

经营业绩向好，股权激励提振信心

买入|维持

——一心堂 2019 年报点评

事件：

3月19日，公司公告：

(1) 2019 年年报，报告期内实现营收 104.79 万元，同比增长 14.20%，归母净利润 6.04 亿元，同比增长 15.90%。

(2) 公司披露利润分配预案，以每 10 股派发现金红利 3 元。

(3) 股权激励计划草案，拟向激励对象授予 600 万股，占总股本 1.06%，授予价格为 10.72 元/股。以 2019 年业绩为基数，20-22 年业绩增长不低于 20%、40%和 65%。

报告要点：

● 受到执业药师影响，新门店布局放缓，2020 年有望重回高增长

公司旗下全资拥有直营连锁门店 6266 家，覆盖 10 个省份及直辖市，其中重点地区云南省内门店 3820 家，云南省外门店共计 2446 家，占比达到 39.0%，关闭 86 家门店，较上年同期净增长 508 家，新店增速为 8.82%。受到“315”执业药师事件影响，门店新开增速较前期略有放缓，省外探索推进仍在改进。2020 年，公司新开门店计划预计在 800 家左右，重回高增长。

● 毛利率有所下滑，大流量品种有望支撑利润额增长，不改盈利水平

公司整体毛利率水平为 38.70%，同比下滑 1.83pct，其中零售业务毛利率达到 38.02%。主要系三方面原因，小规模纳税人政策导致统计口径变化；慢病、DTP 药房占比提升，相关药物毛利率较低，但贡献大流量；带量采购引起部分流量品种毛利率走低。后续有望通过大流量品种提升收入和利润绝对值，以弥补毛利率水平降低问题。

● 经营性现金流大幅度提升，运营指标改善显著。员工激励计划落地，提振企业发展信心。

2019 年净利润率为 5.76%，同比 2017 年（5.45%）、2018（5.66%）年呈现提升趋势，在毛利率下滑情况下，净利润率仍有提升，费用率控制良好。经营活动现金流净额提升达到 54.6%，是营收增速、利润增速的 3 倍左右，具有较强劲提升。公司运营指标改善显著，业绩有望向好释放。

● 投资建议与盈利预测

公司核心板块扎根稳固，云南省外拓展区域逐步夯实，经营指标改善显著，有望进入业绩释放期。我们预计公司 2020-2022 年营收收入为 125.85 亿元、148.17 亿元和 176.34 亿元，同比增长 20.1%、17.7%和 19.0%，归母净利润为 7.33 亿元、8.70 亿元和 10.37 亿元，同比增长 21.4%、18.7%和 19.2%，每股收益为 1.29 元、1.53 元和 1.83 元，对应 PE 为 16x、14x 和 11x，2020 年 PEG 为 0.76，估值处于低位，维持“买入”评级。

● 风险提示

新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；加盟布局和管理不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9176.3	10479.1	12584.7	14816.6	17634.4
收入同比 (%)	18.4	14.2	20.1	17.7	19.0
归母净利润(百万元)	521.1	603.9	733.2	870.2	1037.2
归母净利润同比 (%)	23.3	15.9	21.4	18.7	19.2
ROE (%)	12.9	13.1	14.0	14.6	15.1
每股收益 (元)	0.92	1.06	1.29	1.53	1.83
市盈率(P/E)	22.81	19.68	16.21	13.66	11.46

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价 19.03 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：31.07 / 18.95

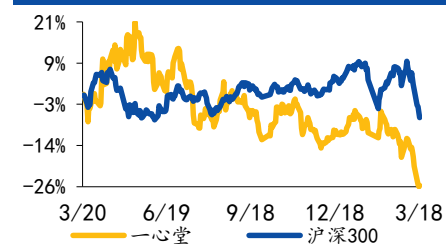
A 股流通股 (百万股)：300.15

A 股总股本 (百万股)：567.77

流通市值 (百万元)：5711.94

总市值 (百万元)：10804.66

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-一心堂(002727)19 季报点评：业绩符合预期，执业药师短缺情况缓解》2019.10.24

