

食品饮料行业深度报告

保健品行业 2025 年年报及 2026 年一季报总结：逻辑明朗，结构性高成长

增持（维持）

2026 年 05 月 08 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

投资要点

■ **我国保健食品行业星辰大海，发展具备“脉冲式增强”特征**：2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。新渠道如抖音、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景，客群愈加年轻化、下沉化发展，行业由大类传统保健向精准营养、细分复配升级，新品类如麦角硫因进一步激活行业动能，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在 6% 以上。人均 VDS 零售额而言，2024 年美国/韩国/日本/澳大利亚/中国分别为 823/738/516/458/165 元/人/年，我国保健品渗透空间较大。

■ **个股分化，部分企业盈利受短期因素扰动**。2025Q4/2026Q1 保健品板块（SW）收入分别同增 0.67%/0.98%，利润端多受汇兑（如金达威、技源集团等）、短期费用投入增加（如技源集团等）及资产减值（如仙乐健康、金达威等）扰动：（1）H&H 国际控股年报处于预告区间上限，Q1 经营数据整体大超市场预期；（2）2025 为汤臣倍健新品大年（多维双层片、健力多硫酸氨基糖、每益乐）不乏亮点；（3）民生健康主业如期稳健增长，中科嘉亿并表后增量可观，步入新品周期后，收入提速明显；（4）百合股份收入或系部分客户订单变化、利润短期受管理费用增加及利息收入减少的综合影响；（5）仙乐健康卸下包袱、轻装上阵，中腰部以上为主力客户，逐步推进中长尾客户淘汰。（6）安琪酵母整体符合预期，稳扎稳打，受益于成本红利，2025 全年毛利率维持上行，我们预计 2026 年可持续；（7）金达威 2025 年业绩主要受-1.38 亿的资产减值损失影响，商誉减值主要来自 C 端副品牌 Zipfizz（2025 年 Zipfizz 计提 0.52 亿，与整体商誉口径吻合，净利润同比-183.40%）；财务费用走高主要系汇兑影响；（8）技源集团战略转型期，费用、信用减值及汇兑扰动盈利（25H2 以来费用增长明显，主要系战略性投入前置）。

■ **后续展望：关注估值有空间、经营存拐点的优质个股。站在新周期的起点，重申保健食品行业，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公司**：（1）H&H 国际控股：我们认为公司的核心竞争力在于敢于坚持做长期正确的事情，凝心聚力、兼具战略眼光及执行定力，公司估值修复逻辑长、空间大；（2）老牌龙头汤臣倍健三年时间力求创出收入新高、全渠道全面跑赢主要行业/品类增速，毛利率有望稳中有升；（3）我们预计 2026 年民生健康维生素矿物质主业收入实现 10% 的增长、新品伐尼克线下铺货及线上动销均可乐观展望；（4）百合股份 2026 年聚焦“百合康+福仔+膳宝特”品牌，以期提升膳宝特商超覆盖率，拓展精品超市、健康生活馆等终端。同时新西兰子公司 ORA 有望为国际品牌客户提供“新西兰原产+跨境合规+一站式通关”的全链路出海服务；（5）仙乐健康新业务 AI+精准营养稳步启航，正与保险公司、体检机构、医疗体系等客户探讨合作落地，我们预计 2026 年将实现部分收入兑现；（6）2026 年安琪酵母计划实现营收 10% 以上同比增长，净利润稳步增长（我们预计 2026 年归母净利润增幅更大）；持续巩固酵母、抽提物等核心产品优势、拓展海外市场，同时将酵母蛋白作为“十五五”时期核心战略增长点。（7）金达威短期压制渐弱，后续季度逐步修复。（8）技源集团积极推进个性化营养业务落地，可乐观展望。

■ **投资建议**：（1）品牌端：推荐品类渠道均有看点的品牌，H&H 国际控股、民生健康、若羽臣，建议关注老牌龙头汤臣倍健；（2）代工厂：逻辑各异，催化不同，推荐百合股份、仙乐健康；（3）原料端：推荐安琪酵母、金达威及技源集团。

■ **风险提示**：消费修复不及预期风险、竞争格局恶化风险、食品安全风险、成本端上涨风险。

行业走势



相关研究

《26Q1 业绩前瞻：白酒延续筑底，大众品开局有亮点》

2026-04-16

《从“历史经典产业”到“传统优势民生产业”，新五年酿酒产业提质发展》

2026-02-22

内容目录

1. 2025 年报及 2026 年一季报复盘：个股分化，逻辑明朗	4
1.1. 品牌端：经营提速，积极有为	4
1.2. 生产端：卸下包袱，蓄势向上	5
1.3. 原料商：需求坚韧，稳扎稳打	6
2. 后续展望：关注估值有空间、经营存拐点的优质个股	10
2.1. 品牌端：凝心聚力，经营提速	10
2.2. 代工厂：前景光明，催化各异	10
2.3. 原料商：提质增效，前景可期	11
3. 保健品行业：创新高地，结构性高成长	12
4. 投资建议：关注个股有逻辑、估值有空间的优质个股	13
4.1. 品牌端：关注具备新渠道、新消费逻辑的优质龙头	13
4.2. 代工厂：逻辑各异，新零售与国际化在途	14
4.3. 原料端：需求韧性，经营向上	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1: 保健品企业收入及归母净利润同比增速 (单位: %)	9
图 2: 保健品企业分季度营收同比增速 (单位: %)	9
图 3: 保健品企业分季度毛利率表现 (单位: %)	9
图 4: 保健品企业分季度销售费用率表现 (单位: %)	9
图 5: 保健品企业分季度毛销差表现 (单位: %)	9
图 6: 中国保健品行业复盘 (单位: 亿元)	12
图 7: 各国人均 VDS 对比	13
图 8: 中国保健品行业线上化发展	13

1. 2025 年报及 2026 年一季报复盘：个股分化，逻辑明朗

2025Q4/2026Q1 保健品板块(SW)收入分别同增 0.67%/0.98%，利润端多受汇兑(如金达威、技源集团等)、短期费用投入增加(如技源集团等)及资产减值(如仙乐健康、金达威等)扰动。中长期而言，行业处在线上转型期，电商品牌气势如虹，传统线下品牌积极调整，不乏兼具竞争力及潜在空间的大单品；代工端景气度亦蓄势向上。

1.1. 品牌端：经营提速，积极有为

(1) H&H 国际控股：逻辑清晰，贯彻长期主义

根据 H&H 国际控股 2025 年年度业绩公告，公司实现收入/经调整 EBITDA/经调整净利润 143.5/20.5/6.7 亿元，同比+10%/+5%/+23%，经调整 EBITDA MARGIN/经调整净利率分别为 14.3%/4.6%。同时根据 2026 年第一季度营运数据公告，2026Q1 公司实现收入 42.60 亿元，同增 33.8%；其中保健品/婴童/宠物分别实现收入 19.31/18.35/4.93 亿元，同增 24.2%/60.9%/1.5%，**整体大超市场预期。25Q4+26Q1 同比(平滑春节错期影响)：整体收入同增 19%，其中保健品/婴童/宠物分别同增 12%/35%/4%。**

2025 年婴童益生菌及营养品收入同比止跌企稳至 2% (2024 年为-32%)。在药房渠道蓝帽子流量下滑的大背景下逆势增长，我们预计主要系该系列新品得力(如 2025 年 4 月上市的超级金装益生菌)、维稳药线及母婴渠道，同时发力电商渠道。**在此我们回应前序市场对公司婴童业务后续的担忧，我们认为公司的新品孵化能力亦应被重视。**

2025 年在国内 Swisse 抖音渠道收入同增 71%+的情况下，Swisse 中国的 EBITDA MARGIN 保持稳定(前序市场担忧下滑)，我们认为主要系 Swisse 产品结构的升级优化形成较好的对冲效应，其中高端品牌 Plus 收入增速提升至 40%，在目前的消费环境下更为难得。**综合以上，我们认为公司在新渠道把握上并没有落后、更没有懈怠，依旧是超越同行的“操盘手”，同时依旧保持较好的盈利水平。**

(2) 汤臣倍健：2025 为新品大年，不乏亮点

2025 年公司实现营业收入/归母净利润 62.7/7.8 亿元(同比-8.4%/+19.8%)；25Q4 营业收入/归母净利润 13.5/-1.3 亿元(同比+22.2%/减亏)。26Q1 公司实现营业收入/归母净利润 18.7/4.0 亿元(同比+4.3%/-11.6%)。

回顾 2025 年，汤臣倍健的新品大年：①多维双层片等新品销售额占比接近 20%；②自主研发的第一个非处方药(OTC)产品健力多硫酸氨糖上市；③自主研发的第一个特殊医学用途全营养配方粉“每益乐”亦成功上市。

(3) 民生健康：步入新品周期，收入提速明显

民生健康发布 2025 年年报与 2026 年一季报，2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 7.82/1.19/0.92 亿元，同比增长 21.89%/29.35%/ 5.54%；表观利润增长受 2025 年交易性金融资产公允价值增加 23.88 百万元的影响（主因公司参与技源集团战略配售）。2025Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 1.59/0.04/0.04 亿元，同比分别+30.95%/-22.64%/-15.72%。2026Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 3.17/0.63/0.67 亿元，同比+16.95%/+ 0.12%/+ 8.86%。

主业如期稳健增长，中科嘉亿并表后增量可观：2025 年公司核心品类维生素与矿物质补充剂实现收入 6.88 亿元，占主营收入比重 88.34%，同比增长 10.69%。受益于中科嘉亿收购并表，公司益生菌系列产品营收由 0.04 亿元增至 0.67 亿元，2025 年占主营收入比重达 8.58%。

2025 年公司整体毛利率同比-4.67pct 至 51.10%，其中维矿系列毛利率同比-6.12pct 至 51.20%，或系产品结构的变动所致：受益于线上渠道拉动，2025 年毛利率相对更低的功能性食品销售情况优于整体。2025 年销售/管理/研发费用率分别-2.17/-0.34/-0.40pct 至 27.54%/8.35%/3.34%，费用管控成效显著，期间费用率持续优化，销售净利率同比+1.17pct 至 15.49%。2026Q1 公司整体毛利率同比+1.72pct 至 57.78%，销售/管理/研发费用率分别+2.37/+0.16/-0.44pct 至 24.05%/5.19%/2.73%，销售净利率同比-3.27pct 至 19.83%。**26Q1 毛利率提升主要系 26M1 执行 OTC21 金维他的调价动作（上调 10%），预计能够较好的对冲成本上涨的影响，我们预计公司 2026 年整体毛利率得到较好提升。****25Q4-26Q1 销售费用率同比提升我们认为主要系伐尼克兰的费用前置，Q1 亦存 21 金维他涨价所需的市场投入；随着各项短期影响进入平稳状态，我们预计后续费用有望优化。**

1.2. 生产端：卸下包袱，蓄势向上

(1) 百合股份：发展品牌，布局跨境

根据百合股份 2025 年报及 26Q1 季报，2025 年公司收入/归母净利润 9.11/1.28 亿元，同比分别+13.67%/-7.81%，25Q4 收入/归母净利润 2.66/0.29 亿元，同比分别+36.14%/+30.04%。26Q1 公司实现收入/归母净利润 2.52/0.29 亿元，同比分别+21.71%/-17.91%。

2025 年母公司收入/净利润同比+3%/-14%，与 Q1-3 趋势一致。Q1 ORA 开始并表，单季度母公司实现收入/净利润 2.03/0.25 亿元，同比-2%/-30%，收入或系部分客户订单变化、净利润受管理费用增加及利息收入减少的综合影响。2025 年软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊收入占比分别 32%/30%/9%/14%/9%，前五者 25Q4 收入同比分别为-20%/+143%/-17%/+5%/+235%，26Q1 收入同比分别-26%/+70%/-6%/+62%/+44%，我们认为片剂及软胶囊下滑主要系传统剂型的主动调整、符合行业趋势；功能饮品及硬胶囊高

增或主要系并表 ORA 影响。26Q1 境内/境外收入分别同增 7%/142%，合同生产/自主品牌收入分别+28%/-36%。

2025 年公司毛利率 35.35%，同比-1.15pct；25Q4 毛利率 35.91%，同比+3.92pct；26Q1 毛利率 37.75%，同比+1.55pct。全年毛利率下行或主要系产品结构调整所致（行业蓝帽子占比下降、功能食品占比提升，公司订单亦是，而后者毛利率相对更低）；25Q4-26Q1 毛利率上行或主要受海外子公司 ORA 并表影响，该部分利润率更高，提振整体盈利水平。

25Q4 销售/管理/研发费用率分别为 11.84%/5.94%/3.15%，同比分别+0.98/+1.09/-3.57pct，研发费用率优化明显，销售净利率同比+1.58pct 至 13.19%。26Q1 销售/管理/研发费用率分别为 9.14%/6.70%/2.88%，同比分别+0.24/+2.40/-0.38pct，管理费用率走高或主要系收并购带来的差旅费用以及中介机构费用走高，由于涉及双国运营，管理人员来往密切，前者或为后续常态，销售净利率同比-4.31pct 至 12.70%。

（2）仙乐健康：破局革新，积极求变

2025 年仙乐健康实现收入 42.63 亿元，同比增长 1.23%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比下降 58.00%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比下降 77.35%（含 BF 减值 2 亿左右）。26Q1 实现营收 10.03 亿，同比增长 5.1%；其中内生业务营收 7.9 亿，同比增长 6.3%；BF 营收 2.2 亿，同比增长 1.2%（含 PC 业务下滑，核心业务增长良好）；归母净利润 0.5 亿，同比下降 27.3%（主因 PC 亏损、美元汇率走弱导致汇兑损益损失及利息支出增加）。

中腰部以上为主力客户，逐步推进中长尾客户淘汰。我们预计 2025 年中国区收入同增低个位数，结构性亮点：新消费客户收入同增 50%+（包括直播电商、私域、山姆等线下零售、跨境渠道，营收占比由 30%+提升近 50%；其中 MCN/私域均增近 50%，私域销售额过亿）；药店及直销预计延续下滑；但战略 KA 全年同增 30%+。

关税及贸易战扰动，存外部不可抗力，美洲出口业务承压。2025 年美洲出口同比或出现下滑，但考虑到公司具备海外本土（如 BF）产能，我们预计长期影响依旧可控。

1.3. 原料商：需求坚韧，稳扎稳打

（1）安琪酵母：符合预期，稳扎稳打

根据安琪 2025 年年报，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 167.29/15.44/13.59 亿元，分别同增 10.08%/16.60%/16.19%，其中 Q4 收入/归母净利润/扣非净利润分别为 49.42/4.28/3.94 亿元，分别同增 15.35%/15.23%/19.16%，收入及利润符合我们前序预期。

2026Q1 公司实现营收 45.34 亿元，同比增长 19.49%；Q1 归属母公司股东净利润 4.26 亿元，同比增长 15.08%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比+14.46%。

线下渠道环比提速，食品原料打造新增长极。（1）分品类，2025 年酵母及深加工/制糖/包装类产品/食品原料产品分别实现收入 119.49/13.39/3.60/22.18/7.89 亿元，同比+10%/+6%/-12%/+54%/-32%，收入占比分别为 71%/8%/2%/13%/5%。（2）分渠道，2025 年/2025Q4 线上渠道分别 41.91/8.78 亿元，同比分别-8%/-14%；2025 年/2025Q4 线下渠道分别 124.62/40.32 亿元，同比+18%/+23%。截至 2025 年，公司线下/线上渠道收入占比分别为 74%/25%。

海外如期实现 20%增速，国内增速环比提升。2025 年国内/国外分别实现销售 98.05/68.48 亿元，收入占比分别 59%/41%，同比分别+4%/+20%；25Q4 收入同比分别+13%/+17%，Q4 国内市场增速环比提升。**展望未来，国内或仍以自然增长为主，增量主要靠相关衍生品增长实现；国际市场的增长潜力更大，公司持续推进生产全球化。**

糖蜜成本红利贯穿 2025 全年，全年毛利率维持上行，我们预计 2026 年可持续。2025 年公司毛利率同比+1.19pct 至 24.71%，主要系原材料糖蜜成本下行影响（据我们前序测算，糖蜜价格同比下滑 10%，毛利率或提升 2.4pct）；同期销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+0.17/+0.04/-0.11pct 至 5.62%/3.28%/4.05%，销售净利率同比+0.60pct 至 9.50%。25Q4 公司毛利率同比-1.43pct 至 22.72%，或主要系低毛利的制糖业务收入占比提升所致，同期销售费用率/管理费用率/研发费用率同比-0.57/-0.44/-0.22pct 至 5.21%/2.66%/4.36%，销售净利率同比-0.08pct 至 8.86%。**我们预计 2026 年收入低双增长、净利率进一步提升。**

（2）金达威：维 A 价格、汇兑及资产减值扰动盈利，整体经营向好

根据金达威 2025 年报，全年收入/归母净利润分别为 33.65/3.40 亿元，同比+3.87%/-0.61%，其中 Q4 收入/归母净利润分别为 7.61 亿元/亏损 0.21 亿元，同比-15.18%/由盈转亏；**2025 年盈利主要受计提资产减值影响。**

分产品看，维生素 A 原料/辅酶 Q10 系列/营养保健品分别实现营收 3.3/7.0/19.2 亿元，同比+22%/-5%/持平，三大系列毛利率同比分别-10/+6/+1pct 至 23%/54%/36%，**辅酶 Q10 主要系单价下跌，销量及毛利率均提升。**

2025/25Q4 公司毛利率分别 39.35%/36.36%，同比+0.83/-3.43pct，Q4 毛利率走低与辅酶 Q10 单季度价格走低（季节正常波动）有关，同时 Q4 维 A 价格基数依旧偏高。维生素 A 市价供参考（非公司订单价格），24Q4/25Q4 为 165/63 元/千克，24 全年/25 全年为 133/77 元/千克；25Q1/26Q1 为 112/69 元/千克；本轮涨价前后 61/116 元/千克、25Q2 均价 74 元/千克。

费用稳中有降，短期盈利受资产减值影响。2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +0.10/-0.51/+0.11/+1.5pct 至 9.87%/11.34%/2.25%/0.9%；25Q4 同比分别 +2.00/+2.81/+0.29/+5.5pct 至 10.53%/13.26%/2.43%/2.6%；2025 年公司销售净利率同比 -1.80pct 至 9.53%，**主要系-1.38 亿的资产减值损失影响，其中存货/无形资产/商誉损失-0.45/-0.29/-0.52 亿元，商誉减值主要来自 C 端副品牌 Zipfizz（2025 年 Zipfizz 计提 0.52 亿，与整体商誉口径吻合，净利润同比-183.40%）；财务费用走高主要系汇兑影响。**

2025 年子公司金达威药业（辅酶 Q10/DHA/ARA）/金达威维生素（食品饲料添加剂）/诚信药业（医药原料等）/Vita-best/DRB/Zipfizz 分别实现营收 8/4/1/5/11/5 亿元，同比分别 -8%/+34%/+4%/+21%/+2%/-10%，净利润同比 -14%/+70%/+87%/转盈（经前序调整 VB 已实现转盈）/+5%/-183%至 1.7/0.2/-0.1/0.2/1.5/-0.4 亿元，药业/维生素/VB/DRB 净利率同比 -1pct/+1pct/转盈/持平至 21%/5%/4%/14%。

（3）技源集团：战略转型期，费用、信用减值及汇兑扰动盈利。根据技源集团 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现收入 10.93 亿元，同比增长 9.10%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比下降 23.36%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比下降 25.63%。2025 年收入符合我们预期，利润主要受费用及信用减值计提影响。2026Q1 公司实现收入 2.40 亿元，同比下降 9.40%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降 46.17%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比下降 48.52%，利润主要受费用和汇兑扰动。

原料表现更优：2025 年营养原料收入 7.52 亿元，同比增长 16.13%；营养制剂收入 3.39 亿元，同比下降 3.52%。其中 HMB/氨基葡萄糖/硫酸软骨素/其他营养原料收入分别为 3.12/1.77/1.40/1.23 亿元，同比 +6.38%/-0.24%/+54.39%/+42.54%；片剂/其他营养剂收入分别为 2.32/1.07 亿元，同比 +2.85%/-14.95%。（2）2025 年国外/国内收入分别为 10.15/0.76 亿元，同比 +8.18%/+25.12%。

2025Q4 公司毛利率 41.35%，同比 -0.65pct，销售/管理/研发/财务费用率分别 +0.83/+1.11/-0.18/+0.59pct 至 7.18%/14.73%/5.28%/1.63%。2025Q4 销售净利率同比 -8.67pct 至 5.94%。2026Q1 公司毛利率 41.68%，同比 -1.85pct，销售/管理/研发/财务费用率分别 +1.60/-0.17/+1.75/+4.28pct 至 7.83%/14.02%/6.32%/2.68%，2026Q1 销售净利率同比 -6.41pct 至 9.74%。

25H2 以来费用增长明显，主要系战略性投入前置：2025 年为公司战略意义的一年，从创新孵育到商业化转化，阶段性加大战略性投入：①扩充人员：人员数量由 2024 年底 700 人到 2025 年底 800 余人，包括存量人员的结构性优化，引进较多的高端/国际化背景人才；②项目（如海外业务）投入前置。此外，2025 年计提信用减值损失 0.22 亿元，主要部分系应收账款坏账损失 0.21 亿元（2024 年同期仅 35 万）。

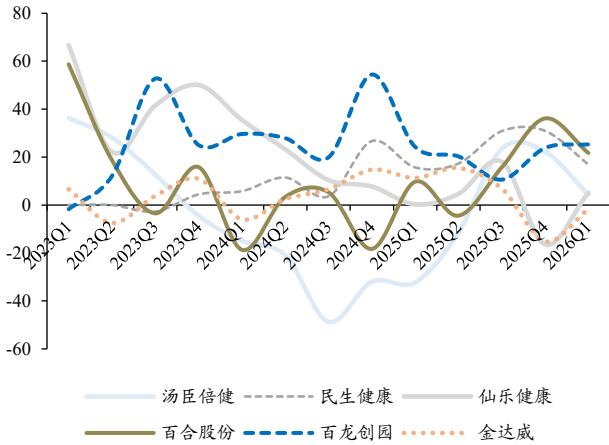
图1: 保健品企业收入及归母净利润同比增速 (单位: %)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4+26Q1
汤臣倍健	36.3	28.2	12.8	-4.5	-14.9	-20.9	-48.8	-32.0	-32.3	-11.5	23.5	22.2	4.3	11.1
民生健康	-	-	-2.7	4.5	5.8	11.5	3.6	26.7	15.7	17.3	30.8	31.0	17.0	21.3
仙乐健康	66.7	22.1	41.5	50.1	35.5	23.3	10.4	7.7	0.3	4.7	18.1	-16.4	5.1	-6.7
百合股份	58.7	18.7	-3.5	15.8	-18.7	3.4	5.3	-18.3	9.7	-4.4	15.7	36.1	21.7	28.7
百龙创园	-1.7	12.1	52.7	25.0	29.6	27.9	19.9	54.5	24.3	20.3	10.6	23.8	25.3	24.5
金达威	6.6	-7.5	3.9	11.0	-6.0	2.5	6.6	14.8	11.3	15.5	6.9	-15.2	-1.7	-8.7

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4+26Q1
汤臣倍健	55.3	33.9	-18.0	-61.1	-29.4	-68.1	-106.3	-39.4	-37.4	71.4	861.9	42.0	-11.6	15.8
民生健康	0.0	0.0	1.2	-4.9	6.5	24.5	-23.3	42.8	6.5	7.1	259.3	-22.6	0.1	-1.8
仙乐健康	100.8	-24.7	26.7	165.5	114.4	27.4	1.6	-11.1	8.9	1.1	16.2	-245.1	-27.3	-148.0
百合股份	44.0	29.9	-10.7	29.4	-22.2	-8.7	7.9	-43.9	1.0	-23.8	-19.5	30.0	-17.9	0.9
百龙创园	9.1	23.7	27.1	57.7	20.5	41.5	25.5	22.0	52.1	33.8	50.5	64.9	48.1	55.4
金达威	-27.7	-37.0	-20.1	136.4	-18.6	-38.9	52.4	265.0	72.0	111.8	25.2	-117.3	-46.1	-81.6

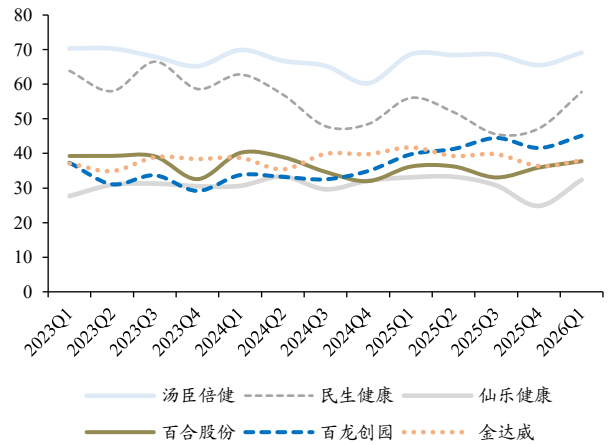
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 保健品企业分季度营收同比增速 (单位: %)



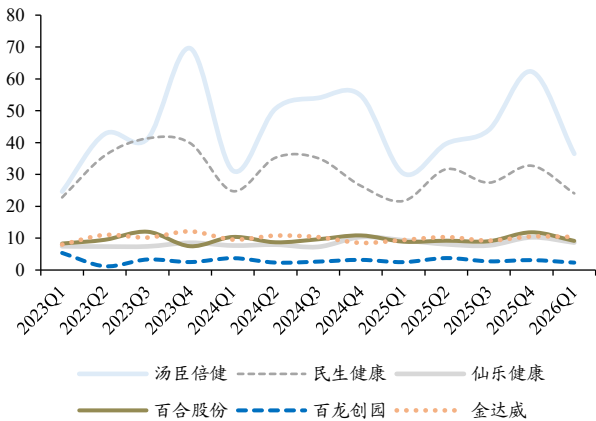
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 保健品企业分季度毛利率表现 (单位: %)



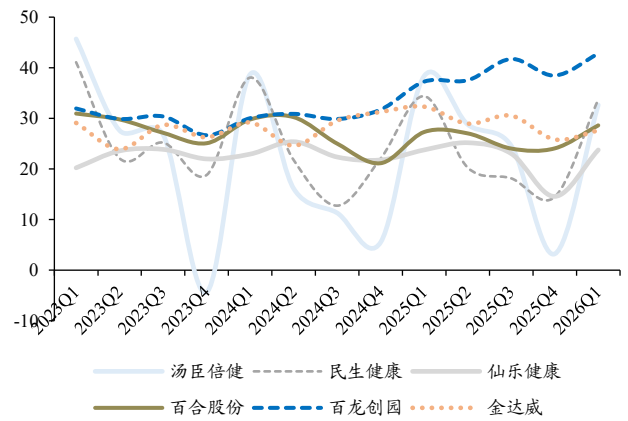
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 保健品企业分季度销售费用率表现 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 保健品企业分季度毛销差表现 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 后续展望：关注估值有空间、经营存拐点的优质个股

2024 年国内保健品行业渗透率 62%（同比+2pct）。分渠道看，中国主流电商销售额 1736 亿元，同增 24%。

本轮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公司。

2.1. 品牌端：凝心聚力，经营提速

（1）H&H 国际控股：深度价值股，估值修复逻辑长、空间大。公司品牌真口碑（Swisse 海外历史 57 年、澳洲本土 NO.1）、真有效（NAD+全系列产品 100+项真人实测项目）及真安全（奶蓟草单品产品检测 1000+项），合规化是正向影响。26Q1 抖音渠道份额已排至第三，再次印证。

我们认为公司的核心竞争力在于敢于坚持做长期正确的事情，凝心聚力、兼具战略眼光及执行定力。2025 年公司 ANC 业务收入同比增速 4%，表观降速，但拆分来看：2025 年中国 ANC 市场在高基数下同增 13%、澳洲本土市场增长近 5%，核心市场均表现较佳，降速主要系公司主动收缩澳新代购渠道，以规避合规风险及价格混乱，聚焦更为可控的零售及新兴电商平台（且我们预计该部分代购影响于 26H1 逐步消退）。已知代购业务 S&D 费用率较低、EBITDA MARGIN 相对较高，但基于：①管理层前瞻性的预判跨境监管环境的变化，主动调整、严谨合规；②代购模式易扰乱市场价格体系、影响渠道关系、亦不利于品牌形象的长期健康；管理层决定以短期销售压力换取优质及长期发展。

（2）汤臣倍健：2026 年侧重收入增长，毛利率有望稳中有升。三年时间力求创出收入新高、全渠道全面跑赢主要行业/品类增速，其中跨境与兴趣电商（自播等）更为侧重，商超亦有关关注，开拓新渠道（跨境/兴趣电商）、进驻新市场（东南亚）。

（3）民生健康：主业稳健，新品周期已至。得益于 21 金维他 OTC 定位、新品（如小金维他）及规格扩充，我们预计 2026 年该产品系列数量/销售额均实现 5-10%的增速；维生素矿物质主业收入实现 10%的增长。新品伐尼克线线下铺货及线上动销均可乐观展望。

2.2. 代工厂：前景光明，催化各异

(1) 百合股份：展望后续，内生及外延均有着力点：①2025年百合已完成自有品牌战略升级，膳宝特已成功进驻胖东来、步步高国内头部商超体系，同时与家家悦达成战略合作。2026年聚焦“百合康+福仔+膳宝特”品牌，2026年以期提升膳宝特商超覆盖率，拓展精品超市、健康生活馆等终端。②跨境业务(ORA)：利用新西兰在乳制品、蜂产品、海洋生物等领域的原料资源优势，向国内引入2-3款具有国际原料优势的创新产品；为国际品牌客户提供“新西兰原产+跨境合规+一站式通关”的全链路出海服务。

(2) 仙乐健康：破局革新，积极求变：受软糖驱动，我们预计2026Q1BF收入实现增长，季度盈利亦迎拐点。2025年BF收入同比下降6.5%，或主因PC业务收入同比下滑明显。2025年公司委派中国管理团队加强协同管理，交付质量已大幅改善；至26Q1，我们预计BF核心业务或实现季度盈利，该趋势有望于Q2延续，考虑到软糖二线投产在即，收入或迎爬坡。PC业务已在2025年业绩中进行一次性计提处理，后续影响趋小。

亚太地区建设逐步完备，泰国产业园规划建设面积超7万平米，我们预计2027年正式投入运营，建成后年产能将达24亿粒营养软糖。

新业务AI+精准营养稳步启航。正与保险公司、体检机构、医疗体系等客户探讨合作落地，我们预计2026年将实现部分收入兑现。

2.3. 原料商：提质增效，前景可期

(1) 安琪酵母：公司发布2026年度“提质增效重回报”行动方案：(1)2026年计划实现营收10%以上同比增长、净利润稳步增长(我们预计2026年归母净利润增幅更大)；(2)持续巩固酵母、抽提物等核心产品优势和在中东非洲、亚太等区域市场的优势，扩大在欧洲、北美、南美和中亚地区的业务规模；(3)将酵母蛋白作为“十五五”时期核心战略增长点，持续推进酵母蛋白产能建设。

(2) 金达威：短期压制渐弱，后续季度逐步修复。前序深度报告《披云开雾障，踏雪至山巅》中我们提出，厦门金达威是国内少有的全产业链覆盖的保健品龙头公司：上游原料业务包括辅酶Q10、维生素A及维生素D等产品，C端业务包括Doctor's Best(下文简称DRB)、Zipfizz等品牌，DRB已成长为北美为数不多的销售额超亿美元的保健品牌，亦通过跨境电商渠道销往国内。①由于国内辅酶Q10需求增长较快，我们预计该原料销量增速高于行业水平，同时由于头部厂商扩产，我们预计未来三年单价或微幅下滑，综合而言公司辅酶Q10收入或呈稳健的正增长；②维生素业务贡献业绩弹性：维生素A价格波动偏大，受供需影响呈周期性波动，为公司业绩贡献偶然弹性。③公司

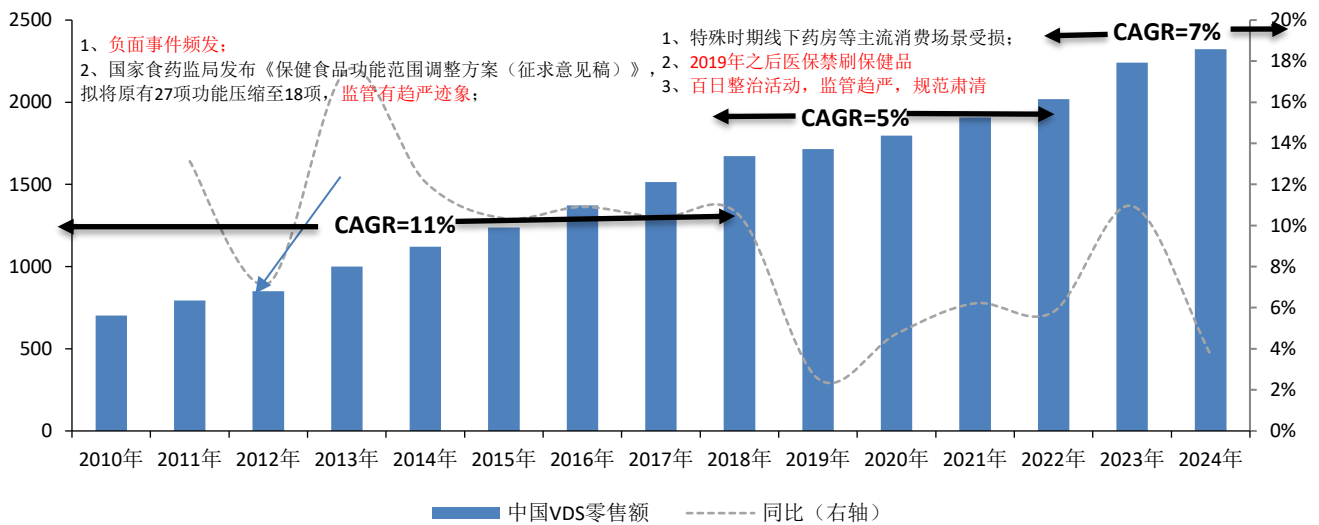
收购的“科学实证派”专业营养品牌 DRB (具备 300+SKU)，基本实现全品类覆盖，我们预计 DRB 于美国销售额增速有望稳定在中~高个位数，高于行业增速，经前期中美团队讨论及渠道适应性打磨，2025H2 开始公司正式发力国内跨境电商及抖音等新兴渠道建设，由于前序基数低，我们预计后续国内品牌端收入将迎明显放量。

(3) 技源集团：展望 2026 年，随着优势原料 HMB 于经济动物养殖及人用肌肉健康领域的应用逐步拓宽，公司作为行业龙头有望迎来长足发展。新剂型 Fizzer 等具备增长动能，同时公司积极推进个性化营养业务落地，可乐观展望。

3. 保健品行业：创新高地，结构性高成长

我国保健食品行业星辰大海，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-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在 6% 以上，高于世界平均水平

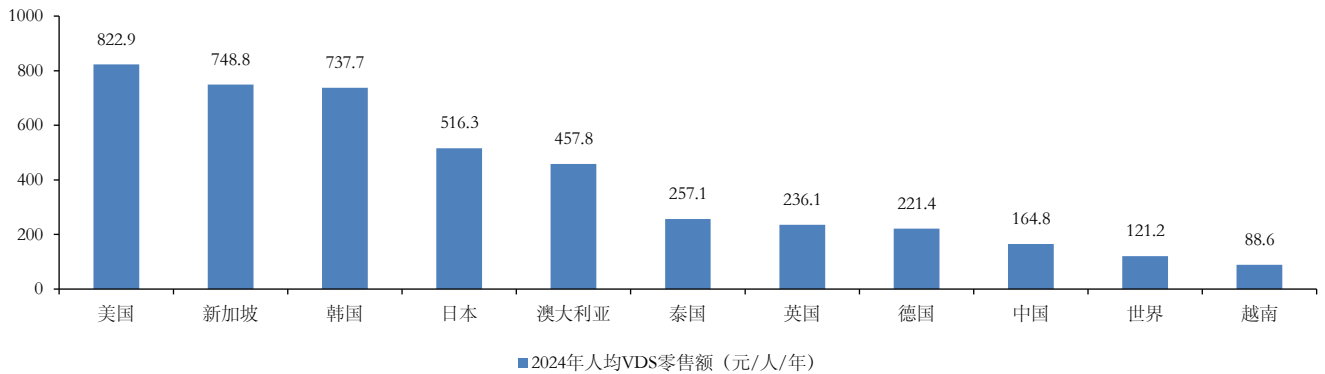
图6：中国保健品行业复盘（单位：亿元）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

人均 VDS 角度看，我国保健品渗透空间较足。2024 年人均 VDS 零售额而言，美国/韩国/日本/澳大利亚/中国分别为 823/738/516/458/165 元/人/年。

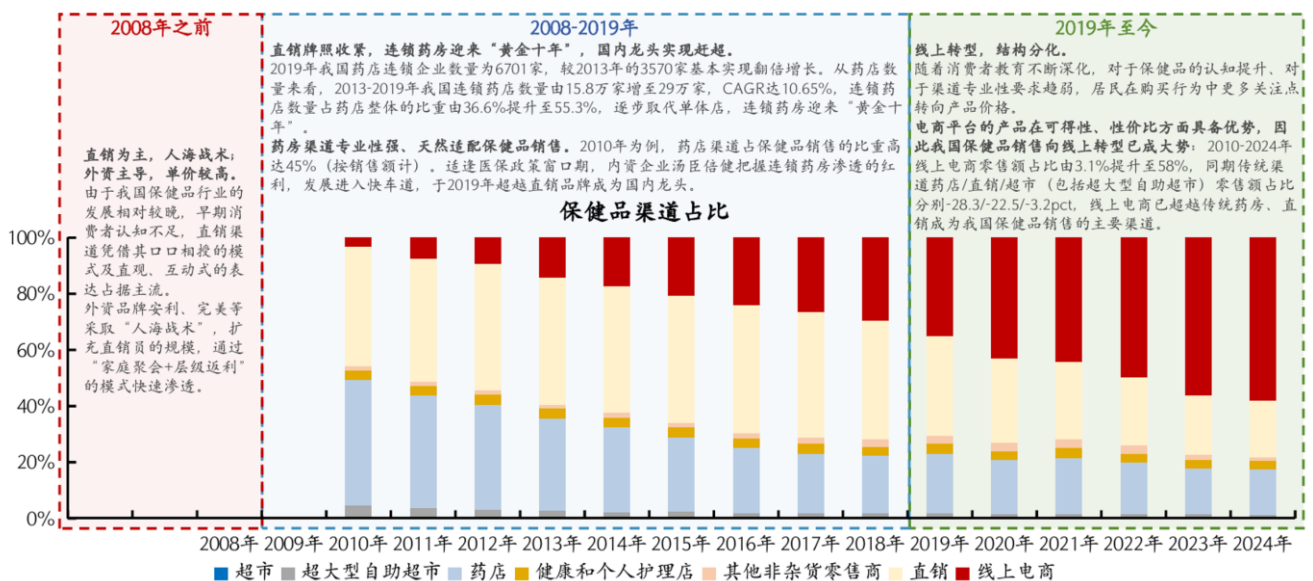
图7: 各国人均 VDS 对比



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

线上转型为本轮行业新格局的驱动因素。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, 其中抖音等内容电商平台的趋势更佳, 占比不断提升; 同时线下商超自我革新、向新零售转型。

图8: 中国保健品行业线上化发展



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

4. 投资建议: 关注个股有逻辑、估值有空间的优质个股

4.1. 品牌端: 关注具备新渠道、新消费逻辑的优质龙头

保健食品行业扩容持续, 同时线上转型带来结构性分化: 具备新消费基因的电商品牌脱颖而出, 品牌端推荐估值修复仍有空间的深度价值股 H&H 国际控股、新品上市看

点强的**民生健康**、**若羽臣**，建议关注改革在途、奋发而上的**汤臣倍健**。

4.2. 代工厂：逻辑各异，新零售与国际化在途

行业长尾化发展，代工环节可收渔翁之利。代工环节个股逻辑各异，催化不尽相同。推荐子公司整合顺利、内外协同贡献增量的**百合股份**以及新零售客户开拓可喜、国际化拓展在途的**仙乐健康**。

4.3. 原料端：需求韧性，经营向上

需求扩容且具备韧性，部分原料企业（如**金达威**、**技源集团**）盈利受短期因素（如资产减值、汇兑、战略转型期费用增加等）影响，但经营稳健且具备壁垒及远期空间，推荐国内酵母龙头**安琪酵母**、辅酶 Q10 龙头**金达威**及 HMB 龙头**技源集团**。

5. 风险提示

消费力恢复不及预期：受消费环境平淡影响，消费力恢复速度可能会低于预期。

竞争格局恶化：市场存在行业竞争格局变化不确定性。

食品安全问题：如果产生食品安全问题，公司经营情况可能受到冲击。

成本端上涨风险：如原材料等上涨过快，公司盈利能力可能受到冲击。

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>