

### 中信证券研究部



**薛缘**  
首席食品饮料  
分析师  
S1010514080007



**王喆**  
首席能源化工  
分析师  
S1010513110001



联系人：王佩坚



联系人：李鸿钊

### 核心观点

公司是国内食品营养强化剂龙头，在需求持续增加，供给端利好频现的环境下，看好公司辅酶 Q10、维生素等产品利润弹性；考虑到公司在 NMN 等营养保健品领域的全产业链布局，期待长期成长空间。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.00/2.30/2.67 元，给予目标价 56 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **食品营养强化剂龙头，布局保健品全产业链。**公司主营产品包括辅酶 Q10、DHA、ARA、维生素 A、维生素 D3 等。目前公司拥有辅酶 Q10 产能 600 吨（全球规模第一），维生素 A 产能 2700 吨，维生素 D3 产能 1000 吨。近年来公司不断通过收购、投资的方式逐步整合上游原材料生产、中游生产研发、下游销售等业务，成功实现保健品行业的全产业链覆盖。

■ **辅酶 Q10：行业格局向好，龙头领先优势凸显。**辅酶 Q10 具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理功能，广泛应用于保健品领域，目前全球年需求量约 800 吨，未来有望持续增长。辅酶 Q10 行业经历了海外垄断、国产替代、优胜劣汰等发展阶段后，目前行业整合已接近尾声，2020 年以来产品价格大幅上涨，我们看好其长期向上趋势。公司目前具备辅酶 Q10 产能 600 吨，处于全球绝对龙头地位，有望充分受益于行业格局向好带来的成长红利。

■ **NMN：瞄准抗衰老行业，布局千亿蓝海市场。**NMN 是一种被认为具有抗衰老功能的保健品，相比其他竞品具备无毒副作用、提升 NAD+ 含量效果明显等优势。我们测算 NMN 每覆盖 1% 保健品人口将对应 304 亿元的市场空间，行业远期规模有望达到千亿元水平。公司美国子公司在天猫国际已发布 NMN 产品，与多数同类产品相比具备一定价格优势，有望成长为公司保健品业务新增长点。

■ **维生素：供给端因素推升价格，看好利润弹性。**2020 年受疫情影响，VA、VD3 等产品供需缺口扩大，价格持续走高。近期 VA 供给端利好频出，价格有望迎来上涨，看好维生素业务利润弹性。此外公司年产 800 吨维生素 A 油及年产 200 吨维生素 D3 油项目持续推进，预计将于 2021 年投产，项目有望升级维生素生产工艺。看好公司维生素业务竞争力及盈利能力进一步提升。

■ **风险因素：**需求增长不及预期；产品价格快速下跌；原材料价格大幅上涨；项目投产不及预期。

■ **投资建议：**公司是国内食品营养强化剂龙头，在下游需求持续增加，供给端利好频现的环境下，看好公司辅酶 Q10、维生素等产品利润弹性；同时考虑到公司在 NMN 等营养保健品领域的全产业链布局，期待公司长期成长空间。预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.32 亿/14.17 亿/16.47 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.00/2.30/2.67 元。参考行业可比公司给予 2020 年 28xPE，对应目标市值 345 亿元，对应目标价 56 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

<b>金达威</b>	<b>002626</b>
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	38.01 元
目标价	56.0 元
总股本	616 百万股
流通股本	616 百万股
52 周最高/最低价	38.01/17.06 元
近 1 月绝对涨幅	3.97%
近 6 月绝对涨幅	19.49%
近 12 月绝对涨幅	28.31%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,873	3,192	3,961	4,443	5,009
营业收入增长率	37.8%	11.1%	24.1%	12.1%	12.7%
净利润(百万元)	687	451	1,232	1,417	1,647
净利润增长率	45.0%	-34.4%	173.4%	15.0%	16.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.11	0.73	2.00	2.30	2.67
毛利率%	52.1%	47.5%	58.3%	58.5%	59.1%
净资产收益率 ROE%	22.8%	15.5%	32.7%	32.8%	33.1%
每股净资产 (元)	4.90	4.72	6.12	7.01	8.08
PE	34	52	19	17	14
PB	7.8	8.1	6.2	5.4	4.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 13 日收盘价

## 目录

公司概况：国内食品营养强化剂龙头.....	4
食品营养强化剂龙头，整合保健品全产业链 .....	4
主营业务利润可观，盈利能力提升可期 .....	6
辅酶 Q10：产品前景广阔，龙头优势凸显 .....	8
人体必备类维生素，医药、保健应用广泛 .....	8
全球年需求 800 吨，我国产能占比超 90% .....	8
行业洗牌接近尾声，公司龙头地位稳固 .....	9
供给端因素推升价格，看好长期向上空间 .....	10
NMN：布局抗衰老保健品，市场潜力巨大 .....	11
NMN 是一种被认为具有抗衰老功能的保健品 .....	11
与其他竞品相比，NMN 产品优势显著 .....	12
NMN 缓解衰老恐惧，国内具有千亿市场空间 .....	14
子公司发布 NMN 产品，布局蓝海市场 .....	16
维生素：供给边际向好，业绩弹性凸显 .....	17
维生素需求稳定增长，海外为主要市场 .....	17
VA 供给存在收紧预期，期待价格上涨弹性 .....	19
风险因素 .....	21
投资策略、盈利预测及估值 .....	21
投资策略 .....	21
盈利预测 .....	22
估值及投资评级 .....	23

## 插图目录

图 1：公司五大系列产品.....	4
图 2：公司部分控股子公司一览.....	4
图 3：公司主要发展历程.....	5
图 4：保健行业产业链.....	6
图 5：公司营业收入.....	6
图 6：公司归母净利润.....	6
图 7：公司 ROA 和 ROE.....	7
图 8：未来公司毛利率有望回升.....	7
图 9：公司毛利的主要来源是保健品、维生素 A 系列和辅酶 Q10.....	7
图 10：辅酶 Q10 发酵法生产工艺.....	8
图 11：我国辅酶 Q10 历年出口额（千万美元）.....	9
图 12：我国辅酶 Q10 历年出口量（吨）.....	9
图 13：我国辅酶 Q10 产业发展历程.....	9
图 14：我国主要企业辅酶 Q10 产能（吨/年）.....	10
图 15：我国辅酶 Q10 出口量主要企业占比（2010 年）.....	10
图 16：我国辅酶 Q10 出口额结构（2013 年）.....	10
图 17：公司辅酶 Q10 销售收入（百万元）.....	10
图 18：我国辅酶 Q10 历史出口均价（美元/千克）.....	11
图 19：近三年我国辅酶 Q10 出口均价（美元/千克）.....	11
图 20：人体中 NAD+的循环路径.....	12
图 21：口服 NR 后血液中 NR/NAM/NMN 的变化.....	13
图 22：口服 NMN 后 NMN 和 NAD+浓度曲线.....	13
图 23：中国和全球平均预期寿命（岁）.....	14
图 24：我国 65 周岁及以上人口占比（%）.....	14
图 25：我国保健品行业产能、产量及增速（万吨）.....	15
图 26：我国保健品行业进口额（亿元）.....	15
图 27：中国食品保健品市场规模（亿元）.....	15
图 28：中国和美国保健品渗透率比较（2019 年）.....	16
图 29：金达威子公司 Doctor's Best 在天猫国际发布 NMN 新产品.....	17
图 30：不同维生素品种下游应用结构.....	18
图 31：全球饲料产量.....	18
图 32：国内饲料产量.....	18
图 33：饲料产地分布.....	19
图 34：饲料用途分布.....	19
图 35：国内维生素产量.....	19
图 36：国内维生素出口量.....	19
图 37：我国维生素 A 需求结构.....	20
图 38：我国维生素 A 进出口量.....	20
图 39：维生素 A 历史价格（元/千克）.....	21

## 表格目录

表 1: NMN 相关功能介绍.....	11
表 2: 不同补充路径的比较 .....	12
表 3: 食物中 NMN 含量 (mg/100g) .....	14
表 4: NMN 市场空间测算 (2019, 万人, 亿元) .....	16
表 5: 常用 13 种维生素 .....	17
表 6: 维生素 A 行业产能分布 .....	20
表 7: 公司各业务收入及成本预测 (百万元) .....	22
表 8: 公司核心财务数据预测.....	23
表 9: 可比公司 PE 估值情况 .....	23
表 10: 可比公司 EV/EBITDA 估值情况 .....	24

## ■ 公司概况：国内食品营养强化剂龙头

### 食品营养强化剂龙头，整合保健品全产业链

国内食品营养强化剂龙头，辅酶 Q10 产能位居世界前列。厦门金达威集团股份有限公司成立于 1997 年 11 月，于 2011 年在深交所上市。公司主要从事食品营养强化剂原料和保健食品终端产品的生产、销售服务，主营产品包括辅酶 Q10、DHA、ARA、维生素 A、维生素 D3 等。2017 年公司募集资金 9900 万元用以投资建设“内蒙古年产 60 吨/年辅酶 Q10 扩产项目”，2018 年对辅酶 Q10 进行重大技改。目前公司拥有辅酶 Q10 产能 600 吨，维生素 A 产能 2700 吨，维生素 D3 产能 1000 吨。

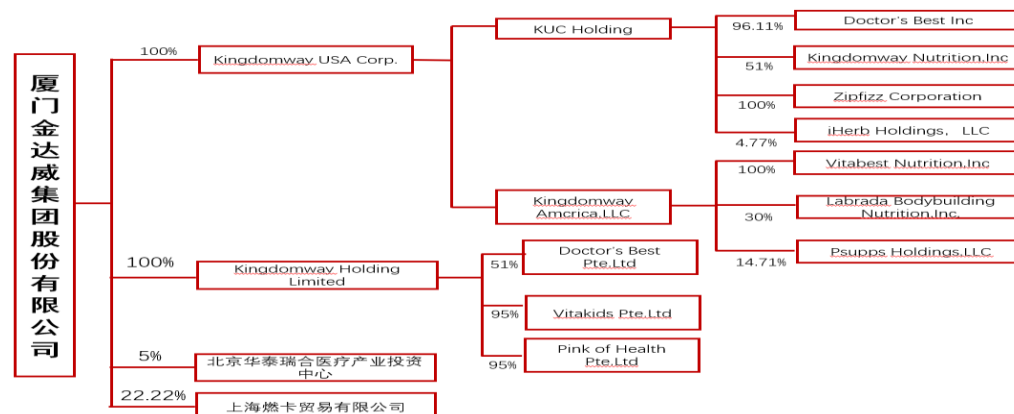
图 1：公司五大系列产品



资料来源：公司官网

2015 年以来，公司先后收购、投资 10 余家海外企业，逐渐成长为一家保健品行业全产业链公司。

图 2：公司部分控股子公司一览



资料来源：公司公告，中信证券研究部

收购 Doctor's Best Holdings, Inc 股权，进入膳食营养补充剂市场。公司在 2015 年收购 Doctor's Best 51% 的股权，2016 年增持至 96.11%。DRB 及其子公司主要销售高品



