



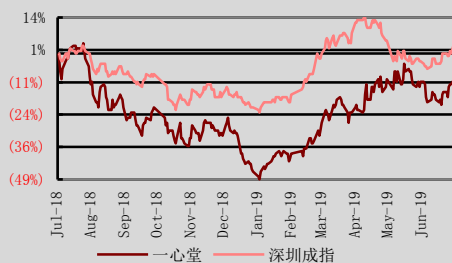
002727.SZ

买入

市场价格：人民币 29.10

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	74.7	1.4	13.4	(9.3)
相对深证成指	41.4	(5.4)	20.6	(10.9)

发行股数(百万)	568
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	16,522
3个月日均交易额(人民币 百万)	164
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
阮鸿献	32

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月1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

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

一心堂

“快速扩张+精细化管理”并举

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PE24倍），维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 截止2019年Q1各区域门店数：云南3703、四川712、广西570、山西333、海南238、贵州215、重庆204，截止2019Q1末公司门店数超过5975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5.3-5.6亿，yoy+26%-33%。
- 川渝可以保持高增长的逻辑：2017年7月川渝公司装入所有收购标的（当时毛利率仅24%），随着半年多对6000万存货的促销让利，2018年5月初前台毛利率达到35%。截至2018年末川渝地区平均门店年收入超过180万元/年（公司总体平均为159万元/年），老店增速达到15%（一般老店增速8%-10%），2019年收入预计16.25亿。
- “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已经体现。预计2019年并购放缓，预计并购300-500家门店，新增自建门店1000-1300家，保障2019-2021年的内生高增长。预计2019年省外开店数量会超过云南省内，说明公司在其他省的战略布局已经进入成熟期，未来各省外市场的持续增长可期。

估值

- 由于处方药销量占比增加，部门地区毛利率略有下降，因此略微调低了2019-2020年盈利预测。预计2019-2021年净利润6.77、8.59、11.28亿元（同比+30%/27%/31%），对应每股收益分别为1.19、1.51、1.99元，对应PE24/19/14，维持买入评级。

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。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,751	9,176	11,450	13,805	16,459
变动(%)	24	18	25	21	19
净利润(人民币 百万)	423	521	677	859	1,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.745	0.918	1.192	1.513	1.987
变动(%)	9.7	23.3	29.9	26.9	31.3
市场预期每股收益(人民币)			1.140	1.456	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.236	1.557	
调整幅度(%)			(3.6)	(2.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	39.1	31.7	24.4	19.2	14.6
价格/每股现金流量(倍)	42.2	26.0	15.0	19.8	29.1
每股现金流量(人民币)	0.69	1.12	1.94	1.47	1.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	19.6	15.7	11.9	9.2
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.407	0.540	0.679
股息率(%)	1.0	1.0	1.4	1.9	2.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,751	9,176	11,450	13,805	16,459
销售成本	(4,595)	(5,528)	(6,804)	(8,206)	(9,775)
经营费用	(2,519)	(2,873)	(3,697)	(4,395)	(5,150)
息税折旧前利润	637	775	949	1,204	1,534
折旧及摊销	(73)	(74)	(79)	(80)	(81)
经营利润 (息税前利润)	564	701	870	1,124	1,453
净利息收入/(费用)	(56)	(41)	(56)	(52)	(32)
其他收益/(损失)	41	31	34	36	34
税前利润	550	691	848	1,108	1,454
所得税	(124)	(172)	(173)	(251)	(329)
少数股东权益	0	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	423	521	677	859	1,128
核心净利润	435	522	682	864	1,132
每股收益 (人民币)	0.745	0.918	1.192	1.513	1.987
核心每股收益 (人民币)	0.765	0.919	1.201	1.522	1.994
每股股息 (人民币)	0.300	0.300	0.407	0.540	0.679
收入增长(%)	24	18	25	21	19
息税前利润增长(%)	34	24	24	29	29
息税折旧前利润增长(%)	30	22	22	27	27
每股收益增长(%)	10	23	30	27	31
核心每股收益增长(%)	12	20	31	27	31

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	550	691	848	1,108	1,454
折旧与摊销	73	74	79	80	81
净利息费用	56	41	56	52	32
运营资本变动	73	165	352	228	328
税金	(127)	(172)	(173)	(251)	(329)
其他经营现金流	(233)	(163)	(60)	(384)	(999)
经营活动产生的现金流	391	636	1,102	833	567
购买固定资产净值	(5)	2	18	0	(1)
投资减少/增加	(272)	(64)	10	12	15
其他投资现金流	(8)	(832)	(37)	(0)	2
投资活动产生的现金流	(286)	(894)	(9)	12	16
净增权益	(170)	(170)	(231)	(307)	(386)
净增债务	99	699	706	(550)	327
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	514	(1,276)	(110)	(155)	(254)
融资活动产生的现金流	443	(720)	418	(908)	(91)
现金变动	548	(979)	1,511	(64)	493
期初现金	1,595	2,196	1,352	2,863	2,799
公司自由现金流	106	(258)	1,093	845	583
权益自由现金流	260	482	1,855	347	943

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,209	1,999	3,191	3,129	3,727
应收帐款	788	788	1,272	1,288	1,855
库存	1,626	1,866	2,520	2,872	3,873
其他流动资产	373	404	552	601	773
流动资产总计	4,996	5,057	7,535	7,890	10,228
固定资产	509	536	485	414	341
无形资产	83	85	75	66	57
其他长期资产	67	120	173	225	270
长期资产总计	659	740	733	705	669
总资产	7,147	7,356	9,792	9,993	12,174
应付帐款	1,700	2,032	2,792	3,198	4,026
短期债务	100	0	1,030	600	809
其他流动负债	843	1,257	1,255	1,138	1,541
流动负债总计	2,643	3,289	5,077	4,935	6,376
长期借款	796	0	209	0	0
其他长期负债	14	17	14	15	15
股本	568	568	568	568	568
储备	3,126	3,477	3,923	4,475	5,217
股东权益	3,694	2,905	4,490	5,042	5,785
少数股东权益	0	4	2	0	(3)
总负债及权益	7,147	7,356	9,792	9,993	12,174
每股帐面价值 (人民币)	6.51	5.12	7.91	8.88	10.19
每股有形资产 (人民币)	6.36	4.97	7.78	8.76	10.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.69)	(2.38)	(2.86)	(3.87)	(4.37)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.2	8.4	8.3	8.7	9.3
息税前利润率(%)	7.3	7.6	7.6	8.1	8.8
税前利润率(%)	7.1	7.5	7.4	8.0	8.8
净利率(%)	5.5	5.7	5.9	6.2	6.9
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	10.1	17.0	15.5	21.7	44.8
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)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	39.1	31.7	24.4	19.2	14.6
核心业务市盈率(倍)	38.0	31.7	24.2	19.1	14.6
市净率(倍)	4.5	5.7	3.7	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	42.2	26.0	15.0	19.8	29.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	19.6	15.7	11.9	9.2
周转率					
存货周转天数	119.1	115.3	117.6	119.9	125.9
应收帐款周转天数	32.9	31.3	32.8	33.8	34.8
应付帐款周转天数	75.7	74.2	76.9	79.2	80.1
回报率					
股息支付率(%)	40.3	32.7	34.1	35.7	34.2
净资产收益率(%)	13.7	15.8	18.3	18.0	20.8
资产收益率(%)	6.6	7.3	8.1	8.8	10.1
已运用资本收益率(%)	2.7	3.5	3.9	3.8	4.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测