

维生素大幅度提价, 四季度预告超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年三季报, 实现收入13.7亿(+14%)、归母净利润2.4亿(+23%)、扣非后归母净利润2.3亿(+18%); 2017Q3单季度实现收入4.7亿(+19%)、归母净利润9118万(+38%)、扣非后归母净利润8262万(+28%); 预告2017年实现归母净利润4.0-5.4亿, 同比增长35-80%。
- **单季度增速明显提升, 四季度预告大超预期。** 从单季度来看, 2017Q3的收入和利润增速都有所提升, 尤其是利润增速提升幅度大, 估计与VA和VD3提价带来的利润增厚在三季度略有体现。公司预告2017Q4净利润为1.6-3.0亿, 同比增长54-188%, 大幅度超出市场预期。我们认为主要原因在于环保压力导致维生素供应紧张, VD3和VA分别从6月份和8月份开始大幅度提价。VD3报价从6月份的140元大涨至435元, VA报价从8月份的148元大涨至400元以上目前报价已达到530元, VD3和VA价格涨幅分别达到211%和258%。由于维生素从报价到确认收入一般需要3-6个月时间, 也就意味着2017Q4-2018Q2对应收入的价格或将大涨, 有望显著增厚业绩弹性。按照VD3和VA分别1000吨和3000吨产量测算, 假设2017Q4销量均占全年的25%, 分别对应250吨和750吨销量; 2017Q4的VD3价格从原预测的140元提升至435元, VA价格从原预测的148元提升至400元, 则分别对应增厚0.74亿和1.89亿收入, 共计增厚收入2.6亿, 考虑到原料药成本增加、17%的出口增值税率、15%的所得税率, 保守估计增厚部分收入的净利率为50%, 则对应业绩弹性为1.3亿。在我们原预测3.8亿的基础上增加1.3亿, 估计全年净利润有望达到5亿左右。
- **战略布局运动营养品, 打通全产业链提高综合竞争力。** 全球保健品市场规模接近2000亿美元, 年复合增速超过6%, 亚太地区增长潜力最大增速也最快。中国保健品市场规模超过2000亿, 但与美国相比无论是人均消费、渗透率、覆盖年龄都还有巨大的提升空间, 未来发展潜力巨大。运动营养品定位运动和健身人群, 随着健康意识提升和全面健身推广, 未来有望成为增速最快的保健品细分领域。公司重点布局运动营养品市场, 已经形成了初步的产业链, 原料端能够自产辅酶Q10、VA、VD3或采购其他原料从而降低成本, 生产端Vitabest拥有世界级的生产基地凭借规模致胜, 品牌端布局了普通健康-瘦身系列-极限运动的多层次多品牌, 市场端通过名人代言+体育赛事提升市场影响力, 销售端通过线上线下结合+跨境电商从而实现放量。通过并购整合, 运动营养品板块有望实现规模和盈利能力快速提升。
- **盈利预测与投资建议。** 由于业绩预告超预期, 上调公司盈利预测, 预计2017-2019年EPS分别为0.80元、0.97元、1.11元, 对应PE分别为21倍、17倍、15倍, 维持“买入”评级。给予公司2017年26倍PE, 对应目标价为20.80元。
- **风险提示:** 保健品销售或低于预期的风险; 原料药提价幅度或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1662.75	2289.14	2591.02	2903.60
增长率	38.12%	37.67%	13.19%	12.06%
归属母公司净利润(百万元)	299.77	493.75	595.49	687.20
增长率	166.29%	64.71%	20.61%	15.40%
每股收益EPS(元)	0.49	0.80	0.97	1.11
净资产收益率ROE	13.76%	19.17%	19.38%	18.87%
PE	34	21	17	15
PB	4.73	4.00	3.35	2.83

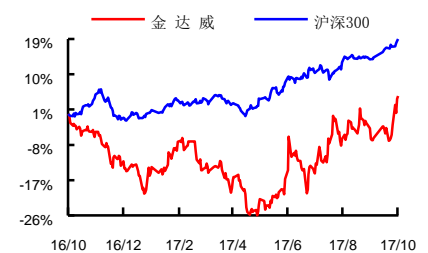
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.16
流通A股(亿股)	6.00
52周内股价区间(元)	12.06-16.72
总市值(亿元)	103.08
总资产(亿元)	32.82
每股净资产(元)	3.66

相关研究

1. 金达威(002626): 运动营养品强势崛起, Q10、VD3提价明显 (2017-06-23)

关键假设：

根据对公司基本面分析，综合考虑对 2017-2019 年主营业务的增长情况判断如下：

假设一：保健品子公司 DRB（2016 年 6 月起持股比例从 49.6% 提升至 96.11%）和 Vitabest 的随着市场扩张，保持 15% 的销量增长；

假设二：辅酶 Q10 市场行情回暖，预计 2017-2019 年期间的销量增速分别为 30%、15%、10%，2017 年价格提升 20%，2018-2019 年价格保持稳定；

