



2018-12-11

公司研究报告

买入/维持

一心堂(002727)

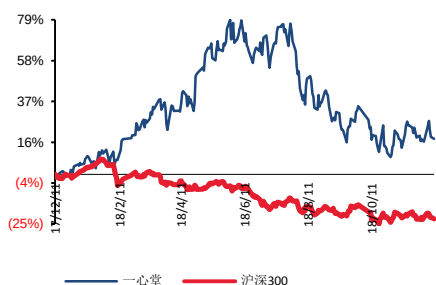
目标价: 45

昨收盘: 22.6

日常消费 食品与主要用品零售 II

合理并购助力规模扩张

■ 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)	12,832/6,765
12 个月最高/最低(元)	34.50/18.91

相关研究报告:

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

一心堂(002727)《一心堂-002727-深度报告: 少区域高密度, 收获期成长》--2018/08/13

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

事件:

12月12日, 公司公告称, 拟以自有资金不超过1510万元购买曲靖康桥(连锁药店)的28家门店资产及存货(不超过1010万元门店转让费+不超过500万元存货)。

点评:

1. 门店收购PS仅0.3, 中小药店收购价格逐步回归理性

本次收购为资产收购, 预计标的门店2019年增加营业收入为3,377万元, 预计增加净利润213.19万元, 净利率6.3%。假设门店19年完成收购, 收购价格为1010万元(不含存货), 则对应PS为0.3, PE为5倍, 远低于公司平均收购ps0.68的水平。我们分析收购价格较低的原因, 包括: 1) 曲靖康桥位于云南, 28家门店及店均面积127平米的规模, 属于小型连锁, 规模优势较小, 面临一心堂强大的竞争压力, 被并购是较好的选择和策略; 2) 在行业集中度提升的大趋势下, 尤其是最近的药店分级分类管理对经营范围和执业药师配置提出严格要求, 中小药店挤出效应明显, 被并购意愿增强; 3) 此前高举高打的产业资本, 逐步进入整合阶段, 并购有所放缓, 一级市场并购价格逐步回归理性。

2. 公司新开店速度显著提升, 合理并购助力规模扩张

在扩张方式上, 今年公司主要以自建为主, 主要考虑此前并购标的价格较高, 去年同期Q3新增门店中42.62%为收购门店, 而今年Q3仅有山西灵石大众药房21家门店和存货的收购。公司在药店并购价格回归合理之时果断并购小型连锁, 助力全年新增门店目标的实现。截止9月30日, 公司门店数达到5471家, 较上半年的5264家净增207家, 对比Q2净增门店数109家, 及Q1净增门店数89家, 可以看到公司门店拓展速度明显在加快, 前三季度新建门店数631家, 关闭116家, 搬迁110家, 合计净增405家。截止10月18日, 公司门店数提升至5507家, 一个半月时间净增36家, 且正在筹备门店有174家, 预计全年新开门店在1000家左右。目前, 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。

3. 整体业绩处于提升阶段

从扩张区域中可以看出，公司省外数量占比在不断提升中，川渝、贵州、广西、海南等地已经显现规模，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。公司预计 18 全年归母净利润增速为 0-40%，结合前三季度的业绩及长期业绩改善的逻辑，我们预计全年净利润增速在 30-40%左右，对应 5.50-5.92 亿。

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 PE25/20/16 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)	25	25	20	16

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%	41.53%	41.38%
资本公积	577	1410	1410	1410	1410	销售净利率	5.65%	5.45%	5.49%	5.73%	5.84%
留存收益	1398	1716	2067	2727	3544	销售收入增长率	17.44%	24.03%	22.30%	21.70%	21.20%
归母公司股东权益	2496	3694	4044	4705	5522	EBIT 增长率	9.91%	36.32%	9.33%	27.20%	24.20%
少数股东权益	2	0	0	0	0	净利润增长率	2.00%	19.62%	23.15%	26.89%	23.71%
股东权益合计	2498	3694	4044	4705	5522	ROE	14.16%	11.44%	12.87%	14.04%	14.80%
负债和股东权益	6013	7147	8008	9027	10487	ROA	5.88%	5.91%	6.50%	7.32%	7.79%
现金流量表(百万)						ROIC	22.48%	19.55%	20.57%	21.10%	22.70%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	0.68	0.81	0.92	1.16	1.44
经营性现金流	193	391	455	493	594	PE(X)	31.23	24.75	24.80	19.55	15.80
投资性现金流	-669	-286	-183	-250	-244	PB(X)	4.42	3.09	3.19	2.74	2.34
融资性现金流	925	443	-5	-175	-5	PS(X)	1.77	1.47	1.36	1.12	0.92
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	18.85	13.64	15.44	12.27	9.72

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。