

# 金达威 (002626)

证券研究报告

2018年08月25日

## 受益维生素提价业绩高增长，加大拓展保健品领域

### 受益于维生素提价带来的收入增加，上半年业绩高增长

上半年公司实现营收 13.30 亿元(+46.97%)，归属上市公司股东净利润 4.90 亿元(+228.58%)，扣非后净利润 4.70 亿元(+224.99%)，经营活动产生的现金流为 3.61 亿(+147.68%)。营收高增长主因维生素 A 产品销售收入增加 3.4 亿元，维生素 D3 产品销售收入增加 0.4 亿元，销售回流现金增加。

### 辅酶 Q10 行业龙头，维生素 A 和维生素 D3 收入大幅增加

上半年维生素 A 收入 5.14 亿元(+187.98%)，毛利率 89.23%，大涨 37.07pp，主因维生素近期处于价格上升通道，公司产品销售单价同比增长 363%，同时销量下降 38%。维生素 D3 营收 0.52 亿元，较去年同期大涨 385.95%，主因产品销售单价同比增长 220%、销售量增长 52%；辅酶 Q10 系列产品营收 2.75 亿元(+4.69%)，毛利率 41.16%，毛利率保持稳定，公司为全球辅酶 Q10 领先供应商，产销稳定。公司辅酶 Q10 产能超过 700t，预计 2018 年销量超过 450t，市占率超过 60%。成本方面内蒙古金达威在能源、原料、运输等成本优势明显，市占率有望持续提升。

### 加大拓展保健品领域，收购电商 iherb 部分股权

保健品胶囊系列产品收入 2.78 亿元(+2.65%)，毛利率 36.81%，上升 3.24pp，保持稳定增长。美国子公司 DRB 实现营收 2.56 亿元，同比增长 3.65%，实现净利润 3619 万元，同比增长 24.92%，净利润增加主因成本控制及所得税税负下降。公司上半年在保健品方面迅速拓展，收购 Zipfizz 获得多种运动能量产品，在保健营养品产品线的布局进一步得到完善。此外，公司收购全球保健品电商巨头 iHerb 部分股份，助力公司产品快速进入中国市场，同时快速抢占全球保健品市场。

### 估值与评级

受 2017 年 10 月底巴斯夫柠檬醛工厂火灾事件影响，VA 主要原料柠檬醛供应紧张，由于巴斯夫柠檬醛全球产能占比近 70%，VA 价格大幅上涨。2018 年 4 月巴斯夫柠檬醛工厂开始恢复供应，原料短缺因素逐步消除，VA 价格上半年进入下行通道。根据 wind 行业数据显示，VA 价格由 1300 元/kg(2018 年 1 月 1 日)下降至 390 元/kg(2018 年 8 月 24 日)，预计下半年维生素 A 仍存降价压力，我们将 2018、2019 年 EPS 由 1.66、1.78 元下调至 1.22、1.27 元，对应 2018 年 PE 为 13 倍，考虑到公司具备一定的成长性，给予 2018 年 16 倍 PE，将目标价由 26.56 元下调至 19.52 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**VA、VD3 价格下滑，公司业绩不及预期

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.00 元
目标价格	19.52 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	616.48
流通 A 股股本(百万股)	600.13
A 股总市值(百万元)	9,863.71
流通 A 股市值(百万元)	9,602.03
每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	25.69
一年内最高/最低(元)	21.93/14.40

### 作者

**王金成** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070002  
wangjincheng@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《金达威-公司点评:短期维生素提价的业绩弹性大，中长期辅酶 Q10 和运动营养品提升估值》 2017-11-22
- 《金达威-首次覆盖报告:受益维生素提价四季度业绩大幅预增，保健品业务稳步增长》 2017-10-27

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,662.75	2,084.62	2,326.41	2,460.23	2,607.44
增长率(%)	38.12	25.37	11.60	5.75	5.98
EBITDA(百万元)	439.76	667.00	933.84	963.38	994.86
净利润(百万元)	299.77	474.05	752.86	783.57	815.39
增长率(%)	166.29	58.14	58.81	4.08	4.06
EPS(元/股)	0.49	0.77	1.22	1.27	1.32
市盈率(P/E)	32.90	20.81	13.10	12.59	12.10
市净率(P/B)	4.56	3.97	3.36	2.93	2.58
市销率(P/S)	5.93	4.73	4.24	4.01	3.78
EV/EBITDA	18.89	17.08	9.86	9.24	8.45

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	840.60	437.33	572.80	895.27	1,335.48	营业收入	1,662.75	2,084.62	2,326.41	2,460.23	2,607.44
应收账款	256.80	420.87	316.94	320.26	355.07	营业成本	980.33	1,088.31	1,140.98	1,228.38	1,324.28
预付账款	33.84	22.85	24.74	33.26	28.99	营业税金及附加	15.37	19.79	19.10	22.10	23.19
存货	287.71	342.41	318.08	397.38	370.16	营业费用	98.17	121.97	104.69	110.71	117.33
其他	104.46	465.67	465.66	467.47	469.86	管理费用	214.61	247.87	162.85	172.22	182.52
<b>流动资产合计</b>	<b>1,523.41</b>	<b>1,689.12</b>	<b>1,698.23</b>	<b>2,113.63</b>	<b>2,559.56</b>	财务费用	2.14	28.14	(1.32)	(13.70)	(20.82)
长期股权投资	27.75	64.09	64.09	64.09	64.09	资产减值损失	(0.16)	28.80	12.15	13.60	18.18
固定资产	533.04	496.74	513.22	540.57	561.45	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	11.61	52.84	67.71	88.62	83.17	投资净收益	(2.46)	5.89	2.37	2.37	2.37
无形资产	243.96	219.91	204.01	188.11	172.21	其他	4.92	(15.73)	(4.74)	(4.74)	(4.74)
其他	761.10	801.78	783.56	781.55	779.34	<b>营业利润</b>	<b>349.83</b>	<b>559.59</b>	<b>890.34</b>	<b>929.30</b>	<b>965.11</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,577.45</b>	<b>1,635.37</b>	<b>1,632.58</b>	<b>1,662.94</b>	<b>1,660.27</b>	营业外收入	17.13	9.92	12.33	13.13	11.79
<b>资产总计</b>	<b>3,100.86</b>	<b>3,324.50</b>	<b>3,330.81</b>	<b>3,776.58</b>	<b>4,219.83</b>	营业外支出	3.84	4.98	4.18	4.34	4.50
短期借款	57.75	126.61	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>363.11</b>	<b>564.53</b>	<b>898.49</b>	<b>938.09</b>	<b>972.41</b>
应付账款	112.21	117.45	152.17	125.42	171.80	所得税	63.05	99.50	156.01	162.89	168.85
其他	311.67	188.93	194.58	231.43	193.97	<b>净利润</b>	<b>300.06</b>	<b>465.03</b>	<b>742.48</b>	<b>775.20</b>	<b>803.56</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>481.63</b>	<b>432.99</b>	<b>346.75</b>	<b>356.85</b>	<b>365.77</b>	少数股东损益	0.29	(9.02)	(10.38)	(8.37)	(11.83)
长期借款	379.63	333.89	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>299.77</b>	<b>474.05</b>	<b>752.86</b>	<b>783.57</b>	<b>815.39</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.49	0.77	1.22	1.27	1.32
其他	59.67	66.70	52.47	59.61	59.59						
<b>非流动负债合计</b>	<b>439.30</b>	<b>400.59</b>	<b>52.47</b>	<b>59.61</b>	<b>59.59</b>						
<b>负债合计</b>	<b>920.93</b>	<b>833.57</b>	<b>399.23</b>	<b>416.46</b>	<b>425.36</b>						
少数股东权益	14.95	6.93	(3.45)	(11.82)	(23.65)	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	616.48	616.48	616.48	616.48	616.48	<b>成长能力</b>					
资本公积	885.28	885.28	885.28	885.28	885.28	营业收入	38.12%	25.37%	11.60%	5.75%	5.98%
留存收益	1,512.90	1,863.65	2,318.55	2,755.45	3,201.64	营业利润	180.03%	59.96%	59.11%	4.38%	3.85%
其他	(849.69)	(881.43)	(885.28)	(885.28)	(885.28)	归属于母公司净利润	166.29%	58.14%	58.81%	4.08%	4.06%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,179.93</b>	<b>2,490.92</b>	<b>2,931.58</b>	<b>3,360.11</b>	<b>3,794.47</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,100.86</b>	<b>3,324.50</b>	<b>3,330.81</b>	<b>3,776.58</b>	<b>4,219.83</b>	毛利率	41.04%	47.79%	50.96%	50.07%	49.21%
						净利率	18.03%	22.74%	32.36%	31.85%	31.27%
						ROE	13.85%	19.08%	25.65%	23.24%	21.36%
						ROIC	16.33%	25.37%	31.42%	33.21%	32.33%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.70%	25.07%	11.99%	11.03%	10.08%
						净负债率	-18.82%	-24.26%	-2.60%	-7.82%	-15.68%
						流动比率	3.16	3.90	4.90	5.92	7.00
						速动比率	2.57	3.11	3.98	4.81	5.99
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.63	6.15	6.31	7.72	7.72
						存货周转率	5.75	6.62	7.04	6.88	6.79
						总资产周转率	0.57	0.65	0.70	0.69	0.65
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.49	0.77	1.22	1.27	1.32
						每股经营现金流	0.61	0.79	1.42	1.15	1.43
						每股净资产	3.51	4.03	4.76	5.47	6.19
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	32.90	20.81	13.10	12.59	12.10
						市净率	4.56	3.97	3.36	2.93	2.58
						EV/EBITDA	18.89	17.08	9.86	9.24	8.45
						EV/EBIT	23.60	19.52	10.36	9.73	8.91

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com