

# 南京新百 (600682)

证券研究报告

2017年03月30日

## 布局居家养老+精准医疗，大健康龙头扬帆起航

营收同比增长 2.67%；归母净利增长 9.10%。

公司披露年报，16 年实现营收 162.76 亿元，同比增长 2.67%；归母净利润 4.00 亿元，同比增长 9.10%；EPS 为 0.48 元。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.9 元（含税）。净利润增长主要系子公司英国 HOF 前三季度为传统淡季，利润集中在全年销售旺季第四季度体现；且子公司南京新百房地产本期确认收入并结转成本，净利润 2.63 亿元。公司通过外延式并购及参与投资设立产业基金等多种方式，在医疗养老领域构建出全健康管理体系统；参与投资生物医药、医疗服务产业并购基金，收购新加坡康盛人生 20% 股权，安康通+三胞国际+齐鲁干细胞重大资产重组项目获证监会审核通过，并于 17 年 2 月完成资产交割。17 年公司计划实现 179 亿元的经营目标（按原合并口径）。

HOF 线上收入增长 18%，占比超 20%，主要是由于客户从线下购买逐渐向线上购买转变。联营品牌销售约 6.5 亿英镑，减少 650 万英镑，主要是因为维京旅游（Virgin Travel）联营销售收入减少，剔除该联营销售的影响因素，联营销售额与去年持平；其中 2016 增长显著的产品类别为美妆，同期销售额增长约 1070 万英镑，增幅达到 4%。

### 房地产收入增幅近 6 倍，国内市场营收略有增长

房地产业收入 15.16 亿元（占比 9.50%），同比增长 599.49%，增幅较大主要系新百地产一期房屋交付确认收入 15.18 亿元；江苏省收入 33.41 亿元（占比 20.90%），同比增长 45.31%；安徽省收入 7.15 亿元（占比 4.47%），同比增长 3.46%。

### 布局居家养老+精准医疗

公司具备强资源禀赋与产业链延伸潜力，居家养老展望全国 90% 养老市场，脐带血库剑指精准医疗。发展生物医疗技术，积极拓展养老产业，结合医院资源，最终实现医养结合、闭环的大健康发展战略。此外，在现代商业板块，公司向场景化营销转型，向自营和买手制转型，16 年 12 月 HOF 中国首家旗舰店“南京东方福来德购物中心”开业，奠定 HOF 在中国发展的基础。

**给予买入评级。**公司是三胞集团重要资产证券化平台，收购 CO 集团、齐鲁干细胞及 Cordlife，剑指全球干细胞第一企业，收购安康通+Natali 成就全球领先居家养老服务公司。假设定增与今年底完成，我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.65 元、1.11 元、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 56x、33x、30x，维持买入评级。

**风险提示：**收购标的业绩不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,852.95	16,275.69	15,862.76	20,289.51	24,871.01
增长率(%)	102.59	2.67	(2.54)	27.91	22.58
EBITDA(百万元)	1,356.88	1,204.33	1,218.43	1,887.80	2,066.75
净利润(百万元)	366.50	399.86	719.47	1,226.92	1,355.59
增长率(%)	(8.46)	9.10	79.93	70.53	10.49
EPS(元/股)	0.33	0.36	0.65	1.11	1.23
市盈率(P/E)	110.07	100.89	56.07	32.88	29.76
市净率(P/B)	16.95	15.43	11.85	8.95	6.98
市销率(P/S)	2.54	2.48	2.54	1.99	1.62
EV/EBITDA	23.36	24.96	33.39	19.36	17.82

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	36.63 元
目标价格	46.75 元
上次目标价	46.75 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,101.31
流通 A 股股本(百万股)	725.84
A 股总市值(百万元)	40,340.99
流通 A 股市值(百万元)	26,587.48
每股净资产(元)	3.16
资产负债率(%)	86.80
一年内最高/最低(元)	39.99/23.02

