

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8436 TT	買進	大江的投資評等為買進，目標價由400元上修至550元，潛在漲幅26%，理由如下：
大江	目標價	策略性調降大客戶佔比，預計2Q18獲利創新高；7/1/2018起中國全面調降進口關稅，歐美面膜新品上市。近期首次打入中國前十大直銷企業(魚油產品線)，2H18成長動能強勁。
	550	

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

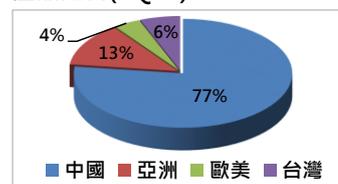
**近期投資評等**

06/25/2018	買進
03/07/2018	持有/中立
11/09/2017	持有/中立

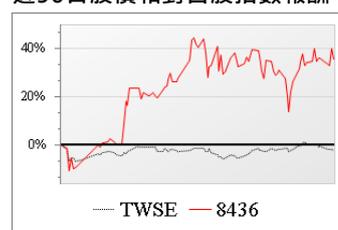
**公司基本資料**

收盤價(元)(06/22/2018)	436.00
股本(百萬元)	871
總市值(億元)	379.8
每股淨值(元)	36.70
外資持股比(%)	57.05
投信持股比(%)	6.09
近20日均量(張)	900
融資餘額(06/22/2018)	1,637

**產品組合(1Q18)**



**近90日股價相對台股指數報酬**



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	4,072	6,066	1,171	1,275	1,553	1,586	1,652	1,565
營業毛利	1,654	2,542	473	535	654	666	687	656
營業利益	879	1,370	243	261	348	372	389	341
稅後純益	712	1,131	209	224	282	307	318	280
稅後 EPS(元)	8.19	13.00	2.40	2.57	3.25	3.53	3.65	3.22
毛利率(%)	40.63	41.91	40.41	41.97	42.11	41.98	41.6	41.9
營業利益率(%)	21.6	22.59	20.75	20.44	22.43	23.46	23.57	21.77
稅後純益率(%)	17.49	18.64	17.83	17.53	18.19	19.35	19.25	17.88
營業收入 YoY/QoQ(%)	30.95	48.97	3.2	8.95	21.75	2.17	4.12	-5.27
營業利益 YoY/QoQ(%)	41.21	55.81	-4.19	7.31	33.59	6.88	4.61	-12.51
稅後純益 YoY/QoQ(%)	37.96	58.8	-4.11	7.09	26.36	8.66	3.6	-12.02

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

**重點摘要**

- ◆ **策略性調降大客戶佔比，預計2Q18獲利創新高：**大江5/2018營收5.21億元(YoY+70.6%)，累積前5月營收YoY+59%，優於日盛預期。截至1Q18，中國佔比77%、亞洲13%、台灣6%、歐美4%。其中1Q18成長動能主要來自於公司策略性的降低大客戶出貨比重，而包含中國微商在內的新客戶陸續推出飲料及粉包新品，市場反應良好，單一中國地區YoY+98%，預估6/2018營收可望續創新高。日盛上修2Q18營收至15.5億元(YoY+67%)，由於新客戶無需給予價格折扣(舊客戶需要)，預估2Q18毛利率可望維持42%，稅後淨利2.8億元(YoY+72%)，稅後EPS 3.25元(原估2.9元)。
- ◆ **3Q18中國全面調降進口關稅，歐美面膜新品上市：**展望3Q18，由於中國將於7/1/2018針對海外進口保健食品、美妝品調降關稅，粉包由20%降為12%，飲料20%降為5%，面膜2%降為1%，大江可將過去繳交給海關的進口規費，直接回饋給客戶增加忠誠度，並使客戶終端售價降低，與Local產品相比更具競爭優勢。歐美市場方面，截至1Q18營收0.51億元(YoY-64%)，係因法國LV旗下美粧通路Sephora品牌面膜，因應第三代全新面膜3Q18即將上市，1H18進行二代產品庫存去化；此外，德國Douglas面膜遞延到6/2018出貨，法國新客戶將於2H18出貨，預期面膜全年營收仍將維持30%成長(截至1Q18衰退約31%)，整體3Q18動能持續向上。
- ◆ **首次打入中國前十大直銷供應商，調升評價：**新產品方面，液態包產線(品牌：雙營)，1Q18裝機完成，並正式投產，其中非魚油產品5/2018開始出貨中國既有客戶；魚油產品則預計將於2H18出貨，據了解，新客戶為中國本土直銷企業，為大江首次打入中國前十大直銷商的供應體系(目前最大單一客戶排名僅前20大)，由於中國直銷界並無魚油類似產品，研判此為大江獲得青睞的原因之一，大江魚油月產能約1,200萬包，推估可望貢獻近3億元營收。在完成12億元的可轉債募資後，台灣W1自動倉儲廠預計3Q18開工，4Q19正式完工，管理層並評估將在廠內增加飲料線產能。此外，中國工廠未來也將導入自動化倉儲(二期)。考量中國訂單優於預期，並首次打入中國前十大直銷商，魚油產線2H18正式出貨。日盛上修2018年稅後淨利5%至11.3億元(YoY+59%)，稅後EPS 12.28元至13元。預估2019年稅後淨利14.5億元(YoY+28%)，稅後EPS 16.6元，調升至買進，目標價550元。(2019年EPS 16.6元\*PER 33倍)

◆ **公司簡介：**

大江生醫成立於1980年，主要產品為機能性飲品、保健食品及美容保養品，經營模式以ODM為主，包括產品設計、製造、檢驗及進出口報關等。2017年營收比重為：機能性飲品42.5%、粉劑25%、面膜17.5%、錠劑7.5%、膠囊3%及其他美容保養品4.5%。銷售區域以中國為主佔比約65%、亞太區14%、歐美12%及台灣內銷9%。大江產品已銷售涵蓋全球44個國家。截至2017年，公司自有開發IBD原料保健食品數量已達73項，帶動公司毛利率維持40%以上相對高檔。

公司生產基地分別座落於台灣及中國，受惠中國對保健飲品需求強勁，中國S8機能性飲品廠，2018年將陸續增加液態包、粉劑、膠囊及錠劑等新產能。國內屏科一、二廠及面膜新廠(S5、S9、S11)均有產能擴線，預計2018年底總產能將增加80%~100%。2018年重大資本支出為投入新建自動化倉儲廠(W1)，預計投資新台幣4億元，3Q18動工，廠內將導入工業4.0生產製程，將物料透過軌道運輸降低生產成本，最快4Q19完工。公司並計畫將建立微生物發酵廠，增加營運動能。

表一、2018年大江總產能將增加80~100%

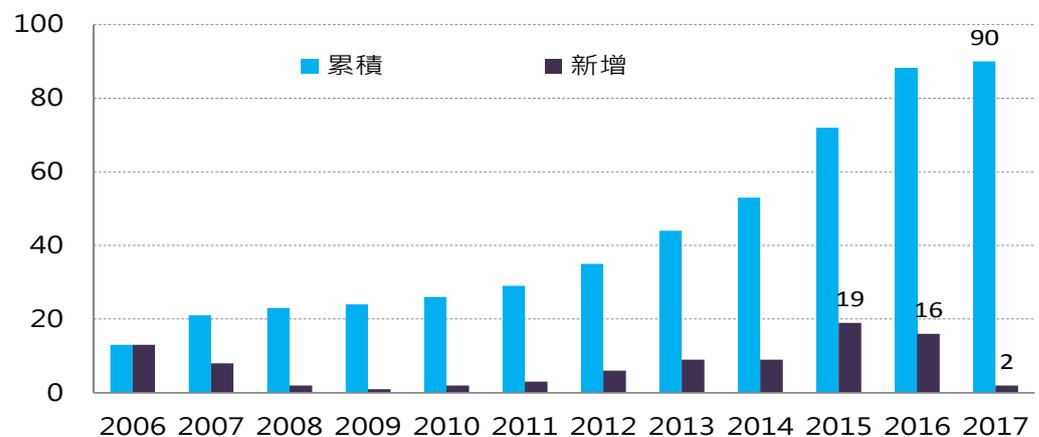
廠房	植物幹細胞研發 醫生產中心	磐石生產中心	磐石生產中心
代號	(S1)	(S5)	(S9)
位置	新北五股廠	屏東農科一廠	屏東農科二廠
機能飲料		50ml飲料5百萬瓶 30ml飲料5百萬瓶(2Q18)	
粉劑	粉劑(60仟包/日)		小粉劑(24→36百萬包)(3Q18) 大粉劑(0.5百萬包)
膠囊	膠囊(600仟粒/日)		膠囊(10→20百萬錠)(2Q18)
錠劑	錠劑(1,500仟錠/日)		錠劑(12→80百萬錠)(2Q18)
面膜			
精華液			
液態包		12百萬包(1Q18)	
成立/投產	2008年	2011年	2Q15
附註	S9投產後，S1轉做幹細胞培育，研發內容for Sephora系列面膜	液態包裝產線於2/2018開出，具濃縮型、複合型、乳化油脂型等三種，目前魚油產率仍待提升	
廠房	上海金山保養品廠	上海金山機能食品廠	環保綠能面膜廠
代號	(S7)	(S8)	(S11)
位置	上海金山	上海金山	屏東磐石生產中心
機能飲料		機能性飲品(10百萬瓶/月)	
粉劑		12百萬包(4Q18)	
膠囊		10百萬顆(3Q18)	
錠劑		30百萬顆(3Q18)	
面膜	1.3→5百萬片(1Q18)		5→8百萬片(3Q18)
精華液	精華液(5仟瓶/日)		
液態包		3百萬包(2Q18)	
成立/投產	2013年	01/2016	2Q17
附註	原先產能不足，尋求外包協力廠，今年可望陸續收回自製	第一期月產能為10百萬瓶，為台灣廠一倍產能。產能滿載可貢獻13億元營收，目前平均稼動率40%，希望年底達60%	新廠陸續增加美國及歐洲新客戶

附註：紅字為新增產線，藍色為既有產能擴充。資料來源：大江生醫、日盛投顧彙整。

◆ 中國直銷及保健食品產業，有利多樣化產能之大江爭取訂單：

截至2017年，中國商務部累積核發直銷牌照共計達90家，2017年僅新增2家(永健、自然陽光，均為外資企業)，分別低於2015年的19張，2016年的16張，顯示中國自2015年以來開放直銷創造內需的階段性任務已達成。雖目前已公告受理但尚未取得執照約有48家，然預期2018年直銷競爭情況可望略微趨緩。根據統計，2017年中國直銷產業受到微商及新零售的衝擊，最新錄得63家直銷企業營收1,964億人民幣，YoY僅年增0.8%，然若考慮微商及線上銷售，整體中國保健食品仍維持強勁成長，有利專業多樣化代工廠大江的營運動能。大江Top 10客戶佔營收比重約60%~70%，5家為直銷商，其中4家為中國直銷業者。

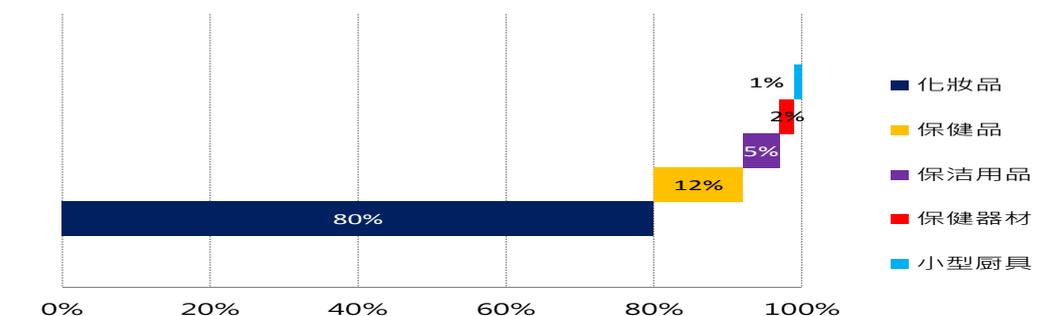
圖一、2006~2017年中國商務部核發直銷牌照狀況



資料來源：中國商務部、日盛投顧彙整

《保健食品註冊與備案管理辦法》於07/01/2016正式實施，從先前的單一註冊制變為註冊與備案雙軌制。新制實施後，備案制保健食品上市時間可大幅縮短至1~3個月。此外，根據中國商務部《2015年直銷行業發展報告》，目前直銷企業銷售化妝品、保健品、保潔用品、保健器材和小型廚具等5類，共計3,865種直銷產品，同比增加13.8%。其中，銷售化妝品的企業有45家，佔企業總數的63%。申請取得之化妝品銷售許可數量居首，佔80%。銷售保健食品的企業有59家，佔企業總數的83%，然而，申請取得之保健品銷售許可數量僅12%，顯示保健食品仍有極大的成長空間。

圖二、2015年保健食品佔直銷銷售僅12%，仍具成長空間



資料來源：中國商務部《2015年直銷行業發展報告》、日盛投顧彙整

◆ **1Q18獲利年增81%·稅後EPS 2.57元·符合預期：**

大江1Q18稅後淨利2.24億元(YoY+81%)·稅後EPS 2.57元·符合預期。就組成項目來看·1Q18營收12.75億元(YoY+51.7%)·優於預期；然費用方面·公司認列預期信用損失約2,300萬元·係因應最新的IFRS會計原則·依據客戶應收帳款天期而認列·並非實際產生之信用損失·若未來公司收回應收帳款·將可望作為費用之減項。

1Q18稅率僅15%·雖國內營所稅調升至20%·但大江考量保健食品進口中國關稅高達20%·透過移轉訂價方式·獲利主要發生於上海廠(適用高新企業稅率15%)；台灣方面·則適用進口原料關稅退回·在無1H17中國盈餘匯回課稅之影響下·管理層仍預期·2018年有效稅率可望較2017年下降1~2ppts(約17%~18%)。

◆ **3Q18中國全面調降進口關稅·並首次打入前十大直銷商的供應鏈(魚油產品)**

大江中國地區最大的國際直銷客戶·2017年已躍升中國當地前20大直銷企業·該客戶於中國並未設有保健品製造廠·故大江營收可望隨大客戶持續成長·該客戶2017年貢獻大江營收達14.8億元(YoY+10.8%)。由於大江包括微商在內的新客戶數量持續增加·Tier 1客戶集中度已由2016年的42.9%·下降至2017年的36.3%·預計2018年客戶集中度可望進一步下滑。

中國將於7/1/2018針對海外進口保健食品、美妝品調降關稅·粉包由20%降為12%·飲料20%降為5%·面膜2%降為1%·大江可將過去繳交給海關的進口規費·直接回饋給客戶增加忠誠度·並使客戶終端售價降低·與Local產品相比更具競爭優勢。

表二、中國將於 7/1/2018 大幅調降各類產品進口關稅

品項	原稅率	更新稅率
片劑/粉/其他食品	20%	12%
飲料/IBD 預混汁	20%	5%
面膜成品	2%	1%
面膜菁華液半成品	未更新	

資料來源：大江生醫、日盛投顧彙整

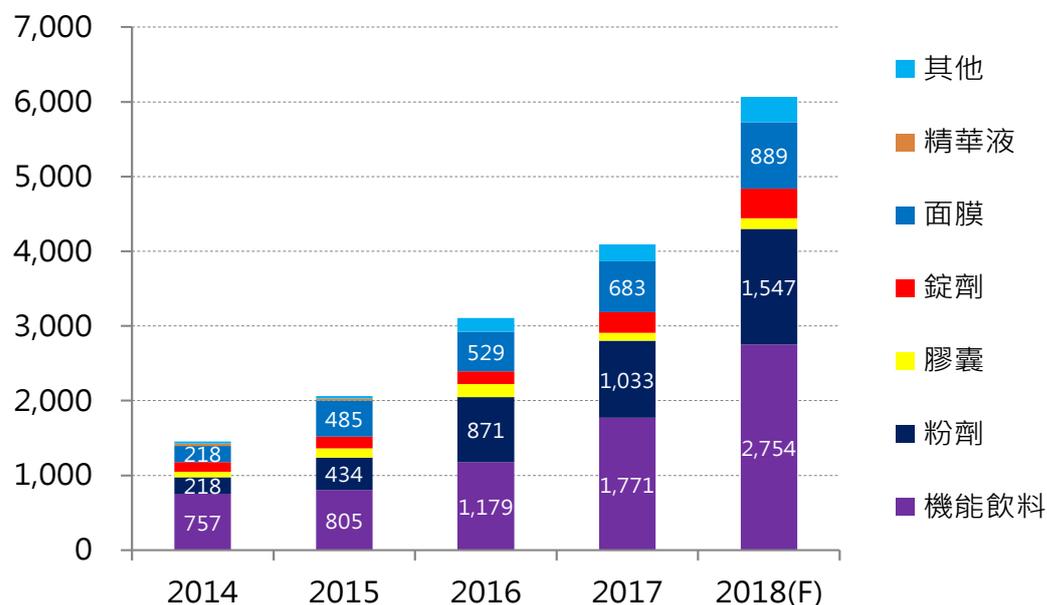
在新產品方面·液態包產線(品牌：雙營)·1Q18裝機完成·並正式投產·其中非魚油產品5/2018開始出貨中國既有客戶；魚油產品則預計將於2H18出貨·據了解·新客戶為中國本土直銷企業·為大江首次打入中國前十大直銷商的供應體系(目前最大單一客戶排名僅前20大)·由於中國直銷界並無魚油類似產品·研判此為大江獲得青睞的原因之一·大江魚油月產能約1,200萬包·推估可望貢獻近3億元年營收。

◆ **歐美面膜新品3Q18上市·2019年考慮美國建廠或M&A併購可能**

歐美市場方面·截至1Q18營收0.51億元(YoY-64%)·係因法國LV旗下美粧通路Sephora品牌面膜·因應第三代全新面膜3Q18即將上市·1H18進行二代產品庫存去化；此外·德國最大通路商Douglas的綠色面膜遞延到6/2018出貨·法國新客戶將於2H18出貨·預期面膜全年營收仍將維持30%成長(截至1Q18衰退約31%)·整體3Q18動能持續向上·預計帶動歐美市場年營收達1,000萬美元(折合新台幣約3億元)·成長5倍·公司亦規劃將於台灣、中國自動化倉儲廠設立完善後·將於美國建廠或尋求M&A併購計畫。

圖三、大江產品組合，擴產積極成長力道維持

單位：百萬元



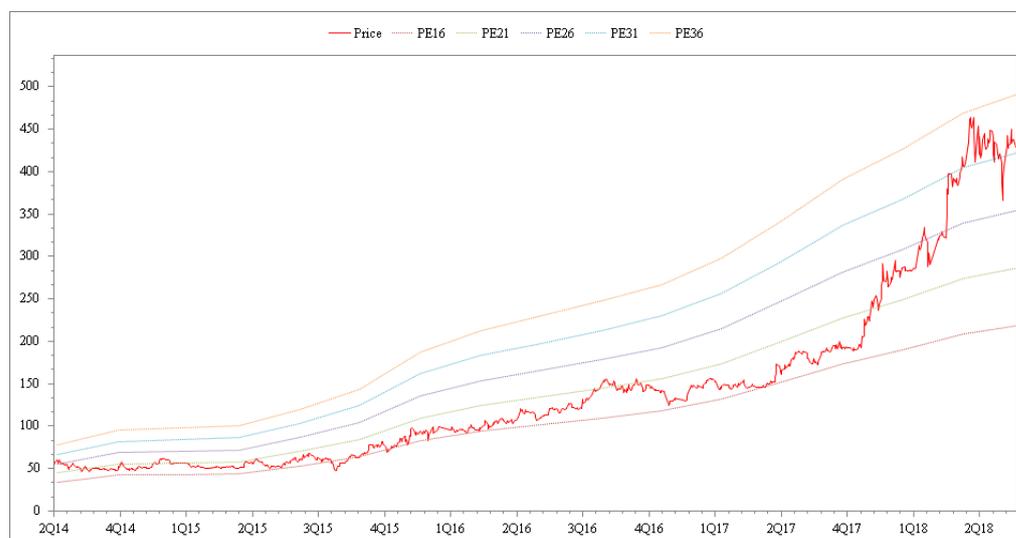
資料來源：大江生醫、日盛投顧彙整

◆ 產能擴建積極，評價改以2019年為基礎：

由於每項設備支出僅數百萬元，折舊費用增加有限。在完成12億元的可轉債募資後，較大的資本投入為W1自動倉儲廠，預計將整合現有廠房的物料動線及導入工業4.0，資本支出約4億元，預計3Q18開工，4Q19正式完工，管理層並評估將在廠內增加飲料線產能。此外，中國工廠未來也將導入自動化倉儲(二期)。

考量中國訂單優於預期，並首次打入中國前十大直銷商，魚油產線2H18正式出貨。日盛上修2018年稅後淨利5%至11.3億元(YoY+59%)，稅後EPS 12.28元至13元。預估2019年稅後淨利14.5億元(YoY+28%)，稅後EPS 16.6元，調升至買進，目標價550元。(2019年EPS 16.6元\*PER 33倍)。※2018年、2019年稀釋後EPS分別為11.3元、14.5元。

### PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

### 投資評等與股價走勢圖



### 近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180625	買進	550.0
20180307	持有	400.0
20171109	持有	250.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年6月25日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	3,110	4,072	6,066	841	927	1,134	1,171	1,275	1,553	1,586	1,652	1,565
營業毛利	1,293	1,654	2,542	351	368	463	473	535	654	666	687	656
營業費用	670	775	1,172	166	170	209	230	275	306	294	298	315
營業利益	623	879	1,370	185	198	254	243	261	348	372	389	341
營業外收支	12	11	36	-18	14	8	7	8	8	9	10	7
稅前純益	635	890	1,406	167	212	262	250	269	356	381	400	347
稅後純益	516	712	1,131	124	162	218	209	224	282	307	318	280
最新股本	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870
稅後 EPS(元)	5.93	8.19	13.00	1.42	1.86	2.50	2.40	2.57	3.25	3.53	3.65	3.22
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	41.56	40.63	41.91	41.71	39.68	40.82	40.41	41.97	42.11	41.98	41.6	41.9
營業利益率	20.03	21.6	22.59	22.03	21.35	22.35	20.75	20.44	22.43	23.46	23.57	21.77
稅前純益率	20.42	21.87	23.18	19.89	22.83	23.09	21.34	21.1	22.92	24.03	24.2	22.2
稅後純益率	16.6	17.49	18.64	14.7	17.5	19.19	17.83	17.53	18.19	19.35	19.25	17.88
<b>YoY(%)</b>												
營收	50.62	30.95	48.97	30.49	27.66	33.18	31.84	51.69	67.58	39.86	41.11	22.7
營業利益	132.02	41.21	55.81	74.97	43.8	29.08	32.76	40.74	76.01	46.79	60.28	30.68
稅前純益	119.61	40.23	57.89	56.52	54.11	27.63	34.51	60.9	68.26	45.56	60.01	29.12
稅後純益	108.62	37.96	58.8	46.88	30.99	25.54	54.77	80.9	74.2	40.99	52.33	25.14
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-5.31	10.21	22.42	3.2	8.95	21.75	2.17	4.12	-5.27
營業利益				1.22	6.82	28.16	-4.19	7.31	33.59	6.88	4.61	-12.51
稅前純益				-9.97	26.47	23.82	-4.59	7.7	32.25	7.11	4.88	-13.1
稅後純益				-8.38	31.22	34.25	-4.11	7.09	26.36	8.66	3.6	-12.02

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
流動資產	2,347	2,831	3,196
現金及約當現金	1,382	1,399	1,549
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	428	459	592
非流動資產	1,554	2,010	2,114
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,285	1,683	1,758
無形資產	26	26	46
資產總計	3,901	4,841	5,310
流動負債	964	1,273	1,462
短期借款	99	0	0
非流動負債	155	150	150
負債總計	1,120	1,422	1,612
股本	756	870	871
普通股股本	754	870	871
資本公積	1,400	1,453	1,468
保留盈餘	750	1,198	1,421
庫藏股票	--	--	--
股東權益	2,782	3,418	3,698
每股淨值(元)	36.61	38.92	42.05
流動比率(%)	243.39	222.47	218.54
速動比率(%)	192.76	180.48	170.78
應收帳款週轉率(%)	14.79	12.18	2.57
負債比率(%)	28.7	29.38	30.36
稅後股東權益報酬率(%)	20.65	23.17	6.34

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	635	890	269
折舊及攤提費用	96	115	36
利息費用	4	3	0
股利收入	0	0	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	-1	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-14	-245	-99
存貨增減	-140	-34	-132
應付帳款增減	142	171	62
營業活動現金流量	885	1,016	216
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-246	-28	-9
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
投資活動現金流量	-678	-750	-97
短期借款增減	67	-99	0
長期借款增減	-57	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-98	-151	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-75	-244	0
淨現金流量	78	17	149

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年6月25日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股