

# 金达威 (002626)

## 经营拐点隐现，平台价值凸显

买入 (首次)

2020年03月29日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,873	3,195	4,017	4,263
同比 (%)	37.8%	11.2%	25.7%	6.1%
归母净利润 (百万元)	687	439	1,314	1,483
同比 (%)	45.0%	-36.1%	199.2%	12.9%
每股收益 (元/股)	1.11	0.71	2.13	2.41
P/E (倍)	18.34	28.71	9.60	8.50

### 投资要点

- 公司深耕营养品行业。**公司传统业务为营养强化剂、饲料添加剂，并试图进军保健品。江斌为公司实际控制人，公司存在战略投资者，二股东中牧实业为其前五大客户。
- VA 供求偏紧，价格上行趋势强。**目前 VA 渠道库存较低，需求端存在超买迹象，供给方面，巴斯夫开工不稳，帝斯曼因为间甲酚低负荷运行，国内企业因为新冠肺炎复工进度较慢，负荷偏低，且个别企业装置存在隐患。综上，我们判断 VA 价格存在较强的上行预期。
- 辅酶 Q10 格局较好，存在上涨空间。**辅酶 Q10 最重要的功能是清除自由基、提高免疫力，保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能。随着年龄增长，人体需要外源性辅酶 Q10 补充。最新研究表明，辅酶 Q10 是心血管疾病、不孕不育患者的辅助用药。公司目前占据全球辅酶 Q10 的半壁江山，目前行业整合基本结束，辅酶 Q10 价格存在上涨空间。
- 进军保健品业务卓有成效。**公司通过外延并购逐步从营养原料供应商向下游保健品延伸，在全球范围战略布局运动营养和功能性健康食品，逐步形成从原料研发制造-成品研发制造-品牌营销-渠道布局的大健康全产业链。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019~2021 年归母净利润分别为 4.39 亿元、13.14 亿元和 14.83 亿元，EPS 分别为 0.71 元、2.13 元和 2.41 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、10X 和 9X。考虑到公司产品价格持续提升，且计提减值后应对风险能力增强，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**VA 价格大幅波动的风险，保健品业务整合存在不确定性。

**证券分析师 柴沁虎**  
 执业证号：S0600517110006  
 021-60199793  
 chaihq@dwzq.com.cn  
**证券分析师 陈元君**  
 执业证号：S0600520020001  
 021-60199793  
 chenyj@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.45
一年最低/最高价	11.36/23.58
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	12605.21

### 基础数据

每股净资产(元)	4.90
资产负债率(%)	36.25
总股本(百万股)	616.48
流通 A 股(百万股)	616.39

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 立足营养强化剂、饲料添加剂，进军保健品业务</b>	<b>4</b>
1.1. 中牧实业是公司的战略投资者	4
1.2. 立足营养强化剂、饲料添加剂，进军保健品	4
1.2.1. 生产基地主要在厦门海沧和内蒙托克托	5
1.2.2. 海外外延进军保健品业务	5
1.2.3. 借力海外高端品牌和国内品牌重塑发展国内保健品业务	7
1.3. 财务报表分析	8
<b>2. VA 供求失衡，价格有望进入上行周期</b>	<b>9</b>
2.1. VA 是典型的寡头垄断的供给格局	10
2.1. VA 生产具有较高的技术壁垒	10
2.2. VA 供求偏紧，价格有望进入上行周期	11
<b>3. 辅酶 Q10 行业整合完毕，后市看涨</b>	<b>12</b>
3.1. 辅酶 Q10 应用广泛	12
3.2. 辅酶 Q10 的消费目前集中在海外	14
3.3. 辅酶 Q10 的生产逐步向中国转移	14
<b>4. 海外保健品发展平稳，国内保健品逐步规范</b>	<b>15</b>
4.1. 维生素和膳食补充剂是保健品品类最大的品种	15
4.2. 国内保健品产业前景广阔	16
4.2.1. 老年化是保健品的核心驱动力	16
4.2.2. 二胎放开带动特定领域的保健品消费	16
4.2.3. 运动营养品会成为保健品行业发展最快的细分领域	17
4.2.4. 体重管理产品的需求快速增长	18
4.3. 借鉴西方保健品发展经验发展国内保健品产业	18
4.3.1. 国内监管环境趋于规范，有利于规范企业胜出	18
4.3.2. 电商的发展促进了保健品产业的发展	19
4.3.3. 细分市场，精准定位是国内保健品业务做大的必由之路	20
4.3.4. 海外业务发展平稳，国内业务刚刚起步	20
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1. 基本假设	21
5.2. 盈利预测与估值	21
<b>6. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构示意图 (截至 2019 年三季报)	4
图 2: 公司 VMS 营销渠道示意图	7
图 3: 公司营收构成 (亿元)	9
图 4: 公司主要产品的毛利率 (%)	9
图 5: VD3 的价格走势 (元/千克)	9
图 6: 维生素 A 供应格局 (2018 年)	10
图 7: 维生素 A 的供求平衡 (2018 年)	10
图 8: 维生素 A 的合成工艺路线	11
图 9: 维生素 A 价格历史走势 (报价截至 2020 年 3 月 27 日)	12
图 10: 人体内辅酶 Q10 的浓度随年龄变化趋势	13
图 11: 病人的辅酶 Q10 的合成能力有所降低	13
图 12: 辅酶 Q10 的单价 (美元/Kg)	14
图 13: 中国保健品的市场规模 (亿元)	16
图 14: 2018 年中国保健品的市场结构	16
图 15: 主要保健品子公司的营收 (亿元)	20
图 16: 主要保健品子公司的净利率 (%)	20
表 1: 各年龄段运动健身目的	17
表 2: 保健品产业政策	19
表 3: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	21
表 4: 可比公司估值表 (参考 2020 年 3 月 27 日收盘价)	22

## 1. 立足营养强化剂、饲料添加剂，进军保健品业务

金达威（002626），总部位于福建厦门。

公司创立于 97 年 11 月，09 年 3 月公司进行股份制改造，11 年 10 月在深圳证券交易所上市。

公司是知名的食品营养强化剂、饲料添加剂生产厂家，主要生产和销售辅酶 Q10、VA、VD3、微藻 DHA、植物性 ARA 等五大系列产品。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、厦门市首批新认证的高新技术企业。

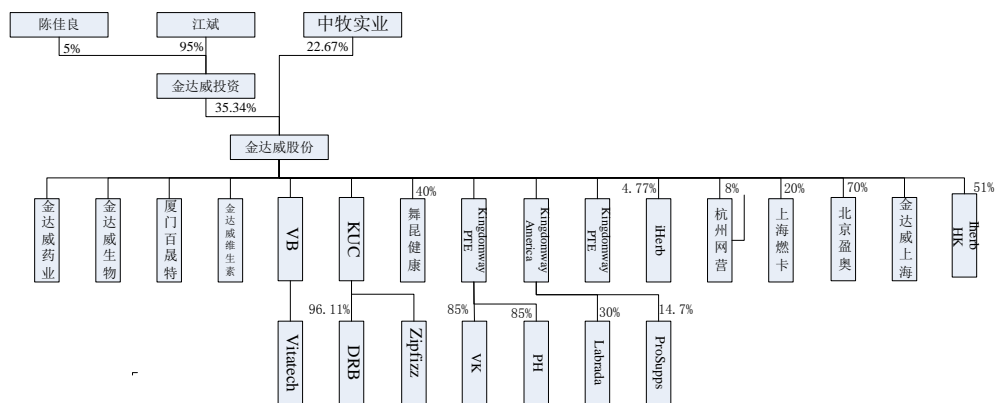
2015 年前后，公司进行了战略延伸，初步确立了立足中间品原料，打造品牌与渠道，构建大健康领域全产业链的发展战略。

### 1.1. 中牧实业是公司的战略投资者

公司控股股东为厦门金达威投资，金达威投资持有上市公司 35.34% 股份，实际控制人江斌为公司的董事长兼总经理。

前十大股东中，第二大股东中牧实业持股 22.67%，中牧实业也是金达威前五大客户。

图 1：公司股权结构示意图（截至 2019 年三季度报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截止 2018 年底，公司共有研发人员 210 人，研发人员数量占比 10.98%。年度研发投入占营业收入为 2.40%。

