

行业研究 | 行业深度研究 | 食品饮料

保健品四问四答—— 保健品是否还是一门好生意？



| 报告要点

复盘海外竞争格局，前期传统品牌商凭借优势渠道及品牌力跑马圈地，但在极致竞争环境中，消费者逐步回归产品性价比及差异化的考量，唯有强研发及高质量，能够让品牌在同质化中凝练出差异化。我们认为保健品赛道虽小而美，但路宽且长，老龄化支撑、渗透率提升，我国保健品仍是一门好生意。结合进口分析，短期竞争虽有加剧之势，但影响的更多是传统大类，前沿方向的研究壁垒仍高。渠道为筋骨，产品力方为突围之路，随着行业模式从“服务溢价”转向“研发溢价”、“质量溢价”，具备研发、质量优势的龙头企业有望穿越周期，久久为功。

| 分析师及联系人



刘景瑜



邓洁

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524040002

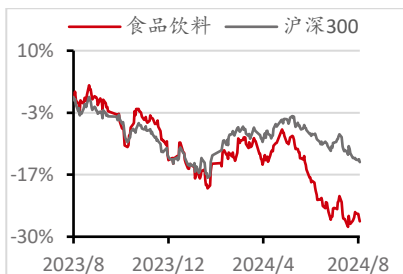
食品饮料

保健品四问四答——

保健品是否还是一门好生意？

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《食品饮料：从河南市场看名酒全国化与地产酒崛起》2024.07.31
- 2、《食品饮料：乳企渠道调整见效，下半年销售或修复》2024.07.28



扫码查看更多

保健品是否还是一门好生意？

老龄化叠加健康意识提升，保健品年轻化、下沉化发展，行业规模由2013年的993亿元增至2022年的2989亿元，CAGR达13%，未来三年增速仍有望维持在6%左右，景气度领先于消费品其他子版块。但对比海外，我国保健品人均消费额仅为美国的14%、澳大利亚的22%，渗透率提升空间充足，我们认为保健品仍是一门好生意。

渠道结构如何推演？

参照美澳，我们认为消费者教育程度、产品可得性与渠道价差均会影响保健品行业的渠道结构。随着认知提升，消费者对于渠道专业性要求趋弱，更多的关注价格，而电商平台产品可得性、性价比优势突出，我们认为线上转型以及轻资产运营的趋势明确，同时看好线下渠道价格体系进一步优化：2019-2023年线上渠道销售额CAGR为11%，同期药房专营店、直销、商超销售额CAGR分别为-3%、-9%、-4%。

当我们进口保健品，买的是什么？

2018-2023年我国保健品进口额维持正增长态势，2023年达67.39亿美元，CAGR为17.49%。其中美国、澳大利亚稳居前两甲，2023年进口额占比分别为18%、14%：
(1) 美国保健品采取备案制，审核宽松，创新应用领先，进口的是“新技术”；
(2) 澳大利亚对于保健品的监管归于补充性药品类目，监管严格，进口的是“高质量”。

行业竞争走向何方？

随着批文审批效率提升以及线上化转型，国内保健品行业长尾化趋势明显，竞争有所加剧：2014-2023年行业CR5/CR10/长尾公司占比分别+3/4/6pct。复盘美国保健品行业的极致竞争，药企在保健品领域脱颖而出，反映消费者对于产品研发及质量的诉求愈发突出，我们认为研发优势强、产品质量佳的龙头企业有望受益。

投资建议：建议关注具备研发、质量优势的龙头企业

老龄化叠加居民健康意识提升，保健品年轻化、下沉化发展，我们看好食品饮料（保健品）行业前景，行业有望持续扩容，给予“强于大市”评级。参照美澳，我们认为本轮渠道结构的调整本质上归于利润的重新分配，线上化趋势不可阻挡，同时竞争压力仍存，研发优势强、产品质量好的龙头企业有望持续受益，推荐具备研发优势的代工龙头仙乐健康，建议关注积极拥抱线上转型、期待新品逻辑的汤臣倍健、H&H控股。

风险提示：食品安全风险、渠道拓展不达预期风险、原料价格上涨风险

投资聚焦

核心逻辑

老龄化需求驱动，叠加居民健康意识提升，保健品年轻化、下沉化发展，行业整体规模由2013年的993亿元增至2022年的2989亿元左右，CAGR达13%，未来三年CAGR仍有望维持在6%左右的水准，领先于消费品其他子版块。中长期而言，行业发展仍处黄金期，但短期竞争确有加剧之势，本文主要回答市场关注度较高的四个问题：保健品是否仍是一门好生意？渠道结构如何推演？当我们进口保健品，买的是什么？行业竞争走向何方？复盘历史，参照美澳，我们认为本轮渠道结构调整本质上归于利润的重新分配。渠道为筋骨，产品力方为突围之路，随着行业模式从“服务溢价”转向“研发溢价”、“质量溢价”，具备研发、质量优势的龙头企业有望穿越周期，青山遮不住，毕竟东流去。

投资看点

- 短期来看，随着行业线上化转型，批文流程边际优化、审批效率提升，保健品行业长尾效应愈加明显，行业竞争略有加剧之势，但影响更多的集中在传统大类品类，消费者仍会为高质量、强研发买单，叠加2024H2保健品板块基数效应环比缓解，看好积极拥抱线上转型、具备新品逻辑的优质龙头企业，经营端有望逐步修复。
- 长期来看，2023年我国65岁以上人口占比高达14.27%（国际对于老龄化社会的定义：7%），且伴随着20世纪60年代到70年代中期第二次生育高峰人群进入老年，我国老年人口预计加速增长，老龄化需求驱动保健品行业进入发展周期。同时随着经济发展及生活水平提升，居民保健意识增强，行业扩容有望持续。长坡厚雪，板块景气度优于其他消费子板块。

正文目录

1. 保健品是否还是一门好生意？	6
1.1 保健品发展处于黄金时期	6
1.2 中国保健品市场发展空间充足	8
2. 渠道结构如何推演？	9
2.1 浅析保健品渠道结构的影响因素	9
2.2 推演我国保健品渠道变化	12
3. 当我们进口保健品，买的是什么？	14
3.1 进口美国的“新技术”	14
3.2 进口澳大利亚的“高质量”	16
4. 行业竞争走向何方？	17
4.1 行业竞争有所加剧	17
4.2 从“服务溢价”到“产品溢价”	18
5. 投资建议：关注具备研发、质量优势的龙头	20
5.1 品牌端：关注顺应线上化趋势、具备产品逻辑的龙头企业	20
5.2 代工厂：关注研发优势强、批文储备足的龙头企业	21
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1： 65 岁以上人口占比（单位：%）	6
图表 2： 2014-2020 年城乡老年人人均消费支出结构变化	6
图表 3： 健康消费稳健，居民保健意识增强	7
图表 4： 居民保健意识增强，医疗保健支出占比提升	7
图表 5： 2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速	7
图表 6： 低线级城市消费者成为保健品高潜用户	7
图表 7： 中国保健品市场持续扩容（亿元，右轴 yoy）	8
图表 8： 我国食品饮料子类目 2023-2026E 三年 CAGR 对比	8
图表 9： 2020-2022 年中美澳三国保健品行业规模增速对比	8
图表 10： 2023 年主要市场营养健康食品市场规模及人均消费额	9
图表 11： 我国保健品在各年龄段的渗透率均存提升空间	9
图表 12： 澳大利亚的消费品销售中，线上线下渠道的价差不大	10
图表 13： 澳大利亚商超渠道折扣（%，sold on promotion）	11
图表 14： 澳大利亚商超渠道保健品价格	11
图表 15： 澳大利亚“更喜欢实体店购物”消费者占比	12
图表 16： 澳大利亚保健品销售渠道结构（%）	12
图表 17： 我国保健品渠道结构	13
图表 18： 我国营养保健食品进口额稳步增长	14
图表 19： 营养保健食品进口来源国前五占比变动	14
图表 20： 美国保健品监管制度变迁	15
图表 21： 2014-2017 年，围绕功能性食品及其配料应用的全球专利申请统计，美国专利数领先	16

图表 22:	澳大利亚监管制度变革.....	16
图表 23:	横向对比, 澳大利亚保健品监管制度较为严格.....	17
图表 24:	国产保健品批文(注册+备案)数量.....	17
图表 25:	2014-2023 年 CR5/CR10/长尾公司合计的市占率变化.....	18
图表 26:	2023 年中美保健品行业 CR3 以及龙头企业市占率对比, 美国市场分散化程度更高, 竞争演绎更为极致.....	19
图表 27:	美国保健品龙头收入及市占率.....	20
图表 28:	汤臣倍健境内线上渠道收入(亿元).....	21
图表 29:	汤臣倍健境内线上渠道占比.....	21
图表 30:	MAT2022-MAT2023 淘宝天猫保健食品重点品类 top5 品牌对比.....	22
图表 31:	2023 年注册&备案批文新增量(个).....	23
图表 32:	2023 年国内保健品厂商注册&备案总量(个).....	23

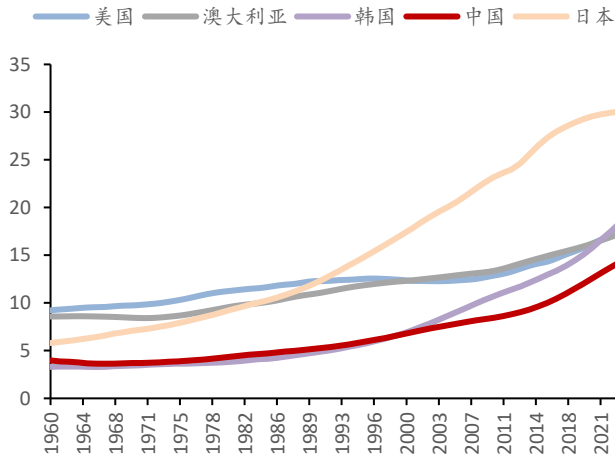
1. 保健品是否还是一门好生意？

1.1 保健品发展处于黄金时期

老龄化驱动保健品行业进入发展长周期。据国家统计局数据，我国 65 岁以上人口占比持续攀升，2023 年占比高达 14.27%（国际对于老龄化社会的定义：7%），高龄人口占比基本类比为十年前的美澳、20 世纪 90 年代中期的日本。据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，2021-2050 年我国进入加速老龄化阶段，伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期第二次生育高峰人群进入老年，我国老年人口或加速增长。

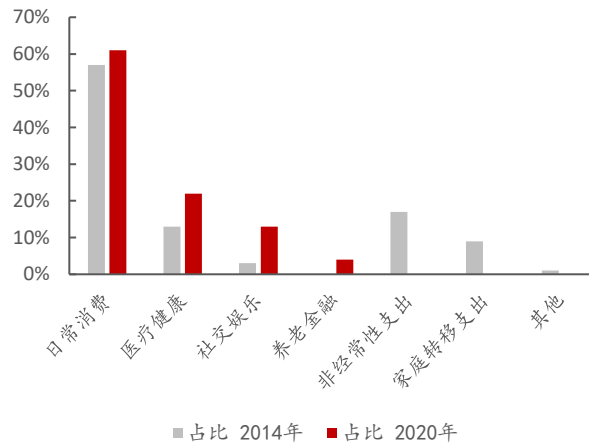
据贝壳财经及数读财经统计，医疗健康占我国城乡老年人人均消费支出比重由 2014 年的 13% 增至 2020 年的 22%，增幅领先。老年人医疗保健的需求相对更强，短期财务状况受经济波动影响小，有望为保健品行业的发展提供底层支撑。

图表1：65 岁以上人口占比（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

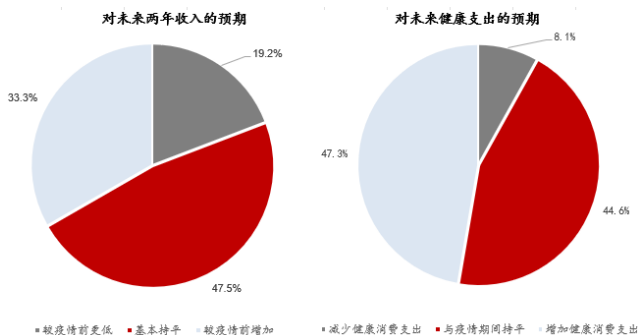
图表2：2014-2020 年城乡老年人人均消费支出结构变化



资料来源：贝壳财经，数读财经，新京报，国联证券研究所

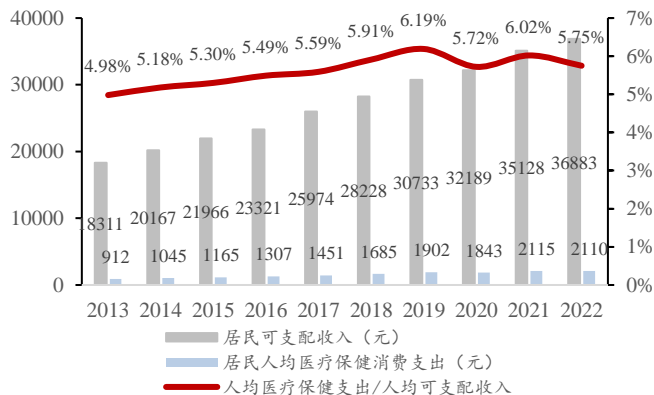
居民保健意识增强。据《疫情后时代国民健康趋势洞察报告》，虽对于收入预期表现平淡，但接近一半的居民倾向增加健康支出，居民保健意识明显增强。此外，据国家统计局及艾媒咨询数据，我国居民人均医疗保健支出由 2013 年的 912 元增至 2022 年的 2120 元，CAGR 达 9.83%，人均医疗保健支出/人均可支配收入比例持续上升，2022 年增至 5.75%，反映居民端保健意识进一步增强。

图表3: 健康消费稳健, 居民保健意识增强



资料来源: 中康消费者研究中心《疫情后时代国民健康趋势洞察报告(2023年)》, 国联证券研究所

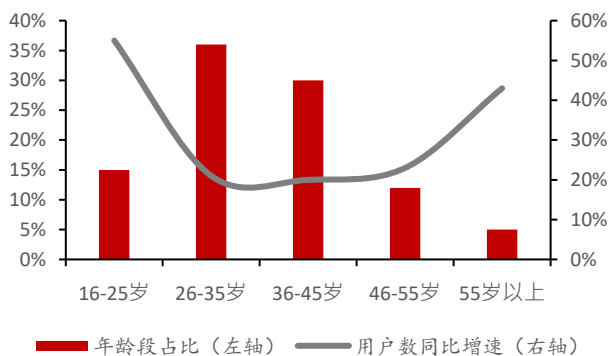
图表4: 居民保健意识增强, 医疗保健支出占比提升



资料来源: Wind, 国家统计局, 艾媒咨询, 国联证券研究所

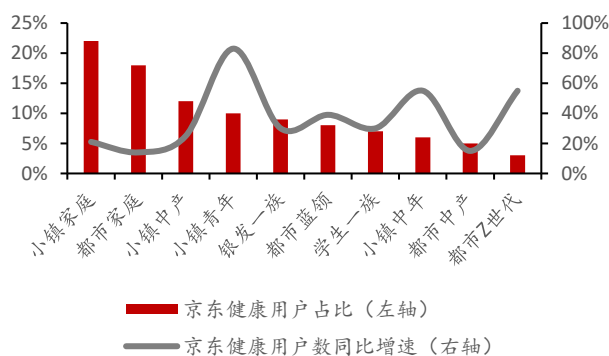
保健品年轻化、下沉化发展。据《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》, 京东健康用户数中, 16-25岁消费者同比增速最高, 接近60%, 健康消费年轻化趋势明确。此外, 随着低线城市医惠科普日益完备、购物渠道及物流便利度提升, 小镇青年及中年消费者的同比增速分别超80%、50%, 低线城市消费者成为保健品消费的高潜用户, 地域下沉加速。

图表5: 2023年618京东健康消费者年龄分布及增速



资料来源: 第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》, 国联证券研究所

图表6: 低线城市消费者成为保健品高潜用户



资料来源: 第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》, 国联证券研究所

老龄化支撑+居民健康意识提升+年轻化、下沉化发展, 我国保健品行业处发展黄金期, 市场持续扩容。据艾媒咨询数据, 我国保健品市场规模由2013年的993亿元增至2022年的2989亿元左右, CAGR达13.03%。

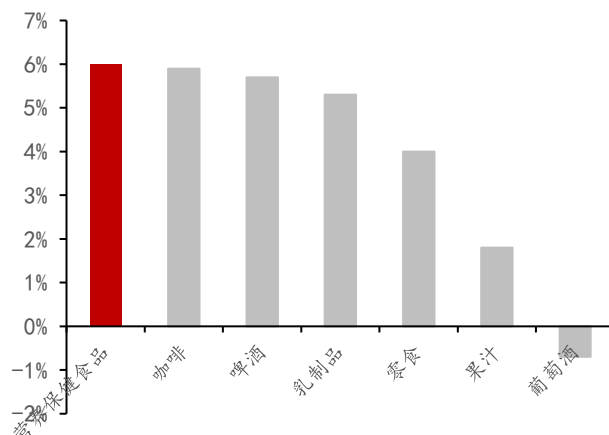
预计我国营养保健品行业未来三年CAGR仍有望维持在6%左右的水平。横向对比消费品其他类目, 营养保健食品增速领先于咖啡、啤酒、乳制品、零食等其他食品饮料子板块, 我们认为保健品仍是一门好生意。

图表7：中国保健品市场持续扩容（亿元，右轴 yoy）



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

图表8：我国食品饮料子类目 2023-2026E 三年 CAGR 对比

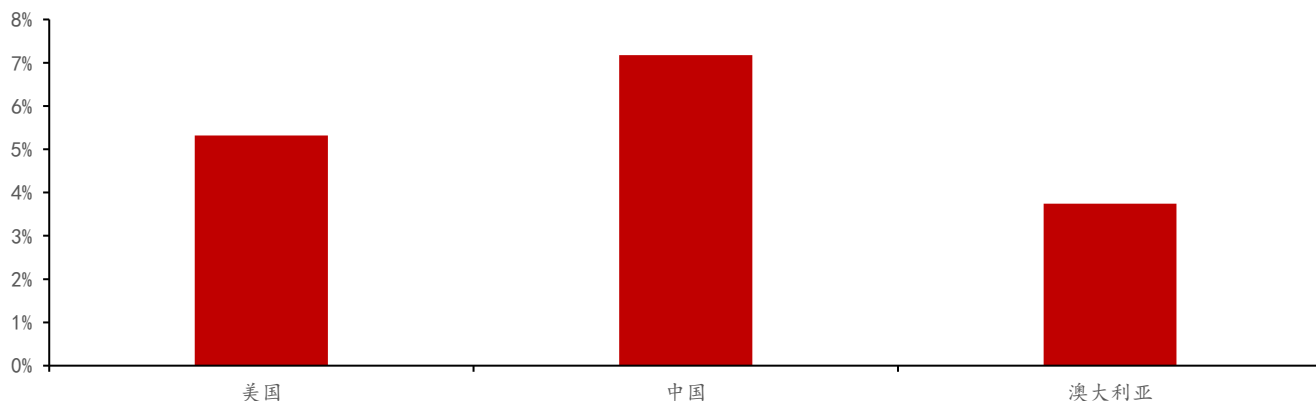


资料来源：仙乐健康公告，国联证券研究所

1.2 中国保健品市场发展空间充足

我国保健品行业增速亮眼。据 Statista 数据测算，2020-2022 年我国保健品行业规模的增速达 7%，同期澳大利亚、美国增速仅为 5%、4%。虽市场规模不及美国，但增速表现亮眼，增长动能充足。

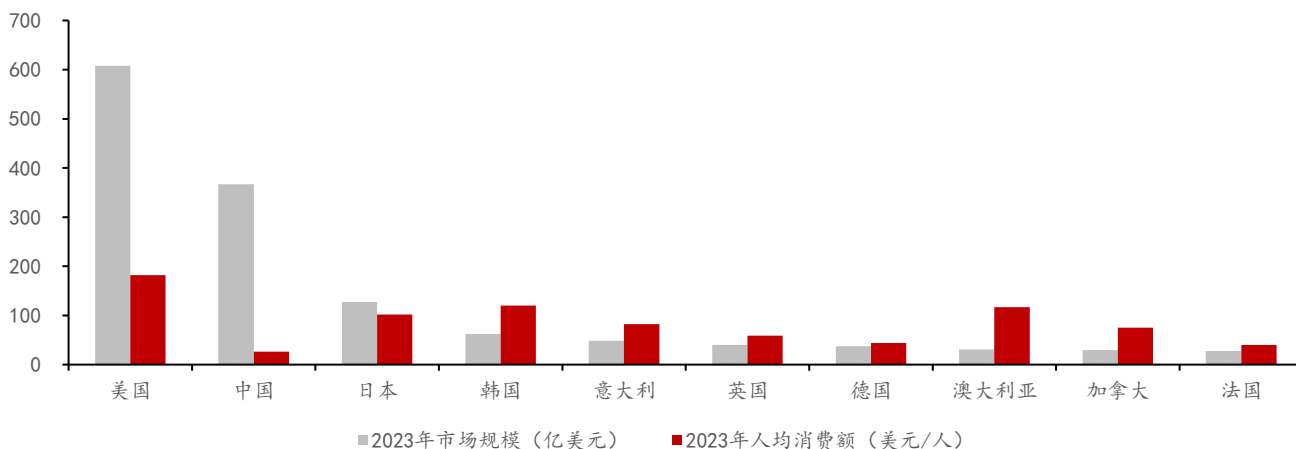
图表9：2020-2022 年中美澳三国保健品行业规模增速对比



资料来源：statista，国联证券研究所整理

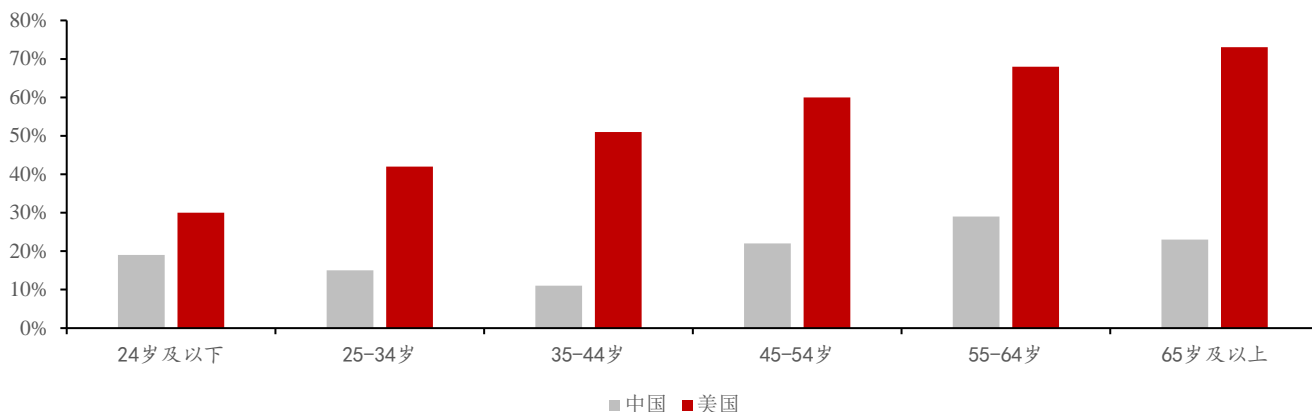
对比 2023 年全球主要市场营养健康食品人均消费额，我国渗透率提升空间充足。据测算，2023 年我国营养健康食品人均消费额为 26 美元，仅为美国的 14%、澳大利亚的 22%、日本的 25% 左右，各年龄段的渗透率均存提升空间。

图表10：2023年主要市场营养健康食品市场规模及人均消费额



资料来源：仙乐健康公告，Wind，国联证券研究所整理

图表11：我国保健品在各年龄段的渗透率均存提升空间



资料来源：IQVIA，前瞻产业研究院，国联证券研究所整理

2. 渠道结构如何推演？

2.1 浅析保健品渠道结构的影响因素

对比海内外发展情况，我们认为消费者教育程度、产品可得性及渠道价差均会影响保健品行业的渠道结构，本轮国内渠道结构的调整本质上归于消费者认知度提升后，渠道利润的重新分配：

(1) 消费者教育程度影响保健品渠道结构，随着认知程度提升、信息多元化发展，消费者对于渠道专业性的要求趋弱。保健品由于兼具食品及药品双重属性，在市场发展初期，渠道需要承担部分消费者教育的功能，承担类似“导购”的角色，随之享受较高的服务溢价、情感溢价：直销渠道的销售人员即为消费者，关系推介性强；药房渠道则具备强专业及公信力的背书，均较为适配初期的消费者教育，也因此享受了较高的渠道利润。直销品牌典例为美国的体重管理公司康宝莱，公司在各地设立官方旗舰店，辅助消费者进行健康监测，产品销售建立在较强的人情推介之上，为消费者提供专业的社群环境及附加服务，毛利率接近 80%。药房渠道的典例为汤臣倍健，公司作为国内药房渠道的保健品龙头，享受国内连锁药房加速渗透以及 21 世纪初医保政策的双重红利，逐步超越传统直销品牌成为膳食营养补充剂行业龙头，整体毛利率基本稳定在 60% 以上。然而随着消费者教育深化、居民对于保健品的认知提升，对于渠道教育功能、专业性的要求趋弱，保健品行业中直销渠道占比由 2019 年的 30.3% 降至 2023 年的 17.3%，2019-2023 年 CAGR 为 -8.62%，药房渠道 CAGR 为 -3.12%。

(2) 产品可得性差异影响渠道结构，我国电商平台保健品种类相对较多。1997 年《保健（功能）食品通用标准》规定了保健食品定义、产品分类、技术要求及试验方法等，并在外包装要求标注“国食健字”，自此“小蓝帽”诞生，根据国家市场监督管理总局发布的《市场监管总局关于加强保健食品标志管理的公告（征求意见稿）》，在我国只有获得“小蓝帽”标识的保健食品才能在药房等正规渠道销售，而电商平台对保健品批文则无明确要求，因此线上渠道产品种类相对更多、且跨境电商产品主要通过电商平台进行售卖。

(3) 渠道价差影响消费行为及渠道结构。以澳大利亚为例，保健品线上及线下渠道价差不明显（甚至部分场景下，线下购买价格更为实惠），且居民倾向于线下购物，导致传统渠道占比偏高：据 Alberto Cavallo《Are Online and Offline Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers》数据，澳大利亚线上渠道的商品较线下而言并无显著的价格优势。具体到保健品，据 IRI Big Picture-Grocery 数据，澳大利亚保健品在商超渠道的折扣范围维持在 70% 以上，线下折扣商品均价能够维持在 12.95 美元左右，价格较为实惠。叠加消费者偏好实体店的购物情怀，线下仍为澳大利亚保健品销售的主要渠道，占比超过九成，线上仅 7% 左右。

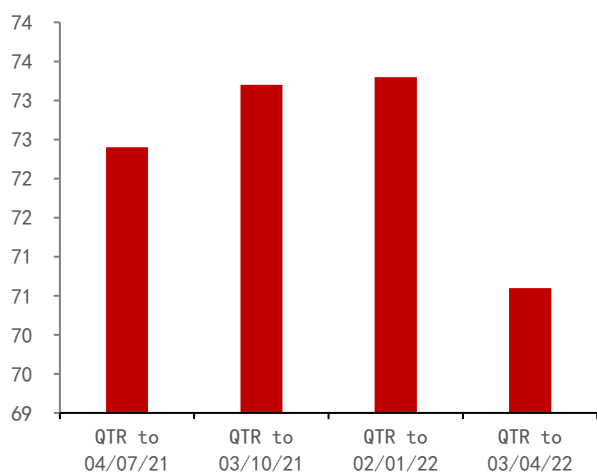
图表12：澳大利亚的消费品销售中，线上线下渠道的价差并不大

country	retailers (1)	observations (2)	Identical (3)	higher online (4)	lower online (5)	online markup (6)	online difference (7)
Argentina	5	3699	60	27	13	3	1

Australia	4	3797	74	20	5	5	1
Brazil	5	1915	42	18	40	-7	-4
Canada	5	4031	91	3	5	-5	0
China	2	513	87	7	6	3	0
Germany	5	1604	74	4	23	-8	-2
Japan	4	2186	48	7	45	-13	-7
South Africa	5	3212	85	6	9	-3	-1
United Kingdom	4	2094	91	2	7	-8	-1
United States	17	15332	69	8	22	-5	-1
all countries	56	38383	71	11	18	-4	-1

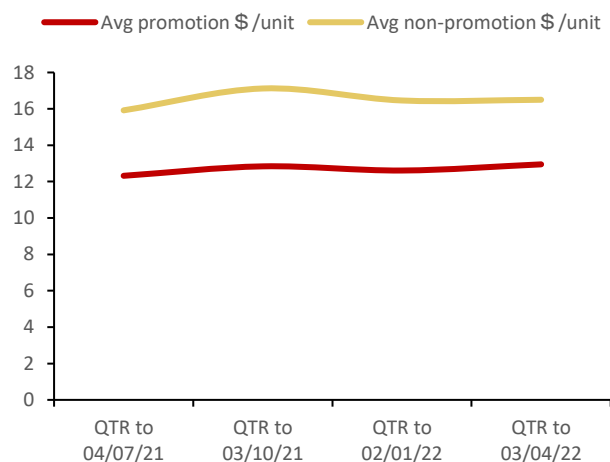
资料来源: America Economic Review 2017, 107(1):283-303, 《Are Online and Offline Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers》 by Alberto Cavallo, 国联证券研究所整理

图表13: 澳大利亚商超渠道折扣(% , sold on promotion)



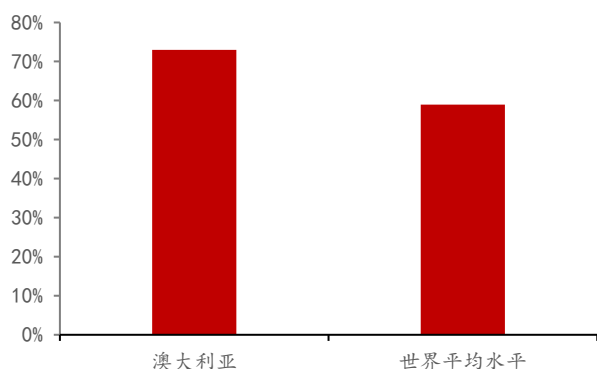
资料来源: IRI Big Picture-Grocery, Maria Adel 《A market research report on the supplements and vitamins space in Australia》, 国联证券研究所

图表14: 澳大利亚商超渠道保健品价格



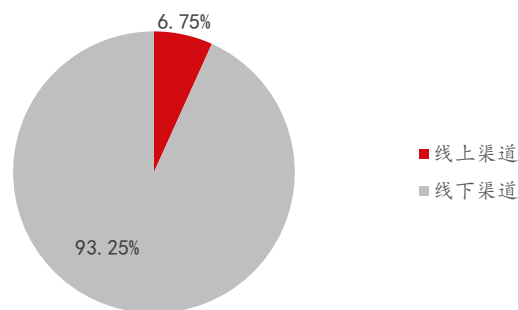
资料来源: IRI Big Picture-Grocery, Maria Adel 《A market research report on the supplements and vitamins space in Australia》, 国联证券研究所

图表15: 澳大利亚“更喜欢实体店购物”消费者占比



资料来源: retail express 《physical retail store statistics australia》, 国联证券研究所

图表16: 澳大利亚保健品销售渠道结构 (%)



资料来源: IRI Big Picture-Grocery, Maria Adel 《A market research report on the supplements and vitamins space in Australia》, 国联证券研究所

2.2 推演我国保健品渠道变化

随着消费者教育不断深化,对于保健品的认知提升、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。特殊时期线上购买行为增加,培育一定的消费习惯,叠加电商平台产品可得性、性价比具备优势,我国保健品销售向线上转型、品牌商轻资产化成为趋势。根据 TMO Group 数据,近五年我国保健品线上销售占比由 33% 增至 50%,2019-2023 年线上零售渠道保健品销售额 CAGR 高达 10.52%。

图表17：我国保健品渠道结构

销售渠道及占比	2019-2023 复合增长率	渠道特点与趋势
50% 在线零售	+10.52%	<p>得益于整体电商市场的增长红利，过去五年我国保健品线上销售渠道占比由33%上升至50%，成为销售份额最高的渠道。年轻消费群体带动跨境电商的蓬勃发展，宽松的跨境海关政策加速海外保健品品牌涌入，为年轻群体带来海量的保健产品，海外保健品销售额在跨境电商品类排名前四。</p> <ul style="list-style-type: none"> 通过小红书、抖音等新媒体的兴起，扮演起专业科普和导购的角色，从而完成产品的介绍、推荐与消费者教育功能，以弥补电商渠道针对新品类渠道推广力较弱的短板。
29% 药店&专营店	-3.12%	<p>药店消费群体主要以老年人为主，根据中国药店研究部数据，其中60岁以上的消费者占比49%。且老年群体一直是购买保健品的主力人群，一般药店配有专业导购进行推荐，对于药店的专业性信任度较高。但对于保健品蓝帽子的进柜要求和新医保支付政策的影响，药房短期增长有限。</p> <ul style="list-style-type: none"> 药店连锁比例提升有望带动渗透率提升 未来药店将朝着综合化和超市化转型
17% 直销	-8.62%	<p>直销消费群体主要以中老年人为主，受疫情期间人际和线下活动限制的直销企业大多受到了重创。随着疫情结束，大多数直销企业积极自救，不断探索新的运营模式和机会。VDS和传统滋补这两类保健品占比持续下降，但体重管理和运动营养较2022年相比分别有了4%和10%的增长。</p> <ul style="list-style-type: none"> 延续并深化数字化转型 以建立社群为基础的新销售模式发展迅速
4% 线下商超	-4.3%	<p>自2020年起受疫情影响，社会面整体线下零售业复苏缓慢。</p> <ul style="list-style-type: none"> 对于消费者容易判断功能成分并有望纳入日常复购的清单的日常保健产品较为适合商超渠道。

资料来源：TMO Group，国联证券研究所整理

看好线上化趋势延续，但线下渠道不会消亡，具体结构受渠道价差影响。渠道利润再分配、全球比价的背景之下，我们看好国内线下渠道价格体系的进一步优化。

(1) 线下渠道与老年客群的绑定强，据保健品协会数据，2021年老年人占保健品消费的五成以上，超过65%的老年人使用过保健品，且自己购买的比例近40%，具体来看，2021年中国老年人购买保健品的渠道中，药房渠道占比达56%，直销及商超占比分别为8%；同时有66%的老年人因公司推销、广告宣传而购买保健品，对于信任背书、关系推介的需求强，为线下市场提供底层支撑。此外，线下渠道的教育、宣传属性突出，品牌端重视线下的露出及营销推广，因此我们认为线下渠道份额虽有下滑但不会消亡。(2) 渠道结构受价差影响，看好我国线下渠道保健品价格体系的进一步优化：以美国为例，作为保健品消费第一大国，消费者教育成熟，需求流向专业性弱、性价比高的销售部门——线下折扣经销店销售额增速表现亮眼：根据SPINS Marketing《the state of supplement in 2023》，过去52周(以2023年1月29日回溯计算)美国膳食营养补充剂销售渠道中，线下传统折扣经销店表现最为亮眼，销售额增速达2.90%。美国市场的高度竞争环境挤压出部分超额的渠道利润，目前我国线下保健品单价相对偏高，看好未来价格体系进一步优化。

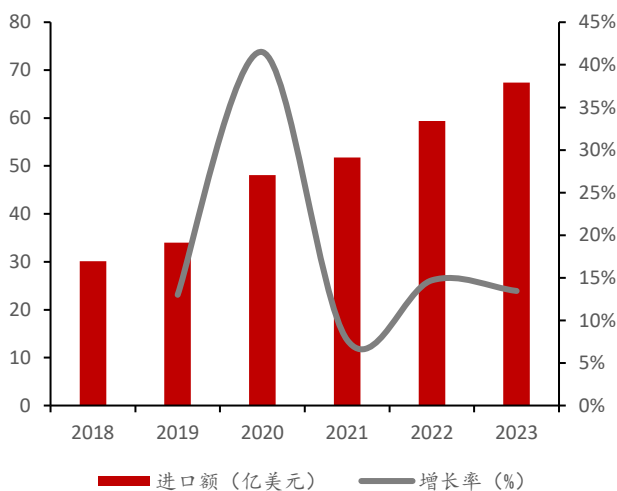
3. 当我们进口保健品，买的是什么？

我国营养保健食品进口额稳步增长，美国、澳大利亚为主要进口来源国。据中国医药保健品进出口商会数据，2018-2023 年我国保健品进口额维持正增长态势，2023 年达 67.39 亿美元，CAGR 为 17.49%。其中美国、澳大利亚稳居前两甲，2023 年进口额占比分别为 18%、14%：

(1) 美国保健品监管制度较为宽松，创新应用领先，进口的是“新技术”；

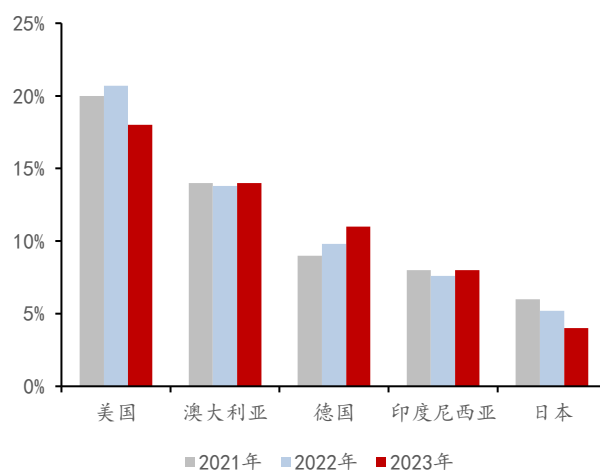
(2) 澳大利亚对于保健品的监管归于补充性药品类目，监管严格，进口的是“高质量”。

图表18：我国营养保健食品进口额稳步增长



资料来源：中国医药保健品进出口商会，国联证券研究所

图表19：营养保健食品进口来源国前五占比变动



资料来源：中国医药保健品进出口商会，国联证券研究所

3.1 进口美国的“新技术”

保健品在美国被称为膳食营养补充剂 (dietary supplement)，采取备案制，监管制度较为宽松，重视事后监察。保健品在美国的监管制度经历了宽松-收紧-宽松的变革：1938 年《食品、药品和化妆品法》首次明确对该类含有维生素、矿物质或植物性成分的“特殊饮食用途”食品进行监管；1958 年《食品添加剂修正案》指引保健品监管走向激进但收效甚微；1994 年《膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA) 最终公布，规定保健品作为食品的一种特殊类别进行监管，允许保健品不需要像药品一样经过 FDA 的安全性和有效性审查即可上市，授权 FDA 制定良好生产规范 (GMP) 以

保证膳食补充剂生产质量。监管的侧重点集中于生产经营环节，先审批、后审查，重视事后监察，体系相对宽松。

图表20：美国保健品监管制度变迁

法规	颁布时间	性质	主要内容
《食品、药品和化妆品法》(FD&C Act)	1938年	法律	首次明确提出对这类含有维生素、矿物质或植物性成分的“特殊饮食用途”食品进行监管，是食品安全方面最主要的法律之一，规定了控制食品掺假、规范标签、应对紧急事件、农药残留标准、添加剂使用、食品企业检查、有毒成分含量等。此后美国在不断完善、更新该法律的内容。
《食品添加剂修正案》	1958年	法规	尝试将膳食补充剂定性为“食品添加剂”以设定审批程序，对膳食补充剂的监管采取了激进立场。由于缺乏足够的执法权力和执法资源，FDA加强保健食品监管的行动基本收效甚微。
《维生素和矿物质修正案》	1976年	法规	禁止FDA限制维生素或矿物质的效能，不允许FDA仅因为超过了正常需求量就把维生素和矿物质当作药物来管理。
《营养标签与教育法》(NLEA)	1990年	法律	对包括膳食补充剂在内的食物标签进行了重大改革，要求食品标签如实标注产品的营养成分和含量，规范生产商的产品宣传行为。
《膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA)	1994年	法规	为膳食补充剂行业制定至今的基本监管框架结构，规定了保健品作为食品的一种特殊类别进行监管，允许保健品在市场上销售而不需要像药品一样经过FDA的安全性和有效性审查。DSHEA法案还授权FDA制定良好生产规范(GMP)以保证膳食补充剂生产质量。FDA发布了专门针对膳食补充剂的现行良好生产规范(cGMP)，要求膳食补充剂产品必须按照cGMP进行生产，以保证制造设备设施、生产流程和控制系统、包装存储和标签等全过程达到规定标准。
GMP(药品生产质量管理规范)(DSHEA补充法规)	2003年	法规	由FDA负责起草有关膳食补充剂制备、包装和存放等方面的GMP法规，以确保其安全性，把GMPs标准设定为膳食补充剂必须满足的最低标准。
《FDA食品安全现代化法案》(FSMA)	2011年	法规	美国食品安全监管体系的重大改革，并对膳食补充剂在内的食品行业安全规范做出了具体要求，加强了风险分析以预防危害发生。

