金达威 20260907

金达威：藻油与美国代工产能加速落地，保健品品牌境内外双增

摘要

- 藻油业务加速扩张：万吨毛油产能预计 2026 年 10 月全部达成；10 万吨 Omega-3 项目一期 2.5 万吨产能提前至 2027 年 Q1 末至 Q2 初达产，旨在长期替代鱼油缺口。
- 美国代工产能升级：VB 公司软胶囊线与 KH 工厂预计 2027 年 Q1 投产，KH 工厂规模远超 VB 且覆盖全剂型，将显著提升 Costco、山姆等大客户订单承接能力。
- 辅酶 Q10 需求稳健：2026 年 H1 出货量增长近 15%，应用场景向年轻化、抗衰老及动保领域渗透；48%的高毛利吸引新产能进入，但柔性生产线具备较强抗风险能力。
- 维生素 A 盈利波动：2026 年 Q2 毛利率由 Q1 的 4.4%回升至 16-17%，主因价格短期冲高，但下半年价格预计回落，业务采取随行就市策略。
- 保健品品牌高增：Doctor's Best 境内业务 H1 同比增长 65%，核心产品辅酶 Q10 与镁片排名领先；境外业务受 iHerb 订单增加带动增长 11%。
- 财务与预期：2026 年 H1 业绩符合预期，辅酶 Q10 价格降幅略超预期，保健品业务增长超预期；Q4 预计呈现“量增价稳”态势。

Q&A

请问公司主要原料产品维生素 A 和辅酶 Q10 在去年第四季度的价格与毛利率表现如何，以及对今年第四季度的展望是怎样的？

去年（2025 年）第四季度，价格同比大约下跌了 14%，毛利率的降幅则控制在个位数，约为 7-8%。展望今年（2026 年）第四季度，市场竞争预计仍将持续。尽管价格自今年 2 月份以来进入了一个平台整理期，但目前尚未观察到明确的向上走势。因此，预计第四季度的业务状态将是“量增价稳”，价格可能保持稳定或略有下降。

请介绍一下公司藻油项目的最新进展、产能规划以及预计的投产时间表？

公司在藻油领域布局已久。首先是万吨油脂项目，该项目于 2025 年 9 月立项，并在 2026 年 1 月通过募投项目变更确立。今年 5 月底，该项目部分产能已开始试生产，从 6 月份起，每月毛油（饲料用油）产量约 300 吨。预计在下个月（2026 年 10 月）国庆节后，该万吨毛油产能将能全部达成，相关设备机组完成安装并投入生产。 其次是今年 4 月底公告的 10 万吨藻油 Omega-3 项目，该项目主要生产饲料用毛油。鉴于市场需求强劲，公司正在加快项目建设。原计划于 2027 年下半年投产的一期 1.25 万吨产能，现已提前。预计在今年 12 月至明年 3 月期间，2.5 万吨产能的设备将陆续安装到位，并有望在 2027 年第一季度末至第二季度初实现大部分达产。

公司在美国的保健品成品制造业务的运营现状、盈利能力以及未来的产能扩张计划是怎样的？

公司通过收购美国加州的工厂资产建立了全资子公司 VB 公司，主要生产片剂和硬胶囊。经过一段时间的整合，理顺了供应商、生产工艺及工厂管理，并积累了优质客户，VB 公司已于 2025 年实现超 1,000 万人民币的盈利，2026 年上半年盈利已达 1,000 万出头，目前生产基本处于满产状态。 基于此，公司正在推进 VB 公司的软胶囊生产线扩产，预计在 2027 年第一季度投产，以满足市场对软胶囊剂型远超片剂和硬胶囊的需求，并获取更高的代工附加值。 此外，公司于 2026 年 1 月成立控股子公司 KH，并收购了位于亚利桑那州一家成立于 1974 年的保健品生产企业的土地、厂房和设备。目前正在对该工厂进行更新改造，预计也将在 2027 年第一季度陆续投产。KH 工厂的规模远大于 VB 公司，投产后将具备片剂、硬胶囊、软胶囊、粉剂、条包、软咀嚼糖等市场主流剂型的生产能力，且产能规模较大。 待 VB 软胶囊线和 KH 工厂完全投产后，公司在美国的代加工能力将显著提升。这不仅能为自有品牌提供生产支持，提高毛利率，还能服务于更广泛的市场客户。目前 VB 公司已积累了 Costco、山姆会员店、iHerb 等客户的自有品牌订单以及其他知名品牌的订单。

请问公司旗下主要保健品品牌，特别是 Doctor's Best，在今年上半年的业绩表现如何？

Doctor’s Best 品牌主要通过亚马逊、iHerb 等全球性电商平台在超过 150 个国家进行销售，全球化销售额占其总销售额的 80%以上，其余不到 20%来自中国境内自建电商平台的销售。 2026 年上半年，Doctor’s Best 业绩增长可喜。分区域看，境内业务收入同比增长约 65%；境外业务收入同比增长约 11%。境内业务的增长，是在国家加强对跨境保健品监管以及抖音、小红书等平台严格限流的背景下取得的，反映了消费者对规范、可靠产品的信任度增强。为此，公司上半年还组织了溯源直播活动，邀请卖家和主播参观内蒙古的原料工厂及美国的成品生产现场，以强化品牌背景。境外业务的增长，除了国内市场的贡献外，也得益于参股公司 iHerb 的订单增加，iHerb 近两年业绩增长非常明显，带动了公司品牌

的销售。 另一品牌 Physix，今年上半年收入基本持平，但由于费用摊销等方面的调整和提升，净利润有所提高。公司将继续督促其管理层提升收入和业绩。

从公司角度看，2026 年上半年的整体业绩中，哪些部分的表现超出或低于预期？

2026 年上半年的总体业绩与市场预期基本相符。市场此前已预期到维生素 A 的降价，但辅酶 Q10 的价格降幅比预期的要多一些。汇兑影响以及可转债计提利息导致的财务费用增加等因素，也基本在预期之内。 表现略高于预期的部分是保健品业务的增长。 藻油业务方面，上半年尚未贡献显著的收入和利润，但其战略布局的意义更为重要。特别是在 4 月底公告 10 万吨藻油项目后，伴随 5、6 月份鱼油价格的飙升，该业务板块的关注度显著提高。 从公司整体经营来看，战略布局清晰，各项业务均在按照原有规划稳步推进，包括在美国的保健品生产扩产和资产收购，以及自 2024、2025 年便开始调研和布局的藻油项目。

公司第二季度相较于第一季度的主要变化是什么？下半年的整体经营节奏预计将如何发展？

第二季度相较于第一季度的主要变化体现在维生素 A 业务上。第一季度维生素 A 的毛利率约为 4.4%，而第二季度则达到了 16-17%的水平。这主要是由于第一季度末至第二季度初，维生素 A 的价格出现了一轮显著上涨，但该涨势未能持续，目前价格已大幅回落。对于辅酶 Q10，其价格在第一季度仍在下降，但第二季度已基本企稳，期望三、四季度能在此基础上保持稳定。辅酶 Q10 属于高毛利业务，行业内仍有不少厂商希望进入。其他业务方面，Doctor's Best 品牌业务第二季度收入环比第一季度有较好增长，毛利率基本平稳。国内保健品业务也实现了约 60%的增长。原料业务的价格受市场影响较为明显，维生素 A 价格在 2026 年下半年预计将回落。下半年藻油业务的贡献将高于上半年，上半年仅在 6 月份有 300 吨的出货量。整体来看，预计下半年将延续上半年的正常经营态势。

辅酶 Q10 目前的行业竞争格局是怎样的？考虑到其生产线的特点，其毛利率的稳定性与维生素 A 有何不同？

辅酶 Q10 市场的头部企业主要是金达威、新和成以及神州药业等，此外还有一些非上市企业参与竞争。从原料药行业来看，辅酶 Q10 目前 48%的毛利率仍属盈利能力较强的业务。其生产线具有柔性特点，不仅可以生产辅酶 Q10，还可以用于生产虾青素、ARA、DHA、维生素 K2 等其他发酵工艺类产品。因此，当厂商看到辅酶 Q10 毛利率较高时，可能会调配部分产能进入。反之，这种柔性生产线也使得辅酶 Q10 的毛利率底线远高于维生素 A。如果市场竞争加剧导致价格下降到一定程度，厂商可能会主动将产能转向生产其他更具优势的产品。相比之下，维生素 A 的生产线专用性强，转产困难，导致即使在利润微薄的情况下，厂商[illegible]续开工，从而将毛利率压至较低水平。

人在草木间

从下游客户需求的角度看，辅酶 Q10 市场是处于刚需补货阶段，还是客户的备货意愿正在恢复？

辅酶 Q10 的需求端逻辑优于维生素 A，其整体需求处于持续上涨态势。例如，2026 年上半年公司的辅酶 Q10 出货量实现了接近 15%的增长。该产品在营养补充剂领域的接受度已显著提高，应用场景已从传统的心脏问题、老年人群或医药补充，扩展到年轻人、运动人群、备孕人群及有抗衰老需求的人群，甚至动物保健品领域。因此，辅酶 Q10 的需求增长较为稳健。当前其原料价格或毛利率面临的压力，主要源于上游较高的毛利吸引了部分厂商进入并扩大生产，而非需求端疲软。

近期鱼油价格上涨的外部环境，是否对客户接受藻油带来了积极变化，并加速了藻油的渗透？如何看待这种替代趋势的持续性？

自 2025 年起，受厄尔尼诺现象影响，鱼油供给出现缺口，价格显著上涨，这确实刺激了饲料和养殖行业寻求替代品的紧迫性，并加速了对藻油的关注和布局。鱼油供给本身具有资源型和“看天吃饭”的特点，其供给量有限，甚至因资源保护、环保要求及鱼群本身品质退化等因素面临下降趋势。与此同时，高端水产养殖（如三文鱼、深海石斑、对虾等）对饲料中鱼油的需求却在持续增长。有机构预测，到 2031 年，仅饲料领域的鱼油需求缺口就可能达到 15 万吨。因此，藻油替代鱼油是基于长期供需缺口的必然趋势，厄尔尼诺现象只是一个短期催化剂。在食品领域，藻油对鱼油的替代逻辑更为清晰且早已开始。在高端婴幼儿配方奶粉和 DHA 补充剂中，由于对 EPA 含量有严格限制（越低越好），藻油的替代率已超过 80%。此外，藻油在生产过程全程可控、无海洋污染风险，并可获得素食、清真或有机认证，这些都是其在高端食品领域的天然优势。目前藻油的缺陷在于 EPA 含量不高，若要大幅提高 EPA 比例则成本会迅速上升。总体而言，藻油对鱼油的部分替代是确定且持续的行业方向，未来若技术进步能进一步降低成本或突破 EPA 的成本瓶颈，其替代空间将更大。

目前国内外藻油行业的竞争格局如何？与市场上的其他生产企业相比，公司的优势体现在哪些方面？

藻油行业尚处于发展早期，全球市场的头部企业是帝斯曼，其余企业的规模普遍不大，产能多在数百吨或数千吨级别。上市公司中，新和成、嘉必优、宝来利来等有部分产能，非上市公司如深圳润科、厦门汇盛等进入该行业较早，近期宁夏中科也公告了相关立项。当前市场尚未形成明显的直接竞争关系，主要共同目标是替代鱼油市场。相对于海外大型厂商，中国企业在藻油生产上的核心优势集中于成本控制。只要能够实现批量化生产，中国制造的原料成本最终会远低于境外厂商。

公司境内跨境保健品品牌 Doctor's Best 上半年实现了约 60%的高速增长，这一增长主要是由老产品复购驱动，还是新品或新客群的贡献也占有重要比重？

2026 年上半年 Doctor's Best 在国内的增长，主要得益于聚焦核心拳头产品的策略。其中，辅酶 Q10 产品在淘系平台排名前三，京东平台排名前六；镁片系列（如甘氨酸镁、苏糖酸镁等）在全平台排名第一。公司通过场景化营销，将辅酶 Q10 与心血管保护、抗衰老场景挂钩，将镁片与舒缓情绪、改善睡眠场景挂钩，从而提升了品牌与产品的关联度，并利用这些拳头产品带动了鱼油、维生素 B 族等相关产品的销售。此外，面对上半年国家对跨境保健品行业的整治，公司抓住机会，通过直播美国生产现场等方式，强化了品牌可靠、科学、真跨境的形象，并突出了其产品 80%以上在海外实际销售的特点。在新品推广方面，公司策略上并不主动打造爆品，而是发挥自身拥有原料、制剂生产和品牌的产业链优势，具备强大的市场跟随能力。一旦市场上出现受欢迎的新品（如麦角硫因），公司能迅速利用自有或合作的原料资源，结合强大的复配能力，快速推出更具市场竞争力的复合配方产品。

美国市场方面，公司对 Doctor's Best 等品牌在渠道或品牌推广上是否有新的尝试？当前公司的战略重心是否更偏向于国内市场？

在美国市场，Doctor's Best 被定位为一个成熟品牌，市场本身也相对成熟，因此大幅增长的空间有限，预期是维持与市场平均水平相当的稳定增长。2026 年上半年的良好增长，除了国内市场的贡献外，也得益于 iHerb 采购量的显著增加，这反映了 iHerb 对公司认可度的提升。同时，公司在亚马逊的销售模式从卖断变更为自营，解除了此前 iHerb 与亚马逊之间的相互牵制，使得 iHerb 更愿意加大下单量。尽管如此，公司并未对 Doctor's Best 的海外业务设定过高的增长预期。对于 Zipfizz 品牌，公司会持续促进其管理层探索更多增加营收和利润的方法，并希望其 2026 年的收入和业绩能有所改观。

对公司 2026 年和 2027 年的发展有何展望？

展望 2026 年和 2027 年，公司将继续按照既定战略推进各业务板块。藻油业务将按计划推进。保健品生产方面，Vitatech Nutrition 的软胶囊和 KHD 的生产预计将在 2027 年落地投产。辅酶 Q10 将继续作为原料业务的基石。维生素 A 业务则主要受市场价格影响，采取随行就市的策略。随着藻油业务的推进以及保健品成品生产布局的逐步落地，预计这两大板块将为公司未来带来新的收入和利润增长点。