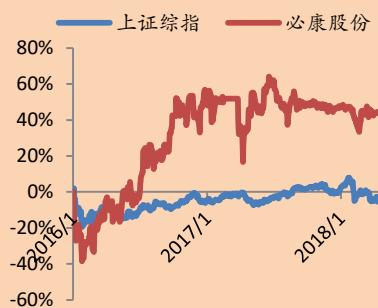


必康股份 (002411)
投资评级：增持（维持）
报告日期：2018-04-25
前收盘价（元） 26.40
目标价格（元） -
股价走势：

主要数据

总股本(百万股)	1532.28
A股股本(百万股)	1532.28
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	404.52
A股流通比例(%)	19.21%
第一大股东	新沂必康新医药产业综合体
第一大股东持股比例	37.98
12个月最高/最低(元)	27.30/23.14

深度报告：医药全产业链成型，静待医药数字工厂开启新篇章，增持，首次覆盖 20180117
医药生物行业组
联系人：
方驭涛
邮件： fyt0614@foxmail.com
翟新新
邮件： zhaixx01@foxmail.com
电话： 021-60956118

业绩持续稳定增长，商业并表增收明显

事件：

公司发布 2018 年一季报，营收 18.16 亿元 (+119.61%)；归母净利润 2.16 (+29.98%)，扣非归母净利润为 2.06 亿元 (+28.99%)；EPS 0.14 元。预计 2018 年上半年实现归母净利润 4.11-5.47 亿元，同比变动幅度在-10 至 20%。

点评：
□ 并表商业业务导致收入大增，主营生产稳健

公司一季度收入同比增幅达 199.61%，主要是因为商业公司并表影响，2017 年收购的润祥医药和百川医药两家商业公司自三季度开始并表，医药商业公司收入体量较大而导致 2018Q1 收入增速同比大增。预计商业公司贡献利润 2000-2500 万左右，扣除商业公司影响，公司一季度实现归母净利润在约 1.91-1.96 亿元，同比增速在 15-18%，继续稳定增长。

□ 商业版图持续扩张，有望打造完整的商业+药店终端体系

公司 2 月 13 日拟以不超过 1.1 亿元、6000 万元、1.8 亿元收购南京兴邦持有的湖南鑫和 70% 股权、江西康力 70% 股权及青海新绿洲 70% 股权；不超过 7500 万元向昆明东方进行增资获得其 51% 股权。此举将进一步扩大医药商业领域布局（其中青海新绿洲、昆明东方旗下拥有自营连锁药店）。商业公司的收购一方面有利于公司产品的销售和市场开拓；另一方面，也符合公司建立完整的商业+药店终端体系的战略布局。

□ 拟剥离新能源、新材料、中间体业务，聚焦医药主业

公司于 2 月 12 日与深圳前海高新联盟投资有限公司签署股权转让框架协议，拟转让全资子公司九九久科技 100% 股权，预计转让价格约 26 亿元人民币。九九久科技主要负责新能源、新材料、中间体等业务，转让完成后，公司将剥离非医药业务，专注于医药主营，同时现金流也将获得进一步改善。

□ 盈利预测与评级

公司医药业务整体稳健，工业板块的补肾强身胶囊、安胃胶囊以及小儿系列产品均具有较大市场空间，随着 2018 年山阳二期扩建项目和中药提取车间 GMP 认证的完成，产能不足问题将得到大幅改善。公司自 2018 年起将剥离非医药业务，将聚焦于医药主业，我们维持对公司的业绩预测，预计 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 9.84 亿元、10.81 亿元、12.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.71 元、0.80 元（不考虑新购入的 4 家商业公司并表），对应 PE 分别为 41/37/33 倍，维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

商誉减值风险；资金紧张风险；规模扩张迅速带来的管理压力。

盈利预测：单位：百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5368	8009	10606	13070
收入同比 (%)	44%	49%	32%	23%
归属母公司净利润	893	984	1081	1225
净利润同比 (%)	-6%	10%	10%	13%
毛利率 (%)	34.8%	29.5%	26.5%	25.4%
ROE (%)	9.7%	9.6%	9.6%	9.8%
每股收益	0.58	0.64	0.71	0.80
P/E	45.32	41.10	37.41	33.03
P/B	4.45	4.02	3.63	3.27
EV/EBITDA	39	29	26	22

资料来源：Wind，华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,951	10,047	12,072	14,228	营业收入	5,368	8,009	10,606	13,070
现金	2,059	4,602	5,121	5,614	营业成本	3,500	5,645	7,790	9,754
应收账款	2,118	2,414	3,341	4,315	营业税金及附加	56	80	106	131
其他应收款	32	94	119	175	销售费用	393	561	721	889
预付账款	147	203	281	379	管理费用	351	497	636	784
存货	569	704	993	1,270	财务费用	46	323	302	293
其他流动资产	1,723	1,591	1,635	1,758	资产减值损失	48	20	20	20
非流动资产	12,958	14,775	15,936	16,476	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	42	43	44	45	投资净收益	94	270	240	240
固定资产	1,537	2,703	4,021	4,974	营业利润	1,084	1,154	1,270	1,440
无形资产	784	798	763	731	营业外收入	15	20	20	20
其他非流动资产	1,881	2,673	3,452	4,192	营业外支出	27	10	10	10
资产总计	19,909	24,822	28,008	30,704	利润总额	1,072	1,164	1,280	1,450
流动负债	3,366	6,067	8,966	11,130	所得税	171	175	192	217
短期借款	272	472	672	872	净利润	901	989	1,088	1,232
应付账款	975	1,314	1,814	2,138	少数股东损益	8	5	7	7
其他流动负债	190	(229)	(229)	(229)	归属母公司净利润	893	984	1,081	1,225
非流动负债	7,233	8,455	7,655	6,955	EBITDA	1,296	1,717	1,911	2,153
长期借款	272	472	672	772	EPS (元)	0.58	0.64	0.71	0.80
其他非流动负债	6,780	7,800	6,800	6,000					
负债合计	10,599	14,522	16,621	18,085					
少数股东权益	230	235	241	248					
股本	1,778	1,778	1,778	1,778					
资本公积	4,896	4,896	4,896	4,896					
留存收益	2,406	3,391	4,472	5,697					
归属母公司股东权	9,081	10,065	11,146	12,371					
负债和股东权益	19,909	24,821	28,009	30,704					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	36	2,755	2,245	1,614	成长能力				
净利润	901	984	1,081	1,225	营业收入	44.15%	49.19%	32.43%	23.24%
折旧摊销	182	240	339	420	营业利润	-3.11%	6.44%	10.06%	13.37%
财务费用	97	323	302	293	归属于母公司净利润	-6.40%	10.26%	9.86%	13.27%
投资损失	27	90	90	90	盈利能力				
营运资金变动	(1,586)	1,093	406	(441)	毛利率(%)	34.81%	29.52%	26.55%	25.37%
其他经营现金流	416	25	27	27	净利率(%)	35.16%	16.63%	12.29%	10.20%
投资活动现金流	(3,263)	(1,128)	(631)	(131)	ROE(%)	9.68%	9.60%	9.55%	9.76%
资本支出	0	(1,270)	(720)	(220)	ROIC(%)	9.68%	9.90%	9.96%	11.21%
长期投资	(1)	(1)	(1)	(1)	偿债能力				
其他投资现金流	(3,261)	142	90	90	资产负债率(%)	53.24%	58.51%	59.34%	58.90%
筹资活动现金流	(70)	1,104	(897)	(793)	净负债比率(%)	4.65%	-14.11%	4.59%	21.59%
短期借款	187	200	200	200	流动比率	2.07	1.66	1.35	1.28
长期借款	147	200	200	100	速动比率	1.90	1.54	1.23	1.16
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.36	0.40	0.45
其他筹资现金流	(403)	704	(1,297)	(1,093)	应收账款周转率	3.41	3.53	3.69	3.41
现金净增加额	(3,297)	2,731	717	690	应付账款周转率	6.95	7.00	6.78	6.61

资料来源：Wind，华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。