

证券研究报告 | 公司深度报告

日用消费 | 食品饮料

辅酶Q10走强，经营拐点已至 ——金达威（002626.SZ）

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn

S1090518090005

许菲菲

xufeifei@cmschina.com.cn

S1090520040003

田地

tiandi@cmschina.com.cn

S1090522080001

陈书慧

chenshuhui@cmschina.com.cn

S1090523010003

CMS  招商证券

2023.1.14

核心观点

- **金达威是全球保健品原料供应龙头。**公司是全球辅酶Q10最大的生产商，维生素D3全球三大生产商之一，维生素A全球六大生产商之一，K2、NMN 原料设计产能也跻身全球前列。
- **辅酶Q10需求走强，23年有望量价齐升。**近期新冠患者康复后对心肌炎等疾病关注度提高，保护心脏健康的辅酶Q10需求大幅增加，公司元旦后订单明显增加，库存紧张，预计2023年辅酶Q10销量有望增长20%以上。随着下游需求走强，辅酶Q10价格企稳回升。中长期看，本次疫情也促使消费者关注心脏健康，是消费者教育的绝佳机会，有利于辅酶Q10渗透率提升。保健品行业更多机会欢迎阅读《保健品专题：千亿保健品，疫后新机遇》。
- **维生素A产能扩张，价格有望触底企稳。**22年维生素A价格持续下跌，目前已经接近历史底部，部分厂商开始亏损，进一步下跌空间不大。金达威21年完成维生素A产能从2700吨到4000吨的扩产，新增产能预计在23年逐步释放。
- **保健品业务：**收购Doctor's Best、Zipfizz、Vitatech等品牌和生产厂商，在全球范围实现保健品全产业链布局。22年地缘冲突导致当地经销商销售受损，低基数下预计Doctor's Best、Zipfizz等品牌恢复性增长， Doctor's Best核心单品辅酶Q10近期需求旺盛，有利于加快中国市场渗透。
- **投资建议：辅酶Q10走强，经营拐点已至。**预计22-24年EPS为0.61、1.11、1.30元，首次覆盖，给予目标价28元，对应23年25倍PE，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**原料价格大幅波动、海外需求疲软、品类推广不及预期、主流供应商扩产，行业竞争加剧等。

金达威：全球原料供应龙头，纵向横向延伸布局

厦门金达威集团股份有限公司成立于1997年11月，主要从事维生素系列产品的生产和销售，并陆续开发出辅酶Q10、微藻DHA、植物性ARA、NMN等新产品。2015年开始，公司先后收购、投资多家海外企业，逐步完成保健品行业全产业链布局。

- ✓ **高纯度高品质核心原料，跻身全球主流供应商。**公司凭借高纯度高品质的核心原料和强大的科研创新能力，成为全球辅酶Q10最大的生产商，维生素D3全球三大生产商之一，维生素A全球六大生产商之一，K2、NMN 原料设计产能也跻身全球前列。
- ✓ **横向纵向延伸布局，保健品全产业链覆盖。**2015年以来，公司开始进行战略延伸，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。

图：金达威主要产品

图：金达威保健品终端品牌矩阵

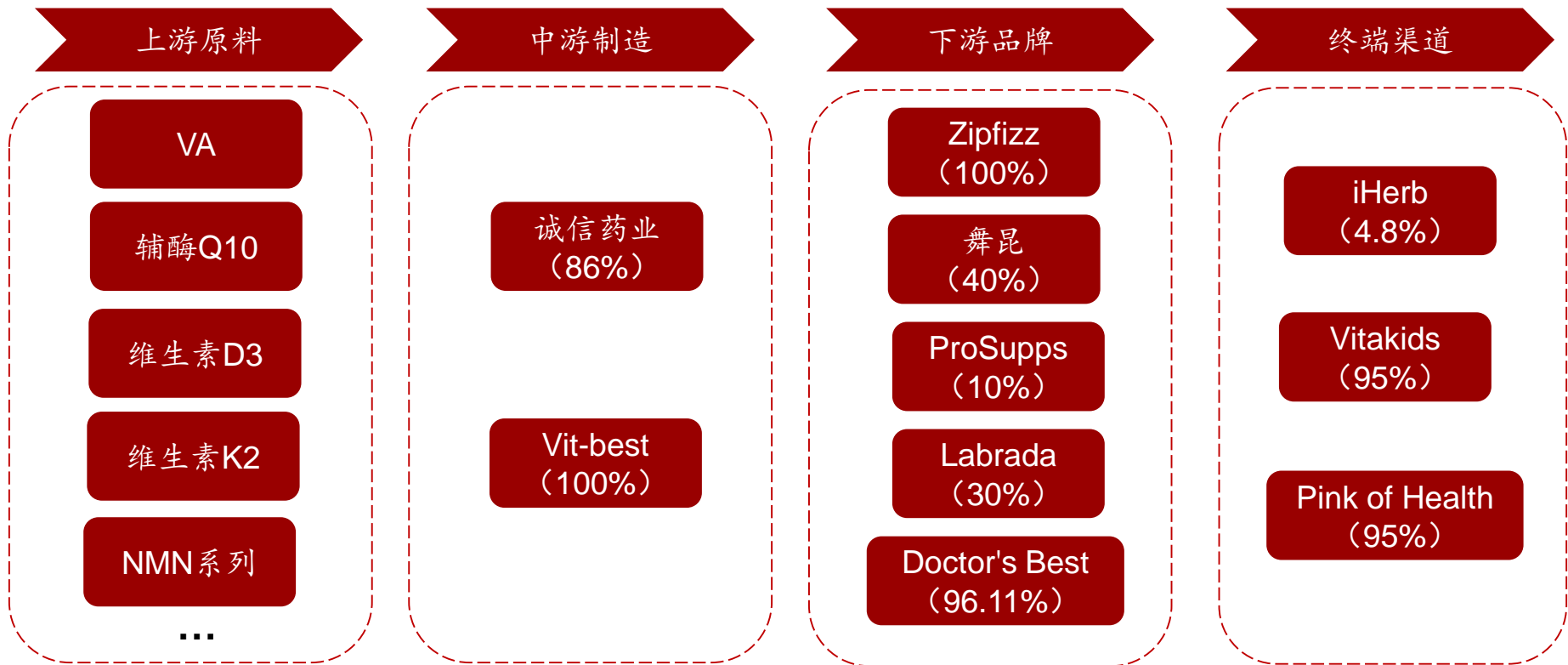
营养保健食品原料	
经营主体	<ul style="list-style-type: none"> 金达威维生素、金达威药业、金达威生物科技
主要产品	<ul style="list-style-type: none"> 辅酶Q10系列、维生素A系列、维生素D3系列、NMN原料、维生素K2系列、微藻DHA、植物性ARA等

营养保健食品终端产品	
经营主体	<ul style="list-style-type: none"> 美国子公司Doctor's Best、Zipfizz、Vit-Best、日本舞昆、香港金达威控股以及境内子公司金达威电子商务、北京盈奥食品
主要产品	<ul style="list-style-type: none"> 膳食补充剂、能量补充剂、运动营养食品、功能性营养食品等。 产品主要以软（硬）胶囊、片剂、粉剂、软糖、条棒、口服液等形态进行销售



金达威：全球原料供应龙头，纵向横向延伸布局

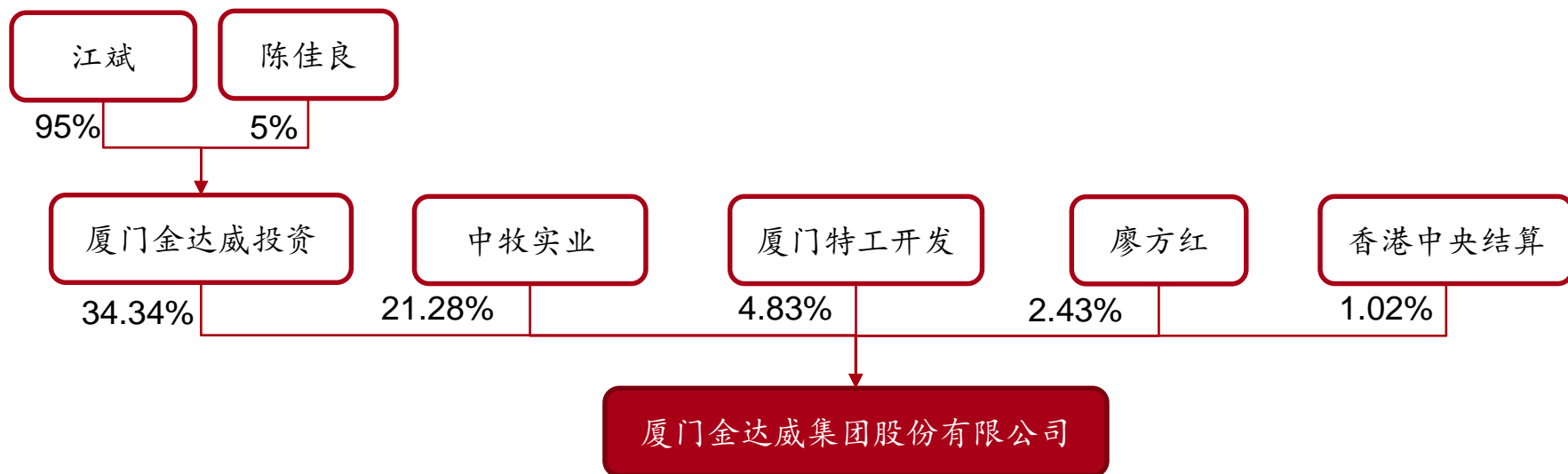
图：金达威全产业链布局



股权结构：江斌实际控制，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，持股比例约34%，实际控制人江斌为公司的董事长兼总经理。
- 中牧实业是公司的战略投资者。第二大股东中牧实业持股21.28%，同时是金达威前五大客户。是一家集研发、生产、销售、服务于一体的大型动物保健品和营养品生产企业，从公司采购维生素A、维生素D3等原料。

图：金达威股权结构



高管团队：分工明确，经验丰富

- **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总舵手，亲力亲为主抓新产品的选品和新技术的应用市场开发，副总詹光煌和张水陆分管技术研发和生产。
- **市场化薪酬体系，管理层稳定。**公司于2017年完成第一期员工持股计划，除江总外以下5位高管均认购百万以上份额，公司与核心骨干利益充分绑定。主要高管平均任职时间在10年以上，管理团队十分稳定。

