

审慎推荐-A (维持)

一心堂 002727.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 78.24 元  
 2015年08月09日

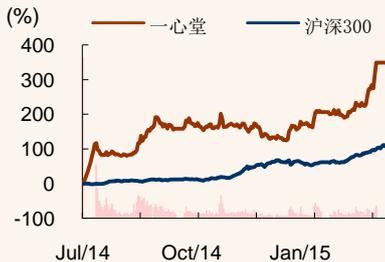
扩张加快影响短期业绩, 长线看好公司成长空间

基础数据

|            |        |
|------------|--------|
| 上证综指       | 3744   |
| 总股本(万股)    | 26030  |
| 已上市流通股(万股) | 6510   |
| 总市值(亿元)    | 204    |
| 流通市值(亿元)   | 51     |
| 每股净资产(MRQ) | 7.7    |
| ROE(TTM)   | 15.4   |
| 资产负债率      | 36.5%  |
| 主要股东       | 阮鸿献、刘琼 |
| 主要股东持股比例   | 52.12% |

股价表现

|      |    |     |     |
|------|----|-----|-----|
| %    | 1m | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | 43 | 68  | 547 |
| 相对表现 | 24 | -22 | 436 |



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《一心堂(002727)——14年扣非净利增26%, 15年计划新开药店一千家》2015-02-13
- 2、《一心堂(002727)——实际控制人参与设立并购基金, 发展步伐加快》2014-12-11
- 3、《一心堂(002727)——拟参与设立民营银行, 期待与药店业务协同发力》2014-10-29

李珊珊

0755-83734347  
 S1090511040046

李勇剑(研究助理)

公司中报: 2015年上半年收入25亿, 增21%; 净利1.7亿, 增10%, 扣非后净利1.7亿, 增10%, 同时预告三季报净利增速为-25%至25%, 业绩略低于我们预期, 主要原因是新店扩张和电商投入影响公司短期业绩。公司计划15年新开店1000家, 上半年通过收购加大门店扩张步伐, 目前门店数3142家, 相比14年底新增519家, 目前尚有约300家未转移, 大概率可完成全年新开店1000家的计划。虽然上半年扩张影响短期业绩, 考虑到下半年收购药店并表, 维持预测15-17年净利增长26%、22%和21%, EPS1.43、1.75和2.12元。公司致力于成为中国的CVS, 预计后续门店扩张步伐将进一步加快, 并积极布局医药O2O, 线上线下一体化建设将给公司带来较大的想象空间, 长线看好公司。

- **扩张步伐加快影响短期业绩:** 公司发布中报: 2015年上半年收入25亿, 增21%; 净利1.7亿, 增10%, 扣非后净利1.7亿, 增10%, 同时预告三季报净利增速为-25%至25%, 公司业绩略低于我们预期, 主要原因是上半年新增门店519家, 除并购外, 新开门店超过300家, 医药电商持续投入产生亏损预计1000万左右, 新开店亏损和电商投入影响了公司短期业绩。公司销售毛利率41.6%, 同比降低0.4%, 主要与上半年促销力度加大有关。公司电商平台6月上线, 当月实现销售近500万, 目前增长迅速。
- **看好公司线上线下一体化建设:** 公司计划15年新开店1000家, 上半年通过多方收购加大门店扩张步伐(详见图1), 目前门店数3142家, 相比14年底新增519家, 截止目前尚有约300家未转移, 大概率可完成全年新开店1000家的计划。公司致力于成为中国的CVS, 预计后续门店扩张步伐将进一步加快, 并积极布局医药O2O, 线上线下一体化建设将带来较大的想象空间。
- **维持审慎推荐。** 虽然上半年扩张影响短期业绩, 考虑到下半年收购药店并表, 维持预测15-17年净利增长26%、22%和21%, EPS1.43、1.75和2.12元。公司致力于成为中国的CVS, 预计后续门店扩张步伐将进一步加快, 并积极布局医药O2O, 线上线下一体化建设将给公司带来较大的想象空间, 我们长线看好公司, 维持审慎推荐。**风险提示: 药品降价风险, 扩张中管理风险和成本风险。**

财务数据与估值

| 会计年度      | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 3547 | 4428 | 5727  | 8109  | 11162 |
| 同比增长      | 25%  | 25%  | 29%   | 42%   | 38%   |
| 营业利润(百万元) | 264  | 344  | 433   | 530   | 641   |
| 同比增长      | 33%  | 30%  | 26%   | 22%   | 21%   |
| 净利润(百万元)  | 241  | 297  | 373   | 457   | 552   |
| 同比增长      | 32%  | 23%  | 26%   | 22%   | 21%   |
| 每股收益(元)   | 0.93 | 1.14 | 1.43  | 1.75  | 2.12  |
| PE        | 59.3 | 48.0 | 38.2  | 31.3  | 25.9  |
| PB        | 13.6 | 6.9  | 5.8   | 5.0   | 4.2   |

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1 一心堂近期门店扩张情况

| 公告时间      | 收购标的        | 区域     | 门店数           | 总面积<br>(平米) | 店均面积<br>(平米) | 价格       | 业绩情况  | 收购方式                      |
|-----------|-------------|--------|---------------|-------------|--------------|----------|---|---------------------------|
| 2015/4/23 | 海南联合广安堂     | 海南省海口市 | 约150家         | /           | /            | 4亿       | 2015年1-6月收入7946万, 净利润308万                           | 100%股权                    |
| 2015/6/2  | 山西百姓平价大药房   | 山西省吕梁市 | 55家<br>(5家在建) | 5391        | 98           | 7700万    | 预计2015年7-12月销售额5500万, 利润134万; 2016年销售额1.16亿, 利润296  | 5000万门店转让费, 2700万存货       |
| 2015/6/9  | 山西白家老药铺连锁药店 | 山西省太原市 | 11家           | 2322        | 211          | 2800万    | 预计2015年8-12月销售额1440万, 净利润35万; 2016年销售额3460万, 净利润85  | 2000万门店转让费, 800万存货        |
| 2015/6/10 | 晋中泰来大药房     | 山西省晋中市 | 10家           | 1526        | 153          | 2000万    | 预计2015年8-12月销售额1340万, 净利润33万; 2016年销售额3380万, 净利润82  | 1300万门店转让费, 700万存货        |
| 2015/6/17 | 山西长城连锁      | 山西省晋中市 | 89家<br>(4家在建) | 10339       | 116          | 不超过2.4亿  | 预计2015年8-12月销售额9600万, 净利润500万; 2016年销售额2.65亿, 净利润   | 1.7亿门店转让费, 存货总额3000-7000万 |
| 2015/7/15 | 百色博爱医药      | 广西省百色市 | 20家           | 2809        | 140          | 不超过4000万 | 预计2015年10-12月销售额1600万, 净利润90万; 2016年销售额6500万, 净利润   | 3300万门店转让费, 存货总额不超过700万   |
| 2015/8/3  | 成都田燕梅个体药店   | 四川省成都市 | 9家            | 1160        | 129          | 不超过1031万 | 预计2015年11-12月销售额300万, 净利润15万; 2016年销售额1800万, 净利润90万 | 531万门店转让费, 存货总额不超过500万    |
| 2015/8/3  | 蜀康医药连锁      | 四川省成都市 | 21家           | 3040        | 145          | 不超过4969万 | 预计2015年11-12月销售额1400万, 净利润70万; 2016年销售额8400万, 净利润   | 3469万门店转让费, 存货总额不超过1500万  |
| 2015/8/10 | 桂杏霖春药房连锁    | 广西桂林市  | 37家           | 3708        | 100          | 不超过2300万 | 预计2015年11月-12月销售额649万, 净利润-24万; 2016年销售额4168万, 净利润  | 1800万支付门店转让费, 存货总额不超过500万 |

资料来源: 公司公告, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元        | 2013        | 2014        | 2015E       | 2016E       | 2017E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1625        | 2399        | 3002        | 3850        | 4900        |
| 现金             | 520         | 1056        | 1293        | 1362        | 1462        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 16          | 7           | 8           | 12          | 17          |
| 应收款项           | 218         | 245         | 294         | 416         | 572         |
| 其它应收款          | 65          | 84          | 109         | 154         | 212         |
| 存货             | 608         | 766         | 986         | 1448        | 2004        |
| 其他             | 196         | 240         | 312         | 458         | 634         |
| <b>非流动资产</b>   | 448         | 543         | 529         | 528         | 509         |
| 长期股权投资         | 3           | 4           | 4           | 4           | 4           |
| 固定资产           | 313         | 350         | 353         | 364         | 356         |
| 无形资产           | 15          | 29          | 26          | 24          | 21          |
| 其他             | 117         | 159         | 146         | 136         | 127         |
| <b>资产总计</b>    | <b>2073</b> | <b>2941</b> | <b>3531</b> | <b>4378</b> | <b>5409</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1020        | 856         | 1075        | 1520        | 2056        |
| 短期借款           | 220         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 316         | 363         | 472         | 692         | 958         |
| 预收账款           | 8           | 8           | 11          | 16          | 22          |
| 其他             | 475         | 485         | 593         | 812         | 1076        |
| <b>长期负债</b>    | 3           | 3           | 3           | 3           | 3           |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 3           | 3           | 3           | 3           | 3           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1023</b> | <b>859</b>  | <b>1078</b> | <b>1523</b> | <b>2059</b> |
| 股本             | 195         | 260         | 260         | 260         | 260         |
| 资本公积金          | 165         | 838         | 838         | 838         | 838         |
| 留存收益           | 687         | 985         | 1358        | 1763        | 2263        |
| 少数股东权益         | 3           | 0           | (3)         | (6)         | (11)        |
| 归属于母公司所有者权益    | 1047        | 2083        | 2456        | 2861        | 3361        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>2073</b> | <b>2941</b> | <b>3531</b> | <b>4378</b> | <b>5409</b> |