假设三：2017-2019 年 VA 价格稳定（以海关出口报价为基础数据进行预测），销量每年提升 10%；

假设四：2017 年 VD3 价格提升 100%（以海关出口报价为基础数据进行预测），2018-2019 年价格保持稳定，销量每年提升 10%。

表 1：公司主营业务收入分拆与预测（百万元）

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	1203.8	1662.8	2289.1	2591.0	2903.6
Yoy	43.6%	38.1%	37.7%	13.2%	12.1%
毛利率	37.2%	41.0%	45.9%	47.0%	47.6%
保健品					
收入	321.3	632.4	930.0	1069.5	1229.9
Yoy		96.8%	47.1%	15.0%	15.0%
毛利率	25.3%	28.2%	35.0%	38.0%	40.0%
维生素 A					
收入	220.6	444.8	489.3	538.3	592.1
Yoy	-19.2%	101.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	30.8%	64.8%	60.0%	60.0%	60.0%
辅酶 Q10					
收入	453.1	352.9	529.3	608.7	669.6
Yoy	-6.37%	-22.11%	50.00%	15.00%	10.00%
毛利率	44.52%	41.27%	50.00%	50.00%	50.00%
VD3					
收入		94.0	188.0	206.8	227.5
Yoy			100.00%	10.00%	10.00%
毛利率		30.00%	60.00%	60.00%	60.00%
其他					
收入		138.7	152.6	167.8	184.6
Yoy			10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		30.22%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1662.75	2289.14	2591.02	2903.60	净利润	300.06	494.24	596.08	687.87
营业成本	980.33	1220.42	1353.83	1497.77	折旧与摊销	91.95	71.92	73.53	75.45
营业税金及附加	15.37	17.40	20.37	23.25	财务费用	2.14	44.54	44.25	43.24
销售费用	98.17	148.79	168.42	203.25	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.61	274.70	297.97	319.40	经营营运资本变动	-120.67	-161.45	-93.18	-86.29
财务费用	2.14	44.54	44.25	43.24	其他	100.72	-1.26	-6.65	3.53
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	374.05	447.99	614.02	723.81
投资收益	-2.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-266.41	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-205.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-472.18	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	349.83	583.29	706.18	816.69	短期借款	-648.23	-7.75	0.00	0.00
其他非经营损益	13.29	9.95	10.44	10.75	长期借款	90.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.11	593.24	716.62	827.44	股权融资	647.41	0.00	0.00	0.00
所得税	63.05	99.00	120.54	139.57	支付股利	0.00	-59.95	-98.75	-119.10
净利润	300.06	494.24	596.08	687.87	其他	438.88	-327.49	-44.25	-43.24
少数股东损益	0.29	0.48	0.58	0.67	筹资活动现金流净额	528.70	-395.20	-143.00	-162.34
归属母公司股东净利润	299.77	493.75	595.49	687.20	现金流量净额	436.38	2.80	421.03	511.47
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	840.60	843.40	1264.43	1775.89	成长能力				
应收和预付款项	310.71	461.24	519.41	573.52	销售收入增长率	38.12%	37.67%	13.19%	12.06%
存货	287.71	361.86	409.01	449.17	营业利润增长率	180.03%	66.74%	21.07%	15.65%
其他流动资产	84.39	116.18	131.51	147.37	净利润增长率	172.82%	64.71%	20.61%	15.40%
长期股权投资	27.75	27.75	27.75	27.75	EBITDA 增长率	106.99%	57.63%	17.75%	13.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	544.64	552.67	559.10	563.60	毛利率	41.04%	46.69%	47.75%	48.42%
无形资产和开发支出	888.79	861.38	833.96	806.55	三费率	18.94%	20.45%	19.71%	19.49%
其他非流动资产	116.26	113.72	111.19	108.65	净利率	18.05%	21.59%	23.01%	23.69%
资产总计	3100.86	3338.21	3856.35	4452.50	ROE	13.76%	19.17%	19.38%	18.87%
短期借款	57.75	50.00	50.00	50.00	ROA	9.68%	14.81%	15.46%	15.45%
应付和预收款项	149.37	236.48	253.60	276.99	ROIC	14.57%	24.05%	26.76%	29.39%
长期借款	379.63	379.63	379.63	379.63	EBITDA/销售收入	26.70%	30.57%	31.80%	32.21%
其他负债	334.18	93.47	97.17	101.16	营运能力				
负债合计	920.93	759.59	780.40	807.78	总资产周转率	0.57	0.71	0.72	0.70
股本	616.48	616.48	616.48	616.48	固定资产周转率	3.02	4.34	4.98	5.60
资本公积	885.28	885.28	885.28	885.28	应收账款周转率	7.25	7.57	6.69	6.73
留存收益	627.62	1061.42	1558.16	2126.26	存货周转率	3.28	3.65	3.46	3.46
归属母公司股东权益	2164.98	2563.18	3059.92	3628.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.27%	—	—	—
少数股东权益	14.95	15.44	16.02	16.69	资本结构				
股东权益合计	2179.93	2578.62	3075.95	3644.72	资产负债率	29.70%	22.75%	20.24%	18.14%
负债和股东权益合计	3100.86	3338.21	3856.35	4452.50	带息债务/总负债	47.49%	56.56%	55.05%	53.19%
					流动比率	3.16	5.57	6.81	7.99
					速动比率	2.57	4.44	5.62	6.78
					股利支付率	0.00%	12.14%	16.58%	17.33%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	443.92	699.76	823.96	935.38	每股指标				
PE	34.39	20.88	17.31	15.00	每股收益	0.49	0.80	0.97	1.11
PB	4.73	4.00	3.35	2.83	每股净资产	3.54	4.18	4.99	5.91
PS	6.20	4.50	3.98	3.55	每股经营现金	0.61	0.73	1.00	1.17
EV/EBITDA	22.66	14.01	11.39	9.48	每股股利	0.00	0.10	0.16	0.19
股息率	0.00%	0.58%	0.96%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn