

嘉必优 VS 金达威

2021 年 8 月跟踪营养强化剂产业链深度梳理

今天，我们对营养强化剂赛道的代表公司，近期的业绩进行跟踪。

金达威——2021 年中报，实现收入 17.77 亿元，较上期增长 10.48%；归母净利润 5.07 亿元，同比下降 2.43%。

嘉必优——2021 年中报，实现收入 1.63 亿元，较上期增长 8.05%；归母净利润 0.68 亿元，同比下降 5.12%。

从机构对产业链景气情况的预期来看：

金达威——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 41.42 亿元、47.65 亿元、54.40 亿元，同比增速为 18.19%、15.05%、14.16%；归母利润为 12.77 亿元、15.10 亿元、17.63 亿元，增速 33.10%、18.24%、16.82%。

嘉必优——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 3.70 亿元、5.08 亿元、6.95 亿元，同比增速为 14.37%、37.37%、36.84%；

归母利润为 1.63 亿元、2.39 亿元、3.22 亿元, 增速 25.13%、43.17%、33.85%。(注意 2022 年预期数据)

营养强化剂, 是指为了增加食品的营养价值而加入到食品中的天然/人工合成的营养素, 属于食品添加剂的范畴。营养素是具有特定生理作用, 能维持机体生长、发育、活动、繁殖及正常代谢所需的物质, 包括蛋白质、脂肪、碳水化合物、矿物质、维生素等。

食品营养强化剂, 可分为四大类: 矿物质类、维生素类、氨基酸类、脂肪酸类。

食品营养强化剂主要类别¹

类别	主要成员	来源	作用
矿物质类	钙、碘、铁、锌、硒、镁、钾、钠、铜等	全部需通过食物摄入	构成人体组织, 维持机体正常生理活动
维生素类	VA、VD、VE、VC、VB族、叶酸、生物素等	绝大部分需通过食物摄入	促进人体生长发育, 调节人体新陈代谢, 维持机体生命和健康
氨基酸类	牛磺酸、L-盐酸赖氨酸、L-赖氨酸-L-谷氨酸盐等	大部分在体内可由其它物质合成, 但赖氨酸等 8 种氨基酸必须由食物供给	参与代谢过程, 构成人体组织
脂肪酸类	DHA、ARA、EPA、LA、ALA 等人体必需脂肪酸	主要通过食物摄入, 可在成人体内少量合成, 但婴幼儿必须由体外摄入	参与代谢过程, 为人体提供热量, 构成人体组织, 提高机体免疫力

图: 营养强化剂分类

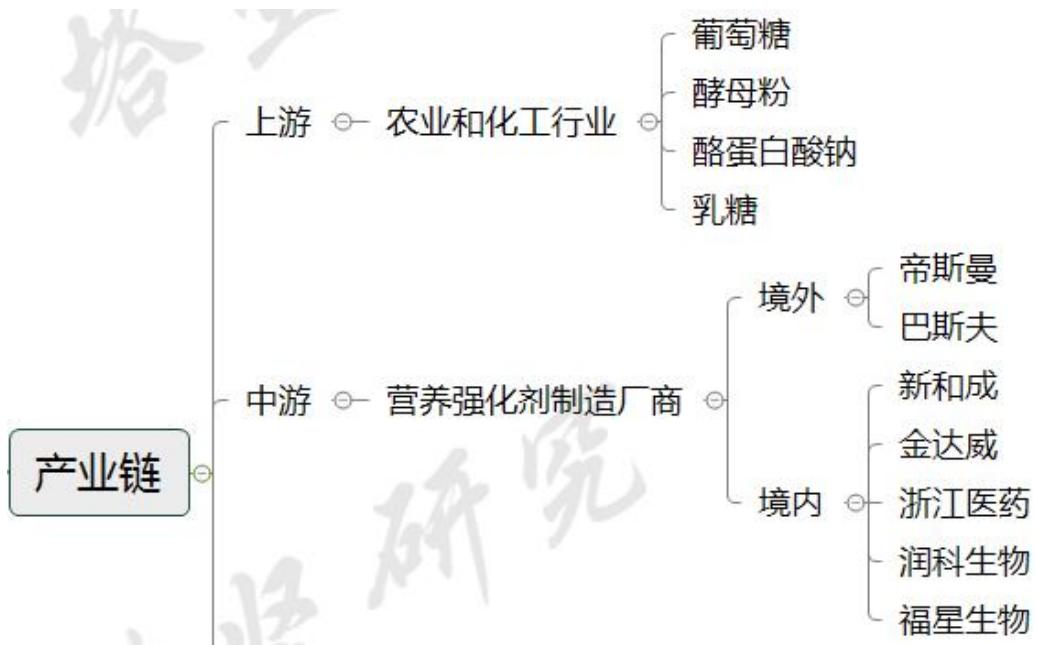
来源: 润科生物招股说明书

营养素产业链, 其上中下游, 依次为:

- 1) 上游——农业和化工行业，主要提供葡萄糖、酵母粉、酪蛋白酸钠、乳糖等原材料。原材料通用属性高，市场供应充足，合格供应商较多，价格相对平稳。
- 2) 中游——营养剂制造厂商，国外有帝斯曼、巴斯夫，国内厂商包括有新和成、金达威、浙江医药、嘉必优、润科生物、福星生物等。
- 3) 下游——为婴幼儿配方食品、健康食品、生物制药等行业，代表公司有，美赞臣、雅培、汤臣倍健。

本次跟踪，有几个值得思考的问题：

- 1) 两家公司的关键经营数据有什么变动，数据变动背后的逻辑是什么？
- 2) 这个行业，具备哪些素质，才能建立长期竞争优势？



图：营养素产业链

来源：塔坚研究

从整体收入体量看，2020 年，金达威 (35.04 亿元) > 嘉必优 (3.23 亿元)。

从营养强化剂收入规模看，金达威 (14.8 亿元) > 嘉必优 (3.23 亿元)，其中，金达威的营养强化剂产品主要是维生素 A、辅酶 Q10，嘉必优的主要是 ARA 及藻类 DHA、SA 晶体。

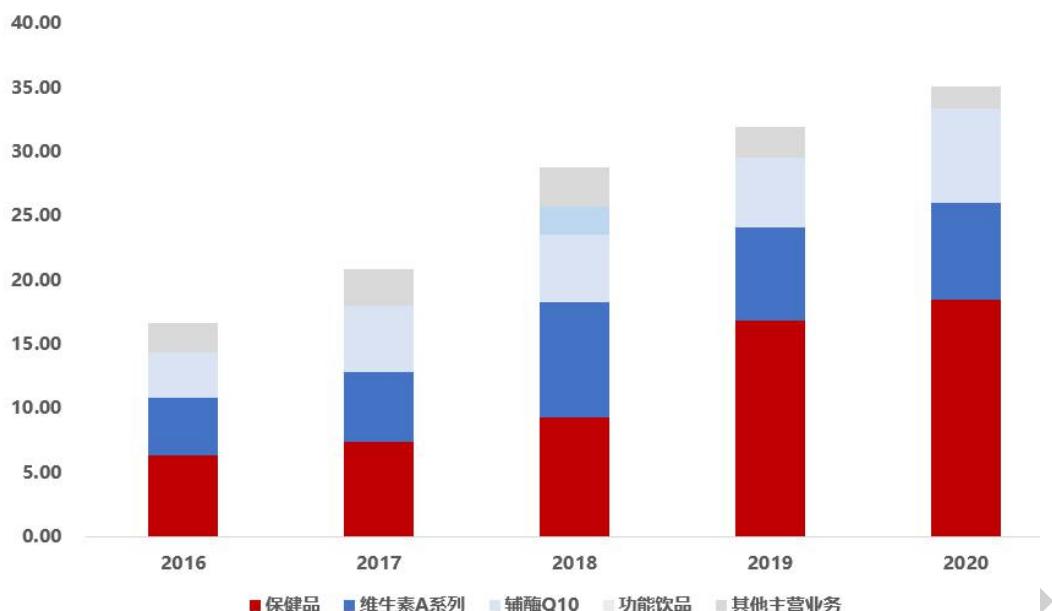
ARA, 学名花生四烯酸, 是一种不饱和脂肪酸, 能促进人体脑部发展、提高视觉敏锐度、酯化胆固醇、增加血管弹性、降低血液黏度、提高免疫力等, 广泛应用于婴幼儿配方食品、健康食品和药品中。

DHA, 学名二十二碳烯酸, 是神经系统细胞所需求的重要的多不饱和脂肪酸, 影响脑细胞增殖、神经系统生长发育。由于人体难以合成 DHA, 一般需要额外补充, 广泛应用于健康食品、婴幼儿配方食品、制药、动物饲料等领域, 有鱼油 DHA 和藻油 DHA 两种。

从收入结构上来看:

1) **金达威**——2020 年, 52.65%来自保健品, 21.39%来自维生素 A 系列, 21.1%来自辅酶 Q10, 4.86%来自其他, 其产品涵盖营养保健食品原料、医药原料和营养保健食品终端产品。

金达威的保健品业务主要来自收购的美国品牌, 其保健品产品在国内外主流电商平台, 包括 Amazon、iHerb、天猫、京东、微信小程序、沃尔玛、Kroger 等线下渠道, 以及 KeHE、UNFI 等分销渠道均有销售, 自身保健食品、医药原料也以出口为主, 整体来看, 2020 年其海外收入占比 79.8%, 国内收入占比 20.2%。

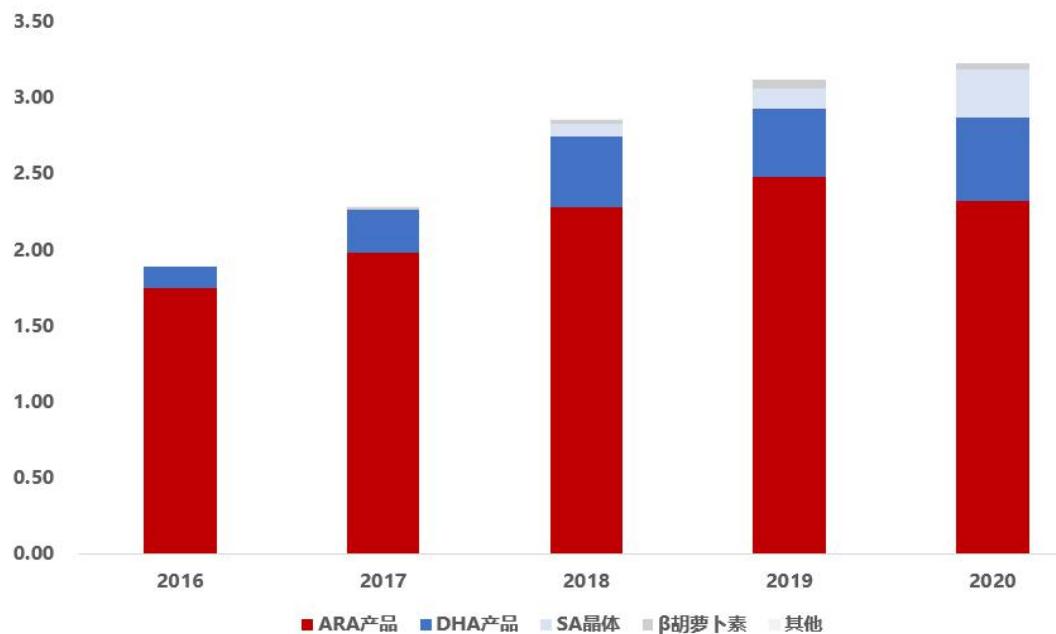


图：金达威收入结构

来源：塔坚研究

2) 嘉必优——ARA 为嘉必优核心主打产品，2020 年收入占比 71.6%，其次是藻油 DHA (16.94%)，SA 晶体 (Sialic Acid, 唾液酸/燕窝酸) 收入占比 9.75%，1.65% 来自 β 胡萝卜素。

嘉必优的收入以国内为主，占比 65%，国外收入占比 35.61%。



图：嘉必优收入结构

来源：塔坚研究

产品名称	产品形态		产品主要功能	主要应用领域
ARA	油剂	粉剂	对婴幼儿大脑和神经系统的发育具有重要作用	婴幼儿配方食品
DHA	油剂	粉剂	可促进婴幼儿大脑和视网膜发育, 对维持脑的功能、延缓脑的衰老、预防老年痴呆症和神经性疾病具有重要作用	健康食品、婴幼儿配方食品及膳食营养补充剂
SA	晶体	-	对认知能力发育具有重要作用, 同时具有抗病毒、抗感染、调节免疫和皮肤护理的功效	婴幼儿配方食品、健康食品、生物制药、化妆品
β-胡萝卜素 (BC)	晶体	干菌体	抗氧化、调节免疫系统、预防心血管疾病、预防眼疾和白内障, 亦可用作天然着色剂	食品营养强化剂和天然着色剂

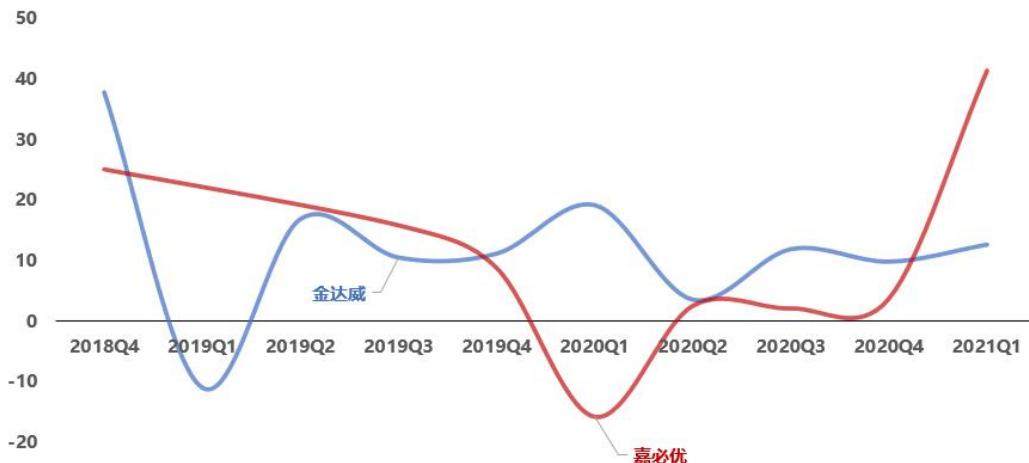
图：嘉必优产品介绍

来源：天风证券

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从收入增长趋势来看，二者的走势差异较大，分别来看：

嘉必优——2020 年 Q1，受卫生事件影响，业绩大幅下滑，收入同比减少 15.71%。不过由于 ARA 和 DHA 是部分奶粉的标准配方之一，嘉必优复工比较及时，业绩有所恢复。

2021 年 Q1，嘉必优增速大幅提升，同比增长 41.5%，较 2019 年 Q1 相比收入增 20%。收入快速增长一是上年同期基数较低，二是飞鹤等客户加大 DHA 采购。（对飞鹤所在的奶粉产业链，我们之前在产业链报告库中，有过详细研究，此处不详细叙述）

金达威——其收入增速主要受并购和产品价格变动影响。

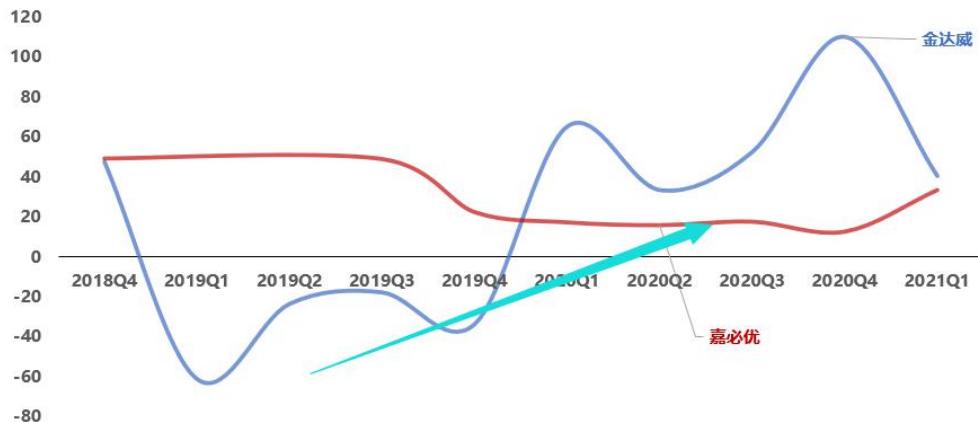
2018 年增速较高，同比增长 37.8%，一是 7 月完成对美国运动能量品牌 Zipfizz 收购，Zipfizz 2.21 亿元功能饮料收入为其带来了 10.60% 的增速；二是由于供给受限，维生素 A 价格大幅提升。

2020 年 Q1，卫生事件期间增速逆势提升，主要是受环保、检修等因素影响，辅酶 Q10 和维生素产能供给减少，产品价格上涨。据百川资讯，2020 年 4 月 VA 市场价 510 元/kg，较年初涨幅 65%；VD3 市场价 330 元/kg，较年初涨 237%。

金达威全球辅酶 Q10 市占率约 60%，整体受益价格上涨，业绩表现较好。

综上，两家厂商的增长，主要得益于品类拓展（嘉必优做 DHA）、行业高景气（VA、辅酶供需状况）、并购扩张。

2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

净利润方面，嘉必优增速较平稳，整体有所放缓；金达威波动较大，但整体呈上升趋势。具体来看：

金达威——2019年，净利润负增长，一是VA价格回落，毛利率下滑6.44pct，二是其于2015年收购的美国保健品生产商VitaBest发生商誉减值2.74亿元。

2020年利润高速增长，除了低基数影响，还受益于辅酶价格提升，金达威辅酶毛利率由上年50.77%增至77.57%，拉动整体毛利率上升近5个百分点。

嘉必优——2019 年净利润增速较高，主要是毛利率上升，以及资产减值损失计提减少，2019 年整体毛利率为 52.97%，较上年同期增长 4.03pct，主要是工艺提升、销量扩大带来的规模效应，使 ARA 产品单位成本呈下降趋势。

2020 年，尽管有卫生事件影响，但由于社保减免、研发投入下降，以及闲置的募集资金用于投资带来大量利息收入，归母净利润增速高于收入增速。

(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年年报数据。

公司名称	营业收入	归母净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
金达威	35.04	9.53	52.25	27.20	9.79	112.82
嘉必优	3.23	1.35	55.02	41.72	3.82	10.50

图：2020 年年报数据（单位：亿元、%）

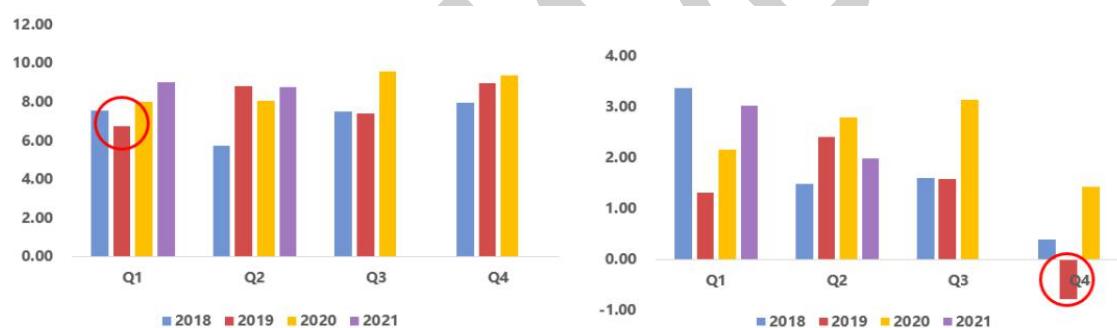
来源：塔坚研究

从 2020 年收入规模来看，金达威（35.04 亿元）>嘉必优（3.23 亿元）；
收入增速方面，金达威（9.79%）>嘉必优（3.82%）。

具体来看：

1) 金达威——2021 年 H1，实现收入 17.77 亿元，较上期增长 10.48%；归母净利润 5.07 亿元，同比增长 2.43%，主要是维生素 A 价格下降，以及原材料成本上升所致。

分季度来看，2019 年 Q1 收入及净利润均处于较低水平，主要是 2018Q1 基数较高，2018 年 VA 价格极速拉升，带动 2018 年 Q1 收入高速增长；2019Q4，净利润主要受商誉减值影响，出现亏损。

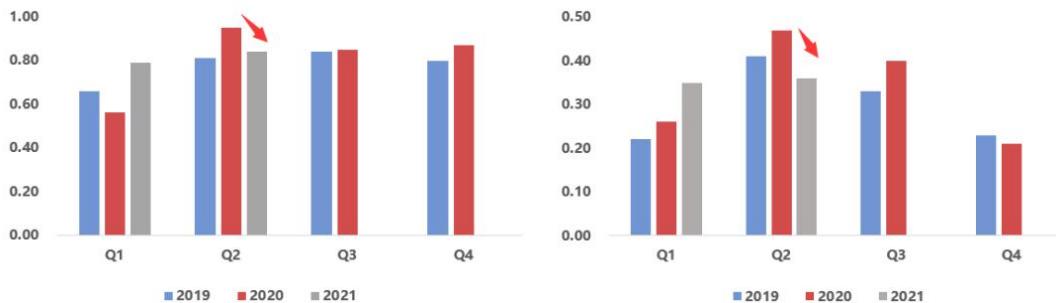


图：金达威单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2) 嘉必优——2021 年中报，实现收入 1.63 亿元，同比增长 8.05%；归母净利润 0.68 亿元，同比下滑 5.12%，主要是管理费用(社保减免取消)、研发费用增加。

2021 年 Q2，ARA 收入增速大幅下滑，根据券商预测，主要是卫生事件影响下，海外大客户新莱特 A2 奶粉海淘业务下滑所致；不过其 DHA、SA 业务保持良好增长，上半年分别增长 88.81%、91.58%。



图：嘉必优单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

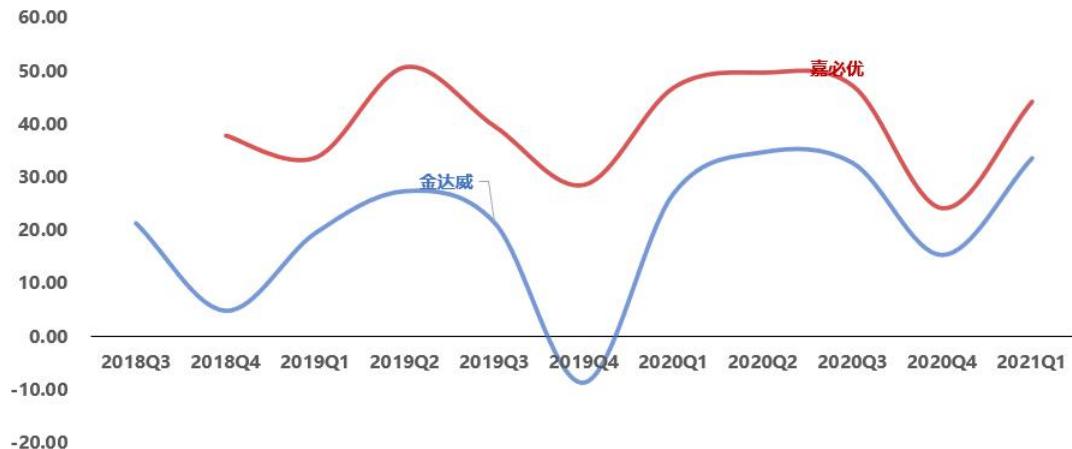
（肆）

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况。

从净利率趋势上看，嘉必优和金达威净利润走势接近，四季度净利润均出现下滑，但背后原因并不相同。

金达威 Q4 净利率偏低，主要与资产减值损失有关，而嘉必优净利率偏低，主要是年末中介费用结算较多，其中 2020Q4 嘉必优将停工损失 592 万计入管理费用，导致管理费用率提升近 3.92pct，也对净利润形成压

力。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

嘉必优的净利率远高于金达威，主要与营业外收入、毛利率、销售费用率有关。

营业外收入方面，主要是嘉必优收到的帝斯曼补偿款，2018年至2019年，营业外收入占收入的比重在12%-14%左右，占净利润的比重在30%以上。

目前，帝斯曼占据全球ARA市场份额，根据Grand View Research统计的全球ARA市场规模测算，2020年嘉必优ARA产品全球市占率为16.58%，国内市占率领先。

帝斯曼早在 2000 年就在全球范围内对 ARA 的专利进行布局，其产品指标逐步演变成行业标准。根据嘉必优招股书，嘉必优认为帝斯曼专利不符合《专利法》中“新颖性、创造性及实用性”基本原则，提起帝斯曼“专利无效”的申请和诉讼。

2015 年，嘉必优与帝斯曼签署《和解协议》、《专利许可协议》及《加工及供货协议》，就 ARA 专利纠纷达成和解。依据协议，嘉必优只能向专利区的部分客户和非专利区客户销售 ARA 产品，帝斯曼同意在 2023 年以前，每年向公司采购一定规模的 ARA 产品或不采购商品但给予现金补偿。

至 2023 年，帝斯曼专利在各个国家的保护期均会到期，届时《专利许可协议》同步到期，嘉必优生产和销售 ARA 产品将不再受到限制。根据嘉必优招股说明书，其销售价格低于帝斯曼，因此，随着专利放开，嘉必优在海外市场的份额有望提升。

表5：根据嘉必优与帝斯曼的和解协议，嘉必优目前允许的销售范围只局限在部分国际地区

销售地	协议条款
中国及帝斯曼其他非专利区的中国婴幼儿奶粉企业	不受限制
中国大陆、印尼、香港、台湾、印度及其他帝斯曼非专利国家和地区的国际客户	每年可以直接向某一国际客户销售 50 吨 ARA 产品
签订协议时拥有的专利国家（日本除外）	单个客户销售不超过 10 吨/年，合计不超过 60 吨/年
除中国以外的专利国家的六家中国厂商（贝因美、伊利、雅士利、合生元、圣元和澳优）或其代工厂	终端产品需返回中国或其他帝斯曼非专利区进行销售，且公司应向帝斯曼支付 5 美元/公斤的专利许可费

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图：嘉必优与帝斯曼和解协议内容

来源：招股书，开源证券

再看毛利率。



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

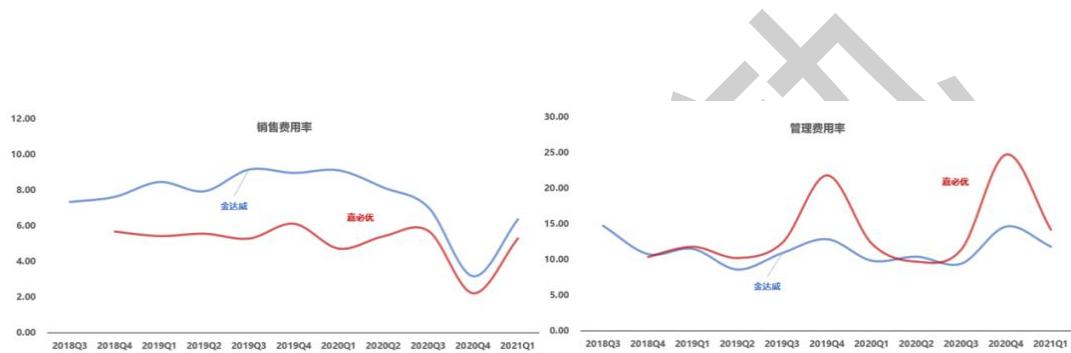
从成本结构看，营养强化剂的成本主要由原材料（30%）、直接人工占比（15%）、制造费用及其他（50%）构成，其中原材料主要是葡萄糖（30%）、酵母粉（10%）、乳糖（10%）、玉米糖浆等，多来源于农产品的加工。

整体来看，嘉必优毛利率略高于金达威，嘉必优的主打产品是 ARA 与藻油 DHA，下游接近 50% 用于高端婴配粉，对奶粉厂来说，ARA 与 DHA 占成本很低，却能大幅提升产品价值，嘉必优议价能力相对较强，因此毛利率水平较高。

从趋势上看，2020 年前三季度，金达威毛利率提升较快，主要是其作为全球辅酶 Q10 龙头，充分受益于辅酶 Q10 价格上涨。

2020 年 Q4，两家厂商的毛利率均出现下滑，主要是会计政策变更，运费由销售费用调整计入成本所致。

期间费用率方面，金达威的保健品业务面向 C 端，导致营销投入高于嘉必优；二者 2020 年销售费用率下降，主要是会计准则变化所致。



图：可比厂商费用率情况

来源：塔坚研究

(伍)

成本、费用问题都解决后，我们再来看资本支出环节。

2020 年资本支出金额方面，金达威 (2.5 亿元) > 嘉必优 (0.33 亿元)，资本支出占营收的比重，嘉必优 (10.25%) > 金达威 (7.13%)。

金达威“年产 800 吨维生素 A 油和 200 吨维生素 D3 油项目”当期支出约 1.96 亿元，嘉必优募投项目受卫生事件影响延迟启动，2020 年开支主要用于后处理车间改造和预付部分工程款。

项目	可比厂商	2018	2019	2020	同比增速
资本支出 (亿元)	金达威	0.79	1.76	2.50	42.10%
	嘉必优	0.12	0.23	0.33	42.24%
项目	可比厂商	2018	2019	2020	均值
资本支出占营 收比重	金达威	2.75%	5.51%	7.13%	5.13%
	嘉必优	4.31%	7.46%	10.25%	7.34%

图：可比厂商资本支出对比

来源：塔坚研究

本案两家公司的营养强化剂产品主要有：维生素 A、辅酶 Q10，以及 ARA、藻油 DHA，其中：

1) 维生素 A (VA)

全球市场规模 100 亿元左右，国内主要用于饲料（83%）、医药及化妆品（9%）和食品加工等（8%），根据国内饲料产量来看，预计维生素 A 增长中枢在 2% 到 3% 之间。

由于 VA 生产工艺高、原材料稀缺、生产面临环境压力大等原因，VA 市场进入壁垒高，产能集中。目前全球只有 6 家 VA 生产商，国外厂家有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏，国内主要是 **新和成、浙江医药、金达威**。

2) 辅酶 (coenzyme)

2019 年辅酶 Q10 市场规模为 2.04 亿美元, 近三年 CAGR 为 5.78%, 主要作用是抗氧化, 用于膳食营养补充剂、药品、化妆品等下游领域。

3) ARA 和藻油 DHA

根据 Coherent Market Insights 的预计, 2020 年全球 ARA 市场空间 2.14 亿美元, 同比增长 5.94%, 2018 年至 2020 年复合增速为 6.13%;

全球藻油 DHA 市场空间为 3.16 亿美元, 同比增长率 12.86%, 2018 年-2020 年复合增速 10.8%。ARA 和藻油 DHA 下游应用包括婴幼儿配方奶粉 (48%)、健康食品 (28%)、动物营养 (4.03%) 和食品饮料 (19.98%) 等领域。

本文我们重点测算 ARA 和藻油 DHA 行业规模。

由于营配奶粉是主要应用领域, 因此, 我们作为预测重点, 其中, 国内营配粉领域耗用 ARA 市场规模, 用公式表示:

国内 ARA 市场规模 (营配粉耗用) = 国内营配粉对 ARA 需求量 \times 国内 ARA 吨均价

国内藻油 DHA 市场规模（婴配粉耗用）=国内婴配粉对藻油 DHA 需求量
×国内藻油 DHA 吨均价

几大核心增长要素，我们挨个来拆解：

.....
以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究,以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求,可和我们联系。