资料来源：美国FDA官网，中营惠营养健康研究院(中国营养学会)，《食品科学》2023年44卷07期372-379页，国联证券研究所整理

从研发角度考虑，美国保健品研发、应用能力全球领先。据GNPD数据，2014-2017年围绕功能性食品及其配料应用的全球专利申请统计中，美国专利数达50个，断层领先于下一梯队的西欧国家，其中功能性膳食纤维、Omega-3(脂肪酸)、饱腹感食物、血糖控制等细分品类的专利数领先幅度较大，反映美国在保健品领域的研发优势领先，新技术、新剂型、新成分、新配方的创新及落地处全球前沿地位，**当进口美国保健品，更多的是进口“新技术”。**

图表21：2014-2017年，围绕功能性食品及其配料应用的全球专利申请统计，美国专利数领先

	美国	加拿大	英国	法国	德国	西班牙	意大利	荷兰	瑞士	丹麦	挪威	瑞典	芬兰	爱尔兰	印度	澳大利亚	巴西	日本	韩国	中国
益生菌	2	2		4		3	5	2	4	3				1				1		1
功能性膳食纤维	12	1	1		1	3				2					1	2	1	2		1
Omega-3	8	1	1	2	1	2		2			2				2	2		4	1	
乳清蛋白	12		2	2	3			2	5	5	1		3	2				6	1	
饱腹感食物	10	1	5	1	2				1	1		1	1				1	2	1	
血糖控制	6		4	2	2	1	2	1	2	2	2				1	3	1	5	7	5
合计	50	5	13	11	9	9	7	7	12	12	5	1	4	3	4	7	3	20	10	7

资料来源：GNPD, Foodaily, 国联证券研究所整理

3.2 进口澳大利亚的“高质量”

保健品在澳大利亚的监管体系中归于补充药品，监管严格。澳大利亚的保健品受澳大利亚治疗物品管理局（TGA）监管，从原材料采购、检验、生产工艺等环节均按照药品要求指定严格规范，需经过安全性/理化性检测以及功能性/有效性检测，接受TGA定期、不定期检查，监管严格程度处于较高水平。当我们进口澳大利亚保健品时，更多的是进口“高质量”。

图表22：澳大利亚监管制度变革

名称	颁布时间	性质	主要内容
《治疗产品法》 (Therapeutic Goods Act)	1989年	法令	规定了治疗产品的定义、分类、监管要求等，授权治疗产品管理局（TGA）负责监管工作，包括保健品的注册、备案、生产、供应、分发等环节的监管，为保健品的注册制和备案制提供了法律基础。 (注册制：AUST R；备案制：AUST L 或 AUST L(A))
《治疗产品管理规定》 (Therapeutic Goods Regulations)	1990年	法规	进一步明确了注册制和备案制的具体实施细节，包括申请流程、资料要求、评审标准等。
治疗产品数据库 (ARTG)	1991年	公告	所有在澳洲上市、进口或出口的产品都在数据库中有详细信息。可查询到的信息主要包括，是否可以作为备案药品使用的成分、成分概述。所有在ARTG系统中注册或备案的治疗产品必须符合默认标准或以通告形式发布的由卫生部长签署的标准。
《治疗产品广告条例》	1997年	法规	确保治疗产品的推广和广告，必须以向社会负责为首要，并确保推广这些产品的适当使用。
《澳大利亚补充药品法规指南》(ARGCM)	2004年	指南	内容主要包括补充药品的注册、表列、评审三个方面和一般指导方针、政策性文件以及指南两个部分，全面系统地反映了澳大利亚对补充药品的监督管理要求。
《良好生产操作规范》 (GMP)	2018年	指南	规定补充药品等产品生产时各项须遵循的原则和操作规范，确保每种补充药品均安全可靠、符合规范。

资料来源：澳大利亚TGA官网、广东省保健品商会、中国营养保健食品协会，国联证券研究所整理

图表23：横向对比，澳大利亚保健品监管制度较为严格

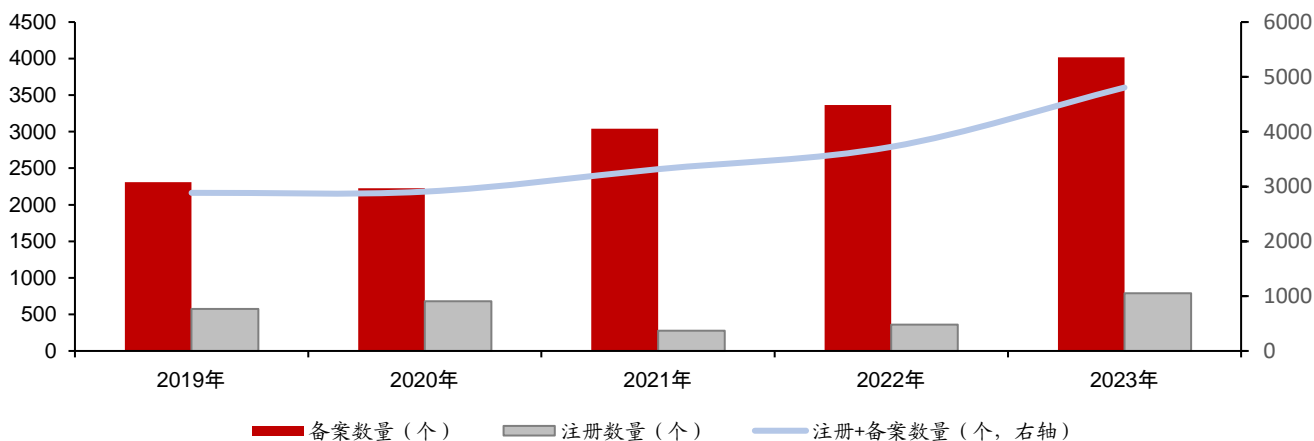
	澳大利亚	中国	韩国	日本	美国
监管机构	澳大利亚治疗物品管理局 (TGA)	国家市场监督管理总局和国家卫生健康委员会	食品药品安全部 (MFDS)	消费者事物厅和厚生劳动省	食品药品监督管理局 (FDA)
安全性/理化检测		是			否
功能性/有效性检测		是		否	
监管强度	严格	较严格			宽松

资料来源：中贸合规中心，智研咨询，国联证券研究所整理

4. 行业竞争走向何方？

4.1 行业竞争有所加剧

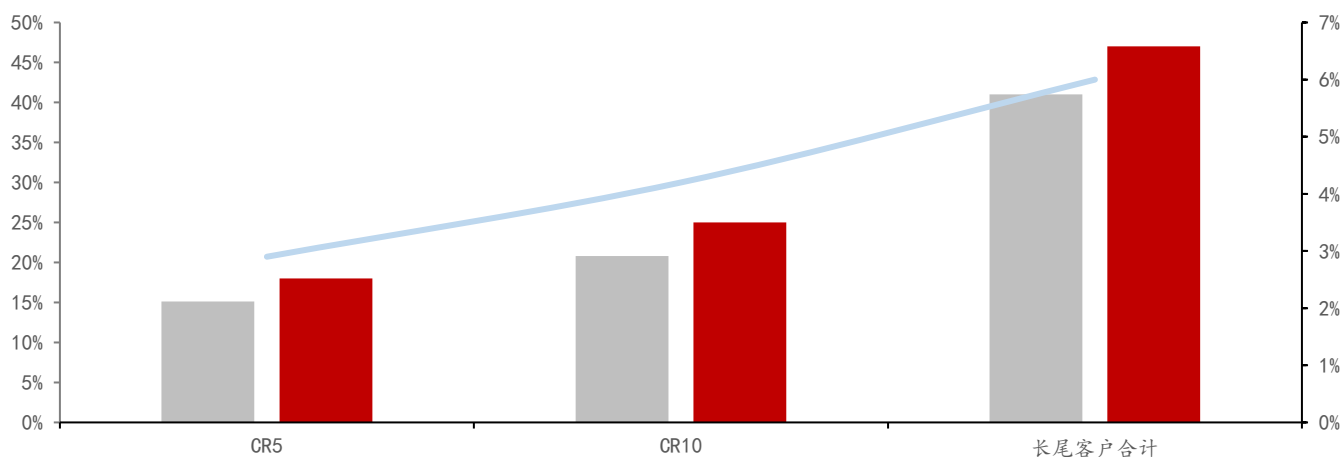
我国保健品行业在规范化及审批效率方面取得了显著进展。自 2016 年审备结合的双轨制启动以来，我国保健品行业日趋规范。据中商产业研究院数据，2023 年度我国净增批文数量高达 4805 个，同比提升 29%，其中备案批文、注册批文分别新增 4016、789 个，同比增加 19%、120%，审批效率不断提升。