### 1.2. 立足营养强化剂、饲料添加剂，进军保健品

上市前，公司的业务主要集中在食品营养强化剂、饲料添加剂的生产环节。

上市后，公司通过外延并购逐步从营养原料供应商向下游保健品延伸，在全球范围战略布局运动营养和功能性健康食品，逐步形成从原料研发制造-成品研发制造-品牌营

销-渠道布局的大健康全产业链。

养生在中国有悠久的历史，但是从科学养生的角度看，西方国家走在世界前沿。国外膳食营养补充剂在产品广度、深度以及品牌影响力上具有绝对的优势，在消费者中具有较高的认可度与知名度。公司早在 15 年就通过收购境外膳食营养补充剂品牌，快速进入相关领域。

同时，在我国现行的监管体制下，保健食品批文的取得成为国外膳食营养补充剂进入中国市场的壁垒。由于批文受限，目前，绝大部分的进口膳食营养补充剂只能通过跨境电商等渠道进行线上销售。公司也在相关领域进行了战略布局。

### 1.2.1. 生产基地主要在厦门海沧和内蒙托克托

厦门是公司最早的生产基地，坐落于海沧新阳工业区。目前主要业务是 VA、VD3 的生产，二十二碳六烯酸（DHA）、花生四烯酸（ARA）的粉剂成品，辅酶 Q10 的酶制剂业务环节以及天然 VE、Q10 的软胶囊业务。15 年 6 月，公司公告，计划投资 4.94 亿元，建设 800 吨 VA 油和 200 吨 VD3 油业务，该项目是现有 VA、VD3 项目的产能置换项目，项目 18 年 6 月环评获批，目前处于项目实施阶段，预计 20 年底有望建成。

由于辅酶 Q10、DHA 和 ARA 的部分工段涉及低温、发酵等环节，在北方组织相关业务优势更为明显，公司的相关业务都集中在内蒙托克托基地，内蒙古金达威药业有限公司是项目运营主体。

### 1.2.2. 海外外延进军保健品业务

14 年 12 月，公司斥资 3500 万美元，通过全资子公司 KUC Holding 购买美国 Doctor's Best Holdings, Inc.51%的股权。16 年 5 月，KUC 斥资 5358.47 万美元购买其他股东的股份，持有 DRB96.11%的股份。

DRB 主要从事膳食营养补充剂业务，销售的膳食营养补充剂约有 200 种，产品主要通过网络（iHerb 和 Amazon）、高端零售连锁店（Whole Foods 和 Sprouts）、护理人员、药店及小型的区域性商店在美国销售，主要产品的销量、评价在美国的 Amazon、iHerb 等网站均排名前列。

15 年 6 月，公司斥资 9600 万美元，通过美国全资子公司 Vita Best Nutrition 收购 Vitatech 的主要经营性资产。Vitatech 北美历史悠久的保健品生产商，主要提供营养品的承包生产服务，同时也提供产品的分装与包装服务。

16 年 2 月，公司斥资 380 万新加坡元，通过全资公司 Kingdomway PTE 分数次合计购买新加坡 VITA Kids PTE 和 PINK of Health PTE 95%的股权，VITA Kids PTE 主要从事保健品及健康食品的销售，在新加坡热门商圈 Paragon、Westgate、Novena 广场有三个零售商店，在 Marina Square 有一家加盟店。目前销售的品种约 50 多种，大约 90%来自美国、加拿大、欧洲、澳大利亚和新西兰进口的产品。

16年4月，公司与株式会社舞昆之鸿原、株式会社日本 ARVIS 以及自然人桥诘喜久雄在日本大阪共同投资设立了合资公司舞昆健康食品株式会社，公司拟出资 360 万日元，持有合资公司 40% 股权。合资公司的业务集中在食品和化妆品的企划，制造、销售和进出口。

17年2月，公司斥资 810 万美元，通过全资子公司 Kingdomway America 持有 Labrada 30% 的股份。Labrada 专注于运动营养产品及体重管理，是美国运动营养领域最值得信赖的品牌，产品获得美国烹饪学院金奖和美国国家食品营养协会的人民选择奖。产品包括 Lean Body 系列，含有即饮饮料、蛋白质奶昔、粉剂和运动表现系列产品。

17年9月，公司斥资 750 万美元，通过全资子公司 Kingdomway America 认购 ProSupps 14.71% 股份，ProSupps 是美国销量增速最快的运动营养品品牌，品牌定位于极限、热血、精准定位、年轻化，产品针对运动员和健身爱好者，并成功延伸到大众化市场。拥有 6 大品类、30 多种产品，其爆款产品 Mr.Hyde 系列为全球销量第一的训练前产品，My Bar 系列为大众化市场销量增长最快的蛋白棒，2017 年新品 My Cookie 全球预售额突破 500 万美元。在北美市场不仅与传统运动营养专业渠道商合作，还通过网络平台（iHerb 和 Body building）销售，现已进入 Sam's club（山姆会员店）等大型商超。

18年5月，公司斥资 8000 万美元，通过全资子公司 KUC Holding 收购 Zipfizz Corporation 100% 股权。Zipfizz 是北美知名的美国运动能量产品品牌商，瞄准年轻群体市场，主要从事低卡路里、低碳水化合物、无糖、富含维生素和矿物质的运动粉剂和饮料的开发业务。产品主要在北美主要通过大型会员店 Costco、Sam's Club 以及亚马逊（amazon.com）进行销售，同时也在维生素和营养品商店、健身中心和便利店销售，是美国 Costco, Sam's Club 等大型零售商超热销品牌。

18年6月，公司斥资 1 亿美元，认购 iHerb 的 T 类优先股，交易完成后持有 iHerb 的股份 4.77%。iHerb 是全球最大的保健品电商平台，主要从事维生素、矿物质和营养补充剂、天然/有机个人护理等保健产品专营线上销售。销售区域覆盖包括中国在内的 180 多个国家和地区，11 种页面语言，59 种货币实时结算，可用微信、支付宝、银联卡等符合中国消费者习惯的方式进行支付。

iHerb 也是公司海外子公司产品的主要销售渠道之一，为了提升 iHerb 在中国市场的认知度，公司与 iHerb 在香港成立合资公司，负责 iHerb 在大中华区业务的拓展及中文 APP 和小程序的运营。公司持有合资公司 51% 的股份。



图 2：公司 VMS 营销渠道示意图



数据来源：公司网站，东吴证券研究所

简单总结，上述海外并购大约可以分为四类。

iHerb 主要是试水跨境电商，利用 iHerb 强大的全球品牌影响力、嫁接其成熟的运营模式及其快捷的物流，通过引进电子商务高端营销人才，加强公司旗下的膳食营养补充剂品牌数字化营销及跨境销售，构建产品新的销售渠道，实现膳食营养补充剂中国市场快速突破。

DRB 和 VB 主要是从事保健品的品牌运营和生产业务，Zipfizz 则是一个具体的运动能量产品品牌，公司希望巩固北美相关业务的同时，也在中国试水相关业务。

VK 和 PH 是在东南亚从事保健品的销售实体店。

其他业务，比如参股舞昆健康、Labrada、ProSupps，可能更多是希望依托 ProSupps、LABRADA、舞昆、恩基美等品牌强势进入中国市场，推动公司在运动营养品、健康生活方式类食品、电子商务平台及实体渠道建设等业务的经营发展。

### 1.2.3. 借力海外高端品牌和国内品牌重塑发展国内保健品业务

15 年 8 月，公司出资 1941 万元，认购杭州网营科技有限公司 8% 的股份。杭州网营是电商运营解决方案提供商，专注于母婴、服装服饰、化妆品、大健康（食品饮料、环保）等类目，为国际品牌客户量身打造快速进军中国电商市场的全套解决方案。

16 年 1 月，公司出资 2000 万元，投资上海燃卡贸易有限公司 20% 股权。燃卡为中国专业运动营养健康整合营销服务电商平台，在专业的运动营养领域提供产品的一站式供应链、品牌运营及市场推广等服务。16 年 9 月，公司出资 1000 万元，增资燃卡，增资后的持股比例 22.727%。

16 年 12 月，公司出资 1400 万，设立合资公司北京盈奥营养食品有限公司，公司持有合资公司 70% 股权。合资公司致力于推动运动营养品、健康生活方式类食品、电子商务平台及实体渠道建设等业务的经营发展。

19年1月，公司出资设立金达威（上海）营销策划公司，设立金达威上海主要为进一步加强公司旗下产品的推广营销，增强公司旗下产品的市场竞争力。

为了提升 iHerb 在中国市场的认知度，18年6月，iHerb 香港公司设立了 iHerb（上海）营销策划有限公司，iHerb（上海）主要是进一步配合 iHerb 香港实施业务发展计划，更好地提升 iHerb 在中国市场的认知度。

公司国内保健品业务的发展思路可能是引入海外子公司品牌，进行品牌重塑推广以及新品推出，促进其在国内市场的销售快速增长。

从细分品种看，公司在国内的保健品业务侧重在运动营养品领域。在运动营养领域，由于营养棒、体重管理、营养饮料和乳清蛋白这样的功能性食品有更大的消费基础。公司通过安排 ProSupps 品牌的运动员和大使们投入时间和精力与中国粉丝互动，建立一个忠实的粉丝基础，在国内社交媒体平台上提供更多的信息和内容，快速提升 ProSupps 产品的关注度。

### 1.3. 财务报表分析

2018年，公司实现收入28.73亿元，同比增速37.80%。实现归母净利润6.87亿元，同比增长44.94%。

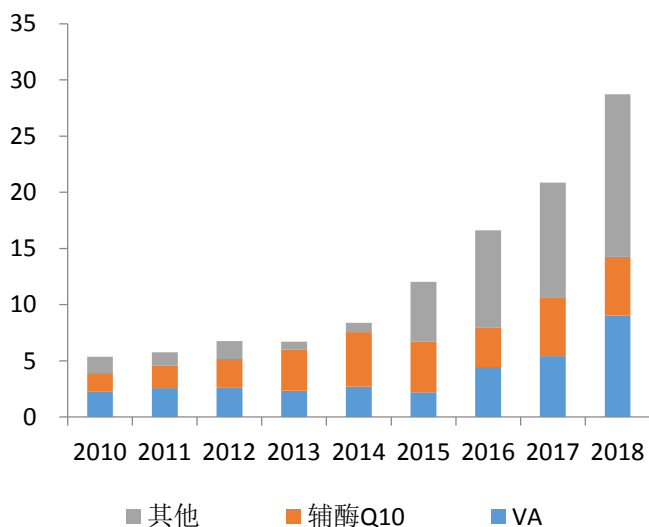
最近几年，由于VA景气度较高，所以VA在主营收入中的占比稳步提升，2018年VA占主营收入的31.47%。辅酶Q10稳步放量，但是竞争加剧导致单价下滑，在营收中的占比平稳下滑，2018年辅酶Q10占主营收入18.17%。

毛利率方面，2018年VA的毛利率82.08%，辅酶Q10的毛利率40.42%，营养保健品的毛利率约在25-30%之间。

公司销售费用率一直维持在较低水平，虽然近年来业务有多扩张，但是管理费用率也维持在较低水平。

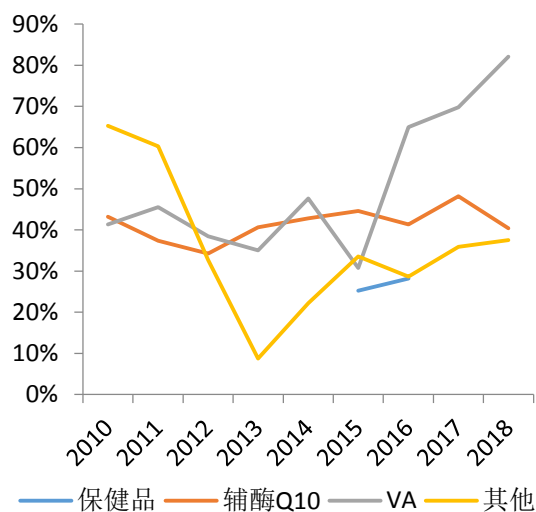


图 3：公司营收构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：公司主要产品的毛利率（%）



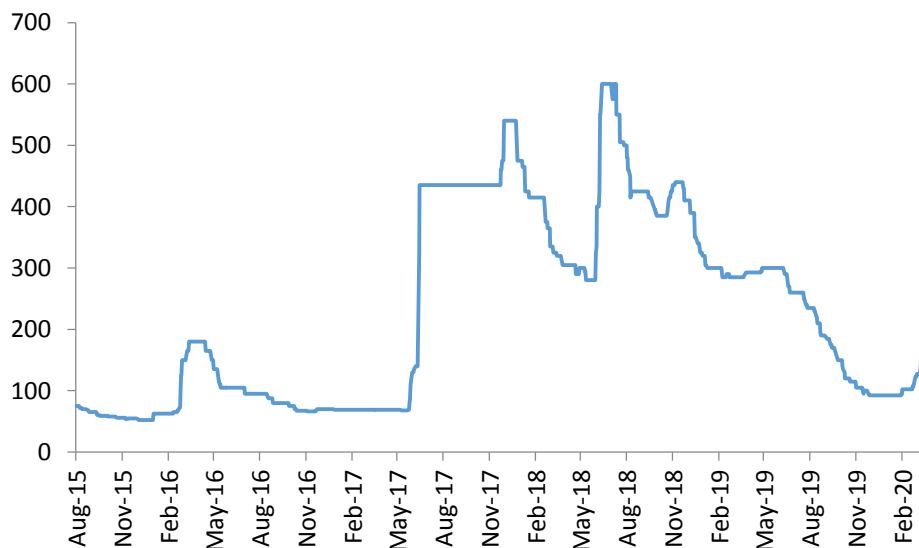
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. VA 供求失衡，价格有望进入上行周期

公司的饲料添加剂主要包括 VA、VD3。

VD3 供求偏松，目前基本盈亏平衡，短期因为 VA 紧张有上行可能，但是整体而言，格局略差。我们不在赘叙，把分析的重点集中在 VA 领域。

图 5：VD3 的价格走势（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

维生素 A 是最重要的一种脂溶性维生素之一。能提高动物繁殖能力、促进畜体生长、提高机体免疫能力。也能促进人机体生长发育，增强疾病抵抗能力，广泛应用于保健品、食品、化妆品等行业。

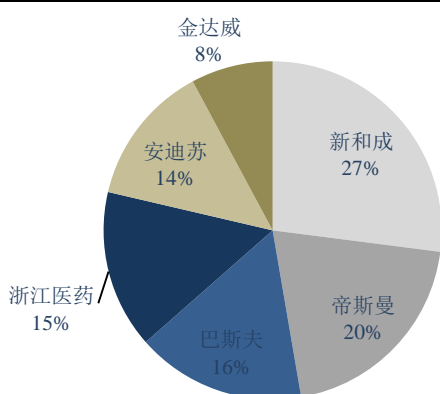
## 2.1. VA 是典型的寡头垄断的供给格局

维生素 A 的生产技术壁垒极高，产能集中，全球只有 6 家生产商，国外厂家有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏，国内主要是新和成、浙江医药、金达威，目前尚无新进入者。浙江医药的 500 吨 VA 油扩建项目 19 年底生产逐步稳定。金达威的 800 吨 VA 油扩建项目目前仍在推进。巴斯夫的 1500 吨的 VA 油计划 2020 年底投产。

柠檬醛是合成维生素 A 的重要关键中间体，全球供给集中在巴斯夫、新和成和可乐丽。浙江医药、金达威和安迪苏的柠檬醛均需要外采（帝斯曼的工艺不需要柠檬醛）。自 17 年 10 月份巴斯夫路德维希工厂发生火灾后，装置运行一直不很稳定，其马来西亚的柠檬醛装置也一直在进行技改，导致柠檬醛的供求一直偏紧。产能扩张方面，万华化学试图进入柠檬醛领域，不过柠檬醛本身应用较为广泛，VA 只是其重要的业务分支之一。

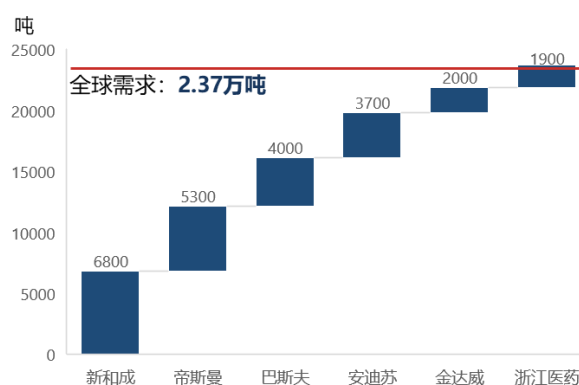
金达威现有维生素 A 的产能 4000 吨粉/年（50 万 IU），折 2000 吨油/年。

图 6：维生素 A 供应格局（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

图 7：维生素 A 的供求平衡（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

## 2.1. VA 生产具有较高的技术壁垒

目前维生素 A 的合成主要有 Roche 和 BASF 两种工艺：

RocheC<sub>14</sub>+C<sub>6</sub> 合成工艺大致可以分成六碳醇的合成（以乙炔锂、丁烯酮为起始原料），十四醛的合成（以 β-紫罗兰酮为起始原料），双格氏反应得到维生素 A 的主碳构架，然后进一步选择加氢、酰化、上脱溴等工序进行侧链的化学改造，得到维生素 A 醋酸酯。

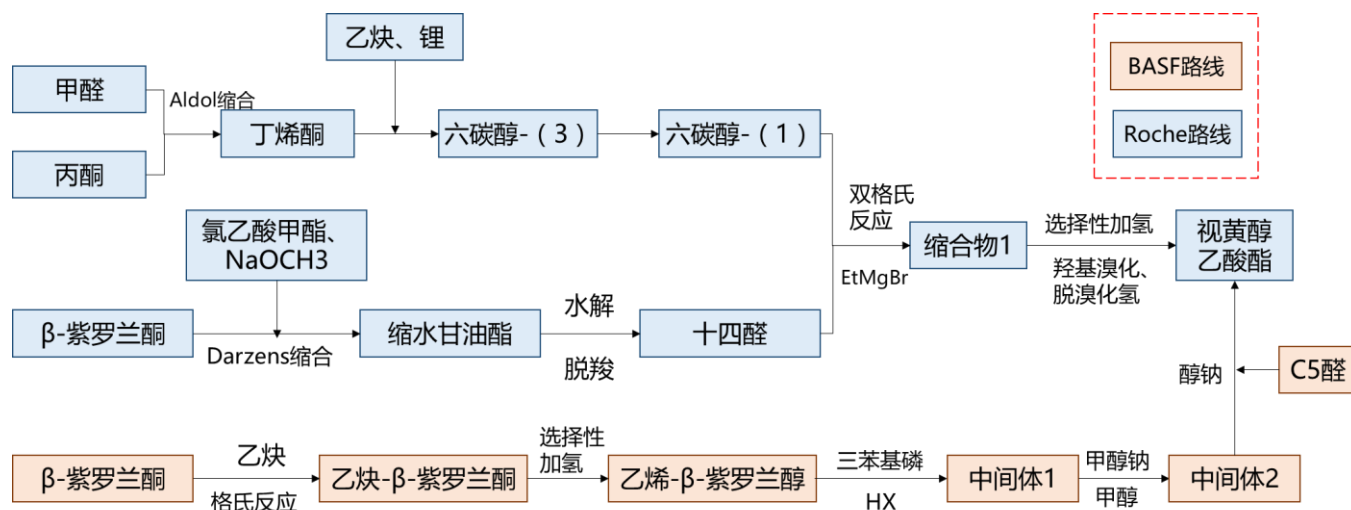
Roche 合成工艺的优点是技术较成熟，收率稳定，各反应中间体的立体构形比较清晰，不必使用很特殊的原料。缺陷是使用的原辅材料高达 40 余种，数量较大。目前国内的维生素 A 厂商均采用 Roche 工艺。

BASFC<sub>15</sub>+C<sub>5</sub> 合成工艺同样以 β-紫罗兰酮为起始原料，和乙炔进行格氏反应生成乙炔-β-紫罗兰醇，选择加氢得到乙烯-β-紫罗兰醇，再经 Witting 反应之后，在醇钠催化下，与 C5 醛缩合生成维生素 A 醋酸酯。

BASF 成工艺明显的优点是反应步骤少，工艺路线短，收率高。但工艺中的乙炔化，低温及无水等技术壁垒较高，核心技术难点是 Witting 反应以及副产的三苯磷的循环利用。BASF 合成工艺使用剧毒的光气实现三苯磷的循环利用，这种工艺对工艺和设备要求高，较难实现。目前巴斯夫和安迪苏采用的是此工艺路线。

其后，国外有研究机构使用亚磷酸四乙酯与 C<sub>15</sub> 醛反应，成功的合成了 C<sub>15</sub> 醛磷酸酯，可避免传统 BASF 合成工艺使用价格高的三苯磷和剧毒的光气。

图 8：维生素 A 的合成工艺路线



数据来源：《维生素 A 合成工艺》，东吴证券研究所

对于国内企业而言，主要采用的 Roche 路线工艺相对成熟，对其中的关键中间体如六碳醇、十四醛的合成工艺改进，提高收率和产品质量是目前研究的重点。

VA 的技术壁垒不仅在于 VA 属于资金和技术密集型产业，生产工艺相对复杂，而且，VA 光照、氧气、氧化剂、脂肪氧化酶等接触时，极易被氧化分解。针对这个问题，工业化生产的维生素 A 主要是以 VA 醋酸酯的形式存在，并且要用微胶囊包裹，VA 微胶囊的材料、生产技术也存在较高的技术壁垒。

## 2.2. VA 供求偏紧，价格有望进入上行周期

维生素 A 为寡头垄断格局，回顾历史价格可以发现，历次价格暴涨均与某寡头企业停产或检修相关。不过，2020 年的 VA 的行情演绎不同于往年。

目前无论是经销商还是饲料厂库存都比较低。首先，由于 19 年下半年 VA 的价格震荡下行，并且 20 年春节较往年略有提前，下游用户基本是即采即用。其次，由于非洲猪瘟影响，部分终端饲料厂开始向市场抛售存货，贸易商走货困难，也不愿意做多库存。最后，海外用户也注意到中国非洲猪瘟的影响，看淡需求。即使在巴斯夫发布停产计划后，也没有出现过量采购的情况。

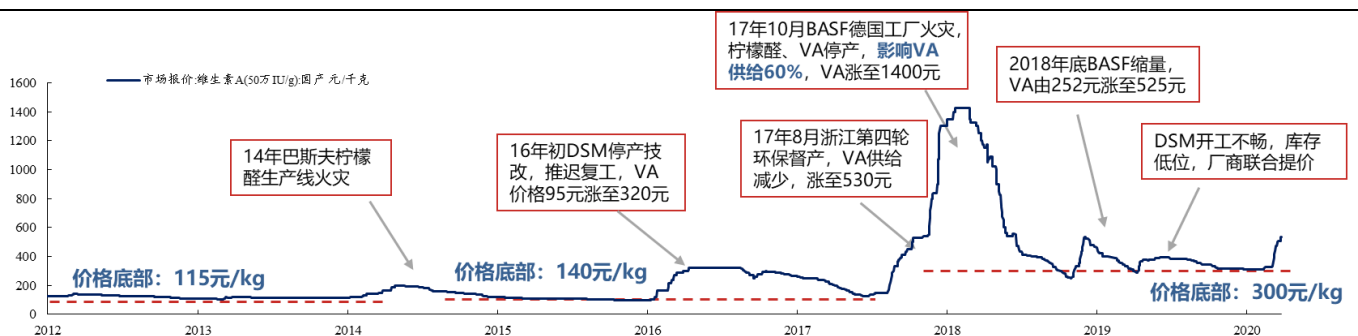
需求层面，海外客户对中国新冠肺炎的演化底气不足，采购意愿高涨。国内的需求

基本处在底部，随着新冠肺炎得到控制，生产逐步恢复，需求稳步向好。同时，价格上行带动贸易商补货。整体而言，目前市场有一定的超量采购的迹象。

供给层面，巴斯夫路德维希工厂 19 年 6 月进行检修，11 月复产，但是其后开工一直不高，并且 20 年下半年因为装置并线，还需要进行计划检修。帝斯曼因为间甲酚（朗盛）供应不足，也是低负荷运行。国内三家企业因为新冠肺炎复产较往年同期相比进度滞后，负荷偏低。

综上所述，VA 的价格上行趋势较为明显。

图 9：维生素 A 价格历史走势（报价截至 2020 年 3 月 27 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 辅酶 Q10 行业整合完毕，后市看涨

辅酶 (coenzyme) 是一类可以将化学基团从一个酶转移到另一个酶上的有机小分子，是酶催化氧化还原反应、基团转移和异构反应的必须因子，它们在酶催化反应中承担传递电子、原子或基团的功能。

有许多维生素及其衍生物，如核黄素、硫胺素和叶酸，都属于辅酶。不同的辅酶能够携带的化学基团也不同：NAD<sup>+</sup>或 NADP<sup>+</sup>携带还原性氢，辅酶 A 携带乙酰基，叶酸携带甲酰基，S-腺苷基蛋氨酸也可携带甲酰基。

B 族维生素是一大类比较重要的辅酶，此外在生物化学上比较重要的辅酶还有辅酶 Q、谷胱甘肽、尿苷二磷酸葡萄糖 (UDPG)、维生素 K 族等。

辅酶 Q 是生体内广泛存在的脂溶性醌类物质，又称为泛醌。主要存在于线粒体内膜中，是生物氧化呼吸链中的一个不可缺少的氢递体，在体内呼吸链中质子移位及电子传递中起重要作用，它是细胞呼吸和细胞代谢的激活剂，也是重要的抗氧化剂和非特异性免疫增强剂。

#### 3.1. 辅酶 Q10 应用广泛

不同来源的辅酶 Q 其侧链异戊烯单位的数目不同，人类和哺乳动物是 10 个异戊烯单位，故称辅酶 Q10。

辅酶 Q10 于 1957 年被威斯康辛大学麦迪逊分校的 Fredrick L. Crane 教授和他的同事发现。1958 年，美国默克公司的 Karl Folkers 博士及其同事确定了其化学结构。辅酶 Q10 被诺贝尔奖得主 Linus Pauling 称作“万能营养素”。

在生物体内，辅酶 Q10 主要存在于细胞线粒体内膜上，是氧化磷酸化反应过程中多种酶的辅酶，也是线粒体呼吸链限速反应中的关键物质。

辅酶 Q10 最重要的作用就是清除自由基、提高免疫力，保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能。

根据 Denham Harman 的线粒体的功能与衰老的理论，自由基氧化损伤生物大分子是造成机体衰老和多种老年性疾病发生的原因，辅酶 Q10 抗氧化，能够有效地清除自由基，具有延缓衰老的功能。

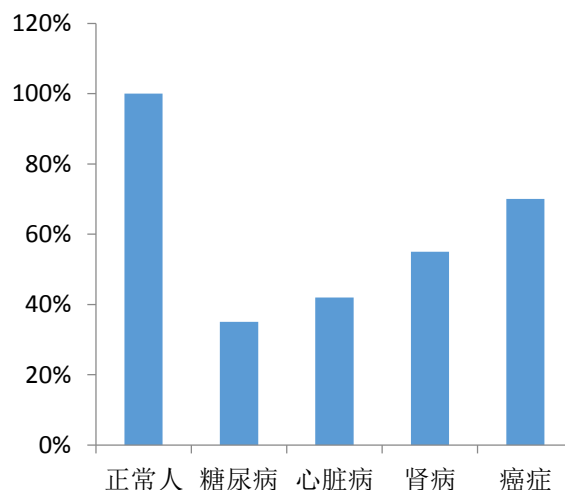
辅酶 Q10 主要来源于机体自身合成及外源性补充，人体中辅酶 Q10 的总含量仅为 500~1500mg，辅酶 Q10 在心脏，肝脏，肾脏和胰腺等高能量需求的部位浓度较高。另外，随着年龄的增长，体内合成辅酶 Q10 的能力会逐渐下降，发生某些疾病也会影响体内的合成辅酶 Q10 的能力。所以，通过膳食补充辅酶 Q10 具有一定的保健价值。统计数据显示，中国人辅酶 Q10 每日摄入量约为 4.2~7.2 毫克，专家建议的正常日摄入量为 30-60 毫克，个人病理原因可增加到 100-300mg。

图 10：人体内辅酶 Q10 的浓度随年龄变化趋势



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

图 11：病人的辅酶 Q10 的合成能力有所降低



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

提高心肌功能，保护心脏、心血管是辅酶 Q10 最重要的功能。

此外，Grand View Research 认为，推动辅酶 Q10 市场增长的主要驱动力将是这种原料与治疗某些病症紧密地联系在一起。他汀类药物是治理与高血脂相关的心血管疾病一二级预防的最常用药物之一，但是使用者会出现肌肉疼痛和身体虚弱的现象。辅酶 Q10 对肝脏有一定的保护作用，可能会有助于减少他汀对肝脏的损伤。除此之外，对于帕金森病、牙龈问题、肌肉萎缩、偏头痛等问题，辅酶 Q10 也有一定的辅助治疗作用。



### 3.2. 辅酶 Q10 的消费目前集中在海外

根据市场调研机构 Grand View Research 的研究，2015 年，全球辅酶 Q10 市场的供应量达到了 752 吨，预计 2024 年市场供应量将达到 1695 吨。2015 年辅酶 Q10 的市场规模为 4.04 亿美元，需求增速 9%，到 2024 年，这一市场规模有望达到 13.6 亿美元。

辅酶 Q10 主要是作为“膳食补充剂”销售，消费主要集中在美日。美国目前占据全球辅酶 Q10 消费量的 45%，而日本占据另外 20% 的消费份额。

展望未来，中国是比较重要的需求增长极，首先，中国的人口老龄化趋势比较突出，这些老年人受过正规教育，对于保健品的消费从原先的被动消费逐步转向主动消费。其次，由于饮食习惯，生活方式等原因，心血管疾病死亡率在居民疾病死亡率的占比一直稳定在 40% 以上，高居首位，并且农村心血管病死亡率持续高于城市水平，而辅酶 Q10 正是心血管疾病的重要辅助用药。

膳食营养补充剂、药品、化妆品是辅酶 Q10 的主要下游领域。展望未来，随着全球老龄化和心血管慢性病患者增加，预计辅酶 Q10 需求端仍将保持较快增长。化妆品的需求占比不高，但是增长最快。

国内辅酶 Q10 主要是作为保健品销售，销售需要国家食品药品监督管理局（CSFDA）的认证。

### 3.3. 辅酶 Q10 的生产逐步向中国转移

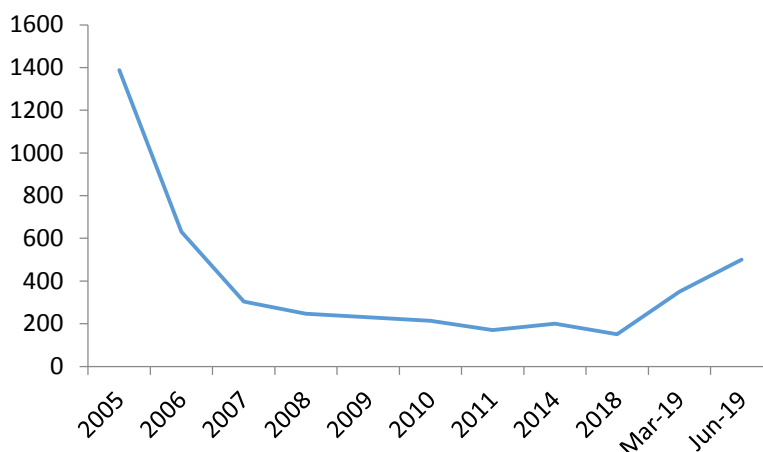
辅酶 Q10 的生产工艺多种多样，如动物细胞提取法、化学合成法、微生物发酵法等。微生物发酵法工艺先进，生产出来的辅酶 Q10 和人体自然产生的辅酶 Q10 几乎完全一样。目前，全球的辅酶 Q10 的生产基本都采用微生物发酵法。

