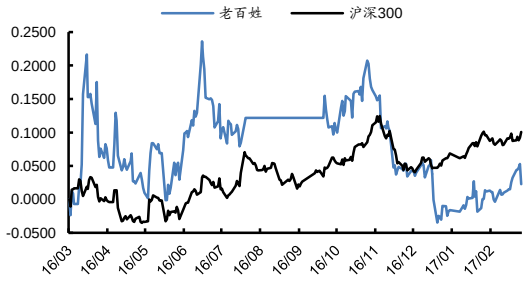
外延并购带动业绩快速增长，顺应流通政策变化抢占新业务先机

——老百姓（603883）事件点评

研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人 : 盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
老百姓	1.1	-1.9	-0.4
沪深 300	1.3	5.2	9.1

市场数据	2017/03/27
当前价格（元）	45.87
52 周价格区间（元）	42.06 - 56.94
总市值（百万）	12247.29
流通市值（百万）	3858.73
总股本（万股）	26700.00
流通股（万股）	8412.32
日均成交额（百万）	85.00
近一月换手（%）	32.72

相关报告

《老百姓（603883）半年报点评：“并购+自建”驱动业绩增长，把握政策趋势打造新型药店》——2016-08-24

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

近日，公司发布 2016 年年度报告：公司 2016 年实现营收 60.94 亿元，同比增长 33.40%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.97 亿元，同比增长 23.45%；扣除非经常性损益的净利润为 2.85 亿元，较上年增长 22.35%。同时公告利润分配方案，拟向全体股东每 10 股配发现金红利 3 元（含税）。

投资要点：

- **并购 + 自建扩大门店覆盖率，业绩快速增长。**报告期内，公司营业收入比上年增长 33.4%，主要系老店同比增长、新开及并购等新增门店的贡献。2016 年公司及控股子公司共完成 7 起主要并购，新增一个省级和一个地级市场。此外，公司在市区大量开店的同时，将半径放大到人流量多或有发展潜力的城郊结合部，通过“近医院、进乡镇“的渗透型拓展方针，提高市场占有率。截至报告期末，公司拥有门店 1838 家，其中报告期内新开门店 488 家（其中新建自营门店 193 家，并购门店 295 家）。截至 2016 年底，门店网络覆盖已达我国人口占比 65%和 GDP 占比 78%的区域范围（据国家统计局数据）。随着人民群众医疗卫生服务和自我保健刚性需求的增大，以及响应国家“健康中国”的号召，预计药品零售市场规模将有每年 15%的稳定增长，为公司的持续发展提供了必要条件。

- **服务质量提高品牌效应,会员建设提升客户粘性。**公司通过多年经营，建立起了忠诚度高、稳定的会员体系，报告期内公司活跃会员数 900 余万，会员销售占比 72%，来客数占比 21%。在顾客服务方面，公司通过培养门店药师为顾客提供专业服务、开发顾客 APP 及微信服务号等方式建立起了多方面的服务体系，有利于增强用户黏性、提高品牌口碑和知名度，对公司发展具有积极长远的影响。

- **顺应流通行业政策巨变，抢占 DTP 和现代化物流系统先机。**作为国内领先的医药零售连锁企业，拥有一套完整高效的现代化物流配送系统是公司未来发展战略的重要一环。2016 年 12 月 27 日国务院发布的 78 号通知明确提出“推动药品流通企业兼并重组，建设和完善供应链集成系统“，“两票制”和分级诊疗制度的改革对药品流通行业的整合也产生了重大影响，利好大型药品零售连锁企业。公司目前拥有在行业内竞争力较强的现代化物流配送体系，实现了对全部直营店商品配送的全覆盖，现有 16 个分级配送中心，仓储面积 80000 多平方米，药品流通能力和配送效率有望通过

整合被并购子公司得到进一步提升。此外，处方外流大潮流下，公司与重要工业企业合作探索合作 DTP 业务。报告期公司以高端、专业、安全的病种管理为导向，着力打造慢病重症高货值特药、临床用药限制处方外流商品、落标或弃标院外关联产品和院外临床独家中成药、特色品种的商品体系。从商品、流程、服务等方面，打造 DTP 行业金标准，以适应市场变化趋势。目前公司在 DTP 和现代化物流系统布局上处于相对领先地位，未来有望成为这一轮处方外流等流通领域政策变化的典型受益者。

- **财务指标基本稳健。**报告期内公司实现营收 60.94 亿元，同比增长 30.40%，归属于上市公司股东净利润和归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润比上年分别增长 23.45%和 22.35%，主要原因是收入及毛利率同步增长且费用得到有效控制。归属于上市公司净资产比上年减少 16.59%，主要是报告期内购买少数股东权益所致。**分行业来看**，医药零售、批发、制造营收分别增长 31.96%、61.38%和 64.76%，毛利率分别下降 0.92、增长 1.32 和增长 0.36 个百分点。2016 年公司财务费用增加 336.02%，主要系报告期内发行公司债所致。销售费用和管理费用分别增长 32.17%和 22.02%，与公司增加门店数量、提高市场占有率有关。

