

金达威 (002626)

证券研究报告

2024年10月21日

全球首屈一指的辅酶 Q10 供应商

全球保健品原料龙头供应商

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。公司于 2011 年 10 月 28 日在深圳证券交易所挂牌上市。2024H1 公司营业收入 15.23 亿元,较上年同期下降 1.82%;归属于母公司净利润 1.30 亿元,较上年同期下降 29.31%;2023 年公司实现营业收入 31.03 亿元,同比增长 3.10%;营业利润 3.56 亿元,同比增长 13.96%;归属于母公司净利润 2.77 亿元,同比增长 7.50%。2023 年公司毛利率为 37.33%,同比-3.16 pct;归母净利率为 8.92%,同比+0.38 pct。

VDS 市场不断扩张,未来有望实现可观增长

随着居民收入增长、健康消费意识提升以及家庭医疗健康支出增加,带来消费者对保健食品的需求日渐旺盛,市场规模逐年扩大。VDS 市场不断扩张,主要有以下三个驱动:

①居民收入增长及健康消费意识提升,保健品需求日渐旺盛;②老龄化促使保健需求日益旺盛,“银发经济”拉动增长;③年轻人群成主力,保健食品产业迸发健康新需求。

多年深厚积累和技术优势, B 端 C 端均具有竞争优势

公司拥有“国家企业技术中心”研发平台,建立了规模化的生物酶库平台,拥有完整的技术产业链转化平台。公司凭借已掌握的合成生物绿色制造、微生物发酵、化学合成、天然产物提取、微囊技术等核心技术以及高纯度高品质的核心原料,叠加营养保健食品品牌矩阵在海外成熟市场的影响力,在 B 端原料和 C 端保健食品领域均具备一定的竞争优势。除此之外,公司积极拓展新业务发展,新业务拓展将带来新增长点,以及辅酶 Q10 改扩建项目有望提升市占率。

投资建议及盈利预测

我们认为,全球保健品市场规模不断扩大,主要受以下因素驱动:健康意识的增强,人口老龄化及年轻群体逐渐成为新主力。公司作为保健品原料和营养保健食品的领军企业,凭借其市场优势、新业务潜力和财务稳健等特点,公司未来业绩有望稳定增长。辅酶 Q10、维生素等营养保健品作为市场的重要细分领域,有望将继续保持增长趋势。

我们预计公司 FY2024-FY2026 营收为 37.48/46.21/57.58 亿元,同比增长 20.8%/23.3%/24.6%;归母净利润分别为 3.48/5.15/6.88 亿元,对应 EPS 为 0.57/0.84/1.13 元/股。我们采取相对估值法,给予公司 2024 年 0.9 倍 PEG,目标市值 111 亿,对应目标价 18.19 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:产品及原材料价格波动风险、汇率波动风险、市场竞争风险、安全生产风险、人才风险、测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,009.23	3,102.58	3,748.36	4,621.47	5,757.67
增长率(%)	(16.78)	3.10	20.81	23.29	24.59
EBITDA(百万元)	900.51	586.81	814.63	965.99	1,223.79
归属母公司净利润(百万元)	256.83	276.71	347.70	515.37	687.69
增长率(%)	(67.44)	7.74	25.65	48.22	33.44
EPS(元/股)	0.42	0.45	0.57	0.84	1.13
市盈率(P/E)	34.60	32.12	25.56	17.24	12.92
市净率(P/B)	2.44	2.26	2.09	1.96	1.81
市销率(P/S)	2.95	2.86	2.37	1.92	1.54
EV/EBITDA	12.85	14.77	9.29	7.58	6.14

资料来源:wind,天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	14.57 元
目标价格	18.19 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	609.93
流通 A 股股本(百万股)	609.84
A 股总市值(百万元)	8,886.75
流通 A 股市值(百万元)	8,885.44
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	29.11
一年内最高/最低(元)	18.53/10.71

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 《金达威-半年报点评:受益维生素提价业绩高增长,加大拓展保健品领域》2018-08-25
- 《金达威-公司点评:短期维生素提价的业绩弹性大,中长期辅酶 Q10 和运动营养品提升估值》2017-11-22
- 《金达威-首次覆盖报告:受益维生素提价四季度业绩大幅预增,保健品业务稳步增长》2017-10-27

内容目录

1. 公司介绍：全球保健品原料龙头供应商	4
1.1. 发展历程：多维度延伸发展，实现全产业链布局	4
1.2. 股权结构：股权相对集中，中牧实业战略投资	5
1.3. 管理层介绍：核心团队稳定，经验丰富	5
1.4. 基本财务情况：利润率受原材料价格而波动	6
1.4.1. 分产品：辅酶 Q10、保健食品和维生素 A 贡献主要毛利	7
1.4.2. 分销售模式：境内外保健食品双线增长，营收及占比齐升	8
2. 行业背景：VDS 市场不断扩张，未来有望实现可观增长	9
2.1. VDS 市场规模：守稳创新，循序渐进，长期增长潜力值得期待	9
2.2. 中国 VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间	10
2.2.1. 驱动一：居民收入增长及健康消费意识提升，保健品需求日渐旺盛	10
2.2.2. 驱动二：老龄化促使保健需求日益旺盛，“银发经济”拉动增长	11
2.2.3. 驱动三：年轻人群成主力，保健食品产业迸发健康新需求	12
2.3. VDS 竞争格局：市场分散、竞争激烈，未来存在提升空间	12
2.3.1. 国内外参与者众多，格局分散，集中度低	12
2.3.2. 线上渠道份额逐步攀升，销售份额占比已超过 50%	13
2.4. 辅酶 Q10：万能营养素，提高心肌功能，“银发经济”助推市场表现	14
2.4.1. 应用广泛，市场需求呈现不断增长趋势	14
2.4.2. 辅酶 Q10 供给高度集中，生产向中国转移	15
3. 核心竞争力：多年深厚积累和技术优势，B 端 C 端均具有竞争优势	15
3.1. 产品端：优质原料做背书，终端产品不断巩固并扩大市场份额	15
3.1.1. 辅酶 Q10：全球首屈一指的辅酶 Q10 生产商	16
3.1.2. 潜在热销产品储备丰富	16
3.2. 研发端：坐拥“国家企业技术中心”研发平台并不断加码研发投入	17
3.3. 品牌端：整合内外资源产生协同效应，构建国际、国内品牌新格局	17
4. 未来亮点：新业务拓展带来新增长点，辅酶 Q10 改扩建有望提升市占率	18
4.1. 全球维生素生产巨头断供，部分维生素产品价格出现明显上涨	18
4.2. 新业务拓展：虾青素等高端原料研发和生产有望成为新重要收入来源	18
4.3. 辅酶 Q10 改扩建项目：进一步提升公司产能和市场占有率	19
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：金达威全产业链布局图	4
图 3：截至 2024 年 10 月 8 日金达威股权架构图	5
图 4：截至 2024 年 10 月按地区划分公司控股公司	5

图 5: 2016-2024H1 公司总营收及增速 (亿元, %)	6
图 6: 2016-2024H1 公司毛利率及归母净利润率 (%)	6
图 7: 2016-2024H1 公司主要费用率 (%)	7
图 8: 2016-2024H1 公司主要产品营收占比 (%)	7
图 9: 2019-2024H1 公司各产品系列毛利率 (%)	7
图 10: 2016-2024H1 公司境内外营收及增速 (亿元, %)	8
图 11: 2016-2024H1 公司境内外毛利率 (%)	8
图 12: 2020-2023 年公司按渠道收入 (亿元)	8
图 13: 2020-2023 年公司分渠道占营收比 (%)	8
图 14: 2019-2023 年全球 VDS 行业市场规模及增速 (亿美元, %)	9
图 15: 2024-2028 年全球 VDS 行业市场规模及预测 (%)	9
图 16: 2019-2023 年国内 VDS 行业市场规模及增速 (亿元, %)	9
图 17: 2024-2028 年国内 VDS 行业市场规模及预测 (%)	9
图 18: 2019-2024 年中国保健食品销售额预测趋势图 (亿元)	10
图 19: 2012-2023 我国居民健康素养水平 (%)	10
图 20: 2013-2023 年中国居民可支配收入及医疗保健消费支出 (元)	10
图 21: 2012-2040 年中国老年人口数量及占比 (亿, %)	11
图 22: 2018-2027 年中国银发经济规模及增长率 (万亿元, %)	11
图 23: 中国各年龄段保健品渗透率统计情况 (%)	11
图 24: 18-35 岁人群 2023 年消费榜单 Top3 (%)	12
图 25: 2023 年不同年龄段健康困扰	12
图 26: 2014-2023 年各国家及地区 VDS 市场 CR5	13
图 27: 2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变	13
图 28: 2019-2023 年中国网民规模跨境电商用户规模 (亿人)	14
图 29: 2019-2024.1-7 月辅酶 Q10 出口金额及增速 (亿元, %)	15
图 30: 2019-2024.1-7 月辅酶 Q10 出口数量及增速 (吨, %)	15
图 31: 2016-2024H1 公司辅酶 Q10 营收、增速及毛利率 (亿元, %)	16
图 32: 2018-2024H1 公司专利数量 (件)	17
图 33: 2018-2024H1 公司研发费用及占总营收比 (亿元, %)	17
图 34: 金达威终端品牌矩阵图	17
图 35: 2023 年 8 月-2024 年 8 月中国维生素 A 市场主流价格走势 (元/kg)	18
图 36: 公司各业务收入拆分及同比 (百万元, %)	19
表 1: 公司高管团队情况	5
表 2: 公司主要原料产品介绍	16
表 3: 金达威可比公司估值水平 (截至 2024 年 10 月 16 日)	20

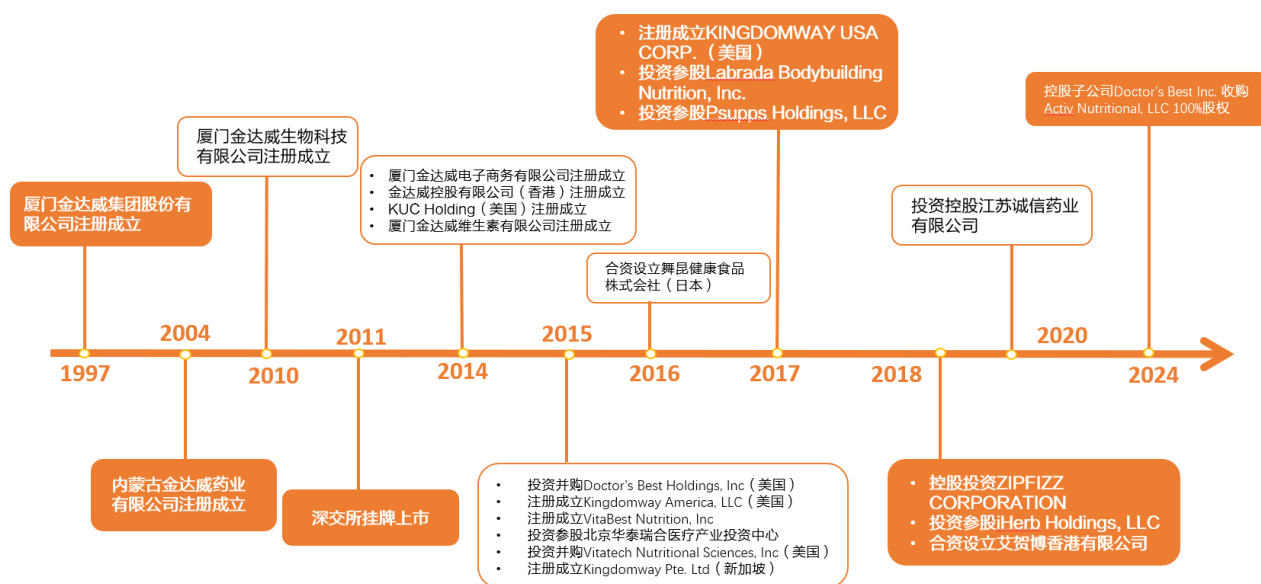
1. 公司介绍：全球保健品原料龙头供应商

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。公司于2011年10月28日在深圳证券交易所挂牌上市，自上市以来，金达威借助强大的资本市场平台，运筹帷幄，成功兼并、收购海内外多家知名企业，形成从原料研发制造-成品研发制造-品牌营销-渠道布局-品牌传播系列大健康全产业链，为全球千万家庭提供高科技、高品质、高性价比的健康营养产品。公司主营辅酶Q10、维生素A、维生素D3、DHA、ARA等五大原料系列产品。

