

保健品产品线再下一城, 渠道互补促进产品销售

投资要点

- **事件:** 公司拟出资 5.09 亿元收购 Zipfizz 的 100% 股权。
- **保健品布局再下一城, 持续推进大健康战略。** 此次拟收购的 Zipfizz 提供运动相关的、促进健康的能量产品, 主要产品为低卡路里、低碳水化合物、无糖、口味佳、富含维生素和矿物质的运动粉剂和饮料。Zipfizz 产品线众多, 满足了客户对健康和能量补充的需求。2017 年 Zipfizz 的收入为 3.4 亿元(5409 万美元), 净利润为 5066 万元(796 万美元), 对应 5.09 亿收购对价, PE 为 10 倍, EBITDA 为 8.47 倍, 估值合理。从产品线来看, 金达威已经拥有了膳食营养补充剂、运动营养品, 此次收购 Zipfizz 获得运动能量产品, 在保健营养品产品线的布局进一步完善。从销售渠道来看, 膳食营养补充剂、运动营养品的主要销售渠道分别是电商渠道和健身房, 此次收购的 Zipfizz 主要销售渠道是大型会员店 Costco、Sam's Club 以及亚马逊, 销售渠道也能够实现进一步互补。我们认为此次收购进一步丰富金达威的保健营养品产品线和销售渠道, 为客户提供更多产品组合和消费渠道, 产品放量速度有望进一步加快。
- **辅酶 Q10 竞争对手停产, 利好行业龙头, 金达威有望实现量价齐升。** 全球辅酶 Q10 需求量在 800 吨左右, 保持接近 10% 的增速。金达威是行业龙头, 2017 年市占率接近 60%, 另外还有神州生物、浙江医药、新和成等供应商。2017 年金达威和浙江医药的辅酶 Q10 收入分别约为 5.3 亿和 0.6 亿, 浙江医药收入为金达威的 11%。从生产成本来看, 最主要的成本包括玉米、电力和煤炭, 金达威的生产工厂位于内蒙古, 为玉米主产区、拥有全国最大的火力发电厂、煤炭厂距离近, 原材料和能源成本最低, 除同样位于内蒙古的神州生物工厂以外, 其他竞争对手的成本都明显更高; 从工艺技术来看, 金达威作为行业龙头, 经过多年技术开发, 技术水平最高, 投料产出比也最高。从整体生产成本来看, 金达威的成本最低不超过 90 美元/千克, 其他企业均不低于 150 美元/千克, 浙江医药由于原材料和环保压力大而成本最高, 估计接近 200 美元/千克。2017 年辅酶 Q10 价格处在低位, 最低价格触底至 150 美元/千克, 目前价格略有回升至 165-190 美元/千克, 金达威的竞争对手大概率面临亏损。近期浙江医药停产改造可能是解决辅酶 Q10 成本收益问题, 其他竞争对手也可能会因为辅酶 Q10 价格低而退出市场。金达威有望获得竞争对手的订单实现进一步放量, 如果更多竞争对手产能退出, 价格有望从底部上涨, 或将迎来辅酶 Q10 量价齐升的、新机遇。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.56 元、1.77 元、2.02 元, 对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍, 维持“买入”评级。
- **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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2084.62	3132.86	3564.03	4059.12
增长率	25.37%	50.28%	13.76%	13.89%
归属母公司净利润(百万元)	474.05	959.19	1093.49	1244.92
增长率	58.14%	102.34%	14.00%	13.85%
每股收益 EPS(元)	0.77	1.56	1.77	2.02
净资产收益率 ROE	18.67%	28.23%	25.46%	23.41%
PE	25	13	11	10
PB	4.85	3.63	2.87	2.32

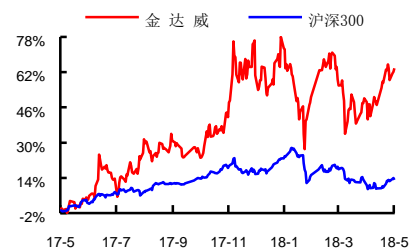
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
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)	120.83
总资产(亿元)	35.21
每股净资产(元)	4.52

相关研究

1. 金达威(002626): 辅酶 Q10 竞争对手停产, 或将迎来量价齐升 (2018-03-13)
2. 金达威(002626): 维生素提价+辅酶 Q10 放量推动业绩高速增长 (2018-02-27)
3. 金达威(002626): 维生素价格大涨推动 2018Q1 业绩高速增长 (2018-02-07)
4. 金达威(002626): BASF 和安迪苏产量减少, VA 报价大涨 (2017-11-23)
5. 金达威(002626): VA 主要供应商停产, 价格有望持续上涨 (2017-11-17)
6. 金达威(002626): 维生素大幅度提价, 四季度预告超预期 (2017-10-27)

关键假设：

根据对公司基本面分析，综合考虑对 2018-2020 年主营业务的增长情况判断如下：

假设一：保健品业务由于并表，预计 2018 年销量增速 50%，2019-2020 年保持 15% 的销量增长；

假设二：预计 2018-2020 年辅酶 Q10 期间的销量增速维持在 20%；

假设三：预计 2018-2020 年 VA 毛利率维持在 70%。

表 1：公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	1662.8	2084.6	3132.9	3564.0	4059.1
Yoy	38%	25%	50%	14%	14%
毛利率	41%	48%	52%	51%	51%
保健品					
收入	632.4	735.2	1102.7	1268.2	1458.4
Yoy	97%	16%	50%	15%	15%
毛利率	28%	34%	40%	40%	40%
维生素 A					
收入	444.8	542.6	976.7	1074.4	1181.8
Yoy	102%	22%	80%	10%	10%
毛利率	65%	70%	70%	70%	70%
辅酶 Q10					
收入	352.9	522.8	627.4	752.9	903.4
Yoy	-22%	48%	20%	20%	20%
毛利率	41%	48%	48%	48%	48%
其他					
收入	232.7	284.0	426.0	468.6	515.5
Yoy		22%	50%	10%	10%
毛利率	30%	40%	45%	45%	45%

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2084.62	3132.86	3564.03	4059.12	净利润	465.03	940.94	1072.69	1221.24
营业成本	1088.31	1515.21	1732.43	1982.87	折旧与摊销	89.60	69.40	71.70	73.98
营业税金及附加	19.79	27.60	32.47	36.83	财务费用	28.14	20.84	8.29	-0.48
销售费用	121.97	125.31	142.56	162.36	资产减值损失	28.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	247.87	313.29	356.40	405.91	经营营运资本变动	-440.08	-450.96	-195.04	-230.60
财务费用	28.14	20.84	8.29	-0.48	其他	315.71	0.11	-7.82	3.89
资产减值损失	28.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	487.20	580.32	949.82	1068.03
投资收益	5.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	11.27	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-559.98	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	-548.72	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	559.59	1130.62	1291.87	1471.62	短期借款	68.86	-76.61	0.00	0.00
其他非经营损益	4.94	7.00	7.00	7.00	长期借款	-45.74	-100.00	-200.00	0.00
利润总额	564.53	1137.62	1298.87	1478.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	99.50	196.68	226.18	257.39	支付股利	-123.30	-94.81	-191.84	-218.70
净利润	465.03	940.94	1072.69	1221.24	其他	-179.62	-36.56	-8.29	0.48
少数股东损益	-9.02	-18.25	-20.80	-23.68	筹资活动现金流净额	-279.80	-307.98	-400.13	-218.22
归属母公司股东净利润	474.05	959.19	1093.49	1244.92	现金流量净额	-359.12	222.34	499.70	799.81
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	437.33	659.67	1159.36	1959.17	成长能力				
应收和预付款项	466.99	657.16	744.89	860.36	销售收入增长率	25.37%	50.28%	13.76%	13.89%
存货	342.41	480.42	558.53	635.66	营业利润增长率	59.96%	102.05%	14.26%	13.91%
其他流动资产	442.40	664.85	756.36	861.42	净利润增长率	54.98%	102.34%	14.00%	13.85%
长期股权投资	64.09	64.09	64.09	64.09	EBITDA 增长率	52.58%	80.25%	12.37%	12.63%
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	549.58	558.24	564.61	568.69	毛利率	47.79%	51.64%	51.39%	51.15%
无形资产和开发支出	833.52	806.92	780.32	753.72	三费率	19.09%	14.67%	14.23%	13.99%
其他非流动资产	188.18	186.71	185.25	183.78	净利率	22.31%	30.03%	30.10%	30.09%
资产总计	3324.50	4078.08	4813.40	5886.91	ROE	18.67%	28.23%	25.46%	23.41%
短期借款	126.61	50.00	50.00	50.00	ROA	13.99%	23.07%	22.29%	20.74%
应付和预收款项	262.42	349.62	397.68	461.27	ROIC	21.19%	34.44%	34.12%	35.87%
长期借款	333.89	233.89	33.89	33.89	EBITDA/销售收入	32.49%	38.97%	38.49%	38.07%
其他负债	110.65	111.37	117.78	125.16	营运能力				
负债合计	833.57	744.88	599.35	670.32	总资产周转率	0.65	0.85	0.80	0.76
股本	616.48	616.48	616.48	616.48	固定资产周转率	4.05	6.24	6.98	7.86
资本公积	885.28	885.28	885.28	885.28	应收账款周转率	6.42	6.51	6.00	5.94
留存收益	978.37	1842.75	2744.40	3770.63	存货周转率	3.35	3.60	3.30	3.30
归属母公司股东权益	2483.99	3344.51	4246.17	5272.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.34%	—	—	—
少数股东权益	6.93	-11.32	-32.12	-55.80	资本结构				
股东权益合计	2490.92	3333.20	4214.05	5216.59	资产负债率	25.07%	18.27%	12.45%	11.39%
负债和股东权益合计	3324.50	4078.08	4813.40	5886.91	带息债务/总负债	55.24%	38.11%	14.00%	12.51%
					流动比率	3.90	5.54	6.45	7.58
					速动比率	3.11	4.46	5.33	6.46
					股利支付率	26.01%	9.88%	17.54%	17.57%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.56	1.77	2.02
					每股净资产	4.04	5.41	6.84	8.46
					每股经营现金	0.79	0.94	1.54	1.73
					每股股利	0.20	0.15	0.31	0.35
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	677.33	1220.86	1371.86	1545.12					
PE	25.49	12.60	11.05	9.71					
PB	4.85	3.63	2.87	2.32					
PS	5.80	3.86	3.39	2.98					
EV/EBITDA	17.63	9.45	7.90	6.49					
股息率	1.02%	0.78%	1.59%	1.81%					

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
	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
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn