



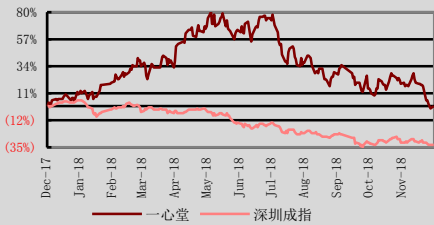
002727.SZ

买入

市场价格：人民币 19.09

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.5)	(21.5)	(24.3)	(3.5)
相对深证成指	26.9	(14.2)	(11.5)	30.5

发行股数(百万)	568
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	5,567
3个月日均交易额(人民币 百万)	98
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
阮鸿献	32

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

# 一心堂

## 行业并购放缓，未来2~3年业绩高速增长确定

经过前几年的扩张期之后，公司进入“快速扩张+精细化管理”并举的阶段，业绩增速和经营质量边际改善点出现。目前公司是连锁药店里面估值最便宜的标的（2019年PE15倍），维持“买入”评级。

### 支撑评级的要点

- 2017年公司各区域盈利情况：2017年云南收入56亿（+22%）、净利2.7亿；重庆收入2.9亿（+190%）、亏损800万；四川收入5.6亿（+180%）、亏损3000万（攀枝花收入1.7亿、盈利900万）；广西收入5亿（+25%）、盈利100-200万；海南收入3.6亿（+20%）、盈利2000万；贵州收入1.6亿、略微盈利；山西收入3.2亿（+28%）、盈利240万。
- 2018上半年各区域门店数：云南3201、四川576、广西518、山西228、海南188、贵州174、重庆160，截止三季报末公司门店数超过5500家。2018年收入端分区域看：云南+20%达到67亿；四川+96%达到11亿；重庆+20%达到3.5亿；广西+22%达到6.1亿；海南+25%达到4.5亿；贵州+15%达到1.84亿；山西+20%达到3.84亿，收入合计：97-98亿，yoy+25%，若按5.5%~5.8%的净利率计算则归母净利润5.3-5.6亿，yoy+26%-33%。
- “快速扩张+精细化管理”并举。公司经过前几年高速扩张期逐步进入发展速度和经营质量并举的时期，经营质量边际改善点开始出现。尤其四川地区实现扭亏为盈，前台毛利率达到35%以上，四川地区老店增速达到15%（一般老店增速8%-10%）。预计2019年并购放缓，将新增自建门店500-600家，保证2019年的内生高速增长。

### 评级面临的主要风险

并购整合的管理风险；扩张速度低于预期。

### 估值

预计2018-2020年净利润5.52、7.02、8.84亿元（同比+30%/27%/26%），对应每股收益分别为0.97、1.24、1.56元，对应PE19/15/12，维持买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	6,249	7,751	9,711	11,694	13,850
变动(%)	17	24	25	20	18
净利润(人民币 百万)	353	423	552	702	884
全面摊薄每股收益(人民币)	0.621	0.745	0.972	1.236	1.557
变动(%)	(49.0)	20.0	30.5	27.3	25.9
全面摊薄市盈率(倍)	30.7	25.6	19.1	15.0	11.9
价格/每股现金流量(倍)	50.3	27.0	23.4	18.8	14.0
每股现金流量(人民币)	0.37	0.69	0.80	0.99	1.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	13.3	10.8	8.2	6.4
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.348	0.435	0.577
股息率(%)	1.1	1.6	1.9	2.3	3.1

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,249	7,751	9,711	11,694	13,850
销售成本	(3,710)	(4,595)	(5,772)	(6,927)	(8,227)
经营费用	(2,050)	(2,519)	(3,170)	(3,788)	(4,414)
息税折旧前利润	489	637	768	979	1,209
折旧及摊销	(67)	(73)	(75)	(75)	(76)
经营利润 (息税前利润)	422	564	694	904	1,133
净利息收入/(费用)	(33)	(56)	(71)	(86)	(81)
其他收益/(损失)	20	41	33	31	35
税前利润	409	550	655	850	1,087
所得税	(56)	(124)	(104)	(148)	(203)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	353	423	552	702	884
核心净利润	356	435	556	707	890
每股收益 (人民币)	0.621	0.745	0.972	1.236	1.557
核心每股收益 (人民币)	0.624	0.765	0.979	1.245	1.568
每股股息 (人民币)	0.200	0.300	0.348	0.435	0.577
收入增长(%)	17	24	25	20	18
息税前利润增长(%)	10	34	23	30	25
息税折旧前利润增长(%)	13	30	21	27	23
每股收益增长(%)	(49)	10	30	27	26
核心每股收益增长(%)	(49)	12	28	27	26