1.1. 发展历程：多维度延伸发展，实现全产业链布局

不断完善自身产业布局，拓展业务范围，提升市场份额。公司自2015年开始，先后收购、投资10余家海外企业，逐步形成了上游原料生产贸易、中游生产研发、下游品牌营销和渠道布局的全产业链布局。公司于2024年收购美国知名钙咀嚼片品牌Activ，有望进一步提升其在美国保健市场的份额和盈利能力。

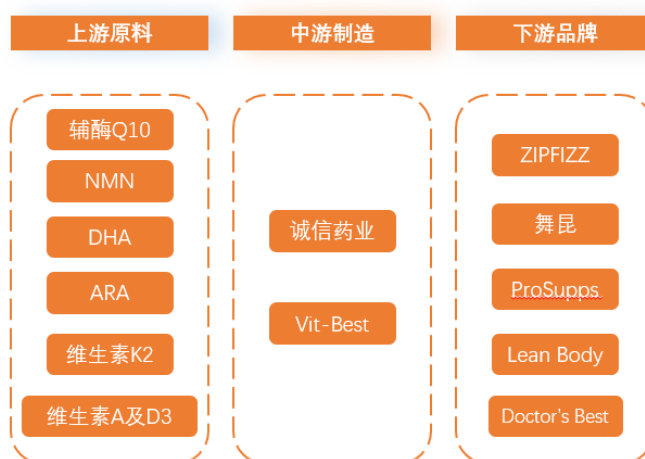
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在不断并购的过程中，公司通过整合和优化资源，已经打造出以保健品产业链为核心的全方位大健康全产业链。这一产业链涵盖从原料研发制造、成品研发制造、品牌营销、渠道布局到品牌传播等各个环节。

图 2：金达威全产业链布局图

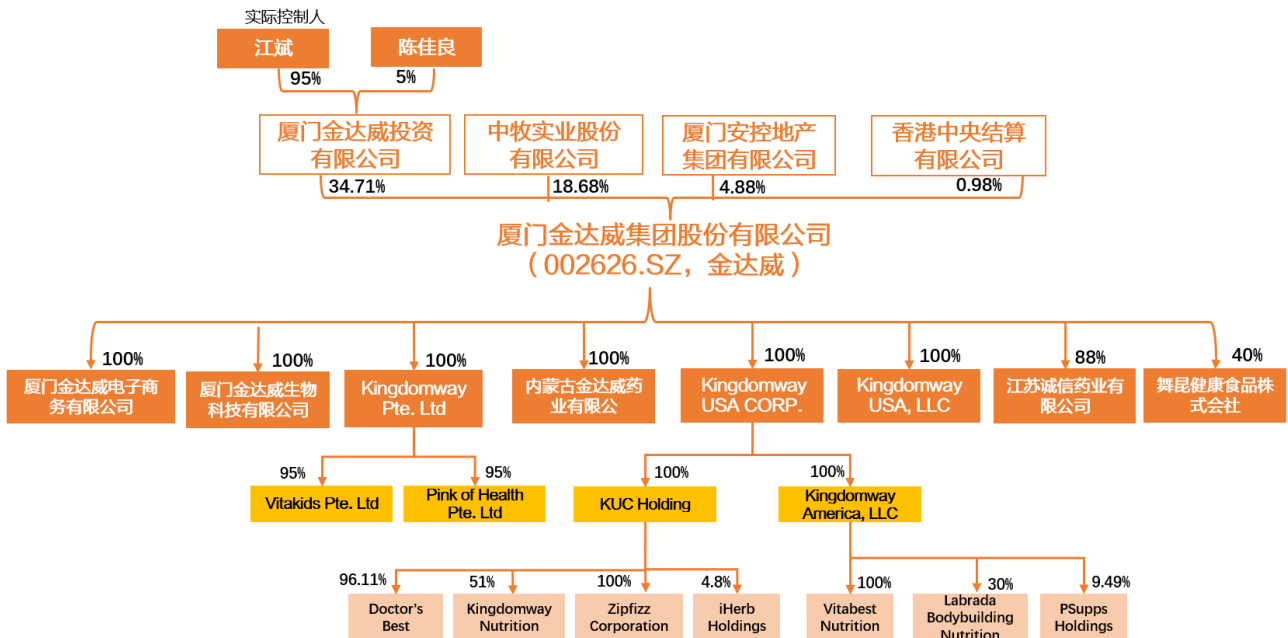


资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权相对集中，中牧实业战略投资

股权相对集中，江斌实际控制。金达威投资是公司大股东，持股比例 34.71%，实际控制人江斌为公司的董事长兼总经理；第二大股东中牧实业直接持股 18.68%。

图 3：截至 2024 年 10 月 8 日金达威股权架构图



资料来源：Wind，公司官网，天风证券研究所

截至 2024 年 10 月，公司共控股 25 家公司，其中中国 11 家，美国 9 家，新加坡 3 家，中国香港 2 家，涉及医疗保健用品、互联网零售及药品零售、贸易公司与工业品经销商、消费品经销商等多个领域。

图 4：截至 2024 年 10 月按地区划分公司控股公司

中国	美国	新加坡
内蒙古金达威药业有限公司 厦门金达威维生素有限公司 江苏诚信药业有限公司 厦门金达威生物科技有限公司 厦门金达威电子商务有限公司 金达威（上海）营销策划有限公司 金达威（上海）营养食品有限公司 迪诺宝（厦门）国际贸易有限公司 北京盈奥营养食品有限公司 金达威生物技术（江苏）有限公司 上海金葱岁月生物科技有限公司	Kingdomway USA Corp. KUC Holding Kingdomway America, LLC Doctor's Best Inc. Kingdomway Nutrition, Inc. Zipfizz Corporation VitaBest Nutrition, Inc. Vitabest Health Science, Inc. ORGARA Nutrition, LLC	Kingdomway Pte. Ltd. Vitakids Pte. Ltd. Pink of Health Pte. Ltd. 中国香港 金达威控股有限公司 金葱岁月生物科技控股有限公司

资料来源：公司官网，天下财道公众号，天风证券研究所

1.3. 管理层介绍：核心团队稳定，经验丰富

公司管理层经验丰富，分工明确。江斌自 1997 年以来担任公司董事长，是把控公司发展方向方向的总舵手，副总经理詹光煌负责技术研发和生产。

表 1：公司高管团队情况

姓名	职务	个人履历
江斌	董事长、总经理	硕士，1997 年至今任公司董事长，2010 年 4 月至今任公司总经理。2014 年 11 月起任 KUC

Holding 首席执行官；2014 年 12 月起任 Kingdomway America, LLC 首席执行官；2017 年 1 月起任 Kingdomway USA Corp. 首席执行官；2018 年 7 月起任 Zipfizz 首席执行官；2019 年 1 月起任金达威（上海）营销策划有限公司执行董事；2019 年 3 月起任金达威投资执行董事；2022 年 4 月起任金达威电子商务（杭州）有限公司执行董事兼总经理。

王水华	董事、副董事长	本科，2015 年 7 月至 2022 年 5 月任公司监事、监事会主席，2022 年 5 月至今任公司董事、副董事长。现任中牧股份副总经理，中牧（北京）动物营养科技有限公司董事长，中牧华罗畜牧科技（山东）有限公司执行董事。
洪航	副总经理、财务总监	本科，会计师，；2016 年 4 月至今任公司副总经理、财务总监，2019 年 4 月至今任公司董事。2021 年 3 月至今，任诚信药业董事；2022 年 1 月至今，任上海金葱岁月生物科技有限公司董事长、总经理；2022 年 4 月至今，任金达威电子商务（杭州）有限公司监事。
焦洁	监事会主席	本科，审计师；2022 年 5 月至今任公司监事会主席。2021 年 4 月至今任中牧股份总经理助理；2022 年 2 月至今，兼任中牧股份党委巡察办公室主任；2022 年 5 月至今任中牧牧原（河南）生物药业有限公司监事，2023 年 9 月至今任成都中牧生物药业有限公司监事。
林水山	监事	2016 年 4 月至今任公司监事。2016 年 6 月至 2019 年 4 月任金达威药业经营部经理；2019 年 4 月至今任金达威药业总经理助理。
詹光煌	副总经理	本科；2008 年 4 月至今任公司副总经理。2012 年 5 月至今任金达威药业董事长；2021 年 3 月至今，任诚信药业董事长；2021 年 3 月至今，任金达威生物技术董事。
洪彦	董事会秘书、副总经理	硕士，2004 年 6 月至今任公司董事会秘书。2011 年 11 月至今任公司副总经理；2014 年 12 月至今，任金达威维生素监事；2015 年 10 月至今，任 Kingdomway Nutrition, Inc. 董事；2015 年 12 月至今，任 KINGDOMWAY PTE. LTD. 董事；2019 年 1 月至今，任金达威（上海）营销策划有限公司监事；2019 年 4 月至今，任北京盈奥营养食品有限公司监事。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

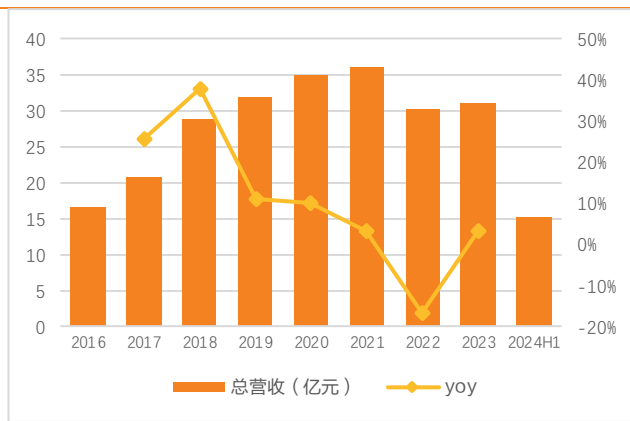
1.4. 基本财务情况：利润率受原材料价格而波动

2024H1 公司营业收入 15.23 亿元，较上年同期下降 1.82%；归属于母公司净利润 1.30 亿元，较上年同期下降 29.31%；毛利率为 37.03%，同比+1.02 pct；净利率为 8.67%，同比-3.07 pct。费用方面，公司销售费用同比增长 5.68%，管理费用同比增长 8.84%，研发费用同比增长 11.9%。

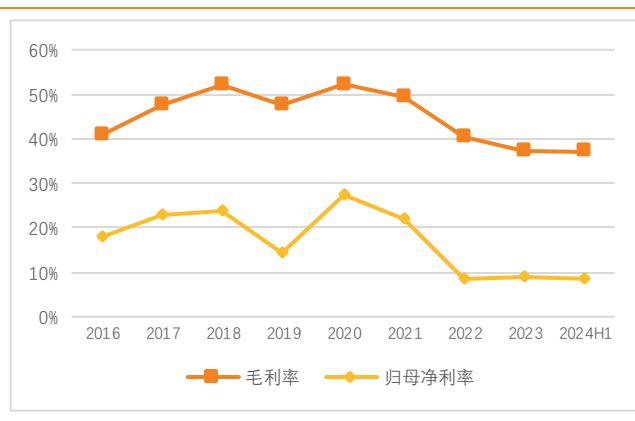
2023 年公司实现营业收入 31.03 亿元，同比增长 3.10%；营业利润 3.56 亿元，同比增长 13.96%；归属于母公司净利润 2.77 亿元，同比增长 7.50%。2023 年公司毛利率为 37.33%，同比-3.16 pct；归母净利率为 8.92%，同比+0.38 pct。公司表示，2023 年，受益于全球保健品市场的增长，公司保健品成品销售收入和效益均有较大幅度的提升。虽然辅酶 Q10 原料产品市场价格有所回落，但产品销量创历史新高。维生素 A 产品市场需求下降，供给增加，产业处于去库存过程，市场价格大幅下跌、产品销量减少。

图 5：2016-2024H1 公司总营收及增速（亿元，%）

图 6：2016-2024H1 公司毛利率及归母净利率（%）

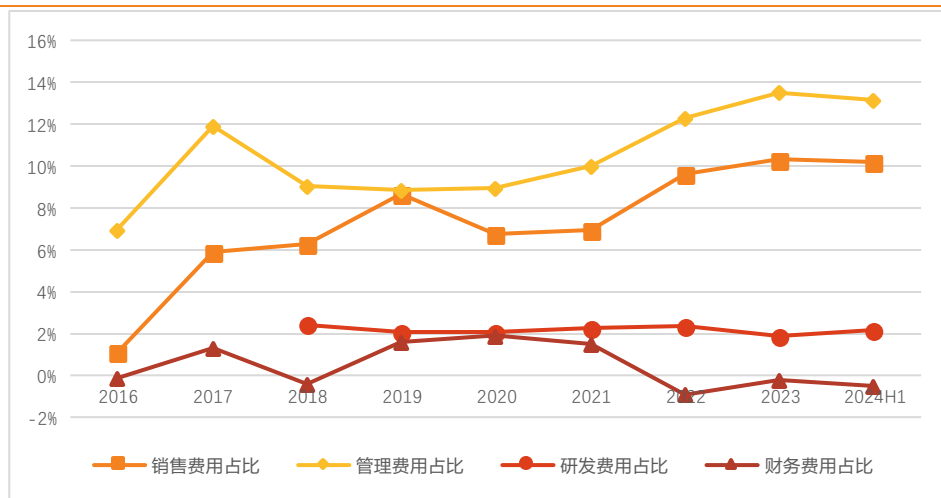


资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 2016-2024H1 公司主要费用率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.4.1. 分产品: 辅酶 Q10、保健食品和维生素 A 贡献主要毛利

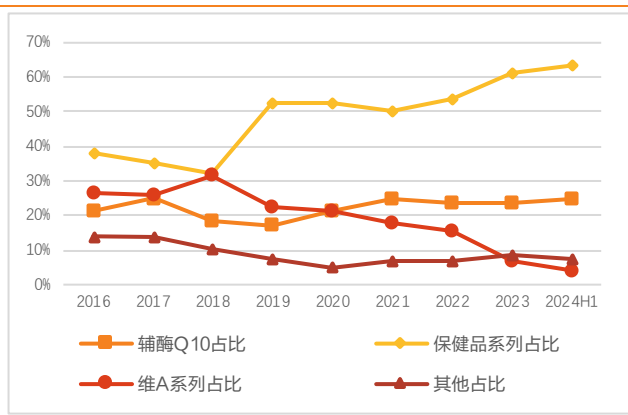
2024H1 公司辅酶 Q10 产品营收 3.8 亿元, 占总营收 24.92%; 毛利率为 46.41%。2023 年公司辅酶 Q10 产品营收 7.34 亿元, 同比增长 4.08%, 占总营收 23.65%; 毛利率为 55.92%, 同比-8.71 pct。辅酶 Q10 原料市场呈现增长态势。2024 年上半年辅酶 Q10 原料热度延续, 公司辅酶 Q10 原料产品产销两旺, 但市场价格仍处于低位, 产品毛利率同比下降。2023 年维生素市场整体形势低迷主要原因为市场需求下降, 供给增加, 产业处于去库存过程, 部分头部企业以价换量, 推动价格不断下跌, 多数产品进入历史底部区间, 甚至创出历史新低, 行业亏损面扩大。

2024H1 公司保健食品系列产品营收 9.66 亿元, 占总营收 63.41%; 毛利率为 34.57%。2023 年公司保健食品营收 18.95 亿元, 同比增长 16.82%, 占总营收 61.07%; 毛利率为 34.06%, 同比+1.5 pct。

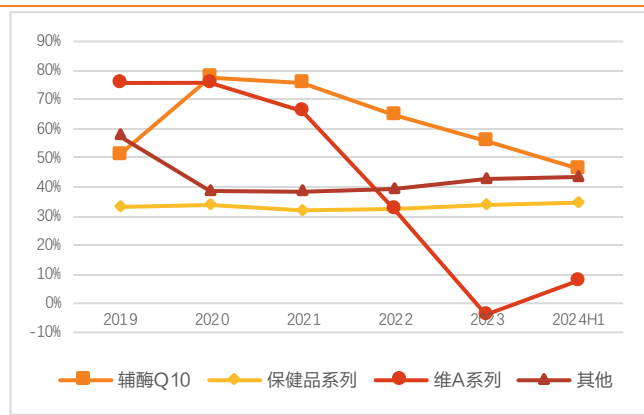
2024H1 公司维生素 A 系列产品营收 0.63 亿元, 占总营收 4.41%; 毛利率为 7.40%。2023 年公司维生素 A 系列产品营收 2.14 亿元, 同比下降 54.39%, 占总营收 6.91%; 毛利率为 -3.91%, 同比-36 pct。主要系维生素 A 价格下降影响所致。

图 8: 2016-2024H1 公司主要产品营收占比 (%)

图 9: 2019-2024H1 公司各产品系列毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所



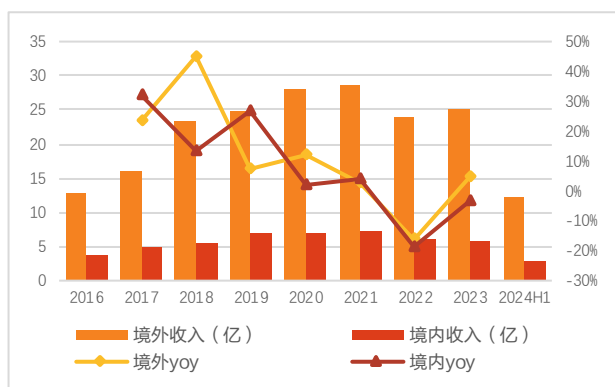
资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所

1.4.2. 分销售模式: 境内外保健食品双线增长, 营收及占比齐升

公司保健食品原料、饲料添加剂生产主要在境内进行, 均为全球竞争产品, 出口比例较高; 保健食品终端产品生产、销售和品牌运营主要在境外进行。

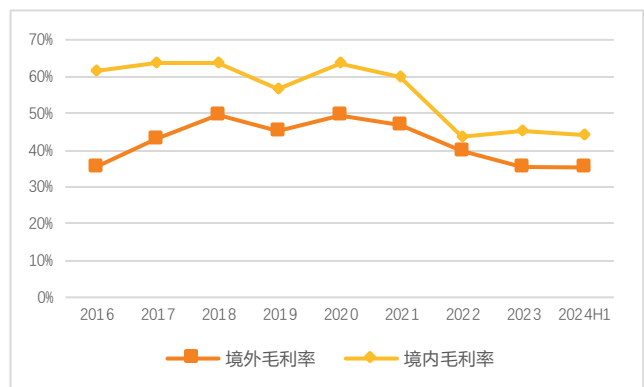
2024H1 公司境外收入 12.29 亿元, 毛利率为 35.30%; 境内收入 2.94 亿元, 毛利率为 44.24%。2023 年公司境外收入 25.21 亿元, 同比增长 4.63%, 毛利率为 35.47%; 境内收入 5.81 亿元, 同比下降 3.05%, 毛利率为 45.39%。

图 10: 2016-2024H1 公司境内外营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所

图 11: 2016-2024H1 公司境内外毛利率 (%)



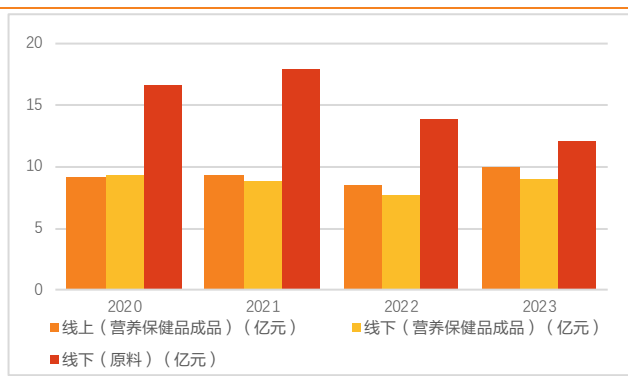
资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所

公司产品境外以经销模式为主, 包括线上和线下经销。线上经销有 iHerb、Amazon、Coupang 等电商平台, 线下经销包括 Costco、Sam's Club 等会员店、Whole Foods、Sprouts 等高端零售专营店、护理人员、药店及小型区域性商店。境内以线上为主、直销与经销相结合的模式, 线上直销是在天猫、唯品会、抖音、快手、小红书、小程序等跨境电商平台或渠道方式进行产品销售; 线上经销是通过天猫、京东、唯品会等各电商平台其他经销店铺进行销售。

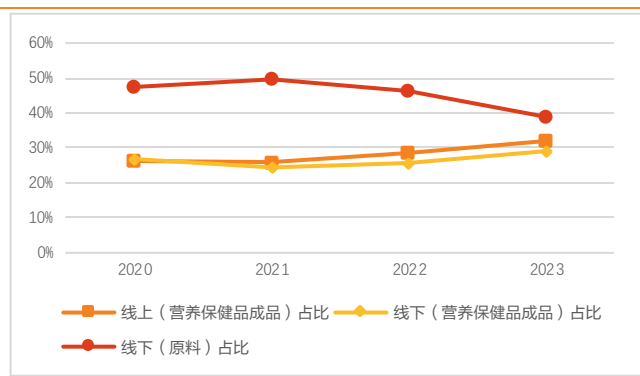
保健食品双线增长, 营收及占比齐升。2023 年公司线上成品收入 9.92 亿元, 同比增长 16.55%, 占总营收 31.99%, 毛利率为 32.81%; 线下成品收入 9.02 亿元, 同比增长 17.13%, 占总营收 29.09%, 毛利率为 35.43%。

图 12: 2020-2023 年公司按渠道收入 (亿元)

图 13: 2020-2023 年公司分渠道占营收比 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

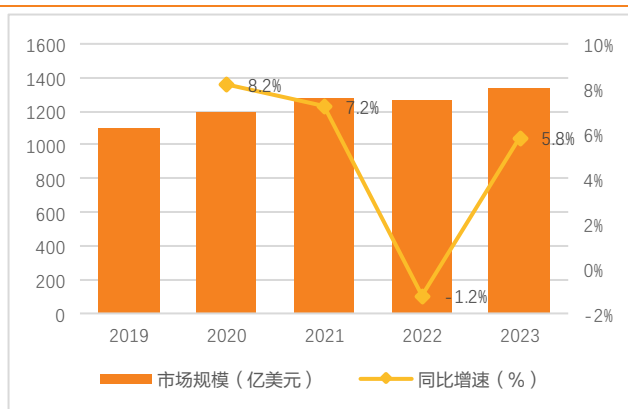
2. 行业背景: VDS 市场不断扩张, 未来有望实现可观增长

随着居民收入增长、健康消费意识提升以及家庭医疗健康支出增加, 带来消费者对保健食品的需求日渐旺盛, 市场规模逐年扩大。

2.1. VDS 市场规模: 守稳创新, 循序渐进, 长期增长潜力值得期待

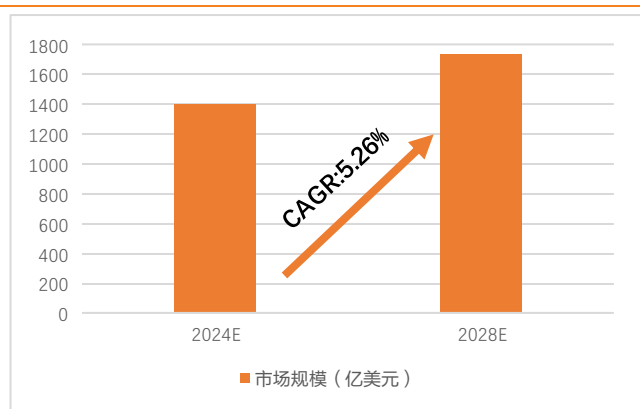
从全球市场来看, 2023 年全球健康消费市场规模达 3,219 亿美元, 同比增长 5.81%, 全球膳食营养补充剂 (以下简称为 VDS) 消费达 1,336 亿美元, 同比增长 5.44%。欧睿国际预计到 2028 年, 全球健康消费市场规模近 4,136 亿美元, CAGR 为 5.14%, VDS 消费达 1,735 亿美元, CAGR 为 5.37%。

图 14: 2019-2023 年全球 VDS 行业市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源: 公司年报, 欧睿国际, 天风证券研究所

图 15: 2024-2028 年全球 VDS 行业市场规模及预测 (%)

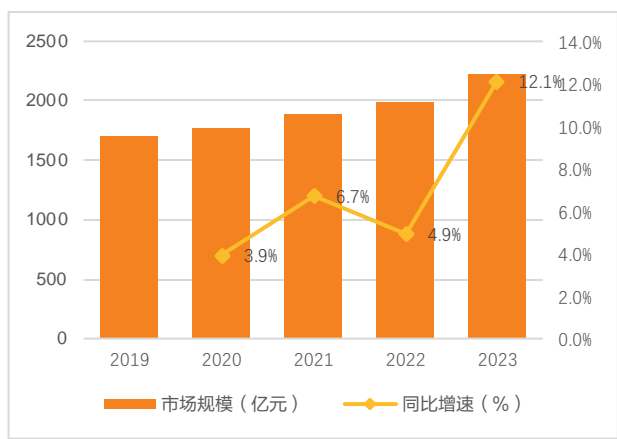


资料来源: 公司年报, 欧睿国际, 天风证券研究所

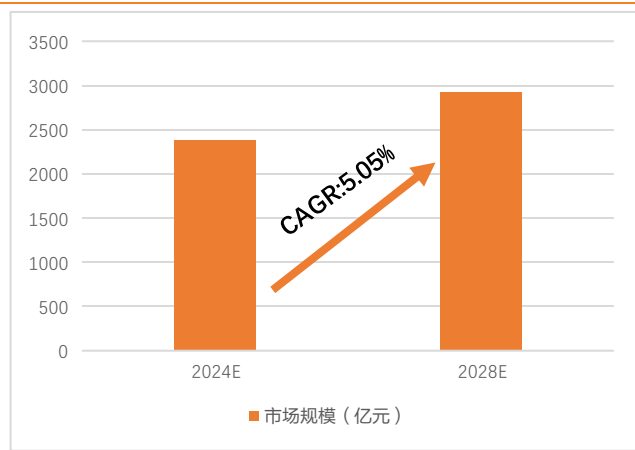
从国内市场来看, 2023 年国内消费者健康市场规模达 3,916 亿元, 规模占全球市场第二, 同比增长 9.63%, VDS 消费达 2,253 亿元, 同比增长 11.59%。欧睿国际预计到 2028 年, 国内消费者健康市场规模达 5,067 亿元, CAGR 为 5.29%, VDS 消费达 2,932 亿元, CAGR 为 5.40%。近年来关于保健食品的搜索量明显增加, 从侧面反映有更多的消费者关注保健食品。我们认为, 随着人们对健康重视程度的提升, 健康产品和技术不断突破创新, 这些都会催生健康消费需求加速释放, 长期增长潜力值得期待。

图 16: 2019-2023 年国内 VDS 行业市场规模及增速 (亿元, %)

图 17: 2024-2028 年国内 VDS 行业市场规模及预测 (%)



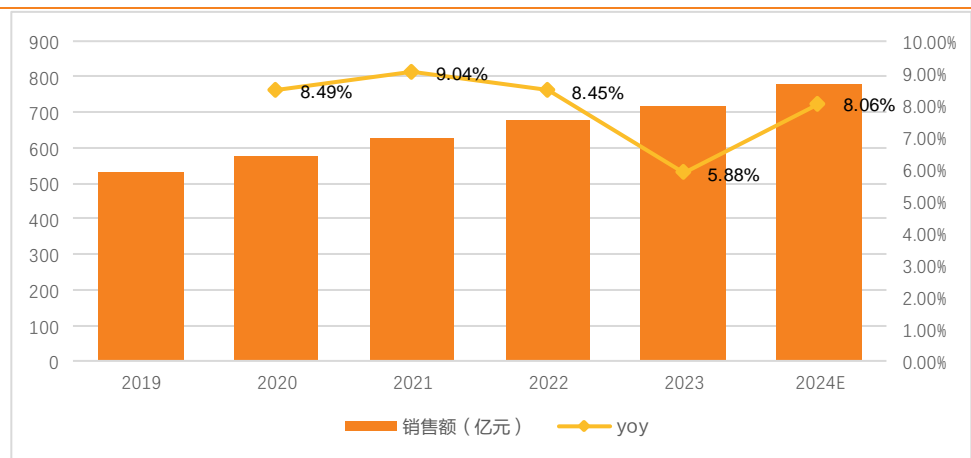
资料来源：公司年报，欧睿国际，天风证券研究所



资料来源：公司年报，欧睿国际，天风证券研究所

就保健食品来看，中商产业研究院发布的《2024—2029 年中国保健食品行业调查及发展前景分析报告》显示，2022 年中国保健食品销售额达 680 亿元，同比增长 8.45%，2023 年中国保健食品销售额约为 720 亿元，预计 2024 年中国保健食品销售额将达 778 亿元。

图 18：2019-2024 年中国保健食品销售额预测趋势图（亿元）



资料来源：新营养公众号，中商产业研究院，天风证券研究所

2.2. 中国 VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间

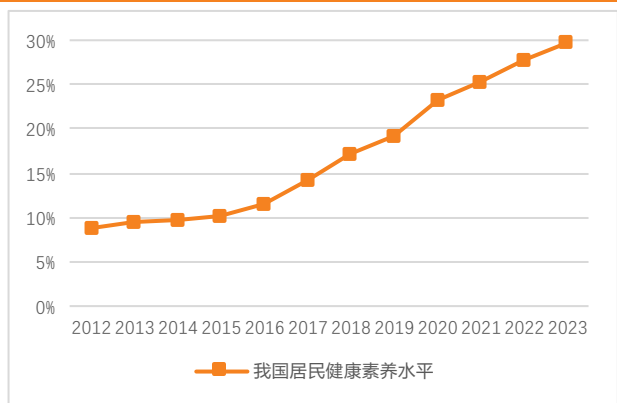
2.2.1. 驱动一：居民收入增长及健康消费意识提升，保健品需求日渐旺盛

健康意识的崛起为行业发展奠定基石。国家卫生健康委针对 2023 年中国居民健康素养监测结果显示，2023 年我国居民健康素养水平达到 29.70%，比 2022 年提高 1.92 个百分点，继续呈现稳步提升态势。随着居民收入水平和生活质量的提高，消费者对健康品质生活的诉求愈发凸显，为大健康产业的发展打下良好基础。随着人们的健康意识正在改变，大健康产业消费市场开始升温，保健食品作为营养健康市场中重要的一员，市场发展前景广阔。

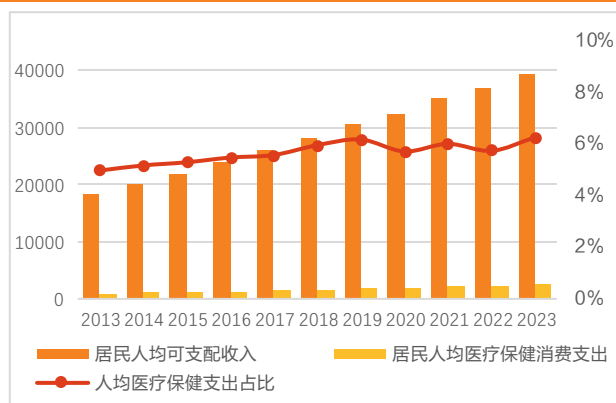
2013-2023 年间，居民人均可支配收入由 18311 元上升至 39218 元，GAGR 为 7.91%；人均医疗保健支出由 912 元上升至 2460 元，GAGR 为 10.43%，增速高于人均可支配收入。医疗保健支出在人均消费支出中的占比由 2013 年的 4.98% 逐步提升至 2023 年的 6.27%。可见随着收入水平的提升和生活水品的改善，人们的健康意识逐步提高。我们认为，随着居民收入水平的不断提高以及国民健康意识的不断增强，将会持续激发居民释放健康消费的需求，医疗保健消费支出在总支出中的占比有望继续提升。

图 19：2012-2023 我国居民健康素养水平 (%)

图 20：2013-2023 年中国居民人均可支配收入及医疗保健消费支出 (元)



资料来源：国家卫生健康委，粤健通公众号，天风证券研究所

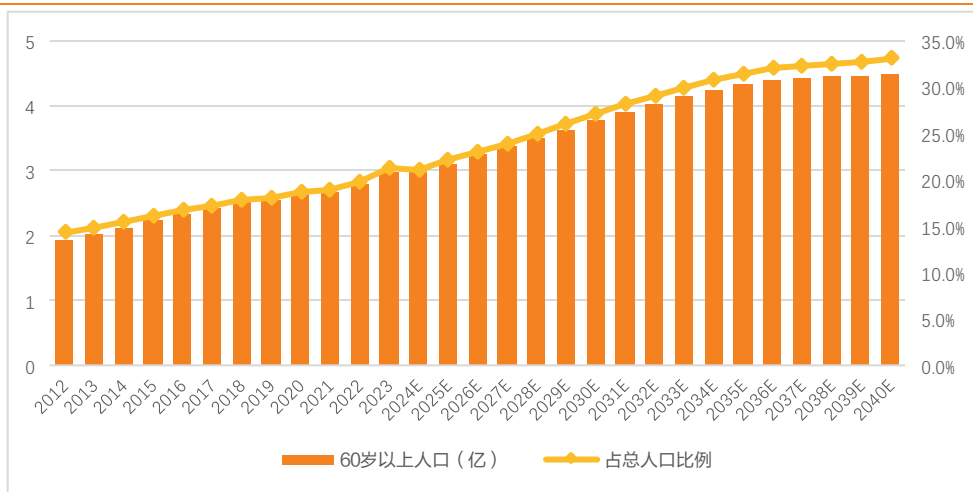


资料来源：四川省保健协会公众号，统计微讯公众号，天风证券研究所

2.2.2. 驱动二：老龄化促使保健需求日益旺盛，“银发经济”拉动增长

人口老龄化程度加深，“银发经济”拉动 VDS 增长。从人口结构看，我国老龄化人口规模庞大，人口老龄化程度的不断加深为保健食品行业带来巨大的市场空间。2012 至 2023 年间，我国 60 岁以上老年人口从 1.94 亿上升至 2.97 亿，占总人口比例由 14.3% 上升至 21.21%。根据国家卫生健康委员会发布，“十四五”期间，即到 2025 年，中国预计进入中度老龄化阶段，老年人口突破 3 亿，占比超 20%；2035 年左右进入重度老龄化，老年人口超 4 亿，占比超 30%。

图 21：2012-2040 年中国老年人口数量及占比 (亿, %)



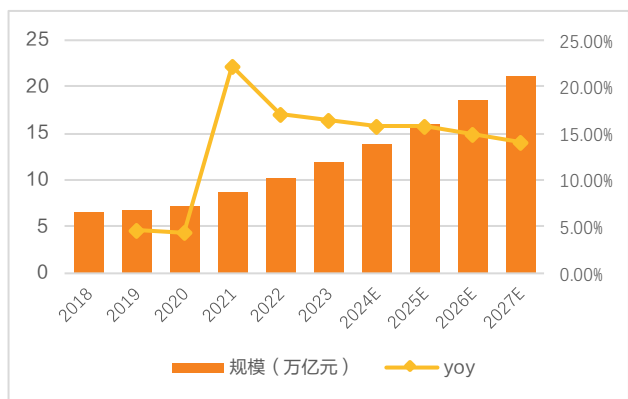
资料来源：国家统计局，国家卫健委，中国政府网，欧睿国际，天风证券研究所

据《中国老龄产业发展报告》预测，2050 年中国老年人口的消费潜力将有望增长到 106 万亿元左右，占 GDP 的比例将跃升至 33% 左右。在这背后，除了庞大的消费人群，更重要的是养老观念的转变促使老年人成为了当前消费市场上重要的活跃群体。

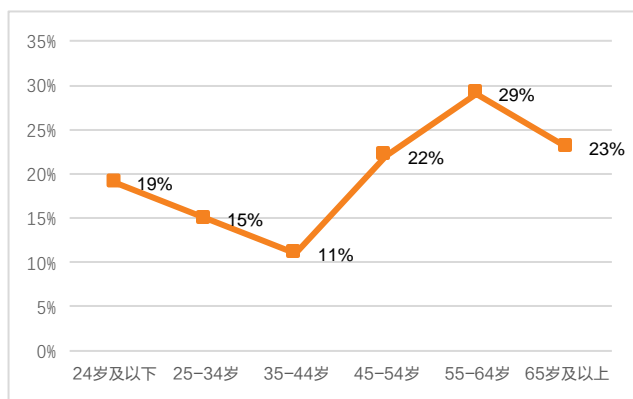
随着各个年龄段的人群对健康和保健的认知不断提高，消费者们更倾向于选择具有科学依据、安全可靠的保健食品。同时，由于消费升级和个性化消费的趋势，消费者对保健食品的需求也呈现出多样化、个性化的特点。保健食品渗透率较高的年龄段主要在 45 岁及以上，均在 20% 以上；24 岁及以下年龄段渗透率为 19%。

图 22：2018-2027 年中国银发经济规模及增长率 (万亿元, %)

图 23：中国各年龄段保健品渗透率统计情况 (%)



资料来源: 新营养公众号, 艾媒咨询, 天风证券研究所



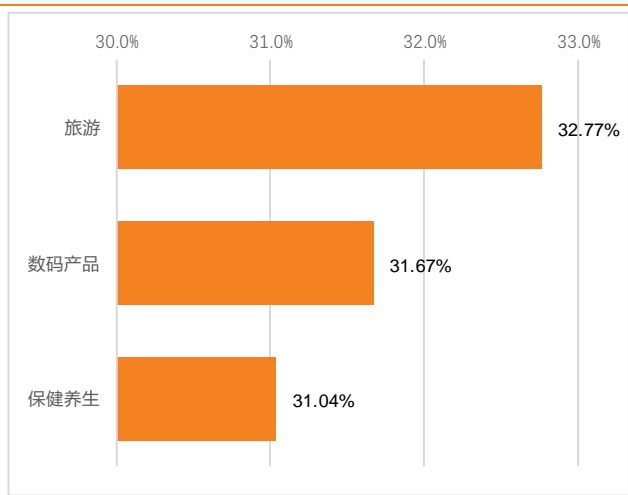
资料来源: 营养品情报公众号, 中商情报网, 天风证券研究所

2024 年 1 月 15 日, 国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》, 提出 4 个方面 26 项举措。这是我国首个以“银发经济”命名的政策文件。未来, 国家将着力培育高精尖产品和高品质服务模式, 让老年人共享发展成果, 安享幸福晚年。我们认为, 随着我国人口老龄化进程的加速, 叠加政府积极推动银发经济发展, 将进一步激活老年群体消费潜力, 营养健康食品的主力消费人群有望不断扩容。

2.2.3. 驱动三: 年轻人群成主力, 保健食品产业迸发健康新需求

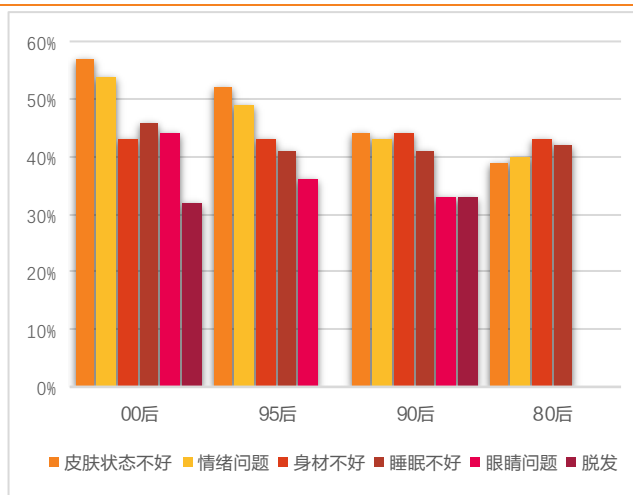
年轻群体开始养生, 成为保健食品市场上的一股新力量。《中国营养健康食品行业蓝皮书》指出, 营养健康食品消费最新趋势之一是人群年轻化, 年轻人群维持高速增长, 并逐渐成为营养健康食品消费的中坚力量。《健康管理蓝皮书: 中国健康管理与健康产业发展报告 No.6 (2023—2024)》显示, 我国大多数城市常住居民用于健康养生的年均花费超过 1000 元, 18—35 岁的年轻消费人群占比高达 83.7%。2023 年发布的《中国美好生活大调查》显示, 在 18 岁-35 岁年轻人消费榜单排名中, 保健养生位列第三。根据《2023 中国新消费趋势白皮书》, 超过四成 00 后选择为健康花钱, 购买过功能性保健食品或保健仪器。我们认为, 年轻群体对健康管理诉求的不断提升, 带来营养健康食品的需求日益增长, 助力行业加速渗透。

图 24: 18-35 岁人群 2023 年消费榜单 Top3 (%)



资料来源: 青聚锦官城公众号, 天风证券研究所

图 25: 2023 年不同年龄段健康困扰



资料来源: 丁香医生, 消费趋势报告公众号, 天风证券研究所

2.3. VDS 竞争格局: 市场分散、竞争激烈, 未来存在提升空间

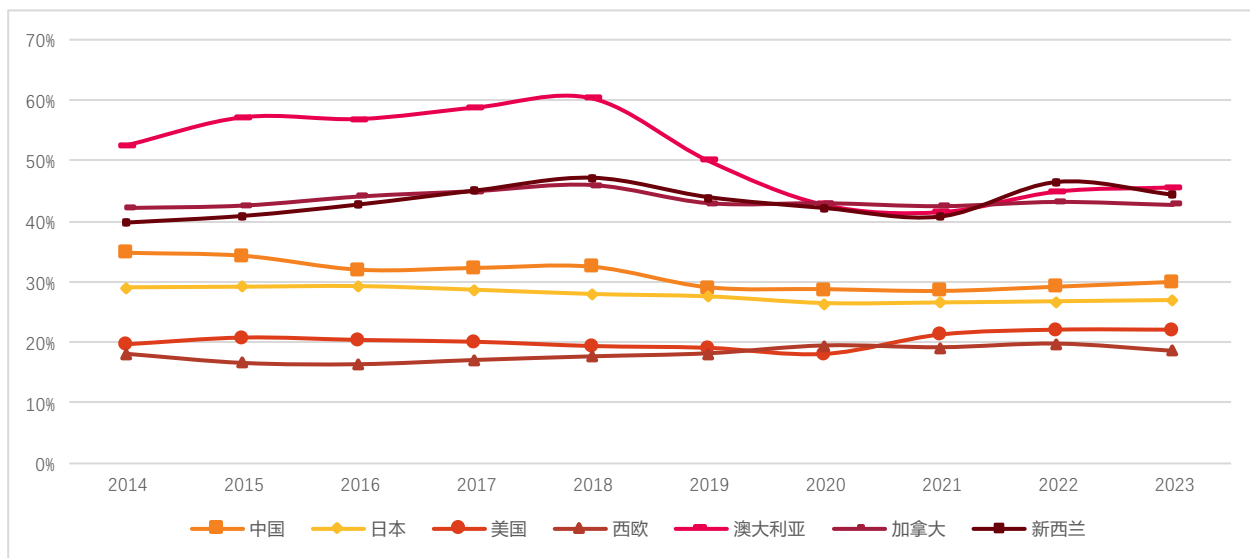
2.3.1. 国内外参与者众多, 格局分散, 集中度低

由于行业准入门槛较低、产品种类繁多, 我国营养健康食品竞争格局较为分散。天眼查数据显示, 截至 2024 年 4 月, 我国现存与保健食品相关的企业有 672.5 万余家, 自 2018 年以来, 相关企业注册量及注册增速呈现出逐年上涨的态势, 新增企业年度注册增速保持在 24% 以上。2024 年 1 月, 新增保健食品相关注册企业 13.2 万余家, 与去年同期相比上涨

122.6%。

从不同国家的 VDS 市场市排名前五的公司占率来看，中国、日本、美国、西欧的集中度较低，且在 2014-2023 年间波动不大。美国、西欧 CR5 保持在 20%左右，日本保持在 30%左右，中国 CR5 整体呈轻微下降趋势，2023 年为 30.0%，较 2014 年下降 4.8pct。澳大利亚、加拿大、新西兰市场集中度较高，且波动比低集中度市场更大。集中度最高的澳大利亚市场 2023 年的 CR5 为 45.6%。

图 26：2014-2023 年各国家及地区 VDS 市场 CR5



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

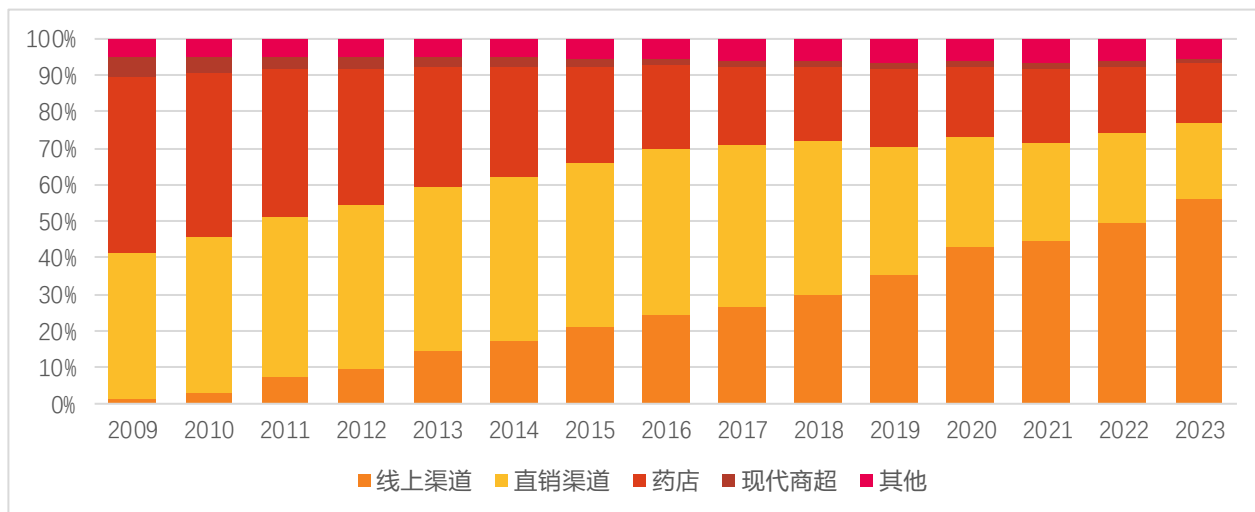
近年国内保健食品行业竞争呈现加剧趋势，主要原因是行业内国际领先企业看好中国巨大的市场发展潜力，大型药企和食品企业纷纷介入；海外品牌借助跨境电商等方式与国内品牌在线上渠道竞争充分；新时代下，新媒体、新渠道、新技术应用等为新品类、新品牌快速发展提供了机会。随着保健食品市场的快速增长，保健食品原料制造行业也迎来了高速发展期，企业数量和产品种类不断增加，行业进入成熟稳定期，企业之间的竞争日益激烈，产品质量和创新能力成为企业核心竞争力。

政策趋严，监管加强。“健康中国 2030”已经成为中国发展的基本战略之一，不断满足人民群众对健康美好生活的追求也成为政府工作中的重要部分。保健食品行业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。国家出台陆续出台了多项政策，鼓励保健食品行业创新，《保健食品标志规范标注指南》《允许保健食品声称的保健功能目录非营养素补充剂（2023 年版）》及配套文件、《计量发展规划（2021—2035 年）》等产业政策为保健食品行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为企业提供了良好的生产经营环境。其中，《保健食品标志规范标注指南》指导保健食品生产经营者进一步规范标注保健食品标志，正确引导消费，营造公平有序的市场秩序。我们认为，随着行业监管的日趋规范，将有助于解决行业监管混乱的局面，加速行业集中化并为行业的长期健康发展保驾护航。

2.3.2. 线上渠道份额逐步攀升，销售份额占比已超过 50%

2009-2023 年间，VDS 市场各销售渠道占比变化明显。2009 年，线下直销和药店销售占比达到 88%，线上销售仅占比 1.4%。2011 年，直销渠道超过药店，位列第一。2020 年，在疫情影响下，线上渠道占比不断增大，达到 42.9%，超过直销渠道位列第一。2023 年，线上销售份额占比已超过一半，达到 56%。

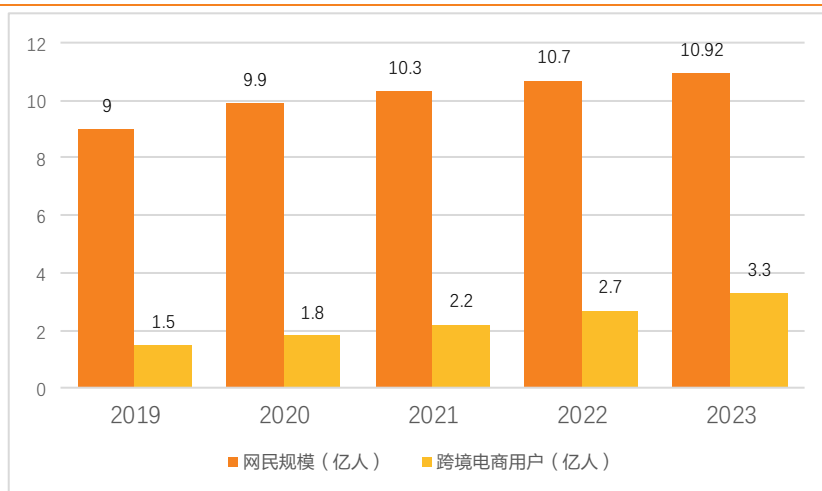
图 27：2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

电商渠道兴起，助力行业发展。线上渠道中，电商主要包括天猫、京东、美团、抖音、快手、小红书等平台。艾昆纬认为，电商渠道的便捷属性、个性化特征，以及不断加强的专业度将为品牌插上翅膀，尤其是新兴品牌的快速教育和市场下沉。又因其兼具了内容社区属性，为企业提供了创新品类管理契机，以及在消费者心中形成品牌认知的机会，是保健品行业的重点趋势渠道，值得企业发力加码。根据公开资料显示，58%的受访者主动关注健康知识，38%的受访者会服用营养补充剂，主要从专业健康 App、健康领域微信公众号、电商平台等线上渠道了解营养补充剂的相关知识，给电商模式带来了更多的客流量。

图 28：2019-2023 年中国网民规模跨境电商用户规模（亿人）



资料来源：观研天下公众号，天风证券研究所

2.4. 辅酶 Q10：万能营养素，提高心肌功能，“银发经济”助推市场表现

消费者健康意识的增加，也助推了辅酶 Q10 的市场表现。我国“银发经济”规模大概在 7 万亿元，占 GDP 比重大约为 6%。到 2035 年，“银发经济”规模将达到 30 万亿元左右，占 GDP 比重约 10%。“银发一族”和“年轻一代”成为行业增长的主要驱动人群。

辅酶 Q10 具有提高人体免疫力、增强抗氧化、延缓衰老和增强人体活力等功能。辅酶 Q10 在营养保健、医药、美容化妆等方面应用广泛，可用于防治心脏病、高血压、糖尿病、慢性肝炎、帕金森症等多种常见疾病，对心脏、肝脏和肾有良好的保健作用，被誉为“心脏的保护神”和“神奇营养素”。欧美日等发达国家已将人体中辅酶 Q10 的含量多少作为身体健康与否的重要指标。

2.4.1. 应用广泛，市场需求呈现不断增长趋势

美国 FDA 在 2004 年即建议心脑血管病人在服用“他汀”类药物的同时需每天补充

100-200mg 的辅酶 Q10 以减小该类药物对身体的损害，而美国心脏病医师协会亦建议全美 65 岁以上老人，无论是否有心脏病，都宜每天服用辅酶 Q10。当前美国已成为全球最大的辅酶 Q10 需求市场。

辅酶 Q10 在日本起初主要应用于药品，而随着研究的广泛和深入，日本在 2002 年放宽了相应规定——允许营养保健食品和护肤产品使用；2004 年美国 FDA 批准辅酶 Q10 可以作为营养保健食品使用，从此市场需求迅速地扩张；2006 年，中国国家食品药品监督管理局发文允许辅酶 Q10 可以按照营养保健食品使用。

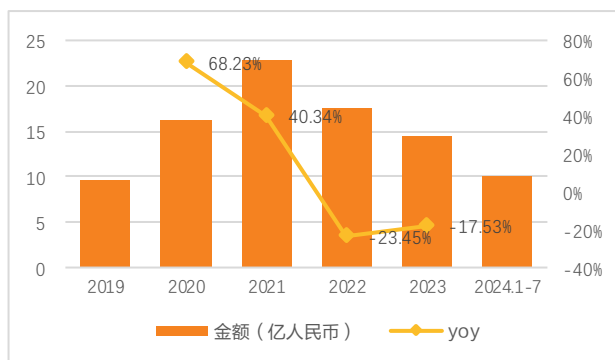
2.4.2. 辅酶 Q10 供给高度集中，生产向中国转移

中国辅酶 Q10 产能在全球占比超 90%。21 世纪后，伴随着辅酶 Q10 生产技术的成熟，以及海外市场的蓬勃发展，我国辅酶 Q10 的产业化进程开始加速，并逐渐取代日本成为全球辅酶 Q10 的生产核心。辅酶 Q10 行业集中度高，国内辅酶 Q10 的主要生产企业包括金达威、神舟生物、新和成、浙江医药。

辅酶 Q10 出口金额方面，2019 年至 2023 年，中国辅酶 Q10 出口金额规模从 9.71 亿元上涨到 2023 年的 14.47 亿元，CAGR 为 10.5%。辅酶 Q10 出口数量方面，2019 年至 2023 年，中国辅酶 Q10 出口数量规模从 849.84 吨上涨到 2023 年的 1198.42 吨，CAGR 为 8.97%。

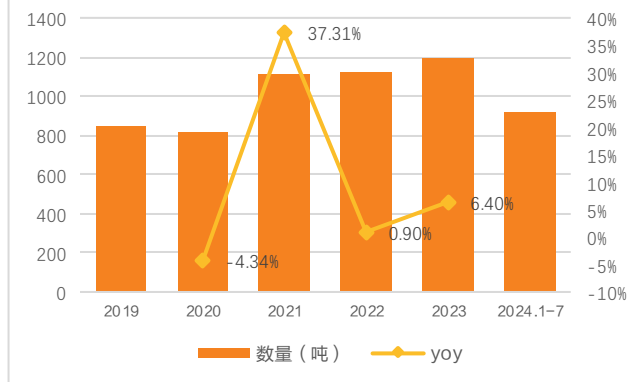
消费者健康意识的增加，也助推了辅酶 Q10 的市场表现。“银发一族”和“年轻一代”成为行业增长的主要驱动人群。据艾媒咨询数据显示，2022 年我国营养保健食品行业市场规规模达 2989 亿元，同比增 10.4%，预计 2027 年有望达到 4237 亿元。我们认为，在全球健康和个人护理产品需求增加的背景下，辅酶 Q10 的价格将保持稳定或略有上升。

图 29：2019-2024.1-7 月辅酶 Q10 出口金额及增速（亿元，%）



资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

图 30：2019-2024.1-7 月辅酶 Q10 出口数量及增速（吨，%）



资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

3. 核心竞争力：多年深厚积累和技术优势，B 端 C 端均具有竞争优势

公司目前已经成为全球辅酶 Q10 最大的生产商，以及维生素 A、维生素 D3、微藻 DHA、植物性 ARA、维生素 K2、NMN 等系列原料的主要生产商。公司在保健食品原料领域深耕多年，在保持自己原料优势的前提下，逐步进行战略延伸，基本形成了上游原料生产商、中游生产研发、下游品牌营销和渠道布局的全产业链布局，通过整合国内外营养健康领域资源，产生协同效应，不断提升产业竞争优势。

我们认为，公司凭借已掌握的合成生物绿色制造、微生物发酵、化学合成、天然产物提取、微囊技术等核心技术以及高纯度高品质的核心原料，叠加营养保健食品品牌矩阵在海外成熟市场的影响力，在 B 端原料和 C 端保健食品领域均具备一定的竞争优势。

3.1. 产品端：优质原料做背书，终端产品不断巩固并扩大市场份额

公司通过研发和工艺改进，掌握了高纯度高品质的核心原料，可以保证对应终端产品所需原料的持续供应和产品质量的稳定。凭借多款核心原料，公司可以持续推出配方科学，具

备高附加值的终端产品，通过优质原料的背书，终端产品不断巩固和扩大市场份额。

表 2：公司主要原料产品介绍

原料产品名称	主要作用	公司所处地位
辅酶 Q10	辅酶 Q10 是人体内的一种抗氧化剂，在人体能量代谢和抗氧化保护活动中起着至关重要的作用，是人体细胞中重要的“能量转换剂”。	公司是全球辅酶 Q10 最大的生产商。
NMN	在人体中 NMN 是 NAD+（辅酶 I）最直接的前体，其功能是通过 NAD+体现。	公司具有多年的酶筛选、酶催化技术开发和产业化经验，采用生物酶催化绿色生产工艺生产 NMN 原料，设计产能跻身世界前列。
DHA	DHA 是神经系统细胞生长及维持所需的一种重要的多不饱和脂肪酸，人体自身难以合成，须从外界摄取。	近年来市场规模呈快速增长趋势。
ARA	是人体必需的不饱和脂肪酸之一，在幼儿时期属于必须脂肪酸，同时也是人体中最重要的 ω -6 脂肪酸之一。	近年来市场规模呈快速增长趋势。
维生素 K2	维生素 K2 是一种脂溶性维生素，是人体不可缺少的重要维生素之一，主要健康好处是预防骨质疏松和血管钙化。	公司采用微生物发酵法生产维生素 K2，产生的维生素 K2 是有生理活性的，设计产能跻身全球前列。
维生素 A 及 D3	维生素是人和动物为维持正常的生理功能而必须微量有机物质。	公司是全球维生素 A 及 D3 主要生产商。

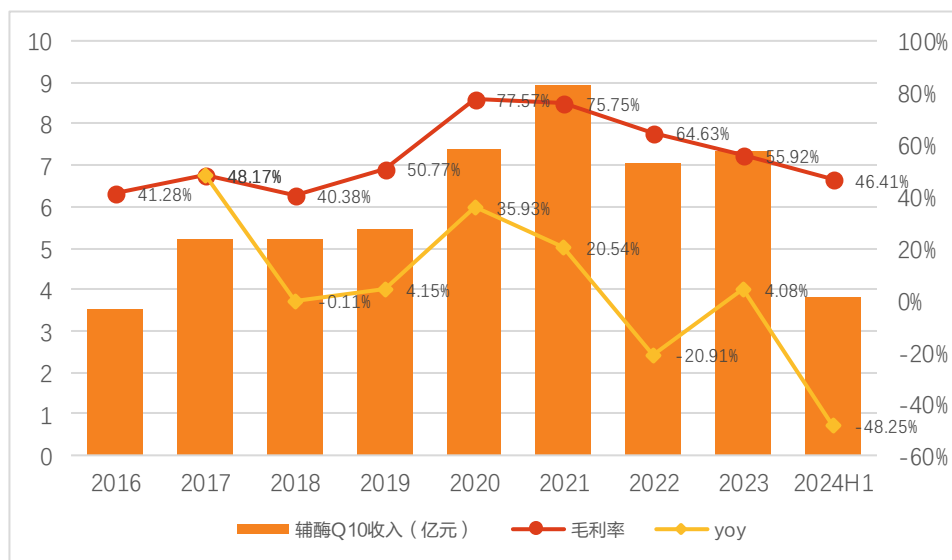
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.1.1. 辅酶 Q10：全球首屈一指的辅酶 Q10 生产商

公司是全球辅酶 Q10 最大的生产商。公司采用发酵法生产，优选辅酶 Q10 高产菌种、先进的代谢调控技术、现代自动化在线控制技术，发酵单位产量处于同行业领先水平，产品高含量、高纯度，被国家工信部认定为单项冠军产品。

因为需求日益旺盛，2022 年后辅酶 Q10 销量不断攀升。辅酶 Q10 销量同比增加很多，库存紧张，公司工厂订单饱满，处于满负荷生产的状态。2024 年的国务院“一号文件”首次聚焦银发经济，其中着重提到要发展抗衰老产业，公司内蒙古工厂的拳头产品辅酶 Q10 和 NMN 等将迎来新的契机。我们认为，“相关文件的发布，说明‘银发经济’现在受到社会各界越来越多的关注。”公司 20 年聚焦大健康产业，致力于为包括老年人在内的广大消费者提供健康、抗衰老的产品。银发经济相关政策的发布，将给公司带来广阔的发展机遇。

图 31：2016-2024H1 公司辅酶 Q10 营收、增速及毛利率（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 潜在热销产品储备丰富

公司发债募集的资金，绝大部分将继续加码内蒙古，扩充辅酶 Q10 产能，并增产多个有潜力的新产品。此外，目前内蒙古上下各级政府大力推进招商引资，不断优化和改善营商环境，企业享受的是政府保姆式的服务，在项目审批、手续办理过程中感受到前所未有的方便与快捷。公司负责人表示，“政府想方设法为企业提供各项优惠政策，降低企业运营成本，目前已承诺在蒸汽价格、用电价格、污水处理费用等方面进一步降低。”

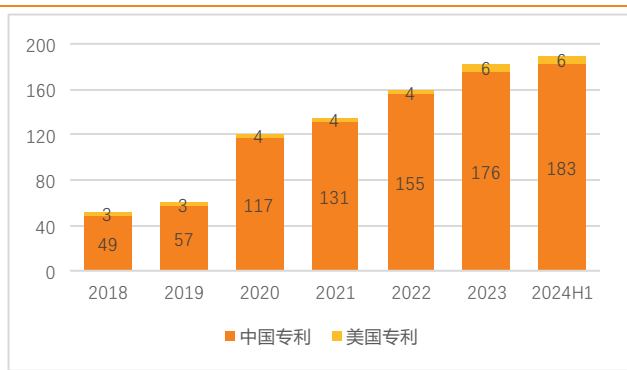
除此之外，公司会利用原有生物发酵的生产优势，打造辅酶 Q10、维生素 K2、纳豆激酶、PQQ、NMN 等一系列产品；利用公司在合成生物学领域的积累，建成内蒙古最大的生物代糖生产基地。目前公司生产的辅酶 Q10 已占据全球 50% 的市场份额，公司也在积极培育新的利润增长点，其中，PQQ、维生素 K2、纳豆激酶、虾青素等，有望取得较好的市场表现。

3.2. 研发端：坐拥“国家企业技术中心”研发平台并不断加码研发投入

公司拥有“国家企业技术中心”研发平台，建立了规模化的生物酶库平台，拥有完整的技术产业链转化平台，涵盖了菌种定向选育、发酵精细调控、生物酶和生物催化技术、高效分离精制、微胶囊制备等技术模块，可不断利用合成生物学的“工程特质”，实现合成途径和产成品的定量可控，集成高效、节能、低碳的工艺技术，提高转化效率，提升成品品质，为营养与健康领域提供高品质的功能性原料。

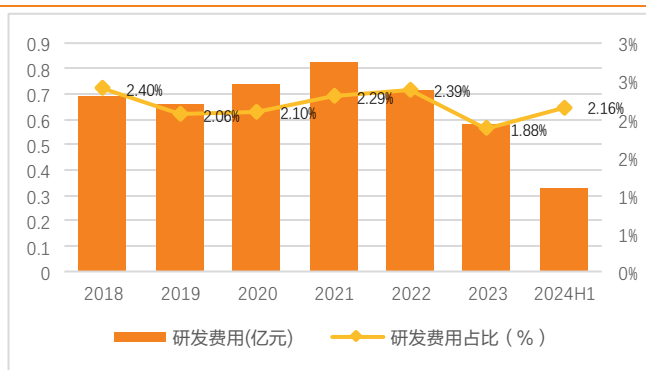
截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有有效授权专利 189 件。公司辅酶 Q10 从菌株培养、发酵、提炼都拥有自己的生产技术，拥有 46 件辅酶 Q10 中国授权专利，5 件授权美国发明专利，具有完全自主知识产权。公司在菌种的选育和发酵方面，优选稳定、可规模化生产的辅酶 Q10 高产菌种，通过先进的代谢调控技术、现代自动化在线控制技术发酵生产，发酵单位、产量处于同行业领先水平；2019 年公司辅酶 Q10 被国家工信部认定为单项冠军产品，保持至今；“生物合成辅酶 Q10 关键技术与产业化”技术荣获 2022 年中国轻工业联合会科学技术进步一等奖，技术水平达到国际领先。公司内蒙古工厂还是国家知识产权示范企业，并被评选为“国家绿色工厂”。

图 32：2018-2024H1 公司专利数量（件）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：2018-2024H1 公司研发费用及占总营收比（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

3.3. 品牌端：整合内外资源产生协同效应，构建国际、国内品牌新格局

公司多年来实施国际化战略，凭借自身的生产、技术、服务优势，推进企业全球化发展。公司在海外成熟市场拥有 Doctor's Best 多特倍斯、Zipfizz 等国际知名品牌，公司旗下品牌多个单品在 Amazon、iHerb 等国际电商平台以及 Costco、Sam's Club 等会员店销量居前。

受益于消费者健康意识的提高、人口老龄化的快速增长和电子商务的发展，公司 2023 年保健食品终端产品收入同比增长 16.82%，其中，Doctor's Best 多特倍斯营业收入同比增长了 28.56%。公司 2023 年加大在社交媒体平台进行品牌的短视频、直播推广力度，实现社群纳新，小程序用户流量的沉淀，提升了品牌在中国市场的知名度。

图 34：金达威终端品牌矩阵图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

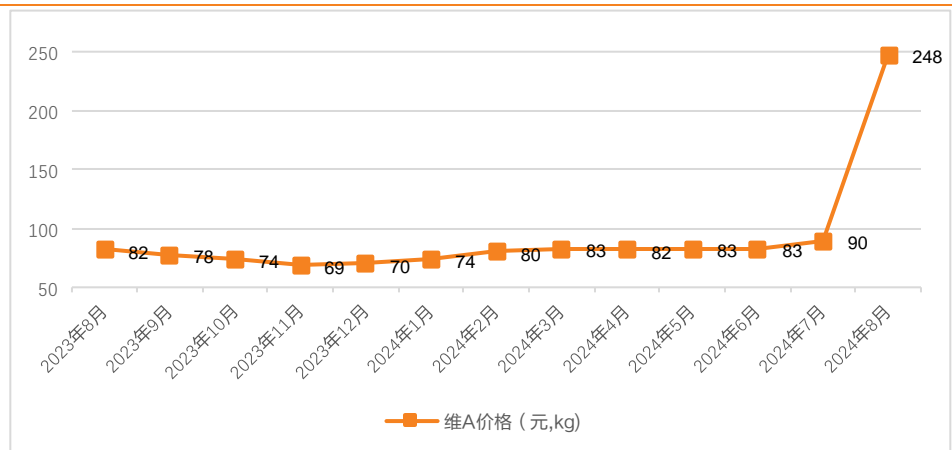
4. 未来亮点：新业务拓展带来新增长点，辅酶 Q10 改扩建有望提升市占率

公司凭借其在营养保健食品和饲料添加剂领域的深厚积累和技术优势，在全球市场具有较强的竞争力。随着全球保健品市场的持续增长和消费者健康意识的提高，公司有望继续保持稳健的发展态势。

4.1. 全球维生素生产巨头断供，部分维生素产品价格出现明显上涨

2024年7月29日，全球化工巨头巴斯夫集团路德维希港基地南区一装置有机溶剂泄漏，发生爆炸并引发火情。受此影响，巴斯夫随即宣布暂停相关产品的交付。事故前的7月28日，维生素A市场参考的成交价为92元/公斤。爆炸发生后，维生素多个产品价格持续上涨，百川孚盈数据显示，维生素A在8月9日的市场参考成交价为225元/公斤，较7月28日上涨约144.6%。据买化塑研究院数据显示，2024年8月国内维生素A月均价环比7月涨幅为174.25%。我们认为，在巴斯夫德国工厂爆炸事故后，部分维生素产品停产和供应中断，对维生素行业产生重大影响，市场价格上涨显著，这也可能为公司带来一定的市场机遇。

图 35：2023年8月-2024年8月中国维生素A市场主流价格走势（元/kg）



资料来源：慧聪化工网公众号，天风证券研究所

4.2. 新业务拓展：虾青素等高端原料研发和生产有望成为新重要收入来源

公司积极布局新业务领域。公司全资子公司内蒙古金达威药业有限公司与元一（天津）生物科技有限公司签署协议，共同出资设立金元生物科技（内蒙古）有限公司，专注于虾青素等产品的研发和生产。

值得注意的是，金达威药业承诺：在乙方兑现技术承诺的前提下，合资公司关于虾青素产品自第一笔销售收入实现之日起的第一个完整会计年度的销售收入不低于 2000 万元或净利润不低于 150 万元；第二个完整会计年度的销售收入不低于 4000 万元或净利润不低于 300 万元；第三个完整会计年度在国内虾饲料市场的份额不低于 30%，或销售收入不低于 1 亿元，或净利润不低于 1250 万元。**我们认为，新业务的拓展为公司带来了新的增长点。尤其是虾青素等高端保健品原料的研发和生产，有望在未来成为公司的重要收入来源。**

4.3. 辅酶 Q10 改扩建项目：进一步提升公司产能和市场占有率

2024 年 9 月 28 日，深交所审核通过公司发行可转债的申请。公司将通过发行可转债募集不超过 18.24 亿元资金，用于辅酶 Q10 改扩建项目，年产 10000 吨泛酸钙建设项目，年产 30000 吨阿洛酮糖、年产 5000 吨肌醇、信息化系统建设项目，加强公司的产业链优势，快速实现业务规模扩张，进而提升公司整体市场竞争力和盈利能力。**我们认为，辅酶 Q10 作为高增速品类之一，公司辅酶 Q10 改扩建项目等也将有望进一步提升公司的产能和市场占有率。**

5. 盈利预测与投资建议

我们认为，全球保健品市场规模不断扩大，主要受以下因素驱动：健康意识的增强，人口老龄化及年轻群体逐渐成为新主力。**辅酶 Q10、维生素等营养保健品作为市场的重要细分领域，有望将继续保持增长趋势。**公司作为保健品原料和营养保健食品的领军企业，凭借其市场优势、新业务潜力和财务稳健等特点，公司未来业绩有望稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年收入为 37.48 亿、46.21 亿、57.58 亿元，同比增长 20.8%、23.3%、24.6%，预计毛利率分别为 40.6%、42.6%、43.8%。

保健食品产品方面，市场上还有许多细分需求尚未被充分挖掘，为企业提供了广阔的发展空间。公司是在研发实力、市场洞察、运营管理和品牌建设等方面具备综合优势的头部企业。**我们认为，公司有望在巩固核心品类市场领先地位的基础上通过不断打造大单品、丰富主力产品矩阵实现业务规模的持续增长。**基于此，预计 2024-2026 年公司保健食品收入为 23.12 亿、28.43 亿、34.97 亿元，同比增长 22.0%、23.0%、23.0%，预计毛利率分别为 37%、38%、38%。

辅酶 Q10 产品方面，随着健康意识的提升和人口老龄化的加剧，辅酶 Q10 的市场需求预计将进一步增加。此外，辅酶 Q10 在化妆品和保健品领域的应用也在不断扩大，这可能推动价格上涨。**我们认为，在全球对健康和个人护理产品需求增加的背景下，辅酶 Q10 的价格有望保持稳定或略有上升。**公司作为辅酶 Q10 生产龙头企业，产能充足并讲募集资金用于辅酶 Q10 改扩建项目，产能及市占率将有望进一步提升。基于此，预计 2024-2026 年公司辅酶 Q10 收入为 8.80 亿、11.01 亿、14.09 亿元，同比增长 20.0%、25.0%、28.0%，预计毛利率分别为 53.3%、57.0%、59.0%。

维生素 A 产品方面，维生素 A 的价格在经历了一段时间的大幅下跌后，近期出现回升。这一回升可能源于市场预期的改善或供给端的调整。维生素 A 的价格能否持续上涨还有待观察，具体取决于市场的整体供需状况。**我们认为，未来一段时间内，维生素 A 的价格可能会在当前水平波动，直到市场的供需关系出现明显变化。除此之外，在巴斯夫爆炸事件后，全球维生素 A 生产巨头断供为公司带来了一定的市场机遇。**基于此，预计 2024-2026 年公司维生素 A 收入为 2.19 亿、2.25 亿、2.37 亿元，同比增长 2%、3%、5%，预计毛利率分别为 20.0%、22.0%、22.0%。

图 36：公司各业务收入拆分及同比（百万元，%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,616.16	3,009.23	3,102.58	3,748.36	4,621.47	5,757.67
yoy	3.2%	-16.8%	3.1%	20.8%	23.3%	24.6%
毛利润 (百万元)	1,785.66	1,218.44	1,158.19	1,520.22	1,969.91	2,519.69
毛利率	49.4%	40.5%	37.3%	40.6%	42.6%	43.8%
归母净利润 (百万元)	788.86	256.83	276.71	347.70	515.37	687.69
yoy	-17.8%	-67.4%	7.7%	25.7%	48.2%	33.4%
归母净利率	21.8%	8.5%	8.9%	9.3%	11.2%	11.9%
分产品拆分						
保健品收入 (百万元)	1,821.9	1,622.0	1,894.8	2,311.7	2,843.4	3,497.4
yoy	-1.3%	-11.0%	16.8%	22.0%	23.0%	23.0%
成本	1,239.7	1,093.9	1,249.5	1,456.4	1,762.9	2,168.4
毛利	582.3	528.1	645.3	855.3	1,080.5	1,329.0
毛利率	32.0%	32.6%	34.1%	37.0%	38.0%	38.0%
辅酶Q10收入 (百万元)	891.2	704.9	733.7	880.4	1,100.5	1,408.6
yoy	20.5%	-20.9%	4.1%	20.0%	25.0%	28.0%
成本	216.2	249.4	323.4	411.1	473.2	577.5
毛利	675.1	455.6	410.2	469.3	627.3	831.1
毛利率	75.7%	64.6%	55.9%	53.3%	57.0%	59.0%
维生素A系列收入 (百万元)	654.7	470.1	214.4	218.7	225.3	236.6
yoy	-12.7%	-28.2%	-54.4%	2.0%	3.0%	5.0%
成本	221.5	319.3	222.8	175.0	175.7	184.5
毛利	433.1	150.9	-8.4	43.7	49.6	52.0
毛利率	66.2%	32.1%	-3.9%	20.0%	22.0%	22.0%
其他主营收入 (百万元)	248.3	212.2	259.6	337.5	452.3	615.1
yoy	45.8%	-14.5%	22.3%	30.0%	34.0%	36.0%
成本	153.1	128.4	148.7	185.6	239.7	307.5
毛利	95.2	83.9	110.9	151.9	212.6	307.5
毛利率	38.3%	39.5%	42.7%	45.0%	47.0%	50.0%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

我们预计公司 FY2024-FY2026 归母净利润分别为 3.48/5.15/6.88 亿元, 对应 EPS 为 0.57/0.84/1.13 元/股。公司业务涉及保健品原料及保健食品, 选取仙乐健康、嘉必优、天新药业、百合股份为可比公司。我们采取相对估值法, 给予公司 2024 年 0.9 倍 PEG, 目标市值 111 亿, 对应目标价 18.19 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3: 金达威可比公司估值水平 (截至 2024 年 10 月 16 日)

代码	证券简称	2024 年 PEG	总市值 (亿元)
300791.SZ	仙乐健康	0.58	63.03
688089.SH	嘉必优	0.84	30.14
603235.SH	天新药业	0.56	118.29
603102.SH	百合股份	1.55	20.61

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

- 产品及原材料价格波动风险:** 公司原材料成本占公司主营业务成本较大, 受国内外经济形势、市场需求变动及原料产量波动等多方面因素影响, 未来公司主要原材料价格存在不确定性。公司产品的销售价格与上游原材料的价格及供应量、行业总的供应量及下游客户的消费行为等密切相关。
- 汇率波动风险:** 公司境外销售占销售总额比例较大, 汇率波动造成汇兑损益, 对公司的盈利水平造成一定的影响。同时公司以外币计价的资产占总资产比例较大, 公司合并财务报表以人民币为记账本位币, 汇率变动会影响资产价值和其他综合收益。
- 市场竞争风险:** 公司在未来如果不能进一步提高相关竞争力, 可能在市场竞争中面临不利地位, 并影响公司经营业绩的稳定性。
- 安全生产风险:** 公司生产过程中使用的部分化学原料为易燃、易爆物品, 若在安全管

理的某个环节发生疏忽或员工操作不当、设备老化失修，均可能发生失火、爆炸等安全事故，影响公司的生产经营，造成一定程度的经济损失。

- 5、**人才风险：**随着公司业务规模的扩大，新业务领域的不断拓展，公司需要更多的高层次技术人才和管理人才。如果公司在人才培养和引进方面跟不上公司的需求和发展速度，激励机制等人力资源管理措施不能适应公司发展的需要，则有可能会对公司经营带来不利的影响。
- 6、**测算具有一定主观性：**针对于公司业务测算及行业未来展望具有一定分析师主观判断性，可能导致对行业或公司发展预计与客观情况产生偏离。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	687.66	605.08	937.09	1,155.37	1,439.42
应收票据及应收账款	397.07	361.54	534.76	607.59	795.01
预付账款	32.66	22.64	48.95	35.32	64.36
存货	839.94	715.82	1,190.83	1,098.69	1,677.11
其他	149.06	339.68	376.24	365.95	373.23
流动资产合计	2,106.40	2,044.77	3,087.87	3,262.91	4,349.13
长期股权投资	63.90	70.51	70.51	70.51	70.51
固定资产	1,118.03	1,162.80	1,043.44	924.07	804.70
在建工程	160.75	210.30	310.30	460.30	660.30
无形资产	308.91	306.60	259.31	212.02	164.72
其他	1,600.19	1,558.40	1,715.73	1,616.51	1,614.46
非流动资产合计	3,251.78	3,308.62	3,399.28	3,283.41	3,314.69
资产总计	5,358.18	5,353.39	6,487.15	6,546.32	7,663.83
短期借款	140.09	58.05	473.04	638.23	1,167.77
应付票据及应付账款	255.16	286.46	346.28	402.58	509.39
其他	609.91	310.04	541.92	480.84	599.30
流动负债合计	1,005.16	654.54	1,361.24	1,521.65	2,276.46
长期借款	214.85	438.54	449.13	100.00	106.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	466.01	314.33	439.63	406.66	386.87
非流动负债合计	680.86	752.87	888.76	506.66	493.04
负债合计	1,698.37	1,416.90	2,250.00	2,028.30	2,769.49
少数股东权益	12.40	11.22	(6.47)	(6.47)	(6.47)
股本	609.93	609.93	609.93	609.93	609.93
资本公积	791.80	791.80	994.73	994.73	994.73
留存收益	2,285.25	2,444.35	2,638.96	2,919.83	3,296.14
其他	(39.59)	79.18	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,659.80	3,936.49	4,237.15	4,518.02	4,894.33
负债和股东权益总计	5,358.18	5,353.39	6,487.15	6,546.32	7,663.83
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	244.57	276.20	347.70	515.37	687.69
折旧摊销	177.49	171.91	166.66	166.66	166.66
财务费用	34.78	10.96	40.84	36.56	42.69
投资损失	(6.65)	(10.04)	(30.00)	(42.00)	(50.00)
营运资金变动	460.75	11.61	(515.08)	44.27	(536.29)
其它	(215.80)	198.01	(31.61)	0.00	0.00
经营活动现金流	695.12	658.65	(21.49)	720.86	310.75
资本支出	151.59	422.94	(25.30)	182.98	219.78
长期投资	6.48	6.61	0.00	0.00	0.00
其他	(399.22)	(876.71)	(44.70)	(290.98)	(369.78)
投资活动现金流	(241.15)	(447.16)	(70.00)	(108.00)	(150.00)
债权融资	3.68	(140.37)	438.93	(160.08)	434.68
股权融资	(336.00)	(3.22)	(15.43)	(234.50)	(311.38)
其他	(221.00)	(41.59)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(553.32)	(185.18)	423.49	(394.59)	123.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	7.00
现金净增加额	(99.35)	26.31	332.01	218.28	291.05

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,009.23	3,102.58	3,748.36	4,621.47	5,757.67
营业成本	1,790.84	1,944.49	2,228.14	2,651.56	3,237.98
营业税金及附加	22.68	18.28	24.47	30.74	36.60
销售费用	288.75	320.27	405.55	501.78	634.62
管理费用	370.66	418.72	505.65	637.30	805.50
研发费用	71.86	58.20	70.31	101.11	123.89
财务费用	(27.90)	(7.57)	40.84	36.56	42.69
资产/信用减值损失	(199.65)	(18.29)	(108.97)	(63.63)	(86.30)
公允价值变动收益	(0.96)	(1.56)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.65	10.04	30.00	42.00	57.00
其他	373.94	4.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	312.35	355.96	394.43	640.79	847.09
营业外收入	3.94	3.86	3.90	3.88	3.89
营业外支出	5.56	25.21	15.38	20.29	17.84
利润总额	310.73	334.61	382.94	624.37	833.14
所得税	66.17	58.42	66.85	109.00	145.45
净利润	244.57	276.20	316.09	515.37	687.69
少数股东损益	(12.26)	(0.52)	(31.61)	0.00	0.00
归属于母公司净利润	256.83	276.71	347.70	515.37	687.69
每股收益(元)	0.42	0.45	0.57	0.84	1.13
主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-16.78%	3.10%	20.81%	23.29%	24.59%
营业利润	-66.68%	13.96%	10.81%	62.46%	32.19%
归属于母公司净利润	-67.44%	7.74%	25.65%	48.22%	33.44%
获利能力					
毛利率	40.49%	37.33%	40.56%	42.63%	43.76%
净利率	8.53%	8.92%	9.28%	11.15%	11.94%
ROE	7.04%	7.05%	8.19%	11.39%	14.03%
ROIC	8.62%	11.16%	13.65%	19.12%	24.79%
偿债能力					
资产负债率	31.70%	26.47%	34.68%	30.98%	36.14%
净负债率	3.82%	1.89%	5.24%	-2.65%	1.51%
流动比率	2.07	3.08	2.27	2.14	1.91
速动比率	1.24	2.00	1.39	1.42	1.17
营运能力					
应收账款周转率	7.75	8.18	8.36	8.09	8.21
存货周转率	3.60	3.99	3.93	4.04	4.15
总资产周转率	0.54	0.58	0.63	0.71	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.45	0.57	0.84	1.13
每股经营现金流	1.14	1.08	-0.04	1.18	0.51
每股净资产	5.98	6.44	6.96	7.42	8.03
估值比率					
市盈率	34.60	32.12	25.56	17.24	12.92
市净率	2.44	2.26	2.09	1.96	1.81
EV/EBITDA	12.85	14.77	9.29	7.58	6.14
EV/EBIT	15.71	20.53	11.68	9.16	7.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com