

设立并购基金助力外延发展之路， 收购凯纳打造电商产业闭环

核心观点：

1. 事件

尔康制药拟出资不超过人民币 2.4 亿元与物明投资共同发起设立医药及大健康行业的产业并购基金；尔康制药全资子公司湖南尔康医药经营有限公司拟使用自有资金 5000 万元收购长沙市凯纳网络技术有限公司 100% 股权。

2. 我们的分析与判断

（一）成立产业并购基金，助力公司延伸产业链

公司拟与物明投资共同设立产业并购基金，基金规模总计不超过 10 亿元，其中公司出资不超过 2.4 亿元，物明投资出资 500 万元，向其他合格投资者非公开募集 7.55 亿元，其投资领域主要为成品药销售及医药流通领域。

物明投资是由合伙人张英杰、陈淑玲、康顺共同成立，拥有丰富的医药行业投资经验。其投资团队曾先后投资博济医药、康恩贝、鹭燕医药等上市公司，也曾投资万高药业、惠迪森、海南天煌、康久医疗等多个优质标的，并获得不菲收益。目前物明投资拥有多个医药产业投资基金，包括与博济医药共同成立的物明博济健康产业投资基金。

此次公司与物明投资共同设立产业并购基金，将放大公司外延预期，有利于公司继续推进“以药用辅料为基础，向制剂延伸产业链”的发展战略。我们认为，外延标的有望与公司优质的新型药用辅料品种淀粉胶囊等形成良好的协同效应，在未来共同为公司提供业绩增量。

（二）收购凯纳网络技术有限公司，打造医药电商产业链闭环

公司拟使用 5000 万收购长沙市凯纳网络技术有限公司，标的公司拥有国内仅有 20 块的国 A 证书之一（互联网药品交易服务资格证书分为 A、B、C 三类，A 类由国家药监局审批，B、C 两类由地方药监局审批，A、B 类做 B2B，C 类做 B2C，并只能销售自营非处方药品），拥有十二药网、药批发两大医药电商平台，其商业模式为新型的 B2B2C+O2O 第三方药品导购概念，即 B2B 平台中的生产企业、医药公司与连锁药店之间进行线上批发交易，与 B2C 平台中的连锁药店与个人之间进行零售交易相结合，并融合线上预订线下交易的 O2O 模式。同时，标的公司曾与多个药企合作为其创建医药电商平台，如千金药房、楚仁堂药房等，拥有丰富的开发经验。

尔康制药（300267）

推荐 维持评级

分析师

☎：李平祝
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

张金洋

☎：(8610) 83574546
✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130516040001

感谢实习生缪牧一对此篇撰写做出的突出贡献

市场数据 时间 2016.04.14

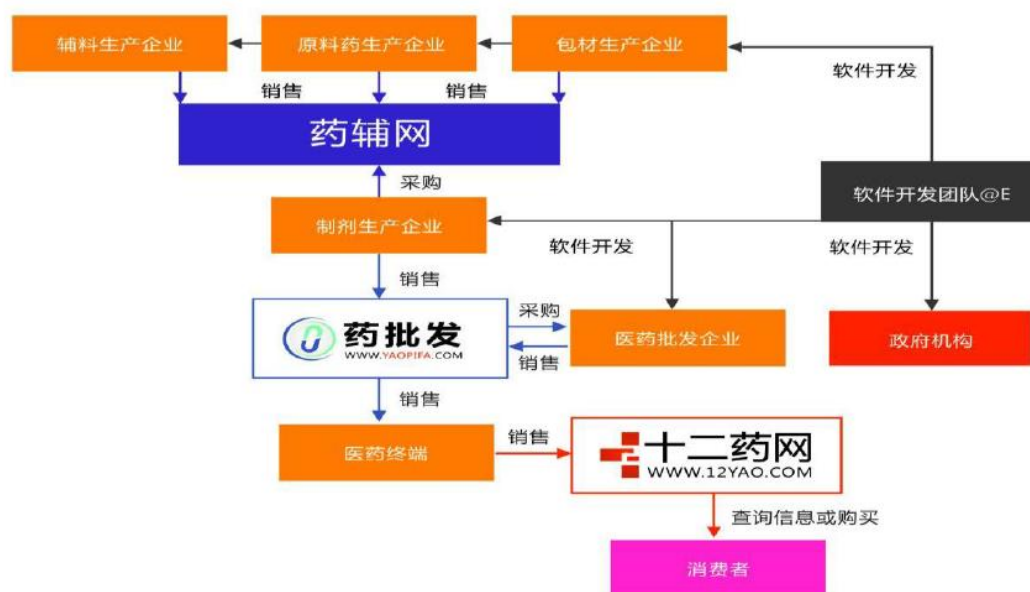
| | |
|--------------|---------|
| A 股收盘价(元) | 32.46 |
| A 股一年内最高价(元) | 46.50 |
| A 股一年内最低价(元) | 21.25 |
| 上证指数 | 3082.36 |
| 市净率 | 7.98 |
| 总股本（亿股） | 10.28 |
| 实际流通 A 股（亿股） | 5.67 |
| 流通 A 股市值（亿元） | 184 |