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	409	550	655	850	1,087
折旧与摊销	67	73	75	75	76
净利息费用	33	56	71	86	81
运营资本变动	157	73	614	(124)	609
税金	(56)	(127)	(104)	(148)	(203)
其他经营现金流	(417)	(233)	(859)	(176)	(897)
经营活动产生的现金流	193	391	452	562	753
购买固定资产净值	26	(5)	30	2	6
投资减少/增加	(296)	(272)	4	3	3
其他投资现金流	(399)	(8)	(61)	(5)	(13)
投资活动产生的现金流	(669)	(286)	(26)	1	(3)
净增权益	(104)	(170)	(197)	(247)	(328)
净增债务	(624)	99	1,350	(50)	(0)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,654	487	(124)	(189)	(302)
融资活动产生的现金流	925	443	1,081	(383)	(409)
现金变动	449	548	1,508	180	341
期初现金	1,034	1,595	2,196	3,704	3,884
公司自由现金流	(476)	106	426	563	749
权益自由现金流	(1,068)	260	1,847	599	831

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,920	2,209	3,832	4,040	4,324
应收帐款	610	788	1,050	1,227	1,552
库存	1,373	1,626	2,227	2,485	3,390
其他流动资产	490	373	713	589	958
流动资产总计	4,393	4,996	7,823	8,341	10,223
固定资产	497	509	463	397	330
无形资产	88	83	84	78	75
其他长期资产	62	67	71	84	90
长期资产总计	647	659	619	559	495
总资产	6,013	7,147	9,965	10,450	12,234
应付帐款	1,514	1,700	2,550	2,690	3,604
短期债务	1	100	650	600	600
其他流动负债	1,196	843	1,111	1,049	1,362
流动负债总计	2,711	2,643	4,310	4,339	5,566
长期借款	794	796	1,596	1,596	1,596
其他长期负债	10	14	10	11	12
股本	521	568	568	568	568
储备	1,975	3,126	3,480	3,935	4,492
股东权益	2,496	2,905	4,048	4,503	5,059
少数股东权益	2	0	0	0	0
总负债及权益	6,013	7,147	9,965	10,450	12,234
每股帐面价值 (人民币)	4.79	5.12	7.13	7.93	8.91
每股有形资产 (人民币)	4.63	4.97	6.98	7.79	8.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.06)	(3.69)	(3.97)	(4.37)	(4.97)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.8	8.2	7.9	8.4	8.7
息税前利润率(%)	6.8	7.3	7.1	7.7	8.2
税前利润率(%)	6.6	7.1	6.8	7.3	7.8
净利率(%)	5.7	5.5	5.7	6.0	6.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.9	1.8	1.9	1.8
利息覆盖率(倍)	13.0	10.1	9.7	10.6	14.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	30.7	25.6	19.1	15.0	11.9
核心业务市盈率(倍)	30.7	25.6	19.0	14.9	11.9
市净率(倍)	3.9	3.6	2.6	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	50.3	27.0	23.4	18.8	14.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	13.3	10.8	8.2	6.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	117.9	119.1	121.8	124.2	130.3
应收帐款周转天数	31.7	32.9	34.5	35.5	36.6
应付帐款周转天数	75.3	75.7	79.9	81.8	82.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.5	40.3	35.8	35.2	37.1
净资产收益率(%)	14.8	15.7	15.9	16.4	18.5
资产收益率(%)	7.2	6.6	6.8	7.3	8.1
已运用资本收益率(%)	2.9	3.0	2.7	2.7	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测