

深耕零售药店网络布局

——老百姓（603883）2015年度财报点评

2016年03月25日

强烈推荐

老百姓

财报点评

刘阳	分析师	执业证书编号：S1480515080003
	liu_yang@dxzq.net.cn	010-66554029
杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件：

2015年，公司实现营业收入45.68亿元（+16%）；归属于上市公司股东的净利润2.41亿元（+19%），归属于上市公司股东的扣非后净利润2.33亿元（+20%），EPS为0.98元，符合市场预期；年报中公布利润分配预案：10派3元（含税）。

公司分年度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	925.35	972.03	1118.31	1047.55	1040.33	1124.9	1355.7
增长率（%）	-	-	-	12.98%	12.43%	15.73%	21.23%
毛利率（%）	36.64%	36.49%	38.21%	37.99%	38.28%	36.45%	36.46%
期间费用率（%）	28.48%	29.72%	28.89%	28.21%	29.74%	29.78%	27.55%
营业利润率（%）	7.36%	5.69%	8.65%	9.05%	7.49%	5.84%	8.10%
净利润（百万元）	56.81	42.07	73.40	75.55	64.16	51.26	86.76
增长率（%）	-	-	-	14.95%	12.94%	21.86%	18.20%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.18	0.31	0.33	0.21	0.16	0.29
资产负债率（%）	-	57.86%	57.08%	54.51%	33.23%	38.38%	39.69%
净资产收益率（%）	-	4.08%	6.76%	6.51%	2.90%	2.32%	3.79%
总资产收益率（%）	-	1.72%	2.90%	2.96%	1.94%	1.43%	2.28%

观点：

- **内生+外延扩大零售网络布局。**公司共有门店1483家，经营网络已经覆盖15个省市级市场，是全国领先的零售企业之一。2015年新开门店543家，其中自建257家，并购门店286，内生开店和外延扩张发展路径顺畅。随着零售药店连锁化集中度的提升和国家相关政策的支持，公司将加速拓展新建新店和提升并购力度，扩大门店网络。
- **试点建设慢性病健康生活馆。**2015年公司试点建设了9家“高血压·糖尿病健康生活馆”，依据药学服务流程、辅助CRM会员管理系统，以高血压危险分级管理和糖尿病并发症预防为核心，开展高血压、糖尿病慢病顾客疾病管理。截止2015年底公司为顾客建立了三万份慢性病健康档案。依托公司1600万会员，对其中慢性病患者进行管理，将是零售终端的又一业绩爆发点。

- **积极拓展电子商务。**2015年公司电商B2C平台收入达到6,800万元,积极开拓新的网上销售渠道,目前已合作电商有京东、天猫、1号店、360商城等;同时公司加强O2O业务的发展,目前呈现良好的发展态势;随着2016可能放开的处方药网售,医药电商将呈现爆发状态,公司依托自己广大的零售店网络布局,将首先受益于此政策。

结论:

公司通过内生自建和外延并购的战略,将快速扩大其零售网络,增强对上游流通企业的议价能力,提高毛利率;通过建设慢性病健康生物馆提高零售药店绩效和粘性;大力发展医药电商,将实现网上药店和实体药店的连锁互动。我们看好公司的未来发展,预计2016年-2018年每股收益分别为1.18/1.50/2.02元,对应PE分别为42/33/24X,给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1692	2328	2759	3369	4227	营业收入	3943	4568	5849	7475	9665
货币资金	466	784	1176	1370	1667	营业成本	2484	2868	3667	4656	6001
应收账款	313	420	581	742	960	营业税金及附加	28	31	32	41	53
其他应收款	18	26	33	42	54	营业费用	895	1069	1357	1719	2194
预付款项	143	178	210	250	303	管理费用	205	237	304	404	503
存货	739	902	750	952	1227	财务费用	24	8	23	60	116
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.56	7.57	6.57	6.90	6.79
非流动资产合计	838	1472	1383	1364	1321	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.51	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	181.89	209.56	185.80	161.33	136.51	营业利润	302	348	459	589	791
无形资产	98	120	108	96	84	营业外收入	11.07	14.07	13.07	13.40	13.29
其他非流动资产	0	156	104	121	115	营业外支出	2.46	4.27	3.66	3.86	3.80
资产总计	2530	3801	4142	4732	5547	利润总额	311	358	468	598	800
流动负债合计	1363	1492	1646	1979	2431	所得税	73	80	107	136	182
短期借款	286	100	0	0	0	净利润	238	278	362	463	619
应付账款	487	600	757	960	1238	少数股东损益	36	37	48	61	79
预收款项	31	37	44	53	65	归属母公司净利润	202	241	314	402	540
一年内到期的非流	2	5	5	5	5	EBITDA	450	508	519	686	944
非流动负债合计	81	16	-42	-100	-158	BPS (元)	0.76	0.90	1.18	1.50	2.02
长期借款	58	0	-58	-116	-174	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	1444	1509	1604	1879	2273	成长能力					
少数股东权益	118	74	121	182	261	营业收入增长	18.72%	15.87%	28.03%	27.80%	29.29%
实收资本(或股本)	200	267	267	267	267	营业利润增长	22.09%	15.13%	31.76%	28.33%	34.31%
资本公积	142	1085	1085	1085	1085	归属于母公司净利润	30.51%	28.02%	30.51%	28.02%	34.36%
未分配利润	596	822	964	1145	1388	获利能力					
归属母公司股东权	968	2218	2417	2671	3013	毛利率(%)	37.00%	37.22%	37.31%	37.72%	37.90%
负债和所有者权	2530	3801	4142	4732	5547	净利率(%)	6.04%	6.08%	6.18%	6.19%	6.40%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	20.91%	10.84%	12.99%	15.04%	17.92%	
经营活动现金流	247	257	632	483	670	偿债能力					
净利润	238	278	362	463	619	资产负债率(%)	57%	40%	39%	40%	
折旧摊销	123.27	151.90	0.00	37.16	37.18	流动比率	1.24	1.56	1.68	1.70	1.74
财务费用	24	8	23	60	116	速动比率	0.70	0.96	1.22	1.22	1.23
应收账款减少	0	0	-161	-161	-217	营运能力					
预收帐款增加	0	0	7	9	12	总资产周转率	1.67	1.44	1.47	1.68	1.88
投资活动现金流	-214	-568	57	-24	-1	应收账款周转率	14	12	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.97	8.41	8.62	8.71	8.79
长期股权投资减少	0	0	11	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.90	1.18	1.50	2.02
筹资活动现金流	-36	663	-297	-265	-372	每股净现金流(最新)	-0.01	1.32	1.47	0.73	1.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.84	8.31	9.05	10.01	11.28
长期借款增加	0	0	-58	-58	-58	估值比率					
普通股增加	0	67	0	0	0	P/E	64.76	54.50	41.76	32.62	24.28
资本公积增加	-12	943	0	0	0	P/B	10.14	5.91	5.42	4.91	4.35
现金净增加额	-3	353	392	194	297	EV/EBITDA	21.55	24.48	22.87	16.95	11.94

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘阳

医药组组长。理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年进入金融领域，2013年开始任联讯证券医药组长，2015年加盟东兴证券研究所。

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。