质、高附加值的膳食营养补充剂。收购完成后，公司拥有 DRB 的生产体系和销售渠道，将产业链延伸至美国保健品终端市场并将在美国生产的保健产品引入中国市场。

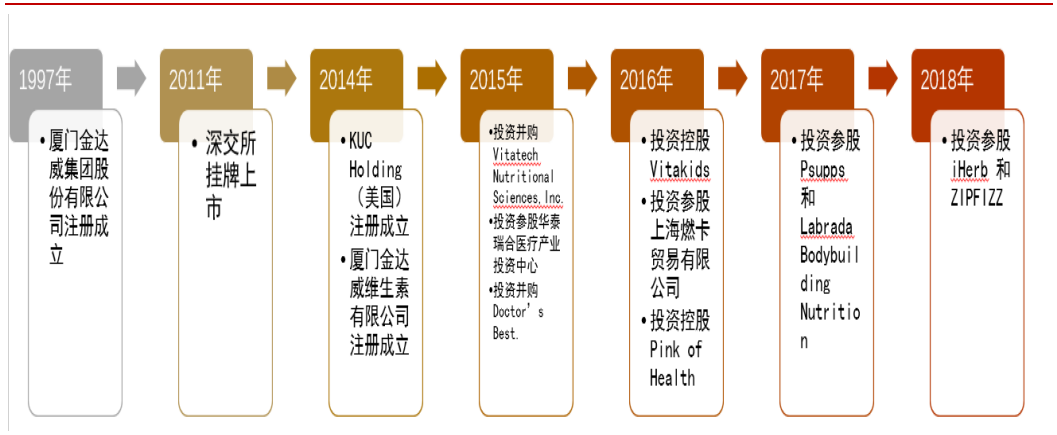
**收购 VK 和 PH 95%股权，辐射东南亚市场。** VK 主要经营保健、天然、有机食物、护肤品的批发和零售，目前在新加坡热门商圈有三个零售商店，销售逾 50 多个品牌的保健品及健康食品。PH 主要经营保健品、健康食物和个人护理品的零售等。2016 年公司收购 VK 和 PH95%的股权，收购后公司以新加坡为窗口，成功辐射东南亚市场。

**投资 PSupps Holdings，获得全球销售渠道和国际销售经验。** ProSupps 是美国销量增速最快的运动营养品品牌。公司认购 PSupps 股份后，在运动营养品、健康生活方式类食品等业务的经营发展得到快速推动，成功获得全球销售渠道。

**参股 Labrada 30%股权，进入体重管理和营养教育领域。** Labrada 公司拥有由健身营养专家及世界级运动员组成的专属团队，主营业务为运动营养产品和体重管理产品，对 Labrada 的收购完成加快了公司在大健康领域的发展。

**收购 Zipfizz 100%股权，着眼年轻消费群体。** Zipfizz 主要提供健康的能量混合产品，产品主要通过大型会员店 Costco、Sam's Club 及亚马逊进行销售，产品主要面向 80 后年轻消费群体。收购完成后，公司利用 Zipfizz 的产品优势逐步布局国内的年轻消费群。

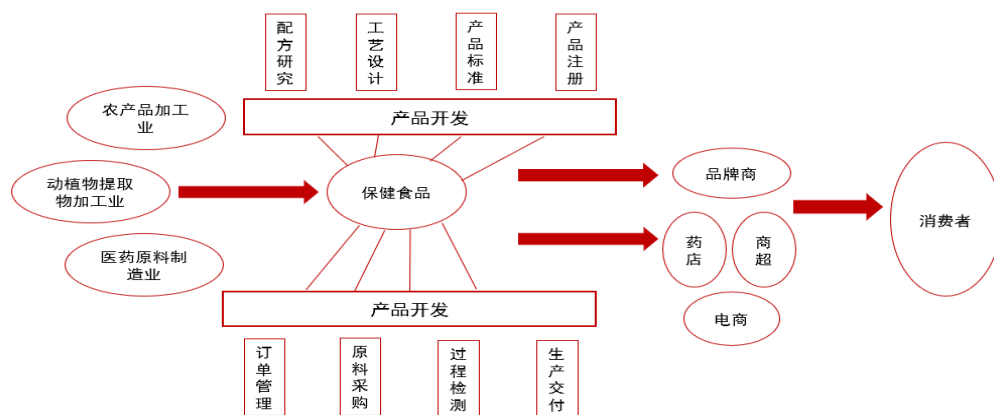
图 3：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

经过四年多的海外并购，公司逐渐整合了上游原材料生产贸易、中游生产研发、下游销售等业务，成功实现全产业链覆盖，成长为保健行业一体化公司。

图 4：保健行业产业链

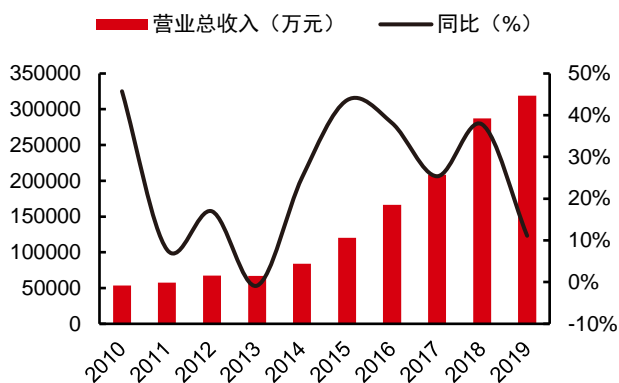


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 主营业务利润可观，盈利能力提升可期

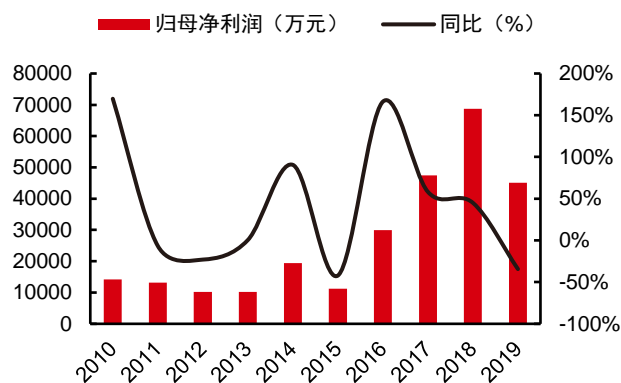
公司收入、利润规模持续提升，2019 年实现营业收入 32 亿元。2019 年公司实现营业收入 31.92 亿元，同比增长 11.10%，主要受益于保健品业务快速增长；同年由于 VB 计提大额商誉和无形资产减值叠加维生素原料产品销售价格下降，公司全年实现归母净利润 4.51 亿元，同比下降 34.42%。

图 5：公司营业收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司归母净利润



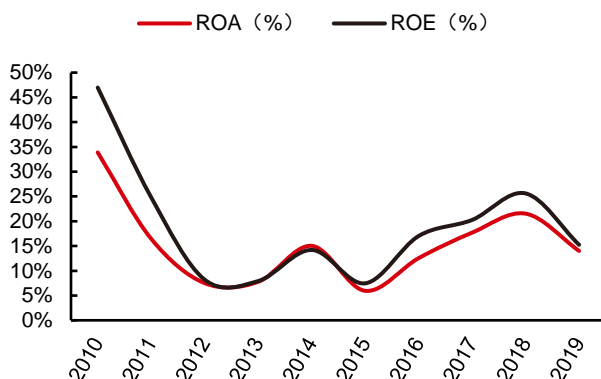
资料来源：公司公告，中信证券研究部

2019 年维生素 A 价格同比下降 19.73%，导致公司毛利率略有下滑。截至 2020 年 8 月末维生素 A 市场价格为 435 元/千克，较 2019 年末上涨 41%，维生素 D3 市场价 185 元/千克，较 2019 年末上升 100%。同时公司目前“年产 800 吨维生素 A 油和年产 200 吨维生素 D3 油”技术改进项目建设进展顺利，预计将于 2021 年上半年进入试生产阶段。预计未来价格的提升叠加公司成本优势增加将会提高公司的毛利率水平。

2019 年 ROA 和 ROE 略有下降，看好长期回报率提升。2019 年，受维生素 A 价格同比下跌影响，公司毛利率水平同比下降；叠加公司计提 VB 公司商誉减值和无形资产减值，公司净利率水平同比下滑，导致 ROA、ROE 均有所下滑。随着未来公司毛利率水平

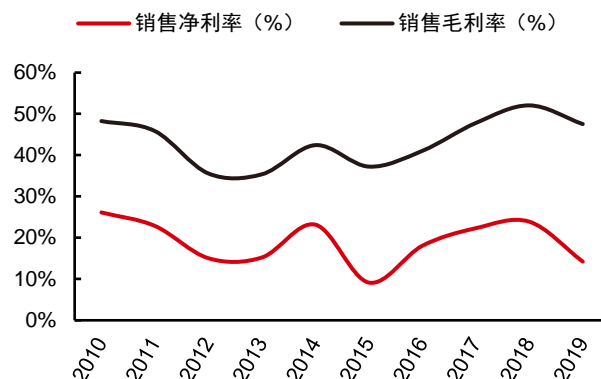
回暖叠加减值等冲击因素消除，看好公司长期资本回报率提升。

图 7：公司 ROA 和 ROE



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：未来公司毛利率有望回升



资料来源：公司公告，中信证券研究部

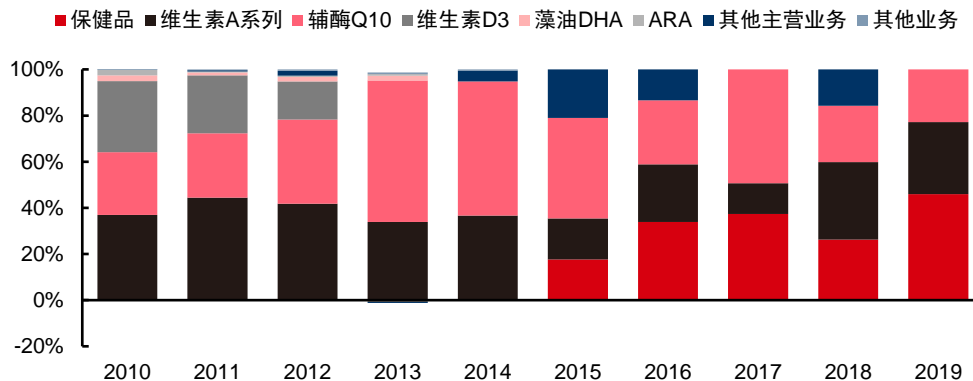
### 保健品、维生素 A 系列和辅酶 Q10 贡献公司的主要利润，未来盈利提升可期：

