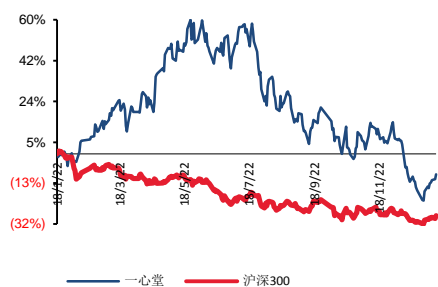


日常消费 食品与主要用品零售 II

受益减税等行业政策，整体业绩稳定提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	568/299
总市值/流通(百万元)	10,969/5,783
12个月最高/最低(元)	34.50/16.80

相关研究报告:

- 一心堂(002727)《合理并购助力规模扩张》--2018/12/11
- 一心堂(002727)《Q3收入提速，新开店速度显著提升》--2018/10/22
- 一心堂(002727)《门店扩张加速，核心指标全面提升》--2018/08/27

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

一、国家集采和处方外流趋势下，一心堂等上市药房议价能力提升

从行业看，带量采购进一步推动了医药分家，生产企业更加重视布局零售渠道，上市药房凭借规模和集采优势，向药企及经销商要利润，加上对产品结构的调整及向处方药消费人群销售其他产品，来弥补定点药店与医保定点医院执行统一支付价后出现的药店价格倒挂损失，维持毛利率稳定。

18年11月，昆明出台“特慢病”待遇支付扩大至零售药店的试点，将在19年一月执行，市民可凭外配处方，在昆明主城区的10家试点零售药店刷医保卡，购买包括高血压、糖尿病在内的26个慢性病种的药品，支付标准与医疗机构标准相同。之后试点药店还将推广至全市，扩大至50家。申请“特慢病”定点的药店，需具备经营面积不少于200平方米，仅经营和摆放药品，且至少配2名执业药师（必须在申请门店执业）和至少4名普通员工。仅执业药师数量这一要求，就基本将单体药店和小型连锁排除在外——一心堂是该政策最大受益者。

对于一心堂来说，院边店及达到3A评级的门店将优先享受处方外流的红利，目前公司院边店占比和处方药收入占比也呈现增长态势：一心堂16年院边店占比估计不到10%，17年约12%；17年处方药销售占比35%，18年预计超过35%。

二、O2O等新零售业务快速增长，提升公司运营效率

从行业看，零售药店正在从高毛利导向向以客户需求为导向转变，例如借助各种新零售技术与互联网技术、人工智能技术，赋能员工，提高其专业服务能力与水准、提高其经营管理水平、提高其运营效率，最终提高其整体效率。

对于一心堂来说，公司早在2014就开始布局O2O业务，培养工作人员学习O2O的营销技巧；此外，公司线下门店通过开设门店免费WIFI服务，在引导客户使用公司的O2O业务的同时确保了O2O业务的稳定性。截止2018年上半年，公司自主研发以O2O为核心的移动端应用及业务流程均已进入测试阶段，部分区域市场与“饿了么”等平台达成合作后，O2O销售呈现高速增长，业务团队得到学习和锻炼，为后续自营O2O业务展开打下基础。未来，公司希望通过Hybris电商系统，

有效实施医药行业电商、多元化电商、大健康电商业务，最终达成以O2O模式为核心的垂直网络，增强线上线下业务的竞争力。

三、城乡立体化布局，充分受益增值税改优惠

公司直营网络覆盖10个省份及直辖市，进驻260多个县级以上城市，已形成在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场均超过1000家门店的立体化经营格局。除了乡镇店净利率和租效更高的优势外，公司还将显著受益于增值税减免政策。

例如，18年5月的小规模纳税人及19年初针对小微企业的普惠性减税措施，将增厚公司利润。除此之外，减税政策还能够使得公司与不规范药店间的税收成本差距缩小，增强一心堂在基层地区的竞争优势；同时，特小规模减免增值税，意味着新店2年内基本不用缴纳增值税，非常有利于新店拓展，将减轻公司自建成本。

四. 整体业绩处于提升阶段

一心堂在云南的扩张模式（前期集中开店，中期精细化管理，后期加密布局）在省外复制成功，成效初显逐步进入收获期，区域议价和盈利能力持续提升：其中四川、海南已进入加密阶段，广西、山西处于第二阶段，四川前台毛利率从16年20%多提升至目前的37%，海南、广西综合毛利率超过或接近40%，但除海南外其他区域净利率仍偏低，提升空间大。公司“持续扩张+规模效应+盈利改善”有望带来较大业绩弹性。

盈利预测：公司高密度少区域的布局战略和自建为主的扩张模式价值将在业绩改善中得以体现，预计18-20年净利润分别为5.2亿、6.6亿、8.2亿，对应PE21/17/13倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7751	9480	11537	13983
(+/-%)	24.03%	22.30%	21.70%	21.20%
净利润(百万元)	423	521	661	817
(+/-%)	19.62%	23.15%	26.89%	23.71%
摊薄每股收益(元)	0.81	0.92	1.16	1.44
市盈率(PE)	22	21	17	13

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1595	2196	2464	2532	2878	营业收入	6249	7751	9480	11537	13983
应收和预付款项	894	970	1179	1465	1816	营业成本	3669	4533	5552	6746	8196
存货	1373	1626	1825	2236	2740	营业税金及附加	41	63	91	97	84
其他流动资产	531	204	256	309	372	销售费用	1751	2157	2654	3311	3999
流动资产合计	4393	4996	5724	6543	7805	管理费用	319	355	550	577	699
长期股权投资	0	12	12	12	12	财务费用	33	56	-17	-20	-21
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	47	80	0	0	0
固定资产	487	502	483	437	389	投资收益	3	2	7	7	7
在建工程	10	7	5	7	5	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	88	83	78	74	70	营业利润	393	507	656	833	1031
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	17	39	20	25	30
其他非流动资产	1620	2150	2284	2485	2682	利润总额	409	547	676	858	1061
资产总计	6013	7147	8008	9027	10487	所得税	56	124	156	197	244
短期借款	1	100	100	100	100	净利润	354	423	521	661	817
应付和预收款项	887	948	1105	1342	1631	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	353	423	521	661	817
其他负债	2627	2405	2759	2880	3234	预测指标					
负债合计	3515	3453	3964	4323	4964		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	521	568	568	568	568	毛利率	41.28	41.52	41.43		41.38
资本公积	577	1410	1410	1410	1410	%	%	%	41.53%	%	
留存收益	1398	1716	2067	2727	3544	销售净利率	5.65%	5.45%	5.49%	5.73%	5.84%
归母公司股东权益	2496	3694	4044	4705	5522	销售收入增长率	17.44	24.03	22.30		21.20
少数股东权益	2	0	0	0	0	%	%	%	21.70%	%	
股东权益合计	2498	3694	4044	4705	5522	EBIT 增长率		36.32			24.20
负债和股东权益	6013	7147	8008	9027	10487	9.91%	%	9.33%	27.20%	%	
						净利润增长率		19.62	23.15		23.71
						2.00%	%	%	26.89%	%	
						ROE	14.16	11.44	12.87		14.80
						%	%	%	14.04%	%	
						ROA	5.88%	5.91%	6.50%	7.32%	7.79%
						ROIC	22.48	19.55	20.57		22.70
						%	%	%	21.10%	%	
						EPS(X)	0.68	0.81	0.92	1.16	1.44
						PE(X)	29.61	21.90	21.07	16.61	13.42
						PB(X)	4.19	2.73	2.71	2.33	1.99
						PS(X)	1.67	1.30	1.16	0.95	0.78
						EV/EBITDA(X)	17.80	11.86	12.79	10.16	7.99

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。