2018 年 02 月 27 日
证券研究报告•动态跟踪报告
金 达 威（002626）医药生物

**买入**（维持）
当前价：19.68 元
目标价：25.81 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 维生素提价+辅酶 Q10 放量推动业绩高增长

## 投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年业绩快报，实现收入 20.8 亿（+25%）、归母净利润 4.8 亿（+59%）。

- **维生素提价+辅酶 Q10 放量推动业绩高增长。**业绩符合我们预期。分业务板块来看，业绩高增长的主要贡献来自于原料药业务。1）VA 和 VD3 供应减少导致价格大幅度上涨。VA 全球主要供应商 BASF 的柠檬醛工厂停产，柠檬醛生产的 β-紫罗兰酮是 VA 生产所需的前体。BASF 柠檬醛停产导致 BASF 和安迪苏的 VA 生产受影响，且 DSM 也宣布延长停产检修时间。因此全球超过 50%的 VA 供应受到影响，报价从 2017 年初的 260 元/千克上涨至年底的 1300 元/千克。VD3 由于国内环保监管严格，供应量减少导致报价从 2017 年初的 70 元/千克上涨至年底的 540 元/千克。价格大幅度上涨使得 VA 和 VD3 的毛利分别增加 0.9 亿和 0.7 亿。2）辅酶 Q10 销量增加：2017 年辅酶 Q10 的销量大幅度增加的同时成本降低，使得毛利增加 1.1 亿左右。保健品业务随着国外机制理顺，保持平稳增长，毛利增加 0.4 亿。

- **维生素价格同比提升，辅酶 Q10 新产能投放，保健品完成资源整合。**维生素价格仍然处在高位，考虑到 BASF 复产时间长和国内环保监管严格，估计 VA 和 VD3 全年价格都将维持在高位，推动毛利率和盈利能力持续提升。辅酶 Q10 新产能投产，产能进一步扩大且综合成本降低，2018Q1 销量增加 20%，估计全年销量也将有明显增长。保健品已完成资源整合，在海外形成了生产基地+品牌经营商的产业链布局，并逐步将海外产品和品牌引入国内市场，业绩有望出现明显提升。

- **盈利预测与投资建议。**结合业绩快报，我们调整盈利预测，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、1.61 元、1.78 元（原预测值分别为 0.80 元、1.66 元、1.88 元），对应 PE 分别为 25 倍、12 倍、11 倍，维持“买入”评级。预计 2018 年金达威归母净利润约 9.9 亿，其中原料药（维生素+辅酶 Q10）8.9 亿，保健品 1 亿，分别给予 15 倍和 25 倍 PE，对应市值分别为 134 亿和 25 亿，合计目标市值 159 亿，对应目标价为 25.81 元。

- **风险提示：**保健品销售或低于预期的风险；原料药价格大幅度波动的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1662.75 | 2076.90 | 3109.50 | 3537.44 |
| 增长率 | 38.12% | 24.91% | 49.72% | 13.76% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 299.77 | 478.66 | 991.44 | 1094.77 |
| 增长率 | 166.29% | 59.68% | 107.13% | 10.42% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.49 | 0.78 | 1.61 | 1.78 |
| 净资产收益率 ROE | 13.76% | 18.69% | 28.68% | 25.15% |
| PE | 40 | 25 | 12 | 11 |
| PB | 5.57 | 4.73 | 3.51 | 2.78 |

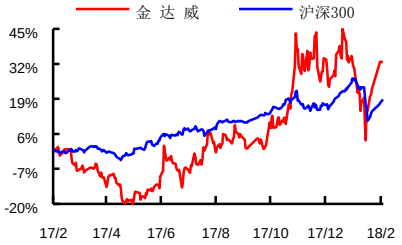
*数据来源：Wind，西南证券*


### 西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513110001
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) | 12.06-21.5 |
| 总市值(亿元) | 121.32 |
| 总资产(亿元) | 32.82 |
| 每股净资产(元) | 3.66 |

### 相关研究

1. 金达威（002626）：维生素价格大涨推动 2018Q1 业绩高增长 (2018-02-07)
2. 金达威（002626）：BASF 和安迪苏产量减少，VA 报价大涨 (2017-11-23)
3. 金达威（002626）：VA 主要供应商停产，价格有望持续上涨 (2017-11-17)
4. 金达威（002626）：维生素大幅度提价，四季度预告超预期 (2017-10-27)
5. 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 50%、20%、20%；