1) 2019 年，公司维生素 A 系列产品毛利率由于价格下跌而同比减少 6.44pct，2020 年，在疫情影响下，维生素 A 供需缺口扩大导致产品价格持续走高，毛利率较之去年将有所提升。同时公司“年产 800 吨维生素 A 油”和“年产 200 吨维生素 D3 油”技术改进项目持续推进，2021 年完工试产后有望进一步提升业务盈利能力。

2) 2019 年公司辅酶 Q10 业务毛利率为 50.77%，较 2018 年提高近 10 个百分点；2020 年产品价格大幅上涨，有望进一步推升业务毛利率水平。长期看，公司作为国内辅酶 Q10 的龙头企业具备成本优势，未来将继续稳固市场地位，盈利能力提升可期。

3) 保健品方面，公司通过海外企业布局保健品全产业链，销售渠道与辐射面不断扩大，2019 年保健品毛利润同比增长 145.96%，未来随着公司业务的不扩张，盈利能力有望持续提升。

图 9：公司毛利的主要来源是保健品、维生素 A 系列和辅酶 Q10



资料来源：公司公告，中信证券研究部



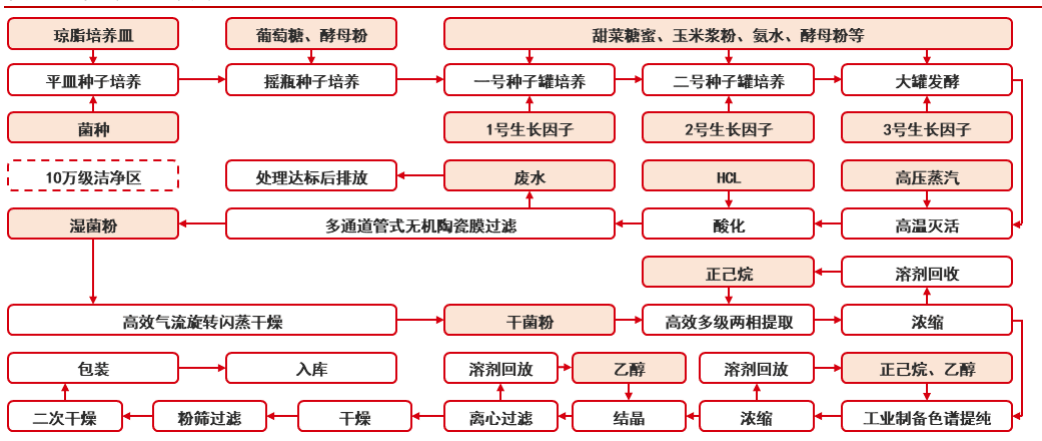
## ■ 辅酶 Q10：产品前景广阔，龙头优势凸显

### 人体必备类维生素，医药、保健应用广泛

**辅酶 Q10 (CoenzymeQ10)，简称 CoQ10，是一种广泛分布的类维生素物质。**该物质是细胞自身产生的天然抗氧化剂和细胞代谢启动剂，能有效抑制线粒体的过氧化，促进细胞能量产生并维持机体正常代谢反应。辅酶 Q10 具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能。目前，辅酶 Q10 主要应用于保健品、功能性食品和化妆品领域。

**发酵法已成为辅酶 Q10 主流生产工艺。**目前辅酶 Q10 主要存在茄尼醇半化学合成法和微生物发酵法两种生产技术。与化学合成法相比，微生物发酵法生产工艺更为安全、成熟，具备产品质量好，生产成本更低的优势，已成为辅酶 Q10 的主流生产工艺，目前公司也以生物发酵法生产辅酶 Q10。

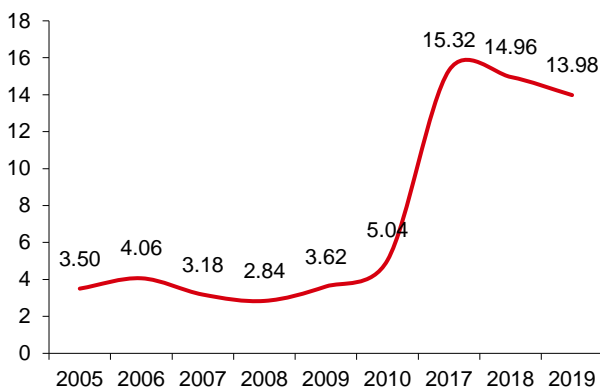
图 10：辅酶 Q10 发酵法生产工艺



产能规模最大的企业为钟渊化学。近年来随着国内生产技术快速发展，中国辅酶 Q10 生产企业在全球市场的话语权快速增强，目前已成为全球辅酶 Q10 的主产国。

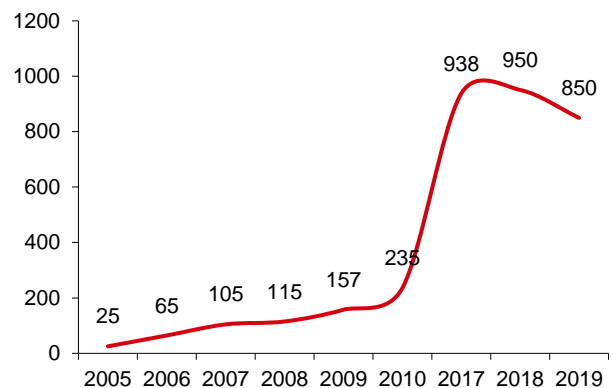
**我国辅酶 Q10 主要用于出口，全球市场份额超 90%。**2013 年，国内辅酶 Q10 产量为 400 多吨，出口量占到九成。2017 至 2019 年我国辅酶 Q10 出口量分别为 937.678 吨、950.306 吨和 849.843 吨。据中国海关总署数据显示，2018 年我国作为辅酶 Q10 产品的主要出口国，全球市场份额超过 90%。

图 11：我国辅酶 Q10 历年出口额（千万美元）



资料来源：金达威招股说明书，中国海关总署，中信证券研究部

图 12：我国辅酶 Q10 历年出口量（吨）

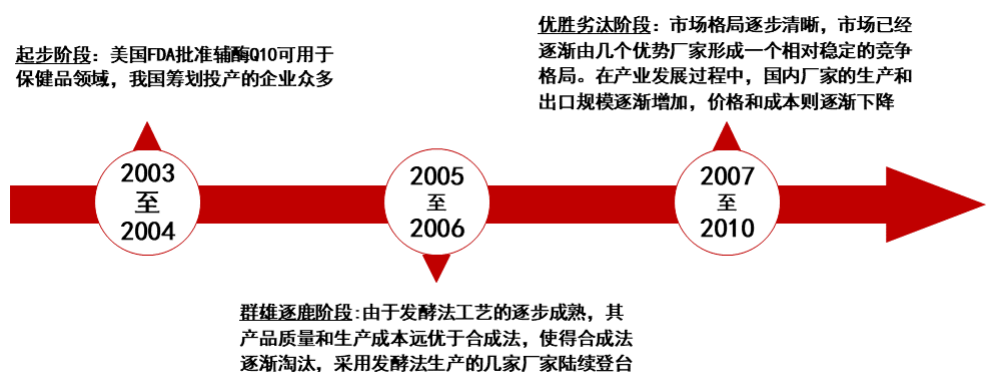


资料来源：金达威招股说明书，中国海关总署，中信证券研究部

## 行业洗牌接近尾声，公司龙头地位稳固

**我国辅酶 Q10 产业历经三个发展阶段，市场集中度逐步提升。**2003 至 2004 年，美国 FDA 批准 Q10 用于保健品领域，我国辅酶 Q10 产业开始起步。2005 至 2006 年发酵法工艺逐渐成熟，合成法企业逐渐淘汰。2007 年至今，市场格局逐渐清晰，金达威、神舟生物、新和成和浙江医药等优势企业稳定竞争。

图 13：我国辅酶 Q10 产业发展历程

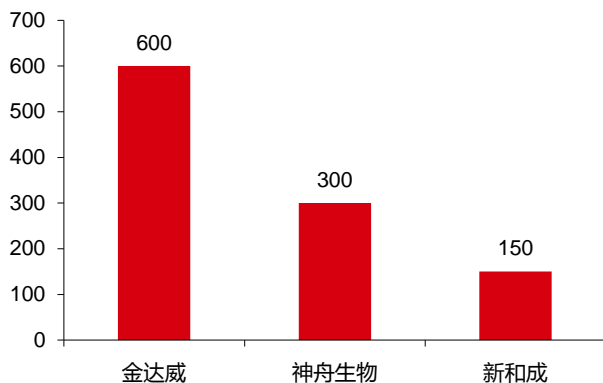


资料来源：金达威招股说明书，中信证券研究部

**四家优势厂商市场份额稳定，其中金达威最具优势。**目前，金达威、神舟生物和新和成的辅酶 Q10 年产能分别可达 600 吨、300 吨和 150 吨。浙江医药辅酶 Q10 生产设施于

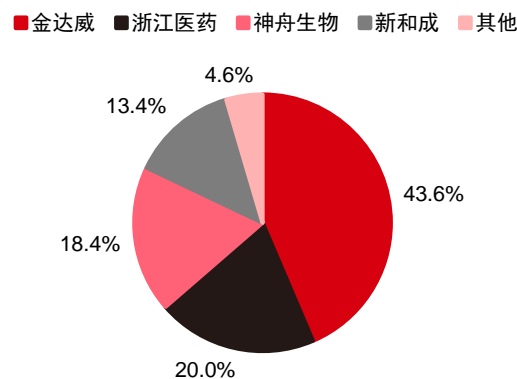
2018 年 3 月改造停产，至今仍未恢复生产。从国内的出口量结构看，金达威占比 43.6%，竞争优势明显；浙江医药、神舟生物和新和成分别占比 20%、18.4%和 13.4%。

图 14：我国主要企业辅酶 Q10 产能（吨/年）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 15：我国辅酶 Q10 出口量主要企业占比（2010 年）

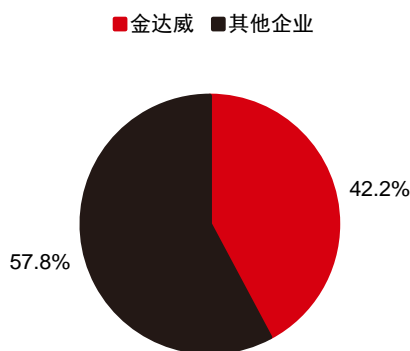


资料来源：金达威招股说明书，中信证券研究部

**金达威是目前全球最大的辅酶 Q10 生产企业，年产能达 600 吨。**国内辅酶 Q10 出口总额 11,621 万美元，其中公司出口总额 4,900 万美元，占比 42.2%。在向多个国家出口辅酶 Q10 的供应商中，公司排名均为第 1 位，目前公司出口主要以美国、德国、澳大利亚等市场为主，凸显公司龙头地位。

