

公司研究 / 公司调研

2014年11月24日

医药生物 / 化学制药 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 25.83  
合理价格区间(元):

赵媛 执业证书编号: S0570512070067  
研究员 021-28972092  
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

杨烨辉 执业证书编号: S0570514060002  
研究员 0755-23952805  
yangyehui@mail.htsc.com.cn

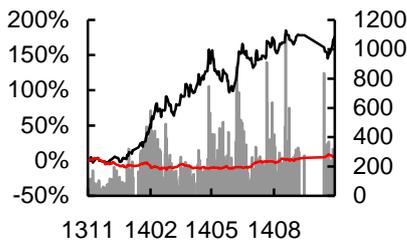
姚艺 执业证书编号: S0570513070008  
研究员 0755-82125057  
yaoyi@mail.htsc.com.cn

肖汉山 0755-83201063  
联系人 xiaohanshan@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《金达威(002626): 辅酶 Q10 量利齐升, 增长提速符合预期》2014.08
- 2 《金达威(000705): 维生素走出低谷, 业绩增速将逐季提高》2013.10
- 3 《金达威(002626): 营养强化剂布局渐入佳境, 维生素有望走出低谷》2013.08

股价走势图



# 营养补充剂崛起, 有望再造一个金达威

## 金达威(002626)

### 投资要点:

**辅酶 Q10 加速抢占市场, 规模效应愈发明显。**公司全球市场占有率达到 50%, 基本掌握辅酶 Q10 市场的定价权。公司前三季度 Q10 收入增长超过 30%, 预计全年销量约 300 吨, 全球市场占有率提升至 50%。公司掌握了 Q10 原料市场绝对定价权, 采取稳价扩量策略, 预计 Q10 价格基本稳定在 300 美元/kg (含税) 以上。随着设备利用率和发酵效率的不断提升, 预计辅酶 Q10 毛利率将呈稳中有升态势。预计今年辅酶 Q10 收入和毛利占比达 60%, 营养补充剂业务占比的显著提高, 将不断带动估值中枢上移。

**补充剂市场空间巨大, 足以匹敌现有原料药贡献。**中国目前已经超越日本成为第二大膳食营养补充剂消费国, 约占全球 20% 市场份额, 而辅酶 Q10 在国内需求仅占全球消费量的 1/10, 在老龄化趋势加剧, 国内渗透率不断提升驱动下, 辅酶 Q10 市场规模将保持快速增长。全球以辅酶 Q10 为原料的膳食补充剂品类产业规模超过 10 亿美元, 公司即使未来占据 8% 的市场份额, 也足以匹敌现有原料药销售规模。

**品牌渠道并举, 保健系列强势起航。**公司辅酶 Q10 保健品 (金乐心) 将在年底前推出, 主打“以爱之名”, 包括保护心脏的益心系列、女性美容的益颜系列、预防亚健康益元系列、运动健身保健的益健系列, 登陆天猫等线上 B2C 渠道。公司聘请 70~80 人的专业营销团队, 携手专业互联网战略营销传播机构 OMP (欧安派), 通过用户分析、竞品研究与品牌特质相结合, 通过微信、微博等社交媒体开展了一系列线上线下互动活动, 以此建立社会化媒体营销矩阵。

**营养补充剂崛起, 有望再造一个金达威。**预计自主品牌 2015 年将为公司贡献 1000~2000 万的净利, 考虑到营养补充剂市场成长空间, 给予其 50 倍的 PE, 对应增加市值 5-10 亿。在中性假设下, 预计 2014~2016 年 EPS 0.70/0.94/1.27 元, 对应 PE 37/27/20 倍。营养强化剂业务占比的显著提高, 将不断带动估值中枢的提升, 公司不排除通过外延收购加速保健品市场拓展, 维持增持评级。

**风险提示:** 辅酶 Q10 行业竞争加剧; 营养补充剂业务转型不达预期

公司基本资料

总股本(百万)	288.00
流通 A 股(百万)	288.00
52 周内股价区间(元)	14.66-39.20
总市值(百万)	7,439.04
总资产(百万)	1,463.18
每股净资产(元)	4.77

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	670	859	1055	1279
+/-%	-1%	28%	23%	21%
净利润(百万)	102	200	272	365
+/-%	0%	96%	36%	34%
EPS	0.35	0.70	0.94	1.27
PE	72.84	37.12	27.35	20.40

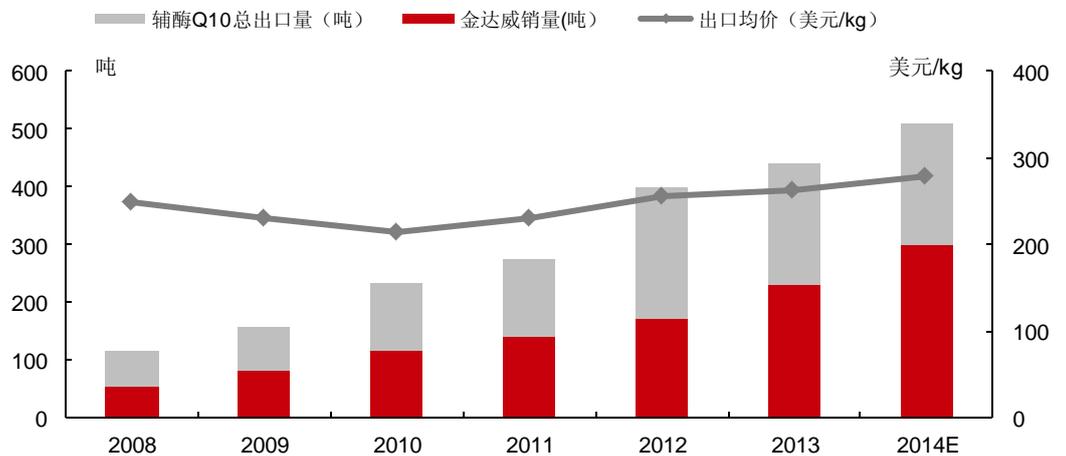
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 辅酶 Q<sub>10</sub> 原料加速抢占市场，规模效应愈发明显

全球市场占有率达 50%，掌握辅酶 Q<sub>10</sub> 原料市场定价权。辅酶 Q<sub>10</sub> 原料的国际市场容量约 600 吨，中国的辅酶 Q<sub>10</sub> 原料产量占据了全球供给的 80% 以上，生产厂商包括金达威、神舟生物、浙江医药、新和成等。公司产品主要以美国、德国、澳大利亚市场为主，采购厂商主要是保健品、功能性食品和化妆品企业，下游客户包括美国保健品巨头 NBTY、GNC 等。

伴随着辅酶 Q<sub>10</sub> 保健和减肥食品的持续热销，近年来美国辅酶 Q<sub>10</sub> 市场年增长率保持在 10% 左右，已占到全球消费量一半以上。成本规模优势推动辅酶 Q<sub>10</sub> 原料产能的国际转移，公司辅酶 Q<sub>10</sub> 原料药产能一直偏紧，今年公司内蒙古产能的投放，有效缓解产能瓶颈，加速抢占市场。公司前三季度 Q<sub>10</sub> 收入增长超过 30%，预计全年销量约 300 吨，全球市场占有率提升至 50%。公司掌握了 Q<sub>10</sub> 原料市场绝对定价权，采取稳价扩量策略，预计 Q<sub>10</sub> 价格基本稳定在 300 美元/kg（含税）以上。国内另一竞争对手神舟生物仅保持微利运营，考虑到其国企体制下的效率劣势，即使未来通过扩产能打价格战，金达威仍可凭借低成本战略遏制对手的扩张。