钟渊化学是最早实现辅酶 Q10 商业化的企业，很长一段时间，钟渊化学垄断了辅酶 Q10 的市场。随后，技术从钟渊化学扩散到三菱瓦斯、旭化成、日清制药等企业。

2003 年前后，随着浙江医药实现辅酶 Q10 国产化的突破，国内企业开始迎头而上，一度国内有十余家企业涉足辅酶 Q10 业务。由于竞争加剧，成本优势不明显，2014 年前后，三菱瓦斯、旭化成、日清制药陆续关停，退出相关领域。同时，国内辅酶 Q10 的生产企业也从早先的十余家降低到金达威、神舟生物、浙江医药和新和成四家。其中浙江医药的装置进行技改，暂未运行。

金达威现有辅酶 Q10 的产能约 500 吨。辅酶 Q10 最主要的原料为玉米浆粉，生产过程中需要低温或者超低温提纯，所以金达威将发酵环节安排在内蒙古托克托旗，制剂环节安排在厦门，综合优势较为明显。

图 12: 辅酶 Q10 的单价（美元/Kg）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 海外保健品发展平稳，国内保健品逐步规范

公司的传统业务为食品营养强化剂和饲料添加剂，和业内其他公司，比如新和成、浙江医药等企业相比，业务单一，产品价格波动较大。

针对这个问题，公司通过外延并购逐步从营养原料供应商向下游保健品延伸，在全球范围战略布局运动营养和功能性健康食品，逐步形成从原料研发制造-成品研发制造-品牌营销-渠道布局的大健康全产业链。

### 4.1. 维生素和膳食补充剂是保健品品类最大的品种

保健品又称为保健食品，根据《保健（功能）食品通用标准》，保健（功能）食品是食品的一个种类，具有一般食品的共性，能调节人体的机能，适用于特定人群食用，但不以治疗为目的。”

海外的保健品主要指膳食补充剂（Dietary Supplements），国内的保健品包括膳食补充剂，同时杂糅了具有我国特色的一些传统中药补品。

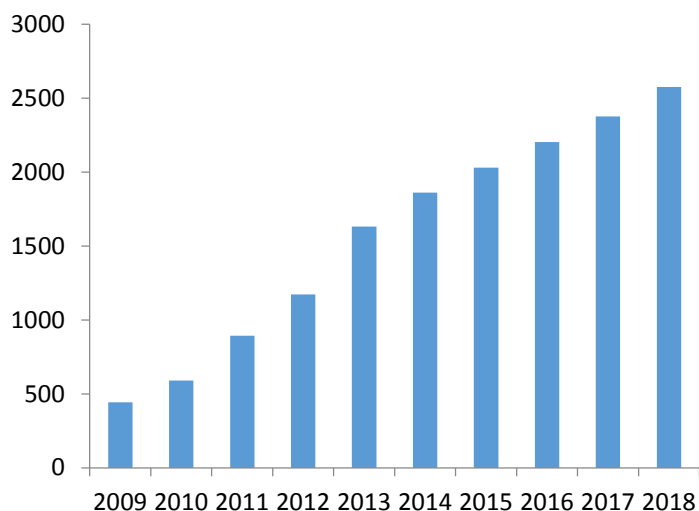
参照 Euro monitor 的分类标准，我国保健品产品种类可以分为膳食补充剂（Vitamins and Dietary Supplements）、运动营养品（Sports Nutrition）、体重管理产品（Weight Management）和传统滋补类产品（Herbal/Traditional Products）这四类。

中国保健品市场虽较欧美国家起步较晚，但发展迅速。据 Euro monitor 的数据，2018 年中国保健品市场规模为 2575 亿元，同比增长 8.4%。目前中国为全球第二大保健品消费市场，其市场规模仅次于美国。

根据 Euro monitor 的统计，2018 年，国内维生素和膳食补充类保健品市场规模占比为 54.3%，占比最高，其次为中草药传统类保健品，占比为 32.7%，儿童保健品占比为 7.5%，体重管理类保健品占比为 4.7%。运动营养品虽然市占率较低，但是增速较快。2018 年，国内运动营养品市场规模为 19.3 亿元，同比增长 35.9%，并且过去 5 年的复

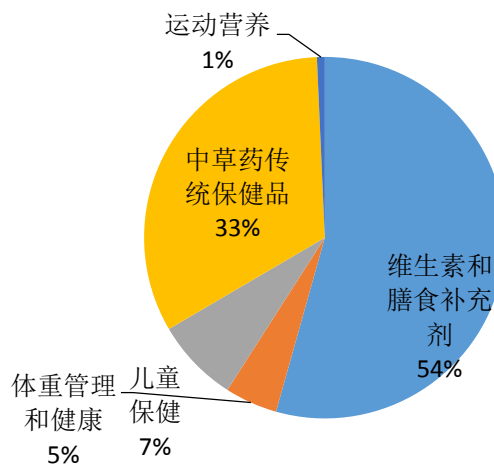
合增速达到 31.5%。

图 13: 中国保健品的市场规模 (亿元)



数据来源: Euro monitor, 东吴证券研究所

图 14: 2018 年中国保健品的市场结构



数据来源: Euro monitor, 东吴证券研究所

## 4.2. 国内保健品产业前景广阔

随着生活水平的提高, 社会对健康生活质量的要求越来越高, 对保健食品的需求也在不断增加。不仅如此, 发展营养健康产业, 对提高民众健康水平、降低医疗费用支出和促进市场繁荣具有重大而积极的意义。

国人历来注重养生, 但是经济水平和科学认知有限, 难以做到科学养生。公司注意到营养保健品产业孕育的广阔的商机, 同时也意识到营养保健品产业规范发展、有序发展的必要性。

公司的思路是借鉴西方发达国家的经验, 为社会倡导“科学营养、运动活力、健康魅力”的生活方式, 同时, 根据产品类别特点和消费群体, 进行精准细分, 建立线上线下销售体系。

### 4.2.1. 老年化是保健品的核心驱动力

依据国际标准, 当一个国家或地区 65 岁以上人口数量达到了总人口数量的 7% 以上, 则该国家或地区处于老龄化社会。

2017 年, 中国 65 岁老年人数量为 15831 万人, 占总人口的 11.4%, 我国已处于人口老龄化环境中。

人口老龄化不仅仅指老年人口比重上升, 也包括人口年龄中位数上升。中国人口年龄中位数在 1950-1980 年大多保持在 22 岁以下, 随着生育率持续低迷, 人口年龄中位数上升, 到 2015 年升至 37 岁, 预计到 2030 年、2050 年将分别升至 43 岁、50 岁。

### 4.2.2. 二胎放开带动特定领域的保健品消费

15 年 10 月，十八届五中全会决定，全面放开二孩政策。

由于“全面二胎”政策的放开以及中国第三次婴儿潮人群（1986-1992 年出生）进入生育高峰期，中国母婴家庭数量逐渐增加。根据艾瑞咨询的统计，2018 年我国母婴家庭群体（包括父母、祖父母和外祖父母在内的家庭的主要成员）规模将达到 2.86 亿人，这一人群市场潜力较大。随着育儿理念的变化以及消费理念的升级，优生优育理念深入人心。

根据 CTR 的统计，2017 年我国 94.2% 的孕期妇女会食用保健食品，其中 66% 孕期保健品消费大于 1000 元。孕妇群体的增加和生育观念的变化使得孕妇保健品需求增长。

#### 4.2.3. 运动营养品会成为保健品行业发展最快的细分领域

随着生活节奏的加快，生产压力的提高，年轻人可以通过保健食品缓解体力疲劳，增加免疫力，运动营养品市场将会成为保健品行业里发展最快的细分领域。

根据国际一般规律，当人均 GDP 高于 5000 美元时，静态精神需求（如游戏、电影等）不断提升并逐渐占据主导地位；当人均 GDP 高于 7000 美元时，动态精神需求（运动、旅游等）不断丰富。目前中国人均 GDP 已接近 8000 美元，消费结构升级为体育产业发展奠定了需求基础。

随着全民健身意识的提高，越来越多的人走进健身房，参与到健身跑步和户外运动中，并且越来越注重在参与运动的过程中选择使用蛋白、增肌、能量补充等运动营养品，以保证运动效果，促进运动后体能的快速恢复。

根据艾瑞咨询的统计，2018 年运动健身人群运动的内在原因主要是保持健康，提升身体素质和缓解压力。外在原因主要是改善外型、减肥瘦身。鉴于以上原因可见，运动健身的着眼点在于健康，运动健身市场的增长，将带来对保健品的需求。

不同年龄段，用户的成长情况、学习环境、工作环境、家庭环境随时间发生变化，运动健身需求也发生变化。青少年和青年身体状况较好，偏爱较高强度的运动活动；中年用户应对家庭工作压力，解压，减肥需求增高；中老年用户身体条件下降，对养生健体，社交属性强的活动需求较大

表 1: 各年龄段运动健身目的

年龄段	目的
0-18 岁	兴趣爱好、项目培训、强身健体
19-35 岁	增肌塑型、美容减肥、产后恢复、运动社交
36 岁以上	健康饮食、健康医疗、降低三高、保健养生

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

根据 GWI 的统计，中国健身市场健身人口渗透率仅为 0.8%，与全球平均水平接近 5 倍，但总量依然排在全球第五健身市场。排第一的美国，健身人口渗透率已经达到

29.3%，是中国的 30 多倍。全球排名前 20 的市场中，只有印度 0.3% 的渗透率低于中国，其他国家的健身渗透率都远高于中国。这表明，中国健身市场的成长空间依然十分乐观。

运动营养和体重管理产品 2015 年市场规模为 103 亿元。根据 Roland Berger 的统计，2015 年中国运动营养产品的市场规模为 10 亿元，其中份额最大的产品蛋白粉 2015 年市场规模为 9 亿元；体重管理产品的市场规模为 93 亿元，其中份额最大的瘦身膳食替代品 2015 年的市场规模为 50 亿元。

#### 4.2.4. 体重管理产品的需求快速增长

随着生活水准的提高，和科学养生理念的缺失，肥胖成为中国比较棘手的一个问题，体重管理产品需求的快速增长。

根据柳叶刀医学研究统计，2017 年中国成年男性人口 10.8% 以及女性人口 14.9% 人群为肥胖人群，总体肥胖人群约占 5%。这意味着我国有超过 4300 万男性肥胖者与 4600 万女性肥胖者。

肥胖会大大提高心血管疾病、糖尿病、关节炎和一些相关癌症的患病风险。而心血管疾病更是导致死亡的头号杀手。除了通过运动和医疗方式，体重控制产品如代餐粉、能量棒及饮料等成为人们减肥的选择。

### 4.3. 借鉴西方保健品发展经验发展国内保健品产业

在科学养生领域，西方国家走在世界前沿。国外膳食营养补充剂在产品广度、深度以及品牌影响力上具有绝对的优势，在消费者中具有较高的认可度与知名度。公司早在 15 年就通过收购境外膳食营养补充剂品牌，快速进入相关领域。

同时，在我国现行的监管体制下，国外膳食营养补充剂进入中国市场存在一些软壁垒。目前，绝大部分的进口膳食营养补充剂只能通过跨境电商等渠道进行线上销售。公司也在相关领域进行了战略布局。

综上所述，公司在相关领域的布置带来了认可度与知名度，再加上中国市场的软壁垒，这些因素助力公司成为为数不多的能够从保健品产业竞争中胜出的企业。

#### 4.3.1. 国内监管环境趋于规范，有利于规范企业胜出

我国营养产业经过几十年的发展，已经逐步由“弱监管、重营销、以传统滋补品为主导”发展为“规范有序、重产品、以营养补充剂为主导”。

进入“十三五”期间，中国政府继续不断出台政策规范、引导相关产业的发展。



表 2：保健品产业政策

时间	名称	内容
2014.1	《中国食物与营养发展纲要（2014-2020）》	发展营养强化食品和保健食品，促进居民营养改善
2015.10	修订版《中华人民共和国食品安全法》	实行保健食品的注册与备案分类管理制度，并且规定了保健食品的原料目录和功能目录。
2016.4	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	对跨境电商零售进口税收政策以及行邮税政策同时进行调整。
2016.07	《保健食品注册与备案管理办法》	规范保健品注册制度，加速行业规范整顿。
2017.2	《保健食品备案工作细则》	加速保健品备案审批流程，合规产品3-6个月内即可完成审批。
2016.03	《跨境电子商务零售进口商品清单》	加强对于进口商品和跨境电商的管控。
2017.02	《保健食品备案工作细则》	合规保健品资质审批流程缩短至3-6个月，极大提高上市速度。
2017.6	《国民营养计划（2017-2030年）》	加强发展保健食品、营养强化食品、双蛋白食物新型营养健康食品和功能型保健食品。
2018.10	《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》	帮助广大消费者理性选购保健品。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

#### 4.3.2. 电商的发展促进了保健品产业的发展

保健品销售的渠道分为直销和非直销渠道。目前，我国保健品线上销售已经成为第二大销售渠道，其中，跨境电商的市场份额相较于其他渠道有更好的品质保障和品类选择，可以预见，电子商务销售膳食营养补充剂体量将以更快的速度增长并挤压其他渠道。

根据 Euro monitor 的统计，2017 年直销渠道的销售额占据中国保健品市场销售额的 31.2%，是保健品主流销售渠道之一。市场占有率前十的品牌中，50% 均为直销模式企业。2017 年美国直销渠道销售占比仅为 6.2%，我国直销渠道占比与美国相比明显较高。

保健品行业中，电商渠道是增长最快的渠道。根据 Euro monitor 的统计，2017 年中国保健品线上渠道约占总销售额的 17.8%，较 2010 年线上渠道占比 1.1%，增长了 16.7 个百分点。

电商销售的 B2C 模式减少了销售的环节，缩减了线下的销售费用；同时，电商大数据监测又能够让品牌商追踪客户数据、了解客户需求，有利于商家根据市场反馈及时做出企业生产和销售战略的调整。

随着互联网的普及和人们对于保健意识的提升，消费者不必要通过销售人员讲解保健品知识，消费者更倾向于通过网络平台来购买保健品。在供给方面，保健品供应商也

纷纷在天猫、京东等平台开设线上旗舰店。根据淘数据的统计，2018年7月，天猫保健品品牌数量达901个，店铺数量达1143家，线上单品数有20928种。

#### 4.3.3. 细分市场，精准定位是国内保健品业务做大的必由之路

从市场容量看，膳食补充剂市场容量较大，但是增速偏低。运动营养品和体重管理产品市占率不高，但是消费者支付意愿较高，行业增速较快。

从市场看，欧美是保健品的市场引领者，很多产品，尤其是运动营养品和体重管理产品，都是通过跨境电商引入国内。

目前中国运动营养品的规模为21亿元，市占不足1%，但是增速高达40%。体重管理产品市的规模为120亿元，占不足4%，但是增速高达12%。专家认为，中国运动营养品和体重管理产品有望保持24%和15%的超行业增速发展。

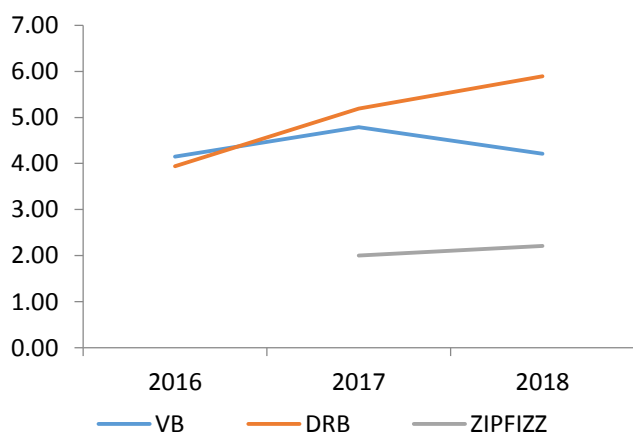
对于运动营养品和体重管理产品，国外品牌可能认可度更高。许多海外保健品品牌注意到中国市场的发展商机，纷纷瞄准中国市场。

尽管国际品牌受到中国消费者喜爱，但是其在华发展存在一定程度的障碍。这种背景下，本土品牌通过兼并收购、合资等方式与国际品牌合作就是一个双赢的选择。

#### 4.3.4. 海外业务发展平稳，国内业务刚刚起步

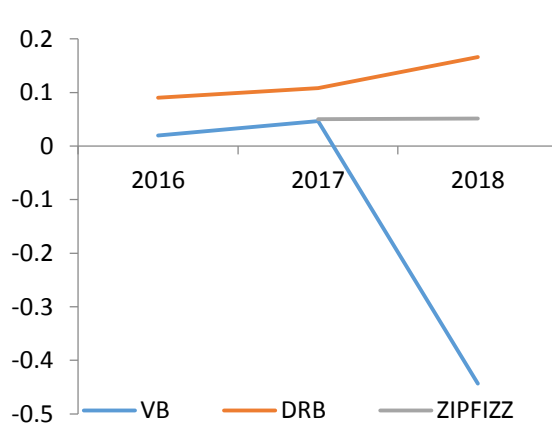
公司的海外保健品业务大约分为三类，一类是希望熟悉海外保健品的品牌运营模式、商务模式，比如DRB、iHerb，这类业务主营收入发展平稳，毛利率波动不大。一类是希望海外建设生产基地，比如VB，但是由于资源整合、渠道梳理以及供应链管理等原因，效果不及预期。公司收购VB形成商誉4.54亿元，在17-19年基本计提完毕。第三类主要是为了取得一些海外品牌的在华代理经营权而参股了一些海外保健品品牌商，比如舞昆健康、Labrada以及ProSupps，相关业务体量较小。

图 15: 主要保健品子公司的营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 主要保健品子公司的净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内的保健品业务运营主体主要是北京盈奥、金达威(上海)营销策划公司和 iHerb

(上海) 营销策划有限公司。由于相关业务没有披露营收，无法具体分析，但是整体恶言，处于初创阶段，运动饮料和膳食补充剂可能是其业务重点。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 基本假设

假设保健品业务毛利率维持稳定，收入复合增速 5%；

假设维生素 A 2019-2021 年成本保持稳定，价格 2019 年触底，2020/2021 年有所回升，产能负荷逐年提升；

假设维生素 D3 2019-2021 年成本和价格均保持稳定，产销量基本保持稳定；

假设辅酶 Q10 价格 2019 年触底，2020/2021 年有所回升，产销量基本保持稳定；

### 5.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019~2021 年归母净利润分别为 4.39 亿元、13.14 亿元和 14.83 亿元，EPS 分别为 0.71 元、2.13 元和 2.41 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、10X 和 9X。考虑到公司产品价格持续提升，且计提减值后应对风险能力增强，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
保健品	营业收入	924.00	1470.20	1543.71	1620.90
	毛利	292.30	417.65	438.53	460.45
VA	营业收入	904.00	635.90	953.85	1073.08
	毛利	742.00	464.96	748.72	842.31
辅酶 Q10	营业收入	522.00	610.33	1002.77	1002.77
	毛利	211.00	244.13	677.54	677.54
VD3	营业收入	281.10	183.20	176.99	191.15
	毛利	226.40	119.49	120.35	134.51
其他	营业收入	301.00	293.20	336.99	366.15
	毛利	228.90	151.49	167.35	186.01

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 4：可比公司估值表（参考 2020 年 3 月 27 日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
金达威	126.07	20.45	1.11	0.71	2.13	18.34	28.71	9.60	4.42
新和成	554.35	25.8	1.43	1.11	1.44	18.04	23.24	17.92	3.28
浙江医药	179.13	18.56	0.38	0.61	0.93	49.14	30.66	20.03	2.29
兄弟科技	49.61	5.5	0.02	0.05	0.38	227.40	114.16	14.35	2.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

VA 价格波动。VA 供给格局表现为高度垄断，一家厂商出现故障就有可能对市场带来较大冲击，因此供给端会导致 VA 价格的大幅波动。

保健品业务推进进度不及预期。目前我国保健品行业发展仍有诸多不确定因素，公司产品的推进进度受限于行业和公司自身战略，推进进度也存在不及预期的风险

金达威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,816</b>	<b>2,178</b>	<b>2,423</b>	<b>2,837</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,873</b>	<b>3,195</b>	<b>4,017</b>	<b>4,263</b>
现金	488	639	803	1,150	减:营业成本	1,377	1,829	1,881	1,962
应收账款	409	502	643	572	营业税金及附加	27	30	38	40
存货	456	607	484	655	营业费用	179	183	192	202
其他流动资产	464	430	492	460	管理费用	328	328	338	344
<b>非流动资产</b>	<b>2,771</b>	<b>3,245</b>	<b>3,148</b>	<b>3,120</b>	财务费用	-11	-11	-16	-66
长期股权投资	57	50	44	37	资产减值损失	184	321	0	0
固定资产	463	584	360	383	加:投资净收益	6	15	12	13
在建工程	122	425	490	410	其他收益	8	7	8	8
无形资产	462	518	586	624	<b>营业利润</b>	<b>803</b>	<b>537</b>	<b>1,606</b>	<b>1,802</b>
其他非流动资产	1,666	1,668	1,669	1,667	加:营业外净收支	32	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>4,587</b>	<b>5,423</b>	<b>5,571</b>	<b>5,957</b>	<b>利润总额</b>	<b>834</b>	<b>538</b>	<b>1,607</b>	<b>1,803</b>
<b>流动负债</b>	<b>756</b>	<b>1,705</b>	<b>1,133</b>	<b>646</b>	减:所得税费用	148	95	284	318
短期借款	31	1,109	609	31	少数股东损益	-1	4	9	1
应付账款	161	168	170	182	<b>归属母公司净利润</b>	<b>687</b>	<b>439</b>	<b>1,314</b>	<b>1,483</b>
其他流动负债	565	428	354	433	EBIT	870	579	1,656	1,806
<b>非流动负债</b>	<b>810</b>	<b>747</b>	<b>556</b>	<b>382</b>	EBITDA	977	678	1,772	1,933
长期借款	734	671	480	306					
其他非流动负债	76	76	76	76	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,566</b>	<b>2,453</b>	<b>1,688</b>	<b>1,029</b>	每股收益(元)	1.11	0.71	2.13	2.41
少数股东权益	2	6	15	16	每股净资产(元)	4.90	4.81	6.27	7.97
					发行在外股份(百万股)	616	616	616	616
归属母公司股东权益	3,019	2,964	3,867	4,912	ROIC(%)	17.0%	9.6%	26.4%	27.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,587</b>	<b>5,423</b>	<b>5,571</b>	<b>5,957</b>	ROE(%)	22.7%	14.9%	34.1%	30.1%
					毛利率(%)	52.1%	42.8%	53.2%	54.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	23.9%	13.7%	32.7%	34.8%
经营活动现金流	887	390	1,259	1,557	资产负债率(%)	34.1%	45.2%	30.3%	17.3%
投资活动现金流	-1,251	-559	-7	-87	收入增长率(%)	37.8%	11.2%	25.7%	6.1%
筹资活动现金流	267	320	-1,088	-1,123	净利润增长率(%)	45.0%	-36.1%	199.2%	12.9%
现金净增加额	-58	151	165	347	P/E	18.34	28.71	9.60	8.50
折旧和摊销	107	99	116	127	P/B	4.18	4.25	3.26	2.57
资本开支	79	481	-91	-21	EV/EBITDA	13.63	20.61	7.40	6.22
营运资本变动	-92	-126	-152	25					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