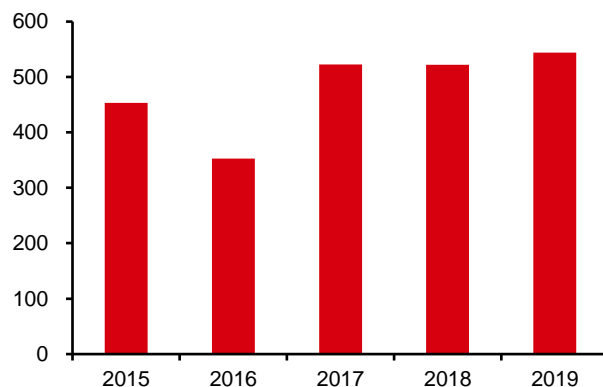
**近三年公司辅酶 Q10 营收稳定，产品销量维持领先。**2017 至 2019 年公司辅酶 Q10 业务收入分别为 5.23 亿元、5.22 亿元和 5.44 亿元，基本维持稳定。基于产品出口均价测算，公司辅酶 Q10 销量稳定，均处于行业领先地位。

图 16：我国辅酶 Q10 出口额结构（2013 年）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 17：公司辅酶 Q10 销售收入（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

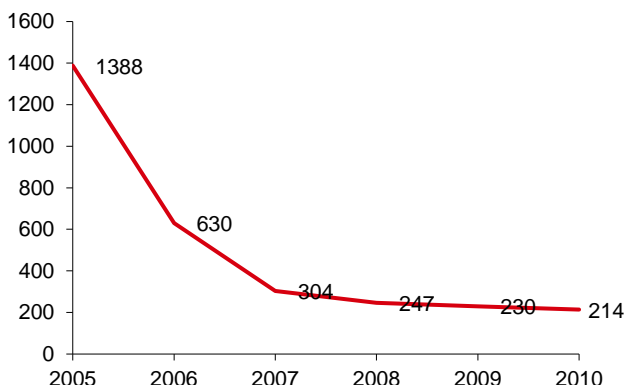
## 供给端因素推升价格，看好长期向上空间

早期辅酶 Q10 市场由日本企业垄断，定价较高；2005 年后我国企业陆续加入，垄断格局被打破，产品价格大幅下跌。在辅酶 Q10 推出的早期，市场由钟渊化学等少数几家日本企业垄断，市场供给不足，辅酶 Q10 市场价格较高；2005 年出口价格为 1,388 美元/

千克。2005 年后，随着金达威、浙江医药、新和成等企业的加入，辅酶 Q10 市场供给不足的压力得到缓解，价格有较大幅度的下调；2006 至 2010 年我国出口价格持续下降，2006 年出口均价为 630 美元/千克，2010 年连续跌至 214 美元/千克。

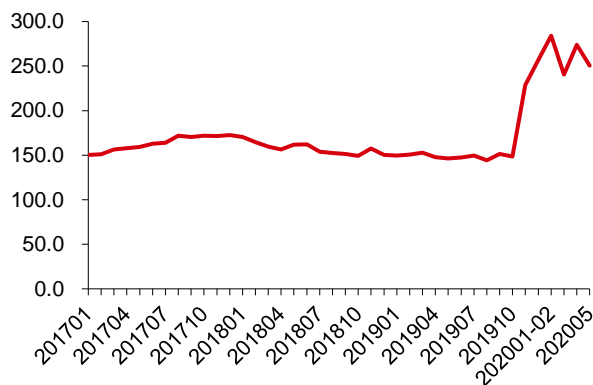
**近三年辅酶 Q10 价格趋于稳定，2019 年末价格快速反弹。**2017 至 2019 年我国辅酶 Q10 出口均价分别为每千克 163.4 美元、157.5 美元和 164.5 美元，基本保持稳定。近期由于环保政策限产和生产装置停产等因素影响，2019 年 11 月辅酶 Q10 出口价格大幅上涨至 228.6 美元，此前价格基本保持在 150 美元左右，上涨幅度达 54%，之后产品价格均维持高位水平。

图 18：我国辅酶 Q10 历史出口均价（美元/千克）



资料来源：金达威招股说明书，中国海关总署，中信证券研究部

图 19：近三年我国辅酶 Q10 出口均价（美元/千克）



资料来源：中国海关总署，中信证券研究部

## NMN：布局抗衰老保健品，市场潜力巨大

### NMN 是一种被认为具有抗衰老功能的保健品

**NMN 定位为一种保健品。**NMN 全称  $\beta$ -烟酰胺单核苷酸，英文名为 Beta-Nicotinamide Mononucleotide，简称 NMN，在人体中是合成 NAD<sup>+</sup>的前体。由于 NAD<sup>+</sup>是三羧酸循环的重要辅酶，促进糖、脂肪、氨基酸的代谢，参与能量的合成；NAD<sup>+</sup>又是辅酶 I 消耗酶的唯一底物（DNA 修复酶 PARP 的唯一底物、长寿蛋白 Sirtuins 的唯一底物、环 ADP 核糖合成酶 CD38/157 的唯一底物）。

表 1：NMN 相关功能介绍

方向	相关文献	相关应用
抗衰老	NMN 减轻了小鼠的生理性衰退，服用 NMN 扭转了小鼠的生理指标	改善睡眠、提高记忆力、抗衰老；延缓衰老
	提高 NAD <sup>+</sup> 水平可使小鼠线粒体恢复至年轻水平，22 月的小鼠服用 NMN 恢复至 6 月大小鼠水平	
	NMN 可激活长寿蛋白 Sirtuins1~7	
DNA 修复	补充 NMN 可修复受辐射损伤细胞的 DNA，服用一周后老年老鼠与年轻小鼠无差异	a.放疗患者；b. 辐射人群
糖尿病	对饮食和年轻所引起的 2 型糖尿病能有效干预	糖尿病患者
运动与减肥	NMN 促进脂肪分解，增加运动耐力	运动员
	补充 NAD <sup>+</sup> 增加骨骼肌的形成和线粒体氧化代谢。	
神经认知	NMN 可减低脑细胞死亡和氧化应激，这进一步证明了 NMN 对神经系统的保护作用	老年痴呆、帕金森、肌萎缩侧索

请务必阅读正文之后的免责条款部分

11

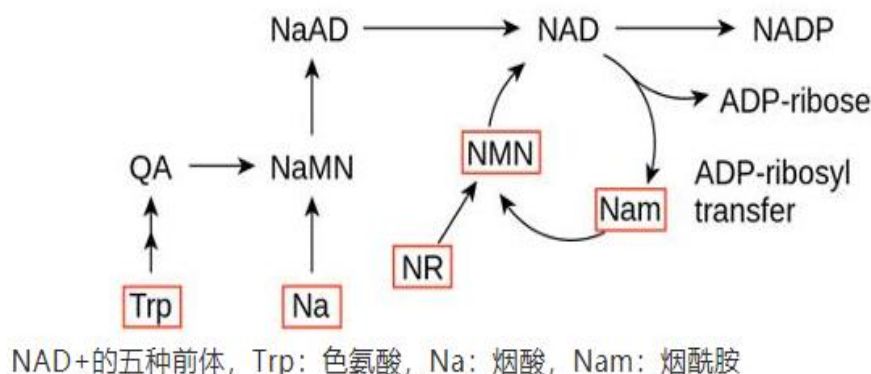
方向	相关文献	相关应用
	NMN 恢复了线粒体的功能	硬化
	NMN 恢复了患有 AD 的老鼠的认知功能	
	NMN 修复了认知障碍	
心血管	NMN 显著增加了心脏 NAD <sup>+</sup> 的水平，保护心脏免受 I/R 损害； NMN 减少了血管氧化应激，使老鼠主动脉恢复正常，代表了治疗动脉老化的新策略； NMN 可降低心肌炎症； 服用 NMN 后小鼠的 FXN-KO 恢复至正常水平。	心血管慢性疾病
解酒护肝	NMN 可促进酒精代谢，并增强人体对酒精的耐受性；	解酒护肝
保护视力	NMN 防止感光细胞变性并恢复视力，拯救视网膜障碍	视力保护
保护听力	增加耳部神经元和组织中 NAD <sup>+</sup> 水平的方法可以提供对创伤引起的听力损失的保护	听力保护

资料来源：NMN 中国官网，<http://www.nmnchina.com>，中信证券研究部

## 与其他竞品相比，NMN 产品优势显著

NMN 的竞品主要包括色氨酸 (Trp)、烟酸 (Na)、烟酰胺 (Nam)、烟酰胺核糖 (NR)。保健品 NMN 并不直接体现功效，主要用于提升人体内 NAD<sup>+</sup>含量，通过后者实现多种功能，由于 NAD<sup>+</sup>分子较大直接食用后无法吸收，主要通过补充小分子前驱体提升其含量。NMN 及竞品均主要起到提升人体 NAD<sup>+</sup>浓度的作用。

图 20：人体中 NAD<sup>+</sup>的循环路径



资料来源：Nature Reviews

直接服用 NAD<sup>+</sup>无法被人体代谢，NMN 制品作为补充 NAD<sup>+</sup>途径优势显著。由于 NAD<sup>+</sup>分子较大，无法通过细胞膜进入细胞中，因此直接服用 NAD<sup>+</sup>并不能被人体代谢产生作用。补充 NAD<sup>+</sup>可以补充其三个代谢循环的四类前体，即烟酸、色氨酸、烟酰胺和 NMN/NR。NMN 制品作为补充 NAD<sup>+</sup>的优势显著，主要体现在以下两方面：

1) 当前 NMN/NR 补充路径尚未发现不良反应，但其他补充方式都有一定的限制，其他补充方式均存在一定的副作用或对补充量有限制，比如烟酸、烟酰胺和色氨酸在摄入量上都有一定的限制水平，烟酸 (NA) 和 GPR109A 的结合会导致患者严重的潮红，而过多的摄取色氨酸、烟酰胺也会存在副作用；烟酰胺 (NAM) 会造成对 Sirtuins 的抑制从而引起肝脏中毒。