《国元证券公司研究-一心堂 19 半年报点评：促销拖累毛利率，远程审方破执业药师困局》2019.08.21

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

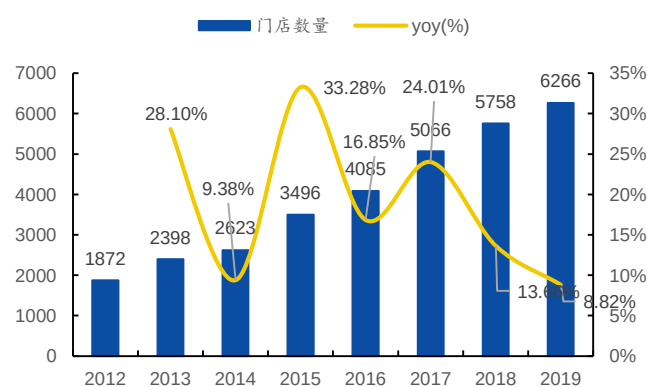
受到 2019 年“315”执业药师事件影响，新开门店节奏略有放缓。分季度来看，2019 年 Q1-Q4 的营收分别为 25.88 亿元（+18.77%）、24.72 亿元（+17.00%）、26.01 亿元（+11.77%）和 28.17 亿元（+10.19%）；归母净利润分别为 1.75 亿元（+33.51%）、1.62 亿元（0.48%）、1.47 亿元（16.78%）和 1.20 亿元（16.87%）。预计受到“315”执业药师事件影响，药师成本、配比等要求提升，对于三四季度新开门店节奏略有影响，同时对公司去年二季度利润增速有一定拖累。执业药师问题有望通过后续互联网布局、远程审方等制度进行改善。

开拓加盟业务，拓宽版图新计划。实行加盟计划或成为公司拓疆新规划。目前，公司已有门店均为直营连锁，已有“加盟”拓展计划。对市场考察发现，加盟行为在零售药房中较为常见，但多数尚未执行品类、管理等统一。公司预计将选择贵州省作为前期探索区域，以加盟费、品牌管理费、信息使用费等维度进行收费，做到统一配货、统一摆放、统一物流、统一管理，努力打造成为行业加盟模式的标杆。加盟模式有望快速提升门店数量，与当地合伙人共同协作，扩大到公司尚未发展成熟区域。

从目前来看，门店增长虽略不及公司预期，但总体保持良好态势。截止 2019 年 12 月 31 日，公司旗下全资拥有直营连锁门店 6266 家，其中拥有医保资质门店数量为 5221 家，占比为 83.32%。直营网络覆盖 10 个省份及直辖市，其中重点地区云南省内门店 3820 家，云南省外门店共计 2446 家，占比达到 39.0%。2019 年新开门店数 718 家，主要布局在云南省（363）、川渝（142）、广西（71）等地，已经逐步形成省外川渝、广西、山西的重点布局，关闭 86 家门店，较上年同期净增长 508 家，新店增速为 8.82%。受到“315”执业药师事件影响，门店新开增速较前期略有放缓，省外探索推进仍在改进。

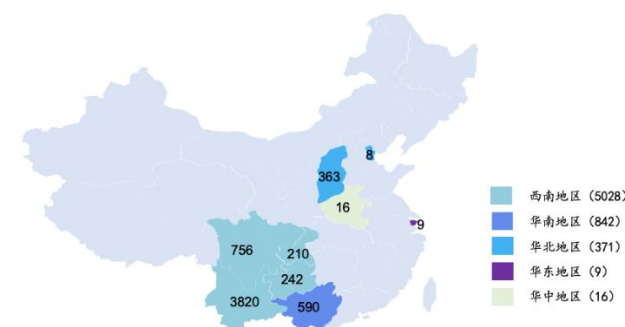
2020 年，公司新开门店计划预计在 800 家左右，重回高增长。受到二月份疫情关闭影响，施工装修略有拖延，预计影响原计划 3-4 月新店开业布局，但预计不影响全年布局，有望快速恢复。

图 1：一心堂门店数量及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：一心堂门店分布



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

多样化诊疗模式开启，应对消费者不同需求。公司积极拓展和架构更为丰富的药事服务能力，探索“药店+诊疗”模式，2019年新设两家诊所，为后续建立互联网诊疗、线上健康管理、慢病管理打下基础，实现“处方-审方-配药-送药-服务”的完整闭环。2019年中医坐诊门店335家，中医处方量同比提升7.66%。同时，公司积极布局“互联网+药学服务”平台，也陆续通过互联网渠道推出一心堂app、团购、跨境、O2O业务等，实现线上线下互通。O2O业务显示出良好的前景，在城市中需求旺盛，城市需求占比多大96.62%，2019年同比2018年销售额增长223.0%，交易次数增长396.46%，线上销售额达到3700万元。

特慢病药房业务逐步启动，流量潜力佳，为承接后续特慢统筹做好准备工作。2019年公司新设专业慢病药房3家，开通各类慢病支付门店477家。慢病门店客单价为295.97元，为非慢病消费客单价的4.17倍，成为强劲流量。慢病医保支付金额同比提升33.10%，交易次数提升38.04%，显示出慢病医疗市场的巨大潜力。预计随着慢病统筹门店的继续扩大开放，药店客流、客流量加大带来成长性，成为目前最具可行性的“处方外流”。

尽管受到带量采购、执业药师成本上升等因素影响，毛利率有所下滑，长期来看，带量采购品种、慢病品种带来的大流量有望支撑利润额增长，不改盈利水平。公司整体毛利率水平为38.70%，同比下滑1.83pct，其中零售业务毛利率达到38.02%。我们认为主要是三个方面带来的影响：

(1) 2018年4月小规模纳税人营改增政策，会计统计口径发生一定变化，导致毛利率下降；

(2) 公司积极布局慢病药房、DTP药房，核心处方药的毛利率相较于其他器械、OTC等零售产品低，影响整体毛利水平，但慢病和DTP药房带来显著客流增量，如慢病统筹门店月收入在200-300万，同等位置、面积门店月收入预计在30-50万，慢病门店收入绝对值增量显著。

(3) 带量采购影响下，药品价格和毛利率水平均有所下降。从目前来看带量采购列入品种在各销售区域影响预计在2%以下，但毛利率水平有较大幅度调整。公司将积极参与带量采购，扩大布局品种，将以带量采购品种为引流产品，以收入和利润的绝对值增长来弥补毛利率波动。

经营性现金流大幅度提升，运营指标改善显著。2019年净利润率为5.76%，同比2017年(5.45%)、2018(5.66%)年呈现提升趋势，在毛利率下滑情况下，净利润率仍有提升，费用率控制良好。应收账款周转天数、存货周转天数、应付账款周转天数分别为19.54天(+4.29)、109.91(+6.4)、76.01(+2)，核心运营资本周转率16.96，较2018年13.34有较大幅度改善。经营活动现金流净额提升达到54.6%，是营收增速、利润增速的3倍左右，具有较强劲提升。公司运营指标改善显著，业绩有望向好释放。

员工激励计划落定，授予95名管理成员，提振企业发展信心。计划拟授予限制性股票600万股，占公司已发行股本总额的1.06%，授予价格为10.72元/股，较当

前股价 19.03 元，折价率为 56.33%。激励对象包括 2 名董事、3 名经理和 90 名中高层管理人员，预留部分将授予后续加入公司的符合条件高管成员。本激励计划分三年解锁，于 12 个月、24 个月、36 个月分解除限售 40%、30%和 30%。激励计划绩效目标为以 2019 年净利润为基数，2020 年、2021 年和 2022 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%和 65%，对应净利润水平分别为 7.25 亿元、8.46 亿元和 9.97 亿元，同比增长 20%、16%、18%。

表 1：2020 年股权激励计划授予对象及股权比例情况

姓名	职务	拟授予股票数量（万股）	占股本总额的比例（%）	占本激励计划总数的比例（%）
郭春丽	董事	25.00	0.04	4.17
阮国伟	董事、副总裁	25.00	0.04	4.17
张勇	董事、副总裁	25.00	0.04	4.17
李正红	董事会秘书、副总裁	15.00	0.03	2.50
代四顺	财务负责人	15.00	0.03	2.50
其他核心人员 90 人		441.20	0.78	73.53
小计		546.20	0.96	91.03
预留部分		53.80	0.10	8.97
合计		600.00	1.06	100.00

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

盈利预测：

公司核心板块扎根稳固，云南省外拓展区域逐步夯实，经营指标改善显著，有望进入业绩释放期。我们预计公司 2020-2022 年营收收入为 125.85 亿元、148.17 亿元和 176.34 亿元，同比增长 20.1%、17.7%和 19.0%，归母净利润为 7.33 亿元、8.70 亿元和 10.37 亿元，同比增长 21.4%、18.7%和 19.2%，每股收益为 1.29 元、1.53 元和 1.83 元，对应 PE 为 16x、14x 和 11x，2020 年 PEG 为 0.76，估值处于低位，维持“买入”评级。

风险提示：

- （1）新门店布局进展不及预期；
- （2）慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；
- （3）加盟布局和管理不及预期。

*国元持仓披露：小于 1%

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5057	5608	6443	7997	9930
现金	1352	1460	1942	2862	3926
应收账款	606	523	623	733	873
其他应收款	177	155	183	216	257
预付账款	404	471	618	683	827
存货	1866	2028	2371	2797	3339
其他流动资产	651	971	705	707	709
非流动资产	2299	2355	2180	2060	1935
长期投资	81	84	85	85	85
固定资产	493	559	505	444	379
无形资产	85	91	88	85	82
其他非流动资产	1641	1622	1502	1446	1389
资产总计	7356	7963	8623	10058	11865
流动负债	3289	2826	3346	4066	4988
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1302	1410	1700	2278	2938
其他流动负债	1987	1416	1646	1788	2050
非流动负债	17	540	23	27	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	540	23	27	30
负债合计	3306	3367	3369	4093	5018
少数股东权益	4	1	-0	-1	-2
股本	568	568	568	568	568
资本公积	1410	1409	1409	1409	1409
留存收益	2067	2506	3239	3939	4806
归属母公司股东权益	4046	4595	5254	5966	6849
负债和股东权益	7356	7963	8623	10058	11865

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	636	983	1129	1195	1296
净利润	520	603	732	869	1036
折旧摊销	181	247	226	227	228
财务费用	41	21	-70	-99	-140
投资损失	-24	-23	-20	-20	-20
营运资金变动	-65	111	272	219	185
其他经营现金流	-17	25	-10	-0	8
投资活动现金流	-894	-557	-178	-217	-219
资本支出	156	207	0	0	0
长期投资	681	322	-16	0	0
其他投资现金流	-58	-28	-194	-217	-219
筹资活动现金流	-720	-403	-469	-58	-13
短期借款	-100	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-620	-402	-469	-58	-13
现金净增加额	-978	23	482	920	1064

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9176	10479	12585	14817	17634
营业成本	5457	6424	7727	9112	10880
营业税金及附加	71	52	88	104	123
营业费用	2455	2834	3461	4067	4814
管理费用	399	428	529	622	741
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	41	21	-70	-99	-140
资产减值损失	-94	-67	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	23	20	20	20
营业利润	684	739	921	1081	1287
营业外收入	17	16	15	15	15
营业外支出	10	6	10	10	10
利润总额	692	749	926	1086	1292
所得税	172	146	195	217	256
净利润	520	603	732	869	1036
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	521	604	733	870	1037
EBITDA	906	1007	1077	1209	1374
EPS (元)	0.92	1.06	1.29	1.53	1.83

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	18.4	14.2	20.1	17.7	19.0
营业利润 (%)	34.9	8.0	24.6	17.4	19.0
归属母公司净利润 (%)	23.3	15.9	21.4	18.7	19.2
获利能力					
毛利率 (%)	40.5	38.7	38.6	38.5	38.3
净利率 (%)	5.7	5.8	5.8	5.9	5.9
ROE (%)	12.9	13.1	14.0	14.6	15.1
ROIC (%)	14.0	15.3	18.8	24.4	31.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.9	42.3	39.1	40.7	42.3
净负债比率 (%)	24.16	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.54	1.98	1.93	1.97	1.99
速动比率	0.97	1.26	1.21	1.27	1.31
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.37	1.52	1.59	1.61
应收账款周转率	15	18	22	22	22
应付账款周转率	4.86	4.74	4.97	4.58	4.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.92	1.06	1.29	1.53	1.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.12	1.73	1.99	2.11	2.28
每股净资产 (最新摊薄)	7.13	8.09	9.25	10.51	12.06
估值比率					
P/E	22.81	19.68	16.21	13.66	11.46
P/B	2.94	2.59	2.26	1.99	1.73
EV/EBITDA	12	11	10	9	8

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