### 作者

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

**张璐芳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020001  
zhanglufang@tfzq.com

**孙海洋** 联系人  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

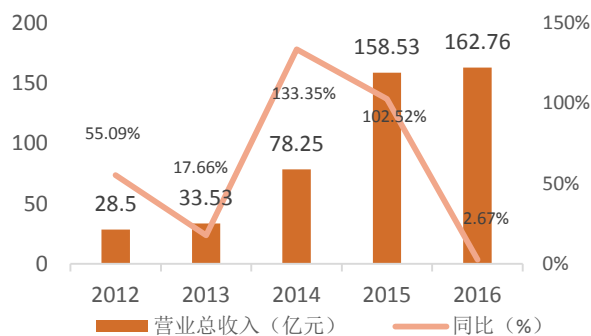
- 《南京新百-公司点评:Q4 归母净利 8.3 亿，放量增长凸显业绩拐点》  
2017-01-09
- 《南京新百-公司点评:定增有条件过会，大健康龙头正式起航！》  
2016-12-06
- 《南京新百-公司点评:成立 65.7 亿并购基金收购 CO，大健康转型持续推进》  
2016-11-10



**营收同比增长 2.67%；归母净利增长 9.10%。**公司披露年报，16 年实现营收 162.76 亿元，同比增长 2.67%；归母净利 4.00 亿元，同比增长 9.10%；EPS 为 0.48 元。其中，4Q16 实现营收 65.24 亿元（Q1-3 分别为 31.68 亿/35.20 亿/30.64 亿），同比增长 16.67%（Q1-3 增速分别为-3.22%/-3.48%/-8.30%）；归母净利 8.45 亿元（Q1-3 分别为-1.77 亿/-0.91 亿/-1.77 亿），同比增长 84.10%（Q1-3 增速分别为-13.49%/-131.16%/22.41%）。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.9 元（含税）。净利润增长主要系子公司英国 HOF 前三季度为传统淡季，利润集中在全年销售旺季第四季度体现；且子公司南京新百房地产本期确认收入并结转成本，净利润 2.63 亿元。公司通过外延式并购及参与投资设立产业基金等多种方式，在医疗养老领域构建出全健康管理体系统；参与投资生物医疗、医疗服务产业并购基金，收购新加坡康盛人生 20% 股权，安康通+三胞国际+齐鲁干细胞重大资产重组项目获证监会审核通过，并于 17 年 2 月完成资产交割。17 年公司计划实现 179 亿元的经营目标（按原合并口径）。

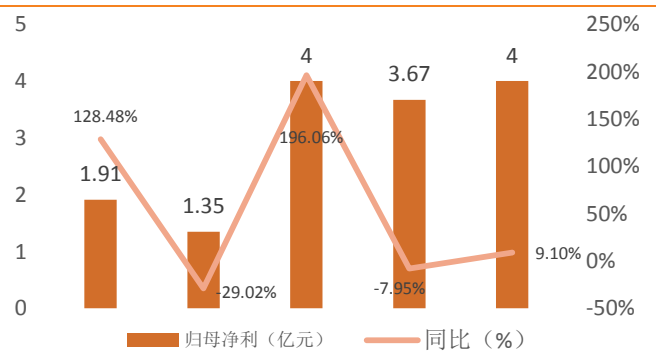
**HOF 线上收入增长 18%，占比超 20%，**16 年 HOF 营收 119.62 亿人民币，同比减少 5.10%，净利 3462.3 万人民币（去年同期为亏损 1437.72 万元），其中线上销售收入 2.8 亿英镑，增幅约 18%；门店销售收入达 10.3 亿英镑，减少 3950 万英镑，**主要是由于客户从线下购买逐渐向线上购买转变。**16 年线上销售额占比超过 20%，线上毛利达到约 1.1 亿英镑，增幅约 11%；16 年 HOF 特约品牌销售达 4.5 亿英镑，增加 2050 万英镑；自有品牌销售 2 亿英镑，降幅约 5%；联营品牌销售约 6.5 亿英镑，减少 650 万英镑，主要是因为维京旅游（Virgin Travel）联营销售收入减少，剔除该联营销售的影响因素，联营销售额与去年持平；其中 2016 增长显著的产品类别为美妆，同期销售额增长约 1070 万英镑，增幅达到 4%。

图 1：2012-2016 年营收及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2012-2016 归母净利及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**房地产收入增幅近 6 倍，国内市场营收略有增长。**分行业来看，百货商业收入 144.37 亿元（占比 90.30%），同比减少 5.04%；房地产业收入 15.16 亿元（占比 9.50%），同比增长 599.49%，增幅较大主要系新百地产一期房屋交付确认收入 15.18 亿元；宾馆餐饮业收入 0.32 亿元（占比 0.2%），同比增长 17.63%。分地区来看，江苏省收入 33.41 亿元（占比 20.90%），同比增长 45.31%；安徽省收入 7.15 亿元（占比 4.47%），同比增长 3.46%；英国等境外地区收入 119.32 亿元（占比 74.63%），同比减少 4.74%。

