



2019-08-20

公司研究报告

买入/维持

一心堂(002727)

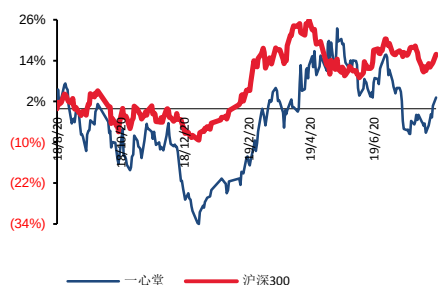
目标价: 45

昨收盘: 25.95

日常消费 食品与主要用品零售 II

执业药师短缺暂时影响业绩增速，下半年将逐步恢复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	568/292
总市值/流通(百万元)	14,734/7,584
12 个月最高/最低(元)	31.07/16.80

相关研究报告:

一心堂(002727)《资金充裕，为规模扩张储备充足弹药》——2019/05/28

一心堂(002727)《业绩及门店扩张延续18年快速增长态势》——2019/04/29

一心堂(002727)《受益减税等行业政策，整体业绩稳定提升》——2019/01/21

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：

8月21日，公司发布2019年中报：上半年公司实现营收50.60亿，同比增长17.90%；归母净利润3.37亿，同比增长15.31%；扣非净利润3.35亿，增长15.09%；经营性现金净流量3.01亿，同比增长570.70%；EPS0.59元/股。

点评：

1. 执业药师短缺暂时影响业绩增速，下半年将逐步恢复

上半年分季度看，Q1、Q2季度分别实现收入25.88亿(+18.77%)、24.72亿(+17.00%)；归母净利润1.75亿(+33.51%)、1.62亿(+0.48%)；扣非净利润1.72亿(+30.50%)、1.62亿(+2.25%)。18H1-19H1公司基本无收购，19H1仅在3月收购曲靖康桥28家门店，因此上半年业绩基本反映内生增速。公司Q2同比增速放缓，分析主要与上半年远程执业药师政策严格，对内生、外延增速均产生影响：

西南地区普遍执业药师短缺，以云南为例，截止上半年云南单体+连锁药店20462家，但全省注册在零售药店的执业药师仅7800人，配备率38.1%，配备执业药师在部分地区成为药店收购的硬性指标，在一定程度限制公司新开店+收购速度。Q1/Q2公司新开店门店分别为275/182家，净增加门店247/124家。

同时，公司所在的云南、贵州、重庆（19年8月5日才开展试点）海南、河南、山西、上海等地区上半年尚未执行远程审方或试点，根据药店分级分类管理办法，没有执业药师的药店不允许销售处方药、饮片，对门店客流、销售模式均产生影响。公司上半年为吸引客流，加大折扣促销力度，对毛利率和净利润均有冲击。Q1-Q2毛利率38.12%、39.49%，同比下降2.7%、3.36%；净利率6.79%、6.53%，Q2同比下降1.09%。

展望下半年，云南已经于7月3日允许实行远程审方，下半年新建速度有望提升，长远看，药店运营门槛提升，一心堂的成本优势将更加明显，药事服务能力将均衡提升。

2. 市场结构优化、省外扩张取得阶段成果是核心驱动因素

截至 2019 年 6 月 30 日，一心堂门店数达到 6129 家，其中新开业门店 457 家，搬迁门店 59 家，关闭门店 27 家，主要由于城市改造及战略性区位调整等因素。Q1、Q2 分别净增门店 247 家、124 家，累计净增门店 371 家。下半年，公司将加大门店拓展力度。公司逐步形成云南以外的川渝、桂琼、山西三个重点突破区域，未来公司将在上述区域内深入拓展，不断优化门店布局、商品结构，从而提升一心堂门店在当地的 品牌影响力，最终实现销售能力及盈利能力的提升。

从各省级区域经营情况来看，西南、华北、华南表现突出，西南区域营收增长为 18.58%，华北区域营收增长为 32.70%，华南区域营收增长 10.76%；西南区域、华北区域收入增长均高于公司合并口径 17.90% 的增速。

3. 整体业绩处于提升阶段，老店增速依然稳定

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。

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 19-21 年净利润分别为 6.15 亿、7.40 亿、8.91 亿，对应 PE25/20/17 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：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9176	11039	13324	16148
(+/-%)	18.39%	20.30%	20.70%	21.20%
归母净利润(百万)	521	615	740	891
(+/-%)	23%	18%	20%	20%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.08	1.30	1.57
市盈率(PE)	19	25	20	17

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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2196	1352	1754	2329	3016	营业收入	7751	9176	11039	13324	16148
应收和预付款项	970	1011	1260	1521	1843	营业成本	4533	5457	6678	8061	9770
存货	1626	1866	2196	2650	3212	营业税金及附加	63	71	85	102	129
其他流动资产	204	828	889	939	1001	销售费用	2157	2455	3020	3645	4418
流动资产合计	4996	5057	6099	7439	9072	管理费用	355	399	480	580	702
长期股权投资	12	81	81	81	81	财务费用	56	41	-20	-26	-35
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	80	94	0	0	0
固定资产	502	493	428	362	294	投资收益	2	24	15	15	15
在建工程	7	43	63	83	103	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	83	85	80	75	71	营业利润	507	684	810	977	1179
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	39	7	10	10	10
其他非流动资产	2150	2299	2291	2290	2289	利润总额	547	692	820	987	1189
资产总计	7147	7356	8390	9729	11361	所得税	124	172	205	247	297
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	423	520	615	740	892
应付和预收款项	948	1311	1365	1648	1997	少数股东损益	0	-1	0	0	1
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	423	521	615	740	891
其他负债	2405	1995	2360	2676	3067	预测指标					
负债合计	3453	3306	3725	4324	5064		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	568	568	568	568	568	毛利率	41.52%	40.53%	39.50%	39.50%	39.50%
资本公积	1410	1410	1410	1410	1410	销售净利率	5.45%	5.68%	5.57%	5.55%	5.52%
留存收益	1716	2067	2682	3422	4313	销售净收入增长率	24.03%	18.39%	20.30%	20.70%	21.20%
归母公司股东权益	3694	4046	4660	5400	6291	EBIT 增长率	36.32%	21.69%	9.11%	20.14%	20.06%
少数股东权益	0	4	4	5	5	净利润增长率	19.62%	23.30%	17.94%	20.37%	20.40%
股东权益合计	3694	4050	4665	5405	6297	ROE	11.44%	12.88%	13.19%	13.70%	14.16%
负债和股东权益	7147	7356	8390	9729	11361	ROA	5.91%	7.09%	7.33%	7.61%	7.84%
现金流量表(百万)						ROIC	19.55%	16.13%	16.54%	19.00%	21.64%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.81	0.92	1.08	1.30	1.57
经营性现金流	391	636	452	632	745	PE (X)	24.75	19.37	24.63	20.46	17.00
投资性现金流	-286	-894	-49	-58	-58	PB (X)	3.09	2.50	3.25	2.80	2.41
融资性现金流	443	-720	0	0	0	PS (X)	1.47	1.10	1.37	1.14	0.94
现金增加额	0	1	0	0	0	EV/EBITDA (X)	13.64	10.44	16.08	13.03	10.44

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
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟		qinjj@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	张文婷	18820150251	zhangwt@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。