图表24：国产保健品批文（注册+备案）数量


资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所整理

随着制度优化、审批效率提升，以及行业线上化转型，国内保健品行业长尾化趋势明显，竞争有所加剧。长尾公司占比（市占率小于 0.1% 的企业占比之和）持续提升，2023 年高达 47%，较 2014 年提升 6pct，行业长尾化、竞争加剧的趋势明显。

图表25：2014-2023年 CR5/CR10/长尾公司合计的市占率变化

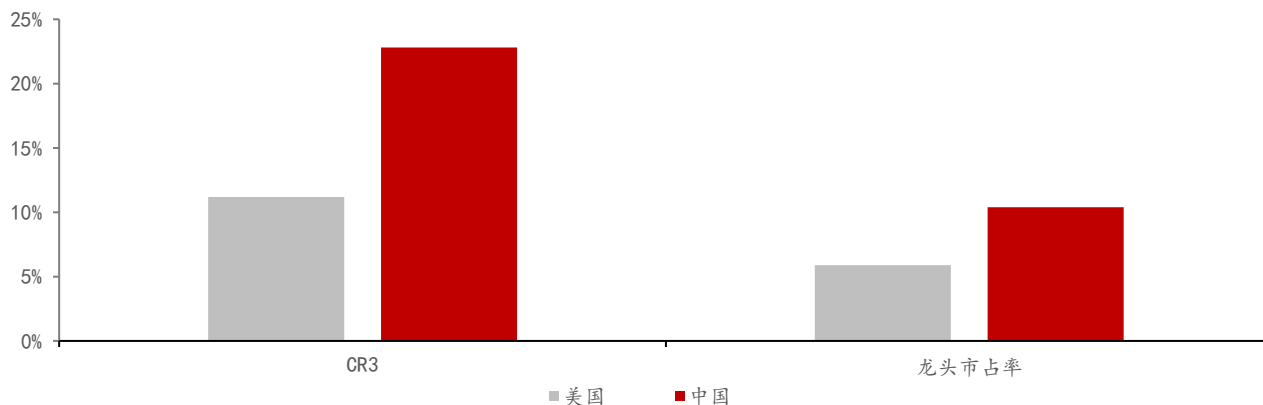


资料来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所整理

4.2 从“服务溢价”到“产品溢价”

美国保健品行业发展成熟，进入门槛低、产品同质化带来市场的高度分散。参考美国行业格局，前期传统品牌商凭借各自的优势渠道及较强的品牌力跑马圈地，但在随后而来的极致竞争环境中，消费者逐步回归产品性价比以及差异化的考量，因此唯有强研发及高质量，能够让品牌商在同质化中凝练出差异化。2023年美国保健品行业 CR3、龙头企业份额分别为 11.20%、5.90%，分别较同期的中国低 11.60%、4.5%。美国保健品行业发展成熟，采取备案制，产品上市无须经过安全性/理化性以及功能性/有效性检测，监管环境宽松、竞争演绎极致，行业格局对我国保健品行业的推演具备借鉴意义。

图表26：2023年中美保健品行业CR3以及龙头企业市占率对比，美国市场分散化程度更高，竞争演绎更为极致



资料来源：MMR (maximize market research)《US Nutritional Supplement Market》，(口径备注：美国取 nutritional supplement，中国取膳食营养补充剂 VDS)，汤臣倍健公告，国联证券研究所整理

复盘美国保健品行业的极致竞争，药企在保健品领域崭露头角，反映消费者对于保健品的研发以及质量的诉求愈强。美国备案制度较为宽松，批文壁垒相对不高、产品同质化严重。产品趋同、市场分散的极致竞争之下，2023年美国保健品市占率排名前十的企业中，近半具备药企基因，如辉瑞、拜耳等。该类企业在保健品的研发、产品质量方面具备降维优势，实际上反映了需求侧对于研发端专业背书及市场公信力的关注。以美国维矿龙头之一的GNC为例，2016年公司便开始逐步加大对新技术、新趋势的研发及应用力度；体重管理品牌康宝莱在铺市率高增期过后，也逐渐意识到新品支撑的重要性；澳洲龙头Blackmores 2012年便建立了研究所，不断提升产品力及研发意识。

就国内市场而言，专业性较强的销售渠道如药房存在一定的准入壁垒，导致批文含金量高，一定程度上使得保健品品牌商与药企能够同台竞技。结合进口部分分析，我们认为行业竞争虽有加剧之势，但无论从渗透率还是价格角度考虑，影响更多的是传统大类保健品类，消费者对于能够解决痛点的新技术、新剂型、新成分、新配方的研发需求愈强，前沿方向的研发壁垒仍高。随着行业模式从“服务溢价”转向“研发溢价”、“质量溢价”，对于产品质量、安全性的考虑愈重，研发优势强、产品质量好的龙头企业有望受益。

图表27：美国保健品龙头收入及市占率

	营业收入 (十亿美元)	市占率
Amway	10	5.9%
Herbalife Nutrition	6	3.5%
GNC Holdings	3	1.8%
Vitamin Shoppe	2.5	1.5%
Nature's Bounty	2	1.2%
Nestle Health Science	1.8	1.1%
Pfizer Inc.	1.3	0.8%
Abbott Nutrition	1.4	0.8%
Bayer AG	1.5	0.9%
Glanbia plc	1.5	0.9%

资料来源：MMR (maximize market research) 《US Nutritional Supplement Market》，国联证券研究所整理

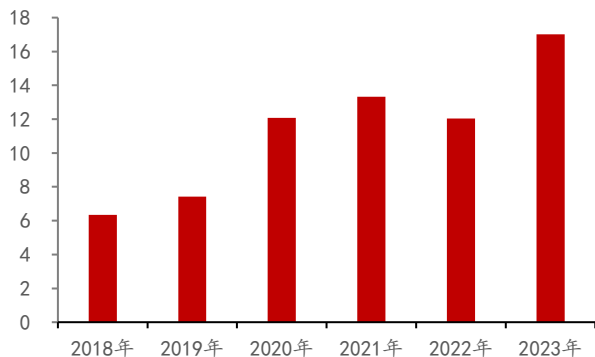
5. 投资建议：关注具备研发、质量优势的龙头

由于保健品种类繁多、产品趋同，行业格局较为分散，市场存在对其发展天花板的担忧。我们认为保健品赛道虽小而美，但路宽且长，老龄化支撑、渗透率提升，行业有望持续扩容。渠道为筋骨，产品力方为突围之路，具备研发、质量优势的龙头有望穿越周期，久久为功。

5.1 品牌端：关注顺应线上化趋势、具备产品逻辑的龙头企业

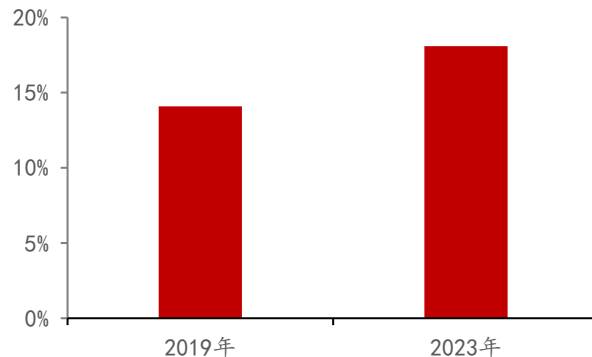
(1) 龙头企业顺应行业趋势，积极布局线上渠道。我们认为保健品龙头的兴衰实质上是渠道变更的缩影，看好能够在线上化转型获得红利的龙头企业。以汤臣倍健为例，公司积极拥抱电商平台，2023年境内线上渠道收入增至17.02亿元，同比增速高达41.41%，收入占比由2019年的14.09%提升至18.09%。H&H控股的成人保健品品牌Swisse为电商渠道龙头，公司凭借其“1+3”品牌矩阵不断夯实线上渠道基本盘，有望充分享受行业渠道转型带来的红利。

图表28：汤臣倍健境内线上渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：汤臣倍健境内线上渠道占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

(2) 保健品本质上是单品生意，以点带面。以海外龙头 GNC 为例，20 世纪 70 年代公司凭借大单品维生素 C 实现专营店的迅速拓张，迈步龙头之路，1980 年 GNC 销售额占全美行业比重接近 20%；再以国内 VDS 龙头汤臣倍健为例，公司以传统大单品蛋白粉起家，深耕药房渠道。立足汤臣主品牌，公司培育出骨关节养护产品健力多、益生菌产品 Life-Space 等多元矩阵，通过优势渠道迅速铺量，均成长为数亿级别单品；再以国内电商龙头 Swisse 为例，从护肝片“小绿罐”以及“娘娘钙”出发，在电商渠道引入维矿、口服美容等产品，迅速实现放量，以点带面特征明显。

我们看好有望享受线上化红利、具备新品逻辑的龙头企业：近年来汤臣倍健 Yep 品牌下的 GAGs 胶原蛋白肽等多款新品表现亮眼，2024 年蛋白粉及健力多均有升级款产品陆续面世；Swisse 发力打造“1+3”品牌矩阵，升级款品牌 Plus+ 增长超预期，有望带动整体盈利中枢上移。后续建议密切关注新品销售情况，持续跟踪积极拥抱线上渠道的保健品品牌商龙头汤臣倍健、H&H 控股。

5.2 代工厂：关注研发优势强、批文储备足的龙头企业

消费者对于保健品的研发诉求增强，叠加长尾品牌商增加且更迭速度快，新品研发周期短、投资产线要求高、产线调整难度大，保健品代工环节有望受益。据魔镜数据，线上渠道保健品品牌更迭速度快、格局不稳定。推新加速的背景下，中小品牌自建、调试产线难度大。此外，线上化发展对品牌商供应链要求高，且容易造成“规模不经济”现象，品牌商合同代工需求应运走强。

图表30: MAT2022-MAT2023 淘宝天猫保健食品重点品类 top5 品牌对比

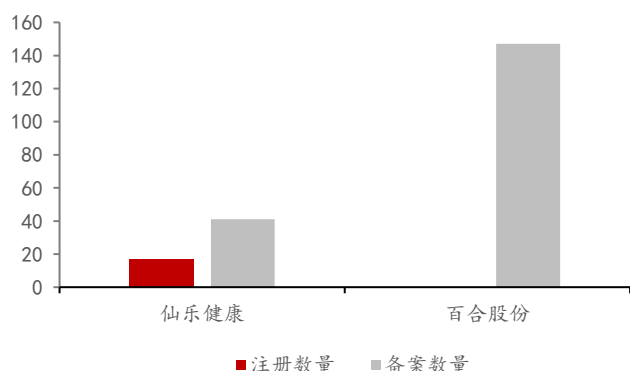
品类	年份	市场规模 (亿)	排名 1	排名 2	排名 3	排名 4	排名 5
口服美容	2022 年	130.8	爱司盟	奢养	swisse	安美奇	汤臣倍健
	2023 年		安美奇	奈氏力斯	swisse	斐尔特	爱司盟
骨骼健康	2022 年	83.7	swisse	益节	汤臣倍健	健力多	钙尔奇
	2023 年		swisse	汤臣倍健	益节	钙尔奇	安美奇
预防三高、 心血管疾病	2022 年	73.7	reaps	swisse	vinsic	澳佳宝	健安喜
	2023 年		runrich	reaps	timesgate	澳佳宝	swisse
体重管理	2022 年	61.3	姿美堂	多燕瘦	碧生源	herb 健康本铺	bio-e
	2023 年		多燕瘦	安美奇	姿美堂	碧生源	berb 健康本铺
健脑	2022 年	41	安美奇	sorlife	swisse	澳佳宝	爱司盟
	2023 年		安美奇	swisse	folotto	康麦斯	reaps
生殖健康	2022 年	37.5	爱司盟	reaps	安美奇	naturies	菲尔诺
	2023 年		reaps	安美奇	swisse	爱司盟	菲尔诺
护肝养肝	2022 年	34.6	swisse	汤臣倍健	仁和	klastemi officina	synext
	2023 年		swisse	江中	汤臣倍健	仁和	vitahealth
肠道健康	2022 年	34.3	life space	wonderlab	乐力	天下仁和	汤臣倍健
	2023 年		life space	wonderlab	天下仁和	仁和	江中
运动健康	2022 年	31.8	麦斯泰克	诺特兰德	myprotein	汤臣倍健	奥普帝蒙
	2023 年		麦斯泰克	诺特兰德	康比特	myprotein	奥普帝蒙
提高免疫力	2022 年	27.1	汤臣倍健	寿仙谷	爱司盟	仙芝楼	森山
	2023 年		汤臣倍健	swisse	寿仙谷	养生堂	森山
护眼	2022 年	26.9	双心	修正	澳佳宝	众九	汤臣倍健
	2023 年		双心	同仁堂	澳佳宝	汤臣倍健	优思益
睡眠管理	2022 年	13.	汤臣倍健	vitafusion	olly	swisse	爱司盟
	2023 年		汤成倍健	vitafusion	ttu	安美奇	reaps
预防贫血	2022 年	6	salus	红桃K	huebner	铁元	minayo
	2023 年		红桃K	salus	huebner	铁元	swisse
护嗓润喉	2022 年	0.6	nature's answer	north American Herb	zirkulin	京都念慈菴	龙角散
	2023 年		nature's answer	zirkulin	京都念慈 菴	龙角散	江中

资料来源: 魔镜市场情报《魔镜保健食品消费趋势洞察》, 国联证券研究所整理

保健品代工环节对于研发及生产效率要求高, 研发优势领先、批文储备数量较

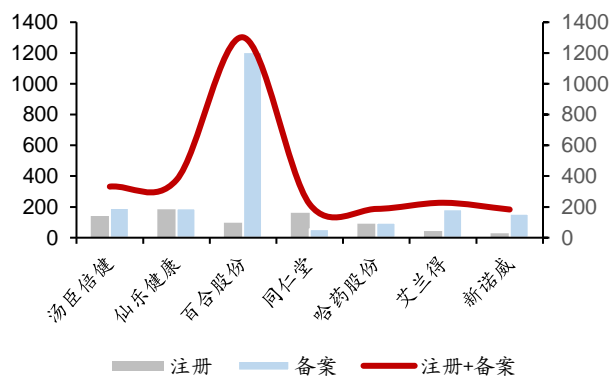
多的企业有望受益。龙头仙乐健康从药品代工起家，降维布局保健品代工业务，研发具备引领性，新剂型如萃优酪、益生菌晶球等反馈均佳。行业竞争加剧，但创新性的研发仍有望享受超额溢价，我们认为公司的龙头地位有望进一步夯实。从保健品批文数量来看，仙乐健康与百合股份较为领先。保健品代工厂龙头仙乐健康受益于行业线上化发展，绑定大客户、新品研发反馈佳，海外市场稳步扩张，新订单逐步放量，2024 全年锚定股权激励及员工持股目标稳步前进，予以推荐。

图表31：2023 年注册&备案批文新增量（个）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：2023 年国内保健品厂商注册&备案总量（个）



资料来源：国家市场监督管理总局，国联证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险。保健品行业产品多，涉及采购、生产、运输等多个环节，如若原材料采购或生产出现质量不稳定等问题，或对相应品牌商誉、销售造成负面影响。

线上渠道拓展不达预期风险。保健品行业线上化发展，如若扩张进度不达预期，或带来收入及利润端风险。

原料价格上涨风险。如若上游原材料价格上涨，或带来成本端压力，对业绩造成负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