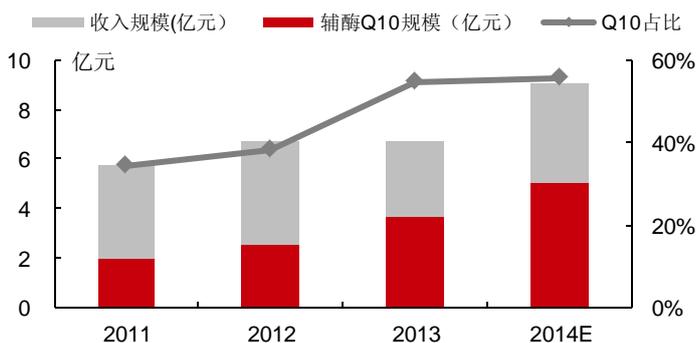
图 1： 国内辅酶 Q<sub>10</sub> 原料出口量及价格走势



资料来源：健康网，华泰证券研究所

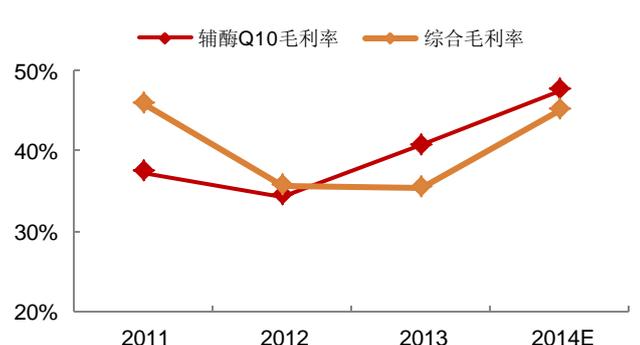
规模优势助推毛利率，营养补充剂带动估值中枢上移。辅酶 Q<sub>10</sub> 原料工艺技术和规模优势形成较高的行业壁垒，公司在辅酶 Q<sub>10</sub> 的菌种、发酵、提取等全过程生产工艺上具有核心技术，新产能的投放将使规模效应进一步体现，随着设备利用率和发酵效率的不断提升，预计未来两年辅酶 Q<sub>10</sub> 毛利率将呈稳中有升态势。预计今年辅酶 Q<sub>10</sub> 收入和毛利占比达 60%，营养补充剂业务占比的显著提高，将不断带动估值中枢上移。

图 2： 公司辅酶 Q<sub>10</sub> 规模及收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图 3： 规模优势推动辅酶 Q<sub>10</sub> 毛利率持续提升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 营养补充剂崛起，有望再造一个金达威

补充剂市场空间巨大，足以匹敌现有原料药贡献。据 NBJ 的数据，2011 年美国辅酶 Q10 补充剂销售额达到 5.19 亿美元，是位居鱼油、复合维生素和维生素 D 之后美国第四大流行强化剂产品。美国心脏病医师学会建议：全美 40 岁以上人群，不论是否患有心脏病都应每天服用辅酶 Q10。中国目前已经超越日本成为第二大膳食营养补充剂消费国，约占全球 20% 市场份额，而辅酶 Q10 在国内需求仅占全球消费量的 1/10，在老龄化趋势加剧，国内渗透率不断提升驱动下，辅酶 Q10 市场规模将保持快速增长。目前，全球以辅酶 Q10 为原料的膳食补充剂品类产业规模超过 10 亿美元，公司即使未来占据 8% 的市场份额，也足以匹敌现有原料药销售规模。

品牌渠道并举，保健系列强势起航。公司辅酶 Q10 保健品（金乐心）将在年底前推出，主打“以爱之名”，包括保护心脏的益心系列、女性美容的益颜系列、预防亚健康的益元系列、运动健身保健的益健系列，登陆天猫等线上 B2C 渠道。公司聘请 70~80 人的专业营销团队，携手专业互联网战略营销传播机构 OMP（欧安派），通过用户分析、竞品研究与品牌特质相结合，通过微信、微博等社交媒体开展了一系列线上线下互动活动，以此建立社会化媒体营销矩阵。

图 4: “金乐心”辅酶 Q10 系列



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

我们对营养补充剂 2014 年的业绩贡献进行测算，考虑到初期营销推广费用可能较高，由于公司以线上渠道为主，盈利能力稍高于传统线下模式。参照汤臣倍健等标杆企业盈利水平，预计 2015 年将为公司贡献 1000~2000 万的净利润，考虑到营养补充剂市场成长空间，给予其 50 倍的 PE，对应增加市值为 5-10 亿。

