

南京新百 (600682)

证券研究报告

2018年04月01日

大健康战略转型初显成效，打造医养结合龙头企业

大健康业务提高持续盈利能力，2017年扣非后净利润同比增长62.36%

2017年公司实现营收17.96亿元(+5.68%)，归属上市公司股东净利润7.36亿元(+58.58%)，扣非后净利润6.78亿元(+62.36%)，2017年公司完成生物医疗及健康养老相关资产的注入，盈利能力持续提升。在大健康业务领域，公司拥有安康通、三胞国际和齐鲁干细胞，分版块看，健康养老业务实现营收3.11亿元，毛利率为37.61%；健康护理业务实现营收7.44亿元(+73.12%)，毛利率为28.51%。百货业务方面，受英国脱欧等因素影响，英国零售行业增长疲软，海外子公司HOF总体销售额约12.52亿英镑，同比出现下滑，拖累整体业绩。我们认为公司大健康战略转型初显成效，养老和健康护理业务的市场空间广阔。

拟收购美国前列腺癌免疫疗法 Provenge，搭建高端生物医疗平台

公司拟以33.11元/股价格非公开发行募集59.68亿元，用于收购世鼎香港100%股权，其主要经营性资产为美国生物医疗公司Dendreon的全部股权。Provenge是首个获FDA批准的前列腺癌免疫疗法，是无症状或轻微症状的mCPRC的NCCN指南一线推荐用药。2016年Provenge实现营收3.03亿美元，按照单例病人全部费用为9.9万美元计算，目前市场渗透率仅7%。收购完成后公司将继续在肿瘤科和泌尿科的进行推广，同时积极开拓研发管线。Provenge将优先在香港备案，同步在国内注册上市。由于Provenge已经在美国上市7年，临床病例和后续跟踪病例等数据完备，在国内审评上市具备基础优势。

Natali+安康通优势互补，脐带血存储规模化优势明显

Natali以个人付费客户为主，主要定位为高端客户，而安康通借助B2G2C业务扩大市场覆盖面，降低获客成本，并批量转化个人付费用户，公司已成为提前布局养老产业的行业龙头。齐鲁干细胞(山东库)，受益于“二胎”政策和先进的营销管理模式，自购买日至期末净利润为4.86亿元，同比增速超过30%，我们认为脐血存储盈利模式清晰，未来三年仍将保持20%左右增长。

估值与评级

公司逐步转型大健康业务，多点布局打造以细胞治疗、干细胞存储和养老为核心的医养结合龙头企业。我们假设18年公司完成Dendreon收购并新增股本1.80亿股，预计2018-2020年EPS分别为1.77、1.82和1.98元，参考医疗同行业估值，给与18年整体30倍PE，目标价53.10元，维持“买入”评级。

风险提示：1.Dendreon收购进度不及预期；2.核心人才流失风险；3.干细胞和养老发展不及预期；4.公司业绩不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)		17,960.36	21,448.14	21,864.75	21,212.15
增长率(%)	2.67	10.35	19.42	1.94	(2.98)
EBITDA(百万元)	1,204.33	1,875.13	3,582.99	3,653.38	3,983.97
净利润(百万元)	399.86	736.23	2,289.99	2,355.70	2,564.55
增长率(%)	9.10	84.12	211.04	2.87	8.87
EPS(元/股)	0.36	0.66	1.77	1.82	1.98
市盈率(P/E)	92.55	50.26	18.78	18.26	16.77
市净率(P/B)	14.15	4.62	4.46	3.68	3.07
市销率(P/S)	2.27	2.06	2.01	1.97	2.03
EV/EBITDA	24.96	21.56	11.16	9.77	9.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	33.28元
目标价格	53.10元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,111.97
流通A股股本(百万股)	860.66
A股总市值(百万元)	37,006.51
流通A股市值(百万元)	28,642.81
每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	66.79
一年内最高/最低(元)	41.50/32.07

作者

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

王金成 联系人
wangjincheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南京新百-公司深度研究:收购Dendreon进军高端生物医疗,多点布局打造以细胞治疗、干细胞存储和养老为核心的医养结合龙头企业》2017-12-26
- 《南京新百-年报点评报告:布局居家养老+精准医疗,大健康龙头扬帆起航》2017-03-31
- 《南京新百-公司点评:Q4归母净利8.3亿,放量增长凸显业绩拐点》2017-01-09



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,153.27	4,411.85	5,643.64	9,938.18	9,148.77
应收账款	189.78	986.55	431.04	538.17	522.56
预付账款	152.67	369.22	133.28	389.26	153.84
存货	3,395.99	2,733.13	3,970.84	3,142.85	3,899.83
其他	300.42	196.25	233.90	242.82	223.81
流动资产合计	8,192.12	8,697.01	10,412.70	14,251.27	13,948.80
长期股权投资	439.36	429.81	429.81	429.81	429.81
固定资产	3,028.08	3,390.85	3,272.87	3,170.17	3,063.62
在建工程	20.59	27.97	52.78	79.67	77.80
无形资产	1,688.87	1,984.22	1,878.54	1,772.87	1,667.19
其他	5,141.23	9,998.21	9,262.23	9,357.75	9,441.64
非流动资产合计	10,318.14	15,831.05	14,896.24	14,810.26	14,680.07
资产总计	18,510.26	24,528.06	25,308.94	29,061.53	28,628.87
短期借款	2,405.08	2,147.69	2,150.00	2,150.00	2,050.00
应付账款	3,967.28	4,299.38	4,243.54	4,787.01	4,271.41
其他	5,424.24	5,146.21	5,163.05	6,340.71	3,996.20
流动负债合计	11,796.60	11,593.28	11,556.59	13,277.72	10,317.61
长期借款	1,368.93	1,636.90	620.00	620.00	550.00
应付债券	1,351.89	1,413.37	1,461.23	1,408.83	1,427.81
其他	1,550.31	1,739.47	1,803.08	1,697.62	1,746.72
非流动负债合计	4,271.13	4,789.73	3,884.31	3,726.45	3,724.53
负债合计	16,067.74	16,383.01	15,440.90	17,004.17	14,042.15
少数股东权益	(171.94)	135.88	225.14	371.53	578.41
股本	828.02	1,111.97	1,292.22	1,292.22	1,292.22
资本公积	234.34	4,297.45	4,297.45	4,297.45	4,297.45
留存收益	1,655.21	6,405.10	8,350.67	10,393.61	12,716.10
其他	(103.10)	(3,805.36)	(4,297.45)	(4,297.45)	(4,297.45)
股东权益合计	2,442.53	8,145.05	9,868.03	12,057.37	14,586.72
负债和股东权益总	18,510.26	24,528.06	25,308.94	29,061.53	28,628.87

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	403.53	846.04	2,289.99	2,355.70	2,564.55
折旧摊销	454.43	512.53	258.84	261.49	264.09
财务费用	418.32	317.83	213.72	137.32	108.74
投资损失	(4.98)	(70.68)	(170.73)	(170.73)	(170.73)
营运资金变动	522.22	(1,293.41)	344.70	1,956.36	(3,391.34)
其它	765.22	457.44	82.62	150.42	214.32
经营活动现金流	2,558.76	769.75	3,019.14	4,690.56	(410.37)
资本支出	1,015.16	4,829.73	(3.62)	185.46	0.90
长期投资	429.57	(9.55)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,052.32)	(5,373.41)	108.69	(93.11)	120.64
投资活动现金流	(1,607.59)	(553.23)	105.07	92.35	121.54
债权融资	5,385.55	5,509.87	4,492.14	4,456.32	4,311.24
股权融资	(239.78)	4,403.72	(525.57)	(137.32)	(108.74)
其他	(6,065.24)	(10,354.59)	(5,858.99)	(4,807.37)	(4,703.09)
筹资活动现金流	(919.46)	(441.01)	(1,892.42)	(488.37)	(500.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31.70	(224.49)	1,231.79	4,294.54	(789.41)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,275.69	17,960.36	21,448.14	21,864.75	21,212.15
营业成本	10,431.38	11,180.79	11,841.13	12,342.69	12,394.78
营业税金及附加	216.58	344.14	269.62	328.26	330.52
营业费用	3,787.28	3,648.62	4,418.32	4,176.17	3,181.82
管理费用	1,065.77	1,362.47	1,715.85	1,749.18	1,696.97
财务费用	269.24	304.21	213.72	137.32	108.74
资产减值损失	10.47	97.63	38.47	48.86	61.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	(11.34)	1.55	2.74
投资净收益	4.98	70.68	170.73	170.73	170.73
其他	(9.95)	(163.53)	(318.79)	(344.57)	(346.95)
营业利润	499.94	1,115.36	3,110.43	3,254.57	3,611.13
营业外收入	7.86	1.00	2.52	3.44	2.32
营业外支出	7.16	22.68	31.21	20.35	24.75
利润总额	500.64	1,093.68	3,081.74	3,237.66	3,588.71
所得税	97.11	247.64	697.79	733.09	812.58
净利润	403.53	846.04	2,383.95	2,504.57	2,776.13
少数股东损益	3.68	109.81	93.96	148.87	211.58
归属于母公司净利润	399.86	736.23	2,289.99	2,355.70	2,564.55
每股收益(元)	0.36	0.66	1.77	1.82	1.98

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.67%	10.35%	19.42%	1.94%	-2.98%
营业利润	-11.30%	123.10%	178.87%	4.63%	10.96%
归属于母公司净利润	9.10%	84.12%	211.04%	2.87%	8.87%
获利能力					
毛利率	35.91%	37.75%	44.79%	43.55%	41.57%
净利率	2.46%	4.10%	10.68%	10.77%	12.09%
ROE	15.29%	9.19%	23.75%	20.16%	18.31%
ROIC	20.62%	60.52%	40.09%	39.63%	65.62%
偿债能力					
资产负债率	86.80%	66.79%	61.01%	58.51%	49.05%
净负债率	200.24%	80.16%	65.48%	44.00%	17.89%
流动比率	0.69	0.75	0.90	1.07	1.35
速动比率	0.41	0.51	0.56	0.84	0.97
营运能力					
应收账款周转率	73.28	30.54	30.26	45.12	40.00
存货周转率	5.08	5.86	6.40	6.15	6.02
总资产周转率	0.90	0.83	0.86	0.80	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.66	1.77	1.82	1.98
每股经营现金流	2.30	0.69	2.72	4.22	-0.37
每股净资产	2.35	7.20	7.46	9.04	10.84
估值比率					
市盈率	92.55	50.26	18.78	18.26	16.77
市净率	14.15	4.62	4.46	3.68	3.07
EV/EBITDA	24.96	21.56	11.16	9.77	9.15
EV/EBIT	39.08	28.93	12.03	10.53	9.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com