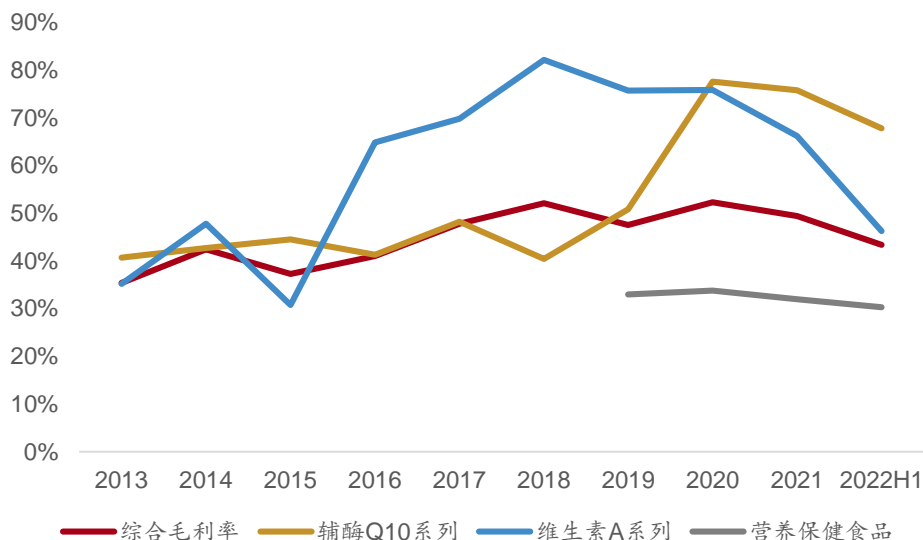
表：金达威部分高管背景介绍

姓名	年龄	职位	任期	薪酬(万)	持股数量	主要工作经历
江斌	56	董事长、总经理	1997至今	190	100000	2014年7月起任金达威控股有限公司执行董事；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月起任厦门金达威投资有限公司执行董事；2021年11月起任金达威（上海）营养食品有限公司执行董事。
洪航	41	董事、副总经理、财务总监、	2013至今	243	0	2019年8月至今，任内蒙古金达威药业有限公司董事；2022年01月至今，任上海金葱岁月生物科技有限公司董事长、总经理。
张水陆	58	副总经理	2004至今	200	0	2014年12月至今，任厦门金达威维生素有限公司董事、总经理；2014年12月起任厦门金达威生物科技有限公司董事长。
詹光煌	58	副总经理	2008至今	185	0	2021年3月至今，任江苏诚信药业有限公司董事长；2021年3月至今，任金达威生物技术（江苏）有限公司董事。
马国清	59	副总经理	2016至今	220	10000	2014年6月至今，任厦门金达威电子商务有限公司监事；2016年3月至2021年3月任上海燃卡贸易有限公司监事。
洪彦	58	董事会秘书、副总经理	2004至今	229	10000	2014年12月至今，任厦门金达威维生素有限公司监事；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。

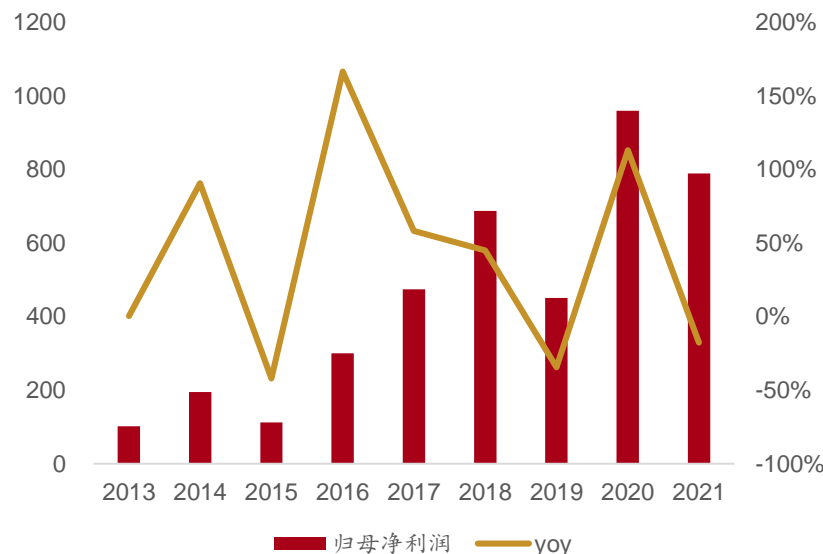
财务情况：利润率随原材料价格波动明显

- **毛利率和净利率随原材料价格波动。**历史上看辅酶Q10和维生素A毛利率随产品单价波动较大，2020年辅酶Q10价格涨幅明显，也对应着公司的利润高点，22年两项业务毛利率随均价下降明显承压。此外，公司目前账面上约有6亿商誉，19年VB计提大额商誉减值，20/21年分别计提商誉减值3703万、4037万。
- **辅酶Q10、维生素A和保健品贡献主要毛利。**22年H1公司综合毛利率约43%，辅酶Q10/维生素A/营养保健食品毛利率分别约为68%/46%/30%，对公司毛利贡献分别约为21%/40%/34%。

图：金达威各产品系列毛利率



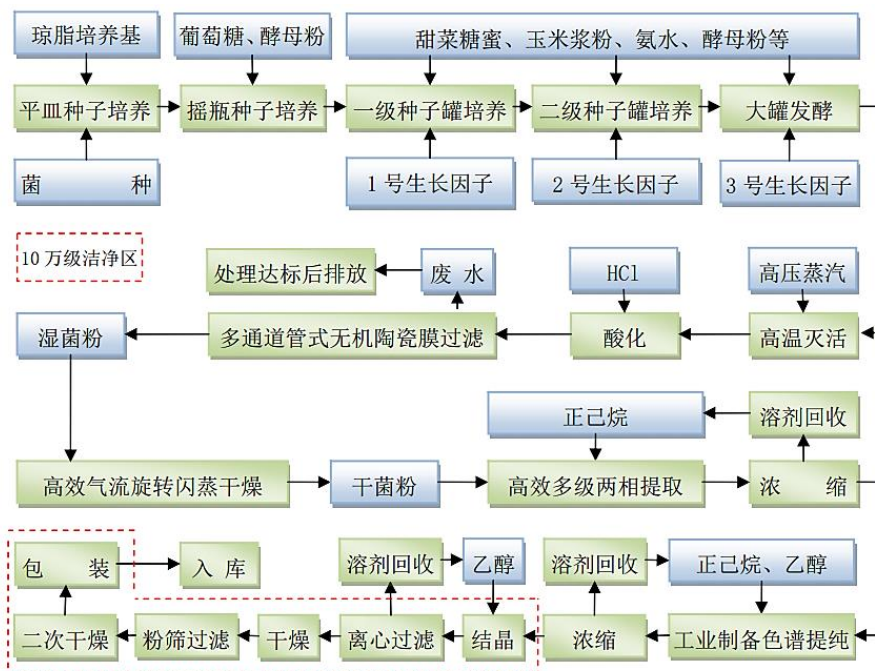
图：金达威归母净利润及增速（百万元）



辅酶Q10：万能营养素，提高心肌功能

- 辅酶Q10保护心肌和神经系统，具有药物治疗和保健双重功效。金达威原料业务中占比最大的辅酶Q10，是一种在生物体内广泛存在的脂溶性醌类物质，最重要的作用是清除自由基、提高免疫力，保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能。
- 辅酶Q10应用广泛，美国是全球最大市场。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辅酶Q10需求市场。

图：辅酶Q10的生产工艺流程



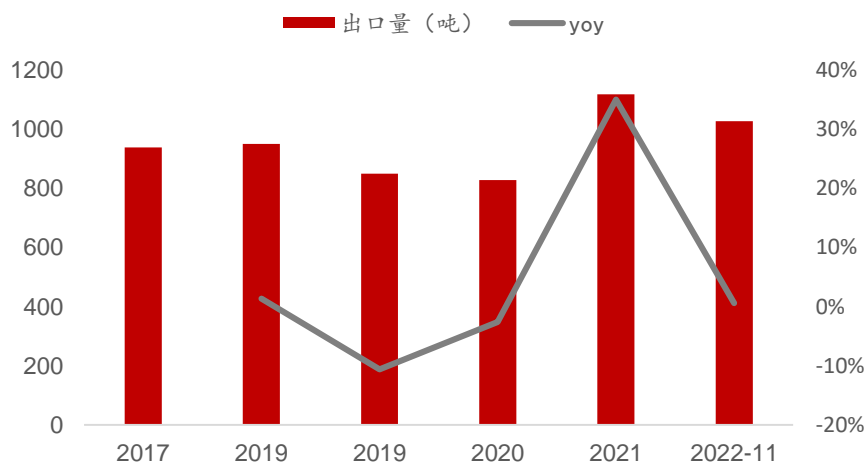
辅酶Q10：供给高度集中，生产向中国转移

- 原料业务的供给通常是寡头垄断格局。维生素及其中间体、膳食补充剂等元素原料生产商属于营养健康食品行业上游，由于技术、资金等方面壁垒较高，各元素厂商格局相对稳定，头部企业具备大规模生产的基础和继续扩产的能力，而新竞争者进入难度相对较大，通常呈现寡头垄断格局。
- 中国已经取代日本成为最大生产国和出口国。早期日本是辅酶Q10的主要供应国，2005年后中国生产企业在全球市场的话语权快速增强，目前中国已成为全球最大的生产国和出口国，2021年我国辅酶Q10的出口量达到1000吨以上。
- 国内市场格局逐渐清晰，金达威稳居龙头。辅酶Q10行业经过2003-2010年的洗牌，当前金达威、神舟生物、新和成和浙江医药等优势企业稳定竞争，金达威年产能600吨稳居第一，调研反馈公司依靠技术和规模在成本上也取得相对优势。

表：国内主要厂商辅酶Q10产能（吨）

生产企业	所在地区	产能
金达威	福建	600
新和成	浙江	300
神舟生物	内蒙古	300

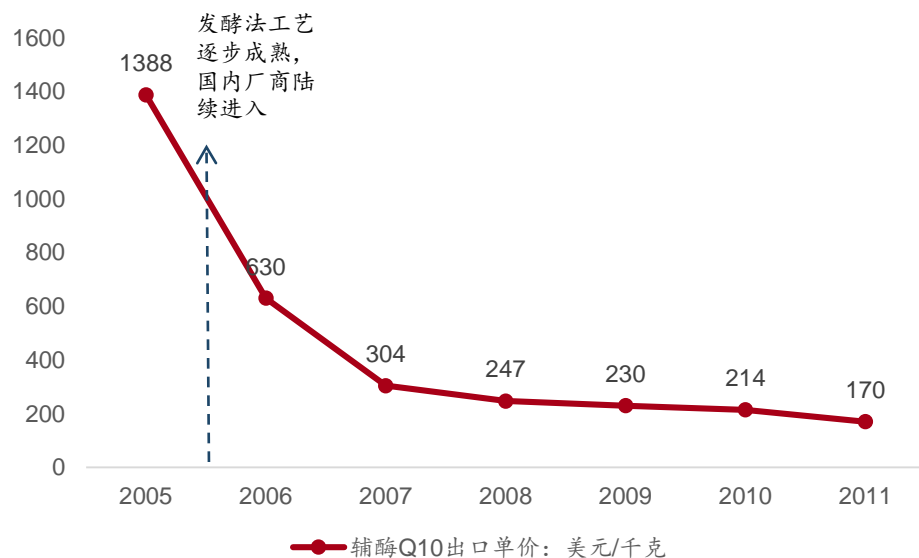
图：中国辅酶Q10出口量及增速



辅酶Q10：供给影响价格，近年波动较大

- 早期全球90%的供应来自日本，价格较高。2005年后随着发酵法的工艺逐步成熟以及国内生产技术的快速发展，国内厂商陆续进入，全球供给增多，价格逐步下探。
- 近年价格波动主要受供给端影响。2017-2019年日本部分厂商停产，国内厂商扩产，市场价格整体相对稳定；2020年受气候变化和安全环保因素的影响，辅酶Q10产量减少，产品市场价格大幅增长。2022年受下游需求疲软，叠加部分厂商扩产，价格有所下行。

图：2005-2011年辅酶Q10出口价格变化



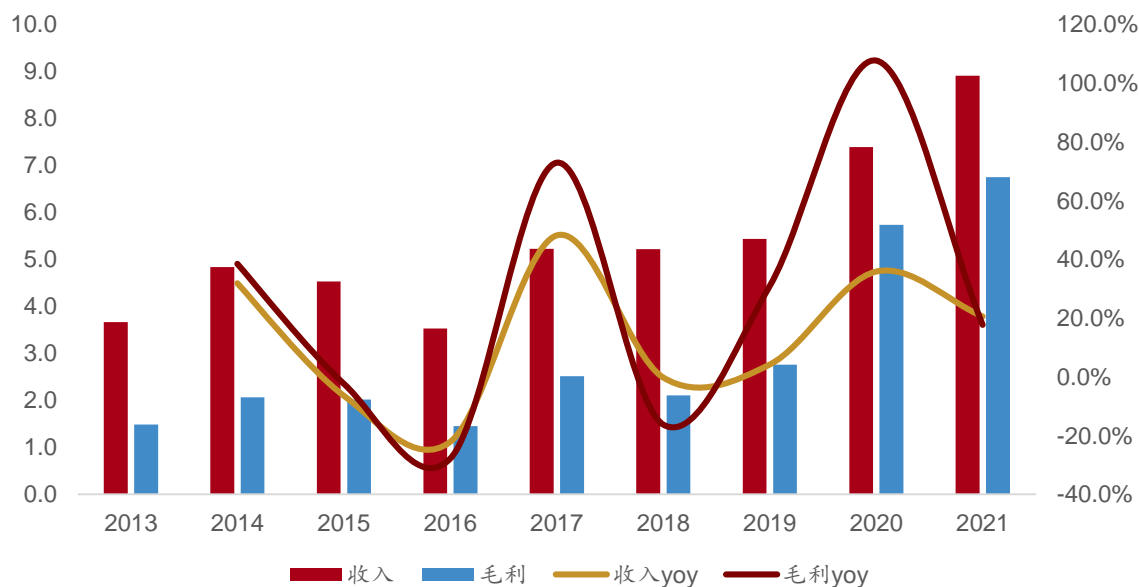
图：2017年至今辅酶Q10出口价格变化



辅酶Q10：下游需求提振，期待价格复苏

- 销量保持增长，价格下降导致短期收入下滑。22年H1金达威辅酶Q10营业收入4亿元，同比增速-12%，收入下滑主要系单价下降所致，销量保持增长。
- 疫情刺激需求增长，23年销量预计增长20%。近期新冠患者康复后对心肌炎等疾病关注度提高，保护心脏健康的辅酶Q10需求大幅增加。金达威是全球辅酶Q10原料供应龙头，年产能600吨，公司反馈元旦后订单明显增加，库存紧张，主要来自国内需求，预计2023年辅酶Q10销量有望增长20%以上。
- 下游需求走强，价格逐步企稳。强需求刺激下，目前辅酶Q10价格已经开始企稳，预期明年价格和毛利率有望恢复。

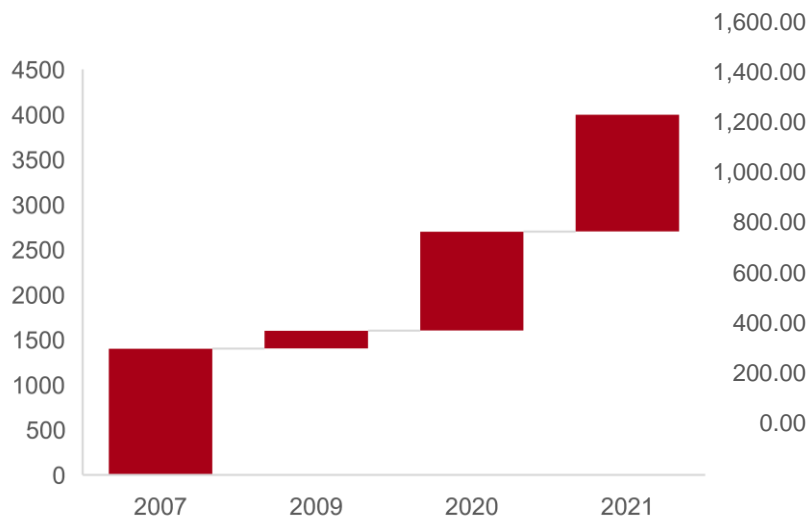
图：13年以来公司辅酶Q10收入及毛利（单位：亿）



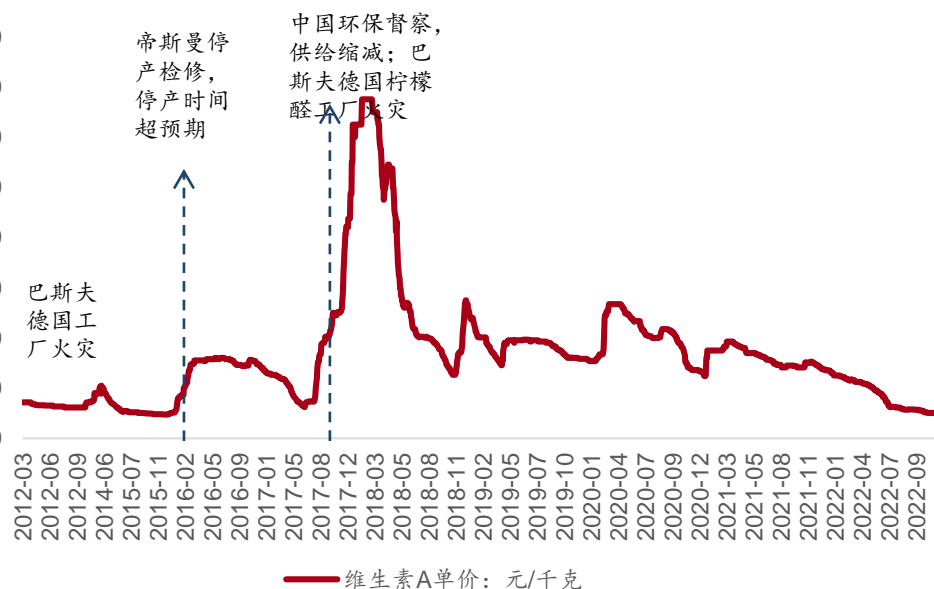
维生素A：供给影响价格，当前价格触底

- ✓ 全球维生素A行业集中度高。维生素A产能集中在国外的帝斯曼、巴斯夫、安迪苏和国内的新和成、金达威、浙江医药6家供应商手中，合计产能接近4万吨。其中，新和成、帝斯曼、巴斯夫和浙江医药4家企业产能占比接近80%。
- ✓ 下游需求稳定，供给变化导致维生素A价格波动。维生素A原料市场发展较为成熟，下游饲料需求占比超过80%，其余还有制药化工、食品饮料等，全球饲料产量复合增速约3.5%，下游需求稳定，过去供给变化是导致维生素A价格波动的主要原因。
- ✓ 维生素A价格触底，金达威产能扩张。21年以来维生素A受下游需求不景气，以及龙头巴斯夫定价策略影响，价格持续走低，目前已经基本跌至历史底部，部分厂商已经不盈利。随着国内养殖盈利修复以及欧洲能源危机持续发酵，预计23年维生素A价格有望企稳，金达威21年完成产能扩张，从2700吨增加至4000吨，新增产能预计在23年释放。

图：金达威维生素A产能（吨）



图：维生素A原料价格受供给端影响波动较大



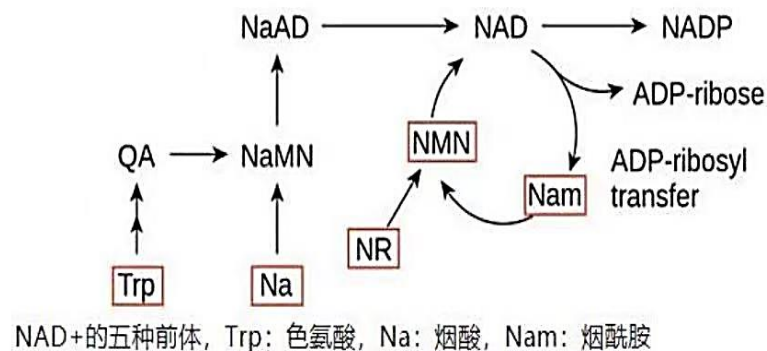
原料业务横向延申，布局NMN及其他新品

- **横向布局新产品，以NMN为代表。**NMN产品定位保健品具有抗衰老功能，在人体中是合成NAD+的前体，促进糖脂代谢，NMN主要起到提升人体NAD+浓度的作用。21年京东基因港NMN产品蝉联营养保健销量第一，表明国内消费市场处于快速扩张阶段，未来产品空间较大。中国是NMN的主要产区，金达威通过提前布局NMN产品线，跻身全球NMN原料设计产能前列。公司的内蒙古工厂建立500吨/年的NMN产线，作为下一个核心大单品推广。公司旗下Doctor's Best品牌也已经上线NMN产品，以国内销售为主。
- **公司也在布局维生素K2、ARA、DHA等新品。**维生素K2是一种脂溶性维生素，功效主要有加速凝血和预防骨质疏松症。ARA和DHA对婴儿的智力和视觉发育起着重要作用，且DHA在中老年人心血管健康有益。

表：金达威主要原料产能

产品类别	金达威维生素			金达威药业		
	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能
维生素A系列	4000	4000	-	-	-	-
维生素D3系列	1600	1600	-	-	-	-
辅酶Q10系列	-	-	-	600	600	-
维生素K2	-	-	-	100	100	-
NMN系列	-	-	-	500	500	-
透明质酸钠	-	-	-	200	-	200

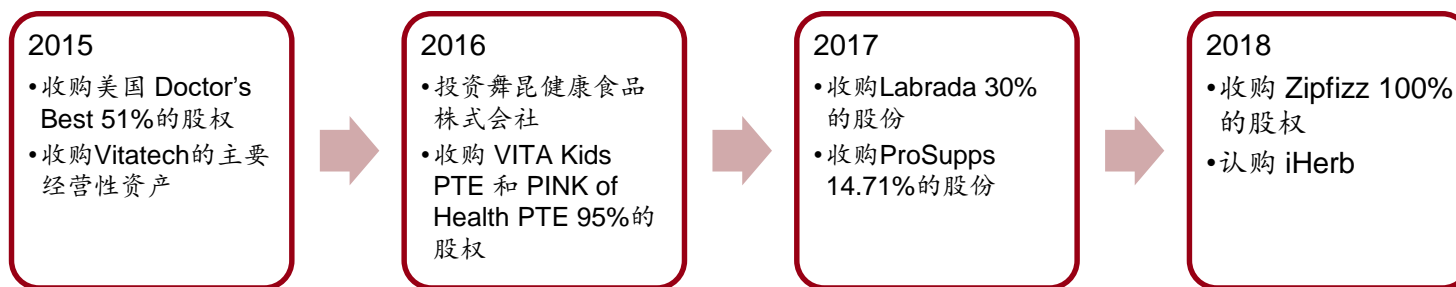
图：NMN提升NAD+含量的路径



保健品业务：并购海外标的，全产业链布局

- **收购DRB和Vitatech股权，进军保健品市场。** DRB是北美膳食补充剂行业为数不多的销售额超亿美元的俱乐部成员，基本覆盖全美线上、线下主要销售渠道，旗下拥有超过300种产品，辅酶Q10、氨糖软骨素等产品销量更是常年位于Amazon、iHerb等国际电商平台前列。公司在2015年收购Doctor's Best 51%的股权，16年增持至96.11%。同年，公司收购北美保健品生产商Vitatech的主要经营性资产。收购完成后，公司将产业链延申至北美保健品终端市场，并将北美生产的保健品引入中国市场。
- **收购VK和PH95%股权，辐射东南亚市场。** Vita Kids PTE在新加坡热门商圈有三个零售商店，销售超过50种来自北美、欧洲以及澳新等地的进口保健品及健康食品。PINK of Health同样是经营保健品以及健康食品的零售商。16年公司收购VK和PH95%的股权后，以新加坡为窗口成功辐射东南亚市场。
- **投资参股其他企业，进一步完善产业链布局。** 在收购了C端品牌DRB，生产企业Vitatech以及销售实体店VK、PH后，金达威又陆续投资、参股了数家公司。包括聚焦年轻女性爱美需求的舞昆、定位大众健身人群的ProSupps、定位年轻时尚人群的能量饮品Zipfizz以及全球最大的保健品电商平台iHerb。至此，公司在全球范围内逐步形成从原料生产贸易-成品生产贸易-品牌营销-渠道布局的保健品全产业链布局。

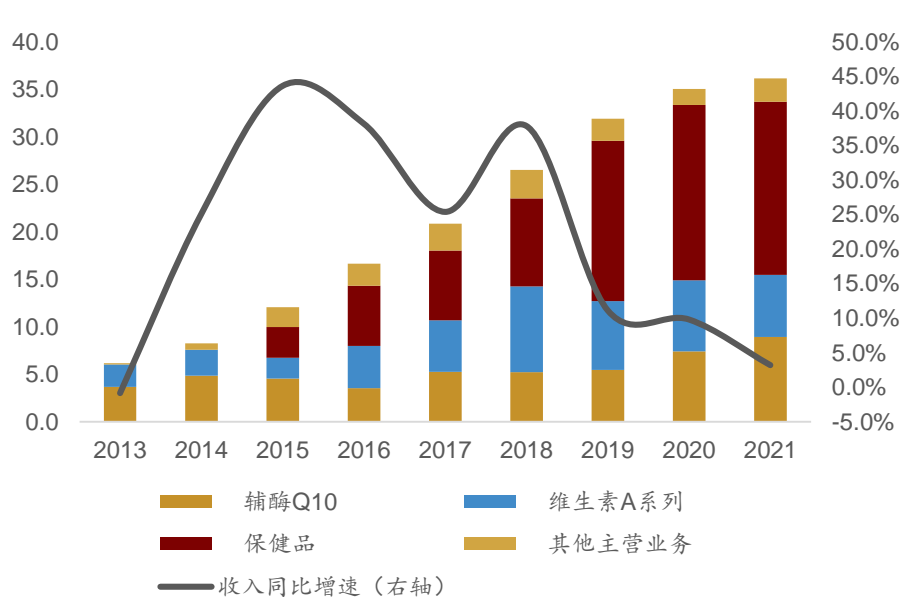
图：金达威海外并购历程



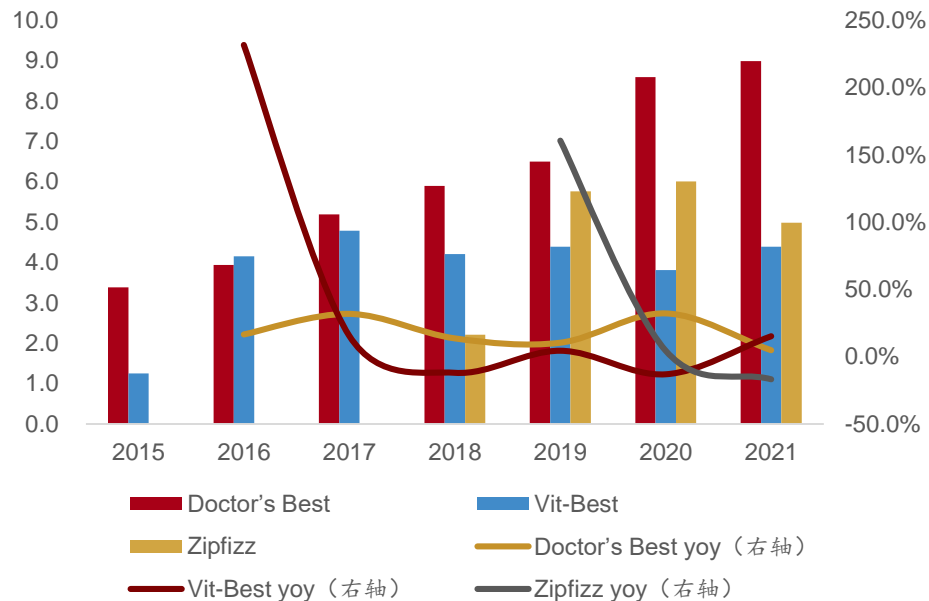
保健品业务：22年受地缘冲突影响，Doctor's Best有望恢复增长

- **Doctor's Best、Zipfizz、Vit-Best三个海外子公司贡献主要收入。** 1) DRB在21年收入9.0亿，净利润1.1亿，近几年通过产品和渠道扩张，18-21年收入复合增速15%，表现比较强劲。其核心产品包括辅酶Q10、深海鱼油、维生素D3、NMN等保健品，面向全球销售。随着消费者关注度提高，DRB有望加快在国内外市场的渗透； 2) Zipfizz收购后增长势头较猛，但由于线下销售占比超过90%，疫情后受损较为严重； 3) Vit-Best提供营养品承包生产服务，近年收入相对平稳。
- **22年受地缘冲突影响，Doctor's Best阶段性下滑。** Doctor's Best面向全球销售，22年地缘冲突对下游两个大经销商的销售影响较大，导致保健品业务下滑，23年预计有所恢复。

图：金达威主要业务构成（单位：亿）



图：金达威海外子公司收入（单位：亿）



盈利预测：原料价格触底，保健品需求抬升

- **维生素A**：21年公司产能从2700吨增加至4000吨，新增产能有望在23年逐步释放；维生素A价格目前接近历史底部，部分厂商已经不盈利，进一步下跌空间不大，随着国内养殖盈利改善以及欧洲能源危机发酵，23年价格有望企稳。
- **辅酶Q10**：近期新冠患者康复后对心肌炎等疾病关注度提高，保护心脏健康的辅酶Q10需求大幅增加。公司反馈元旦后订单明显增加，库存紧张，我们预计2023年辅酶Q10销量有望增长20%以上。随着下游需求走强，辅酶Q10价格已经企稳，预计23年价格和毛利率有提升空间。
- **保健品业务**：22年地缘冲突导致当地经销商销售受损，低基数下预计Doctor's Best、Zipfizz等品牌恢复性增长。Doctor's Best核心单品辅酶Q10近期国内需求旺盛，随着消费者关注度提升，中长期有利于品类渗透率和品牌知名度的提升。

盈利预测：原料价格触底，保健品需求抬升

表：金达威2022-2024年收入预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
维生素A系列	726	750	655	576	663	729
yoy	-19.7%	3.3%	-12.7%	-12.0%	20.8%	10.0%
量 (kg)	2689534	2691350	2690466	2959512	3403439	3743783
价 (元/kg)	270	279	243	195	195	195
辅酶Q10系列	544	739	891	735	1011	1163
yoy	4.1%	35.9%	20.5%	-17.5%	37.5%	15.0%
量 (kg)	463127	306486	363041	399345	499181	574058
价 (元/kg)	1174	2412	2455	1841	2025	2025
营养保健品	1687	1845	1822	1640	1884	2104
yoy	47.3%	9.4%	-1.3%	-10.0%	14.9%	11.7%
Doctor's Best	650	859	899	719	863	992
yoy	10.3%	32.2%	4.6%	-20%	20%	15%
Vit-Best	439	381	439	373	429	472
yoy	4.3%	-13.2%	15.1%	-15%	15%	10%
Zipfizz	576	601	499	548	592	640
yoy	160.4%	4.2%	-17.0%	10%	8%	8%
收入	3,192	3,504	3,616	3165	3803	4265
yoy	11.1%	9.8%	3.2%	-12.5%	20.1%	12.2%
毛利率	47.5%	52.3%	49.4%	37.8%	42.2%	42.9%

投资建议：辅酶Q10走强，经营拐点已至

投资建议：辅酶Q10走强，经营拐点已至。金达威是全球辅酶Q10原料供应龙头和维生素A六大供应商之一，并通过海外并购向C端品牌延申布局。近期新冠患者康复后对心肌炎等疾病关注度提高，保护心脏健康的辅酶Q10需求大幅增加，随着下游需求走强，公司原料价格有望止跌企稳。公司另一种主要原料维生素A价格也已经触底，国内多数厂商已经不盈利，价格进一步下降空间不大。同时，疫情不仅导致保健品短期需求增加，中长期更构成消费者认知度加速提升的催化。公司旗下Doctor's Best等C端品牌同样有望加快在中国市场的渗透。我们预计22-24年EPS为0.61、1.11、1.30元，首次覆盖，给予目标价28元，对应23年25倍PE，给予“增持”投资评级。

表：金达威2022-2024年盈利预测

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3504	3616	3165	3803	4265
同比增长	10%	3%	-12%	20%	12%
营业利润(百万元)	1131	937	439	799	938
同比增长	95%	-17%	-53%	82%	17%
归母净利润(百万元)	959	789	367	672	789
同比增长	113%	-18%	-53%	83%	18%
每股收益(元)	1.56	1.28	0.61	1.11	1.30
P/E(倍)	14.2	17.3	36.5	20.0	17.0
P/B(倍)	4.0	3.4	3.4	3.0	2.6

风险提示

- 1、原料价格大幅波动
- 2、海外需求疲软
- 3、品类推广不及预期
- 4、主流供应厂商扩产，行业竞争加剧

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，5年消费品研究经验。

许菲菲：生物医药行业联席首席分析师，复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，6年卖方研究经验，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实。曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

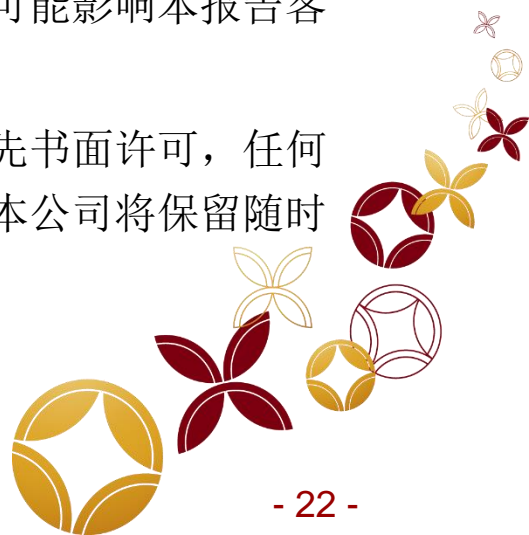
中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢您宝贵的时间

Thank You