表 2：不同补充路径的比较

请务必阅读正文之后的免责条款部分

12

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

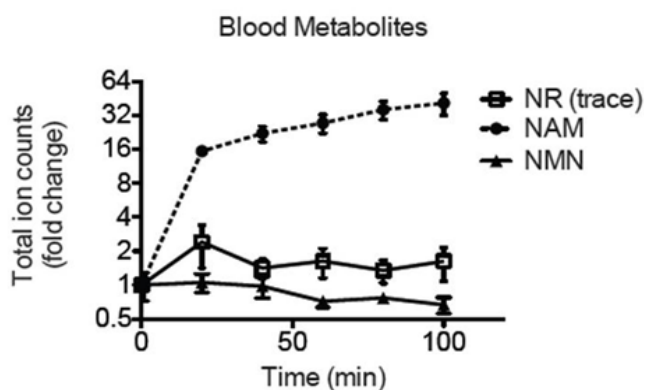


补充物	途径	简介	富含食物	副作用
烟酸	Preiss-Handler 途径	烟酰胺合成维生素 PP, 它是人体必需的 13 种维生素之一, 是一种水溶性维生素, 属于维生素 B 族, 是维生素 B3	广泛存在, 尤其肝脏, 奶类, 蛋类, 蔬菜, 酵母, 蘑菇, 花茎甘蓝, 全谷及一些水果	1.在肾功能正常时几乎不会发生毒性反应。一般不良反应有:感觉温热、皮肤发红、特别在脸部和颈部、头痛等血管扩张反应。2.大剂量用药可导致腹泻、头晕、乏力、皮肤干燥、瘙痒、眼干燥、恶心、呕吐、胃痛、高血糖、高尿酸、心律失常、肝毒性反应。3.一般服烟酸 2 周后,血管扩张及胃肠道不适可渐适应, 逐渐增加用量可避免上述反应。如有严重皮肤潮红、瘙痒、胃肠道不适,应减少剂量
色氨酸	从头合成途径	体内缺乏维生素 B1、B2、B6 的人, 不能由色氨酸造出烟酸; 在哺乳动物体内色氨酸和烟酸的转化比例为 60:1	花豆、牛奶、肉类、鱼类、香蕉、花生及所有富含蛋白质的食物	成人每日摄取 100~500mg
烟酰胺	补充合成途径	通常和烟酸合称为维生素 PP,	动物肝脏与肾脏、瘦肉、鱼、卵、白色的家禽肉	本品肌肉注射可引起剧痛, 故不宜肌肉注射。个别患者有头昏、恶心、上腹不适、食欲不振、皮肤潮红发热瘙痒, 可自行消失。妊娠期过量服用有致畸可能, 故禁用
NMN/NR	补充合成途径	NAD <sup>+</sup> 直接的前体	西兰花、毛豆、鳄梨、牛油果、黄瓜	尚未发现不良反应

资料来源: NMN 中国官网, <http://www.nmnchina.com>, 中信证券研究部

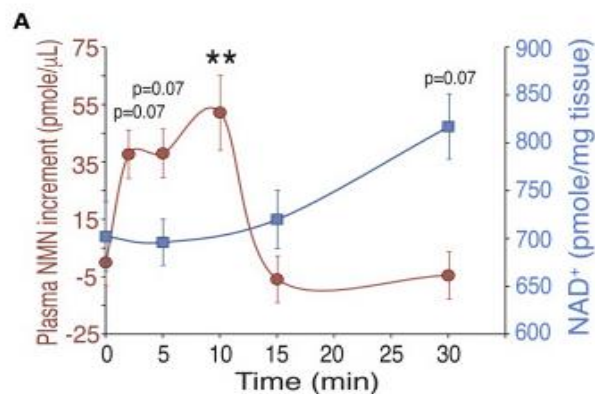
**2) 补充 NR (NMN 的前体) 多数转化为 NAM, 而非通过 NMN 转化为 NAD<sup>+</sup>, 效果微弱。**与其他物质而言, NMN 和 NR 是补充 NAD<sup>+</sup>更直接的途径。NR 进入人体内后需要 NPK1~2 磷酸化后变成 NMN, 而且线粒体内没有 NPK1 和 NPK2 的酶使 NR 转成 NMN。研究表明, NR 口服后大部分并不是转变成 NMN, 而是被消化成了 NAM, 这个反应是限制步骤。因此服用 NR 补充 NAD<sup>+</sup>的效果微弱。与之形成鲜明对比的是, 人体服用 NMN 之后, 研究发现 5 分钟后体内 NAD<sup>+</sup>含量得到较为显著的提升, 补充效果显著提升。

图 21: 口服 NR 后血液中 NR/NAM/NMN 的变化



资料来源: NMN 中国官网, <http://www.nmnchina.com>

图 22: 口服 NMN 后 NMN 和 NAD<sup>+</sup>浓度曲线



资料来源: NMN 中国官网, <http://www.nmnchina.com>

**自然界中 NMN 含量较低, 通过食物补充 NMN 的效率较低。**NMN 是人体内固有的物质, 可通过人体自主合成, 自然界中的一些水果和蔬菜也富含 NMN。据《Cell》杂志统计, 如毛豆、西蓝花、黄瓜种子等含有 NMN。根据 FDA 的等效原则, 一个 70Kg 的成年人每天应补充 600mg 的 NMN, 一个成年人补充同等量的 NMN, 则需要吃掉 32~128kg 的毛豆, 或者 54~240kg 的西蓝花, 由此可见直接通过自然界中的食物来源补充 NMN 效率较低, 而 NMN 制品可以较快达到这一效果。

表 3：食物中 NMN 含量（mg/100g）

食物类型	名称	mg/100g 食物
蔬菜	毛豆	0.47 - 1.88
蔬菜	西兰花	0.25 - 1.12
蔬菜	黄瓜种子	0.56
蔬菜	黄瓜皮	0.65
蔬菜	卷心菜	0.0 - 0.90
水果	鳄梨	0.36 - 1.60
水果	番茄	0.26 - 0.30
菌类	蘑菇	0.0 - 1.01
肉	牛肉（生）	0.06 - 0.42
海鲜	虾	0.22

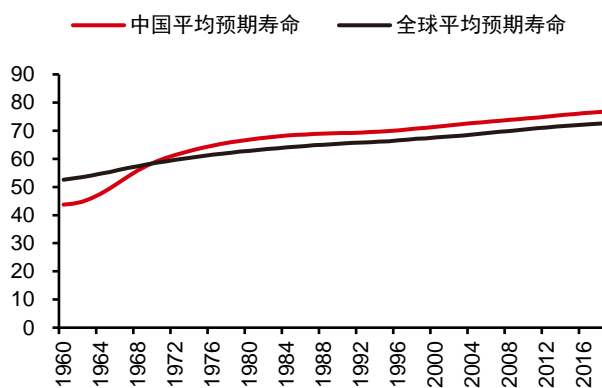
资料来源：《Long-term administration of nicotinamide mononucleotide mitigates age-associated physiological decline in mice》（Mills K F, Yoshida S, Stein L R），中信证券研究部

## NMN 缓解衰老恐惧，国内具有千亿市场空间

**全球抗衰老市场规模突破 1900 亿美元。**伴随全球经济持续增长和人均寿命的不断攀升，65 周岁及以上老年人口占比持续提升，全球范围对健康问题关注度持续提升，药品、保健品等市场容量持续增加。

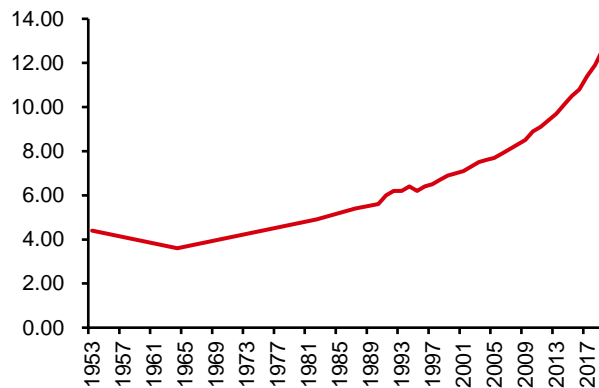
人均寿命作为人类有史以来持续努力解决的终极问题之一，在上述背景中关注度持续提升，相关市场空间不断增加。根据市场调研公司 Zion Market Research 发布的报告显示，全球抗衰老市场规模在 2019 年达到 1917 亿美元，同比增长 8.3%。

图 23：中国和全球平均预期寿命（岁）



资料来源：Wind，中信证券研究部

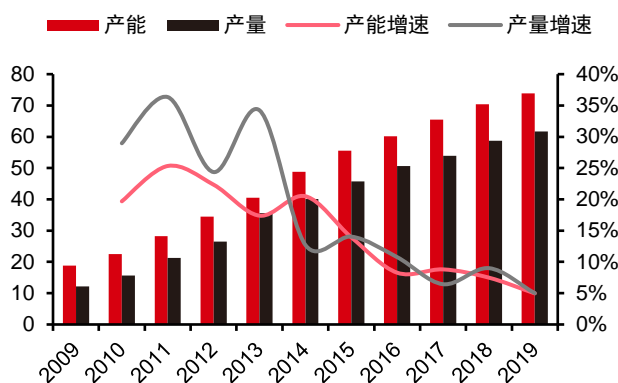
图 24：我国 65 周岁及以上人口占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

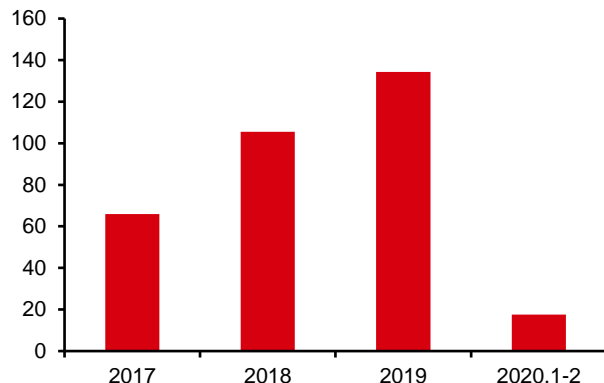
**中国保健品行业规模快速增长，当前市场规模近 4000 亿元，复合增速 9.5%。**近几年来随着我国消费者健康意识的提升以及抗衰老需求的增长，我国保健品行业快速发展，2019 年我国保健品行业产能 73.9 万吨，同比增加 5%，产量 62.7 万吨，同比增加 5%；行业 2019 年进口额达到 134 亿元。

图 25：我国保健品行业产能、产量及增速（万吨）



资料来源：中国营养保健协会，中信证券研究部

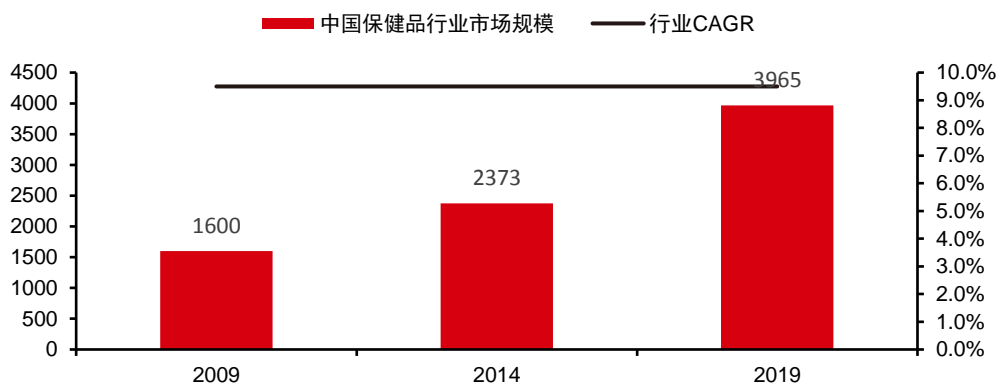
图 26：我国保健品行业进口额（亿元）



资料来源：海关总署，中信证券研究部

根据中国营养保健协会统计，我国保健品行业市场规模从 2009 年 1600 亿元迅速增加至近 4000 亿元，行业过去 10 年复合增速 9.5%。

图 27：中国食品保健品市场规模（亿元）

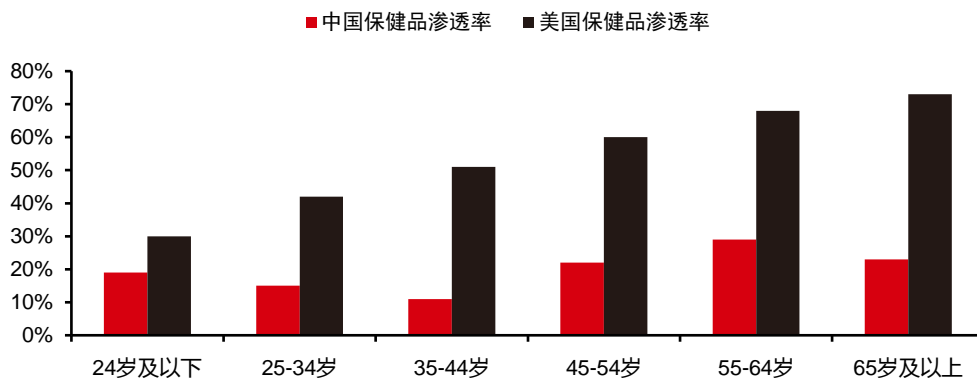


资料来源：中国营养保健协会，中信证券研究部

与欧美发达国家相比，我国保健品行业渗透率仍有较大提升空间。2019 年我国保健品在不同年龄段渗透率在 10%-30%之间，而美国等发达国家 25 岁及以上人口目前渗透率在 50%-75%之间，我国与发达国家渗透率差异较大，特别是 65 岁及以上老年人口，中美两国保健品渗透率相差了 50 个百分点。

NMN 每覆盖 1%保健品人口对应 304 亿元市场空间，行业远期有望达到千亿规模。当前 NMN 价格在 1500 元/瓶，常规包装为 60 粒/瓶，目前 25-44 岁人口按照每天 1 粒测算，年消费金额为 9000 元；45 岁及以上人口按照每天 2 粒测算，对应年消费量金额为 18000 元。

图 28：中国和美国保健品渗透率比较（2019 年）



资料来源：中国营养保健协会，中信证券研究部

根据我们测算，按照当前我国各年龄段保健品市场渗透率及不同年龄段服用 NMN 用量情况（即，24 周岁及以下不服用，25-44 周岁每日服用 1 粒，45 周岁及以上每日服用 2 粒），NMN 每覆盖 1%国内保健品人群市场，对应的市场规模约为 304 亿元。伴随抗衰老产品未来市场不断推广，如果 NMN 能覆盖当前服用保健品人口的 3%规模，其市场规模有望达到千亿。

表 4：NMN 市场空间测算（2019，万人，亿元）

	中国保健品渗透率	人口基数（万人）	覆盖人数（万人）	每 1%对应人数（万人）	1%对应市场空间（亿元）
24 岁及以下	19%	39,061	7,422	74	0
25-34 岁	15%	22,765	3,415	34	31
35-44 岁	11%	20,231	2,225	22	20
45-54 岁	22%	24,361	5,359	54	96
55-64 岁	29%	16,857	4,888	49	88
65 岁及以上	23%	16,717	3,845	38	69
合计		139,991	27,154	272	304

资料来源：国家统计局，中国营养保健协会，中信证券研究部测算

## 子公司发布 NMN 产品，布局蓝海市场

我国除香港基因港公司之外，大陆公司在 NMN 领域仍处于追赶态势。主要企业涉及金达威、雅本化学、丰原药业等。

**众多企业跟进 NMN 市场。**由于 NMN 巨大的市场前景，国内外其他企业纷纷跟进 NMN 市场的研发和布局。当前在京东和天猫官网，以“NMN”为关键词搜索得到的保健品类型已经接近 10 家左右，多数厂家的售价在 1500-3000 元/瓶。

**金达威美国子公司在天猫国际发布 NMN 产品，相比对手具备价格优势。**上周金达威美国子公司 Doctor's Best 在天猫国际发布 NMN 新产品，最新售价 1849 元，与多数同类产品处于中等偏低价位，具有一定的价格优势。

图 29：金达威子公司 Doctor's Best 在天猫国际发布 NMN 新产品



资料来源：天猫国际

## ■ 维生素：供给边际向好，业绩弹性凸显

### 维生素需求稳定增长，海外为主要市场

维生素是人和动物为维持正常的生理功能而必须获得的一类微量有机物质，在人体生长、代谢、发育过程中发挥着重要的作用。维生素在体内既不是构成身体组织的原料，也不是能量的来源，主要是与酶类一起参与机体的新陈代谢，使机体机能得到有效调节。维生素一般无法由生物体自己生产，需要通过饮食等手段获得。

维生素品种众多，VC、VE、VA 为需求量较大的品种。目前所知的维生素有几十种，常用的维生素有 13 种，大致可分为脂溶性和水溶性两大类。其中脂溶性维生素包括 VA、VD、VE、VK 等，水溶性维生素包括 B 族维生素以及 VC、胆碱等。在各维生素品种中，VC、VE、VA 等属于需求量较大的品种，全球年需求量达到万吨级别；而像生物素、叶酸等品种的年需求量分别在百吨和千吨级别，属于需求量较小的品种。

表 5：常用 13 种维生素

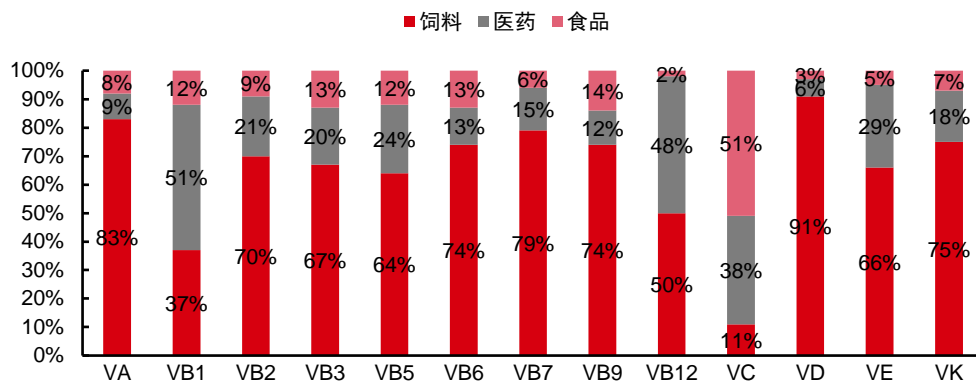
通称	等效名称	溶解性	推荐饮食摄入量	维生素缺乏病
维生素 A	视黄醇、β-胡萝卜素	脂溶	600μg	夜盲症、干眼症、身体上皮黏膜异常、视神经萎缩等
维生素 B1	硫胺素	水溶	1.2mg	脚气病、神经炎、魏尼凯氏失语症
维生素 B2	核黄素	水溶	1.3mg	脂溢性皮炎、口腔炎等
维生素 B3	烟酸、烟酰胺	水溶	16.0mg	口腔溃疡、癞皮病等
维生素 B5	泛酸	水溶	5.0mg	焦虑、失眠、肌肉痉挛、过敏性湿疹
维生素 B6	吡哆醇	水溶	1.3-1.7mg	贫血
维生素 B7	生物素（维生素 H）	水溶	30.0μg	皮肤炎、肠炎
维生素 B9	叶酸	水溶	400μg	婴儿神经管缺陷；恶性贫血
维生素 B12	钴胺素	水溶	2.4μg	巨幼细胞性贫血、恶性贫血
维生素 C	抗坏血酸	水溶	90.0mg	坏血病
维生素 D	胆钙化醇	脂溶	5.0μg-10μg	佝偻病、骨质疏松病
维生素 E	生育酚	脂溶	15.0mg	不育症、习惯性流产
维生素 K	萘醌类	脂溶	120μg	出血倾向、凝血酶缺乏，不易止血

资料来源：《Dietary Reference Intakes: Vitamins》（The National Academies, 2001），中信证券研究部



维生素的下游应用主要以饲料为主。目前除了维生素 B12、B1、维生素 C 等少数品种以外，其他大部分维生素品种在饲料中的应用比例达到 65% 以上，因此大部分维生素的市场需求主要取决于饲料添加剂行业的发展情况。新和成生产的维生素品种中，VA 的饲料用量占比达 83%，VE 的饲料用量占比为 66%。

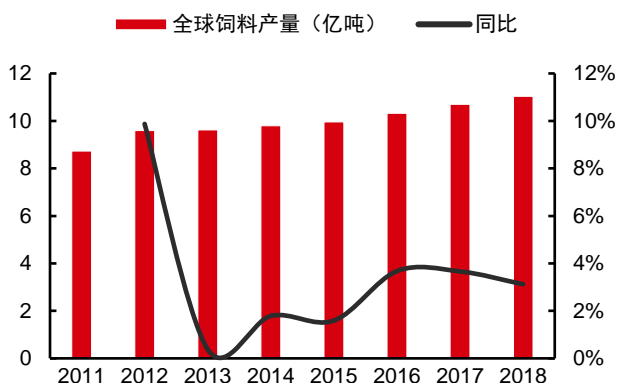
图 30：不同维生素品种下游应用结构



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

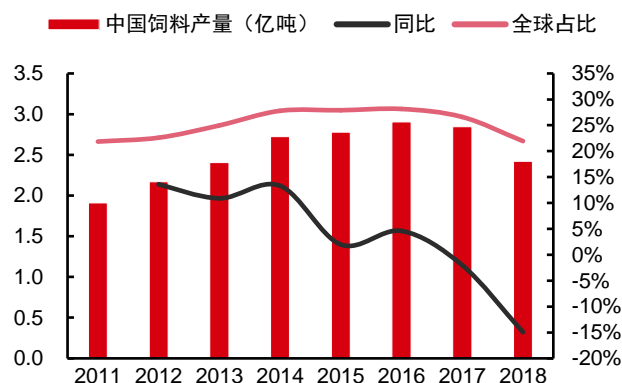
**全球饲料稳定增长，带动维生素需求稳步提升。**全球饲料产量稳定增长，2018 年全球饲料产量达到 11.03 亿吨，同比增长 3.1%。近年来，饲料产业发展较为稳定，整体呈现缓慢上涨的趋势，预计未来年增速将维持在 3% 左右，带动维生素的下游需求稳定提升。2018 年我国国内饲料产量 2.42 亿吨，占全球饲料总产量的 21.9%，是全球较大的饲料生产国。受国内养殖周期的影响，国内饲料产量自 2017 年起出现下滑。但由于国内维生素面向全球饲料市场，因此国内饲料产量的下滑对维生素需求影响较小。

图 31：全球饲料产量



资料来源：Alltech，中信证券研究部

图 32：国内饲料产量

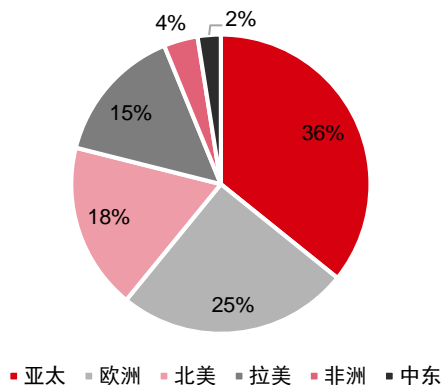


资料来源：Wind，中信证券研究部

**亚太是主要饲料生产区域，猪类、禽类饲料占全部饲料近七成。**从生产区域看，饲料在各地区生产分布较为均匀，亚太、欧洲、北美、拉美均有较多的饲料产量。其中亚太饲料产量占比 36%，欧洲、北美、拉美的饲料产量分别为 25%、18% 和 15%。从饲料用途分类看，猪类和禽类饲料是主要的饲料类型，其中猪类饲料占比 26%，肉禽类饲料占比

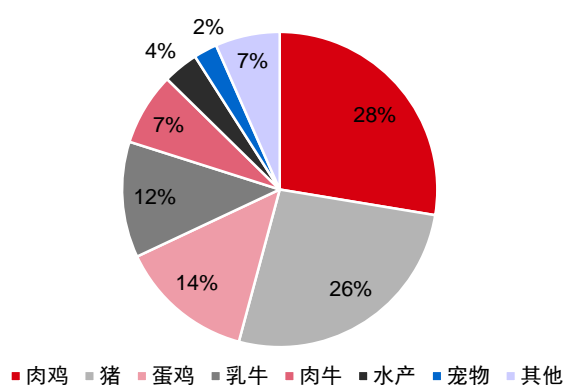
28%，蛋禽类饲料占比 14%，合计占比 68%。因此猪类和禽类的饲养周期是影响饲料需求以及维生素需求的关键因素。

图 33: 饲料产地分布



资料来源: Alltech, 中信证券研究部

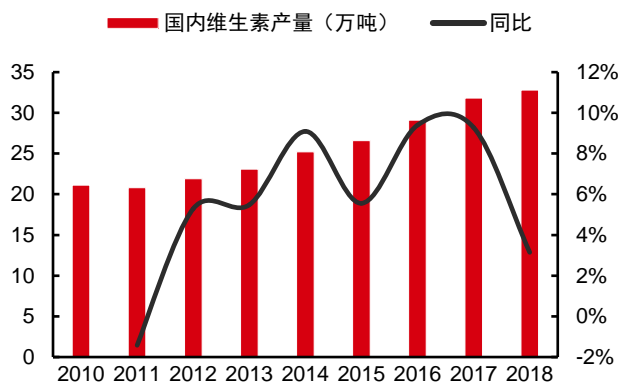
图 34: 饲料用途分布



资料来源: Alltech, 中信证券研究部

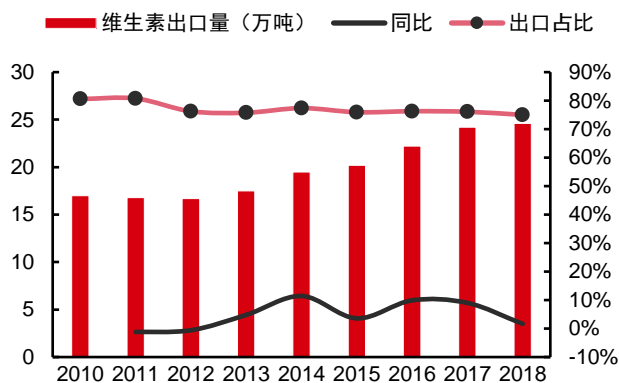
**我国维生素产量稳步提升，出口占比较高。**2018 年我国维生素产量 32.8 万吨，同比 +3.1%。受益于全球饲料产量的稳步提升，我国维生素产量稳定增长，2010-2018 年复合增长率为 5.7%。我国是维生素的净出口国，2018 年出口量 24.6 万吨，占当年国内总产量的 75.0%，出口占比常年保持 75% 以上水平，因此国内饲料产量的波动对我国维生素行业需求影响有限，需求主要受到全球性周期的影响。

图 35: 国内维生素产量



资料来源: 博亚和讯, 中信证券研究部

图 36: 国内维生素出口量



资料来源: 博亚和讯, 中信证券研究部

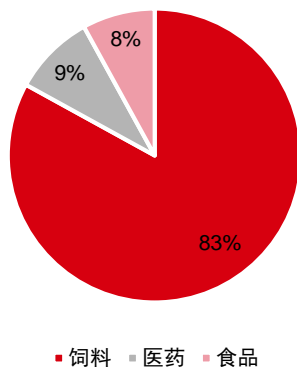
## VA 供给存在收紧预期，期待价格上涨弹性

维生素 A 是一种脂溶性维生素，又称视黄醇或抗干眼病因子，是构成视觉细胞中感受弱光的视紫红质的组成成分。维生素 A 具有维持正常视觉功能，是维持骨骼正常生长发育、促进生长与生殖必不可少的重要化合物。

**维生素 A 下游 80% 用于饲料行业，我国是净出口国。**国内维生素 A 的下游主要用于

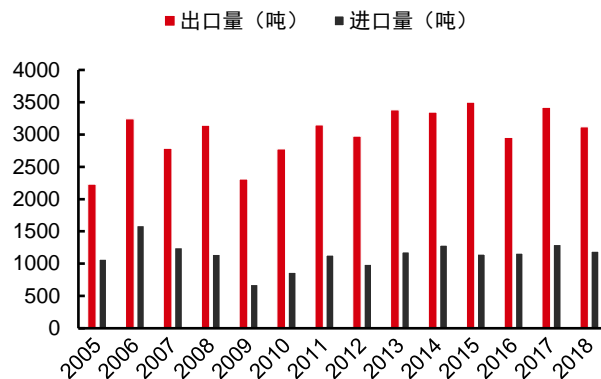
饲料添加剂，占其下游比例 83%，其余应用领域还包括医药、食品等。我国是维生素 A 的净出口国，2018 年净出口量为 1916 吨。

图 37：我国维生素 A 需求结构



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

图 38：我国维生素 A 进出口量



资料来源：海关总署，中信证券研究部

**维生素 A 技术壁垒高，全球产能集中。**由于维生素 A 合成工艺复杂，中小企业难以进入行业，全球产能基本集中在新和成、帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、安迪苏和金达威 6 家供应商手中，呈现寡头垄断格局。2018 年全球维生素 A 总产能约为 3.7 万吨，需求约 2.7 万吨，供需处于相对偏紧的状态。

表 6：维生素 A 行业产能分布

公司	产能 (万吨)	占比
新和成	1.00	27.0%
帝斯曼	0.75	20.3%
巴斯夫	0.60	16.2%
浙江医药	0.56	15.1%
安迪苏	0.50	13.5%
金达威	0.29	7.8%
合计	3.70	100.0%

资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

**VA 价格波动主要受到供给端因素影响。**由于全球维生素 A 市场呈现寡头垄断格局，企业定价权较强；同时下游需求稳定增长，导致价格波动主要受供给端因素影响。供给端一旦出现收缩，价格弹性较大。近年来维生素 A 价格经历了五轮较大幅度的上涨，均为供给端收缩所导致：

2014 年 3 月，巴斯夫德国工厂发生火灾，维生素 A 价格由 140 元上涨至 200 元。

2016 年初，由于帝斯曼停产检修，维生素 A 价格出现大幅上涨，后由于复工延迟 1 个月，价格由 95 元进一步上涨至 320 元。

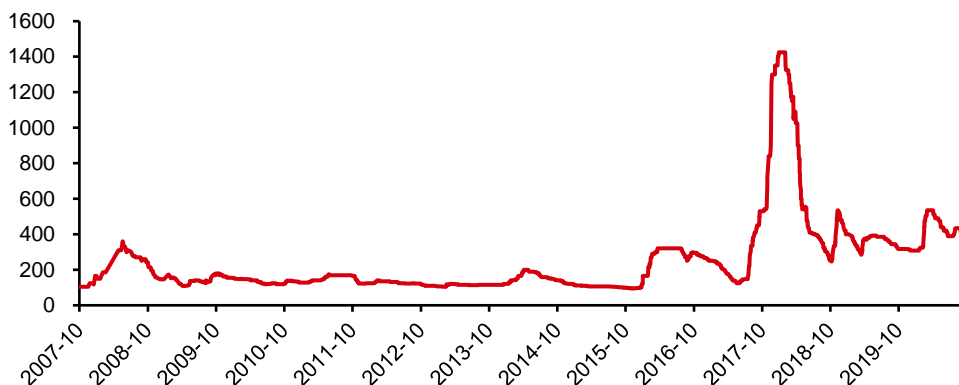
2017 年 8 月浙江地区开始第四轮环保督查，维生素 A 供给缩减，价格由 147 元上涨至 530 元；同时巴斯夫德国工厂发生火灾事故，对柠檬醛、VA 等产品宣布不可抗力，由于巴斯夫柠檬醛产能占全球比重高达约 60%，此次事故使维生素 A 供给大幅收缩，造成维

生素 A 价格暴涨至 1400 元以上。

2018 年底，巴斯夫供应再出现缩减，带动 VA 价格由 252.5 元上涨至 525 元。

2020 年初受全球新冠疫情影响，VA 生产供应及物流均受到影响及限制，带动 VA 又迎来一轮较大幅度的上涨。

图 39：维生素 A 历史价格（元/千克）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**近期供给端利好频出，看好 VA 产品价格弹性。**近期 VA 市场价格高位偏强运行，主要受益于供给端频出利好。此前巴斯夫由于德国工厂 VA 及 AD3 质量问题，通知客户 2020 年三季度停止接单，之后巴斯夫表示因质量问题 2020 年四季度 VA1000 以及 AD3 产品供给仍然受限。看好后市 VA 产品价格及其对公司利润带来的增长弹性。

## 风险因素

- 1) 下游需求增长不及预期；
- 2) 产品价格快速下跌；
- 3) 原材料价格大幅上涨；
- 4) 项目投产不及预期。

## 投资策略、盈利预测及估值

### 投资策略

**食品营养强化剂龙头，布局保健品全产业链。**公司主营产品包括辅酶 Q10、DHA、ARA、维生素 A、维生素 D3 等。近年来公司不断通过收购、投资的方式逐步整合上游原材料生产、中游生产研发、下游销售等业务，成功实现保健品行业的全产业链覆盖。

**辅酶 Q10：行业格局向好，龙头领先优势凸显。**辅酶 Q10 全球年需求量约 800 吨，未来有望持续增长。行业经历了海外垄断、国产替代、优胜劣汰等发展阶段后，目前整合已接近尾声。2020 年以来产品价格大幅上涨，看好其长期向上趋势。公司目前具备辅酶 Q10 产能 600 吨，处于全球龙头，有望充分受益于行业格局向好带来的红利。