- **盈利预测和投资评级：**在政府“医药分离”的推动下，零售药店渠道的贡献率将迎来趋势性上升，老百姓作为国内领先的医药零售连锁企业龙头之一，我们看好公司在大健康领域不但积累会员资源，通过内生自建和外延并购的战略，快速扩大其零售网络，提高零售药店绩效和粘性。**因此维持买入评级，预计 17-19 年的 EPS 分别为 1.39、1.71、2.08 元，对应当前股价的 PE 分别为 33.06、26.85、22.02 倍。**

- **风险提示：**1）并购整合不及预期，2）门店拓展不及预期，3）流通领域整合不及预期，4）行业再融资政策趋紧。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6094	7805	9753	12249
增长率(%)	33%	28%	25%	26%
净利润（百万元）	297	370	456	556
增长率(%)	23%	25%	23%	22%
摊薄每股收益（元）	1.11	1.39	1.71	2.08
ROE(%)	15.26%	16.46%	17.36%	18.03%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：2016 年老百姓及其子公司完成的并购事件一览表

并购发起时间	购买主体	标的资产	收购成本（万元）
2015 年 11 月	母公司	兰州惠仁堂 65%股权	34,840
2016 年 3 月	湖北公司	湖北仁心 11 家门店	1,350
2016 年 4 月	湖北公司	武汉南方 22 家门店	4,573
2016 年 5 月	母公司	扬州百信缘 65%股权	13,000
2016 年 5 月	河南公司	河南省医 49%股权	5,430
2016 年 8-9 月	母公司	天津公司、广西公司、郴州公司各 49%股权	160,660、27,770、15,763

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

表 1：老百姓盈利预测表

证券代码:	603883.SH		股价:	45.87	投资评级:	买入		日期:	2017/03/27
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	15%	16%	17%	18%	EPS	1.11	1.39	1.71	2.08
毛利率	36%	35%	35%	35%	BVPS	6.93	7.86	9.01	10.41
期间费率	29%	29%	29%	28%	**估值**				
销售净利率	5%	5%	5%	5%	P/E	41.25	33.06	26.85	22.02
成长能力					P/B	6.62	5.83	5.09	4.41
收入增长率	33%	28%	25%	26%	P/S	2.01	1.57	1.26	1.00
利润增长率	23%	25%	23%	22%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	1.24	1.39	1.51	1.63	**营业收入**	**6094**	**7805**	**9753**	**12249**
应收账款周转率	9.62	9.62	9.62	9.62	营业成本	3897	5037	6323	7985
存货周转率	3.26	3.26	3.26	3.26	营业税金及附加	41	53	66	83
偿债能力					销售费用	1412	1733	2165	2720
资产负债率	60%	60%	59%	59%	管理费用	290	375	468	588
流动比	1.37	1.42	1.46	1.51	财务费用	33	95	96	96
速动比	0.81	0.80	0.81	0.82	其他费用/（-收入）	(14)	0	0	0
					营业利润	**408**	**513**	**635**	**777**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	15	15	15	15
现金及现金等价物	835	914	1018	1134	**利润总额**	**423**	**528**	**650**	**792**
应收款项	634	812	1014	1274	所得税费用	81	101	124	152
存货净额	1197	1563	1962	2478	**净利润**	342	427	525	641
其他流动资产	275	347	429	534	少数股东损益	45	56	69	85
流动资产合计	**2941**	**3617**	**4405**	**5401**	**归属于母公司净利润**	**297**	**370**	**456**	**556**
固定资产	252	246	242	238					
在建工程	17	37	57	77	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	181	181	175	169	**经营活动现金流**	**313**	**306**	**385**	**444**
长期股权投资	0	30	60	90	净利润	342	427	525	641
资产总计	**4910**	**5631**	**6458**	**7493**	少数股东权益	45	56	69	85
短期借款	481	501	521	541	折旧摊销	47	43	43	42
应付款项	1247	1629	2045	2582	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	49	62	78	98	营运资金变动	(121)	(1012)	(1115)	(1437)
其他流动负债	365	365	365	365	**投资活动现金流**	**(586)**	**(45)**	**(45)**	**(46)**
流动负债合计	**2141**	**2556**	**3008**	**3585**	资本支出	(57)	(15)	(15)	(16)
长期借款及应付债券	792	792	792	792	长期投资	0	(30)	(30)	(30)
其他长期负债	32	32	32	32	其他	(529)	0	0	0
长期负债合计	**824**	**824**	**824**	**824**	**筹资活动现金流**	**351**	**(102)**	**(130)**	**(162)**
负债合计	**2964**	**3380**	**3831**	**4408**	债务融资	1172	20	20	20
股本	267	267	267	267	权益融资	14	0	0	0
股东权益	1945	2251	2626	3085	其它	(835)	(122)	(150)	(182)
负债和股东权益总计	**4910**	**5631**	**6458**	**7493**	**现金净增加额**	**78**	**159**	**210**	**236**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【医药组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。
水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。