

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2020年05月13日

**市场数据**

目前股价	21.36
总市值（亿元）	127.61
流通市值（亿元）	127.59
总股本（万股）	61,648
流通股本（万股）	61,639
12个月最高/最低	23.58/11.36

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

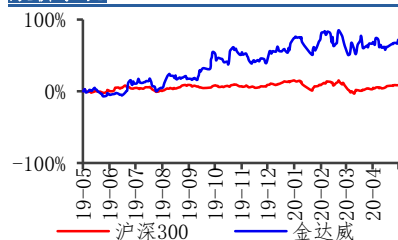
✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;一季度业绩表现亮眼，生产经营未受疫情影响&gt;&gt; 2020-04-29

&lt;&lt;“生产制造+品牌运营”双主业模式推进，产品涨价将大幅提升毛利率水平&gt;&gt;

2020-04-16

&lt;&lt;股东减持是自身资金需求，不影响公司长期价值&gt;&gt; 2020-04-01

# 从原料走向品牌，公司自有保健品的机会和空间

——金达威（002626）公司深度系列报告 2

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	2873	3192	4155	4741	5405
(+/-%)	37.8%	11.1%	30.2%	14.1%	14.0%
净利润(百万)	687	451	1239	1452	1604
(+/-%)	45.0%	-34.4%	175.0%	17.1%	10.5%
摊薄 EPS	1.11	0.73	2.01	2.35	2.60
PE	19.2	29.3	10.6	9.1	8.2

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

## 政策+渠道+需求三大机遇，保健品行业再迎发展春风

**政策变革：**行业开展“百日行动”，加强了对于保健食品注册+备案制度双轨并行的执行力度，停止发放直销牌照，监管更严将减少无序竞争，有利于重新塑造保健品行业形象；**渠道变革：**电商的兴起极大地拓展了销售渠道，2018年保健品线上销售份额已达31.9%，位居第二，13-18年线上销售额CAGR为31.2%，掌握先机及早布局线上的企业拥有更多发展机遇；**需求变化：**老龄化加速+都市亚健康+养颜健身潮流催发保健品多样化、精细化需求。

## 消费渗透率+行业集中度+下游需求提升，未来国内保健品市场空间巨大

**从行业发展情况看，**我国保健品人均消费额（仅为美国同期1/7）和渗透率（仅为20%左右）偏低，随着购买力提升和消费习惯培养，未来存在较大提升空间；**从行业竞争格局看，**目前集中度低，CR5仅为21.9%，没有绝对的龙头，品牌排位经常轮动，机遇与挑战并存，爆红单品的塑造往往能有效提升品牌效应，从而快速增加销售额；从下游需求看，膳食补充剂和传统滋养类增速较稳定，运动营养和体重管理产品增速更快，总体增速能保持8%以上。

## 金达威布局保健品全产业链，从原料走向品牌，全面发力

**整合保健品上中下游全产业链，加强品牌营销推广，积极探索、试点新商业模式。**2015-2018年，公司收购或参股 Doctor's Best、ProSupps、Zipfizz 和 Labrada，切入传统膳食营养补充剂、运动营养和体重管理领域，参股 iHerb 加码下游渠道销售，目前已经整合了保健品从上游原料供应到中游生产加工再到下游渠道销售的全产业链，盈利能力进一步增强。公司大力引进膳食营养领域营销人才充实现有营销团队，加强公司海外品牌在中国市场上的品牌和渠道建设。通过“核心大单品、品牌电商价值、快速渠道策略”3大措施全面提升互联网消费认知，已在天猫国际、唯品会、网易

考拉、拼多多等电商渠道取得了较高的增长，其核心大单品在同类产品中的辨识度也大大提高。公司整个保健营养品板块营收利润将进一步增长。

- **投资建议：**今年金达威辅酶 Q10 预计利润 6 亿元以上，维生素 A 及 D3 利润 6 亿左右，品牌保健品利润 1 亿以上。按照分部估值，20 年辅酶 Q10、维生素 A 及 D3 因为产品涨价及细分龙头溢价给予估值 15 倍，品牌保健品按照 30 倍，对应的 20 年目标市值 195 亿，目标价格为 31.65 元，目前股价距离目标价格还有 48% 左右的空间，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.01、2.35、2.60 元，对应 PE 分别为 10.6 倍、9.1 倍、8.2 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**市场扩张不及预期、下游需求不及预期、产品价格大幅下降

## 目录

1. 行业概况：政策+渠道+需求三大机遇，保健品行业再迎发展春风 .....	5
1.1 政策变革：行业监管更严将减少无序竞争，有利于重新塑造保健品行业形象 .....	5
1.2 渠道变革：电商的兴起极大地拓展了销售渠道，掌握先机及早布局线上的企业拥有更多发展机遇 .....	6
1.3 需求变化：老龄化加速+都市亚健康+养颜健身潮流催发保健品多样化、精细化需求 .....	7
2. 市场空间：消费渗透率+行业集中度+下游需求提升，未来市场空间巨大 .....	10
2.1 从行业发展情况看，我国保健品人均消费和渗透率偏低，随着购买力提升和消费习惯培养，未来存在较大提升空间 .....	10
2.2 从行业竞争格局看，目前集中度低，机遇与挑战并存，爆红单品的塑造能有效提升品牌效应，从而快速增加销售额 .....	12
2.3 从下游需求看，膳食补充剂和传统滋养类增速较稳定，运动营养和体重管理产品增速更快 .....	13
3. 公司优势：布局保健品全产业链，从原料走向品牌，全面发力 .....	14
3.1 收购国外保健品品牌和参股 iHerb 线上渠道，整合上中下游全产业链，盈利能力进一步增强 .....	14
3.2 政策和行业双重利好，未来公司将加强精准营销，不断提升品牌力，保健品业务有望放量 .....	18
4. 盈利预测与估值水平 .....	20
4.1 盈利预测与估值 .....	20
4.2 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	22
附：盈利预测表 .....	22

## 图表目录

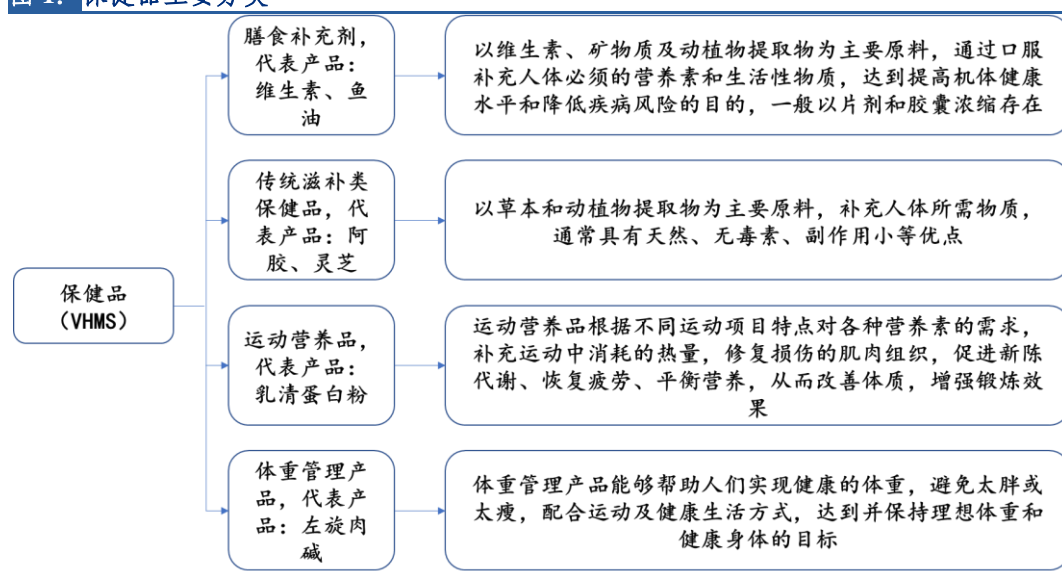
图 1:	保健品主要分类.....	5
图 2:	中国保健品行业发展历程.....	5
图 3:	13-18 年中国营养保健品销售渠道销售额复合增长率.....	6
图 4:	2018 年中国营养保健品四大销售渠道市场份额.....	6
图 5:	中国保健品电商渠道销售额.....	7
图 6:	中国营养保健品线上电商渠道结构图.....	7
图 7:	中国 65 岁及以上人口数量和占总人口比例.....	7
图 8:	90 后使用保健品的习惯.....	8
图 9:	近三年在天猫购买口服美容产品的消费规模和人数.....	9
图 10:	常被搜索的四大口服美容功能.....	9
图 11:	2010-2018 中国健身行业产值情况.....	9
图 12:	2018 年全球主要国家保健品行业市场规模.....	10
图 13:	中国保健品行业市场规模.....	10
图 14:	2018 年全球主要国家人均保健品消费支出规模.....	10
图 15:	美国、中国各年龄段保健品渗透率.....	11
图 16:	全国居民人均可支配收入.....	11
图 17:	全国居民人均医疗保健消费支出.....	11
图 18:	2018 年中国保健品前五大企业市场占有率统计情况.....	12
图 19:	2018 年中国保健品线上市场占有率统计情况.....	12
图 20:	中国 VHMS 市场规模.....	13
图 21:	2018 年中国主要保健品细分结构占比.....	13
图 22:	2012-2018 年中国运营营养品市场规模.....	13
图 23:	中国运动营养产品市场规模.....	14
图 24:	中国体重管理产品市场规模.....	14
图 25:	保健品产业链.....	14
图 26:	DRB 产品.....	15
图 27:	Labrada 产品.....	16
图 28:	Prosupps 产品.....	16
图 29:	Zipfizz 产品.....	17
图 30:	DRB 营业收入和同比增速.....	18
图 31:	DRB 净利润、净利率和同比增速.....	18
图 32:	Labrada 营业收入和同比增速.....	19
图 33:	Labrada 净利润和净利率.....	19
图 34:	Zipfizz 营业收入、净利润和净利率.....	19
表 1:	金达威可比公司估值.....	20

# 1. 行业概况：政策+渠道+需求三大机遇， 保健品行业再迎发展春风

## 1.1 政策变革：行业监管更严将减少无序竞争，有利于重新塑造保健品行业形象

**保健品的定义：**根据《中华人民共和国食品安全法释义》，保健食品是指声称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。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，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。国际上并没有保健品的说法，参照 Euromonitor 的统计口径，保健品产品分为四类：膳食补充剂 (Vitamins and Dietary Supplements)、传统滋补类保健品 (Herbal/Traditional Products)、运动营养品 (Sports Nutrition)、体重管理产品 (Weight Management)。(下文用 VHMS 统称)

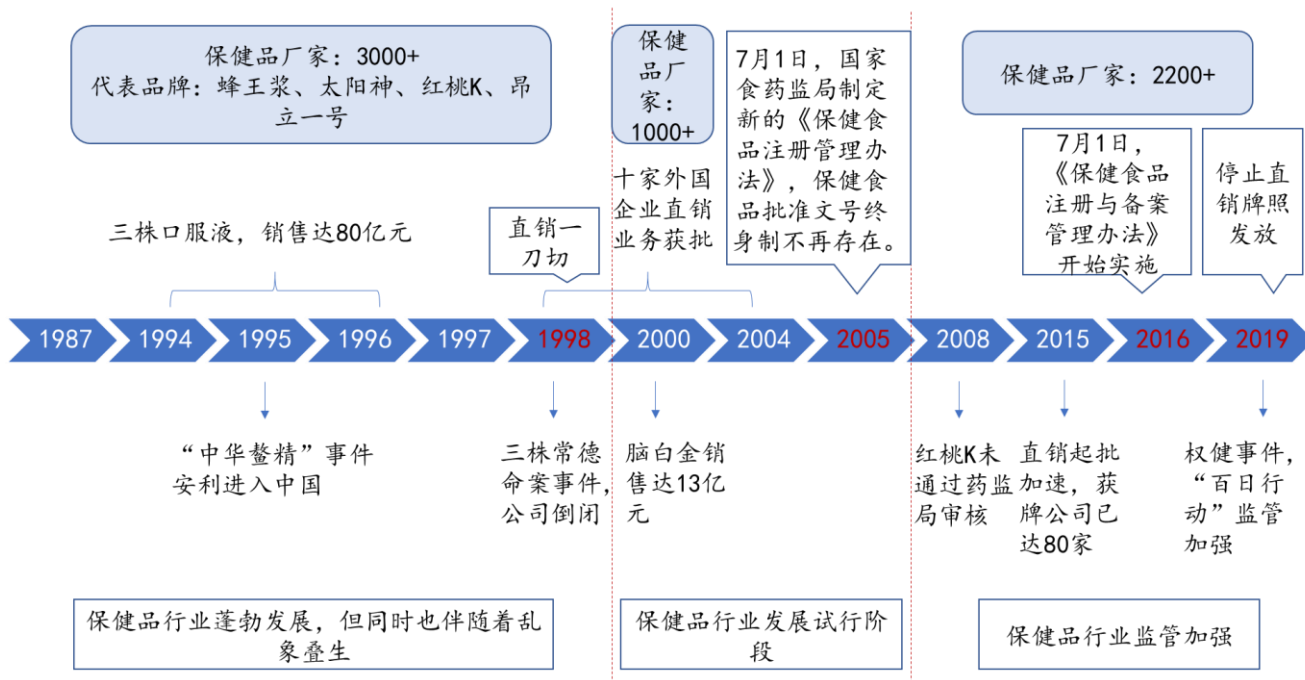
图 1：保健品主要分类



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

中国保健品行业发展始于二十世纪 80 年代，从开始的蓬勃乱象到后来的不断改革、加强监管，行业的规范化进程已经推进许久。19 年的“权健事件”是重要催化剂，引发的“百日行动”(1 月 8 日-4 月 18 日)加强了对于保健食品注册+备案制度双轨并行的执行力度，严格医保刷卡类目，同时停止发放直销牌照。中国保健品今后的发展趋势必然是更加规范，监管更严，避免无序竞争，有利于挽回过去保健品行业在消费者心中留下的不好印象，更有利于行业的长久健康发展。

图 2：中国保健品行业发展历程

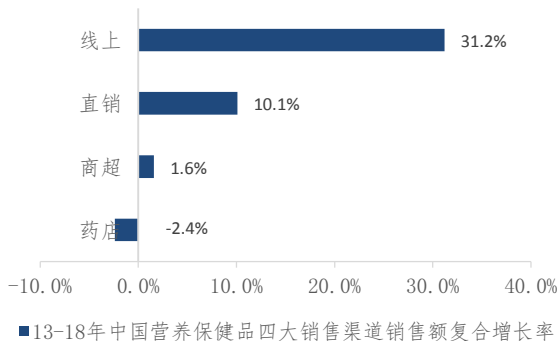


资料来源：中国产业信息网，长城证券研究所

## 1.2 渠道变革：电商的兴起极大地拓展了销售渠道，掌握先机及早布局线上的企业拥有更多发展机遇

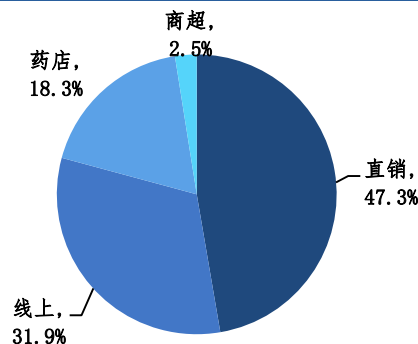
由于历史原因我国保健品直销渠道占比最高，但线上渠道 13-18 年增速高达 31.2%，且市场份额已位居第二。1980-1997 年保健品主流销售模式是店铺销售。2006 年，中国政府正式开放直销牌照，保健品直销企业随之进入发展的“黄金十年”。从 2013-2018 年数据来看，直销渠道依然是营养保健品行业的主要销售渠道。13-18 年线上/直销/商超/药店四个销售渠道的销售额 CAGR 分别为 31.2%/10.1%/1.6%/-2.4%，18 年四个销售渠道市场份额占比分别为 31.9%/47.3%/2.5%/18.3%。现阶段保健品销售总体上呈现出直销为主，线上电商发展迅速的特点。

图 3: 13-18 年中国营养保健品销售渠道销售额复合增长率



资料来源：Euromonitor，长城证券研究所

图 4: 2018 年中国营养保健品四大销售渠道市场份额



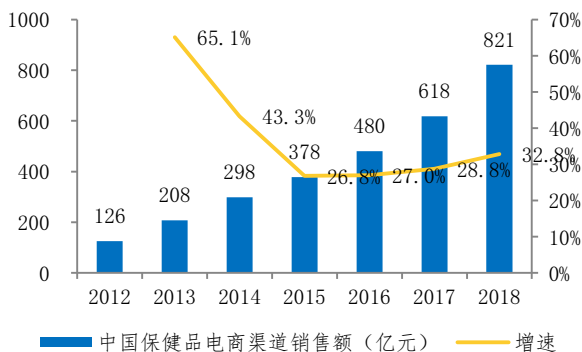
资料来源：Euromonitor，长城证券研究所

随着国内互联网快速普及以及电子商务的快速发展，网购保健品逐渐成为保健品消费的重要组成部分。根据阿里平台监测数据，2018 年阿里平台网上保健品销售额为 210.85 亿



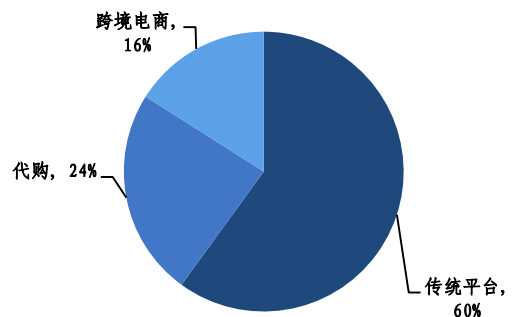
元，同比增长 39.4%；而中国保健品电商渠道销售额约为 821 亿元，同比增长 32.8%。保健品线上销售占比为 31.9%，较 2017 年上升 5.9%，线上销售占比进一步提升，我国线上渠道销售份额占比已高于许多发达国家。线上电商渠道主要有三种模式：1) 传统平台，占比 60%，以本土品牌居多，如汤臣倍健、康恩贝等内资企业；善存等进入国内市场较早的海外品牌也占据较大份额；2) 代购：约占 24%，以淘宝和微信平台为主，涵盖所有国外品类，多由代购商或个人进行销售。3) 跨境电商：约占 16%，相较于其他渠道有更好的品质保障和品类选择，体量将继续扩大并将挤压其他渠道。由于“蓝帽子”批文限制，线上渠道成为外资品牌的最主要销售渠道，并在其中占据较大的份额。同时，内资企业也在不断促进渠道多元化，保持线下渠道优势的同时，继续夯实电商品牌化战略。

图 5：中国保健品电商渠道销售额



资料来源：阿里平台，长城证券研究所

图 6：中国营养保健品线上电商渠道结构图

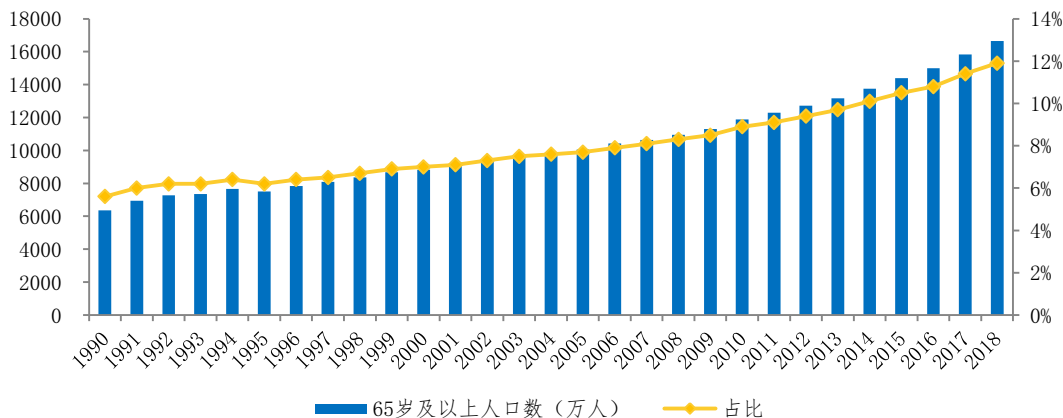


资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

### 1.3 需求变化：老龄化加速+都市亚健康+养颜健身潮流催发保健品多样化、精细化需求

**老龄化加速奠定保健品需求稳定增长的基础。**过去，由于身体机能随着年龄增长而下降，中老年人对保健品的需求更大，是其消费主力军。我国从 2000 年开始进入老龄化阶段，近几年老龄化速度进一步加快，截止 2018 年底，我国 65 岁以上的人口已经达到 1.67 亿人，占全国人口 11.9%。根据世界卫生组织发布的《中国老龄化与健康国家评估报告》，中国人口老龄化进程要明显快于其他中低收入国家。到 2040 年，60 岁及以上人口的比例将从 2010 年的 12.4% 上升至 28%。中国的疾病谱已经开始从传染病转向非传染性疾病。据 Wang, Marquez & Langenbrunner 预测，到 2030 年，中国人口快速老龄化将导致慢性非传染性疾病的疾病负担将至少增加 40%。大约 80% 的 60 岁及以上老年人将死于慢性非传染性疾病。未来人口的加速老龄化与寿命的延长将是趋势，同时，养老、慢性病等健康问题也将受到广泛关注，老龄化问题使保健品需求保持较稳定的增长。

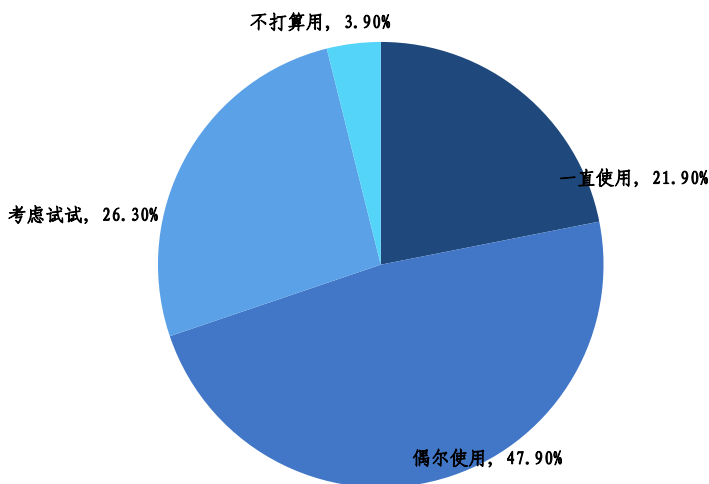
图 7：中国 65 岁及以上人口数量和占总人口比例



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

**80/90 青年群体亚健康状态堪忧，养生意识加强，成为保健品消费主力之一。**现代都市的生活节奏加快，很多人经常加班、熬夜、工作压力大，出现了青年脱发、月经不调、畏寒怕冷等各种早衰综合症。据《中国城市白领健康状况白皮书》中提到，目前我国主流城市的白领亚健康比例高达**76%**，处于过劳状态的白领接近六成，真正意义上的健康人比例不足**3%**。年轻人为自己的“未老先衰”焦虑担忧，他们迅速将自救的方式瞄准养生和保健，“枸杞”男孩和“药丸”女孩应运而生。以**90后**为例，根据速途研究院发布的报告，**超过一半的90后有使用保健品的习惯**。线上渠道保健品消费的高增速也从侧面印证青年群体对保健品的需求增加，因为线上、线下消费人群存在明显错位，传统渠道消费人群以中老年人为主，线上渠道以青年人为主。

图 8: 90 后使用保健品的习惯



资料来源：速途研究院，长城证券研究所

**“美颜时代”来临，健身潮流兴起，为保健品之火再添一把柴。**随着生活水平的提高和意识观念的转变，当代人除了注重健康之外，逐渐开始追求“外在美”，年轻人尤甚，其中女性更关注美容养颜，男性更关注健身增肌。根据天猫与CBNData联合发布的《2019口服美容消费趋势报告》，近三年来口服美容品类的消费人数及人均消费金额均呈逐年增长趋势，热度最高的四种口服美容功能分别是美白、抗老、补水和防脱。美白产品多为片剂/丸剂型，代表产品为日本品牌ISDG的白雪粒美白丸；抗老产品以“胶原蛋白类”



和“葡萄籽类”为主，天猫国际 2019 年销量第一的口服美容产品，就是含有“胶原蛋白”成分的德国 Doppel herz 双心胶原蛋白口服液；口服补水产品的消费人数在口服美容整体人群中的渗透率越来越高，功效也在进阶升级，其中含有玻尿酸成分的口服补水产品在市场上的消费规模占比逐年增长；线上口服防脱产品的消费规模及品牌数量也在近年来增长显著。从防脱相关搜索来看，女性对于防脱的关注度远高于男性，而在口服防脱产品的消费上，男性消费者的人均消费远高于女性。

图 9: 近三年在天猫购买口服美容产品的消费规模和人数



资料来源: CBNDdata, 长城证券研究所

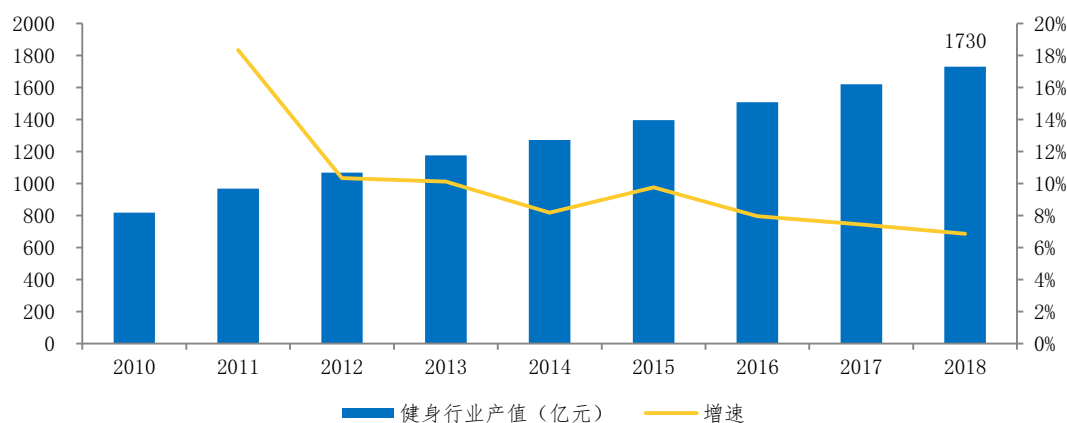
图 10: 常被搜索的四大口服美容功能



资料来源: CBNDdata, 长城证券研究所

随着城市化发展，城市居民对健身锻炼的需求越来越高，根据国家体育总局发布的数据，预计到 2020 年，中国的体育人口有望达到 4.35 亿人。2010 年到 2017 年中国运动健身市场产值规模从 818 亿元提高到 1619 亿元，预计 2018 年产值规模达到 1730 亿元，10-18 年 CAGR 为 9.8%。“全民运动”的兴起，会催发运动营养品和体重管理产品市场。

图 11: 2010-2018 中国健身行业产值情况



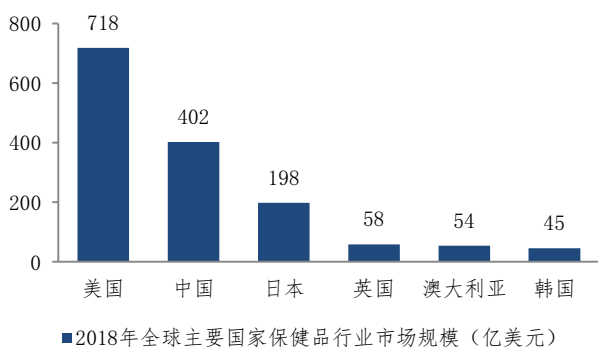
资料来源: 华经情报网, 长城证券研究所

## 2. 市场空间：消费渗透率+行业集中度+下游需求提升，未来市场空间巨大

### 2.1 从行业发展情况看，我国保健品人均消费和渗透率偏低，随着购买力提升和消费习惯培养，未来存在较大提升空间

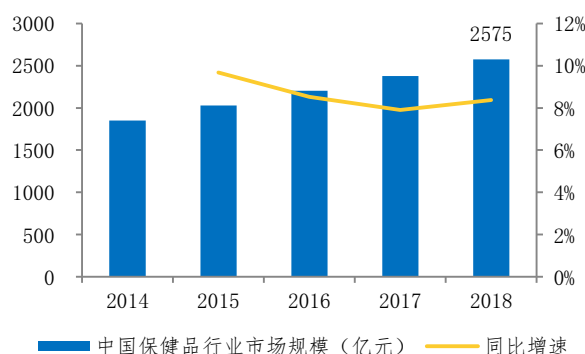
中国保健品市场规模排名全球第二，稳定增长。据 Euromonitor 数据，2018 年中国保健品行业市场规模 402 亿美元，全球排名第二。中国得益于消费升级、人口老龄化等需求带动，行业增长较快，**年复合增长率在 9% 左右**。据前瞻产业研究院发布的《中国保健品行业市场前瞻与投资规划分析报告》统计数据显示，2014 年中国保健品行业市场规模已达 1850 亿元，并呈现逐年增长态势，2015 年中国保健品行业市场规模突破了 2000 亿元，截止至 2017 年中国保健品行业市场规模增长至 2376 亿元，同比增长 7.9%。进入 2018 年中国保健品行业市场规模达到了 2575 亿元左右，同比增长 8.4%。

图 12: 2018 年全球主要国家保健品行业市场规模



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

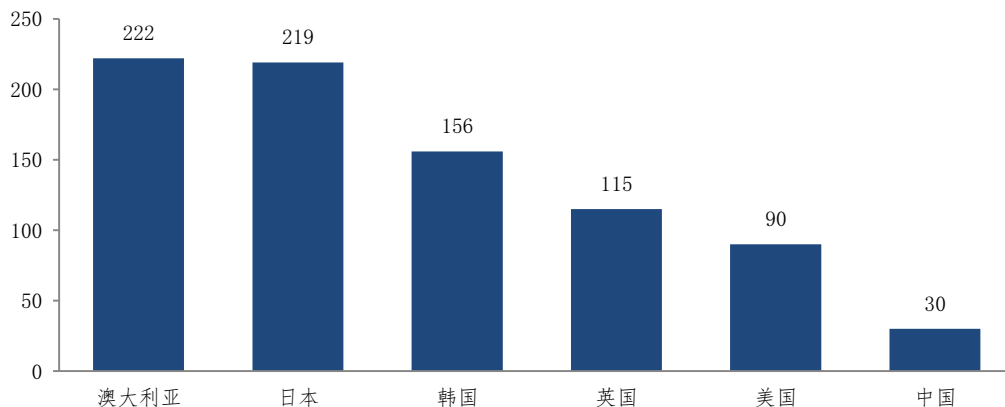
图 13: 中国保健品行业市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

中国人均保健品消费支出水平低，提升空间较大。我国保健品行业发展历史尚短，人们服用保健品的意识和习惯还没有完全建立。从人均保健品消费支出水平来看，中国与发达国家人均支出水平仍有较大差距，2018 年中国人均保健品消费支出为 30 美元，仅为同期美国的 1/7 左右，未来仍有较大的提升空间。

图 14: 2018 年全球主要国家人均保健品消费支出规模

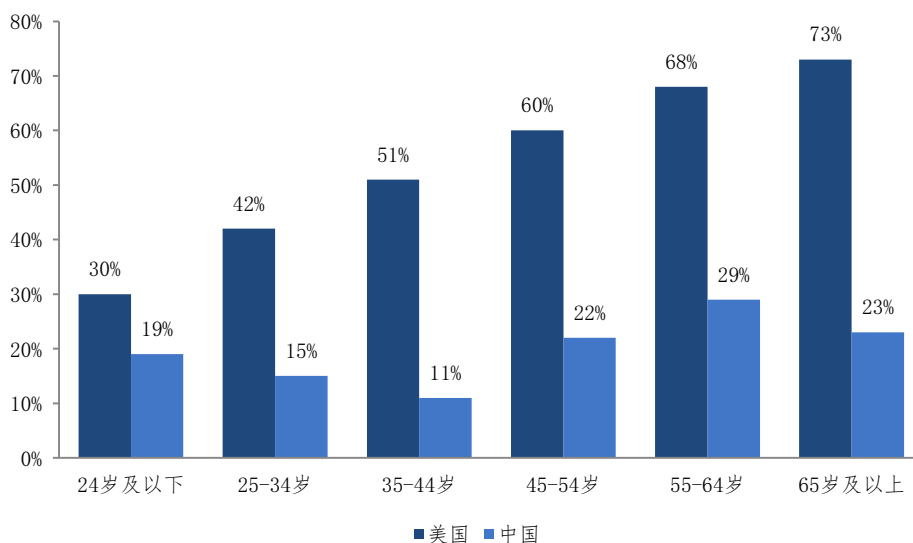


■ 2018年全球主要国家人均保健品消费支出规模 (美元/人)

资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

我国保健品渗透率较低, 未来还有 2 倍左右增长空间。美国保健品渗透率达 50% 以上, 其中, 60% 的保健品消费者属于粘性用户; 日本渗透率达 40% 左右。而中国渗透率仅为 20% 左右, 其中粘性用户仅占 10%。我国保健品渗透率水平和美国 70 年代接近, 随着我国人口老龄化的加剧, 消费者营养意识的培育与提升, 未来我国膳食补充剂用户数存在 2 倍左右增长空间。

图 15: 美国、中国各年龄段保健品渗透率

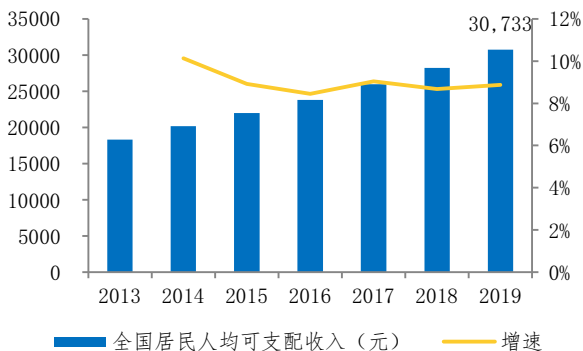


资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

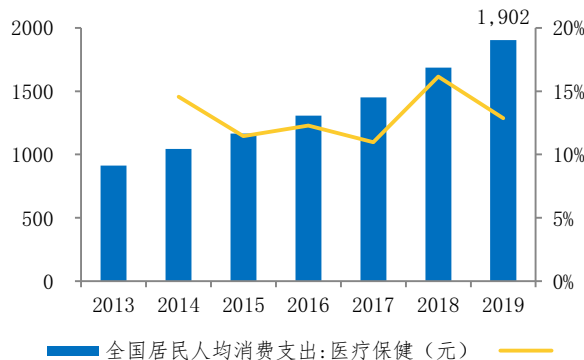
居民消费水平提高奠定购买力基础, 随着购买人群消费金额和渗透率的提升, 未来保健品人均消费金额还有 4-6 倍增长空间。近年来, 我国人民生活水平不断提高, 国民购买力快速增长, 人均医疗保健支出也随之增长。一方面, 2013-2018 年, 我国人均可支配收入逐年增长, 2019 年达到 30733 元, 年复合增长率为 9.01%; 另一方面, 我国人均医疗保健支出也快速增长, 从 2013 年的 912 元增长到 2019 年的 1902 元, 年复合增长率为 13.03%。医疗保健支出增速高于人均可支配收入增速, 这说明人们的健康意识不断提高, 在医疗保健上的支出越来越多, 我国居民收入的提升为保健品产业发展奠定了购买力基础。

图 16: 全国居民人均可支配收入

图 17: 全国居民人均医疗保健消费支出



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

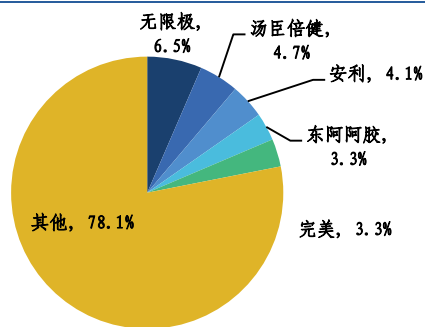


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

## 2.2 从行业竞争格局看, 目前集中度低, 机遇与挑战并存, 爆红单品的塑造能有效提升品牌效应, 从而快速增加销售额

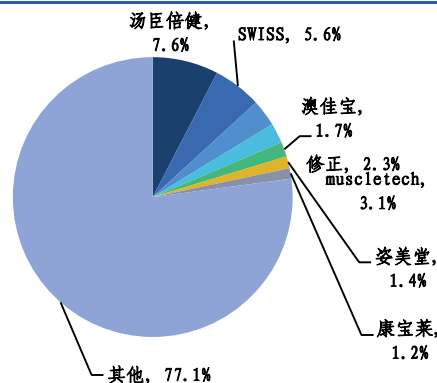
国内保健品行业市场集中度较低。从整体市场上来看, 根据 Euromonitor 数据, 2018 年中国保健品行业前五大企业分别为无限极、汤臣倍健、安利、东阿阿胶和完美(Perfect Resources), 其市场占有率分别为 6.5%、4.7%、4.1%、3.3%、3.3%, CR5 为 21.9%, 市场集中度较低。从线上市场来看, 根据阿里平台数据显示, 保健品线上市场占有率最高的企业为汤臣倍健, 线上市占率为 7.6%, 其次为 SWISS, 线上市占率为 5.6%; muscletech、修正、澳佳宝市占率分别为 3.1%、2.3%和 1.7%。

图 18: 2018 年中国保健品前五大企业市场占有率统计情况



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

图 19: 2018 年中国保健品线上市场占有率统计情况



资料来源: 阿里平台, 长城证券研究所

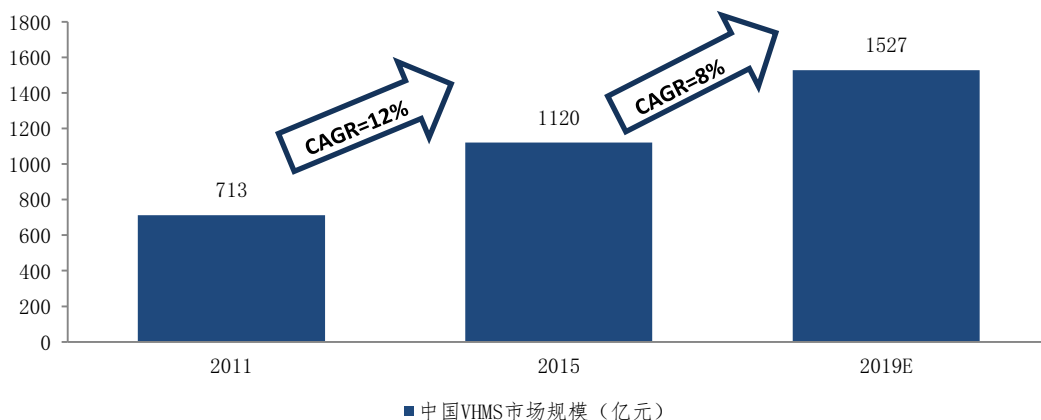
爆红单品的塑造能有效提升品牌效应。由于线上渠道份额占比的提升和网红直播带货的兴起, 消费品的营销方式悄然发生改变, 经久不衰的单品爆款对于品牌力的持续塑造至关重要。以汤臣倍健为例, 汤臣倍健继 2017 年底基本完成业务整合和结构性调整后, 2018 年公司进一步夯实大单品战略, 实施电商品牌化 2.0 战略, 大单品、电商品牌化等策略均取得显著效果。2018 年在中国城市零售药店终端, 汤臣倍健的氨糖软骨素钙片(商品名为健力多)成为了唯一一个 10 亿单品, 这得益于公司于 2017 年启动的“健力多大单品战役”, 2018 年公司不仅深耕线下 50 岁以上的主力人群, 也覆盖线上年轻的运动人群, 销售额增长率更是创出新高, 以 130.97% 的增速飙涨至 11.8 亿元。在 19 年公司又启动以蛋白粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略、进一步丰富和夯实大单品战略、开启电商品

牌化 3.0 战略、加速商超渠道和母婴渠道建设。19 年双十一汤臣倍健在天猫和京东保健类目销售额均夺得第一，市场份额进一步提升。

## 2.3 从下游需求看，膳食补充剂和传统滋养类增速较稳定，运动营养和体重管理产品增速更快

**VHMS 市场规模将保持较快的增长速度。**根据 Bain 的统计，中国 VHMS 市场规模从 2011 年的 713 亿元上升至 2015 年的 1120 亿元，复合增速为 12%。经历了快速增长之后，预计在未来 5 年进入稳定增长期。根据 Bain 的预测，中国 VHMS 市场规模在 2015-2019 年期间的复合增速为 8%，到 2019 整个市场的规模将上升至 1527 亿元。

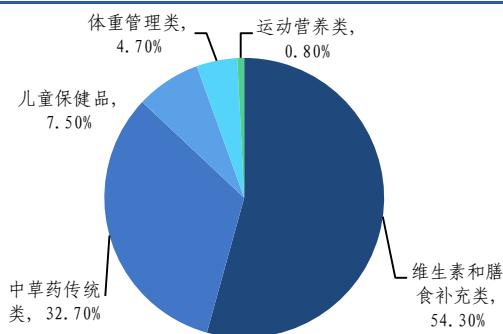
图 20: 中国 VHMS 市场规模



资料来源: Bain, 长城证券研究所

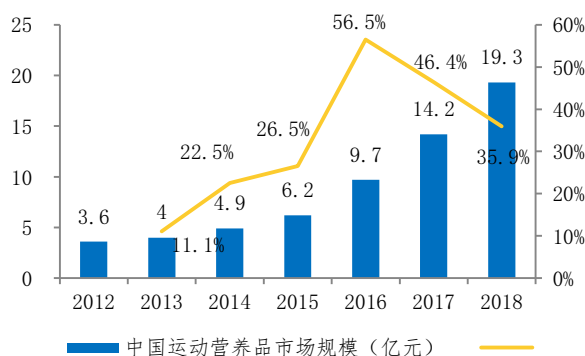
**膳食补充剂占主要市场, 运动营养和体重管理类提升空间大。**根据 Euromonitor 数据显示, 2018 年, 国内维生素和膳食补充类保健品市场规模占比为 54.3%, 占比最高, 其次为中草药传统类保健品, 占比为 32.7%, 儿童保健品占比为 7.5%, 运动营养类为 0.8%, 体重管理类保健品占比为 4.7%。2018 年美国运动营养及体重管理类保健品占比为 9.7% 和 16.8%。相对比美国保健品市场, 中国运动营养及体重管理类保健品占比偏低, 提升空间较大。同时从细分产品市场规模增速来看, 运动营养品增速最快。近五年, 中国运营营养品市场复合增速为 31.5%, 远高于其他种类保健品市场增速。2018 年, 国内运动营养品市场规模为 19.3 亿元, 同比增长 35.9%。

图 21: 2018 年中国主要保健品细分结构占比



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

图 22: 2012-2018 年中国运营营养品市场规模

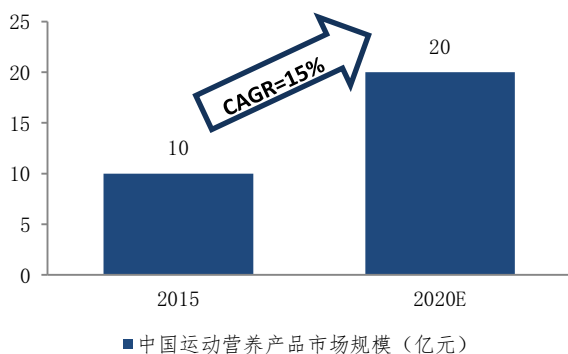


资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所



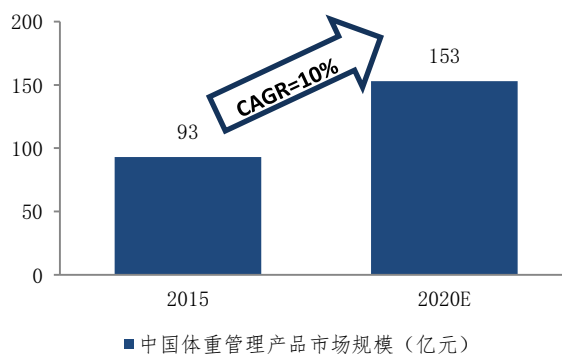
运动健身普及拉动运动营养和体重管理产品需求。根据 iResearch 的统计，中国运动健身应用的 MAU 在 2015 年达到了 2019 万人，同比增长 93.0%。随着城镇化进程的持续和西方运动方式的普及度提升，预计到 2018 年运动健身应用的 MAU 将上升至 7395 万人。健身应用的 MAU 大幅增长说明人们越来越重视运动和健身，从而带来运动营养产品和体重管理产品的需求。根据 Roland Berger 的统计，2015 年中国运动营养产品的市场规模为 10 亿元，其中份额最大的产品蛋白粉 2015 年市场规模为 9 亿元；体重管理产品的市场规模为 93 亿元，其中份额最大的瘦身膳食替代品 2015 年的市场规模为 50 亿元。根据 Roland Berger 的预测，到 2020 年中国运动营养产品市场规模将上升至 20 亿元，CAGR=15%；体重管理产品市场规模将上升至 153 亿元，CAGR=10%。

图 23: 中国运动营养产品市场规模



资料来源: Roland Berger, 长城证券研究所

图 24: 中国体重管理产品市场规模



资料来源: Roland Berger, 长城证券研究所

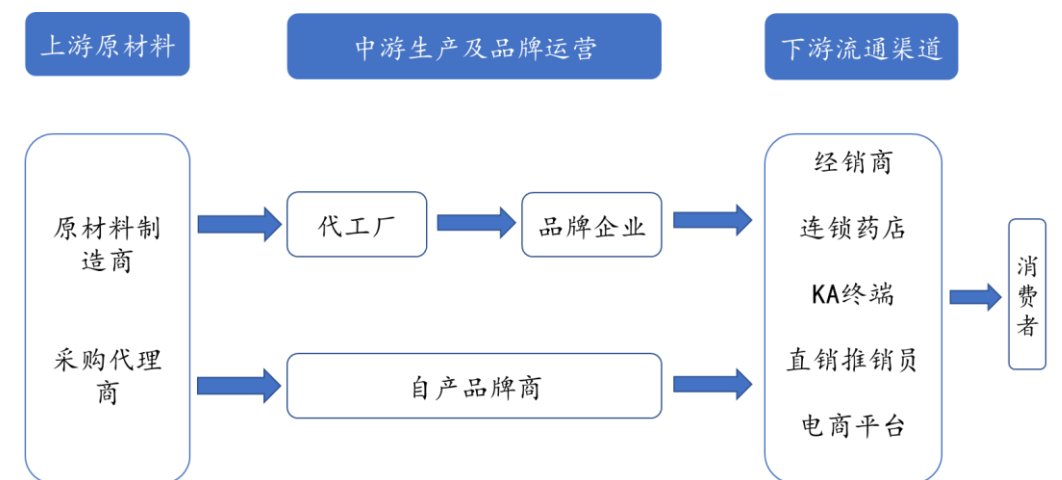
### 3. 公司优势: 布局保健品全产业链, 从原料走向品牌, 全面发力

#### 3.1 收购国外保健品品牌和参股 iHerb 线上渠道, 整合上中下游全产业链, 盈利能力进一步增强

金达威是国内老牌食品添加剂生产企业, 是全球最大的辅酶 Q10 供应商和六大 VA 供应商之一。厦门金达威集团股份有限公司成立于 1997 年 11 月, 是国家火炬计划重点高新技术企业和创新型试点企业。公司是目前全球最大的辅酶 Q10 供应商和重要的 VA 供应商, 公司目前辅酶 Q10 产能超过 600 吨。近年来通过外延并购从营养原料供应商向下游保健品延伸, 在全球战略布局运动营养和功能性健康食品等领域。

产业链: 保健品产业链可以有三个环节的参与商: 原材料提供商、生产及品牌运营商、流通渠道。保健品产业从原料到消费者的整个链条中, 价值最薄弱的是原材料端, 价值最集中的是流通端, 价值曲线随产业链往下游延伸而上行。互联网的出现对保健品行业生产环节和流通环节产生了重要影响, 在研发设计、运维服务、生产等环节, 互联网促进链条中的信息交互和集成协作, 提高生产效率。另外一方面, 互联网的出现砍掉了不少流通环节, 使得行业价值链发生变化。

图 25: 保健品产业链



资料来源：长城证券研究所

**2015 年收购 Doctor's Best (多特倍斯) 切入传统膳食营养补充剂。**公司 2015 年收购美国保健品品牌 DRB 51% 股权，16 年增持至 96.11%。Doctor's Best 成立于 1990 年，为美国知名的保健品品牌公司，位于美国加利福尼亚州，以改善人类生活为使命，坚持以科学为基础制定产品配方，严格控制原料质量，提供营养科学的知识与信息，为全球的消费者带来种类丰富的、高品质的、高附加值的膳食营养补充剂，已在美国市场取得巨大成功，其多个产品在亚马逊、iHerb 等跨境电子商务网站销量排名前列，并且连续多年荣获全球保健品权威杂志 BETTER NUTRITION 营养保健品奖。

图 26: DRB 产品



资料来源：考拉海购，长城证券研究所

**2015 年收购 Vitatech 打造中游生产加工基地。**公司 2015 年收购美国 Vitatech 公司主要经营性资产。Vitatech 于 1969 年 3 月 17 日成立，公司地址位于美国加利福尼亚州，是北美拥有高生产质量的保健品生产企业之一，主要提供营养品的承包生产服务，同时也提供产品的分装与包装服务。通过此次收购公司将进一步完善在保健品中游生产加工环节的布局，打造一个新的生产加工基地，提高公司产品附加值、拓展保健品生产业务、完善产业链布局，增强公司盈利能力。

**2017 年参股 Labrada 切入运动营养和体重管理领域，持股比例 30%。**Labrada Bodybuilding Nutrition, Inc. 成立于 1996 年 6 月，位于美国德克萨斯州。2017 年 5 月成为厦门金达威集团股份有限公司参股子公司。Labrada Bodybuilding Nutrition, Inc. 由全球知名健美先生 Lee Labrada 创立，专注于营养产品研发和营养教育，提供塑形、健康生活的营养产品和知识，

旨在帮助千百万人开启新的人生。Labrada 拥有品牌专属冠军团队，推广塑身教育，打造专业健身 Labrada、大众瘦身 Leanbody、基础营养三大系列。Labrada 因其独特的口味获得美国国家食品协会人民选择奖等多项奖项，畅销全球超过 50 多个国家和地区，成为全球健康营养品的市场领导者。通过本次参股，公司将获得运动营养知名品牌合作、全球销售渠道和国际销售经验，并将 Labrada 产品在亚洲特别是中国市场推广，有助于加快公司实现大健康领域的战略发展目标。同时能够通过充分共享不同类型的资源，提升公司的综合竞争能力，为股东创造更大的价值。

图 27: Labrada 产品



资料来源：考拉海购，长城证券研究所

**2017 年收购 ProSupps（海德力）加码运动营养产品。**2017 年 9 月公司通过认购 PSupps 的优先股获得美国运动营养品牌 ProSupps14.71% 的股份。ProSupps 于 2011 年 11 月 21 日在美国德克萨斯州注册成立，主营运动营养品牌产品，设立后快速成长，设立至今仅五年多，即已发展成为一个拥有 6 大品类、30 多种产品的美国知名运动营养品牌。ProSupps 产品已进入健身、极限运动、营养代餐、体重控制等多个市场领域，目前在全球 70 多个国家开展销售，客户群体主要为运动员和健身爱好者，产品类别涵盖蛋白质、粉、胶囊和液态等。在整个运动营养行业趋于同质化的时代，ProSupps 以其充满激情的品牌文化、黑红金属感的个性包装、以及效果突出的产品配方迅速成为年轻一代的追捧品牌。在北美市场不仅与传统运动营养专业渠道商合作，还通过网络平台（iHerb 和 Body building）销售，现已进入 Sam's club（山姆会员店）等大型商超。公司通过自身的成长及海外的并购，逐渐形成一个保健品行业全产业链公司，面对保健品细分行业中增长最快的运动营养品市场及功能性健康食品，公司通过认购 PSupps 增发的股份，可以进一步推动公司在运动营养品、健康生活方式类食品等业务的经营发展，打造国内销量领先的进口运动营养品牌。

图 28: Prosupps 产品





资料来源：公司官网，长城证券研究所

2018 年收购 Zipfizz 聚焦 80、90 后年轻消费群体。2018 年 5 月公司收购美国运动能量产品品牌商 Zipfizz 100% 股权。Zipfizz 作为美国知名的健康能量品牌，提供与营养、运动相关的能量产品，旗下主推产品 Zipfizz 能量泡腾粉以无糖、低卡路里、25 种科学营养成分权威认证、12 种美妙口味、易拉盖管便携等优势受到越来越多消费者追捧，在北美大型会员店 Costco、Sam's Club 大型商场以及亚马逊电商平台等均有销售。Zipfizz 引入中国后，将聚焦 8090 后年轻消费群体，该部分人群作为市场消费的主力军，生活、工作压力较大，生活节奏过快，进而会产生疲惫、焦虑、肥胖、早衰等亚健康状态，而 Zipfizz 作为健康能量补充剂，通过能量的快速补充，来缓解都市年轻人的疲惫焦虑等亚健康状态，帮助他们迅速唤活能量。同时，在时下运动健身火热的市场大潮中，Zipfizz 在中国也将进军运动健身领域，为专业运动员及健身爱好者提供氨基酸、电解质等能量以快速恢复体力。Zipfizz 引入中国市场后，通过其独一无二的产品及性能优势，以期产生新的增长点。

图 29：Zipfizz 产品



资料来源：公司官网，长城证券研究所

2018 年参股 iHerb 加码下游渠道销售。公司 2018 年 9 月参股全球知名保健品电商平台 iHerb，持股比例 4.80%。iHerb 是一家高度全球化的电子商务平台，于 2001 年 11 月 15 日在美国加利福尼亚州成立，经营的产品类别超过 30,000 个 SKUs，1300 多个品牌，产

品销往全球 180 多个国家，在行业内以快捷、质优、价廉而著称。iHerb 电商平台页面使用 11 种语言，可用 59 种货币进行支付。目前 iHerb 已发展成为全球最大的维生素、矿物质和营养补充剂("VMS")、天然/有机个人护理等保健产品专营线上零售商。同时 iHerb 也是金达威投资收购的海外品牌 DRB 及 ProSupps、Labrada 的主要销售渠道。

通过 2015-2018 年的海外并购，金达威目前已经整合了保健品从上游原料供应到中游生产加工再到下游渠道销售的全产业链，同时打造了多元化的产品矩阵，经营模式从原来简单的原料供应 B2B 模式转变为保健品原料供应、生厂加工、经营销售等多种模式并存，盈利能力也进一步得到增强。

### 3.2 政策和行业双重利好，未来公司将加强精准营销，不断提升品牌力，保健品业务有望放量

跨境电商迎来政策和行业双重利好，旗下保健品品牌有望快速扩张。2018 年 8 月 31 日，全国人大常委会表决通过《电子商务法》，自 2019 年 1 月 1 日起已正式施行。电商法对一些电商经营行为进行了明确规定，对合规经营也提出了更高的要求。这在一定程度上抬高个人代购成本，利好正规引进海外品牌的跨境电商平台。2018 年 11 月，国务院宣布从 2019 年 1 月 1 日起对跨境电商售进口商品按个人自用进境物品监管，不执行首次进口许可批件注册或备案要求，进一步利好保健品跨境电商。2019 年 1 月 8 日国家市场监督管理总局等 13 部门召开联合部署整治“保健”市场乱象百日行动电视电话会议，进一步规范行业，同时要求暂停办理直销相关审批、备案等事项。这对保健品直销企业产生一定冲击，利好非直销渠道。金达威收购美国知名保健品电商平台 iHerb 4.77% 股权，同时出资 510 万美元成立合资公司，进行品牌在大中华区的推广营销。借助此次政策和行业的双重利好，金达威旗下的保健品品牌有望实现快速扩张。

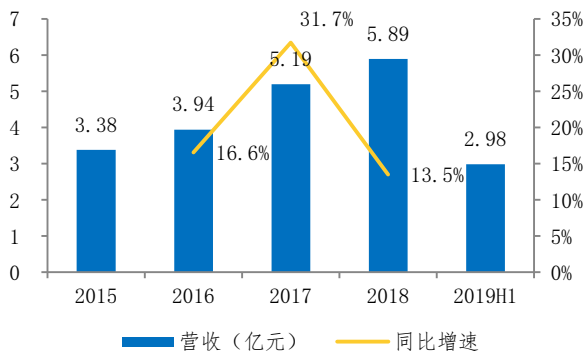
**公司营销手段进一步加强，品牌力不断提升，产品有望放量。**为配合海外子公司品牌重塑推广计划以及新品推出，促进其在国内市场的销售快速增长，公司将加强数字营销尤其增强引擎搜索、社会化媒体等多种营销手段。公司已在上海设立两家子公司，其中一家为全资子公司金达威（上海）营销策划营销公司，负责公司旗下产品的营销推广；另一家为合资子公司艾贺博（上海）营销策划有限公司，进一步配合艾贺博香港实施业务发展计划，更好地提升 iHerb 在中国市场的认知度。在运动营养领域，由于营养棒、体重管理、营养饮料和乳清蛋白这样的功能性食品有更大的消费基础。公司通过安排 ProSupps 品牌的运动员和大使们投入时间和精力与中国粉丝互动，建立一个忠实的粉丝基础，在国内社交媒体平台上提供更多的信息和内容，快速提升 ProSupps 产品的关注度，把 ProSupps 品牌在国内市场的竞争力提升到一个新的水平。随着品牌力的不断提升，公司产品有望在未来进一步放量。

**DRB 保健品业务增速较快，净利率不断提升。**DRB 的营业收入从 15 年的 3.38 亿元增长到 18 年的 5.89 亿元，CAGR=20.34%。净利润 17/18 年同比增速分别为 55.56%/75.00%，连续两年高增长，净利率从 2015 年的 -1.48% 提升到 2018 年的 16.64%，2019H1 净利率为 13.42%。随着公司营销渠道的进一步推广，下一步新产品的推出，公司盈利水平有望不断提高。

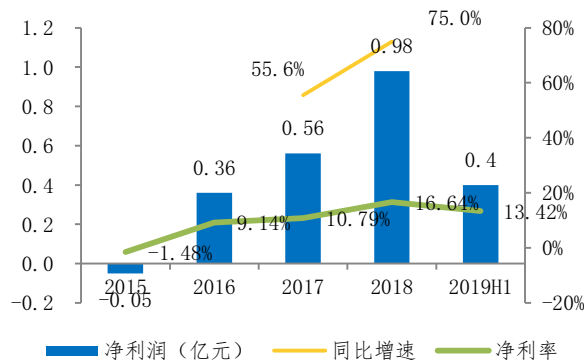
图 30: DRB 营业收入和同比增速

图 31: DRB 净利润、净利率和同比增速





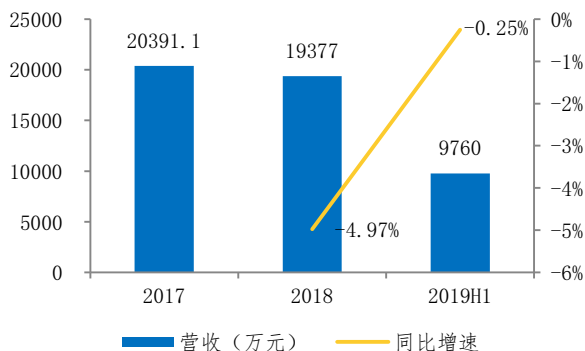
资料来源：公司公告，长城证券研究所



资料来源：公司公告，长城证券研究所

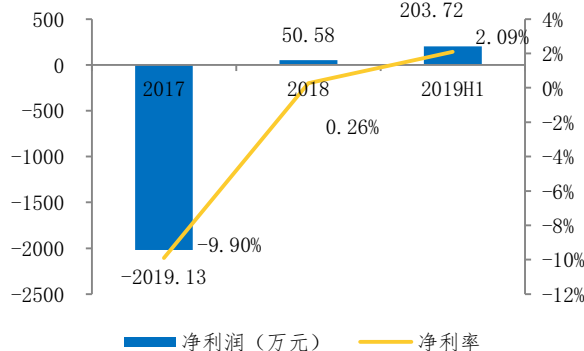
**Labrada 营养品业务净利润大幅增长，未来营收和净利率有望持续提高。** Labrada 营业收入 17/18/19H1 分别为 20391/19377/9760 万元，18/19H1 同比增长-4.97%/-0.25%，营收增速触底反弹。净利润 17/18/19H1 分别为-2019.13/50.58/203.72 万元，18/19H1 同比增长 102.51%/233.20%，扭亏后进一步高速增长。净利率从 17 年的-9.9%提升到 19H1 的 2.09%，仍有很大的提升空间。未来随着产品品牌力的不断提升，营收和净利率有望持续提高。

图 32: Labrada 营业收入和同比增速



资料来源：公司公告，长城证券研究所

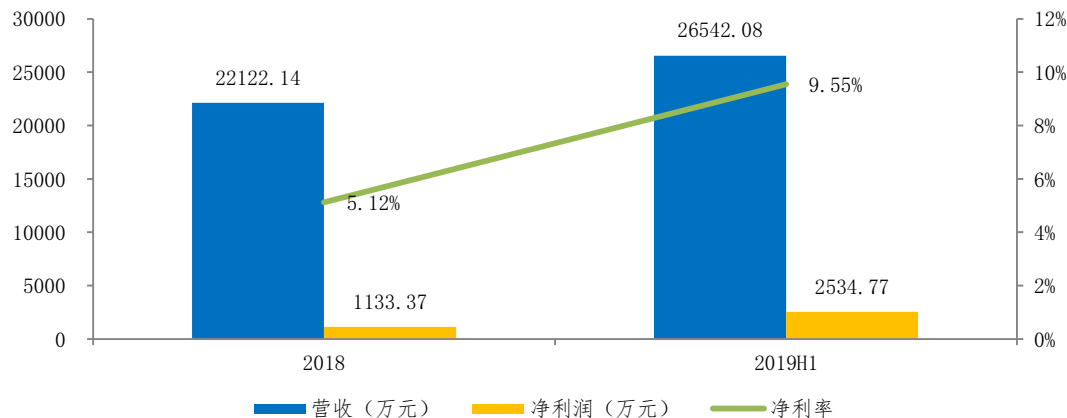
图 33: Labrada 净利润和净利率



资料来源：公司公告，长城证券研究所

**Zipfizz 营收和净利率快速增长。** 公司 2018 年收购 Zipfizz 后，当年实现营业收入 2.21 亿元，净利润 1133 万，净利率 5.12%；2019 年上半年营业收入超过 2018 年全年，达到 2.65 亿元，净利润超过去年全年的 2 倍，达 2534 万元，净利率由 2018 年的 5.12%提升到 2019 年上半年的 9.55%。未来随着产品力、品牌力和渠道力的不断提升，Zipfizz 的营收和净利润增速有望持续高增长。

图 34: Zipfizz 营业收入、净利润和净利率



资料来源：公司官网，长城证券研究所

## 4. 盈利预测与估值水平

### 4.1 盈利预测与估值

盈利预测重要假设：

■ **费用率假设：** 预计公司未来会加强营销推广，销售费用率会略有提高；

收购国外子公司后 19 年管理费用会有所提高，但随着内部整合，预计未来管理费用率会逐步下降；

19 年公司新增一笔较大额短期借款，所以财务费用率有所提高，未来随着经营业绩好转，现金流充裕，财务费用率会略有降低；

研发费用率保持较稳定水平。

■ **税率假设：** 税率比较稳定，预计综合税率 17.5%。

估值水平：

我们采用分部估值和可比公司法金达威进行合理估值分析。

维生素和辅酶 Q10 业务选取新和成和浙江医药作为可比公司，保健品业务选取汤臣倍健作为可比公司。过去三年新和成、浙江医药的 PE (TTM) 均值分别为 19.56 和 73.57，汤臣倍健的 PE (TTM) 均值为 27.8。

表 1：金达威可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (20E)	PE (21E)	PE (22E)
002001	新和成	567.25	19.56	14.74	12.82	10.82
600216	浙江医药	170.06	73.57	14.12	11.75	9.47
300146	汤臣倍健	302.26	27.8	23.34	19.33	16.27
002626	金达威	131.68	20.16	10.63	9.07	8.21

资料来源：wind，长城证券研究所，注：除金达威，其他公司盈利预测取自 wind 一致预期，PE (TTM) 为过去三年均值

按照分部估值，2020 年金达威辅酶 Q10、维生素 A 及 D3 因为产品涨价及细分龙头溢价给予估值 15 倍，品牌保健品按照 30 倍，与可比公司对比估值水平处于合理区间。

## 4.2 投资建议

今年金达威辅酶 Q10 预计利润 6 亿元以上，维生素 A 及 D3 利润 6 亿左右，品牌保健品利润 1 亿以上。按照分部估值，20 年辅酶 Q10、维生素 A 及 D3 因为产品涨价及细分龙头溢价给予估值 15 倍，品牌保健品按照 30 倍，对应的 20 年目标市值 195 亿，目标价格为 31.65 元，目前股价距离目标价格还有 48% 左右的空间，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.01、2.35、2.60 元，对应 PE 分别为 10.6 倍、9.1 倍、8.2 倍，维持“强烈推荐”评级。



### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>