表格 1: 2015~2016 年营养补充剂（金乐心等）业绩贡献

项目	2015 (中性)	2015 (乐观)	2016 (中性)	2016 (乐观)
收入 (百万)	50	80	120	200
毛利率	65%	65%	65%	65%
净利率	20%	25%	25%	30%
净利润 (百万)	10	20	30	60
贡献 EPS	0.04	0.07	0.10	0.21

资料来源：华泰证券研究所

## 盈利预测与投资评级

在中性假设下，预计 2014~2016 年 EPS 0.70/0.94/1.27 元，对应 PE37/27/20 倍。营养强化剂业务占比的显著提高，将不断带动估值中枢的提升，公司不排除通过外延收购加速保健品市场拓展，维持增持评级。

## 风险提示

辅酶 Q10 行业竞争加剧；营养补充剂业务转型不达预期

## 盈利预测

单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	857	966	1080	1249
现金	353	706	769	889
应收账款	89	123	151	178
其他应收账款	3	2	4	4
预付账款	10	15	15	17
存货	98	109	127	145
其他流动资产	304	11	15	16
非流动资产	552	508	505	477
长期投资	0	0	0	0
固定资产投资	336	374	429	405
无形资产	18	18	17	16
其他非流动资产	199	116	60	56
资产总计	1409	1474	1585	1726
流动负债	84	92	107	123
短期借款	0	0	0	0
应付账款	65	73	84	96
其他流动负债	19	19	23	26
非流动负债	8	9	10	12
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	10	12
负债合计	92	101	117	134
少数股东权益	-0	-1	-1	-2
股本	180	288	288	288
资本公积	665	557	557	557
留存公积	472	582	678	803
归属母公司股	1317	1428	1523	1648
负债和股东权益	1409	1528	1639	1780

单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	202	235	261	362
净利润	102	200	271	364
折旧摊销	38	36	43	48
财务费用	-3	-9	-9	-9
投资损失	-0	-9	-9	-9
营运资金变动	52	25	-37	-35
其他经营现金	13	-9	2	3
投资活动现金	-430	-90	-31	-11
资本支出	137	100	40	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-293	10	9	9
筹资活动现金	-54	-81	-168	-230
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	90	108	0	0
资本公积增加	-90	-108	0	0
其他筹资现金	-54	-81	-168	-230
现金净增加额	-290	64	62	120

单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	670	859	1055	1279
营业成本	433	487	564	644
营业税金及附加	6	7	9	10
营业费用	12	19	26	30
管理费用	113	133	160	192
财务费用	-3	-9	-9	-9
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	9	9	9
营业利润	110	230	313	421
营业外收入	11	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	119	233	316	423
所得税	17	33	44	60
净利润	102	200	271	364
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属母公司净利	102	200	272	365
EBITDA	145	257	347	459
EPS	0.57	0.70	0.94	1.27

单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-0.9%	28.2%	22.7%	21.3%
营业利润	-1.4%	109.1%	36.1%	34.4%
归属母公司净利	0.4%	96.2%	35.7%	34.1%
获利能力				
毛利率(%)	35.4%	43.3%	46.5%	49.7%
净利率(%)	15.2%	23.3%	25.8%	28.5%
ROE(%)	8.0%	14.0%	17.9%	22.1%
ROIC(%)	14.6%	28.0%	36.7%	49.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	6.0%	6.6%	7.1%	7.5%
净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	12.38	10.47	10.09	10.19
速动比率	10.47	9.28	8.90	9.01
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.61	0.69	0.77
应收账款周转率	7	7	7	8
应付账款周转率	7.70	7.69	7.18	7.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.35	0.70	0.94	1.27
每股经营现金流	0.42	0.81	0.91	1.26
每股净资产(最新)	4.41	4.96	5.29	5.72
估值比率				
PE	72.84	37.12	27.35	20.40
PB	5.86	5.21	4.88	4.51
EV EBITDA	47	26	20	15

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 层 / 邮政编码：200120

电话：8621 50106028/传真：8621 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn