

促销拖累毛利率，远程审方破执业药师困局

——一心堂 19 半年报点评

事件：

公司 2019 年半年报，报告期内实现营业收入 50.6 亿元，较去年同期增长 17.9%；归母净利润 3.37 亿元，较去年同期增长 15.31%；扣非归母净利润 3.35 亿元，较去年同期增长 15.09%。

● 受困执业药师政策门店增速放缓，远程审方落地后有望提速

报告期内，一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店 6,129 家，拥有医保刷卡资质的门店达到 4,923 家。受到执业药师政策影响，公司二季度新增门店数量放缓，净增加门店 124 家，环比增速由一季度的 4.29% 下降至 2.06%。但随着 7 月后包括云南省在内的多地远程审方系统的推进，公司现有门店执业药师需求得以释放，新增门店有望依靠存量执业药师以及新招聘执业药师加速扩建。公司目前结余资金超过 20 亿元，足以支撑未来并购或新建门店需求，公司全年新增 1000 家门店目标不变。

● 打折促销拖累毛利率，下半年情况有望好转

公司利润增速放缓主要受制于毛利率下滑。报告期内公司零售业务毛利率为 38.29%，较上年同期下降 3.07%。出现该下滑的主要原因上半年公司进行了多次打折促销活动以应对执业药师政策可能带来的销量下滑风险，随着执业药师紧缺程度缓解、公司处方药销售逐步恢复正常，打折促销力度将逐步减弱，下半年毛利率水平有望回升。此外，报告期内公司各项费用率控制良好，销售/管理/财务费用率分别为 26.62%/3.70%/0.16%，均较 18 年年报有所下降。

● 积极布局线上药房，电商交易额接近四千万

公司在线下业务稳健发展的同时，线上业务积极迎接互联网化和移动互联网化，积极建设全渠道销售网络、全渠道沟通网络和全渠道服务网络，“互联网+一心堂”经营模式稳步推进。报告期内实现电商业务交易额 3975.55 万元。其中，第三方销售平台的交易额 965.11 万元。

● 投资建议与盈利预测

公司上半年业绩受到执业药师政策影响利润增速略低，但下半年随着远程审方推进有望回暖。下调公司盈利预测，预计 2019-2021 年营业收入分别为 109.38/133.71/161.33 亿元，归母净利润微调至 6.25(-0.27)/7.98(-0.36)/10.03(-0.39) 亿元。对应 EPS 为 1.10(-0.05)/1.40(-0.07)/1.77(-0.07) 元/股，对应 PE 为 24/19/15 倍，下调目标价至 33 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7751	9176	10938	13371	16133
收入同比 (%)	24%	18%	19%	22%	21%
归母净利润(百万元)	423	521	625	798	1003
归母净利润同比 (%)	20%	23%	20%	28%	26%
ROE (%)	11.4%	12.9%	13.9%	15.1%	15.9%
每股收益 (元)	0.74	0.92	1.10	1.40	1.77
市盈率(P/E)	35.82	29.06	24.22	18.98	15.10

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：26.67 元/33 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：31.07 / 16.8

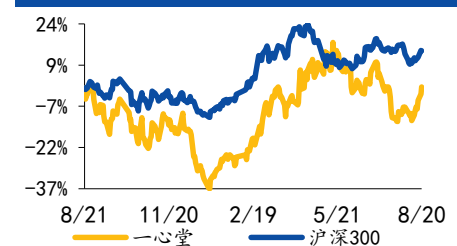
A 股流通股 (百万股)：300.16

A 股总股本 (百万股)：567.77

流通市值 (百万元)：8005.33

总市值 (百万元)：15142.42

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究报告--一心堂 (002727)：相看两不厌，论道一心堂》2019.07.25

《国元证券行业研究-零售药店系列报告之政策篇：零售药店 2.0 时代政策梳理》2019.07.17

《国元证券公司点评-一心堂 (002727) 19Q1 季报点评：扩张放缓利润率提升，转债发行注入新动能》2019.04.28

《国元证券行业研究-解惑零售药店：脚踏实地，登高望远》2019.03.21

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gzyq.com.cn

分析师 黄卓

执业证书编号 S0020519080001

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gzyq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gzyq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4996	5057	6068	7385	9022
现金	2196	1352	1757	2320	3016
应收账款	597	606	736	900	1086
其他应收款	179	177	209	256	308
预付账款	373	404	524	600	732
存货	1626	1866	2216	2684	3231
其他流动资产	25	651	625	627	649
非流动资产	2150	2299	2276	2299	2312
长期投资	12	81	113	137	162
固定资产	502	493	456	407	352
无形资产	83	85	82	79	76
其他非流动资产	1554	1641	1625	1676	1721
资产总计	7147	7356	8345	9684	11333
流动负债	2643	3289	3828	3970	4617
短期借款	100	0	831	294	214
应付账款	1700	2032	2422	2982	3591
其他流动负债	843	1257	575	693	813
非流动负债	810	17	14	415	415
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	810	17	14	415	415
负债合计	3453	3306	3842	4385	5032
少数股东权益	0	4	3	2	1
股本	568	568	568	568	568
资本公积	1410	1410	1410	1410	1410
留存收益	1716	2067	2522	3320	4322
归属母公司股东权益	3694	4046	4500	5298	6300
负债和股东权益	7147	7356	8345	9684	11333

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	391	636	715	902	946
净利润	423	520	624	797	1002
折旧摊销	139	181	147	159	175
财务费用	56	41	29	20	-29
投资损失	-2	-24	-17	-18	-20
营运资金变动	-261	-65	-87	-56	-189
其他经营现金流	37	-17	18	1	8
投资活动现金流	-286	-894	-143	-183	-199
资本支出	142	156	0	0	0
长期投资	-264	681	32	24	25
其他投资现金流	-408	-58	-111	-159	-174
筹资活动现金流	443	-720	-166	-157	-52
短期借款	99	-100	831	-537	-81
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	47	0	0	0	0
资本公积增加	832	0	0	0	0
其他筹资现金流	-536	-620	-997	380	29
现金净增加额	548	-978	406	562	696

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7751	9176	10938	13371	16133
营业成本	4533	5457	6546	7996	9626
营业税金及附加	63	71	77	94	113
营业费用	2157	2455	2920	3577	4324
管理费用	355	399	481	595	723
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	56	41	29	20	-29
资产减值损失	80	94	79	72	79
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	24	17	18	20
营业利润	507	684	823	1036	1318
营业外收入	46	17	20	36	38
营业外支出	7	10	13	13	24
利润总额	547	692	830	1059	1332
所得税	124	172	206	263	330
净利润	423	520	624	797	1002
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	423	521	625	798	1003
EBITDA	702	906	999	1215	1464
EPS (元)	0.74	0.92	1.10	1.40	1.77

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	24.0%	18.4%	19.2%	22.2%	20.7%
营业利润 (%)	29.8%	34.9%	20.2%	26.0%	27.2%
归属母公司净利润 (%)	19.6%	23.3%	20.0%	27.6%	25.7%
获利能力					
毛利率 (%)	41.5%	40.5%	40.1%	40.2%	40.3%
净利率 (%)	5.5%	5.7%	5.7%	6.0%	6.2%
ROE (%)	11.4%	12.9%	13.9%	15.1%	15.9%
ROIC (%)	15.6%	14.0%	16.4%	20.1%	23.6%
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.3%	44.9%	46.0%	45.3%	44.4%
净负债比率 (%)	2.90%	24.16%	21.63%	6.71%	4.24%
流动比率	1.89	1.54	1.59	1.86	1.95
速动比率	1.27	0.97	1.00	1.18	1.25
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.27	1.39	1.48	1.54
应收账款周转率	15	15	16	16	16
应付账款周转率	3.51	2.92	2.94	2.96	2.93
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.74	0.92	1.10	1.40	1.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.69	1.12	1.26	1.59	1.67
每股净资产 (最新摊薄)	6.51	7.13	7.93	9.33	11.10
估值比率					
P/E	35.82	29.06	24.22	18.98	15.10
P/B	4.10	3.74	3.36	2.86	2.40
EV/EBITDA	21	16	15	12	10

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188