图 3：2016 年营收分行业占比

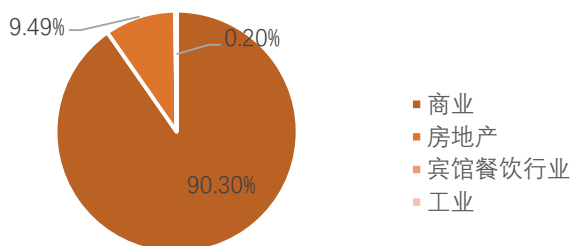
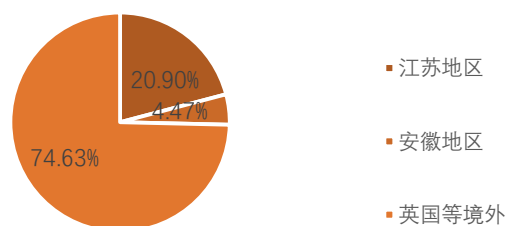


图 4：2016 年营收分地区占比

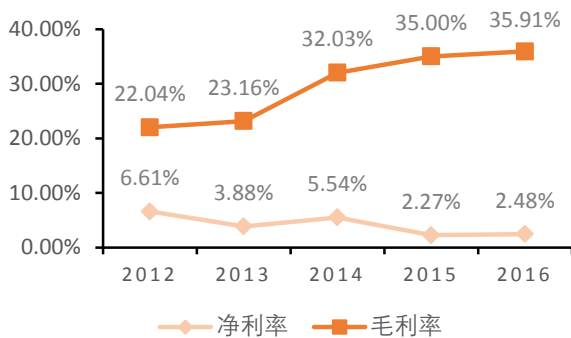


资料来源：公司公告、天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

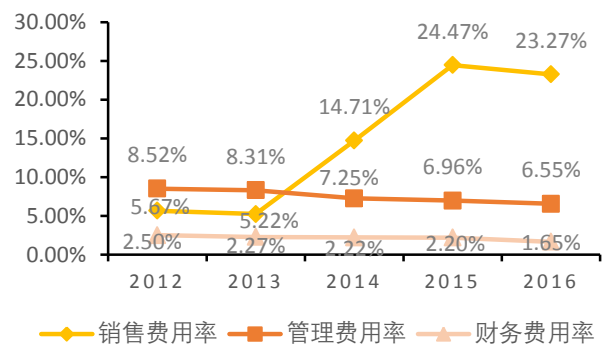
**毛利率增长 1.14 个百分点，期间费用率同比减少 2.16 个百分点。**2016 年公司毛利率为 34.85%，同比增长 1.14 个百分点，其中百货商业毛利率 33.87%，同比增长 0.14 个百分点，主要系关闭海外毛利率较低门店所致；房地产业毛利率 43.12%，同比增加 18.52 个百分点，主要系公司的子公司南京新百房地产本期确认高额收入并结转成本所致；宾馆餐饮业毛利率 82.40%，同比减少 0.98 个百分点，主要系特色餐饮业竞争激烈成本上升所致。16 年费用率减少 2.16 个百分点至 31.47%，其中销售费用率 23.27%，同比减少 1.2 个百分点，主要系门店房产相关费用减少以及大力发展线上销售，营销模式逐步从线下销售向线上销售转变所致；管理费用率 6.55%，同比减少 0.41 个百分点，主要系房产税大幅减少所致；财务费用率 1.65%，同比减少 0.55 个百分点，主要系本期贷款额的减少和去年英国子公司 HOF 的高息债置换所致。净利率同比增长 0.21 个百分点致 2.48%。

图 5：2012-2016 年公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2012-2016 年公司期间费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**布局居家养老+精准医疗，大健康龙头扬帆起航。**公司具备强资源禀赋与产业链延伸潜力，居家养老展望全国 90% 养老市场，脐带血库剑指精准医疗。第一、养老业务方面，公司以安康通搭建生活服务平台，以 Natali 实现产业链纵深，以 Nursing 建立标准化服务体系，满足老龄化社会中包括紧急救助、远程医疗、生活服务、健康管理等在内的全方位养老服务需求。以 B2G2C 业务切入快速获取大众市场，以 B2C 业务提升用户价值。公司借助安康通和三胞国际引入国外先进的“居家养老”服务经验，构筑“预防-治疗-康复-健康监测-行为指导”的全程健康管理体系，进一步打造健康医疗服务闭环，满足居民更高层次健康养老需求。第二、精准医疗方面，参股康盛人生系新加坡上市公司，拥有超过 15 年脐带血库运营经验，目前在东南亚多个国家和地区开展脐带血存储业务；同时参与设立生物医疗产业并购基金和医疗服务产业等并购基金，从干细胞存储切入，布局干细胞产业链上游，拓展基因检测，全面建设精准医疗健康服务体系。公司未来将会依托脐带血库业务，发展生物医疗技术，积极拓展养老产业，结合医院资源，最终实现医养结合、闭环的大健康发展战略。此外，在现代商业板块，公司向场景化营销转型，向自营和买手制转型，16 年 12 月 HOF 中国首家旗舰店“南京东方福来德购物中心”开业，奠定 HOF 在中国发展的基础。

**给予买入评级。**公司是三胞集团重要资产证券化平台，收购 CO 集团、齐鲁干细胞及 Cordlife，剑指全球干细胞第一企业，收购安康通+Natali 成就全球领先居家养老服务公司。假设定增与今年底完成，我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.65 元、1.11 元、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 56x、33x、30x，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,252.87	4,153.27	1,269.02	3,744.31	3,482.17
应收账款	254.43	189.78	254.25	(282.66)	(346.49)
预付账款	242.60	152.67	251.35	249.96	352.02
存货	3,016.20	3,395.99	2,604.90	4,644.51	4,414.45
其他	192.12	300.42	184.05	226.09	236.78
<b>流动资产合计</b>	<b>7,958.22</b>	<b>8,192.12</b>	<b>4,563.58</b>	<b>8,582.21</b>	<b>8,138.93</b>
长期股权投资	9.79	439.36	439.36	439.36	439.36
固定资产	2,854.92	3,028.08	2,915.96	2,820.38	2,721.72
在建工程	54.71	20.59	48.36	77.01	76.21
无形资产	1,819.71	1,688.87	1,614.33	1,539.80	1,465.26
其他	4,897.20	5,141.23	4,995.27	5,004.30	5,012.73
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,636.34</b>	<b>10,318.14</b>	<b>10,013.28</b>	<b>9,880.86</b>	<b>9,715.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,594.56</b>	<b>18,510.26</b>	<b>14,576.86</b>	<b>18,463.06</b>	<b>17,854.21</b>
短期借款	2,710.72	2,405.08	1,421.96	0.00	0.00
应付账款	3,690.74	3,967.28	3,275.11	5,626.65	5,409.08
其他	3,544.60	5,424.24	2,857.80	5,008.26	3,424.40
<b>流动负债合计</b>	<b>9,946.06</b>	<b>11,796.60</b>	<b>7,554.87</b>	<b>10,634.91</b>	<b>8,833.47</b>
长期借款	1,743.42	1,368.93	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,618.43	1,351.89	1,826.56	1,598.96	1,592.47
其他	2,119.48	1,550.31	1,946.28	1,872.02	1,789.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,481.33</b>	<b>4,271.13</b>	<b>3,772.84</b>	<b>3,470.98</b>	<b>3,382.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>15,427.39</b>	<b>16,067.74</b>	<b>11,327.71</b>	<b>14,105.90</b>	<b>12,215.48</b>
少数股东权益	(212.22)	(171.94)	(156.63)	(152.45)	(137.05)
股本	828.02	828.02	1,101.33	1,101.33	1,101.33
资本公积	234.34	234.34	234.34	234.34	234.34
留存收益	1,449.59	1,655.21	2,304.45	3,408.29	4,674.45
其他	(132.55)	(103.10)	(234.34)	(234.34)	(234.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,167.17</b>	<b>2,442.53</b>	<b>3,249.15</b>	<b>4,357.17</b>	<b>5,638.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,594.56</b>	<b>18,510.26</b>	<b>14,576.86</b>	<b>18,463.06</b>	<b>17,854.21</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	359.09	403.53	719.47	1,226.92	1,355.59
折旧摊销	460.62	454.43	218.89	221.46	224.00
财务费用	333.84	418.32	0.00	0.00	0.00
投资损失	(436.54)	(4.98)	(240.00)	(199.51)	(262.23)
营运资金变动	1,475.26	522.22	(1,948.31)	2,876.16	(1,719.76)
其它	248.68	765.22	19.28	2.81	15.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,440.94</b>	<b>2,558.76</b>	<b>(1,230.67)</b>	<b>4,127.84</b>	<b>(386.74)</b>
资本支出	560.39	1,015.16	(335.97)	154.26	132.48
长期投资	9.79	429.57	0.00	0.00	0.00
其他	(681.78)	(3,052.32)	509.62	(31.87)	79.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(111.59)</b>	<b>(1,607.59)</b>	<b>173.65</b>	<b>122.39</b>	<b>212.43</b>
债权融资	6,283.73	5,385.55	3,487.28	1,835.48	1,837.44
股权融资	33.99	(239.78)	142.07	0.00	0.00
其他	(6,224.15)	(6,065.24)	(5,456.58)	(3,610.42)	(1,925.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93.56</b>	<b>(919.46)</b>	<b>(1,827.24)</b>	<b>(1,774.94)</b>	<b>(87.82)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,422.91</b>	<b>31.70</b>	<b>(2,884.25)</b>	<b>2,475.28</b>	<b>(262.13)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>15,852.95</b>	<b>16,275.69</b>	<b>15,862.76</b>	<b>20,289.51</b>	<b>24,871.01</b>
营业成本	10,304.09	10,431.38	10,066.32	12,452.97	15,267.81
营业税金及附加	83.14	216.58	80.90	159.96	217.96
营业费用	3,879.84	3,787.28	4,013.28	4,991.22	6,217.75
管理费用	1,103.30	1,065.77	935.90	1,197.08	1,566.87
财务费用	348.19	269.24	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	7.29	10.47	10.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	3.17	(1.44)	(0.10)
投资净收益	436.54	4.98	240.00	199.51	262.23
其他	(873.09)	(9.95)	(486.35)	(396.14)	(524.27)
<b>营业利润</b>	<b>563.63</b>	<b>499.94</b>	<b>999.54</b>	<b>1,666.35</b>	<b>1,842.75</b>
营业外收入	7.46	7.86	6.86	7.39	7.37
营业外支出	63.78	7.16	25.61	32.18	21.65
<b>利润总额</b>	<b>507.32</b>	<b>500.64</b>	<b>980.78</b>	<b>1,641.55</b>	<b>1,828.46</b>
所得税	148.23	97.11	245.19	410.39	457.12
<b>净利润</b>	<b>359.09</b>	<b>403.53</b>	<b>735.58</b>	<b>1,231.16</b>	<b>1,371.35</b>
少数股东损益	(7.42)	3.68	16.11	4.25	15.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>366.50</b>	<b>399.86</b>	<b>719.47</b>	<b>1,226.92</b>	<b>1,355.59</b>
每股收益(元)	0.33	0.36	0.65	1.11	1.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	102.59%	2.67%	-2.54%	27.91%	22.58%
营业利润	7.58%	-11.30%	99.93%	66.71%	10.59%
归属于母公司净利润	-8.46%	9.10%	79.93%	70.53%	10.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.00%	35.91%	36.54%	38.62%	38.61%
净利率	2.31%	2.46%	4.54%	6.05%	5.45%
ROE	15.40%	15.29%	21.13%	27.21%	23.47%
ROIC	13.69%	20.62%	41.32%	33.33%	191.13%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	87.68%	86.80%	77.71%	76.40%	68.42%
净负债率	219.70%	200.24%	200.94%	150.82%	151.21%
流动比率	0.80	0.69	0.60	0.81	0.92
速动比率	0.50	0.41	0.26	0.37	0.42
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	71.96	73.28	71.45	-1,428.24	-79.06
存货周转率	5.75	5.08	5.29	5.60	5.49
总资产周转率	1.00	0.90	0.96	1.23	1.37
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.36	0.65	1.11	1.23
每股经营现金流	2.22	2.32	-1.12	3.75	-0.35
每股净资产	2.16	2.37	3.09	4.09	5.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	110.07	100.89	56.07	32.88	29.76
市净率	16.95	15.43	11.85	8.95	6.98
EV/EBITDA	23.36	24.96	33.39	19.36	17.82
EV/EBIT	34.77	39.08	40.70	21.94	19.98

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com