

业绩稳定增长，电商业务拓展迅速

——一心堂（002727）2016 年中报点评

2016 年 08 月 16 日

推荐/首次

一心堂

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
张金洋	联系人		
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	联系人		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司公告 2016 年中报，实现营业收入 29.52 亿元，同比增长 18.11%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 12.85%，实现扣非归母净利润 1.95 亿元，同比增长 12.54%。Q2 单季实现营业收入 14.73 亿元，同比增长 13.38%，实现归母净利润 9058 万元，同比增长 8.61%，实现扣非归母净利润 8983 万元，同比增长 8.37%。

观点：

1、同比增速放缓受广安堂并表影响，新店培育、电商投入影响公司利润增速

公司收入、利润同比增速放缓主要原因是广安堂收入、利润并表导致。公司去年 4 月收购广安堂，2015 年中报时广安堂已为公司贡献 7946 万收入及 308 万净利润，而在 2015 年一季报中还没有并表，从而导致公司 2016 年 Q1、Q2 单季收入、净利润的同比增长差异。

销售费用率的提升导致公司利润增速低于收入增速。公司 2016 年中报销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 29.09%、4.73%、0.53%，同比分别增长 2.24、下降 0.47、增长 0.62 个百分点。销售费用上尽管因为修改会计政策，减少装修费用 834 万元，但由于公司持续高强度的新店扩张导致工资附加及社保费用、房租费、折旧费、日常办公费等项目同比增速均高于收入增速，加上发行短期融资券和中期票据带来的财务费用上的支出以及在电商业务上的持续投入，导致公司净利润增速低于营业收入增速。此外，由于修改会计政策，公司资产减值损失减少约 2426 万元。

2、立足云南辐射西南，省外拓张规模效应有望显现

公司着眼于云南市场，零售药店已覆盖云南省所有市县，并向西南地区辐射，通过并购实现在四川、海南、广西、山西市场占有率前三，贵州省也较为领先，报告期内完成对郑州仟禧堂的收购，正式进入河南地区。截止 2016 年 6 月 30 日，公司拥有直营门店 3818 家（医保刷卡资质门店 2915 家），环比增加 111 家，其中云南 2644 家、广西 335 家、四川 240 家、山西 215 家、贵州 150 家、海南 151 家、重庆 58 家、其他省份及直辖市 25 家，在收购事项有云南三明鑫疆的 13 家门店，预计其 16 年 7 月-12 月营业收入为 2495 万元，利润 233 万元。受到筹备现已终止的定增项目以及避免触发重大重组等因素影响，公司门店环比增速有所下降。尽管公司近日公告定增项目终止，但公司短期融资券、中期票据还有共计 8 个亿的额度，仍有能力

以较低成本获得资金, 公司外延并购速度有望恢复, 随着公司省外拓展力度持续加大, 有望实现规模效应, 获得在当地的议价能力以及物流等成本摊销能力的提升, 从而获得毛利率的提升以及费用率的下降。

3、依托区域服务优势, 电商平台初现端倪

公司电商平台框架已经搭建完毕, 利用国际先进的 Hybris 电商平台以及公司在 2644 家门店的区域服务优势, 积极探索 B2C、B2B、B2B2C、O2O 等电商业务。其中, 生鲜 B2C 业务一心到家于 6 月初上线, 距今仅 2 个半月的时间, 已经突破日订单 3000 单的订单量; 而一心堂电商平台上, 公司在区域市场内培育了具备一批具备电商理念的传统商户, 库存量单品 (SKU) 已突破 10 万, 给公司客户群体提供丰富优质的商品选择; O2O 方面已经上线了线上下单门店付款、线上订单网点配送等服务, 实现了线上线下资源的整合和流程再造。我们认为, 公司电商平台已经初现端倪, 未来将成为公司发展业务中的一个重要板块, 有望拓展出新的利润点。

结论:

公司作为区域型连锁药店龙头, 立足云南辐射西南地区, 未来省外拓张目标明确, 随着规模效应的实现, 未来净利率水平有望提升, 公司积极探索电商业务, 也有望拓展出新的利润点。长期来看, 医药分开将促使处方药外流, 看好公司所掌握的终端端口资源, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.78、0.95、1.14, 对应 PE 分别为 30x、24x、20x, 首次覆盖, 给予“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	2399	3014	4084	4889	5811	营业收入	4428	5321	6435	7865	9389		
货币资金	1056	1034	1595	1721	1885	营业成本	2638	3090	3691	4503	5367		
应收账款	245	325	393	481	574	营业税金及附加	25	27	32	40	47		
其他应收款	84	144	175	213	255	营业费用	1124	1476	1857	2277	2720		
预付款项	240	434	665	947	1283	管理费用	238	289	304	372	449		
存货	766	1024	1223	1492	1779	财务费用	4	12	31	37	42		
其他流动资产	0	48	28	28	28	资产减值损失	56.22	56.30	12.51	16.31	18.12		
非流动资产合计	543	1173	1136	1100	1064	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	4	0	0	0	0	投资净收益	0.50	8.10	0.00	0.00	0.00		
固定资产	350	473	444	414	384	营业利润	344	379	508	621	746		
无形资产	29	62	56	50	43	营业外收入	6.16	15.53	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.24	4.42	0.00	0.00	0.00		
资产总计	2941	4186	5220	5989	6875	利润总额	345	390	508	621	746		
流动负债合计	856	1907	1874	2147	2436	所得税	50	44	102	124	149		
短期借款	0	625	0	0	0	净利润	295	346	406	497	597		
应付账款	363	562	662	807	962	少数股东损益	-2	0	2	2	3		
预收款项	8	4	0	-6	-12	归属母公司净利润	297	346	404	494	594		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	413	500	575	694	824		
非流动负债合计	3	6	406	406	406	BPS (元)	1.31	1.33	0.78	0.95	1.14		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	400	400	400		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	859	1913	2281	2553	2842	成长能力							
少数股东权益	0	0	2	4	7	营业收入增长	24.86%	20.16%	20.94%	22.21%	19.38%		
实收资本(或股本)	260	260	521	521	521	营业利润增长	30.30%	10.04%	33.92%	22.28%	20.16%		
资本公积	838	838	838	838	838	归属于母公司净利润	16.69%	22.26%	16.69%	22.26%	20.15%		
未分配利润	906	1074	1361	1712	2134	获利能力							
归属母公司股东权益	2083	2273	2938	3432	4026	毛利率(%)	40.44%	41.92%	42.65%	42.75%	42.84%		
负债和所有者权益	2941	4186	5220	5989	6875	净利率(%)	6.66%	6.51%	6.31%	6.31%	6.35%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	14.28%	15.24%	13.76%	14.40%	14.75%		
经营活动现金流	176	186	570	180	224	偿债能力							
净利润	295	346	406	497	597	资产负债率(%)	29%	46%	40%	41%	41%		
折旧摊销	65	109	0	36	36	流动比率	2.80	1.58	2.18	2.00	2.07		
财务费用	4	12	31	37	42	速动比率	1.91	1.04	1.53	1.36	1.43		
应收账款减少	0	0	-68	-87	-93	营运能力							
预收账款增加	0	0	-5	-6	-7	总资产周转率	1.77	1.49	1.42	1.47	1.49		
投资活动现金流	-165	-755	-13	-16	-18	应收账款周转率	19	19	18	18	18		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.05	11.51	10.52	10.71	10.61		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	1	8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.31	1.33	0.78	0.95	1.14		
筹资活动现金流	520	459	3	-37	-42	每股净现金流(最新)	2.04	-0.43	0.42	0.53	0.57		
应付债券增加	0	0	400	0	0	每股净资产(最新摊)	8.00	8.73	5.64	6.59	7.73		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	65	0	260	0	0	P/E	17.80	17.45	29.91	24.47	20.36		
资本公积增加	673	0	0	0	0	P/B	2.90	2.66	4.12	3.52	3.00		
现金净增加额	532	-111	561	127	164	EV/EBITDA	12.09	11.28	19.65	16.11	13.35		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 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

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

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。