假设三：VA 提价使得毛利率提升，预计 2017-2019 年毛利率分别为 71%、75%、75%；

假设四：VD 提价使得毛利率提升，预计 2017-2019 年毛利率分别为 42%、60%、60%。

**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 | 2076.9 | 3109.5 | 3537.4 |
| Yoy | 43.6% | 38.1% | 24.9% | 49.7% | 13.8% |
| 毛利率 | 37.2% | 41.0% | 47.2% | 56.6% | 54.7% |
| **保健品** | | | | | |
| 收入 | 321.3 | 632.4 | 695.6 | 1069.5 | 1229.9 |
| Yoy | | 96.8% | 10.0% | 53.7% | 15.0% |
| 毛利率 | 25.3% | 28.2% | 31.5% | 38.0% | 40.0% |
| **维生素 A** | | | | | |
| 收入 | 220.6 | 444.8 | 533.8 | 960.9 | 1056.9 |
| Yoy | -19.2% | 101.6% | 20.0% | 80.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 30.8% | 64.8% | 71.0% | 75.0% | 75.0% |
| **辅酶 Q10** | | | | | |
| 收入 | 453.1 | 352.9 | 529.3 | 635.1 | 762.2 |
| Yoy | -6.4% | -22.1% | 50.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | 44.5% | 41.3% | 48.0% | 50.0% | 50.0% |
| **VD3** | | | | | |
| 收入 | | 94.0 | 235.0 | 352.5 | 387.8 |
| Yoy | | | 150.0% | 50.0% | 10.0% |
| 毛利率 | | 30.0% | 42.0% | 60.0% | 60.0% |
| **其他** | | | | | |
| 收入 | | 138.7 | 83.2 | 91.5 | 100.7 |
| Yoy | | | -40.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率 | | 30.2% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |

*数据来源：wind、西南证券*

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1662.75 | 2076.90 | 3109.50 | 3537.44 |
| 营业成本 | 980.33 | 1096.90 | 1350.35 | 1603.80 |
| 营业税金及附加 | 15.37 | 15.79 | 24.45 | 28.32 |
| 销售费用 | 98.17 | 124.61 | 186.57 | 212.25 |
| 管理费用 | 214.61 | 249.23 | 357.59 | 389.12 |
| 财务费用 | 2.14 | 22.26 | 4.44 | -7.23 |
| 资产减值损失 | -0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | -2.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 349.83 | 568.11 | 1186.10 | 1311.18 |
| 其他非经营损益 | 13.29 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| **利润总额** | 363.11 | 575.11 | 1193.10 | 1318.18 |
| 所得税 | 63.05 | 95.98 | 200.69 | 222.34 |
| 净利润 | 300.06 | 479.13 | 992.41 | 1095.84 |
| 少数股东损益 | 0.29 | 0.47 | 0.97 | 1.07 |
| 归属母公司股东净利润 | 299.77 | 478.66 | 991.44 | 1094.77 |

| 现金流量表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 300.06 | 479.13 | 992.41 | 1095.84 |
| 折旧与摊销 | 91.95 | 71.92 | 73.53 | 75.45 |
| 财务费用 | 2.14 | 22.26 | 4.44 | -7.23 |
| 资产减值损失 | -0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | -120.67 | -97.16 | -270.40 | -126.64 |
| 其他 | 100.72 | -1.26 | -6.65 | 3.53 |
| **经营活动现金流净额** | 374.05 | 474.89 | 793.33 | 1040.95 |
| 资本支出 | -266.41 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 其他 | -205.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流净额** | -472.18 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 短期借款 | -648.23 | -7.75 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 90.64 | -100.00 | -200.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 647.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | 0.00 | -59.95 | -95.73 | -198.29 |
| 其他 | 438.88 | -305.22 | -4.44 | 7.23 |
| **筹资活动现金流净额** | 528.70 | -472.92 | -300.17 | -191.05 |
| **现金流量净额** | 436.38 | -48.03 | 443.16 | 799.90 |

| 资产负债表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 840.60 | 792.58 | 1235.73 | 2035.63 |
| 应收和预付款项 | 310.71 | 418.18 | 614.93 | 692.07 |
| 存货 | 287.71 | 324.36 | 407.95 | 481.36 |
| 其他流动资产 | 84.39 | 105.41 | 157.82 | 179.54 |
| 长期股权投资 | 27.75 | 27.75 | 27.75 | 27.75 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 544.64 | 552.67 | 559.10 | 563.60 |
| 无形资产和开发支出 | 888.79 | 861.38 | 833.96 | 806.55 |
| 其他非流动资产 | 116.26 | 113.72 | 111.19 | 108.65 |
| **资产总计** | 3100.86 | 3196.05 | 3948.43 | 4895.15 |
| 短期借款 | 57.75 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 应付和预收款项 | 149.37 | 212.85 | 261.54 | 303.69 |
| 长期借款 | 379.63 | 279.63 | 79.63 | 79.63 |
| 其他负债 | 334.18 | 90.05 | 97.07 | 104.09 |
| **负债合计** | 920.93 | 632.54 | 488.24 | 537.41 |
| 股本 | 616.48 | 616.48 | 616.48 | 616.48 |
| 资本公积 | 885.28 | 885.28 | 885.28 | 885.28 |
| 留存收益 | 627.62 | 1046.33 | 1942.03 | 2838.51 |
| 归属母公司股东权益 | 2164.98 | 2548.09 | 3443.79 | 4340.28 |
| 少数股东权益 | 14.95 | 15.42 | 16.39 | 17.47 |
| **股东权益合计** | 2179.93 | 2563.51 | 3460.19 | 4357.74 |
| 负债和股东权益合计 | 3100.86 | 3196.05 | 3948.43 | 4895.15 |

| 财务分析指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 38.12% | 24.91% | 49.72% | 13.76% |
| 营业利润增长率 | 180.03% | 62.40% | 108.78% | 10.55% |
| 净利润增长率 | 172.82% | 59.68% | 107.13% | 10.42% |
| EBITDA 增长率 | 106.99% | 49.19% | 90.86% | 9.12% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 41.04% | 47.19% | 56.57% | 54.66% |
| 三费率 | 18.94% | 19.07% | 17.64% | 16.80% |
| 净利率 | 18.05% | 23.07% | 31.92% | 30.98% |
| ROE | 13.76% | 18.69% | 28.68% | 25.15% |
| ROA | 9.68% | 14.99% | 25.13% | 22.39% |
| ROIC | 14.57% | 23.07% | 41.75% | 41.33% |
| EBITDA/销售收入 | 26.70% | 31.89% | 40.65% | 38.99% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.66 | 0.87 | 0.80 |
| 固定资产周转率 | 3.02 | 3.94 | 5.98 | 6.82 |
| 应收账款周转率 | 7.25 | 7.28 | 7.56 | 6.77 |
| 存货周转率 | 3.28 | 3.48 | 3.64 | 3.58 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 96.27% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 29.70% | 19.79% | 12.37% | 10.98% |
| 带息债务/总负债 | 47.49% | 52.11% | 26.55% | 24.12% |
| 流动比率 | 3.16 | 5.59 | 6.93 | 8.51 |
| 速动比率 | 2.57 | 4.49 | 5.76 | 7.30 |
| 股利支付率 | 0.00% | 12.53% | 9.66% | 18.11% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.49 | 0.78 | 1.61 | 1.78 |
| 每股净资产 | 3.54 | 4.16 | 5.61 | 7.07 |
| 每股经营现金 | 0.61 | 0.77 | 1.29 | 1.69 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.10 | 0.16 | 0.32 |

| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 443.92 | 662.29 | 1264.06 | 1379.40 |
| PE | 40.47 | 25.35 | 12.24 | 11.08 |
| PB | 5.57 | 4.73 | 3.51 | 2.78 |
| PS | 7.30 | 5.84 | 3.90 | 3.43 |
| EV/EBITDA | 26.77 | 17.48 | 8.65 | 7.35 |
| 股息率 | 0.00% | 0.49% | 0.79% | 1.63% |

*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<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 |
| 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 |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@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 |