

金达威 (002626)

拨云开雾障，踏雪至山巅

买入 (首次)

2025年12月26日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

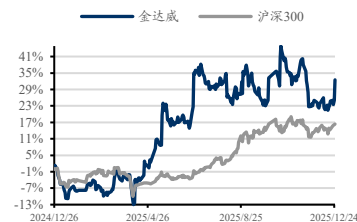
证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,103	3,240	3,696	4,365	5,047
同比 (%)	3.10	4.43	14.07	18.11	15.63
归母净利润 (百万元)	276.71	341.99	442.23	502.57	584.72
同比 (%)	7.50	23.59	29.31	13.64	16.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.56	0.73	0.82	0.96
P/E (现价&最新摊薄)	44.15	35.72	27.63	24.31	20.89

股价走势



投资要点

- 全产业链布局，品牌矩阵初成。**厦门金达威是国内少有的全产业链覆盖的保健品龙头公司：①上游原料业务包括辅酶 Q10、维生素 A 及维生素 D 等产品，其中辅酶 Q10 约七成出口至美国，全球市占率达 50-60%；②C 端业务包括 Doctor's Best (下文简称 DRB)、Zipfizz 等品牌，DRB 已成长为北美为数不多的销售额超亿美元的保健品牌，亦通过跨境电商渠道销往国内。2024 年公司收入/归母净利润为 32.40/3.42 亿元，其中原料/C 端保健品/其他业务收入占比分别为 30%/61%/9%，收入整体表现平稳，盈利受毛利率（维生素 A 等价格）影响存在波动。
- 保健品行业创新高地，成长弹性。**①老龄化筑底、新消费驱动，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数。渠道为影响保健品行业格局的重要因素，疫后边际变化为线上转型：2010-2024 年线上渠道销售额占比由 3%提升至 58%，电商品牌有望获得长足发展。②其中，跨境电商为重要组成部分，电商中跨境渠道的占比由 2022 年的约 43%增至 2024 年的约 50%，三年间增长近 7pct。③金达威为唯一一家保健品行业内，打通了原料、代工、C 端的上市公司，质地稀缺。
- 品牌乘势而起，原料贡献弹性。**①**金达威为辅酶 Q10 品类赛道“常胜将军”**，截至 2024 年 70%左右出口至美国。由于国内辅酶 Q10 需求增长较快，我们预计该原料销量增速高于行业水平，未来三年或呈大个位数~低双位数的年化增长。由于头部厂商扩产，我们预计未来三年单价或小幅下滑，综合而言公司辅酶 Q10 收入或呈稳健的正增长；②**维生素业务贡献业绩弹性**：全球维生素 A 供给集中，寡头市场，头部厂商产能节奏及供应情况影响供给格局，猪周期影响行业需求。维生素 A 价格波动偏大，受供需影响呈周期性波动，为公司业绩贡献偶然弹性。特殊事故致 24H2-25H1 维生素 A 价格走高，我们预计不可持续，2025H2 该系列收入高基数下或有承压；③**品牌端千里之行，发轫于今**：金达威自 2012 年开始布局 C 端，收购“科学实证派”专业营养品牌 DRB (具备 300+SKU)，基本实现全品类覆盖，我们预计 DRB 于美国销售额增速有望稳定在中~高个位数，高于行业增速，经前期中美团队讨论及渠道适应性打磨，2025H2 开始公司正式发力国内跨境电商及抖音等新兴渠道建设，2025 年 8 月底抖音自播起步，由于前序基数低，我们预计后续国内品牌端收入将迎明显放量，618/双十一期间全渠道销售额同比分别增长 70%/60%+。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.42/5.03/5.85 亿元，同比增速为 29%/14%/16%，EPS 分 0.73/0.82/0.96 元，对应当前 PE 为 28x、24x、21x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期、国际贸易摩擦、汇率波动、食品安全的风险。

市场数据

收盘价(元)	20.03
一年最低/最高价	12.65/22.44
市净率(倍)	2.76
流通 A 股市值(百万元)	12,215.14
总市值(百万元)	12,216.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.26
资产负债率(% ,LF)	45.31
总股本(百万股)	609.93
流通 A 股(百万股)	609.84

相关研究

《金达威(002626): 经营拐点隐现，平台价值凸显》

2020-03-30

内容目录

1. 拨云开雾障，踏雪至山巅	4
1.1. 全产业链布局，品牌矩阵初成.....	4
1.2. 股权集中，结构稳定.....	6
1.3. 收入平稳，盈利受原料价格影响呈波动.....	8
2. 保健品行业：创新高地，成长弹性	10
2.1. 长坡厚雪，创新高地.....	10
2.2. 线上转型，跨境电商重要性提升.....	12
2.3. 打通全产业链，金达威质地稀缺.....	13
3. 品牌乘势而起，原料贡献弹性	14
3.1. 辅酶 Q10 长青龙头，维生素贡献弹性.....	14
3.1.1. 辅酶 Q10 品类赛道“常胜将军”	14
3.1.2. 维生素业务贡献业绩弹性.....	16
3.2. 品牌端：千里之行，发轫于今.....	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

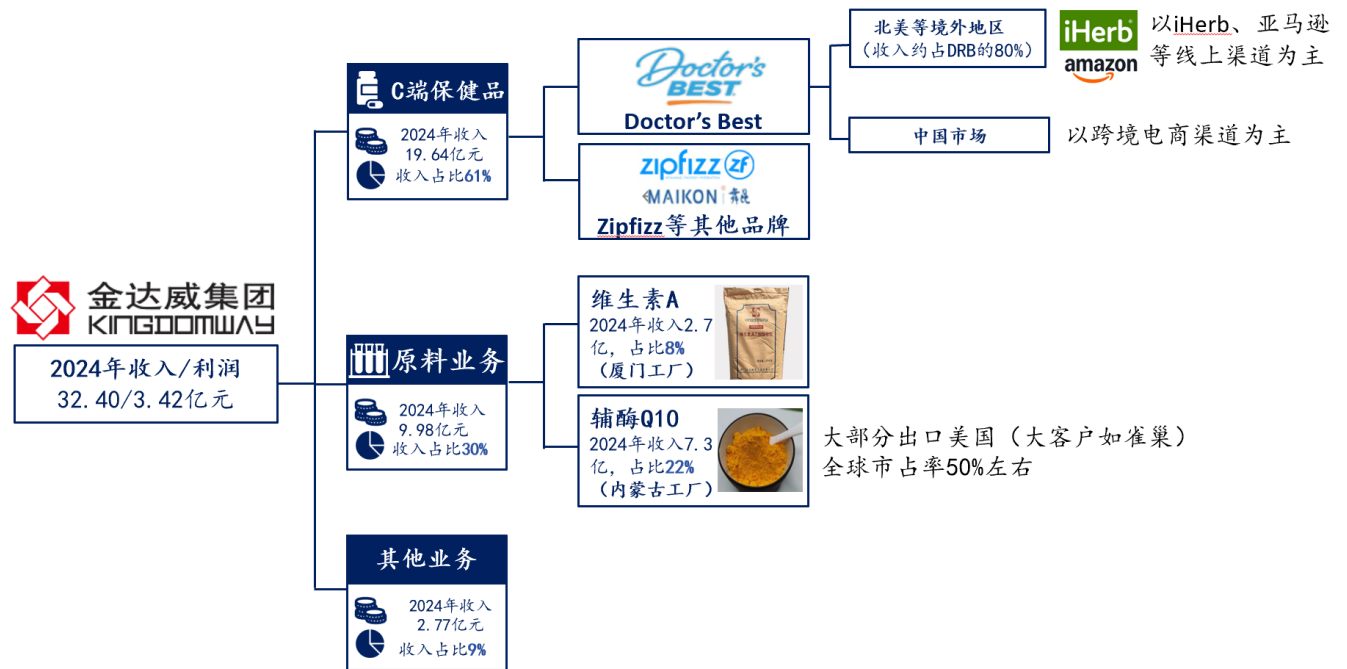
图 1: 金达威业务矩阵.....	4
图 2: 金达威品牌矩阵.....	5
图 3: 金达威历史复盘.....	6
图 4: 股权结构 (截至 2025 年 Q3 季报)	7
图 5: 管理层从业经验丰富, 结构稳定 (截至 2025 年 Q3 季报)	7
图 6: 收入相对平稳, 盈利存在波动.....	8
图 7: C 端保健品收入占比持续提升.....	8
图 8: C 端保健品收入增速更高.....	8
图 9: 辅酶 Q10 为公司主要原材料.....	9
图 10: 2024 年辅酶 Q10 收入占比较高.....	9
图 11: 2015-2024 年各项业务毛利率	9
图 12: 2015-2024 年各项业务毛利润占比	9
图 13: 2020-2024 年辅酶 Q10 销量及价格同比变动	10
图 14: 2020-2024 年维 A 销量及价格同比变动	10
图 15: 我国保健食品行业星辰大海, 发展具备“脉冲式增强”特征.....	10
图 16: 65 岁以上人口占比提升 (纵轴: 65 岁以上人口占比, 单位%, 横轴: 单位年)	11
图 17: 不同年龄段消费者的日常消费结构 (2021 年)	11
图 18: 2023 年京东健康用户年龄分布及增速.....	11
图 19: 2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速.....	11
图 20: 保健品各主流品类规模 (2024 年为例)	12
图 21: 细分板块增速对比.....	12
图 22: 2024 年保健品线上电商渠道收入占比达 58%, 已成为主要销售渠道.....	12
图 23: 一般贸易及跨境电商渠道对比.....	13
图 24: 保健品产业链图示.....	14
图 25: 2015-2021 年我国辅酶 Q10 产量	15
图 26: 2025 年全球辅酶 Q10 市占率 (按产能计)	15
图 27: 2021 年为例, 辅酶 Q10 原料以出口为主.....	15
图 28: 2014-2019 年我国辅酶 Q10 进口与出口量	15
图 29: 2010-2024 年辅酶 Q10 市场规模 (亿元)	16
图 30: 2011-2024 年辅酶 Q10 及 VDS 市场规模增速	16
图 31: 2012-2024 年辅酶 Q10 销量 CAGR 对比	16
图 32: 2020-2024 年金达威辅酶 Q10 量价趋势拆分	16
图 33: 2023 年维生素 A 市场份额 (按产能)	17
图 34: 2021 年维生素 A 下游需求结构.....	17
图 35: 我国维生素 A 价格复盘.....	17
图 36: 2023 年维生素 D3 全球市占率 (按产能计)	18
图 37: 维生素 D3 下游应用 (2021 年为例)	18
图 38: DRB 产品矩阵 (节选)	19
图 39: 2010-2024 年美国维生素和膳食补充剂市场规模.....	20
图 40: 抖音渠道保健品销售规模及占比 (预估)	20

1. 披云开雾障，踏雪至山巅

1.1. 全产业链布局，品牌矩阵初成

厦门金达威是国内少有的全产业链覆盖的保健品龙头公司，业务涉及上游原料供应、中游制剂生产、下游品牌运营及渠道布局等多个环节：①上游原料业务包括辅酶 Q10、NMN、维生素 A 及维生素 D 等产品的研发与生产，其中辅酶 Q10 约七成出口至美国（大客户如雀巢），全球市占率达 50-60%；②C 端业务包括 Doctor's Best(下文简称 DRB)、Zipfizz 等品牌，主品牌 DRB 已成长为北美为数不多的销售额超亿美元的保健品终端品牌，亦通过跨境电商渠道少量销往国内。2024 年公司收入/归母净利润为 32.40/3.42 亿元，其中原料业务/C 端保健品/其他业务收入占比分别为 30%/61%/9%。

图1：金达威业务矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 金达威品牌矩阵

集团品牌	品牌标志	代表产品	品牌情况
Doctor's Best 多特倍斯		多特倍斯软胶囊 	1、旗下拥有 300+种产品，全家庭覆盖。大部分在美国销售（线上+线下基本全覆盖），成为北美为数不多的销售额超亿美元的终端品牌； 2、辅酶 Q10、氨糖软骨素、高吸收 100%整合赖氨酸甘氨酸镁片、维生素 D3、K2 等产品销量更是常年位于 iHerb、Amazon 等国际电商平台前列； 3、通过跨境电商形式销往国内，国内产品矩阵五大系列：心脑血管健康、抗衰（NMN）系列、骨关节健康、基础健康以及综合健康系列。
Zipfizz		能量饮料粉剂 	1、创立于 2003 年(美国华盛顿州),2018 年 8 月成为金达威控股子公司，定位为新式健康功能性饮料（纯天然、无蔗糖、低卡路里、低碳水化合物）内含 9 种维生素、8 种矿物质、4 种电解质、4 种抗氧化物，仅需倒入水中简单搅拌即可饮用， 早晨或午后替代咖啡的提神饮品，运动前后服用可提高训练表现、增强能量 4-6 小时； 2、Zipfizz 是美国 Costco、Sam's Club 等大型零售商的热销明星品牌，品牌销量位列美国 Costco 药品类目前五； 3、2025 年 Zipfizz 功能性饮料将增加 4 种新口味产品，同时计划推出“YOU”系列即饮新产品，该产品配方由胶原蛋白肽、南非醉茄提取物等四种有效成分组成，每种成分都有助于人体延缓衰老。
Viactiv		钙软咀嚼补充剂 	为美国钙软咀嚼补充剂品类的知名品牌，产品覆盖骨骼健康、免疫健康和其他膳食营养补充剂咀嚼片。
RxSugar			是公司控股子公司 NORTH COURSE BRANDS 收购的美国阿洛酮糖产品品牌，主要以阿洛酮糖为主要原料。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

复盘公司历史，大致可分为几个阶段：

(1) 1997-2010 年：初创奠基，原料启航。1997 年 11 月厦门金达威集团股份有限公司注册成立，早期业务主要集中在维生素 A、维生素 D3 等原料领域。2004 年 3 月全资子公司内蒙古金达威药业成立，2006 年内蒙工厂开始生产辅酶 Q10，同年 11 月厦门鑫达威国际贸易公司成立，原料业务系统性出海。

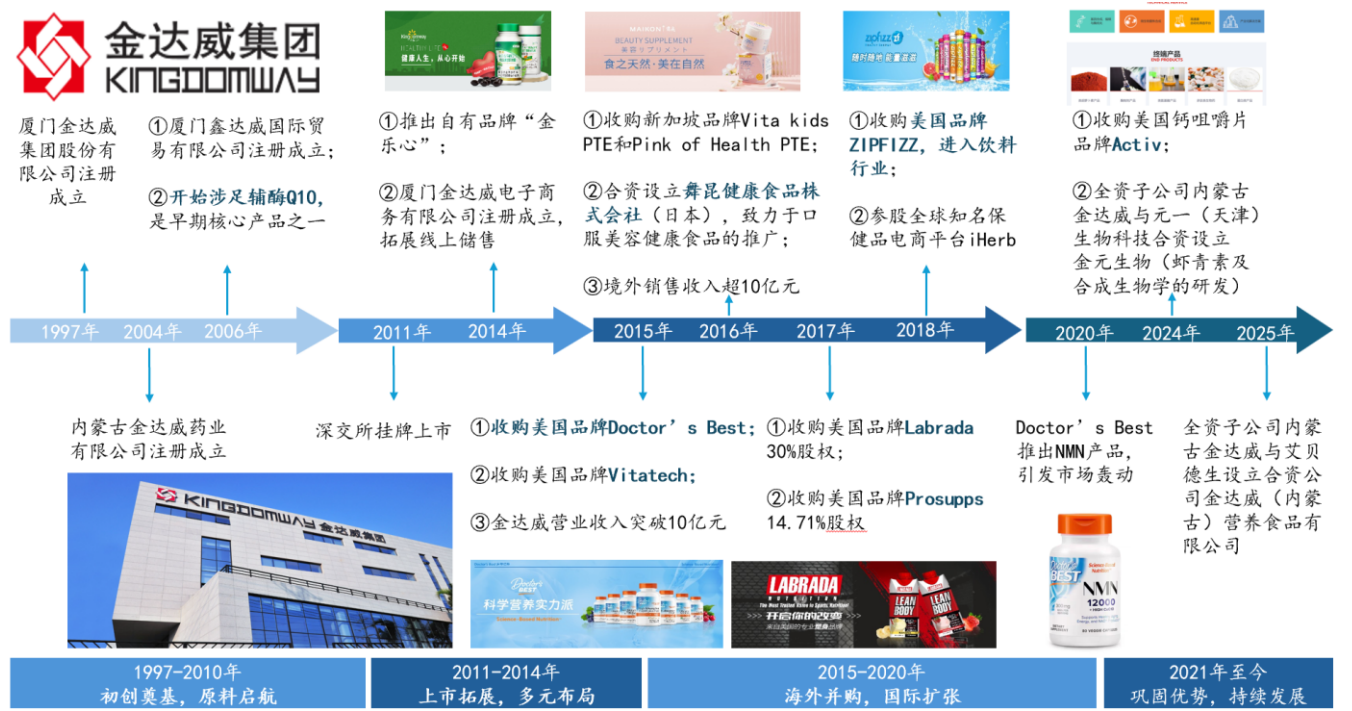
(2) 2011-2014 年：上市拓展，多元布局。2011 年 10 月金达威在深交所挂牌上市，而后公司在维生素和辅酶 Q10 的原料基础上，开始向营养保健食品领域扩展，2014 年推出自有品牌“金乐心”，同年 6 月成立厦门金达威电子商务公司，拓展线上渠道。

(3) 2015-2020 年：海外并购，国际扩张。2015 年开始公司先后收购投资多个海外品牌，如 Doctor's Best（美国）、Vitakids PTE 和 Pink of the Health PTE（新加坡）、舞昆健康食品株式会社（日本）等，切入传统膳食营养补充剂、运动营养和体重管理赛道，自此终端产品矩阵覆盖了美容抗衰、心血管健康等多个领域。2020 年 Doctor's Best 推出

的NMN产品市场反响较佳。此外，2015年金达威通过收购美国保健食品制造商 Vitatech 获得了符合国际标准的保健食品生产业务线，加强了中游生产能力。

(4)2021年至今：巩固优势，持续发展。2024年子公司金达威药业已完成辅酶Q10生产线1.5倍扩产改造项目工程建设，辅酶Q10扩产后产能达到920吨/年。同年8月与元一生物科技合资成立金元生物（通过全资子公司内蒙古金达威持有其60%的股权），发力合成生物学研究。此外，2024年公司进一步收购美国知名钙咀嚼片品牌Activ（品牌Viactiv），多元品牌矩阵初成。

图3：金达威历史复盘

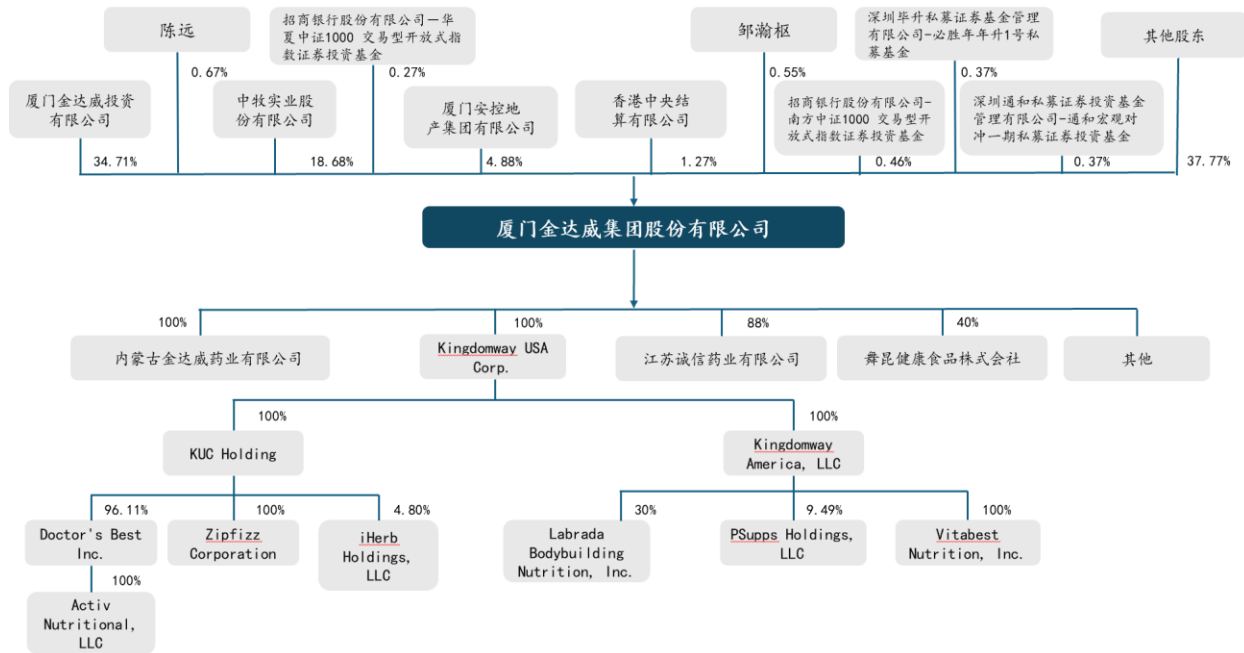


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

公司股权结构清晰且稳定。厦门金达威投资有限公司为第一大股东，截至2025Q3持股比例34.71%，实控人为董事长江斌。实控人对公司整体战略的把控性强，公司战略稳定且连贯。

图4: 股权结构 (截至 2025 年 Q3 季报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层从业经验丰富, 结构稳定。江斌自 1997 年以来担任公司董事长, 公司的核心管理团队人员稳定, 熟悉经营情况, 能够赋能公司中长期发展。

图5: 管理层从业经验丰富, 结构稳定 (截至 2025 年 Q3 季报)

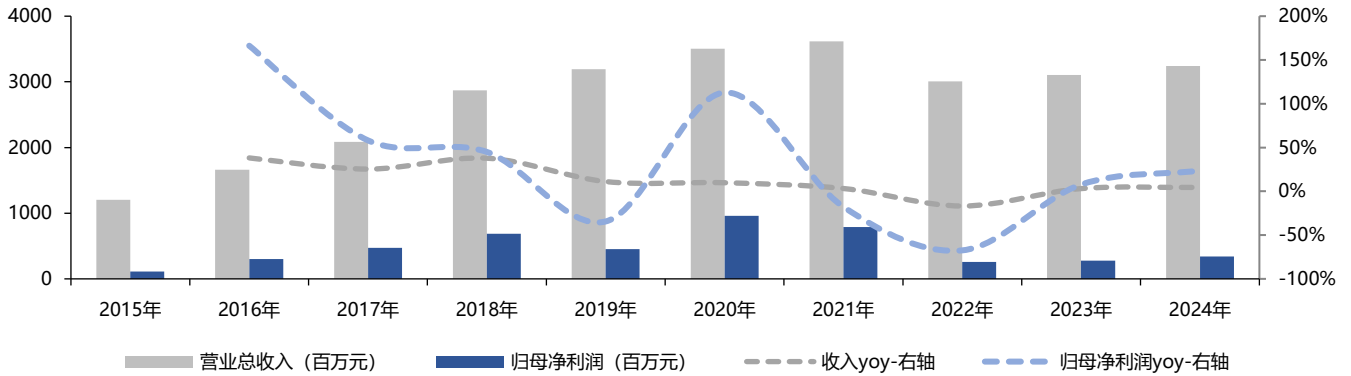
姓名	职务	年龄	履历
江斌	董事长、董事	58	工商管理硕士。1997 年至今任厦门金达威集团股份有限公司董事长, 2010 年至今任厦门金达威集团股份有限公司总经理; 2014-2022 年先后任 KUC Holding 首席执行官; Kingdomway America, LLC 首席执行官; Doctor's Best Inc 董事长; 迪诺宝国际贸易有限公司执行董事兼总经理; 舞昆食品董事、VITAKIDS PTE. LTD. 董事、PINKOFHEALTH PTE. LTD. 董事; Kingdomway USA Corp. 首席执行官; Zipfizz Corporation 首席执行官; 金达威(上海)营销策划有限公司执行董事; 金达威投资执行董事; 北京盈奥执行董事; 2025 年起任 Kingdomway E-Commerce LLC 首席执行官。
顾卫华	副董事长、董事	55	本科。2022 年 5 月任厦门金达威集团股份有限公司董事。1994 年任中国牧工商(集团)总公司贸易分公司职员; 1998 年 7 月进入中牧股份, 先后任职饲料分公司、采购与出口部、大宗原料贸易部、动物营养品商务部等部门; 2012 年 5 月至 2021 年 5 月, 先后任中牧(北京)动物营养科技有限公司贸易总监、副总经理等职; 2021 年 5 月至今, 任中牧(北京)动物营养科技有限公司董事、总经理。
徐肖特	董事	50	硕士学历, 清华大学毕业。1998 年进入中牧股份, 1998 年 7 月至 2022 年 2 月, 历任中牧股份动物营养商务部销售代表, 采购部高级主管, 采购与出口部经理助理、副经理、资深采购经理等职务。2022 年 2 月至今, 任中牧(北京)动物营养科技有限公司副总经理。
洪航	董事	43	本科、会计师, 国际会计师。2016 年 4 月至今任厦门金达威集团股份有限公司副总经理、财务总监, 2019 年 4 月至今任厦门金达威集团股份有限公司董事; 2019 年 8 月至今, 任金达威药业董事; 2021 年 3 月至今, 任诚信药业董事; 2022 年 1 月至今, 任上海金慈岁月生物科技有限公司董事长、总经理; 2022 年 4 月至 2024 年 7 月, 任金达威电子商务(杭州)有限公司监事, 2023 年 10 月起任金慈岁月生物科技控股有限公司董事。
陈佳良	董事	61	2001 年 6 月至今任厦门金达威集团股份有限公司董事。2012 年 5 月至今, 任金达威药业董事; 2013 年 4 月至今, 任厦门金达威集团股份有限公司常务副总经理; 2014 年 12 月至今, 任金达威维生素董事长。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 收入平稳，盈利受原料价格影响呈波动

收入相对平稳，盈利受毛利率影响存在波动。2024 年公司收入/归母净利润 32.40/3.42 亿元，2015-2024 年 CAGR 分别为 12%/13%，其中收入端表现更为平稳，利润端受毛利率（原料价格）波动影响存在明显波动。

图6：收入相对平稳，盈利存在波动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

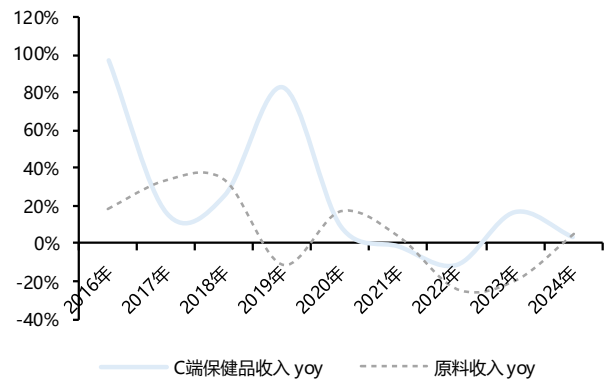
分拆收入，C端保健品占比持续提升，且增速较快。2024年C端保健品/原料业务/其他业务分别实现收入19.64/9.98/2.77亿元，前两者2015-2024年CAGR分别22%/4%，截至2024年收入占比分别为61%/31%，分别较2015年+34/-25pct。

图7：C端保健品收入占比持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：由于报表披露科目年度差异，2018单年度披露的功能饮品在该处统计中并入其他业务）

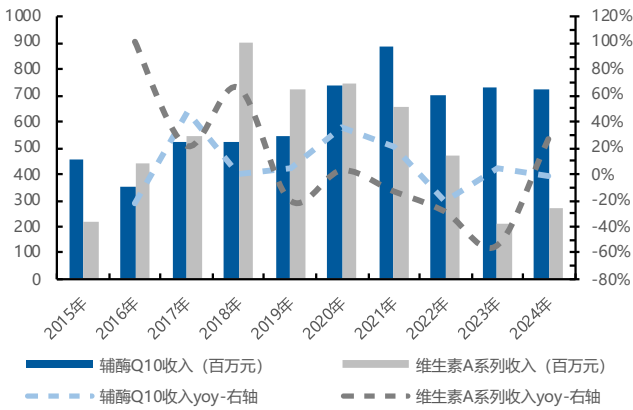
图8：C端保健品收入增速更高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

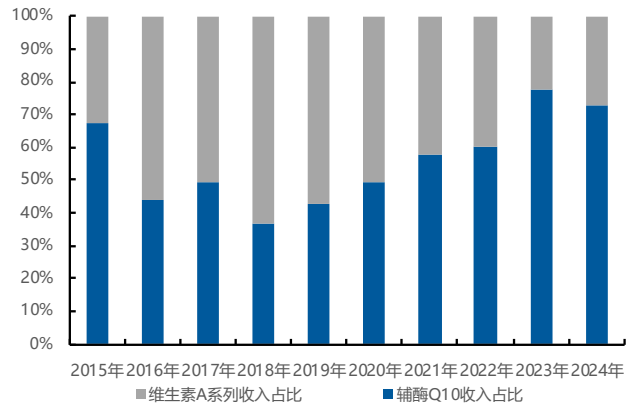
公司主要原料业务包括辅酶Q10及维生素A系列，2024年在整体原料业务中的占比73%/27%。

图9：辅酶 Q10 为公司主要原材料



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

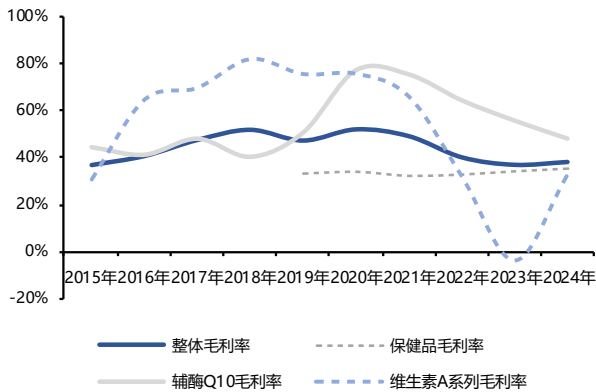
图10：2024 年辅酶 Q10 收入占比较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：该处收入占比指的是在上述原材料收入中的占比）

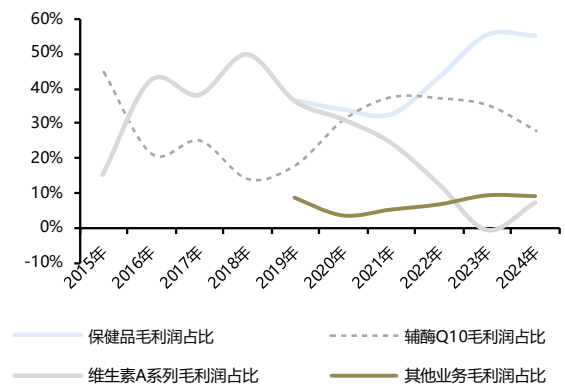
2015-2024 年公司毛利率在 37%-52% 区间波动，其中 C 端保健品毛利率相对稳定（2019-2024 年稳定在 32-35% 区间），波动主要系原料价格调整所致：（1）2015-2018 年维生素 A 毛利率由 31% 提升至 82%（原因下文详述），致期间整体毛利率提升 15pct；（2）2018-2023 年维生素 A 毛利率由 82% 降至 -4%，主要系主要厂商增加产能、饲料需求走弱影响，期间整体毛利率下滑 15pct。

图11：2015-2024 年各项业务毛利率



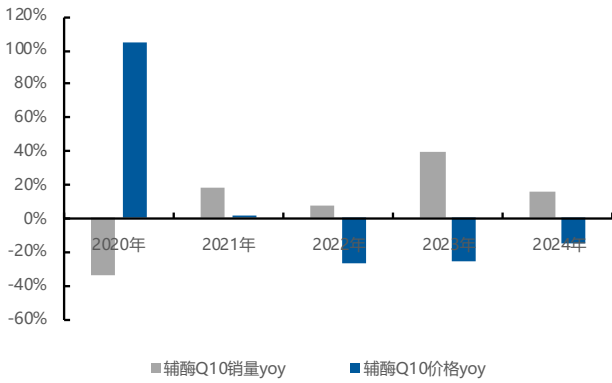
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2015-2024 年各项业务毛利润占比



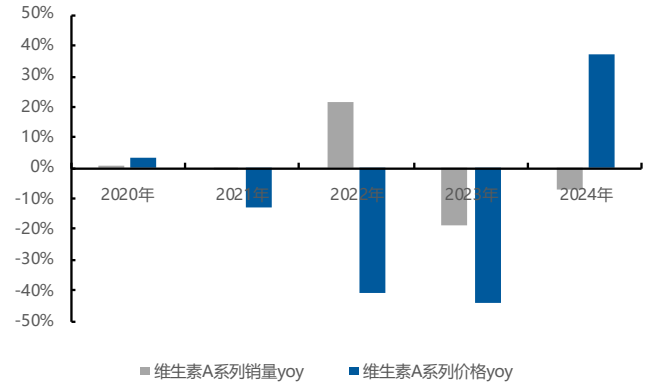
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13: 2020-2024 年辅酶 Q10 销量及价格同比变动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2020-2024 年维 A 销量及价格同比变动



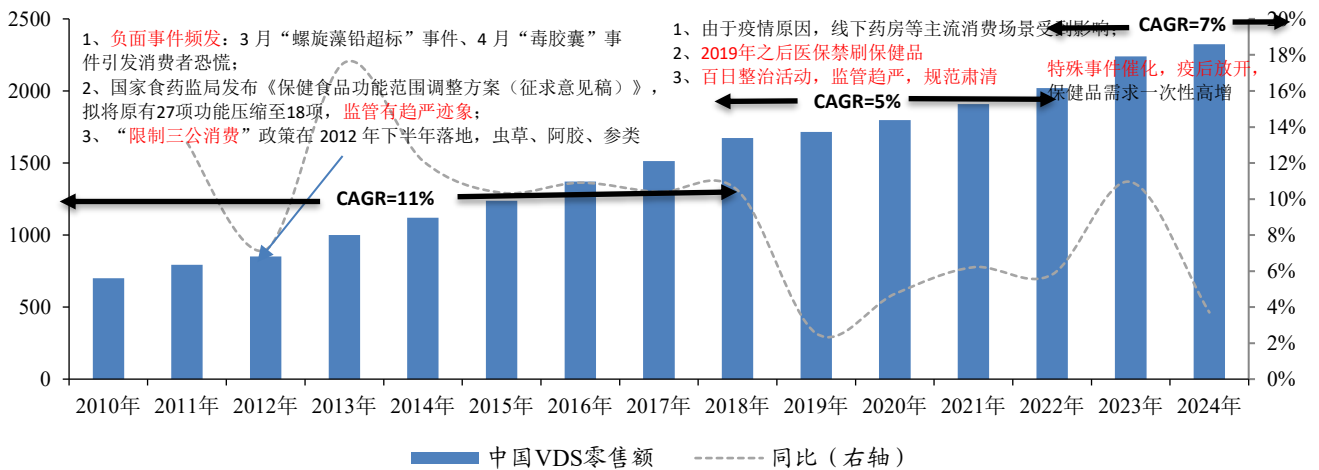
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 保健品行业: 创新高地, 成长弹性

2.1. 长坡厚雪, 创新高地

我国保健食品行业星辰大海, 发展具备“脉冲式增强”特征, 特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业渗透与扩容: 2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元, CAGR=8.93%。老龄化筑底、新消费驱动, 我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数, 高于世界平均水平。

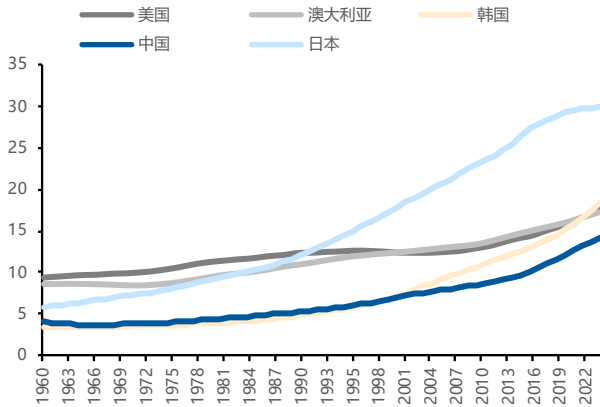
图15: 我国保健食品行业星辰大海, 发展具备“脉冲式增强”特征



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

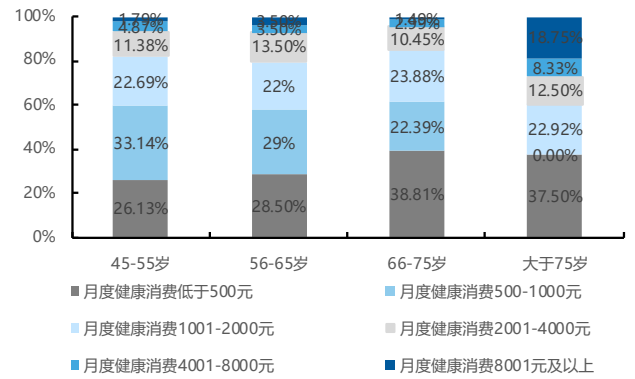
逻辑一: 老龄化为我国保健品中长期需求夯底。2023 年我国 65 岁以上人口占比不断攀升、2023 年突破 14%, 随着第二次生育高峰的人群进入老年, 老年人口或加速扩容。老年群体的健康需求更为刚需, 大于 75 岁人口健康消费 8001 元以上的比例达 19%。

图16: 65 岁以上人口占比提升 (纵轴: 65 岁以上人口占比, 单位%, 横轴: 单位年)



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图17: 不同年龄段消费者的日常消费结构 (2021 年)



数据来源: 基因港、周末南方, 东吴证券研究所

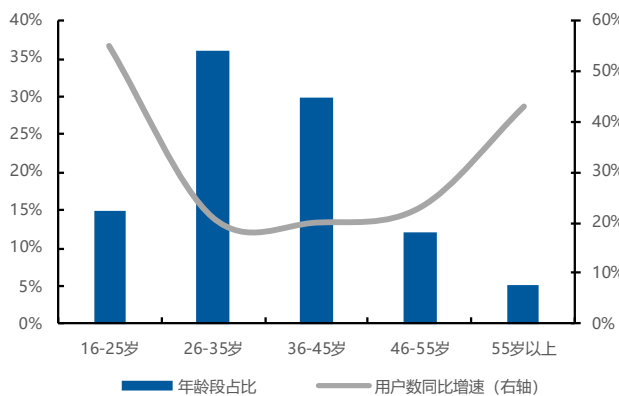
新消费贡献增量, 由三个角度理解: 新渠道、新圈层、新品类。

新渠道切换。新渠道如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景, 跨境、私域、社区团购等渠道同步兴起, 其中抖音等内容电商平台的趋势更佳, 占比不断提升; 同时线下商超自我革新、向新零售转型。2024 年线上渠道已经在保健品销售中占比整体超过 50%以上, 消费者画像更加清晰, 精准化营销更具效果。

新圈层延展。客群从老年人愈加年轻化、下沉化, 进一步延展至婴童、宠物环节。

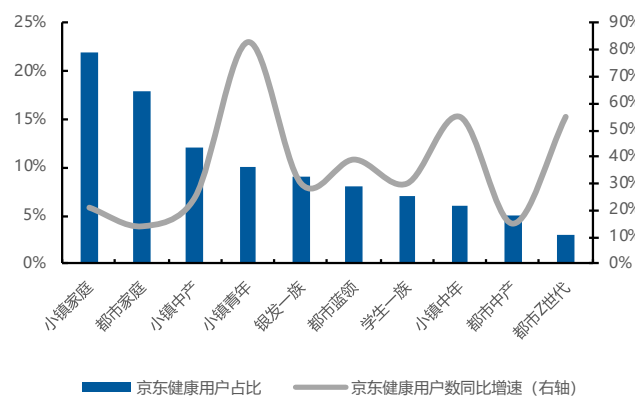
新品类迭出。行业由大类传统保健向口服美容、抗衰系列升级; 由类药品剂型 (如软胶囊、硬胶囊、粉剂等) 向新剂型 (软糖、口服液、微泡片等) 升级。

图18: 2023 年京东健康用户年龄分布及增速



数据来源: 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》, 东吴证券研究所

图19: 2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速



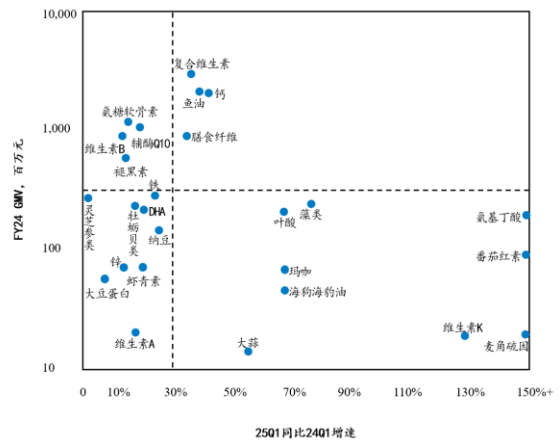
数据来源: 第一财经、DT 研究院、京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》, 东吴证券研究所

图20: 保健品各主流品类规模 (2024 年为例)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图21: 细分板块增速对比

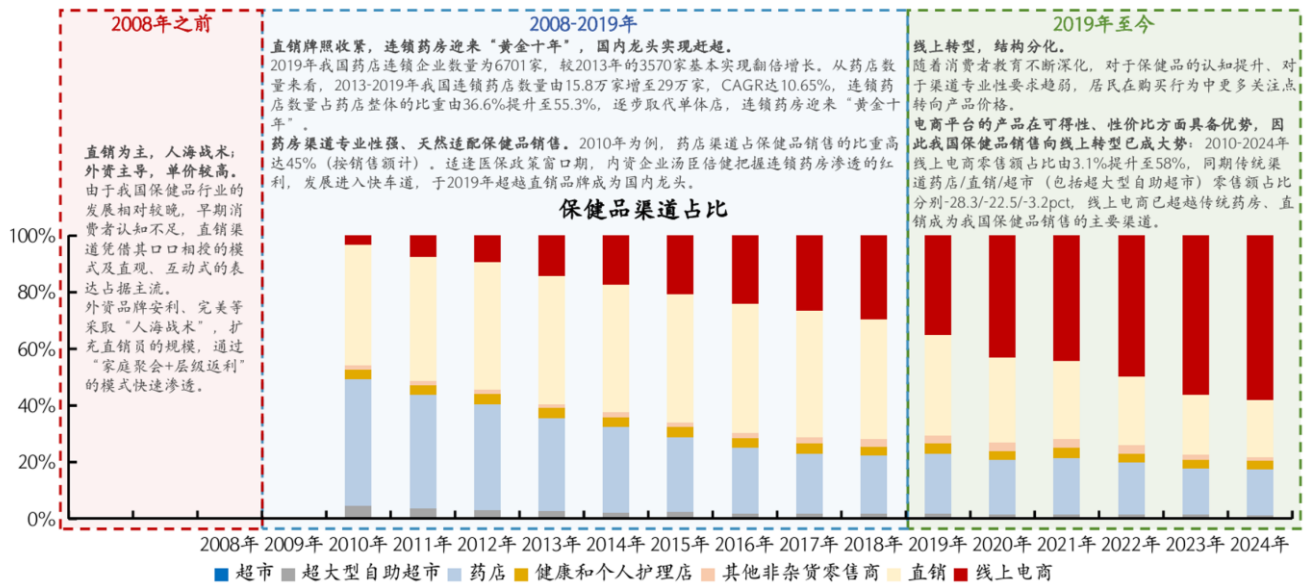


数据来源: 久谦中台, 东吴证券研究所

2.2. 线上转型, 跨境电商重要性提升

渠道为影响保健品行业格局的重要因素, 疫后边际变化为线上转型。复盘上一轮渠道结构与竞争格局, 直销+药房渠道为主的阶段, 行业主要龙头为线下品牌 (如直销品牌安利纽崔莱、无限极、完美); 我们认为本轮线上渠道切换期, 品牌端表现分化, 电商品牌有望获得长足发展。

图22: 2024 年保健品线上电商渠道收入占比达 58%, 已成为主要销售渠道



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

跨境电商为重要组成部分。2018年11月国务院宣布自2019年起跨境电商进口保健品按照个人自用物品监管, 取消了首次进口许可批件注册或备案的要求, 这为营养健康食品进口品牌提供了较大便利, 降低进口营养健康食品进入国内市场的准入门槛, 免去了冗长的注册备案流程及认证费用, 产品功能上更多样化, 来自全球各地的品牌也给

国内消费者提供了更多选择。跨境电商渠道包括天猫国际、京东国际、抖音全球购等，据仙乐健康公告及灼灼咨询，电商中跨境渠道的占比由 2022 年的约 43% 增至 2024 年的约 50%，三年间增长近 7pct。

图23: 一般贸易及跨境电商渠道对比

	一般贸易	跨境电商
销售模式	一般 B2B，面向境内的企业，用于国内在生产或分销	一般 B2C，直接面向境内终端消费者
商品与包装	通常是符合中国标准的“中文标签版”，可以在国内市场二次销售	境外原版，“原装本土版”
物流与时效	大宗海运为主，追求低成本，周期长（30-60 天）	小包空运、快递或保税仓发货，追求高时效（数天至 1~3 天）
清关流程	逐票正式报关，需提交合同、发票、箱单、提单、原产地等全套商业单据，流程复杂	“三单”比对，凭交易、支付、物流的电子数据清单申报，流程简化
税收政策	按货物征收关税、进口环节征收增值税（通常 13%）、消费税，增值税后续可以抵扣	关税税率为 0；进口环节增值税和消费税按照法定税额的 70% 征收（无免征额）
交易限制	无个人交易限制，有完整贸易合同	个人年度限值 26000 元，单次限值 5000 元，仅限《跨境电商电子商务零售进口商品清单》内的商品

数据来源：上海跨境电子商务行业协会，宁波海关，人民日报海外版，LianLian Global，东吴证券研究所

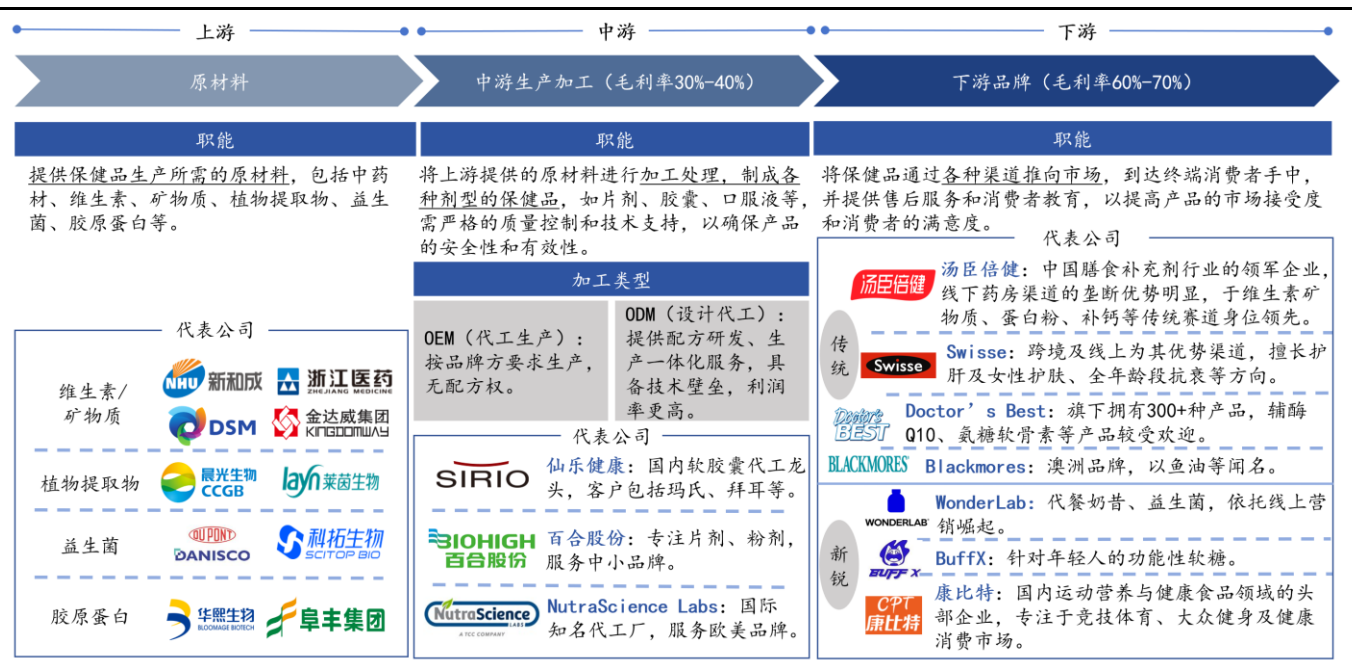
2.3. 打通全产业链，金达威质地稀缺

保健品产业链分为上游原料端、中游代工端、下游品牌端：

- (1) 原料端代表性公司包括金达威(优势原料辅酶 Q10)、技源集团(优势原料 HMB)；
- (2) 代工厂代表性公司包括仙乐健康、百合股份；
- (3) 品牌侧代表性公司包括汤臣倍健、H&H 国际控股 (Swisse)、金达威 (Doctor’s Best)。

金达威为唯一一家保健品行业内，打通了原料、代工、C 端的上市公司，质地稀缺。
由于兼具原料业务，发展 C 端品牌更具成本优势。

图24：保健品产业链图示



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

3. 品牌乘势而起，原料贡献弹性

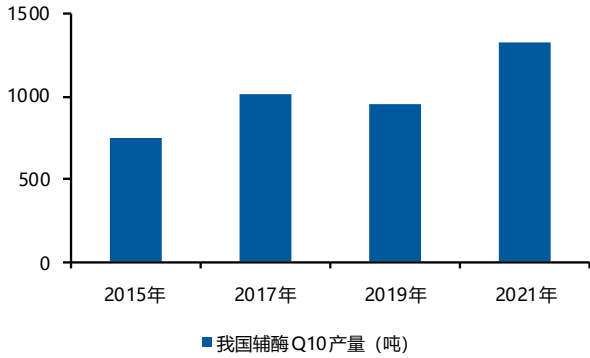
3.1. 辅酶 Q10 长青龙头，维生素贡献弹性

3.1.1. 辅酶 Q10 品类赛道“常胜将军”

辅酶 Q10 能够预防心脑血管疾病。辅酶 Q10 俗称维生素 Q，英文名称 coenzyme Q10，别名泛醌、癸烯醌，是人体健康运行所需的代谢活化剂，可以激活细胞呼吸、加速细胞产生能量，日本卫生部于 1974 年允许辅酶 Q10 作为心脏病的治疗，2001 年允许将辅酶 Q10 作为健康食品食用。2004 年美国 FDA 建议心脑血管患者补充辅酶 Q10；美国心脏内科医师协会建议 65 岁以上的人每天可服用辅酶 Q10。该产品现已广泛应用于心脏病、糖尿病、癌症、急性慢性肝炎、帕金森病等疾病的防治。

供给端：中国是全球最大的辅酶 Q10 生产国，绝大部分供应出口，主导全球原料定价。中国辅酶 Q10 产能产量均稳居全球首位，生产企业主要分布在福建、浙江、内蒙古等地区，金达威、新和成等头部企业占据全球 90% 的辅酶 Q10 产能。截至 2025 年 9 月，金达威辅酶 Q10 改扩建项目进入收尾阶段，完全达产后年产能可达 920 吨。以 2021 年为例，辅酶 Q10 原料出口占比高达 85%；截至 2025 年 9 月金达威出口占比亦接近 70%，我们预计公司辅酶 Q10 于全球市占率（按产能计）达 50-60%。

图25: 2015-2021年我国辅酶 Q10 产量



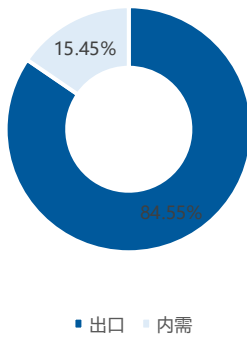
数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

图26: 2025年全球辅酶 Q10 市占率 (按产能计)



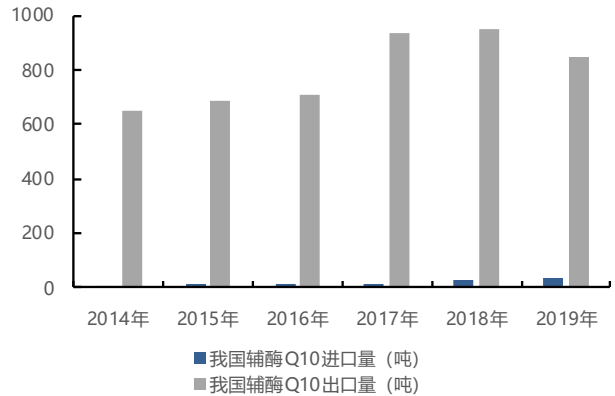
数据来源: 北京中健天行医药, 东吴证券研究所

图27: 2021年为例, 辅酶 Q10 原料以出口为主



数据来源: 中国海关, 智研咨询, 东吴证券研究所

图28: 2014-2019年我国辅酶 Q10 进口与出口量

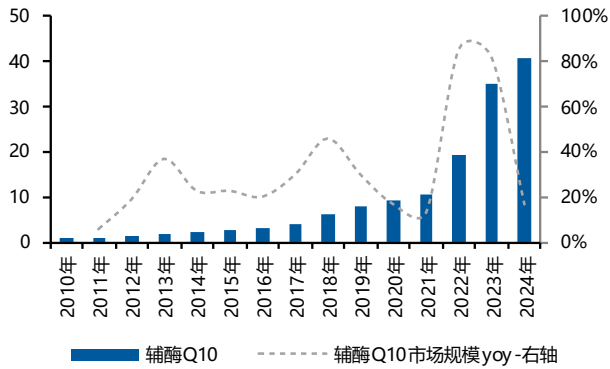


数据来源: 海关总署, 智研咨询, 东吴证券研究所

需求端: 以 2021 年为例, 保健品领域应用过六成, 随着健康消费意识增强, 我们预计该部分需求稳步扩容。同年药品/化妆品及其他领域应用约 19%/20%。

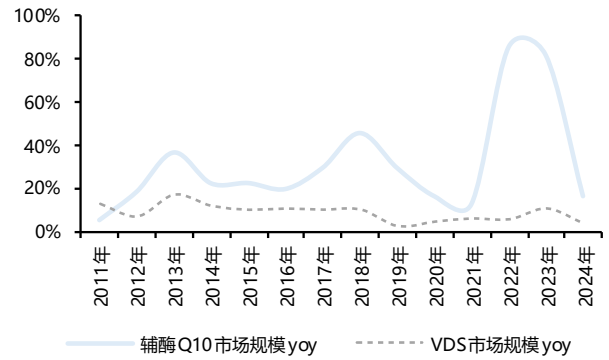
我国辅酶 Q10 保健品属高潜赛道, 市场规模增速明显领先于行业。我国辅酶 Q10 市场规模由 2010 年的 1 亿增至 2024 年的 41 亿元, 期间 CAGR 为 32%, 其中 2022-2023 年受到“阳康”概念带动, 两年增速维持在 80%以上。2010-2024 年维生素及膳食补充剂(保健品)市场规模 CAGR 仅 10%, 辅酶 Q10 保健品增速显著领先于行业整体。同期全球辅酶 Q10 市场规模 CAGR 为 4%, 国内增速亦高于全球平均水平。

图29: 2010-2024 年辅酶 Q10 市场规模 (亿元)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

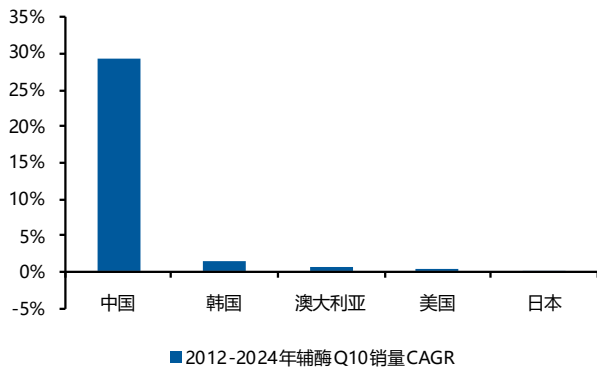
图30: 2011-2024 年辅酶 Q10 及 VDS 市场规模增速



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

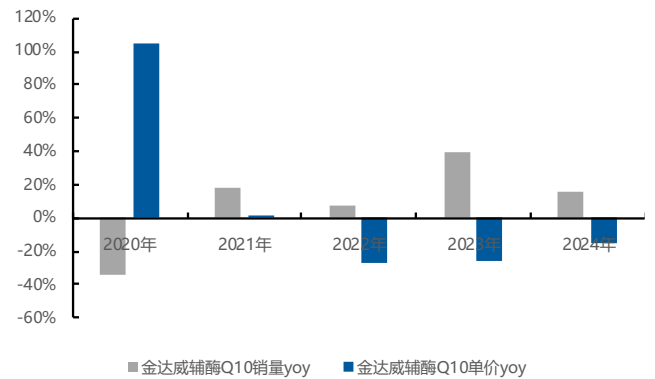
金达威的核心原料辅酶 Q10 原料于境内生产 (内蒙古工厂), 截至 2025 年 9 月 70% 左右出口至美国, 剩下部分供给国内。我们预计该原料销量增速高于行业水平, 未来三年或呈大个位数~低双位数的年化增长。由于头部厂商金达威辅酶 Q10 扩产 (我们预计产能短期不会爬产至 920 吨, 预计 2~3 年内逐步达产), 我们预计未来三年在供给提升、需求稳定情况下, 单价或微幅下滑。量升价微降的趋势下, 未来三年辅酶 Q10 收入呈稳健的正增长。

图31: 2012-2024 年辅酶 Q10 销量 CAGR 对比



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图32: 2020-2024 年金达威辅酶 Q10 量价趋势拆分



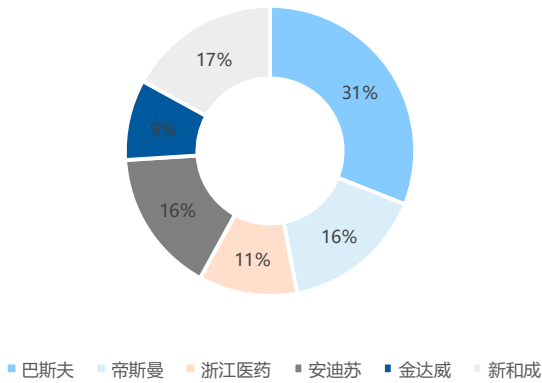
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 维生素业务贡献业绩弹性

全球维生素 A 供给集中, 寡头市场。2023 年为例, 按产能计巴斯夫/新和成/帝斯曼/安迪苏/浙江医药/金达威产能占比分别为 31%/17%/16%/16%/11%/9%, 头部厂商产能节奏及供应情况影响供给格局。

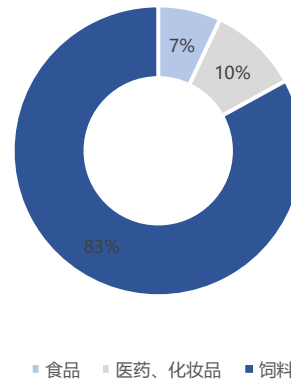
以 2021 年为例, 维生素 A 下游应用亦较为集中, 饲料占比高达 83%, 猪周期影响行业需求。

图33: 2023年维生素A市场份额(按产能)



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

图34: 2021年维生素A下游需求结构



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图35: 我国维生素A价格复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

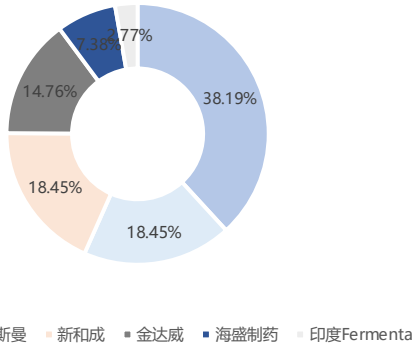
维生素A价格波动偏大, 受供需影响呈周期性波动, 为公司业绩贡献偶然弹性。特殊事故致24H2-25H1维生素A价格走高, 我们预计不可持续。2024年7月29日巴斯夫位于德国路德维希港的生产基地发生爆炸, 导致部分维生素A装置停产, 短期市场供给出现缺口, 2024H2开始维生素A价格开始上涨, 至2025H1价格回落但仍高于2024H1(2024H1/2025H1国内维生素A均价83.99元/91.67元), 致2025H1维生素A系列收入同比增长213%, 我们预计该增长不可持续; 考虑到2024H2维生素A均价较高(179.46元), 我们预计2025H2该系列收入高基数下或有承压。

维生素D3供需情况与维生素A类似, 亦是寡头格局、需求集中。(1)2023年维生素D3(按产能计)份额排序为花园生物/帝斯曼/新和成/金达威/海盛制药/印度Fermanta, 市占率分别为38.19%/18.45%/18.45%/14.76%/7.38%/2.77%; (2)需求端而言, 以2021年为例, 饲料添加剂为主要应用, 占比高达90.01%, 其次为医药/保健品及其他, 占比分

别为 6.24%/3.75%。供给集中，且受头部厂商产能情况影响，需求受养殖周期影响呈周期性波动。

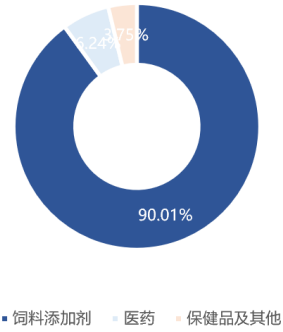
维生素 D3 由于占公司的业务比例较小，2024 年未达到披露标准，我们预计收入占比小于 10%（即对应 2024 年收入小于 3.24 亿），影响趋小。

图36: 2023 年维生素 D3 全球市占率（按产能计）



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图37: 维生素 D3 下游应用（2021 年为例）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

3.2. 品牌端：千里之行，发轫于今

金达威自 2012 年开始布局 C 端、收购“科学实证派”专业营养品牌 DRB（具备 300+SKU），基本实现全品类覆盖。DRB 创始人具备医学背景，对产品配方及验证要求严谨，消费者画像定位为理性、成熟的消费者。2024 年销售以美国市场为主，且主要在线上销售（iherb、亚马逊）。

图38: DRB 产品矩阵 (节选)

<p>氨基酸类</p> <p>价格: 9.99 \$ - 48.99 \$ 剂型: 胶囊、粉剂、肠溶片 成分: 氨基酸、类氨基酸 (左旋肉碱等)</p>	<p>美容与养生类</p> <p>价格: 9.99 \$ - 43.99 \$ 剂型: 胶囊、粉剂 成分: NMN、胶原蛋白和软骨素等</p>	<p>复合配方类</p> <p>价格: 14.99 \$ - 45.99 \$ 剂型: 胶囊 成分: 多种成分综合复配</p>
<p>辅酶Q10类</p> <p>价格: 12.99 \$ - 81.99 \$ 剂型: 胶囊、软胶囊 成分: 辅酶Q10、NMN</p>	<p>维生素类</p> <p>价格: 7.99 \$ - 43.99 \$ 剂型: 胶囊、粉剂、软糖 成分: 维生素、叶酸等</p>	<p>草药与植物类</p> <p>价格: 11.99 \$ - 62.99 \$ 剂型: 胶囊 成分: 姜黄素、青蒿素、银杏和虫草等</p>
<p>酶与益生菌类</p> <p>价格: 14.99 \$ - 80.99 \$ 剂型: 胶囊 成分: 消化酶、益生菌</p>	<p>膳食补充剂类</p> <p>价格: 9.99 \$ - 49.99 \$ 剂型: 胶囊、软胶囊、粉剂 成分: 叶黄素、褪黑素、α-硫磺等</p>	<p>矿物与鱼油类</p> <p>价格: 9.99 \$ - 38.99 \$ 剂型: 胶囊、粉剂 成分: 镁、铁和Omega-3等</p>

数据来源: DRB 官网, 东吴证券研究所

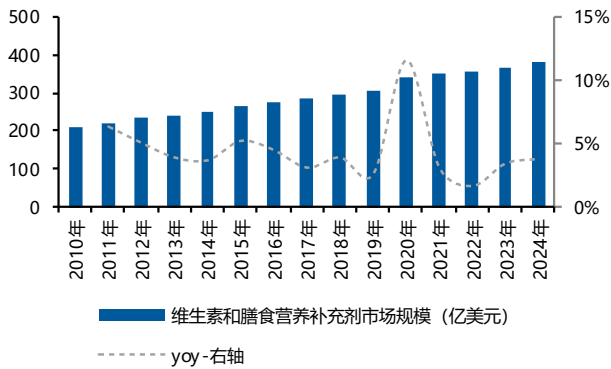
考虑到公司精耕严肃营养赛道, 于北美市场基础佳、复购率高, 我们预计 DRB 于该市场销售额增速有望稳定在中~高个位数, 高于行业增速 (2010-2024 年美国维生素及膳食营养补充剂市场规模 CAGR 为 4%)。

于国内, DRB 为稀缺的全品类覆盖的品质品牌, 且部分产品已具备消费者心智, 如辅酶 Q10、镁 (细分赛道第一)、NMN、Nad⁺ 等产品。经前期中美团队讨论及渠道适应性打磨, 2025H2 开始公司正式发力国内跨境电商及抖音等新兴渠道建设, 8 月底抖音自播起步, 由于前序基数低, 我们预计后续品牌端收入端将迎明显放量:

(1) **618 期间: 全渠道销售额同比增长 70%**, 其中基础维矿品类表现尤为亮眼。天猫官方旗舰店维生素 D 销售同比增长 111%; 京东镁品类销售增长 147%; 抖音维生素 D 同比增长 328%, 登顶进口维生素 D 好评榜 TOP1; 小红书维生素 K2 销售同比增长 172%。细拆单品: ①大单品 Doctor's Best 辅酶 Q10 不仅登顶天猫辅酶 Q10 全周期销售榜 TOP1, 更斩获“天猫辅酶 Q10 好评榜 TOP1”; ②Doctor's Best 五合一光紫瓶 (以麦角硫因为主, 同时添加专利 PQQ、R-硫辛酸、烟酰胺、胶原蛋白肽成分, 定位女性内源抗衰) 618 大促期间供不应求售罄, 荣登天猫口服麦角硫因新品榜 TOP1; ③甘氨酸镁以专研甘氨酸赖氨酸螯合镁形式+6 倍好吸收的产品亮点, 占据镁类目中的代表性地位, 成为失眠人群的“睡眠刚需”, 大促期间同样迅速售罄断货。

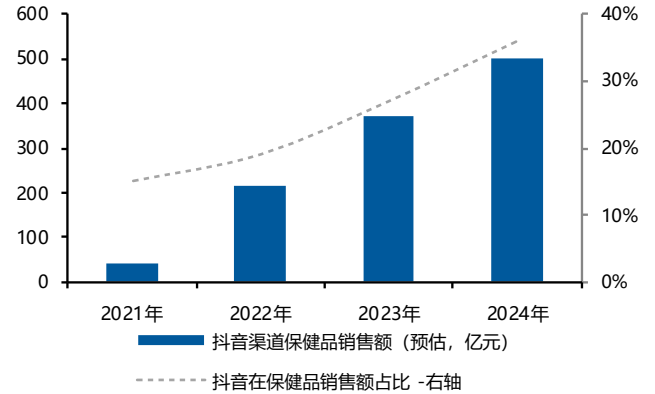
(2) 双十一期间：全渠道同比增长突破 60%，爆款单品稳居榜首：①辅酶 Q10 天猫排名、辅酶 Q10 热销榜均稳居第一；②天猫镁品类排行第一，镁类目 GMV 同比增长 188%；③维生素 D3 GMV 同增 60%；④维生素 K2 GMV 同增 184%；⑤钙类目 GMV 同增超 2 倍；⑥叶酸荣登抖音进口叶酸好评榜第一；⑦年度新品麦角硫因五合一光紫瓶销售突破千万，新品鱼油销量同比提升 60%。

图39：2010-2024 年美国维生素和膳食补充剂市场规模



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图40：抖音渠道保健品销售规模及占比（预估）



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

JohnD.Wilson 2003 年在美国创立 Zipfizz，即便携式、低糖的能量粉末饮料品牌。2018 年金达威通过其美国子公司 Doctor's Best Inc.，以 8,000 万美元的价格完成了对 Zipfizz 的 100% 股权收购。Zipfizz 目前在美国主要以 Costco、山姆等线下渠道为主，其他两个品牌 Viactiv 及 RxSugar 收购不久，仍在整合中，调整蓄势，后续想象空间较大。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：公司原料特别是辅酶 Q10 于全球市场份额有绝对优势，我们预计随着需求扩容增长稳健，C 端业务基础佳、国内市场发轫于今。我们看好公司未来发展，我们预计 2025-2027 年营收同比增速为 14%/18%/16%，其中 C 端未来重视度提升，收入有望迎来快速增长，2025-2027 年营收同比增速为 10%/25%/20%；辅酶 Q10 格局稳定、需求扩容，收入增速偏稳健，2025-2027 年营收同比增速为 2%/7%/7%；维生素 A 价格存波动，我们预计 2025-2027 年收入增速 80%/10%/10%。

业绩预测：随着规模效应显现、技术水平提升，我们预计公司经营有望持续向上，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.42/5.03/5.85 亿元，同比增速为 29%/14%/16%。

表1: 公司营收测算汇总 (百万元)

百万元	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,009.22	3,102.58	3,240.06	3,695.82	4,365.14	5,047.46
YOY	-17%	3%	4%	14%	18%	16%
C端保健品	1,621.95	1,894.84	1,964.35	2,160.79	2,700.98	3,241.18
YOY	-11%	17%	4%	10%	25%	20%
辅酶 Q10	704.92	733.67	725.55	738.97	788.48	843.05
YOY	-21%	4%	-1%	2%	7%	7%
维生素 A	470.14	214.44	272.7	490.86	539.95	593.94
YOY	-28%	-54%	27%	80%	10%	10%
其他业务	212.21	259.63	277.46	305.21	335.73	369.30
	-15%	22%	7%	10%	10%	10%

数据来源: 公司公告, Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 36.96/43.65/50.47 亿元, 同比增速分别为 14%/18%/16%; 2025-2027 年归母净利润为 4.42/5.03/5.85 亿元, 同比增速为 29%/14%/16%。

公司处于保健品赛道, 可比公司包括仙乐健康、汤臣倍健、若羽臣、民生健康、技源集团等。2025 年 12 月 25 日, 同行可比公司对应 2025-2026 年 PE 为 33.59、26.66x, 考虑到公司 C 端基础佳, 发轫于今、空间较大, 我们认为当下估值仍具性价比, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2025/12/25)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300791.SZ	仙乐健康	78.60	25.55	1.22	1.16	1.47	1.71	20.97	21.99	17.34	14.90
300146.SZ	汤臣倍健	209.26	12.37	1.06	0.45	0.52	0.61	11.66	27.23	23.58	20.18
003010.SZ	若羽臣	113.47	36.48	0.41	0.58	0.95	1.32	88.30	63.13	38.27	27.56
603262.SH	技源集团	113.04	28.26	-	0.49	0.59	0.78	-	57.97	47.70	36.46
301507.SZ	民生健康	56.01	15.71	0.24	0.36	0.38	0.46	65.28	43.82	41.08	34.20
	平均值							46.55	42.83	33.59	26.66
002626.SZ	金达威	122.17	20.03	0.45	0.56	0.73	0.82	44.15	35.72	27.63	24.31

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除金达威外, 其余公司盈利预测来自 2025 年 12 月 25 日 Wind 一致预期。

5. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险: 如若单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

国际贸易摩擦的风险: 如若发生国际贸易摩擦, 或对公司经营产生影响。

汇率波动的风险: 由于涉及海外业务, 汇率波动或对公司利润产生影响。

食品安全风险: 如若发生食品安全问题, 或对经营及销售产生负面影响。

金达威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,667	3,153	3,420	3,754	营业总收入	3,240	3,696	4,365	5,047
货币资金及交易性金融资产	1,343	1,704	1,705	1,751	营业成本(含金融类)	1,992	2,225	2,670	3,100
经营性应收款项	474	511	605	706	税金及附加	18	22	25	29
存货	814	902	1,069	1,250	销售费用	317	362	437	495
合同资产	0	0	0	0	管理费用	384	436	493	555
其他流动资产	36	37	41	46	研发费用	69	78	92	106
非流动资产	3,725	3,733	3,904	4,056	财务费用	(19)	14	14	21
长期股权投资	71	76	80	83	加:其他收益	22	22	26	31
固定资产及使用权资产	1,497	1,475	1,474	1,463	投资净收益	11	11	14	16
在建工程	341	433	524	629	公允价值变动	(7)	0	0	0
无形资产	370	379	398	420	减值损失	(20)	(8)	(5)	(7)
商誉	515	503	511	519	资产处置收益	(2)	(2)	(2)	(2)
长期待摊费用	47	46	47	45	营业利润	482	583	668	778
其他非流动资产	883	820	871	895	营业外净收支	(13)	(14)	(15)	(14)
资产总计	6,392	6,886	7,324	7,809	利润总额	470	569	654	764
流动负债	1,221	1,468	1,682	1,955	减:所得税	102	115	133	157
短期借款及一年内到期的非流动负债	672	912	1,010	1,167	净利润	367	454	521	607
经营性应付款项	364	365	448	524	减:少数股东损益	25	11	18	23
合同负债	18	17	20	24	归属母公司净利润	342	442	503	585
其他流动负债	167	174	204	240	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.73	0.82	0.96
非流动负债	853	829	892	914	EBIT	470	583	667	786
长期借款	538	508	605	661	EBITDA	683	793	896	1,036
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.52	39.80	38.84	38.58
租赁负债	177	147	112	78	归母净利率(%)	10.55	11.97	11.51	11.58
其他非流动负债	137	174	174	174	收入增长率(%)	4.43	14.07	18.11	15.63
负债合计	2,074	2,298	2,574	2,868	归母净利润增长率(%)	23.59	29.31	13.64	16.35
归属母公司股东权益	4,281	4,539	4,683	4,851					
少数股东权益	38	49	67	90					
所有者权益合计	4,318	4,588	4,751	4,941					
负债和股东权益	6,392	6,886	7,324	7,809					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	521	625	642	736	每股净资产(元)	7.02	7.26	7.50	7.77
投资活动现金流	(317)	(288)	(452)	(400)	最新发行在外股份(百万股)	610	610	610	610
筹资活动现金流	345	(31)	(234)	(281)	ROIC(%)	6.98	7.84	8.42	9.37
现金净增加额	561	303	(44)	54	ROE-摊薄(%)	7.99	9.74	10.73	12.05
折旧和摊销	213	210	228	250	资产负债率(%)	32.44	33.37	35.14	36.73
资本开支	(360)	(289)	(357)	(389)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.72	27.63	24.31	20.89
营运资本变动	(181)	(118)	(150)	(172)	P/B(现价)	2.85	2.76	2.67	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>