

一心堂 (002727)

公司研究/点评报告

业绩稳定增长，拟实施限制性股权激励，助力公司长期发展

——一心堂年报点评

点评报告/医药

2020 年 03 月 20 日

一、事件概述

公司公布 2019 年年报，公司全年实现收入 104.8 亿元 (+14.2%)，实现归母净利润 6.04 亿元 (+15.9%)，扣非为 5.91 亿元 (+16.22%)。经营现金流量净额 9.8 亿元 (+54.6%)。

二、分析与判断

➤ 业绩增长符合预期，中西成药占比继续提升。

单季度分别实现收入 25.88、24.72、26.01、28.18 亿元，同比+18.8%、17%、11.8%、10.2%，归母净利润 1.75、1.62、1.47、1.20 亿元，同比增长 34.0%、0.5%、16.5%、16.9%。毛利率为 38.7% (-2pp)，销售费用率 27.0%与去年基本持平 (-0.2pp)，管理费用率 4.1%(-0.2pp)；毛利率下降预计与 2018 年底开始实行的小规模纳税人有关，经营现金流量净额 9.8 亿元 (+54.6%)，预计主要是医保款回款金额增加。分产品来看，中西成药 76.74 亿元 (+18.5%)，医疗器械类 7.25 亿元 (+11.04%) 中药 8.05 亿元 (+11.04%)，中西成药占比有所提升 (+2.6pp)。

➤ 医保门店比例继续提升，慢病统筹医保逐步放开，助力增长。

医保资格门店 5221 家，医保门店占比 83.3%，2018 年比例为 78.8%，医保门店比例继续提升。慢病统筹医保逐步放开，2019 年公司新增设专业慢病药房 3 家，开通各类慢病医保支付门店 477 家 (其中 2019 年新增 136 家)。2019 年慢病医保门店客单价为 295.97 元，是非慢病顾客消费客单价的 4.17 倍。2019 年慢病医保刷卡金额较 2018 年慢病医保刷卡金额增长 33.10%，慢病医保交易次数较 2018 年慢病医保交易次数增长 38.04%。

➤ 不断夯实区域优势。

截至报告期末，公司共拥有直营连锁门店 6266 家，新增门店 718 家，净增门店 508 家，其中云南新开门店 363 家，四川 110 家，广西新开 71 家，山西省 53 家。云南省以外区域门店数量占比 39%，四川、广西门店分别达到 756 和 590 家，具有较大的品牌和服务影响力。除云南大本营外，新建店主要分布在具有一定区域优势省份。预计接下来公司门店开设计划仍然集中在市占率较高的区域，不断夯实区域优势。

➤ 拟实施限制性股权激励，助力公司长期发展。

公司 2020 年 3 月 19 日公告，拟实施限制性股权激励，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，此次股权激励对象主要为公司经营董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术 (业务) 人员的，将调动公司经营管理核心人员的积极性、创造性，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。本激励计划首次授予限制性股票的激励对象人数为 95 人，计划拟授予的限制性股票数量 600.00 万股，对应的标的股票数量 600.00 万股，占公司已发行股本总额的 1.06%。其中，首次授予 544.20 万股，占公司已发行股本总额的 0.96%，占本次授予限制性 90.70%。公司层面的业绩考核，2020 年、2021 年、2022 年净利润较之上一年增长率分别不低于 20%、16.7%、17.9%。

推荐

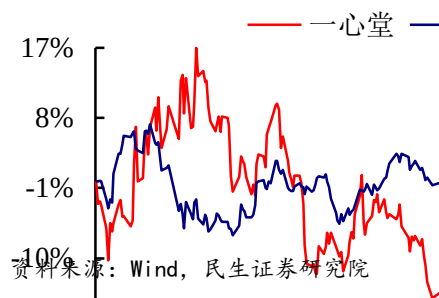
维持评级

当前价格：19.03 元

交易数据 2020-3-19

近 12 个月最高/最低 (元)	31.07/18.95
总股本 (百万股)	568
流通股本 (百万股)	300
流通股比例 (%)	52.87
总市值 (亿元)	108
流通市值 (亿元)	57

该股与沪深 300 走势比较



分析师：盛丽华

执业证号：S0100519110002

电话：021-60876730

邮箱：shenglihua@mszq.com

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

- 一心堂(002727): 执业药师事件影响消化完毕，业务恢复增长
- 一心堂(002727): 业绩稳定增长，省外扩张加速

三、投资建议

我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.32 亿、8.60 亿、10.23 亿元,同比增速分别为 21.2%、17.5%、18.9%, 2020-2022 EPS 分别为 1.29 元、1.51 元、1.80 元,对应当前股价分别为 15 倍、13 倍和 11 倍 PE,位于历史估值中枢下方,且与其他上市连锁药店存在较大估值剪刀差。云南市场各市州逐步放开慢病统筹,将对云南市场增长形成有力支撑,云南省外区域优势不断夯实,预计接下来公司增长更趋于稳健,估值有提升空间,继续给予“推荐”评级。

四、风险提示:

政策风险,并购整合不及预期风险,外延拓展不及预期风险,业绩不确定风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,479	12,251	14,250	17,100
增长率(%)	14.2	16.9	16.3	20.0
归属母公司股东净利润(百万元)	604	732	860	1,023
增长率(%)	15.9	21.2	17.5	18.9
每股收益(元)	1.06	1.29	1.51	1.80
PE(现价)	17.9	14.8	12.6	10.6
PB	2.4	2.0	1.7	1.5

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,479	12,251	14,250	17,100
营业成本	6,424	7,510	8,742	10,517
营业税金及附加	52	61	71	86
销售费用	2,834	3,308	3,840	4,591
管理费用	428	502	584	701
研发费用	0	0	0	0
EBIT	740	870	1,012	1,206
财务费用	21	(10)	(23)	(32)
资产减值损失	(67)	0	0	0
投资收益	23	0	0	0
营业利润	739	896	1,055	1,263
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	749	914	1,073	1,276
所得税	146	183	215	255
净利润	603	731	859	1,021
归属于母公司净利润	604	732	860	1,023
EBITDA	987	957	1,109	1,307
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1460	3295	4514	4949
应收账款及票据	523	795	926	1053
预付款项	471	533	621	747
存货	2028	2561	2781	3646
其他流动资产	959	959	959	959
流动资产合计	5596	8530	10002	11820
长期股权投资	84	84	84	84
固定资产	559	670	710	754
无形资产	91	88	82	77
非流动资产合计	2367	868	818	773
资产合计	7963	9397	10820	12592
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2316	2802	3311	3911
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2826	3530	4093	4845
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	540	540	540	540
非流动负债合计	540	540	540	540
负债合计	3367	4070	4633	5385
股本	568	568	568	568
少数股东权益	1	1	(1)	(2)
股东权益合计	4596	5328	6186	7207
负债和股东权益合计	7963	9397	10820	12592

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.2	16.9	16.3	20.0
EBIT 增长率	-6.9	17.6	16.3	19.2
净利润增长率	15.9	21.2	17.5	18.9
盈利能力				
毛利率	38.7	38.7	38.7	38.5
净利润率	5.8	6.0	6.0	6.0
总资产收益率 ROA	7.6	7.8	7.9	8.1
净资产收益率 ROE	13.1	13.7	13.9	14.2
偿债能力				
流动比率	2.0	2.4	2.4	2.4
速动比率	1.3	1.7	1.8	1.7
现金比率	0.5	0.9	1.1	1.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	19.4	21.5	20.5	21.0
存货周转天数	109.1	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.3	1.5	1.8
每股净资产	8.1	9.4	10.9	12.7
每股经营现金流	1.7	0.7	2.2	0.8
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	17.9	14.8	12.6	10.6
PB	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.0	8.3	6.1	4.8
股息收益率	1.6	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	603	731	859	1,021
折旧和摊销	314	88	97	102
营运资金变动	48	(395)	311	(631)
经营活动现金流	982	405	1,248	478
资本开支	205	(1,430)	29	43
投资	(322)	0	0	0
投资活动现金流	(557)	1,430	(29)	(43)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	(202)	0	0	0
筹资活动现金流	(403)	0	0	0
现金净流量	22	1,836	1,219	435

分析师简介

盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11月加入民生证券。

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。