

大江(8436)

BUY

台灣 50 中型 100 MSCI

元富投顧研究部

研究員 林修齊 George Lin
georgelin@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/5
目前收盤價 (NT\$): 313
目標價 (NT\$): 388
52 週最高最低(NT\$): 148-338.5
加權指數: 12513.03

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,176
市值 (NT\$/mn): 34,520
市值 (US\$/mn): 1,151
20 日平均成交量(仟股): 1,470
PER (2020): 16.62
PBR (2020): 4.29
外資持股比例: 38.48
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.0	27.3	38.4
加權指數報酬率	5.1	13.8	10.2

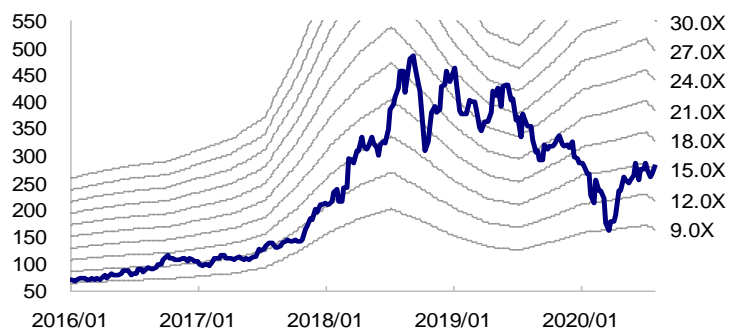
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	388	342
營業收入 (NT\$/mn)	9,506	9,553
毛利率 (%)	43.4	43.1
營益率 (%)	24.7	24.1
EPS (NT\$)	17.66	17.09
BVPS(NT\$)	68	68



進入保健食品旺季，2H20 恢復成長動能

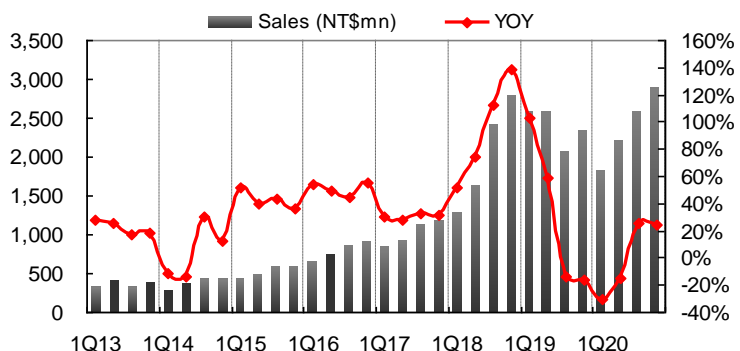
- **大江 2Q20 EPS 4.50 元優於預期：**大江 2Q20 營收 22 億元，QOQ +22%、YOY -15%，QOQ 成長因為中國疫情 2Q 開始受到控制；大江 2Q20 開始進行數位印刷試製，產生損耗，不過工廠導入自動化使 2Q20 毛利率僅下滑 0.2%；2Q20 費用亦有效控制，EPS 4.50 元優於預期。
- **3Q20 營運恢復成長動能：**中國目前保健食品相關法規已完善，市場進入健康發展時期，正規廠商市佔率將提升，而大江素材皆有科學機轉之依據，及細胞、動物或人體試驗，將取得更多代工訂單，預估大江 3Q20 營收 26 億元，QOQ +17%、YOY +25%，因(1)中國進入保健食品旺季，且 3Q20 基期低，(2)大江已打進美國大型直銷商與歐洲品牌、通路客戶，預估 3Q20 EPS 4.63 元。
- 預估大江 2020 年營收 95 億元，YOY +0%、EPS 17.66 元；由於 3Q20 進入保健食品旺季後大江營收 YOY 將轉為成長，且 QVS-96 取得美國 Class 1 醫材許可，近期開始出貨，因此維持買進評等，目標價 388 元(22X2020EPS)。

Exhibit 1: PER



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 營收與營收 YOY



Sources : Masterlink

大江為一條龍之保健品/保養品代工廠，產品以機能飲品、粉劑與面膜為主

大江為全方位的保健食品與美容保養品廠，能提供研發、學術研究、功效評估、生產、檢驗、美術設計之一條龍服務，工廠為 10 萬級無塵室規格，高於目前法規，且大江持續開發特色素材以鞏固客戶訂單，並提供完善的後勤支援，為大江競爭利基所在。大江 2019 年機能飲料佔營收 61%、粉劑佔 17%、膠囊佔 1%、錠劑佔 3%、液態包 8%、面膜佔 8%；若以銷售地區，中國佔 82%、亞洲佔 8%、台灣佔 5%、歐美佔 5%。

Exhibit 3: 大江營收比重

	2018 營收(A)	2019 營收(A)	2020 營收(F)	2019 YOY	2020 YOY
機能飲料	54%	61%	58%	34%	-3%
粉劑	29%	17%	18%	-30%	5%
膠囊	2%	1%	1%	-21%	-6%
錠劑	4%	3%	3%	-16%	-9%
液態包	2%	8%	10%	378%	27%
面膜	8%	8%	8%	21%	5%
其他	2%	2%	2%	2%	5%

Source: Company Data、Masterlink

大江 2Q20 EPS 4.50 元優於預期

大江 2Q20 營收 22 億元，QOQ +22%、YOY -15%，QOQ 成長因為中國疫情 2Q 開始受到控制；大江 2Q20 開始進行數位印刷試製，產生損耗，不過工廠導入自動化使 2Q20 毛利率僅下滑 0.2%；2Q20 費用亦有效控制，EPS 4.50 元優於預期。

Exhibit 4: 大江 2Q20 財報與預估值差異

unit : NT\$m	1Q20(A)	2Q20(A)	2Q20(F)	Diff.	QOQ	YOY
Net sales	1,805	2,207	2,254	-2%	22%	-15%
Margin %	44.1%	43.9%	42.5%			
Operating profit	416	572	527	9%	37%	-17%
Operating Margin(%)	23.1%	25.9%	23.4%			
Tatal non-ope inc.	39	-	40			
Pre-tax profit	455	-	567			
Net profit	372	538	470	14%	45%	-14%
EPS	3.11	4.50	3.93			

3Q20 營運恢復成長動能，因中國進入旺季、歐美客戶放量

中國自 2019 年初開始整頓保健食品行業(直銷與微商)，大江營收自 3Q19 開始受到影響，不過中國保健食品相關法規已完善，市場進入健康發展時期，正規廠商市佔率將提升，而大江素材皆有科學機轉之依據，及細胞、動物或人體試驗，將取得更多代工訂單，預估大江 3Q20 營收 26 億元，QOQ +17%、YOY +25%，因(1)中國進入保健食品旺季，且 3Q20 基期低，(2)大江已打進美國大型直銷商與歐洲品牌、通路客戶，預估 3Q20 EPS 4.63 元。

Exhibit 5: 2019 年全球十大直銷商(推測有大江客戶)

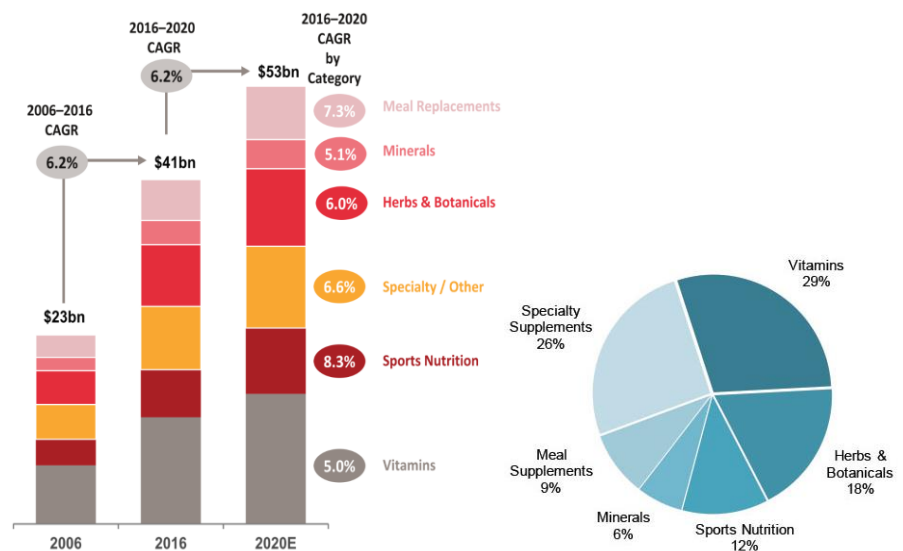
#	Company	Revenue 2019	Revenue 2018	Change	Cou
1	Amway	8,400	8,800	-5%	US
2	Herbalife	4,877	4,892	0%	US
3	Avon Products	4,760	5,571	-15%	US
4	Vorwerk	4,230	4,300	-2%	DE
5	Infinitus	4,000	4,100	-2%	CN
6	Natura Cosmeticos	3,660	3,370	9%	BR
7	Mary Kay	2,900	3,000	-3%	US
8	Coway	2,590	2,100	23%	KR
9	Melaleuca	2,500	2,100	19%	US
10	Nu Skin	2,420	2,680	-10%	US

Source : BFH

美國保健食品市場總量大，
產業穩健成長

大江 2019 年開始積極進軍美國市場，美國 2018 年保健食品市場為 461 億美元，2016~2020 CAGR 6.2%，其中維他命為最大市場，然草本/植物類為成長最快，2006 年佔比 16%，2017 年佔比上升至 18%；展望未來，GNC 認為運動營養類與替食型補充劑最具成長潛力。

Exhibit 6: 美國保健食品市場與產品類型(2017)



資料來源：GNC、元富投顧

大江已開發數個益生菌專利菌株，並進入食品、飲料市場

大江已開始進軍益生菌產業，大江分離出可食益生菌 878 隻菌株，來源包括植物、醱製發酵食品、人、環境、古物，並發表功能菌 17 支，如玻尿酸生成菌、減脂肪、母乳菌、私密處益菌等，除了益生菌保健食品外，大江與鮮乳坊合作開發優酪乳，大江旗下 Aquagen 亦推出海洋深層氣泡優格水，跨入益生菌食品、飲料市場。

Exhibit 7: (1) 鮮乳坊玻姐優格飲，(2) Aquagen 海洋深層氣泡優格水

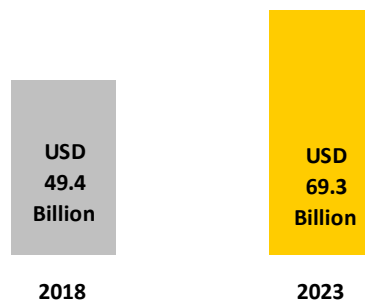


資料來源：大江、元富投顧

全球 2023 年益生菌市場為 693 億美元，CAGR 7%，成長率高於整體保健食品

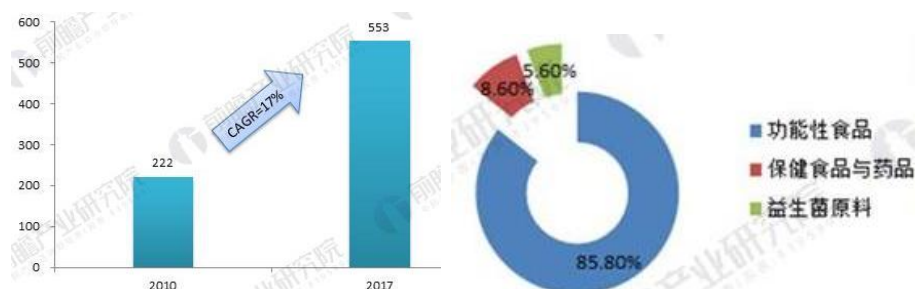
研調機構預測全球 2023 年益生菌市場為 693 億美元，CAGR 7%，成長率高於整體保健食品市場的 4.6%，中國益生菌 2017 年市場為人民幣 553 億元，CAGR 17%，中國益生菌市場目前以功能性食品為主，保健食品應用只佔 9% 之市場份額，因為中國 2001 年才開放保健品使用益生菌，不過目前益生菌保健食品市場已進入快速成長階段。

Exhibit 8: 全球益生菌市場



資料來源：markets and markets

Exhibit 9: (1) 中國益生菌市場(人民幣億元)，(2) 中國益生菌應用比重



資料來源：前瞻產業研究院

註：功能性食品主要為酸奶、乳酸菌飲料

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

QVS-96 取得美國 Class 1 醫材許可，近期開始出貨

Real-time RT-PCR 的流程為(1)萃取 RNA、(2)反轉錄成 cDNA、(3)執行 Real-time PCR、(4)軟體數據判讀，大江將整套流程整合為自動化設備 QVS-96，QVS-96 操作軟體與機器手臂為大江開發，並擁有專利，QVS-96 6 月底拿到美國 Class 1 醫材許可，可以開始出貨，CE 預計 9 月拿到，一台 2000 萬元，毛利率超過 50%，由於 QVS-96 特色為高通量篩檢，適用於機場等場所，目前已取得亞洲機場訂單，大江預估 2020 年可以出貨超過 5 台，未來公司也規畫銷售自產之試劑。

Exhibit 10: 大江 QVS-96 取得美國 FDA Class 1 醫材許可



資料來源：FDA

QVS-96 於 Nature Biotechnology 期刊曝光

QVS-96 7/23 登上期刊 Nature Biotechnology 之 correspondence (讀者來信)，Nature Biotechnology Impact factor 高達 36.588，為生物科學領域頂尖期刊，表示 QVS-96 具獨特性與防疫價值，QVS-96 於 Nature Biotechnology 上曝光也將為大江帶來更多訂單。

Exhibit 11: 大江 QVS-96 7/23 登上 Nature Biotechnology 期刊之 correspondence

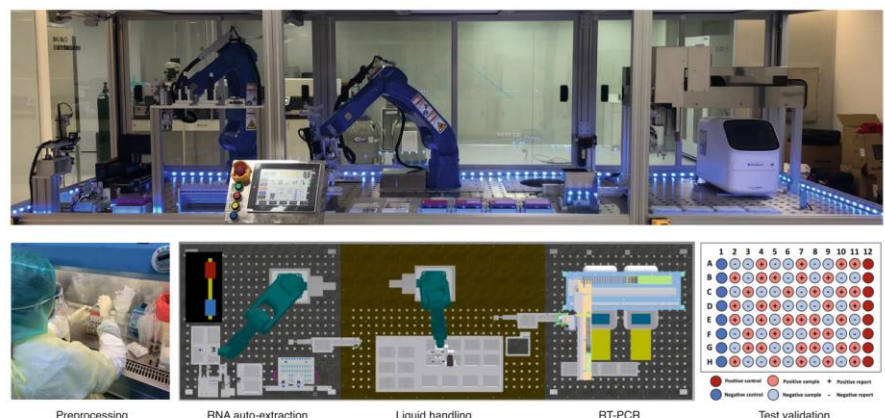


Fig. 1 | The QVS-96 (Quantitative Virus Scanner-96) and its workflow.

NATURE BIOTECHNOLOGY | www.nature.com/naturebiotechnology

資料來源：Nature Biotechnology

中國市場復甦，並取得美國
直銷新客戶，預估 2020 年
EPS 17.66

預估 2020 年營收 95 億元，YOY +0%，中國保健食品市場 3Q20 將開始復甦，且美國新直銷客戶開始貢獻，保養品部分則受疫情影響導致衰退；毛利率部分，受惠工廠、倉儲導入自動化，預估毛利率上升 1.4%至 43.4%，預估 2020 年 EPS 17.66 元。

維持買進，目標價 388 元

3Q20 進入保健食品旺季後大江營收 YOY 將轉為成長，且 QVS-96 取得美國 Class 1 醫材許可，近期開始出貨，因此維持大江買進評等，目標價 388 元 (22X2020EPS)。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	4,072	8,098	9,566	9,506	
COGS	2,418	4,581	5,551	5,379	
Gross profit	1,654	3,517	4,015	4,128	
Operating expense	775	1,480	1,813	1,778	
Operating profit	879	2,037	2,202	2,349	
Total non-operate. Inc.	11	170	203	116	
Pre-tax profit	890	2,207	2,405	2,466	
Total Net profit	721	1,807	2,038	2,121	
Minority	9	12	22	9	
Net Profit	712	1,795	2,016	2,112	
EPS (NT\$)	8.23	17.79	17.02	17.66	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	31.0	98.9	18.1	(0.6)	
Gross profit	28.0	112.6	14.2	2.8	
Operating profit	41.2	131.6	8.1	6.7	
Pre-tax profit	40.2	147.8	9.0	2.5	
Net profit	38.0	152.0	12.3	4.8	
EPS	20.2	116.3	(4.3)	3.7	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	40.6	43.4	42.0	43.4	
Operating	21.6	25.2	23.0	24.7	
EBITDA	22.3	27.3	24.8	26.3	
Pre-tax	21.9	27.2	25.1	25.9	
Net	17.5	22.2	21.1	22.2	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,805	2,207	2,589	2,905
Gross profit	796	968	1,108	1,255
Operating profit	416	572	628	733
Total non-ope inc.	39	-12	40	50
Pre-tax profit	455	560	668	783
Net profit	372	538	554	648
EPS	3.11	4.50	4.63	5.42
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Net sales	(30.14)	(14.51)	25.00	24.72
Gross profit	(27.88)	(13.44)	33.00	30.77
Operating profit	(41.12)	(16.85)	74.41	63.94
Net profit	(40.27)	(13.89)	53.50	58.94
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Net sales	(22.5)	22.3	17.3	12.2
Gross profit	(17.0)	21.6	14.4	13.3
Operating profit	(6.8)	37.4	9.7	16.7
Net profit	(8.8)	44.5	3.0	17.1
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Gross	44.1	43.9	42.8	43.2
Operating	23.1	25.9	24.3	25.2
Net	20.6	24.4	21.4	22.3

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,399	4,418	3,848	3,594	
Marketable securities	0	648	433	450	
A/R & N/R	442	545	609	609	
Inventory	459	1,309	1,084	1,144	
Others	530	308	325	333	
Total current asset	2,831	7,228	6,300	6,131	
Long-term invest.	4	26	26	26	
Total fixed assets	1,683	1,925	2,488	3,838	
Total other assets	322	1,108	2,014	1,865	
Total assets	4,841	10,287	10,829	11,860	
Short-term Borrow	0	12	200	150	
A/P & N/P	784	2,160	953	1,076	
Other current liab.	488	1,836	1,977	1,890	
Total current liab.	1,273	4,009	3,130	3,116	
L-T borrowings	138	494	431	431	
Other L-T liab.	12	15	60	56	
Total liability.	1,422	4,518	3,621	3,603	
Common stocks	870	1,022	1,196	1,196	
Reserves	1,453	2,257	2,601	2,601	
Retain earnings	1,095	2,490	3,411	4,460	
Total Equity	3,418	5,769	7,208	8,257	
Total Liab. & Equity	4,841	10,287	10,829	11,860	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	712	1,795	2,016	2,112	
Dep & Amort	28	28	22	34	
Investment income	0	0	0	0	
Changes in W/C	-118	111	-475	62	
Other adjustment	393	1,576	-98	0	
Cash flow – ope.	1,016	3,510	1,466	2,208	
Capex	-571	-1,066	-1,622	-1,350	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	-179	-260	198	0	
Cash flow – inve.	-750	-1,326	-1,424	-1,350	
Free cash flow	445	2,444	-157	858	
Inc. (Dec.) debt	-99	-127	188	-50	
Cash dividend	-151	-235	-718	-1,062	
Other adjustment	7	1,211	6	0	
Cash flow–Fin.	-244	850	-524	-1,112	
Exchange influence	-5	-16	-87	0	
Change in Cash	17	3,018	-569	-254	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	16.29	23.73	19.10	18.62	
ROE	22.98	39.07	31.07	27.31	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (107)金管投顧新字第 026 號

Page 7 of 7