

公司研究

医药生物/生物制品

南京新百（600682）

——拟控股 CO 集团，成为国内最大的脐带血造血干细胞储存运营企业

事件：

公司拟以发行股份及支付现金方式购买盈鹏蕙康持有的蓝海科瑞 99.9993%的财产份额，并通过上市公司全资子公司山东丹卓生物科技有限公司以支付现金方式购买盈鹏资产持有的蓝海科瑞 0.0007%的财产份额。本次交易完成后，蓝海科瑞将成为公司的全资子公司。

主要观点：

◆通过收购蓝海科瑞，公司将成为国内最大的专业脐带血造血干细胞储存运营企业。蓝海科瑞为有限合伙企业，其资产为间接持有的纽交所上市公司 CO 集团（国际脐带血库企业集团）65.43%股权。CO 集团是一家以脐带血造血干细胞储存为主营业务的生命科技企业，伴随生命科学研究的飞速发展和造血干细胞移植在临床应用范围的日益扩大，CO 集团致力于为中国和亚洲地区的新生儿父母提供其子女的脐带血储存服务，是中国最早运营也是规模最大的脐带血库运营企业，在北京、广东、浙江享有脐带血库独家运营权，并且旗下子公司参股公司齐鲁干细胞 24%的股权。公司于 2017 年完成收购齐鲁干细胞 76%的股权，齐鲁干细胞合法运营山东省唯一的脐带血造血干细胞库，在山东省享有独家经营权。截至 2019 年 3 月 31 日，CO 集团旗下运营的三家脐血库脐带血造血干细胞储存累计总数为 8.18 万份，2017 财年至 2019 财年储存累计总数年复合增长率为 14.23%。2018 年末，齐鲁干细胞已储存脐带血造血干细胞 30 余万份。本次交易完成后，公司将控股国内最大的专业脐带血储存运营企业，实现业务覆盖国内仅有的七家有资质脐带血库中的四家，旗下子公司脐血库脐带血造血干细胞储存数量超过 110 万份，成为国内最大的专业脐带血造血干细胞储存运营企业，有利于公司巩固在干细胞产业链上游中干细胞储存行业的竞争优势，进一步拓展公司在医疗健康领域的业务体系，多元化健康产业布局。

主要数据(截至 09 月 17 日收盘)：

当前股价	12.42 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	13.46 亿股
流通股本	10.02 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：0592-5169085

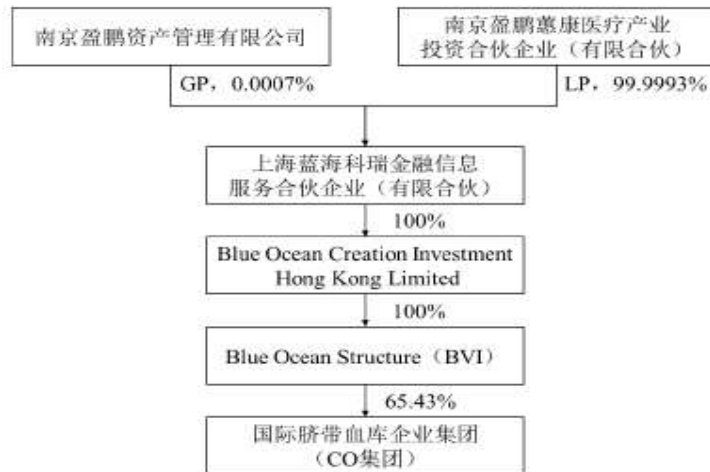
地址：厦门市思明区莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

相关报告:

公司研究: 南京新百 (600682) ——
转型大健康, 免疫治疗、脐血库、养
老三箭齐发_黄文忠_2019.07.25

蓝海科瑞股权结构图



◆CO 集团业务覆盖省份客户基数大、渗透率低, 发展潜力大。

1) CO 集团与北京、广东、浙江共计约 358 家医院达成了采供血合作协议, 合作协议中约定 CO 集团旗下血库作为当地血库资金投入方, 合作医院作为技术服务提供方, 共同开展维持各血库存续和持续运营的合作。广泛的医院合作网络为 CO 集团提供了开展脐带血造血干细胞储存业务的平台, 并形成了直接接触潜在客户群体的机会, 为 CO 集团业务增长奠定了基础。根据各地统计局数据, CO 集团覆盖的广东省、浙江省、北京市 2018 年合计出生人口数为 224.48 万, 而山东省 2018 年出生人数为 132.95 万, CO 集团覆盖省份潜在客户基数为山东省的 1.69 倍, 并且渗透率 (当年采集脐带血存储的数量占新生儿分娩量的百分比) 低, CO 集团 2019 财年 (指 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日) 新增储存脐血库脐带血造血干细胞 9.50 万份, 渗透率远低于山东省 7% 的渗透率, 未来市场挖掘潜力大。2) CO 集团覆盖省份的客户基数远大于齐鲁干细胞, 但其目前无论收入还是净利润规模均低于齐鲁干细胞。CO 集团 2019 财年实现营业收入 9.87 亿元, 净利润 2.94 亿元。齐鲁干细胞 2018 年实现营业收入 12.96 亿元, 净利润 6.26 亿元。本次收购完成后, 在公司的统一管理下, CO 集团与齐鲁干细胞协同整合, CO 集团借助齐鲁干细胞的市场拓展、客户服务经验, 有望有力地提高国内新生儿父母自存脐带血的意识、脐带血储存渗透率, 并且推动科研机构加强对细胞治疗的研究, 使其营收规模和净利润规模上升一个台阶。

◆公司中报业绩扭亏, 大幅盈利。2019 年上半年, 公司实现营业收入 52 亿元, 同比下降 46.27%, 剔除英国 HOF 因素后, 同比下降 4.36%, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.79 亿元, 扭亏并且大幅盈利。从业绩构成来看, 母公司 (主要含商业板块资



产) 营业收入 9.84 亿元, 净利润 6,270.04 万元; 新百地产主营业务收入 14.03 亿元, 净利润 3.77 亿元; 齐鲁干细胞主营业务收入 6.57 亿元, 净利润 3.92 亿元; 三胞国际主营业务收入 4.81 亿元, 净利润 3,992.22 万元; 世鼎生物(主要经营性资产为美国 Dendreon) 主营业务收入 10.94 亿元, 净利润 2.12 亿元; 安康通净利润为 1575.57 万元。

投资建议:

因该非公开发行收购事项仍在推动及审核过程中, 能否顺利完成交易及完成时间存在不确定性, 我们维持原来的业绩预测, 预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 14.27/15.02/14.67 亿元, EPS 分别为 1.06/1.12/1.09 元, 当前股价对应 P/E 分别为 11.72/11.09/11.39 倍。考虑公司坐拥健康养老、免疫治疗、脐血库三大优质资产, 本次收购完成后, 公司将成为国内最大的专业脐带血造血干细胞储存运营企业, 进一步强化该领域的竞争优势, 我们维持其“买入”投资评级。

风险提示:

商誉减值风险, 控股股东质押股票平仓风险, 医药、健康养老行业政策风险, 本次交易被暂停、中止或取消的风险, 业务整合风险。

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,541.23	12,520.71	12,548.36	11,693.55
增长率(%)	-19.04%	-13.90%	0.22%	-6.81%
归母净利润(百万元)	-885.89	1,427.30	1,502.09	1,467.27
增长率(%)	-220.33%	261.11%	5.24%	-2.32%
EPS(元)	-0.69	1.06	1.12	1.09
毛利率	44.11%	46.72%	46.88%	46.59%
净资产收益率(摊薄)	-6.69%	9.63%	9.10%	8.09%