相关研究

尔康制药（300267）年报点评：“淀粉”放量业绩高歌猛进，志存高远蜕变正当时 2016-04-06
尔康制药（300267）点评：获两品种淀粉胶囊药品补充申请批件，具备里程碑意义 2016-02-25
尔康制药（300267）年报快报点评：淀粉胶囊放量，业绩超预期，继续高歌猛进 2016-02-22
尔康制药（300267）三季报点评：淀粉系列产品强势放量，业绩翻倍增长继续高歌猛进 2015-10-19
尔康制药（300267）点评：淀粉囊获得药用批文，打开国内药用广阔市场 2015-10-09
尔康制药（300267）中报点评：淀粉胶囊强势发力，业绩翻倍增长 2015-09-01

公司拥有第三方药品辅料交易平台药辅网，目前已经入驻采购商 2700 家，日交易额达 80 万元，收购标的公司后，计划将药辅网并入药批发平台，有望借助其强大的技术团队、专业的运营团队、成熟的运营模式，将双方拥有的医药行业上游资源相结合，形成巨大的协同效益，有望打造药辅网+药批发+十二药网相结合的医药电商产业链闭环。

图 1：整合后商业模式



资料来源：公司公告

（三）脱变正当时，多核驱动，未来业绩高增长可期

我们认为，公司已经逐渐由低毛利的传统辅料业务向高毛利的业务发展，多点布局，脱变正当时：

（1）新型药用辅料发力，公司积极布局大健康。淀粉系列产品、淀粉囊系列产品、柠檬酸三大系列产品未来几年有望持续发力，成为公司业绩的主要发动机。这三大系列产品本质上均为新型药用辅料，公司产品以全植物为理念，持续布局“大健康”。

（2）持续向制剂延伸产业链，成立产业基金有望进一步加速公司战略布局。公司此前已建立 84 亿粒建立年产 84 亿粒的胶囊制剂车间，并已获得阿莫西林胶囊和盐酸雷尼替丁胶囊的药品补充申请批件，有望通过淀粉硬胶囊的优势抢占近年因“毒胶囊”事件而相对萎缩的胶囊市场，成为新的利润增长点。同时，尽管受到国内招投标进度放缓的不利影响，但公司磺苄西林钠三个规格的产品已在湖南省 2015 年药品集中采购中县级及县级以上公立医疗机构用药以及基层医疗机构基本药物同时中标，同时其毛利率较 2014 年反而有所提升，为公司业绩增长提供保障。

（3）致力打造医药电商产业链闭环，结合药辅网+药批发+十二药网三大平台，对公司现有药用辅料、新型药用辅料业务以及未来向制剂延伸产业链的发展战略均有良好的促进作用。药辅网有望助力公司借一致性评价的东风整合行业资源，促进行业升级，而公司作为辅料龙头未来有望受益于行业集中度的提升，实现强者恒强；而药批发及十二药网有望助力公司制剂的销售，目前主要是淀粉胶囊制剂（药批发扩大营销网络，十二药网引导终端客户）。

3、盈利预测与投资建议

预计公司 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.13、1.45 元，对应 PE37、29、22 倍。

公司是药用辅料龙头企业，受益于仿制药一致性评价的持续推进以及公司药用辅料互联网平台的整合效应；公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，淀粉硬胶囊应用广泛、前景可观，着眼于药用市场、保健品市场和潜在开发的食品市场，三大市场持续开发有望为公司带来较大业绩弹性，而淀粉软胶囊原料随着合作销售的方式逐步放量；公司柠檬酸系列产品的塑化剂领域着眼全球，市场极为广阔，值得期待；公司持续向制剂延伸产业链，包括借淀粉胶囊的终端优势顺势推出胶囊制剂以及成立产业并购基金。公司未来看点颇多，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

4、风险提示

淀粉胶囊销售低于预期。

主要财务指标

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1370.36 | 1756.00 | 2157.20 | 2740.28 | 3397.93 |
| 营业收入增长率 | 35.57% | 28.14% | 22.85% | 27.03% | 24.00% |
| 净利润（百万元） | 288.29 | 604.58 | 899.10 | 1164.49 | 1494.59 |
| 净利润增长率 | 49.43% | 109.71% | 48.72% | 29.52% | 28.35% |
| EPS（元） | 0.28 | 0.59 | 0.87 | 1.13 | 1.45 |
| P/E | 116 | 55 | 37 | 29 | 22 |
| P/B | 20.6 | 8.0 | 6.7 | 5.5 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 36.17 | 41.63 | 26.72 | 21.23 | 16.07 |

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

| 指标(百万) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 指标(百万) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 291 | 1,939 | 3,176 | 3,817 | 5,774 | 营业收入 | 1370 | 1756 | 2157 | 2740 | 3398 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 789 | 852 | 864 | 1071 | 1269 |
| 应收账款 | 223 | 249 | 341 | 408 | 521 | 营业税金及附加 | 7 | 9 | 11 | 14 | 18 |
| 预付款项 | 27 | 40 | 51 | 62 | 72 | 销售费用 | 86 | 79 | 97 | 123 | 152 |
| 其他应收款 | 13 | 16 | 20 | 25 | 31 | 管理费用 | 149 | 167 | 205 | 261 | 323 |
| 存货 | 332 | 566 | -92 | 679 | 17 | 财务费用 | 2 | -3 | 2 | 4 | 9 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 6 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产净额 | 719 | 1277 | 1300 | 1126 | 951 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 278 | 198 | 0 | 0 | 0 | 投资收益 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产净值 | 181 | 214 | 201 | 175 | 148 | 营业利润 | 330 | 646 | 979 | 1268 | 1627 |
| 递延所得税资产 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 营业外净收入 | 5 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2143 | 4702 | 5180 | 6470 | 7688 | 税前利润 | 336 | 659 | 979 | 1268 | 1627 |
| 短期借款 | 160 | 195 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 48 | 60 | 88 | 114 | 146 |
| 应付票据 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 净利润增长率 | 48% | 108% | 49% | 30% | 28% |
| 应付账款 | 71 | 169 | 74 | 227 | 130 | 归属母公司净利润 | 288 | 605 | 899 | 1164 | 1495 |
| 预收款项 | 15 | 56 | 1 | 72 | 18 | 少数股东损益 | -1 | 214 | 273 | 348 | 429 |
| 应付职工薪酬 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本每股收益 | 0.280 | 0.588 | 0.874 | 1.132 | 1.453 |
| 应交税费 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 摊薄每股收益 | 0.280 | 0.588 | 0.874 | 1.132 | 1.453 |
| 其他应付款 | 20 | 25 | 25 | 25 | 25 | 指标 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 一年内到期的非长期借款 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 成长性 | | | | | |
| 长期借款 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 | 收入增长率 | 36% | 28% | 23% | 27% | 24% |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率 | 49% | 110% | 49% | 30% | 28% |
| 专项应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT 增长率 | 58% | 97% | 39% | 28% | 28% |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 盈利能力 | | | | | |
| 负债合计 | 465 | 444 | 100 | 323 | 173 | 毛利率 | 42% | 51% | 60% | 61% | 63% |
| 所有者权益合计 | 1,678 | 4,257 | 5,080 | 6,147 | 7,515 | 净利率 | 21% | 34% | 41% | 42% | 44% |
| 现金流量表 (百万) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | EBITDA/营业收入 | 30% | 43% | 53% | 51% | 51% |
| 净利润 | 287 | 599 | 891 | 1154 | 1481 | ROE (摊薄) | 18% | 14% | 18% | 19% | 20% |
| 折旧与摊销 | | 95 | 207 | 207 | 204 | ROIC | 33% | 34% | 33% | 56% | 59% |
| 经营活动现金流 | 176 | 508 | 1446 | 650 | 1961 | 估值指标 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -611 | -649 | 0 | 0 | 0 | P/E | 115.79 | 55.21 | 37.13 | 28.67 | 22.33 |
| 融资活动现金流 | 285 | 1710 | -210 | -9 | -4 | P/S | 24.36 | 19.01 | 15.47 | 12.18 | 9.82 |
| 净现金流 | -151 | 1578 | 1236 | 642 | 1957 | P/B | 20.58 | 7.98 | 6.66 | 5.48 | 4.47 |
| 期初现金余额 | | 351 | 1939 | 3176 | 3817 | EV/EBITDA | 36.17 | 41.63 | 26.72 | 21.23 | 16.07 |
| 期末现金余额 | | 1939 | 3176 | 3817 | 5774 | 股息收益率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，张金洋，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn