

公司研究

辅酶 Q10 龙头，C 端布局有望打开新空间

——金达威（002626.SZ）投资价值分析报告

要点

金达威：全产业链布局的保健食品龙头公司。金达威早期主营原料业务，上市后开始拓展 C 端保健食品领域，借助收购完善品牌布局，目前已覆盖保健食品上游原料供应、中游制剂生产、下游品牌运营及渠道布局等多个环节。24 年公司总营收 32.4 亿元，其中营养原料/营养保健食品收入分别占比 37%/61%。原料产品以辅酶 Q10 和维生素 A 为主，保健食品以 Doctor's Best 多特倍斯、Zipfizz 等品牌为主，目前主要在境外生产销售，同时通过跨境电商在国内亦有一定体量。

原料业务：辅酶 Q10 绝对龙头，优势持续巩固。1) 辅酶 Q10 对心脏/肝脏/肾等具有良好的保健作用，其市场需求呈现持续增长态势。据公司公告援引 Axiom MRC 预测，23 年辅酶 Q10 全球市场规模 10 亿美元，预期 29 年有望达到 18 亿美元、CAGR 约 10%。中国是全球最大的辅酶 Q10 生产国、占全球产能接近 90%。其中金达威为全球最大生产商，2024 年占全球产能超过 35%，25 年扩产后占全球产能有望超过 50%。公司在辅酶 Q10 品类已经奠定领先优势，预计辅酶 Q10 业务有望保持稳健增长。2) 维生素 A 需求呈现平稳低速增长，金达威的维生素 A 产能在全球产能占比约 8%。公司维 A 价格受市场供给影响、波动较为明显，销量端预计后续平稳。此外，公司积极建设万吨油脂项目，把握高端功能性油脂市场需求，DHA/ARA 等产品亦有望带来增量。

C 端品牌：核心原料提供产品品质背书，品牌投入有望强化。1) 疫情后营养保健食品行业加速扩容，老龄化加剧以及年轻消费者健康意识提升，保健品需求端具备支撑。2025 年中国维生素及膳食补充剂终端零售规模约 2405 亿元人民币，渗透率及人均消费金额仍有提升空间。其中电商渠道逐步占据主导地位、25 年零售额占比已提升至 60%+。2) 公司近年来发力 C 端品牌布局，产品端借助自有的辅酶 Q10 原料，为产品品质提供背书，通过拳头产品打造品牌形象，同时也有助于控制产品成本。渠道端以线上渠道为主、收入占比超过 50%，借助抖音/快手/小红书等社交媒体，提升品牌在国内市场知名度，25 年境内保健品销售表现较好，“618”“双十一”期间销售额增长亮眼，26 年公司或继续加大在国内市场的 C 端布局，后续收入增长有望提速。

盈利预测、估值与评级：公司在辅酶 Q10 领域具备领先优势，原料业务有望稳健增长，后续伴随公司加大 C 端投入布局，保健品业务增长有望提速。我们预测公司 2025-27 年营收为 35.5/40.7/46.8 亿元，归母净利润为 4.58/5.07/5.73 亿元，当前股价对应 P/E 为 24/21/19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，生产及食品安全风险，原料业务价格波动风险，可转债募投项目进展不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,103	3,240	3,548	4,073	4,683
营业收入增长率	3.10%	4.43%	9.50%	14.82%	14.96%
净利润（百万元）	277	342	458	507	573
净利润增长率	7.74%	23.59%	33.84%	10.78%	13.08%
EPS（元）	0.45	0.56	0.75	0.83	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.05%	7.99%	10.18%	10.81%	11.65%
P/E	39	32	24	21	19
P/B	2.8	2.5	2.4	2.3	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-09

增持（首次）

当前价：17.84 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebcn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.10
总市值(亿元):	108.81
一年最低/最高(元):	14.20/22.44
近 3 月换手率:	69.8%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.47	-5.76	0.84
绝对	-4.17	-8.38	24.19

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入端：1) **辅酶 Q10：**公司在辅酶 Q10 赛道具备领先优势，产能扩张后有望进一步巩固市占率，其中量有望保持增长，价格随着行业逐步成熟、预期后续呈现稳中趋降的趋势。预测辅酶 Q10 在 2025-27 年营收同比+1.2%/+10.7%/+10.7%，其中销量同比+10%/+13%/+13%，均价-8%/-2%/-2%。2) **维生素 A：**目前维生素 A 业务处于自然发展状态，价格主要受供给端影响、波动较为明显。25 年维生素 A 市场价格上涨明显，之后有所回落。销量方面 24 年阶段性停产，25 年销量明显回升，预计后续平稳。预测维 A 在 2025-27 年营收同比+80%/+7.8%/+7.8%。3) **营养保健食品：**公司或加大 C 端品牌布局，其中海外营养保健食品销售或保持平稳增长，国内市场后续加大相关投入、布局电商渠道，26 年有望加速增长。预测营养保健食品 2025-27 年营收同比+2%/+18%/+18%。

毛利率：1) 辅酶 Q10：虽然均价有一定下移，但公司提升生产效率，毛利率有望保持稳定。2) 维生素 A：25 年毛利率或有所抬升，26 年将有所下移。3) 营养保健食品：预测毛利率稳中略升。综合预测毛利率为 40.0%/39.6%/39.5%。

费用率：1) 伴随公司发展 C 端营养保健食品，相关的品牌费用投入或加大，销售费用率或有一定抬升，预测 2025-27 年销售费用率为 9.8%/10%/10%。2) 管理及研发费用率相对平稳，预测 2025-27 年维持在 13.9%。

我们区别于市场的观点

市场对辅酶 Q10 行业的成长性关注度较低，认为保健品上游原料市场空间有限，且壁垒较低、易陷入价格竞争。我们认为辅酶 Q10 近年来保健功能被逐步挖掘，消费者对于辅酶的外源性补充需求显著增长。受银发经济、消费者认知升级等因素影响，辅酶 Q10 赛道仍处于成长阶段。公司作为全球最大的生产商，具备领先的竞争优势与话语权，原料业务成长确定性较高。

由于保健品行业集中度低，即使头部品牌也难以获取高市占率，市场对 C 端品牌能否做大往往持观望态度。我们认为相较于竞品，公司在上游原料领域的布局有望为 C 端产品提供较强的品质背书，可通过塑造拳头单品来打造品牌形象，另外使用自研自产的原料也有助于控制成本。且公司后续或加大在国内电商渠道的布局，C 端品牌有望实现较高增量。

股价上涨的催化因素

1) 辅酶 Q10 行业景气度提升，公司辅酶 Q10 收入增长提速；2) 公司在 C 端品牌布局见效，保健品业务收入增长提速；3) 海外品牌推新/客户拓展顺利。

估值与评级

金达威目前已实现保健品全产业链布局，公司在辅酶 Q10 赛道具备领先优势。考虑辅酶 Q10 行业景气度仍较高，公司产能扩张下，原料业务有望保持稳健增长。C 端保健品业务有望借助原料背书，后续伴随公司加大 C 端投入布局，保健品业务增长有望提速。我们预测公司 2025-27 年营收为 35.5/40.7/46.8 亿元，归母净利润为 4.58/5.07/5.73 亿元，当前股价对应 P/E 为 24/21/19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、金达威：全产业链布局的保健食品龙头公司	6
1.1 从原料到 C 端品牌，布局全产业链	6
1.2 股权结构与管理层稳定	8
1.3 收入稳健扩张，利润有所波动	9
2、原料业务：辅酶 Q10 绝对龙头，优势持续巩固	10
2.1 辅酶 Q10：需求持续增长，格局高度集中	10
2.2 维生素：需求平稳低速增长，格局相对稳固	11
2.3 公司辅酶 Q10 优势领先，积极拓展油脂品类	12
3、C 端品牌：核心原料提供品质背书，品牌投入有望强化	15
3.1 营养保健食品：需求端仍有支撑，电商为重要渠道	15
3.2 公司产品具备原料优势，积极进行品牌布局	19
4、盈利预测、估值与评级	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	25
4.3 绝对估值	25
4.4 投资建议	27
5、风险分析	27

图目录

图 1: 公司产品结构	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 金达威股权结构及主要控股参股公司	8
图 4: 公司营业收入及同比	9
图 5: 公司归母净利润及同比	9
图 6: 公司毛利率及净利率	9
图 7: 公司期间费用率	9
图 8: 全球辅酶 Q10 市场规模	10
图 9: 美国和中国辅酶 Q10 市场规模	10
图 10: 中国辅酶 Q10 出口量	11
图 11: 辅酶 Q10 在中国主要以出口为主	11
图 12: 维生素下游应用领域	12
图 13: 维生素 A 全球市场规模	12
图 14: 维生素 A 市场格局 (2019 年)	12
图 15: 公司辅酶 Q10 产销量	13
图 16: Omega-3 全球市场规模	14
图 17: ARA 全球市场规模	14
图 18: 藻油 DHA 全球市场规模	14
图 19: 金达威有效授权专利数量	15
图 20: 公司历年研发人员数量、占比及研发费用率	15
图 21: 全球 VDS 终端市场规模	15
图 22: 全球每日服用营养保健食品人数占比	16
图 23: 美国 VDS 终端零售规模	16
图 24: 全球不同区域营养保健食品渗透率	16
图 25: 中国 VDS 终端零售规模	17
图 26: 中国人均营养保健品消费金额在较低水平 (2024 年)	17
图 27: 中国年轻人群营养保健品渗透率较低 (2023 年)	17
图 28: 中国 VDS 渠道结构变化	18
图 29: 中国保健品进口额及同比	18
图 30: 23 年中国保健品进口额分布	18
图 31: 中国营养保健食品市场格局	19
图 32: 美国营养保健食品市场格局	19
图 33: 西欧营养保健食品市场格局	19
图 34: 子公司 Doctor's Best 多特倍斯与 Zipfizz 营收 (单位: 亿元)	20
图 35: 子公司 VitaBest 营收	20
图 36: 子公司 VitaBest 净利润, 25H1 扭亏为盈	20
图 37: 公司营养保健食品成品渠道结构	23
图 38: 多平台达人种草营销矩阵	23
图 39: Doctor's Best 多特倍斯 2025 年“618”销售额同比	23

图 40：Doctor's Best 多特倍斯 2025 年“双十一”销售额同比..... 23

表目录

表 1：金达威主要产品/业务	6
表 2：公司保健食品主要终端品牌	7
表 3：公司主要管理层	8
表 4：公司主要原料产品产能（截至 2024 年底）	13
表 5：Doctor's Best 多特倍斯主要产品	21
表 6：不同品牌辅酶 Q10 产品对比	22
表 7：公司分产品收入预测	24
表 8：公司毛利率及费用率预测	25
表 9：可比公司盈利预测与估值对比	25
表 10：绝对估值核心假设表	26
表 11：现金流折现及估值表	26
表 12：敏感性分析表	26

1、金达威：全产业链布局的保健食品龙头企业

1.1 从原料到 C 端品牌，布局全产业链

金达威是覆盖保健品上游原料、中游生产、下游品牌运营等各环节的全产业链公司。公司于 1997 年 11 月注册成立，早期主要专注于辅酶 Q10、维生素 A/维生素 D3、微藻 DHA、植物性 ARA 等原料产品的研发生产和销售，2014 年以后通过收购等方式布局保健食品终端及生产领域，目前公司已覆盖保健食品上游原料供应、中游制剂生产、下游品牌运营及渠道布局等各个环节，是保健食品全产业链公司。24 年公司总营收 32.4 亿元，其中营养原料产品/营养保健食品成品收入分别为 12.07/19.64 亿元，营收占比约 37%/61%。

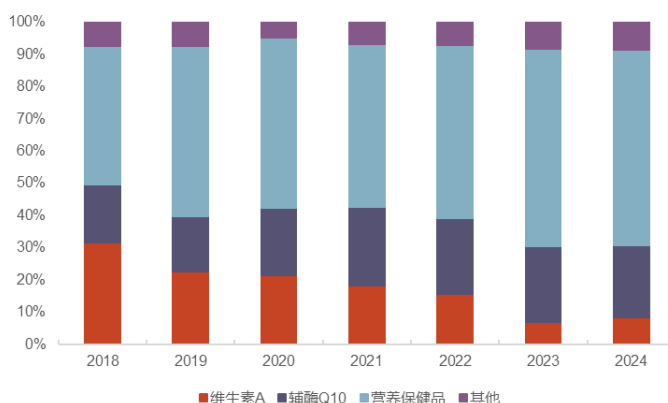
表 1：金达威主要产品/业务

分类	经营主体	产品
营养保健食品原料	金达威维生素、金达威药业、金达威生物科技、诚信药业	保健食品原料 ：辅酶 Q10、微藻 DHA、植物性 ARA、维生素 A/D3/K2、纳豆激酶、PQQ、NMN 系列产品等 饲料添加剂 ：维生素 A、维生素 D3 等
营养保健食品终端产品	美国子公司 Doctor's Best（同时运营 Activ）、Zipfizz、Vit-Best、NCB、日本舞含软（硬）胶囊、片剂、粉剂、软糖、条棒、RTD 等形态	膳食补充剂、能量补充剂、运动营养食品、功能性营养食品、阿洛酮糖产品等，产品主要包

资料来源：公司公告，光大证券研究所

原料产品以辅酶 Q10 和维生素 A 为主、收入占比较高，保健食品终端品牌以 Doctor's Best 多特倍斯为主、目前主要在境外销售。公司原料产品以辅酶 Q10、维生素 A 为主，24 年辅酶 Q10 营业收入为 7.26 亿元，占公司总营收比重约 22%，辅酶 Q10 在境内生产但主要在境外销售。24 年维生素 A 系列收入为 2.73 亿元，占营收比重约 8%。保健食品终端品牌以 Doctor's Best 多特倍斯、Zipfizz 等为主，24 年营收 19.64 亿元，占公司营收比重约 61%，目前主要在境外生产销售，同时通过跨境电商渠道在国内亦有一定体量。

图 1：公司产品结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

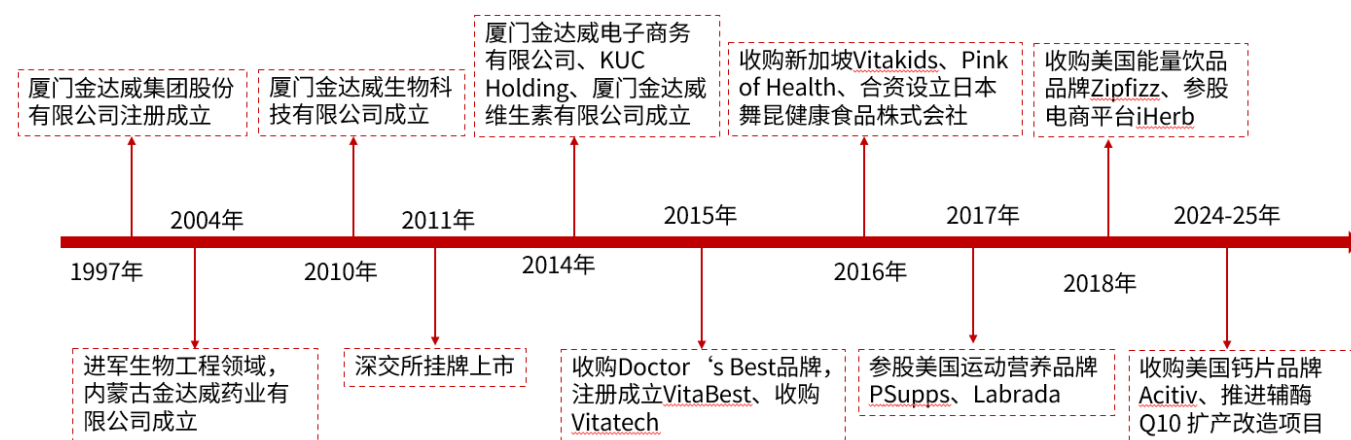
表 2：公司保健食品主要终端品牌

品牌	logo	简介
Doctor's Best 多特倍斯		Doctor's Best 多特倍斯是营养补充剂品牌，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、高吸收 100% 螯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。
Zipfizz		Zipfizz 是一种功能性饮料，是美国 Costco、Sam's Club 等大型零售商超的热销明星品牌。2025 年 Zipfizz 增加 4 种新口味产品，同时推出“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		Viactiv 是美国钙软咀嚼补充剂品类的知名品牌，其倡导以科学为动力，美味与健康完美结合的产品理念。
RxSugar		RxSugar 是公司控股子公司 NORTH COURSE BRANDS, LLC 收购的美国阿洛酮糖产品品牌，其产品主要以阿洛酮糖为主要原料。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

复盘公司发展历程，其早期主营原料业务，率先实现辅酶 Q10 产业化，上市后拓展至保健食品领域，借助收购完善品牌布局。公司成立之初主要专注于维生素 A、维生素 D3 等食品营养强化剂、饲料添加剂系列产品的研发、生产和销售，2004 年起进军生物工程领域，进行产品创新，完善产品组合。首先实现辅酶 Q10 产业化，2009 年底开始采用微生物发酵法生产微藻 DHA 和植物性 ARA。2011 年公司在深交所挂牌上市，上市后逐步向营养保健食品领域拓展，2014 年底公司公告在美国注册子公司“KUC Holding”，之后通过 KUC 收购美国 Doctor's Best 多特倍斯品牌，2015 年成立 VitaBest Nutrition，收购 Vitatech，拓展保健品中游制剂生产，之后陆续收购新加坡 Vitakids、Pink of Health、日本舞昆、Labrada、Zipfizz 等品牌，参股电商平台 iHerb。2020 年控股江苏诚信药业，拓展在医药原料领域的布局，2024 年收购 Actic，并继续布局辅酶 Q10 产能扩建项目，巩固原料产品优势。

图 2：公司发展历程

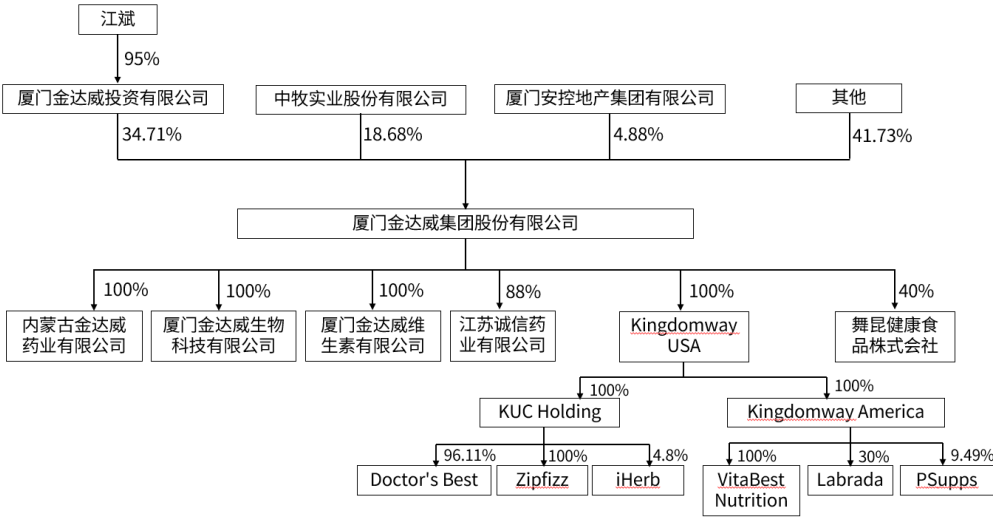


资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

1.2 股权结构与管理层稳定

第一大股东持股约 35%，创始人为公司实控人。截至 2025 年三季度末，公司第一大控股股东为厦门金达威投资有限公司，持股比例为 34.71%，实际控制人江斌通过持有厦门金达威投资有限公司 95%的股份对上市公司间接控股。中牧实业股份有限公司持股比例为 18.68%，厦门安控地产集团有限公司持股 4.88%，上市以来公司股权结构较为稳定。

图 3：金达威股权结构及主要控股参股公司



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截至 2025 年三季度末

公司管理层整体较为稳定。董事长江斌作为公司创始人和实控人，从 1997 年公司成立以来一直担任董事长，带领公司从早期的以维生素业务为主逐步向营养健康领域全产业链发展，其他高管在公司亦有多年工作经历，管理层整体较为稳定。

表 3：公司主要管理层

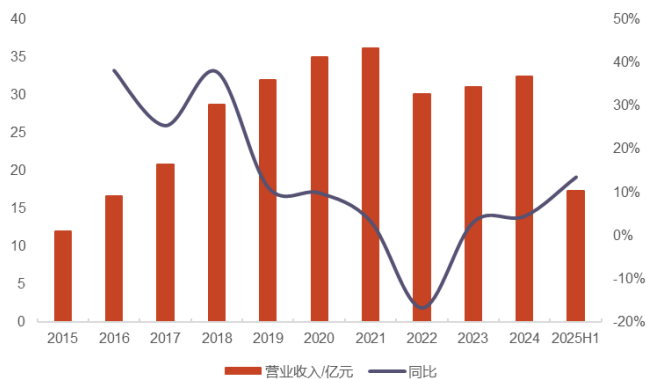
姓名	目前职位	主要经历
江斌	董事长、总经理	公司创始人，1997 年 11 月至今任公司董事长，2010 年 4 月至今担任公司总经理，2014 年 6 月起任金达威电子商务执行董事兼总经理，2014 年 11 月起任 KUC Holding 首席执行官；2014 年 12 月起任 Kingdomway America,LLC 首席执行官；2015 年 3 月起任 Doctor's Best 董事长；2015 年 4 月起任迪诺宝（厦门）国际贸易有限公司执行董事兼总经理；2015 年 9 月起任 VitaBest Nutrition 首席执行官；2015 年 10 月起任 Kingdomway Nutrition,Inc.首席执行官；2015 年 12 月起任 KINGDOMWAY PTE.LTD.董事；2016 年 4 月起任舞昆食品董事、VITAKIDS PTE.LTD.董事、PINK OF HEALTHPTE.LTD.董事；2017 年 1 月起任 Kingdomway USA Corp.首席执行官；2018 年 7 月起任 Zipfizz Corporation 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；2019 年 6 月起任北京盈奥执行董事；2024 年 2 月起任 VITABEST HEALTH SCIENCE,INC.董事；2024 年 6 月起任 ORGARA NUTRITION LLC 董事长、首席执行官；2024 年 8 月起任金元生物科技（内蒙古）有限公司董事长；2024 年 9 月起任 NORTH COURSE BRANDS,LLC 董事会主席；2025 年 2 月起任 Kingdomway E-Commerce LLC 首席执行官。
詹光煌	副总经理	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；2024 年 8 月至今，任金元生物科技（内蒙古）有限公司董事。
洪航	副总经理、财务总监	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；2016 年起任 Doctor's Best Inc 董事兼秘书；2018 年起任 Zipfizz Corporation 董事兼秘书；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，任上海金葱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 月起任金葱岁月生物科技控股有限公司董事。
陈佳良	常务副总经理	2001 年 6 月至今任公司董事。2012 年 5 月至今，任金达威药业董事；2013 年 4 月至今，任公司常务副总经理；2014 年 12 月至今，任金达威维生素董事长。
李晓芳	副总经理,董事会秘书	曾任广发证券股份有限公司投行业务管理委员会总监，2025 年 6 月起加入公司。

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 收入稳健扩张，利润有所波动

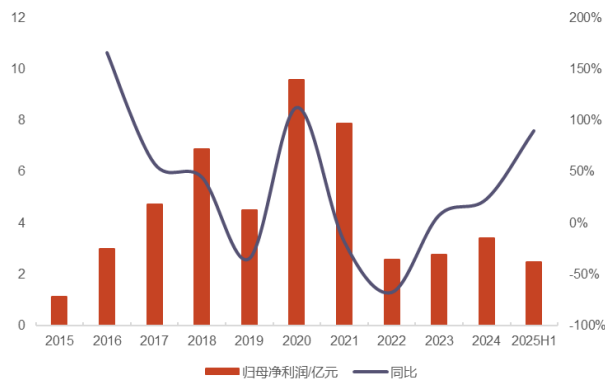
2020 年以前收入规模扩张较快，近两年保持稳健增长，利润端有所波动。公司 2024 年实现营收 32.40 亿元，同比增长 4.43%，2020 年以前收入增速较快、规模扩张较为明显，2015-2020 年收入 CAGR 约 23.83%，21 年后增速放缓，22 年受地缘政治、原料价格下降影响，收入有所承压，23-24 年收入保持稳健增长，25H1 收入同比增长 13.5%、有所提速。利润端，24 年归母净利润 3.42 亿元，25H1 归母净利润同比增幅 90%，历年净利润波动较为明显。

图 4：公司营业收入及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

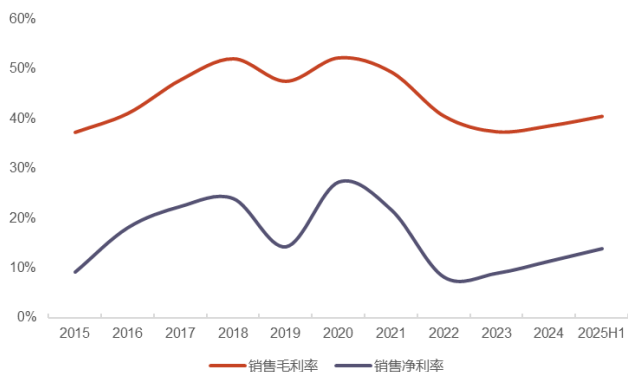
图 5：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

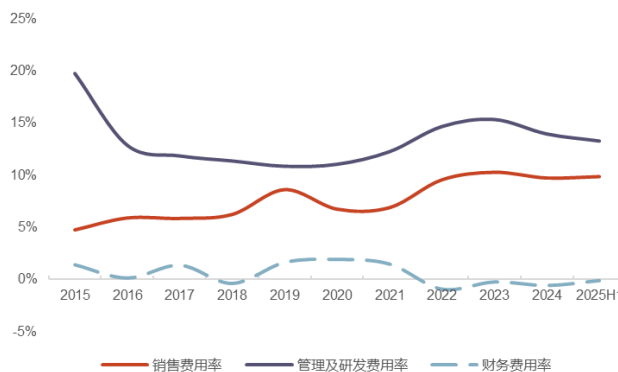
毛利率主要受维生素 A 等原料价格影响，费用率近两年抬升。公司毛利率波动较大，主要受维生素 A 等原料价格波动影响，如 2016 年供给端紧缺，维生素 A 价格上涨，公司维 A 毛利率大幅提升，2018 年后行业产能扩张、供给增加，但在下游饲料/养殖行业不景气、消费需求低迷等多重因素影响下，产业进入去库存阶段，维 A 销售单价走低，23 年公司维 A 毛利率为负。24 年开始因行业去产能、库存处于低位，巴斯夫等停产维修，维生素 A 价格上涨，公司毛利率有所回升，25H1 毛利率达到 40.5%。费用端，公司过去主要供应 B 端客户，注重费用投入产出比以及经营效率，销售费用率稳定在低位水平，近两年对 C 端品牌重视度提升，费用率有所抬升。

图 6：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、原料业务：辅酶 Q10 绝对龙头，优势持续巩固

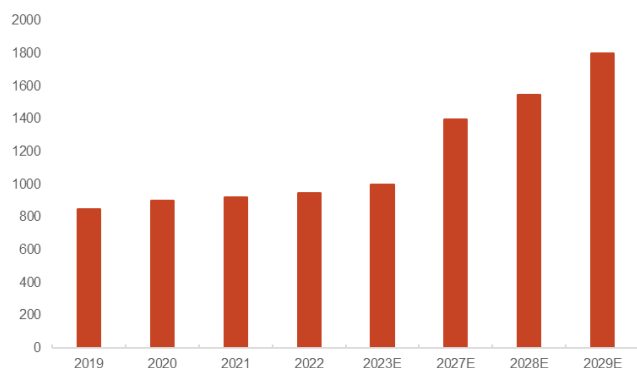
2.1 辅酶 Q10：需求持续增长，格局高度集中

辅酶 Q10 是存在于人体所有细胞中的脂溶性抗氧化剂，在人体能量代谢和抗氧化保护活动中发挥重要作用，能激活人体细胞和细胞能量的营养，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、急慢性肝炎、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”。

美日等国家已将人体中辅酶 Q10 含量多少作为身体健康与否的重要指标，消费者接受度亦不断提升。2004 年美国 FDA 批准辅酶 Q10 可以作为营养保健食品使用，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 辅酶 Q10 以减小该类药物对身体的损害，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。在日本，辅酶 Q10 起初主要应用于药品，随着研究的广泛和深入，日本在 2002 年放宽了相应规定、允许辅酶 Q10 作为营养保健食品和护肤产品使用。在中国，2006 年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，《中国居民膳食营养素参考摄入量（2023 版）》推荐健康成人每日补充 100mg 辅酶 Q10。据《中国居民膳食营养素参考摄入量》修订工作组披露，中国 35 岁以上人群辅酶 Q10 内源性合成能力平均下降达 40% 以上，尤其在长期熬夜、慢性病管理及运动负荷较高群体中，外源性补充需求显著增长。

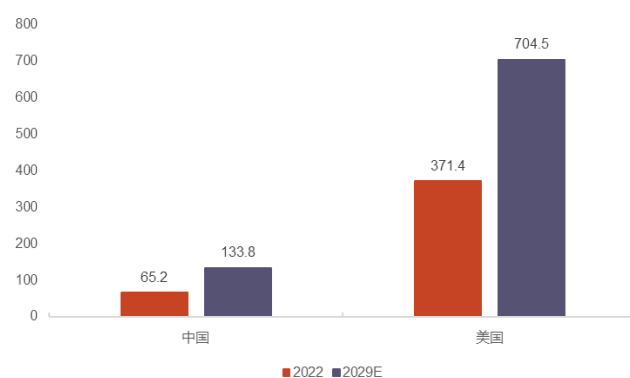
辅酶 Q10 市场需求呈现增长趋势，估计 2023 年全球市场规模 10 亿美元左右，至 2029 年有望保持双位数复合增速。伴随辅酶 Q10 新功能不断发现，其应用场景逐渐丰富，市场需求亦呈现出持续增长的态势，据公司公告援引 Axiom MRC 数据，22 年全球辅酶 Q10 市场规模约 9.5 亿美元，估计 23 年规模约 10 亿美元，预期 29 年有望达到 18 亿美元、2023-29E 规模 CAGR 约 10.3%。其中美国为全球最大的需求市场，22 年辅酶 Q10 市场规模 3.7 亿美元，预期 29 年有望达到 7.05 亿美元、2022-29E 规模 CAGR 约 9.6%。中国 22 年辅酶 Q10 市场规模为 0.65 亿美元，预期 29 年有望达到 1.34 亿美元、2022-29E 规模 CAGR 约 10.8%，受银发经济、消费者认知升级等因素影响，辅酶 Q10 赛道仍处于成长阶段。

图 8：全球辅酶 Q10 市场规模



资料来源：公司公告，Axiom MRC 预测，光大证券研究所；单位：百万美元

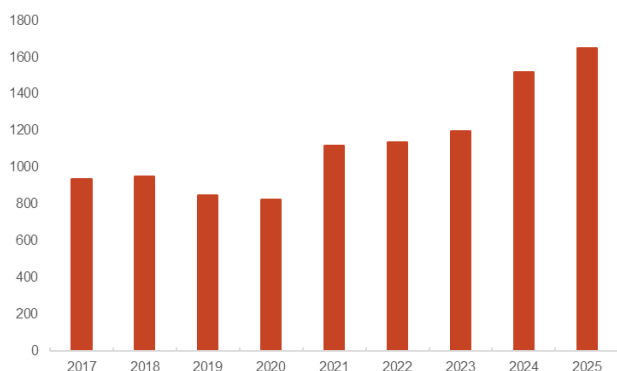
图 9：美国和中国辅酶 Q10 市场规模



资料来源：公司公告，Axiom MRC 预测，光大证券研究所；单位：百万美元

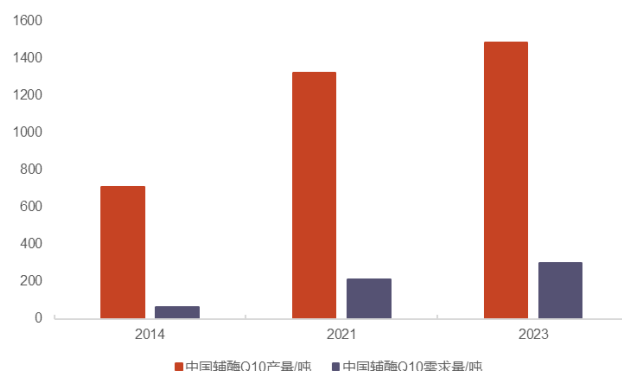
全球辅酶 Q10 产能以中国为主。供给端来看，日本是最早开发和生产辅酶 Q10 的国家，早期全球 90% 辅酶 Q10 的供应来自日本（钟渊化学工业、三菱瓦斯化学、旭化成、日清制药等），由于市场供给不足价格较高。2005 年之后随着辅酶 Q10 发酵工艺逐步成熟，合成法工艺逐渐被淘汰，采用发酵法生产辅酶 Q10 的厂家逐渐占领市场。伴随国内生产技术快速发展，全球辅酶 Q10 产能进一步向中国转移。目前中国是全球最大的辅酶 Q10 生产国，24 年全球辅酶 Q10 供应量估计在 1700 吨左右，中国辅酶 Q10 产量 1486 吨（2023 年数据）、占全球产能接近 90%，其中出口量约 1199 吨、出口占产量的比重达到 80%。

图 10：中国辅酶 Q10 出口量



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：吨

图 11：辅酶 Q10 在中国主要以出口为主



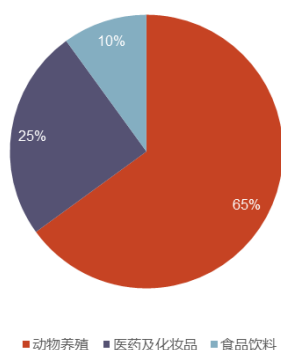
资料来源：智研咨询，光大证券研究所

辅酶 Q10 行业集中度相对较高，金达威为全球最大生产商。国内辅酶 Q10 主要生产企业有金达威、神舟生物、新和成、浙江医药等，产区主要分布在福建、浙江、内蒙古等地区。2024 年金达威辅酶 Q10 产能 620 吨、占全球产能超过 35%，25 年 1.5 倍扩产项目完成后，产能将达到 920 吨/年，占全球产能份额有望超过 50%，生产能力占据优势地位。

2.2 维生素：需求平稳低速增长，格局相对稳固

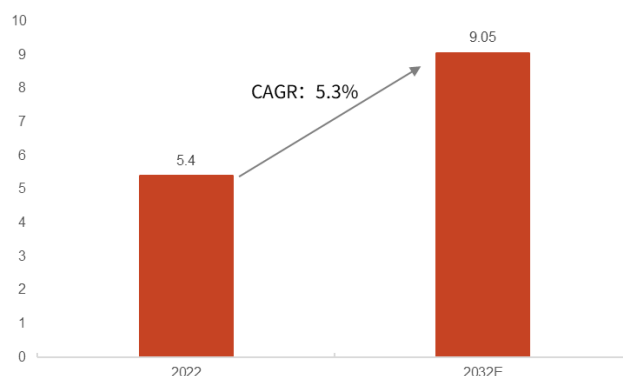
维生素下游主要应用于动物养殖，需求呈现平稳低速增长。维生素市场需求主要来自于下游的动物养殖、食品饮料、医药化妆品等，据金达威 2024 年年报披露，动物养殖应用占比最高、达到 65%。维生素 A 作为脂溶性维生素，是饲料喂养过程中不可或缺的元素，具有提高动物繁殖力、促进畜体生长、提高免疫力等功效。根据 Global Market Insights 数据，2022 年全球维生素 A 市场规模突破 5.4 亿美元，预计 2032 年将达到 9.05 亿美元，2022-2032E 规模 CAGR 约 5.3%，市场规模呈现平稳增长。

图 12：维生素下游应用领域



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：公司 24 年年报披露数据

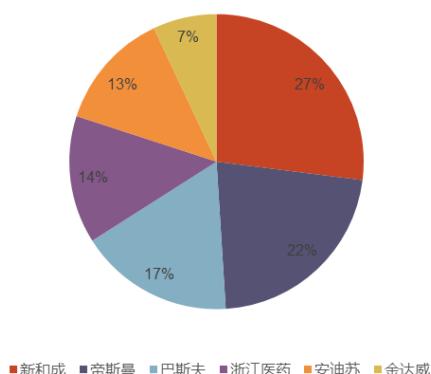
图 13：维生素 A 全球市场规模



资料来源：公司公告，Global Market Insights 预测，光大证券研究所；单位：亿美元

全球维生素行业集中度较高。维生素行业经过多年分化，形成了集中度较高的市场格局，基本形成帝斯曼、巴斯夫和中国企业三足鼎立的竞争态势，3-5 家企业单项维生素品种占据全球 70% 以上的市场份额。全球维生素 A 产能主要集中在巴斯夫、新和成、帝斯曼、浙江医药、安迪苏、金达威等厂商，2022 年全球维生素 A 供应商产能 5.29 万吨，其中金达威维生素 A 产能 4000 吨、占比 7.56%。

图 14：维生素 A 市场格局（2019 年）

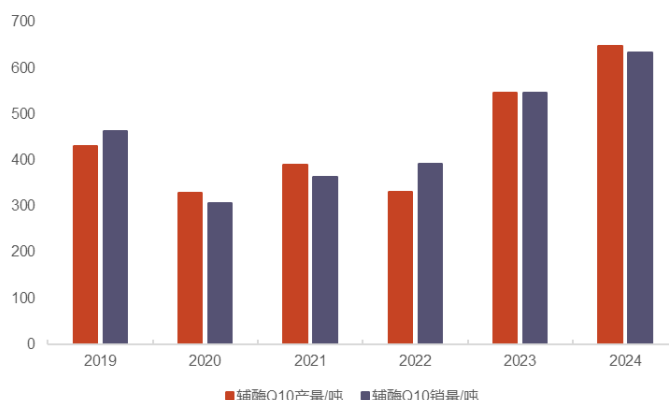


资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所

2.3 公司辅酶 Q10 优势领先，积极拓展油脂品类

公司在辅酶 Q10 上已经奠定领先优势，且继续扩产布局。辅酶 Q10 为公司核心原料，凭借高含量、高纯度的产品优势，公司生产的辅酶 Q10 被国家工信部认定为单项冠军产品。公司采用更加安全成熟的发酵法，具备具有自主知识产权的微生物发酵工艺，优选辅酶 Q10 高产菌种、先进的代谢调控技术、现代自动化控制技术，发酵单位产量处于同行业领先水平。目前辅酶 Q10 赛道竞争格局较为清晰，公司持续扩产布局，过去辅酶 Q10 产销率一直较为饱和，扩产项目完成后 26 年产能或达到 920 吨/年，在全球产能占比有望超过 50%。考虑辅酶 Q10 市场仍在扩张，产能支撑下公司辅酶 Q10 销量有望保持稳健增长，且公司通过优化生产流程、提高生产效率，有望继续优化成本、保证产品利润空间。

图 15：公司辅酶 Q10 产销量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

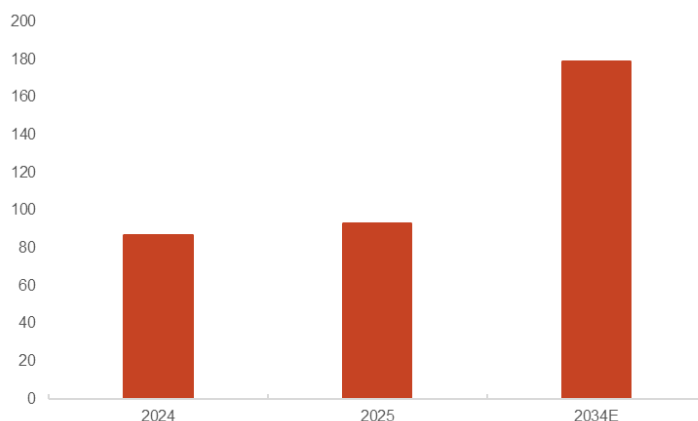
表 4：公司主要原料产品产能（截至 2024 年底）

应用领域	金达威维生素	金达威药业
维生素 A 系列	设计产能/实际产能 4000 吨	
维生素 D3 系列	设计产能/实际产能 1600 吨	
辅酶 Q10 系列		设计产能/实际产能 320-620 吨，在建产能 600 吨
NMN 系列		设计产能/实际产能 500 吨
DHA		设计产能/实际产能 150-350 吨
维生素 K2		设计产能/实际产能 100 吨
ARA		设计产能/实际产能 50-250 吨

资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：辅酶 Q10 等仍在扩产中，设计产能存在波动

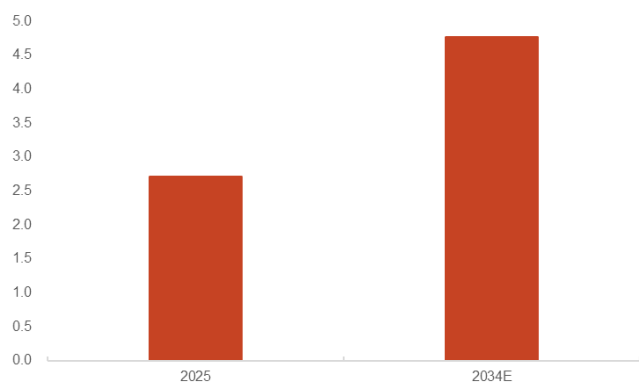
建设万吨油脂项目，积极把握高端功能性油脂市场需求。除辅酶 Q10 之外，公司也在发展藻油 DHA、ARA、PQQ、NMN 等原料产品，以及阿洛酮糖等代糖产品，其中藻油 DHA、ARA 近年来市场规模都呈增长趋势。25 年 8 月公司发布的可转债募集说明书显示，募集资金主要用于辅酶 Q10、阿洛酮糖以及肌醇项目的生产，26 年 1 月公告变更部分募投资金投资项目，辅酶 Q10 改扩建项目不变，阿洛酮糖和肌醇建设项目变更为万吨油脂项目、营养保健品智慧工厂建设项目。其中，万吨油脂项目主要在于满足日益增长且持续升级的高端功能性油脂市场需求。如 Omega-3 脂肪酸在调节免疫、改善心脏健康、降低心血管疾病风险等方面具有明确功效，尤其在慢性炎症调节中的作用得到广泛关注，根据 Precedence Research 数据，2025 年市场规模估计约 93.2 亿美元，2034 年有望达到 178.6 亿美元、CAGR 约 7.5%。DHA 和 ARA 近年来在婴幼儿配方奶粉中的应用比例提升，根据 Industry Research 数据，2025 年 ARA 全球市场规模为 2.71 亿美元，预计到 2034 年达到 4.76 亿美元、CAGR 约 6.5%。根据 QY Research 数据，藻油 DHA 在 24 年全球市场规模约 6.04 亿美元，预计 2031 年有望扩大至 13.77 亿美元、CAGR 约 12.7%。

图 16: Omega-3 全球市场规模



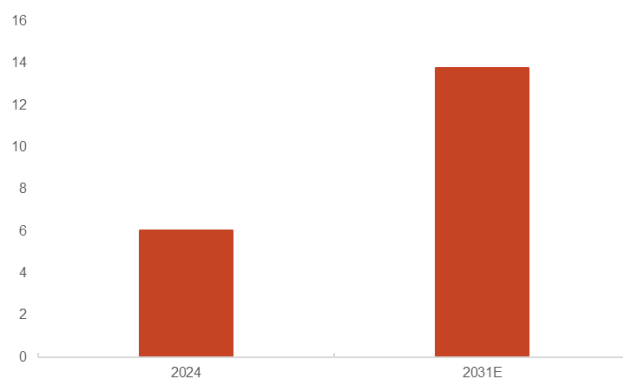
资料来源：公司公告，Precedence Research 预测，光大证券研究所；单位：亿美元

图 17: ARA 全球市场规模



资料来源：公司公告，Industry Research 预测，光大证券研究所；单位：亿美元

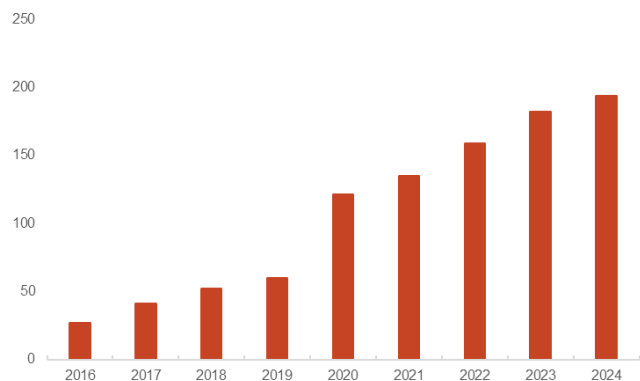
图 18: 藻油 DHA 全球市场规模



资料来源：公司公告，QY Research 预测，光大证券研究所；单位：亿美元

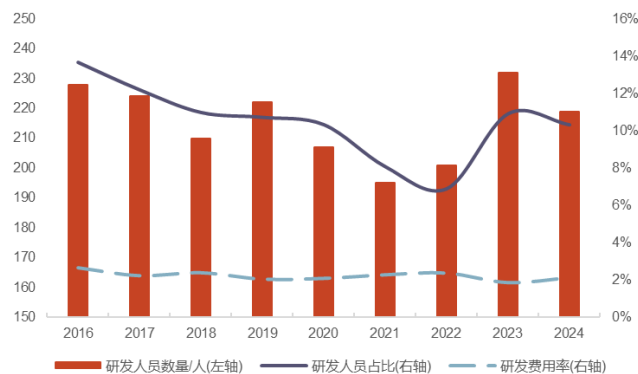
注重研发投入，持续提升研发创新能力。公司在原料领域深耕多年，拥有“国家企业技术中心”研发平台，保障研发团队以及相关投入，持续进行技术提升。截至 24 年底，公司共有有效授权专利 194 件（其中含中国专利 186 件，美国专利 8 件），另有在审专利 64 件，专利数量逐年持续增加。截至 2024 年底，公司研发人员数量 219 人、占比 10.32%，研发投入 0.7 亿元、占营收比重约 2.2%。

图 19：金达威有效授权专利数量



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：件

图 20：公司历年研发人员数量、占比及研发费用率



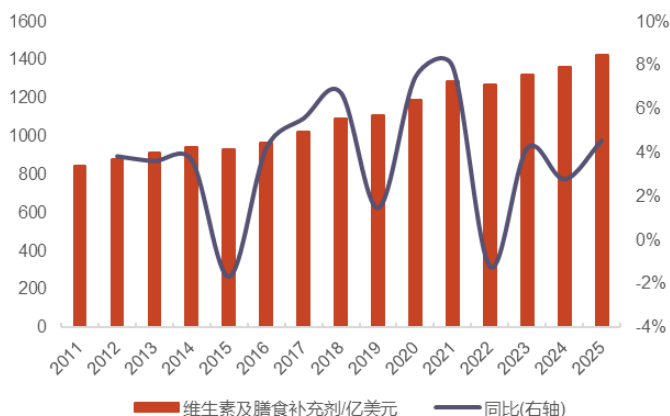
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、C 端品牌：核心原料提供品质背书，品牌投入有望强化

3.1 营养保健食品：需求端仍有支撑，电商为重要渠道

疫情后营养保健食品行业加速扩容。营养保健食品是指具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品（简称“营养保健品”或“保健品”），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、亚急性或者慢性危害的食品，以维生素及膳食补充剂为主，也包括运动营养、体重管理等细分行业。根据 Euromonitor 数据，2025 年全球维生素及膳食补充剂（VDS，下同）终端零售规模约 1423 亿美元。从市场规模增速维度来看，2011-19 年行业规模 CAGR 约 3.4%，增长较为稳健。2020-21 年疫情加速行业扩容及渗透，2020/21 年市场规模增速达到约 7.5%/8.0%，2022 年后增速有所回落，2024/25 年增速分别约 2.8%/4.6%，回到相对稳健的增长水平。

图 21：全球 VDS 终端市场规模



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

老龄化加剧以及年轻消费者健康意识提升下,营养保健食品在各年龄段渗透率提升。营养保健食品主力消费人群以中老年人为主,人口老龄化加剧为保健品需求端提供动力。同时,近年来随着现代人亚健康问题突出、慢性疾病年轻化趋势明显,消费者对于健康管理的主动性不断强化,年轻消费者健康意识提升,对保健食品的需求也在释放。据 Euromonitor 统计,从全球范围看,2019 年到 2024 年营养保健品在 15-29 岁以及 30-44 岁年龄段的渗透率明显提升。

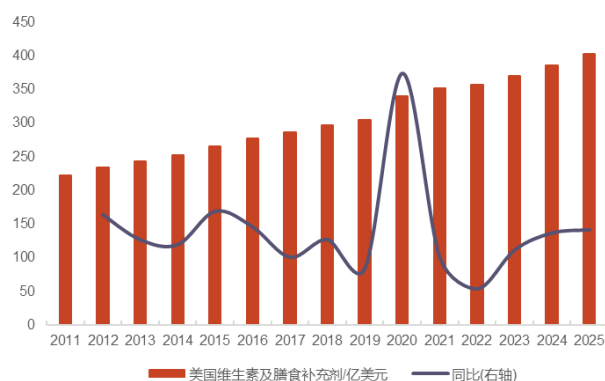
图 22: 全球每日服用营养保健食品人数占比



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

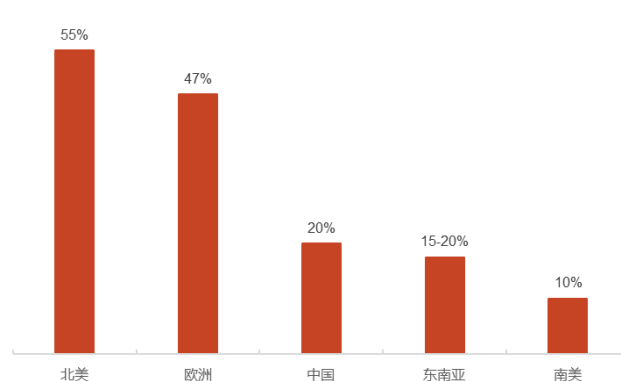
美国是全球营养保健食品最大市场。据 Euromonitor 统计,2025 年美国 VDS 终端零售市场规模约 402 亿美元,2019-25 年规模 CAGR 约 4.7%,预计未来继续保持稳健增长。作为全球保健品的成熟市场和高地市场,美国营养保健食品消费者渗透率超过 50%。据 CRN 调查结果,24 年有 3/4 的美国消费者使用膳食补充剂,其中超过 90%的使用者认为膳食补充剂对于维持身体健康极为重要。

图 23: 美国 VDS 终端零售规模



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 24: 全球不同区域营养保健食品渗透率

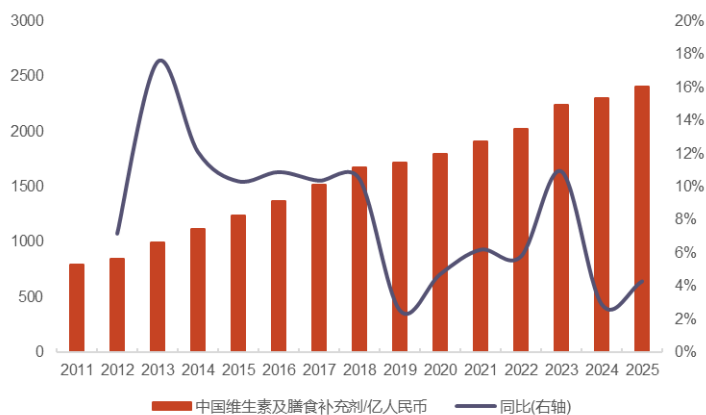


资料来源: 仙乐健康路演材料 (2026 年 1 月), 光大证券研究所, 注: 统计数据 2024 年, 渗透率为使用营养保健食品的人群占比

中国 VDS 市场在疫情后增长有所提速。据 Euromonitor 统计,2025 年中国 VDS 终端零售规模约 2405 亿元人民币,从市场规模增速来看,2019 年以前行业快速增长,国民保健意识提升、监管政策加强下行业发展趋于规范,居民人均可支配收入及医疗保健支出持续增长,2011-2018 年中国 VDS 规模 CAGR 达到 11.3%。2018 年底“权健事件”对保健食品行业带来信任危机,国家多部门开

展“百日行动”联合整治保健品行业乱象，2019 年行规模业增速明显放缓（从 18 年的 10.5%下移到 19 年的 2.5%）。2020 年虽然线下消费场景受到短期冲击，但疫情也加速了保健食品在日常生活场景中的渗透，2021-2023 年行业增长有所提速。

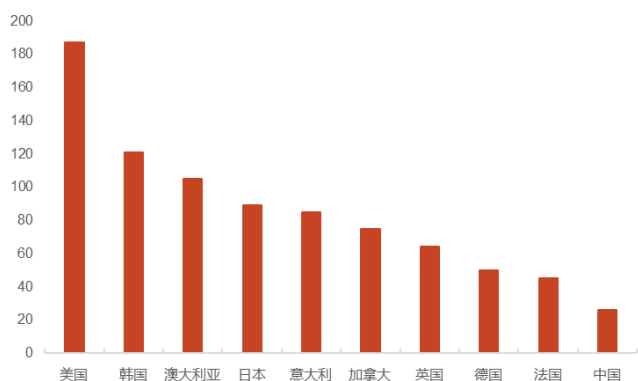
图 25：中国 VDS 终端零售规模



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

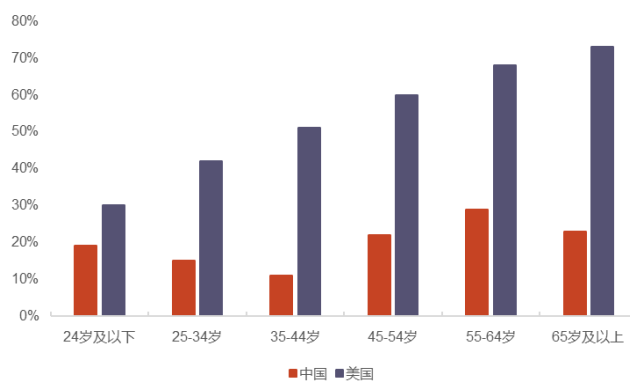
中国营养保健品的渗透率及人均消费金额仍有提升空间。2024 年中国营养保健品人均消费额 26 美元/年，对比美国澳洲等其他保健品成熟市场仍具备较大增长潜力。中国营养保健品整体渗透率约 20%，低于北美（50%+）/欧洲（40%+）等市场，其中 25-44 岁年轻消费中坚人群渗透率相对较低。在银发经济支撑以及年轻消费群体习惯培育下，国内膳食补充剂的消费增长趋势仍在延续，行业整体仍在成长阶段。

图 26：中国人均营养保健品消费金额在较低水平（2024 年）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；单位：美元/年

图 27：中国年轻人群营养保健品渗透率较低（2023 年）

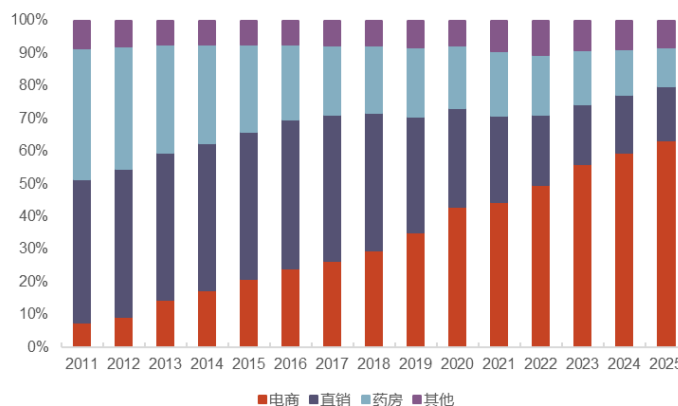


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

渠道结构转变，线上渠道崛起重塑市场格局。渠道端来看，在行业发展早期，由于保健食品在中国属于舶来品，消费者认知度较低，直销在保健品渠道中占据重要地位，即销售人员通过消费者知识普及来促成交易，但由于存在夸大宣传现象，消费者对其信任度降低。药店渠道专业性较强，且更方便老年消费群体，但 2020 年 9 月《基本医疗保险用药管理暂行办法》实施，规定禁止使用医保卡购买保健食品，药店渠道的保健食品销售受到一定冲击。此后伴随传统实体渠道份额萎缩、

消费者购物习惯变迁，电商渠道逐步在保健食品销售中占据主导地位，兴趣电商等直播种草也有助于强化消费者心智教育。根据 Euromonitor 数据，按市场零售额口径统计，2011-2025 年 VDS 电商渠道占比从不足 10% 提升到 60%+，直销渠道占比从 43.8% 下降到 16.6%，药店渠道占比从 40% 萎缩至 12%。

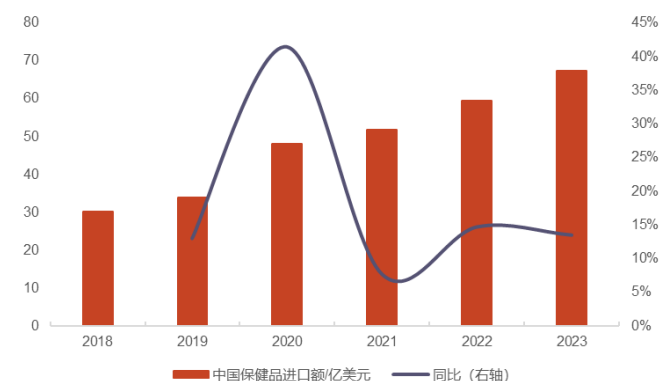
图 28：中国 VDS 渠道结构变化



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；注：按市场零售额口径统计

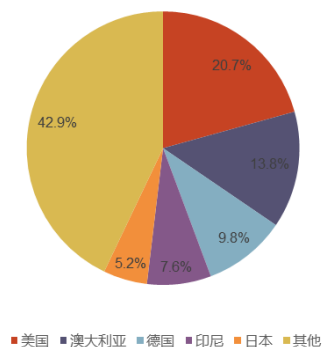
跨境电商为国际品牌在华销售提供便捷通道。2018 年 11 月，国务院宣布自 2019 年起，跨境电商进口保健品按照个人自用物品监管，取消了首次进口许可批件注册或备案的要求。相较一般贸易渠道，跨境电商为美国、澳洲等保健品牌在国内销售提供了更加便捷的销售通道，电商渠道中跨境电商的占比从 2022 年约 43% 提升至 2024 年约 50%，其中美国、澳洲为主要进口国，2023 年中国自美澳的进口额占比分别为 21%/14%。

图 29：中国保健品进口额及同比



资料来源：博观研究院《2025 年跨境进口保健品行业市场分析报告》，光大证券研究所

图 30：23 年中国保健品进口额分布

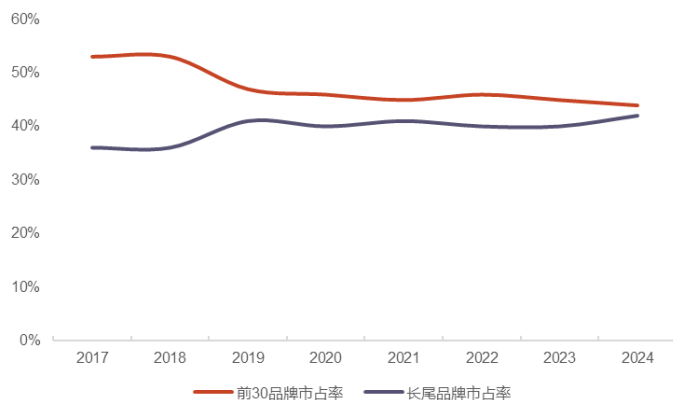


资料来源：博观研究院《2025 年跨境进口保健品行业市场分析报告》，光大证券研究所

营养保健食品为典型的低集中度行业。24 年美国/中国/西欧（英法德意）营养保健食品行业 CR30 分别为 33%/44%/25%，长尾品牌（市占率低于 0.01% 的品牌）市占率分别为 42%/43%/30%，行业呈现典型的集中度低、碎片化的特征。从产品端看，保健食品行业不同功能以及领域层层细分，品牌数量繁杂，且产品更新换代周期短，对于快速洞察市场需求以及研发推新的要求较高。从渠道端看，目前电商渠道规模占比较高，但准入门槛较低、渠道壁垒低于线下，除头

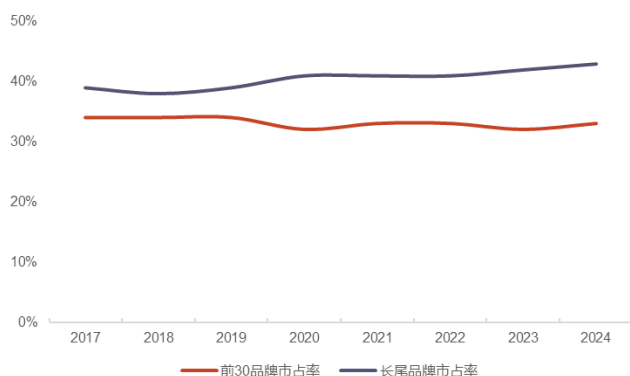
部品牌之外,轻资产运营的各类新锐品牌在线上也较为活跃,行业整体较碎片化,份额难以集中。

图 31: 中国营养保健食品市场格局



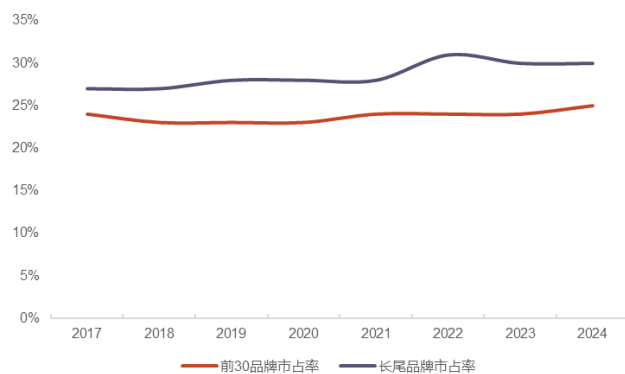
资料来源: 仙乐健康公告, 光大证券研究所, 注: 长尾品牌为市占率低于 0.01% 的品牌, 下同

图 32: 美国营养保健食品市场格局



资料来源: 仙乐健康公告, 光大证券研究所

图 33: 西欧营养保健食品市场格局

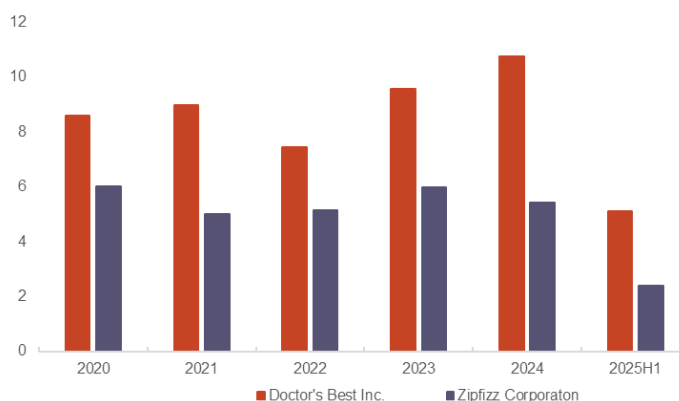


资料来源: 仙乐健康公告, 光大证券研究所, 注: 统计英法德意四国

3.2 公司产品具备原料优势, 积极进行品牌布局

公司目前终端品牌以 Doctor's Best 多特倍斯、Zipfizz 为主。根据公司年报, 24 年间接控股子公司 Doctor's Best/间接全资子公司 Zipfizz 营收分别为 10.74/5.42 亿元, 贡献公司营养保健品业务的主要营收。其中 Doctor's Best 多特倍斯已成为北美膳食补充剂行业为数不多销售额超亿美元的品牌, 之前主要在美国市场销售, 现在通过跨境电商渠道亦扩大在国内的销售体量。Zipfizz 主要供给美国 Costco、Sam's Club 等大型零售商, 26 年随着新品推新上架, Zipfizz 品牌销售有望改善。

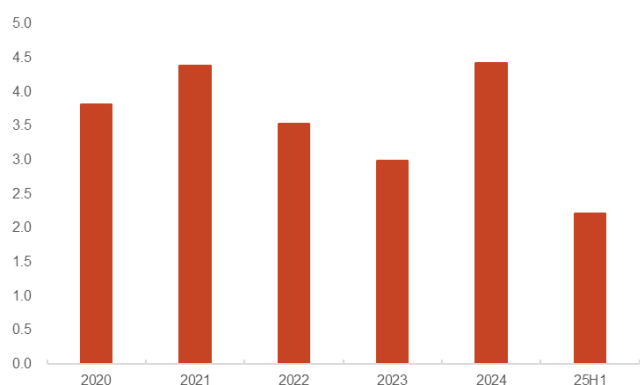
图 34：子公司 Doctor's Best 多特倍斯与 Zipfizz 营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

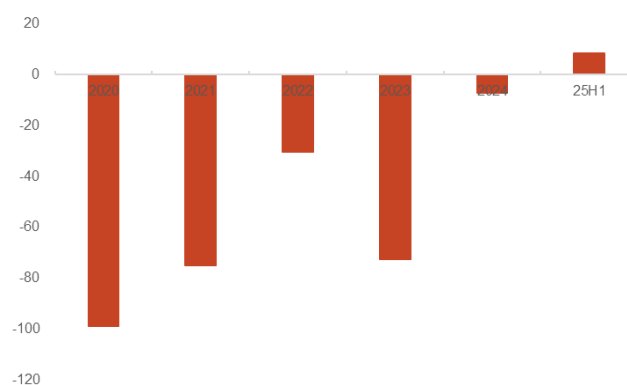
子公司 VitaBest 以保健品生产为主，25H1 扭亏为盈，26 年经营有望继续改善。2015 年公司在美国注册全资子公司 VitaBest Nutrition，并收购 Vitatech Nutritional Sciences，拓展保健品中游生产业务，主要提供营养保健品胶囊、片剂和粉剂等生产加工服务。过去 VitaBest 经营有所承压，存在净亏损，24 年以来公司完善对 VitaBest 的治理机制，包括引进多个原料、包材供应商，降低对单一供应商的依赖，优化生产供应链，以实现降本增效。25 年上半年得益于经营状况改善、成本下降以及逾期应收款收回等因素，VitaBest 盈利情况改善，25 年全年有望扭亏为盈。且公司积极推进 VitaBest 的软胶囊生产线建设、开拓客户资源，后续经营有望继续改善。

图 35：子公司 VitaBest 营收



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

图 36：子公司 VitaBest 净利润，25H1 扭亏为盈



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：百万元

虽然市场竞争较为激烈，但公司借助原料优势发展拳头单品，同时或加大国内电商渠道投入，C 端品牌后续有望实现较好增量。

产品端借助自有的辅酶 Q10 原料优势，重点发展拳头产品。公司在上游原料领域布局深厚，相较其他传统保健品牌具备产业链优势，且坚持打造大单品策略，重点布局心脑血管健康、免疫健康、抗衰老、骨关节健康等热门功能品类。辅酶 Q10 作为公司自研的核心原料，可为 C 端产品品质提供较强背书，同时也有助

于控制产品成本。如 Doctor's Best 多特倍斯以辅酶 Q10 系列产品打造品牌形象，主推高吸收的辅酶 Q10 软胶囊，也会将辅酶 Q10 作为核心成分添加至其他产品系列。另外，公司将使用可转债募投资金用于“营养保健品智慧工厂建设项目”，计划在内蒙古建设高标准、智能化的营业健康食品成品生产基地，后续在国内 C 端保健品市场的扩展也有望进一步扩大。

表 5：Doctor's Best 多特倍斯主要产品

系列	产品	主打功能/针对问题	图片	到手价格 (元/瓶)
辅酶系列	高吸收辅酶 Q10 (含黑胡椒素) 软胶囊 100mg*120 粒	熬夜内卷、身体透支、易感疲劳	 - 科学营养实力派 - 高吸收辅酶 Q10 (含黑胡椒素 BioPerine®) 100毫克 120粒软胶囊 - 膳食补充剂	139
	还原型辅酶 Q10 软胶囊 100mg*60 粒	内调、备孕、养护	 - 科学营养实力派 - 泛醇 - 还原型辅酶 Q10 100毫克 60粒软胶囊	259
	高吸收辅酶 Q10+PQQ 胶囊 100mg 60 粒	延缓皮肤老化、增强肌体活力	 - 科学营养实力派 - 高吸收辅酶 Q10 + PQQ - 膳食补充剂 60粒素食胶囊	299
NMN 系列	NMN30000 配方素食硬胶囊 60 粒	延缓衰老、激活细胞能量	 - 科学营养实力派 - NAD+促进 - 帮助支持健康衰老&加强线粒体功能 60粒素食胶囊	1099
心脑血管	高浓缩 Omega 3 鱼油软胶囊 100 粒	心血管、大脑和关节健康	 - 科学营养实力派 - 浓缩 Omega-3 鱼油 - 支持心血管、眼睛、大脑和关节健康* 1500mg 每份*100粒软胶囊	165
骨骼健康	维生素 D3 软胶囊 50000IU*180 粒	骨骼强壮，促钙吸收，强抵御力	 - 科学营养实力派 - 维生素 D3(50000IU) 180粒软胶囊	69



	高吸收甘氨酸镁片 100mg 120 片	缓压助眠	 A 面 - 科学营养实力派 - 高吸收镁片 (100%整合) 100毫克 120片	125
美容养颜	麦角硫因五合一光紫瓶 60 粒素食胶囊	延缓肌肤衰老, 糖氧双抗	 A 面 - 科学营养实力派 - L-麦角硫因 - 帮助支持健康衰老&葡萄糖代谢 60粒素食胶囊	399

资料来源: 京东多特倍斯海外自营旗舰店, 多特倍斯小程序官方商城, 光大证券研究所

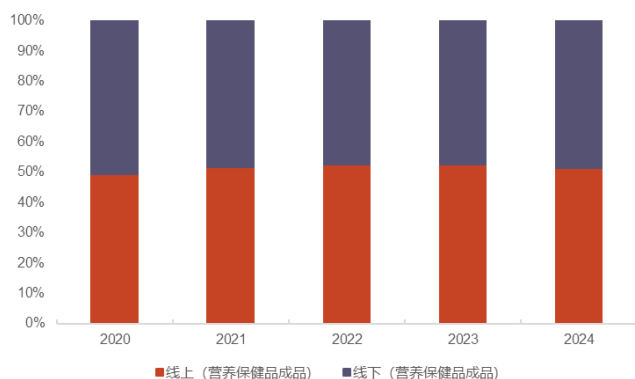
表 6: 不同品牌辅酶 Q10 产品对比

品牌	产品	主要营养成分	到手价格/元	Q10 单价/100mg
Doctor's Best	高吸收辅酶 Q10 软胶囊 100mg*120 粒	每份含量辅酶 Q10 (泛醌) 100mg, 黑胡椒提取物 5mg	109	0.91
脉拓 MegaRed	高含量辅酶 Q10 胶囊 200mg*90 粒	每份含量辅酶 Q10 200mg, 钙 50mg	319	1.77
普丽普莱	辅酶 Q10 软胶囊 200mg*240 粒	每份含量辅酶 Q10 200mg, 卡路里 5, 总脂肪 0.5g	369	0.77
Swiss	辅酶 Q10 胶囊 150mg*50 粒	每份辅酶 Q10 150mg	149	1.99
澳佳宝	高浓缩辅酶 Q10 胶囊 150mg*30 粒	每份辅酶 Q10 150mg	82	1.82
京东京造 J.ZAO	辅酶 Q10 胶囊 200mg*150 粒	辅酶 Q10 200mg	129	0.43
同仁堂	辅酶 Q10 软胶囊 42mg*120 粒	每份辅酶 Q10 含量 42mg	298	5.91

资料来源: 京东, 光大证券研究所, 注: 26 年 2 月统计

渠道端以线上渠道为主, 或加大在 C 端的费用投入。公司保健品线上渠道收入占比超过 50%, 特别境内销售以线上为主, 营销上强化抖音、快手、小红书等社交媒体, 借助微信公众号、视频号、小程序等渠道, 通过引流投放、达播导购、明星代言及传播等途径, 提升品牌在国内市场知名度, 吸引年轻消费群体。25 年公司的境内保健品销售表现亮眼, Doctor's Best 多特倍斯 25 年上半年销售额同比上涨 21.49%, 其中“618”大促期间品牌全渠道销售额同比增长 70%。根据 Doctor's Best 多特倍斯公众号, 核心品类辅酶 Q10、麦角硫因、镁片、维生素 D 等产品在“618”“双十一”促销期间荣登天猫、抖音等平台榜单的 TOP1, “双十一”期间全渠道销售额同比增长突破 60%, 辅酶 Q10、镁类、维生素 D3、维生素 K2 等品类, 以及麦角硫因、鱼油等新品表现亮眼。

图 37：公司营养保健食品成品渠道结构



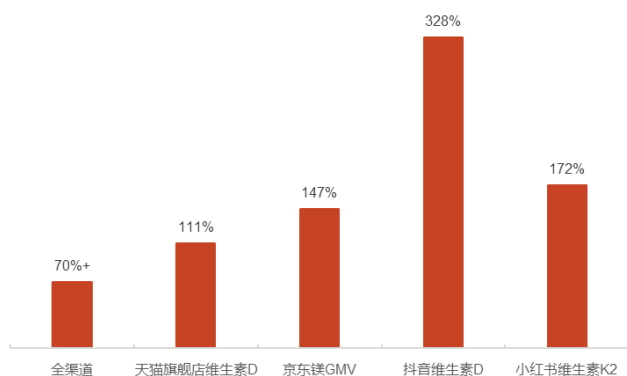
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 38：多平台达人种草营销矩阵



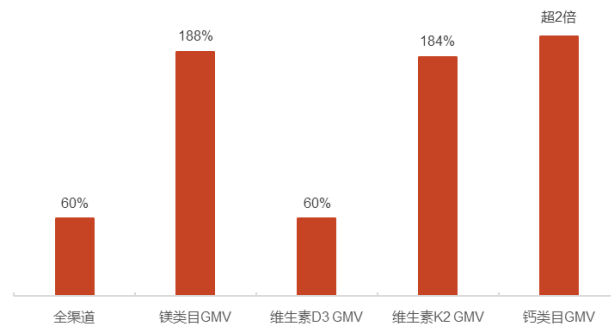
资料来源：Doctor's Best 公众号，光大证券研究所

图 39：Doctor's Best 多特倍斯 2025 年“618”销售额同比



资料来源：Doctor's Best 公众号，光大证券研究所

图 40：Doctor's Best 多特倍斯 2025 年“双十一”销售额同比



资料来源：Doctor's Best 公众号，光大证券研究所

4、盈利预测、估值与评级

4.1 盈利预测

收入端：1) 辅酶 Q10：24 年/25H1 辅酶 Q10 营收 7.26/3.81 亿元，同比 -1.11%/+0.33%。公司在辅酶 Q10 原料赛道具备领先优势，26 年产能扩张后有望进一步巩固市占率，且辅酶 Q10 行业具备景气度，预计公司辅酶 Q10 业务有望保持稳健增长，其中量有望保持增长，价格随着行业逐步成熟、近年来有所下降，预期后续呈现稳中趋降的趋势。预测辅酶 Q10 在 2025-27 年营收分别为 7.34/8.13/9.00 亿元，同比 +1.2%/+10.7%/+10.7%，其中销量同比 +10%/+13%/+13%，均价 -8%/-2%/-2%。

2) 维生素 A：24 年/25H1 维生素 A 营收 2.73/1.97 亿元、同比 +27.17%/+213.06%。目前维生素 A 业务处于自然发展状态，价格主要受供给端影响、波动较为明显。25 年维生素 A 市场价格上涨明显，公司 25H1 维生素 A 销售均价同比增加 38%，但之后市场价格有所回落。销量方面 24 年阶段性停产，25 年销量明显回升，预计后续平稳。预测维 A 在 2025-27 年营收为 4.91/5.29/5.70 亿元，同比 +80%/+7.8%/+7.8%。

3) 营养保健食品：24 年/25H1 营养保健食品营收 19.64/9.43 亿元、同比 +3.67%/-2.35%。公司或加大投入 C 端营养保健食品，且行业仍处扩容阶段。其中海外营养保健食品销售或保持平稳增长，国内市场后续或加大相关投入、布局电商等渠道，26 年开始有望加速增长，另外智慧工厂建设项目落成后，面向国内的 C 端品牌与市场扩展将会继续强化。预测营养保健食品 2025-27 年营收为 20.04/23.64/27.90 亿元，同比+2%/+18%/+18%。

4) 其他收入：公司亦生产维生素 D3/K2、DHA、ARA、PQQ、NMN 等原料产品，行业需求扩张下 DHA、ARA 等相关产品收入也有望保持较高增长。预测 25-27 年其他收入为 3.19/3.67/4.22 亿元，同比+15%/+15%/+15%。

毛利率：**1) 辅酶 Q10：**24 年/25H1 毛利率 48.20%/55.95%，考虑后续虽然均价有一定下移，但公司提升生产效率、优化生产成本，毛利率有望相对稳定，预测 2025-27 年毛利率分别为 55.0%/55.0%/55.0%。**2) 维生素 A：**24 年/25H1 毛利率 32.83%/35.23%，25 年毛利率或有所抬升，26 年有所下移，预测 2025-27 年毛利率分别为 35%/32%/32%。**3) 营养保健食品：**24 年/25H1 毛利率 35.24%/34.35%，预测毛利率稳中略升，2025-27 年为 35.5%/35.6%/35.7%。**4) 其他业务：**预测毛利率较为稳定，2025-27 年分别为 42%/42%/42%。

综上，我们预测公司 2025-27 年营收 35.5/40.7/46.8 亿元，同比 +9.5%/14.8%/15.0%，毛利率为 40.05%/39.58%/39.53%。

表 7：公司分产品收入预测

产品	2023	2024	2025E	2026E	2027E
辅酶 Q10 收入/百万元	733.67	725.55	734.25	813.11	900.44
同比	4.08%	-1.11%	1.20%	10.74%	10.74%
毛利率	55.92%	48.20%	55.00%	55.00%	55.00%
销售量/吨	546.55	634.74	698.21	788.98	891.54
同比	39.54%	16.13%	10%	13%	13%
均价 (万元/吨)	134.24	114.31	105.16	103.06	101.00
同比	-25.41%	-14.85%	-8%	-2%	-2%
维生素 A 收入/百万元	214.44	272.70	490.87	529.16	570.43
同比	-54.39%	27.17%	80.00%	7.80%	7.80%
毛利率	-3.91%	32.83%	35%	32%	32%
销售量/吨	2670.99	2476.80	3715.21	4086.73	4495.40
同比	-18.53%	-7.27%	50%	10%	10%
均价 (万元/吨)	8.03	11.01	13.21	12.95	12.69
同比	-44%	37%	20%	-2%	-2%
营养保健食品收入/百万元	1894.84	1964.35	2003.64	2364.29	2789.87
同比	16.82%	3.67%	2%	18%	18%
毛利率	34.06%	35.24%	35.50%	35.60%	35.70%
其他收入/百万元	259.63	277.46	319.07	366.94	421.98
同比	22.35%	6.87%	15%	15%	15%
毛利率	42.72%	42.02%	42%	42%	42%
营业收入/百万元	3102.58	3240.06	3547.83	4073.50	4682.71
同比	3.10%	4.43%	9.50%	14.82%	14.96%
毛利率	37.33%	38.52%	40.05%	39.58%	39.53%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

费用率：1) 24 年/25H1 公司销售费用率为 9.8%/9.9%，伴随公司发展 C 端营养保健食品，相关的品牌费用投入或加大，销售费用率或有一定抬升，预测 2025-27 年销售费用率分别为 9.8%/10%/10%。2) 管理及研发费用率相对平稳，24 年/25H1 公司管理及研发费用率 14.0%/13.3%，预测 2025-27 年分别为 13.85%/13.85%/13.85%。3) 24 年/25H1 财务费用率-0.6%/-0.11%，考虑相关利息支出以及汇率波动，预测 2025-27 年财务费用率 0.23%/0.15%/0.17%。

表 8：公司毛利率及费用率预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	37.33%	38.52%	40.05%	39.58%	39.53%
销售费用率	10.32%	9.77%	9.80%	10.00%	10.00%
管理费用率	13.50%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%
研发费用率	1.88%	2.14%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.24%	-0.58%	+0.23%	+0.15%	+0.17%
销售净利率	8.9%	11.3%	13.1%	12.7%	12.5%
归母净利润/百万元	276.71	341.99	457.72	507.09	573.44
同比	7.7%	23.6%	33.8%	10.8%	13.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上，我们预测金达威 2025-27 年归母净利润分别为 4.58/5.07/5.73 亿元，同比+33.8%/+10.8%/+13.1%，对应 EPS 为 0.75/0.83/0.94 元。

4.2 相对估值

考虑公司业务涉及上游原料制剂以及下游 C 端，选取仙乐健康、汤臣倍健、百龙创园、嘉必优、新和成、浙江医药作为可比公司，其中仙乐健康主要从事营养保健食品的研发与生产，汤臣倍健为膳食营养补充剂领先品牌，百龙创园主营上游功能糖产品，嘉必优主要生产 DHA、ARA 等营养原料，新和成主要生产维生素 A 等相关配料，浙江医药生产合成维生素 E、维生素 A 等产品。截至 2026 年 4 月 9 日，可比公司 2025-27 年 P/E 均值为 21/17/15 倍。根据我们预测，金达威 2025-27 年 P/E 为 24/21/19 倍，考虑公司在主营的原料品类具有高市占率，后续重点加大品牌布局，C 端业务潜力释放可期，较可比公司或享有估值溢价。

表 9：可比公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
仙乐健康	300791.SZ	62.76	20.40	1.38	0.73	1.31	1.58	15	28	16	13
汤臣倍健	300146.SZ	184.56	10.91	0.38	0.46	0.46	0.51	28	24	24	21
百龙创园	605016.SH	117.90	28.07	0.76	0.88	1.13	1.47	37	32	25	19
嘉必优	688089.SH	30.43	18.08	0.74	0.93	1.21	1.42	24	19	15	13
新和成	002001.SZ	1134.09	36.90	1.91	1.93	2.37	2.61	19	19	16	14
浙江医药	600216.SH	155.40	16.16	1.21	2.93	1.55	1.94	13	6	10	8
平均								23	21	17	15
金达威	002626.SZ	108.81	17.84	0.56	0.75	0.83	0.94	32	24	21	19

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测，汤臣倍健、百龙创园 25 年 EPS 为年报数据，金达威 EPS 为光大证券研究所预测，时间截至 2026-4-9

4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 绝对估值法：

1、长期增长率：考虑公司辅酶 Q10 市占率领先、有望稳步提升，C 端营养保健品有望打开长期空间，假设长期增长率为 1%。

2、**β 值选取**：采用申万保健品指数历史平均 β（0.98）作为公司的无负债 β，计算得公司 β(levered)为 1.18；

3、**无风险收益率**：采用十年期国债收益率（1.85%）作为无风险收益率；

4、**税率**：预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 20%。

表 10：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.0%
无风险利率 Rf	1.85%
β(βlevered)	1.18
Rm-Rf	4.5%
Ke(levered)	7.2%
税率	20%
Kd	3.79%
Ve (百万元)	10975.99
Vd (百万元)	2863.87
目标资本结构	20.69%
WACC	6.48%

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	1344.13	9.19%
第二阶段	3504.49	23.96%
第三阶段（终值）	9778.69	66.85%
企业价值 AEV	14627.31	100.00%
加：非经营性净资产价值	1935.65	13.23%
减：少数股东权益（市值）	95.71	-0.65%
减：债务价值	2863.87	-19.58%
总股本价值	13603.37	93.00%
股本（百万股）	609.94	-
每股价值（元）	22.30	-
PE（隐含，2026 年）	26.83	-
PE（动态，2026 年）	21.46	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：敏感性分析表

WACC/g	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
5.48%	24.55	26.43	28.72	31.60	35.30
5.98%	21.91	23.40	25.18	27.37	30.10
6.48%	19.69	20.89	22.30	24.00	26.08
6.98%	17.81	18.79	19.92	21.27	22.88
7.48%	16.19	17.00	17.92	19.00	20.28

资料来源：光大证券研究所预测，注：单位/元

根据我们的假设及预测，采用 FCFF 绝对估值法得到公司的合理价值为 136.03 亿元，每股价值为 22.30 元，高于目前股价。

4.4 投资建议

金达威目前已实现保健品全产业链布局，公司在辅酶 Q10 领域具备领先优势，考虑辅酶 Q10 行业景气度仍较高，公司产能扩张下，原料业务有望保持稳健增长，C 端营养保健食品业务有望借助公司原料业务背书，后续伴随公司加大 C 端投入布局，保健品业务增长有望提速。我们预测公司 2025-27 年营收分别为 35.5/40.7/46.8 亿元，归母净利润分别为 4.58/5.07/5.73 亿元，当前股价对应 P/E 为 24/21/19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

5、风险分析

- 1) **行业竞争加剧风险：**保健品行业竞争激烈，行业集中度较低，品牌/渠道呈现碎片化。公司在国内保健品销售以线上渠道为主，考虑线上品牌繁杂，若竞争烈度进一步加大，公司 C 端业务或受到影响。
- 2) **生产及食品安全风险：**公司原料产品的生产安全是重中之重，若生产过程中出现安全问题，则会影响产品供给。保健品的消费者信任关系较为脆弱，如果发生食品安全问题，则会影响公司品牌形象以及销售业绩。
- 3) **原料业务价格波动风险：**公司维生素产品过去价格波动较为明显，若原料产品因为市场供需关系出现价格波动，则会对公司收入及业绩产生影响。
- 4) **可转债募投项目进展不及预期：**公司拟通过发行可转债项目募集资金，用于扩产以及智慧营养工厂建设，若可转债项目不及预期，可能影响后续扩产及工厂规划。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,103	3,240	3,548	4,073	4,683
营业成本	1,944	1,992	2,127	2,461	2,832
折旧和摊销	165	163	174	202	226
税金及附加	18	18	20	22	26
销售费用	320	317	348	407	468
管理费用	419	384	421	483	555
研发费用	58	69	71	81	94
财务费用	-8	-19	8	6	8
投资收益	10	11	10	10	10
营业利润	356	482	598	646	731
利润总额	335	470	584	647	731
所得税	58	102	117	129	146
净利润	276	367	467	517	585
少数股东损益	-1	25	9	10	11
归属母公司净利润	277	342	458	507	573
EPS(元)	0.45	0.56	0.75	0.83	0.94

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	659	521	550	595	659
净利润	277	342	458	507	573
折旧摊销	165	163	174	202	226
净营运资金增加	-169	114	176	-12	44
其他	387	-97	-258	-101	-185
投资活动产生现金流	-447	-317	-994	-420	-395
净资本支出	-248	-360	-549	-350	-350
长期投资变化	71	71	0	0	0
其他资产变化	-269	-29	-445	-70	-45
融资活动现金流	-185	345	555	-311	-357
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-148	530	807	5	-5
无息负债变化	-134	127	-6	80	88
净现金流	54	561	112	-136	-93

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.3%	38.5%	40.1%	39.6%	39.5%
EBITDA 率	17.5%	20.5%	21.2%	20.8%	20.6%
EBIT 率	11.9%	15.3%	16.3%	15.8%	15.8%
税前净利润率	10.8%	14.5%	16.4%	15.9%	15.6%
归母净利润率	8.9%	10.6%	12.9%	12.4%	12.2%
ROA	5.2%	5.7%	6.3%	6.7%	7.3%
ROE (摊薄)	7.0%	8.0%	10.2%	10.8%	11.7%
经营性 ROIC	7.6%	8.7%	9.1%	9.8%	10.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	26%	32%	39%	38%	38%
流动比率	3.08	2.18	4.21	3.88	3.69
速动比率	2.00	1.52	3.07	2.69	2.45
归母权益/有息债务	5.78	3.54	2.23	2.32	2.44
有形资产/有息债务	6.60	4.49	3.19	3.30	3.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,353	6,392	7,416	7,708	8,032
货币资金	605	1,166	1,278	1,142	1,049
交易性金融资产	305	176	577	577	577
应收账款	353	408	450	503	578
应收票据	8	25	25	29	33
其他应收款 (合计)	17	24	25	29	33
存货	716	814	883	1,024	1,179
其他流动资产	17	13	13	13	13
流动资产合计	2,045	2,667	3,273	3,341	3,491
其他权益工具	703	807	807	807	807
长期股权投资	71	71	71	71	71
固定资产	1,163	1,303	1,566	1,750	1,866
在建工程	208	337	369	274	227
无形资产	306	370	413	454	494
商誉	486	515	509	509	509
其他非流动资产	5	8	8	8	8
非流动资产合计	3,309	3,725	4,144	4,367	4,541
总负债	1,417	2,074	2,875	2,960	3,043
短期借款	58	366	0	0	0
应付账款	274	346	383	443	510
应付票据	13	19	21	25	28
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	25	25	25	25
流动负债合计	664	1,221	777	862	945
长期借款	439	538	525	525	525
应付债券	0	0	1,292	1,292	1,292
其他非流动负债	53	50	50	50	50
非流动负债合计	753	853	2,098	2,098	2,098
股东权益	3,936	4,318	4,541	4,748	4,989
股本	610	610	610	610	610
公积金	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
未分配利润	2,136	2,356	2,570	2,767	2,996
归属母公司权益	3,925	4,281	4,494	4,691	4,921
少数股东权益	11	38	47	57	68

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.32%	9.77%	9.80%	10.00%	10.00%
管理费用率	13.50%	11.85%	11.85%	11.85%	11.85%
财务费用率	-0.24%	-0.58%	0.23%	0.15%	0.17%
研发费用率	1.88%	2.14%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	17%	22%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.40	0.51	0.56	0.64
每股经营现金流	1.08	0.85	0.90	0.98	1.08
每股净资产	6.44	7.02	7.37	7.69	8.07
每股销售收入	5.09	5.31	5.82	6.68	7.68

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	39	32	24	21	19
PB	2.8	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	21.9	18.1	16.4	14.6	12.8
股息率	1.1%	2.2%	2.9%	3.2%	3.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