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

盈利预测

盈利预测我们基于以下两个基本假设条件：

- 1) 公司现代商业板块公司不再主动扩张，房地产业务现有货值出售后自然退出；
- 2) 三胞国际、安康通、世鼎香港三家尚在业绩承诺期的子公司可以完成业绩承诺。

此外，2018年末，公司持有44,676,571股南京证券（601990）股份，公司对该可供出售金融资产按其公允价值进行计量，盈利预测中我们未考虑南京公允价值变动形成的其他综合收益，或者公司减持、卖出南京证券形成的投资收益。

表1：公司主要子公司业绩承诺情况（单位：万元）

公司名称	2018 ¹	2019 ²	2020 ²
齐鲁干细胞（持股比例76%）	62,647.52	--	--
三胞国际	10,010.05	12,350.00	16,800.00
安康通	4,719.99	5,300.00	7,500.00
世鼎香港	53,460.94	60,000.00	66,000.00

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

说明：1、2018年数据为实际净利润

2、2019、2020数据为原股东承诺扣非后归母净利润

3、齐鲁干细胞2019、2020已过业绩承诺期

表2：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,541.23	12,520.71	12,548.36	11,693.55	货币资金	4,287.57	6,857.66	6,411.44	11,177.93
减：营业成本	8,127.51	6,671.25	6,665.53	6,245.45	应收和预付款项	2,435.72	802.94	2,385.64	589.23
营业税金及附加	582.03	501.16	502.26	468.05	存货	1,439.57	1,985.48	1,436.63	1,769.81
营业费用	2,323.88	2,003.31	2,007.74	1,870.97	其他流动资产	22.70	22.70	22.70	22.70
管理费用	1,250.37	1,064.26	1,129.35	993.95	长期股权投资	428.97	430.97	432.97	434.97
研发费用	220.24	250.41	263.52	257.26	投资性房地产	371.89	324.46	277.03	229.60
财务费用	224.99	2.89	-145.10	-228.15	固定资产和在建工程	2,119.01	1,725.38	1,331.75	938.12
资产减值损失	2,011.96	50.00	50.00	50.00	无形资产和开发支出	2,738.79	8,457.11	8,152.26	7,847.40
投资收益	-70.72	2.00	2.00	2.00	其他非流动资产	8,171.75	1,643.76	1,544.46	1,544.46
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	22,015.97	22,250.45	21,994.87	24,554.22
其他经营损益	22.00	25.00	25.00	25.00					
营业利润	-28.22	2,254.84	2,365.58	2,320.28					
其他非经营损益	-12.25	-10.00	-10.00	-10.00	短期借款	1,856.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	-40.47	2,244.84	2,355.58	2,310.28	应付和预收款项	3,762.07	6,505.18	4,721.12	5,886.86
所得税	520.97	413.03	433.27	425.18	长期借款	126.21	-113.79	-413.79	-813.79
净利润	-561.44	1,831.81	1,922.31	1,885.10	其他负债	2,592.94	438.10	438.10	438.10
少数股东损益	85.76	154.10	156.70	160.58	负债合计	8,337.64	6,829.49	4,745.43	5,511.17
归母净利润	-885.89	1,427.30	1,502.09	1,467.27	股本	1,292.71	1,292.71	1,292.71	1,292.71
					资本公积	9,804.00	9,804.00	9,804.00	9,804.00
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	1,895.12	3,729.27	5,401.05	7,034.07



经营活动现金流	1,485.92	5,229.60	-485.07	4,748.51	归母股东权益	13,237.45	14,825.99	16,497.76	18,130.78
投资活动现金流	-1,505.51	-7.93	-7.93	-7.93	少数股东权益	440.88	594.98	751.69	912.27
融资活动现金流	-231.57	-1,906.08	46.79	25.90	股东权益合计	13,678.33	15,420.97	17,249.45	19,043.05
现金流量净额	-248.03	3,315.59	-446.21	4,766.49	负债和股东权益	22,015.97	22,250.46	21,994.88	24,554.22

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。