



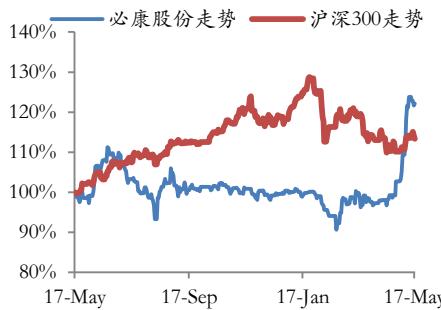
必康股份 (002411)

昨收盘价：31.94

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 剥离九九久，聚焦医药主业

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1532/294
总市值/流通(百万元)	48941/9403
12 个月最高/最低(元)	32.90/24.08

相关研究报告：

公司概况：必康股份前身为成立于 1997 年 1 月的陕西必康制药集团

有限公司。2015 年陕西必康通过借壳江苏九九久科技股份有限公司上市，2016 年 3 月九九久更名为必康股份。上市后，公司保持“医药+化工”双主业运行，并通过一系列外延并购，置入医药商业和工业资产。2017 年公司主营业务包括医药生产、医药商业、新能源、新材料以及药物中间体（医药中间体、农药中间体）五大类。2018 年 5 月，必康股份与东方日升新能源签订股权转让协议，拟转让全资子公司江苏九九久科技有限公司 100% 股权，转让完成后，必康股份将进一步聚焦医药主业。

2015-2017 年，公司销售额靠前的药品包括：安胃胶囊、补肾强身胶囊、博士宝宝小儿感冒颗粒、博士宝宝小儿化痰止咳颗粒、八正片等。除以上药品外，公司另有十多种独家药品，包括心荣系列（片剂、胶囊剂、口服剂）、参苑益气补肾胶囊、清解片等。

证券分析师：杜佐远

电话：0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：彭波

电话：0755-33329946

E-MAIL: pengbo@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190118010028

剥离九九久科技，聚焦医药主业：2018 年 5 月 6 日，公司与东方日

升签署了股权转让协议，拟向东方日升转让九九久科技 100% 股权，

转让价格原则上不低于 26 亿元。我们预计业务剥离将于 2018 年年内

完成，完成后公司不再受新能源业务的政策变动、供需变化等影响，而进一步专注于医药主业。

**打造中药材储备库暨大数据交易平台，为中下游产业提供原材料保障：**

2016 年 10 月 11 日公司公告称，公司拟投资 50 亿元建设山阳•必康国家中药材储备库暨大数据交易平台项目，建设期为 3 年。该项目立足大秦岭丰富的道地中药材资源，项目建成后，年可收储中药材 60 万吨，中药材种植基地建设 40 多万亩，可为后续的产品生产和销售从源头上提供保障。2017 年该项目已全面开工建设。

**继续深耕医药制造：**子公司陕西必康深耕制药二十多年，主营产品涵盖循环系统、消化系统、呼吸系统等十多个常见医学临床用药类别，共有 140 个产品进入 2017 版医保目录，其中化学制剂 104 个，中成药 36 个。公司产品种类较多，但品牌产品略不足，仅陕西必康拥有的“唯正”和“博士宝宝”被认定为陕西省著名商标，“心荣”品牌被认定为西安市著名商标。

2017 年，受公司上游中药提取物原料产能限制，公司部分中成药的产能受到了一定的影响。未来，山阳•必康国家中药材储备库暨大数据交易平台项目的建成，以及必康新沂的“制药生产线技改搬迁项目”的完成，将提升公司中药提取能力，解决产能瓶颈的限制，同时更好

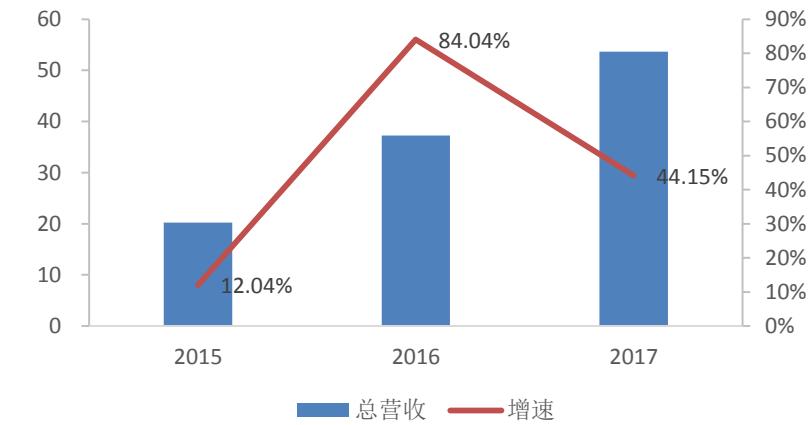
地控制上游中药材。

**外延并购加速：**2017年以来，公司外延并购明显加速。公司陆续收购了百川医药 70%的股权、河北润祥 70%的股权，并拟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；拟向昆明东方进行增资获得其 51%股权，进一步扩大医药商业版图。2017年9月，公司与新沂必康联合华融瑞泽等共同设立医药产业并购基金，拟募集总规模为 20 亿元(首期 5 亿元已于 2018 年 1 月募集完成)。基金的成立为公司未来在医药大健康布局以及收购与主业良好协同的标的方面提供了资金保障。我们认为 2018 年公司在医药商业领域的外延并购将进一步提速。

### 财务情况：

**营业收入内生负增长：**2015-2017 年公司总营收的增速分别为 12.04%、84.04%、44.15%。2017 年公司总营收为 53.68 亿元，扣除因润祥医药和百川医药的并表而新增的营收 18.73 亿元，公司总营业收入增速为 -6.15%，主要系六氟磷酸锂量价齐跌所致。

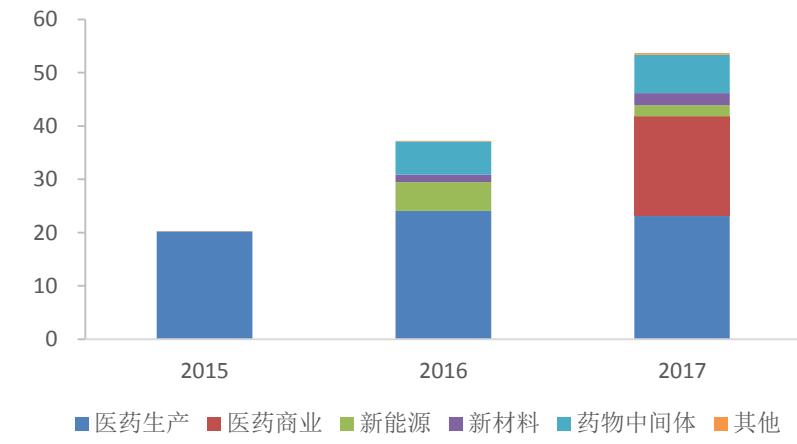
图表 1：2015-2017 年总营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告、太平洋证券

业务构成：2017 年医药生产、医药商业、新能源、新材料、药物中间体板块营收分别为 23.08 亿元、18.73 亿元、2.07 亿元、2.27 亿元、7.22 亿元，分别占营业收入的 42.99%、34.89%、3.86%、4.22%、13.46%。

图表 2：2015-2017 年各板块收入（单位：亿元）

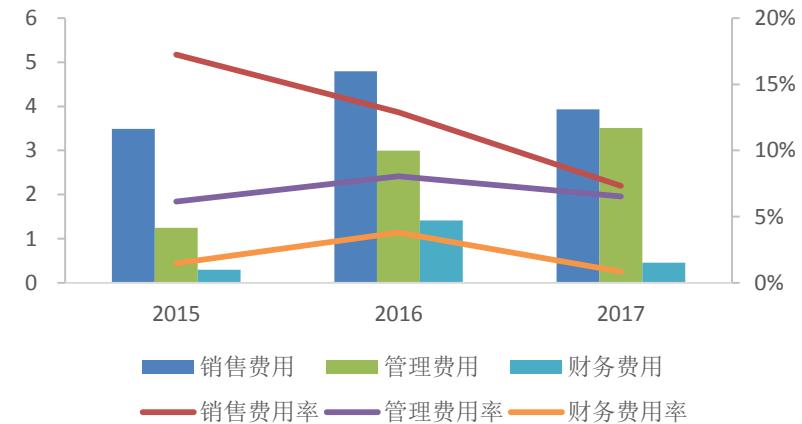


资料来源：公司公告、太平洋证券整理

费用得到有效控制：2017 年销售费用 3.93 亿元，同比下降 18.02%，主要是公司优化营销体系，通过专业分工、精细管理等方式，显著提

高营销效率所致；管理费用 3.51 亿元，同比增长 17.09%；财务费用 0.46 亿元，同比下降 67.55%。

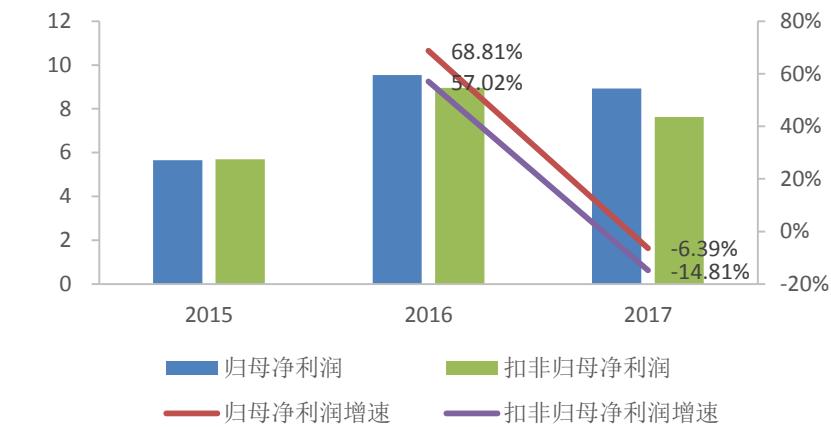
图表 3：2015-2017 年三费（亿元）及三费费用率情况



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

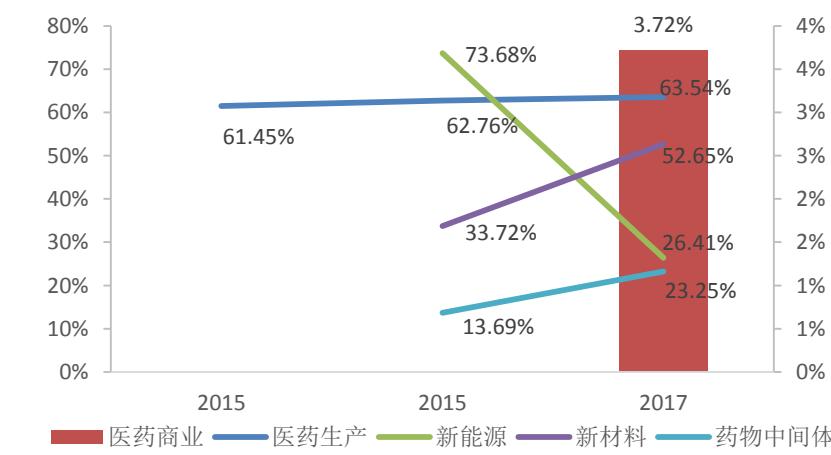
净利润受累于六氟磷酸锂量价齐跌：2017 年公司归母净利润为 8.93 亿元，同比下降 6.39%；扣非归母净利润为 7.63 亿元，同比下降 14.81%。净利润下滑主要是因为 2017 年新能源汽车市场发展低于预期，公司六氟磷酸锂订单减少，而且六氟磷酸锂价格大幅度下降。

图表 4：2015-2017 年归母、扣非归母净利润（亿元）及增速



毛利率 2017 年医药生产板块的毛利率为 63.54% ,同比上升 0.78PP ;  
 新能源板块的毛利率为 26.41% ,同比下降 47.27PP ,主要是六氟磷酸锂的价格大幅度下降所致 ;新材料板块的毛利率为 52.65% ,同比上升 18.93PP ;药物中间体板块的毛利率为 23.25% ,同比上升 9.56PP ;医药商业板块为新增业务 ,2017 年毛利率为 3.72% ,为行业正常水平。

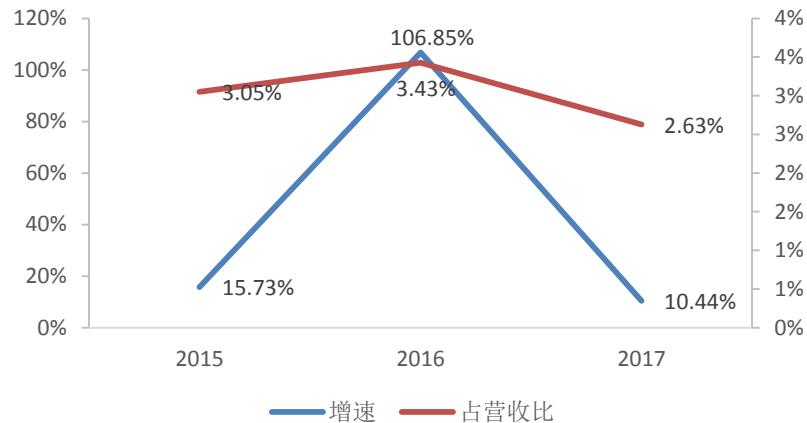
图表 5 : 2015-2017 年各板块毛利率情况



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

研发投入保持稳定 2015-2017年，公司研发投入增速分别为 15.73%、106.85%、10.44%，占总营收比分别为 3.05%、3.43%、2.63%。2017 年研发投入为 1.41 亿元，主要投入到药品治疗与疗效一致性评价、新药研发和保健品研发中。

图表 6：2015-2017 研发投入增速及占总营收比例情况

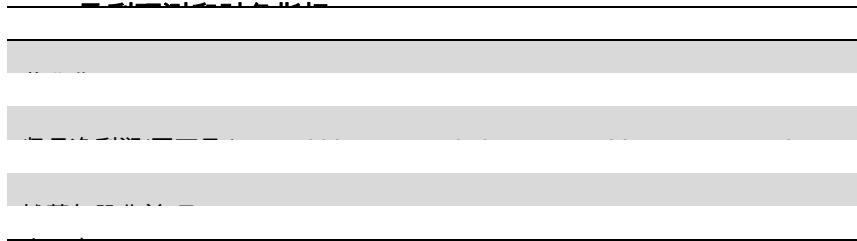


资料来源：公司公告、太平洋证券整理

**盈利预测：**考虑正常情况下，预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 10.7、12.7 和 14.7 亿元，EPS 分别为 0.58、0.83 和 0.96 元，对应当前 PE 分别为 46、38 和 33 倍，对应 2018 年 PEG2.54，估值较高，给予“无评级”。

**风险提示：**资产剥离进展不及预期风险；并购标的业绩不达预期导致商誉减值；固定资产投资规模过大；定增募投项目进展不达预期。

### 盈利预测：



资料来源：Wind，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	Mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	Zhangqp@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	Yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。