



2020-03-19

公司研究报告

买入/维持

一心堂(002727)

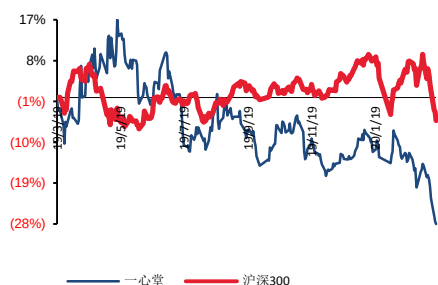
目标价: 27

昨收盘: 18.95

日常消费 食品与主要用品零售 II

年报符合预期，激励行权条件超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	568/300
总市值/流通(百万元)	10,759/5,688
12 个月最高/最低(元)	31.07/18.95

相关研究报告:

- 一心堂(002727)《执业药师短缺暂时影响业绩增速，下半年将逐步恢复》——2019/08/20
- 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

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:

事件:

1) 3月20日，公司发布2019年报：公司实现营收104.79亿，同比增长14.2%；归母净利润6.04亿，同比增长15.90%；扣非净利润5.91亿，增长16.22%；经营性现金净流量9.83亿，同比增长54.6%；EPS1.06元/股。公司业绩符合我们之前的预期。

2) 公司发布2020年股权激励草案，拟向95名高管及核心员工定向发行600万股，占总股本1.06%，授予价格10.72元/股。业绩考核目标：以2019年为基数，2020-2022年归母净利润增速不低于20%、40%、65%。

3) 拟与云南省工投集团共同设立云医药股份有限公司，拓展智慧化专业处方药房及慢病管理业务。

点评:

1. 执业药师短缺暂时影响业绩增速，2020年起业绩将提速！

分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4季度分别实现收入25.88亿(+18.77%)、24.72亿(+17.00%)、26.01亿(+11.77%)、28.18亿(+10.21%)；归母净利润1.75亿(+33.51%)、1.62亿(+0.48%)、1.47亿(+16.48%)、1.20亿(17.65%)；扣非净利润1.72亿(+30.50%)、1.62亿(+2.25%)、1.44亿(+15.53%)、1.12亿(+20.43%)。

公司Q3-Q4同比增速略有放缓，我们分析主要与阶段性执业药师短缺，影响自建和并购速度有关；以及公司在19年底董事换届，新的领导班子工作交接客观上也需要一定时间。以云南为例，19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，在一定程度上限制公司新开店+收购速度。但是，以上仅为短期因素，当前公司所在的云南、广西、四川、重庆、海南、江西等省份已经开始实施远程审方，同时公司内部培养执业药师速度加快——长远看，公司门店扩张目标有望得到保障，远程审方也将使得一心堂的成本优势将更加明显，药事服务能力将均衡提升。

随着店龄的增长，房租、固定资产折旧、装修费摊销等固定费用的占比在摊薄，收入的增长直接带来利润增长，净利率将随之提升。19全

年净利率 5.76%，较 18 年 5.66%、17 年 5.45%持续提升。

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，一心堂门店数达到 6266 家，其中新开业门店 718 家，搬迁门店 124 家，关闭门店 86 家，主要由于城市改造及战略性区位调整等因素。Q1、Q2、Q3、Q4 分别净增门店 247 家、124、87、50 家，累计净增门店 508 家。新开店主要集中在云南（363 家）、川渝（142 家）、广西（71 家）等地，逐步形成云南以外的川渝、桂琼、山西三个重点突破区域，云南省以外区域门店数量占比 39.04%。从 19 年租效合计 16.83（元，含税），较 18 年 16.19 有所提升，且县乡门店租效普遍高于地市、省会门店来看，公司通过立体、纵深布局和优化结构，将带来区域市占率和盈利能力的稳步提升。

从各省级区域经营情况来看，西南、华北、华南表现突出，19 年西南区域营收增长为 14.09%，华北区域增长 27.48%，华南区域营收增长 12.57%；华北、华南区域收入增长均高于公司合并口径 14.2%的增速。

医保店数量占比提升快速，特慢病药房贡献加大：2019 年公司医保店数量占比达 83.32%，较 18 年提升 3.6pct；其中西南提升 3.5pct，华北提升 7.8pct，医保申请难度最大的华东地区更是提升了 23%至 33.3%。医保刷卡销售额占比达到 41%。19 年公司开通各类慢病医保门店 477 家，主要在云南，慢病医保门店对门店整体销售贡献率为 10.43%，单店最高贡献率达到 84.12%，整体慢病交易金额、交易次数同比均有 30%以上的提升。