**NMN：瞄准抗衰老行业，布局千亿蓝海市场。**NMN 是一种被认为具有抗衰老功能的保健品。我们测算 NMN 每覆盖 1% 保健品人口将对应 304 亿元的市场空间，行业远期规模有望达到千亿元水平。公司美国子公司在天猫国际已发布 NMN 产品，有望成长为公司保健品业务新增长点。

**维生素：供给端因素推升价格，看好利润弹性。**近期 VA 供给端利好频出，价格有望迎来上涨，看好维生素业务利润弹性。公司年产 800 吨维生素 A 油及年产 200 吨维生素 D3 油项目持续推进，预计将于 2021 年投产，项目有望升级维生素生产工艺，看好公司维生素业务竞争力及盈利能力进一步提升。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内食品营养强化剂龙头，辅酶 Q10 产能规模全球领先。在营养强化剂需求持续增加，供给端利好频现的环境下，看好公司辅酶 Q10、维生素等产品利润弹性；同时考虑到公司在 NMN 等营养保健品领域的全产业链布局，期待长期成长空间。预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.32 亿/14.17 亿/16.47 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.00/2.30/2.67 元。参考行业可比公司给予 2020 年 28xPE，对应目标市值 345 亿元，对应目标价 56 元。

## 盈利预测

**辅酶 Q10：**2020 年产品价格大幅上涨，产品需求整体稳中有升，公司作为行业龙头有望充分受益，预计辅酶 Q10 业务收入及毛利率水平将大幅提升。长期看，公司作为国内辅酶 Q10 的龙头企业具备成本优势，预计未来将继续稳固市场地位，盈利能力提升可期。

**营养保健食品：**公司通过海外企业布局保健品全产业链，销售渠道与辐射面不断扩大。未来随着公司在营养保健食品领域的不断扩张，尤其考虑到公司对 NMN 业务的加码，看好营养保健食品未来收入、盈利能力实现持续提升。

**维生素 A 系列：**2020 年在疫情的影响下，维生素 A 供需缺口扩大导致产品价格持续走高，叠加近期供给端利好信息，业务收入、毛利率预计较 2019 年将有所提升。公司“年产 800 吨维生素 A 油”和“年产 200 吨维生素 D3 油”技术改进项目也在持续推进，2021 年完工试产后有望进一步提升维生素业务盈利能力。

表 7：公司各业务收入及成本预测（百万元）

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>辅酶 Q10</b>					
营业收入	522.24	543.91	815.87	856.66	899.50
营业成本	311.35	267.77	163.17	171.33	179.90
毛利润	210.89	276.14	652.69	685.33	719.60
毛利率	40.4%	50.8%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>营养保健食品</b>					



项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,237.04	1,687.19	2,024.62	2,429.55	2,915.46
营业成本	841.17	1,130.79	1,214.77	1,409.14	1,603.50
毛利润	395.87	556.40	809.85	1,020.41	1,311.96
毛利率	32.0%	33.0%	40.0%	42.0%	45.0%
<b>维生素 A 系列</b>					
营业收入	904.36	725.91	956.61	975.75	995.26
营业成本	161.68	176.52	183.75	175.00	175.00
毛利润	742.68	549.40	772.86	800.75	820.26
毛利率	82.1%	75.7%	80.8%	82.1%	82.4%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

在此基础上，我们预测公司未来三年的核心财务数据如下：

表 8：公司核心财务数据预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,873	3,192	3,961	4,443	5,009
营业收入增长率	37.8%	11.1%	24.1%	12.1%	12.7%
净利润(百万元)	687	451	1,232	1,417	1,647
净利润增长率	45.0%	-34.4%	173.4%	15.0%	16.3%
EBITDA(百万元)	959	776	1,675	1,899	2,185
EBITDA 增长率	45.7%	-19.1%	115.9%	13.4%	15.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.11	0.73	2.00	2.30	2.67
毛利率%	52.1%	47.5%	58.3%	58.5%	59.1%
净资产收益率 ROE%	22.8%	15.5%	32.7%	32.8%	33.1%
每股净资产（元）	4.90	4.72	6.12	7.01	8.08
PE	34	52	19	17	14
PB	7.8	8.1	6.2	5.4	4.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 13 日收盘价

预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 39.61 亿/44.43 亿/50.09 亿元，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.32 亿/14.17 亿/16.47 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.00/2.30/2.67 元。

## 估值及投资评级

金达威是国内食品营养强化剂龙头企业，从事包括辅酶 Q10、保健品、维生素等系列产品。我们选取了国内从事保健品、维生素等行业的 A 股上市公司新和成、汤臣倍健、亿帆医药、浙江医药、兄弟科技作为可比公司进行估值参考。其中新和成、亿帆医药、浙江医药、兄弟科技主营各类维生素及部分食品用添加剂、医药等业务；汤臣倍健主营各类膳食营养补充剂业务。

## PE 估值法

表 9：可比公司 PE 估值情况

公司	收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE (x)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
新和成	30.50	655.34	41.26	46.46	52.55	16	14	12

请务必阅读正文之后的免责条款部分

23

公司	收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE (x)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
汤臣倍健	22.29	352.41	13.12	16.03	19.07	27	22	18
亿帆医药	26.06	321.76	12.70	14.81	17.40	25	22	18
浙江医药	15.78	152.30	12.50	15.01	16.94	12	10	9
兄弟科技	6.35	60.17	2.16	2.94	3.69	28	20	16
<b>平均</b>						<b>22</b>	<b>18</b>	<b>15</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2020 年 10 月 13 日收盘价，可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

参考行业可比公司，考虑到金达威的营养保健食品、辅酶 Q10 等营养强化剂的利润占比较高，叠加在 NMN 业务的布局，看好公司长期业绩增长，给予公司 2020 年 28xPE。我们预计 2020 年公司实现归母净利润为 12.32 亿元，对应目标市值 345 亿元。

### EV/EBITDA 估值法

表 10：可比公司 EV/EBITDA 估值情况

公司	EV (亿元)	EBITDA（亿元）			EV/EBITDA (x)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2023E
新和成	675.65	59.66	68.48	77.25	11	10	9
汤臣倍健	334.96	16.55	19.89	23.32	20	17	14
亿帆医药	322.64	16.95	19.58	22.72	19	16	14
浙江医药	149.16	17.55	20.78	23.41	9	7	6
兄弟科技	72.34	5.13	6.45	7.46	14	11	10
<b>平均</b>					<b>15</b>	<b>12</b>	<b>11</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2020 年 10 月 13 日收盘价，可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

参考行业可比公司，给予公司 2020 年 20xEV/EBITDA。我们预计 2020 年公司实现 EBITDA 为 16.75 亿元，对应 2020 年目标 EV 339 亿元，目标市值 340 亿元。

**给予公司 2020 年目标市值 345 亿元，对应目标价 56 元。**综合参考 PE 及 EV/EBITDA 估值方法，我们给予公司 2020 年目标市值 345 亿元，对应目标价 56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,873	3,192	3,961	4,443	5,009
营业成本	1,377	1,675	1,652	1,846	2,048
毛利率	52.1%	47.5%	58.3%	58.5%	59.1%
营业税金及附加	27	21	31	35	40
销售费用	179	276	317	333	351
营业费用率	6.2%	8.6%	8.0%	7.5%	7.0%
管理费用	259	282	350	393	443
管理费用率	9.0%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
财务费用	-11	51	35	19	8
财务费用率	-0.4%	1.6%	0.9%	0.4%	0.2%
投资收益	6	19	13	13	13
营业利润	803	581	1,520	1,752	2,042
营业利润率	27.9%	18.2%	38.4%	39.4%	40.8%
营业外收入	34	34	34	34	34
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	834	612	1,551	1,783	2,074
所得税	148	158	310	357	415
所得税率	17.7%	25.8%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-1	3	9	10	12
归属于母公司股东的净利润	687	451	1,232	1,417	1,647
净利率	23.9%	14.1%	31.1%	31.9%	32.9%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	488	594	987	1,449	2,021
存货	456	474	468	523	580
应收账款	409	392	486	545	615
其他流动资产	464	558	572	585	600
流动资产	1,816	2,018	2,513	3,102	3,816
固定资产	463	520	620	711	759
长期股权投资	57	57	58	58	59
无形资产	462	379	346	314	281
其他长期资产	1,788	1,724	1,694	1,654	1,638
非流动资产	2,771	2,681	2,718	2,736	2,737
资产总计	4,587	4,699	5,231	5,838	6,553
短期借款	31	400	43	48	54
应付账款	161	210	207	231	257
其他流动负债	565	251	273	287	303
流动负债	756	861	523	566	613
长期借款	734	776	776	776	776
其他长期负债	76	107	107	107	107
非流动性负债	810	883	883	883	883
负债合计	1,566	1,744	1,405	1,448	1,496
股本	616	616	616	616	616
资本公积	885	885	885	885	885
归属于母公司所有者权益合计	3,019	2,908	3,770	4,324	4,980
少数股东权益	2	47	56	66	77
股东权益合计	3,021	2,955	3,826	4,390	5,057
负债股东权益总计	4,587	4,699	5,231	5,838	6,553

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	834	612	1,551	1,783	2,074
所得税支出	-148	-158	-310	-357	-415
折旧和摊销	107	125	97	107	115
营运资金的变化	-92	16	-89	-95	-107
其他经营现金流	185	323	29	12	2
经营现金流合计	887	918	1,278	1,451	1,669
资本支出	-79	-176	-135	-125	-115
投资收益	6	19	13	13	13
其他投资现金流	-1,178	-123	-1	-1	-1
投资现金流合计	-1,251	-279	-122	-112	-102
发行股票	0	34	0	0	0
负债变化	938	1,397	-358	5	6
股息支出	-247	-493	-370	-863	-992
其他融资现金流	-425	-1,410	-35	-19	-8
融资现金流合计	267	-472	-763	-876	-994
现金及现金等价物净增加额	-98	167	393	462	572

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	37.8%	11.1%	24.1%	12.1%	12.7%
营业利润增长率	43.4%	-27.6%	161.7%	15.3%	16.6%
净利润增长率	45.0%	-34.4%	173.4%	15.0%	16.3%
毛利率	52.1%	47.5%	58.3%	58.5%	59.1%
EBITDA Margin	33.4%	24.3%	42.3%	42.7%	43.6%
净利率	23.9%	14.1%	31.1%	31.9%	32.9%
净资产收益率	22.8%	15.5%	32.7%	32.8%	33.1%
总资产收益率	15.0%	9.6%	23.6%	24.3%	25.1%
资产负债率	34.1%	37.1%	26.9%	24.8%	22.8%
所得税率	17.7%	25.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股利支付率	71.8%	82.1%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

25

**“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台**

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。