业收入/亿元	2021-2024 年营业收入 CAGR
833429.BJ	康比特	集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司	10.40	28.55%
000639.SZ	西王食品	主营食用油和运动营养两大板块业务	49.72	-7.85%
300146.SZ	汤臣倍健	国内膳食补充剂行业的领导企业	68.38	-2.73%
300791.SZ	仙乐健康	营养保健食品领域以技术创新及国际化为战略导向，集研发、生产、销售、技术服务为一体的综合服务提供商	42.11	21.14%
002626.SZ	金达威	主要从事食品营养强化剂行业原料和保健食品终端产品的生产、销售业务	32.40	-3.59%
605499.SH	东鹏饮料	国内从事食品饮料研发、生产、销售的领导企业	158.39	31.42%

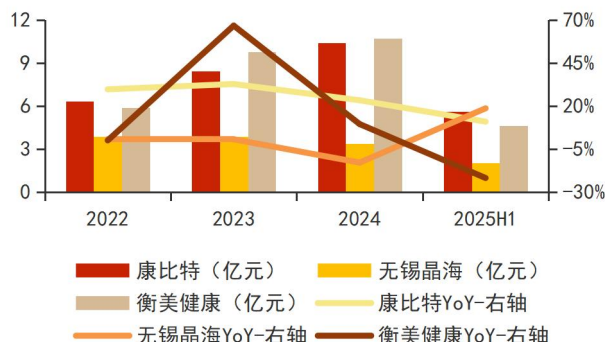
资料来源：iFinD、康比特招股说明书、华源证券研究所

2.4. 营养功能食品产业链相关标的财务数据对比

康比特营收增长稳健，衡美健康与无锡晶海则呈现不同趋势。从营收规模看，2025H1 品牌商康比特体量领先且增长稳健，营收同比增长 10.92%。合同生产商衡美健康在经历快速增长后，2025H1 营收同比下滑 21.84%，收入及归母净利润均出现一定程度的下滑，主要系受宏观经济波动及下游消费市场需求变化影响，但 2025H1 归母净利润仍为三者最高。原料商无锡晶海业绩反转，2025H1 营收同比增长 18.67%，其原料药、培养基以及食品营养产品

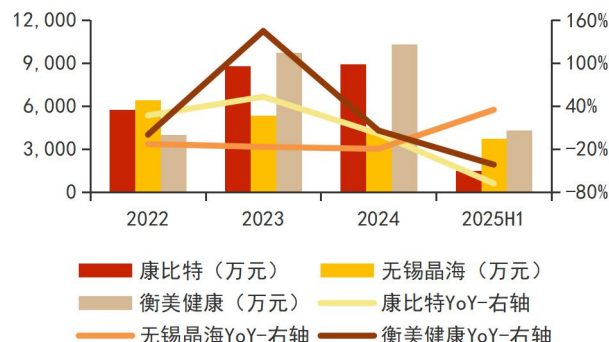
销售均有增长，其中培养基产品主要系下游客户去库存已基本完毕，上下游供应已逐步恢复正常，需求回升。

图表 33：2025H1 康比特营收增长稳健，无锡晶海营收增速转正



资料来源：iFind、华源证券研究所
注：图为各公司营业收入和同比情况

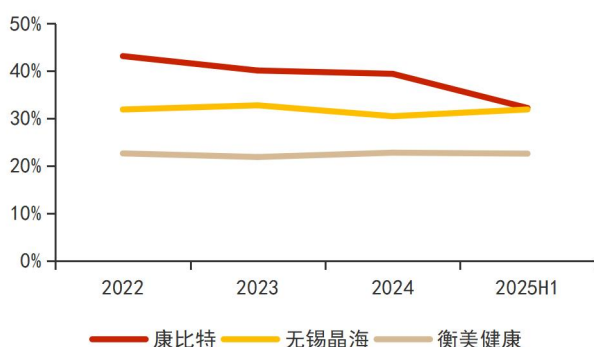
图表 34：2025H1 无锡晶海归母净利润高增，康比特和衡美健康同比下跌



资料来源：iFind、华源证券研究所
注：图为各公司归母净利润和同比情况

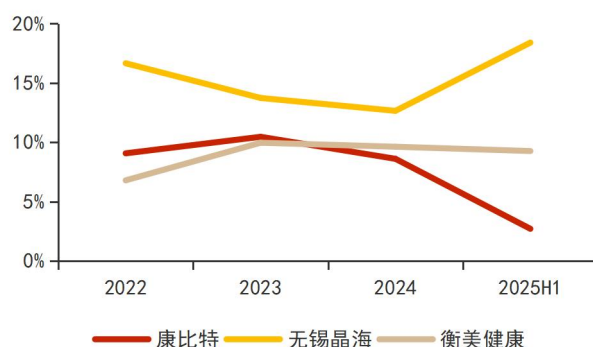
毛利率或与产业链位置有关，精细化运营或影响净利率。品牌商康比特毛利率相对较高，于 2022 至 2024 年间保持在 39%-45% 区间，但 2025 上半年因原料成本承压，毛利率有所下滑，主要系自 2024 年下半年以来，公司主要原材料分离乳清蛋白、浓缩乳清蛋白价格持续上涨且处于高位，2025H1 净利率为 2.7%。原料商无锡晶海毛利率则常年稳定在 30%-33% 区间，于 2025H1 净利率大幅回升，为 18.39%，主要系股份支付摊销于 2025 年 2 月份到期，2025 年 3 月开始无需摊销而合同生产商衡美健康毛利率较低，2022-2025H1 稳定在 21%-23% 区间，2025H1 净利率为 9.25%。

图表 35：2025H1 康比特毛利率有所下滑，无锡晶海和衡美健康表现稳定



资料来源：iFind、华源证券研究所
注：图为各公司毛利率

图表 36：2025H1 康比特净利率下滑较大，无锡晶海有所回升



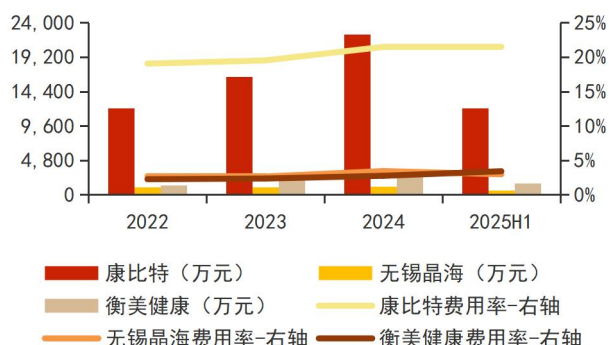
资料来源：iFind、华源证券研究所
注：图为各公司净利率

销售费用端：品牌商投入较大，合同生产商与原料商相对较少。品牌商康比特需持续投入以提升品牌力，2025H1 销售费用率达 21.44%，主要系于 2025 年上半年，公司赞助厦门马拉松、武汉马拉松、兰州马拉松、重庆马拉松、广东省第十二届大运会、2025 越山向海人车接力中国赛等 300 余场赛事，为需要及时补充能量的人群提供运动补给；而无锡晶海和衡

美健康作为产业链中上游的 B2B 企业，销售费用率则相对较低，2025 上半年分别为 2.98% 和 3.41%。

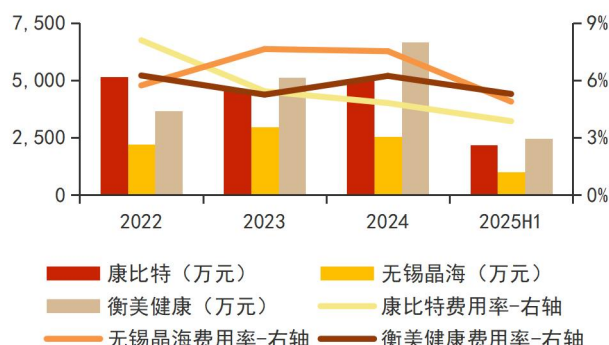
管理费用端：规模效应与运营效率的体现，三家公司均体现出良好的管理效率。康比特的管理费用率持续优化，从 2022 年的 8.09% 降至 2025H1 的 3.86%，主要系公司加强体系化管理，系统化建设公司战略规划体系、管理报告体系、全面预算管理体系、内控管理与审计体系、绩效考核与评价体系等，实现公司从战略到执行的闭环管理；无锡晶海和衡美健康的管理费用率也保持在相对稳定的较低水平，2025 上半年分别为 4.88% 和 5.28%。

图表 37：康比特销售费用率长期处于高位，而无锡晶海和衡美健康则相对较低



资料来源：iFinD、华源证券研究所
注：图为各公司销售费用和销售费用率

图表 38：2022-2025H1 管理费用率均有所降低，映射管理效率的提升

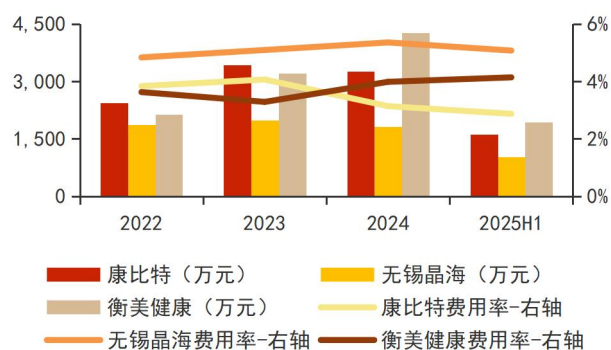


资料来源：iFinD、华源证券研究所
注：图为各公司管理费用和管理费用率

研发费用端：技术驱动与产品驱动的差异化投入，体现不同的战略重心。技术驱动的无锡晶海研发费用率最高，2025H1 为 5.07%，主要系公司积极开展生物制造药用氨基酸全品类的布局，探索含硫氨基酸（如胱氨酸、半胱氨酸、蛋氨酸）由新的生物制造技术替代目前行业里化学合成制造技术；而以产品驱动的衡美健康与康比特，2025H1 研发费用率分别为 4.14% 和 2.87%，衡美健康一直以“技术驱动、创新引领”作为发展战略，依托多年的研发探索和技术沉淀，已形成了以创新原料开发技术、特殊配方开发技术、特定工艺开发技术为核心的技术体系。

财务费用端：三家公司财务费用率均较低。无锡晶海财务费用率 2022-2025H1 均为负，2025H1 为 -0.40%，主要受汇率波动和利息收入影响。2025H1 衡美健康财务费用率为 0.19%，康比特为 0.07%。

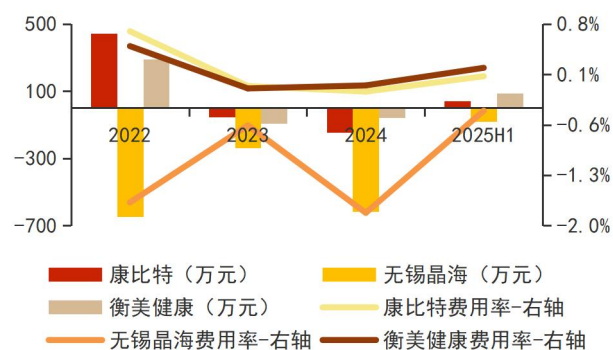
图表 39：2022-2025H1 无锡晶海研发费用率相对较高



资料来源：iFinD、华源证券研究所

注：图为各公司研发费用和研发费用率

图表 40：2022-2025H1 无锡晶海财务费用率为负



资料来源：iFinD、华源证券研究所

注：图为各公司财务费用和财务费用率

3. 风险提示

宏观经济及社会消费波动风险：营养功能食品行业是食品行业的一个分支，营养功能食品作为普通食品的“健康升级”，定价相对较高，产品终端销售情况与宏观经济、社会消费的景气度关系更为紧密。宏观经济很大程度上能够影响营养功能食品消费者的购买能力及购买意愿，社会消费信心也对消费者的购买决策产生重要影响。倘若宏观经济环境或社会消费趋势发生变化且持续一段时间，可能导致消费者对营养功能食品的消费能力、消费意愿下降，进而影响对公司的产品需求及公司的利润水平。

国内行业法规政策变化风险：我国营养功能食品行业发展较快，目前主要受《中华人民共和国食品安全法》《中华人民共和国食品安全法实施条例（2019 修订）》《中华人民共和国消费者权益保护法》等食品行业基础性法律法规的规范。2015 年 11 月，《食品安全国家标准运动营养食品通则》（GB24154-2015）正式发布，亦标志着我国运动营养食品行业的发展进一步得到规范和加强。为促进营养功能食品行业的健康发展，近年来国家持续动态修订完善相关法规政策，可能会对业内企业提出更高的监管要求，由此可能对行业的长期发展和竞争格局产生深远影响。在此过程中，如果行业内公司不能及时把握法规政策的引领方向，不能及时、完整和有效地执行法规政策提出的新要求、新标准，行业内公司将面临一定的经营风险。

市场竞争风险：近年来，我国营养功能食品行业增长较快，行业内公司所处的营养功能食品合同生产行业在其带动下保持快速发展态势，竞争也日趋激烈。如果行业内公司未来不能保持技术、产品、交付、质量、规模等方面的优势，不能在市场开拓、技术研发、综合服务等方面适应市场竞争的变化，可能对行业内公司的利润水平等产生不利影响，从而影响行业内公司盈利能力。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。