3. 积极向专业服务转型，拥抱互联网，拓展智慧化专业处方药房及慢病管理业务，老客户复购率提升

1) 公司重视专业化服务的延伸，积极探索药店+诊所模式，2019 年新设 2 家诊所，为互联网诊疗及健康管理、慢病管理业务打下基础；同时积极开展坐堂医业务，2019 年中医坐诊门店 335 家，中医处方量同比提升 7.66%。公司充分利用互联网打造新的服务场景，例如 19 年 6 月成立了远程药事服务部，主要以自建平台为主，同时还涉及平安好医生、微问诊等平台，自建平台 19 年最高审方量达到 251.98 万张/月；再如线上销售，目前公司开拓了一心堂 APP、团购业务、跨境业务、O2O 业务、一心到家 B2C 业务，2019 年实现电商业务交易额 7343 万元，期中第三方销售平台 2314 万元。O2O 业务加速增长，19 年 O2O 销售额同比增长 222%，交易次数同比增长 396%。

2) 公司控股子公司鸿云投资拟与云南省工投集团共同设立云医药股份有限公司，拓展智慧化专业处方药房及慢病管理业务。工投集团的大

股东为云南国资委，在合资公司中持股比例 35%，一心堂及其子公司鸿云医药各占 34%、31%。

创新模式的探索带来了明显成效，公司会员粘性提升。19 年公司会员销售占比 83.88%，同比提升 2.47pct，会员交易次数也连续三年提升，会员客单价较非会员客单价高 2.55 倍（89 元 vs 35 元）。

4. 拟实施股权激励，业绩考核指标彰显公司信心

本次管权激励的业绩目标为，以 2019 年为基数，2020-2022 年归母净利润增速不低于 20%、40%、65%。2020-2022 年的年化归母增速分别不低于 20%、16.7%、17.9%，高于此前市场预期的 15% 的增速。激励首次授予对象包括 5 名核心管理层成员（分管中药、采购、财务等），以及 90 名核心人员，股权激励的总费用预计为 4986 万元，分摊到每期分别为 3241、1247、499 万元，对归母影响较小。

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 20-22 年净利润分别为 7.27 亿、8.53 亿、10.10 亿，对应 PE15/13/11 倍，估值极具吸引力，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：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10479	12470	14715	17363
(+/-%)	14.20%	19.00%	18.00%	18.00%
归母净利润(百万)	604	727	853	1010
(+/-%)	16%	20.3%	17.4%	18.4%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.28	1.50	1.78
市盈率(PE)	22	15	13	11

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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1352	1460	1518	2135	2880	营业收入	9176	10479	12470	14715	17363
应收和预付款项	1011	994	1424	1680	1982	营业成本	5457	6424	7544	8902	10505
存货	1866	2028	2480	2927	3454	营业税金及附加	71	52	62	74	87
其他流动资产	828	959	1233	1282	1340	销售费用	2455	2834	3398	4008	4726
流动资产合计	5057	5441	6654	8023	9656	管理费用	399	428	542	640	755
长期股权投资	81	84	84	84	84	财务费用	41	21	-22	-23	-32
投资性房地产	0	18	18	18	18	资产减值损失	94	-67	0	0	0
固定资产	493	0	9	17	23	投资收益	24	23	15	15	15
在建工程	43	0	20	40	60	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	85	91	85	80	76	营业利润	684	739	960	1128	1337
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	7	10	10	10	10
其他非流动资产	2299	1769	1856	1929	2001	利润总额	692	749	970	1138	1347
资产总计	7356	7210	8510	9952	11656	所得税	172	146	242	285	337
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	520	603	727	854	1010
应付和预收款项	1311	1485	1542	1820	2147	少数股东损益	-1	-1	0	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	521	604	727	853	1010
其他负债	1995	1751	2266	2576	2943						
负债合计	3306	3235	3808	4396	5090	预测指标					
股本	568	568	568	568	568		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1410	1409	1409	1409	1409	毛利率	40.53%	38.70%	39.50%	39.50%	39.50%
留存收益	2067	2506	3233	4086	5096	销售净利率	5.68%	7.06%	5.83%	5.80%	5.81%
归母公司股东权益	4046	4595	5322	6175	7184	销售收入增长率	18.39%	14.20%	19.00%	18.00%	18.00%
少数股东权益	4	1	2	2	3	EBIT 增长率	21.69%	23.49%	4.69%	17.68%	17.91%
股东权益合计	4050	4596	5323	6177	7187	净利润增长率	23.30%	15.87%	20.34%	17.37%	18.36%
负债和股东权益	7356	7831	9131	10573	12277	ROE	12.88%	16.09%	13.66%	13.81%	14.05%
						ROA	7.09%	9.44%	7.96%	8.07%	8.22%
现金流量表(百万)						ROIC	16.13%	21.38%	16.90%	18.83%	20.95%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	0.92	1.06	1.28	1.50	1.78
经营性现金流	636	983	129	675	803	PE(X)	19.37	21.87	14.87	12.67	10.70
投资性现金流	-894	-557	-71	-58	-58	PB(X)	2.50	2.87	2.03	1.75	1.50
融资性现金流	-720	-403	0	0	0	PS(X)	1.10	1.26	0.87	0.73	0.62
现金增加额	1	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	10.44	10.61	10.21	8.13	6.34

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@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	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。