现金流量表

| 单位: 百万元        | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E     | 2017E     |
|----------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 228        | 176        | 267        | 160       | 170       |
| 净利润            | 241        | 297        | 373        | 457       | 552       |
| 折旧摊销           | 53         | 74         | 53         | 51        | 49        |
| 财务费用           | 13         | 8          | (9)        | (11)      | (11)      |
| 投资收益           | (0)        | (1)        | (1)        | (1)       | (1)       |
| 营运资金变动         | (65)       | (196)      | (153)      | (349)     | (434)     |
| 其它             | (13)       | (7)        | 4          | 12        | 14        |
| <b>投资活动现金流</b> | (145)      | (165)      | (40)       | (50)      | (30)      |
| 资本支出           | (145)      | (159)      | (40)       | (50)      | (30)      |
| 其他投资           | 0          | (6)        | 0          | 0         | 0         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 51         | 520        | 10         | (41)      | (40)      |
| 借款变动           | 60         | (214)      | 0          | 0         | 0         |
| 普通股增加          | 0          | 65         | 0          | 0         | 0         |
| 资本公积增加         | 0          | 673        | 0          | 0         | 0         |
| 股利分配           | 0          | 0          | 0          | (52)      | (52)      |
| 其他             | (8)        | (3)        | 10         | 11        | 12        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>124</b> | <b>522</b> | <b>227</b> | <b>60</b> | <b>90</b> |

利润表

| 单位: 百万元          | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 3547 | 4428 | 5727  | 8109  | 11162 |
| 营业成本             | 2142 | 2638 | 3430  | 5036  | 6969  |
| 营业税金及附加          | 23   | 25   | 32    | 45    | 62    |
| 营业费用             | 919  | 1124 | 1472  | 2060  | 2869  |
| 管理费用             | 176  | 238  | 321   | 442   | 625   |
| 财务费用             | 10   | 4    | (9)   | (11)  | (11)  |
| 资产减值损失           | 13   | 56   | 50    | 8     | 8     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>      | 264  | 344  | 433   | 530   | 641   |
| 营业外收入            | 9    | 6    | 6     | 6     | 6     |
| 营业外支出            | 3    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>      | 270  | 345  | 434   | 531   | 642   |
| 所得税              | 31   | 50   | 63    | 77    | 94    |
| <b>净利润</b>       | 239  | 295  | 371   | 453   | 548   |
| 少数股东损益           | (1)  | (2)  | (3)   | (3)   | (4)   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 241  | 297  | 373   | 457   | 552   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.93 | 1.14 | 1.43  | 1.75  | 2.12  |

主要财务比率

|                 | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 25%   | 25%   | 29%   | 42%   | 38%   |
| 营业利润            | 33%   | 30%   | 26%   | 22%   | 21%   |
| 净利润             | 32%   | 23%   | 26%   | 22%   | 21%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 39.6% | 40.4% | 40.1% | 37.9% | 37.6% |
| 净利率             | 6.8%  | 6.7%  | 6.5%  | 5.6%  | 4.9%  |
| ROE             | 23.0% | 14.3% | 15.2% | 16.0% | 16.4% |
| ROIC            | 19.1% | 14.3% | 14.7% | 15.5% | 16.0% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 49.3% | 29.2% | 30.5% | 34.8% | 38.1% |
| 净负债比率           | 10.6% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率            | 1.6   | 2.8   | 2.8   | 2.5   | 2.4   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.9   | 1.9   | 1.6   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 1.7   | 1.5   | 1.6   | 1.9   | 2.1   |
| 存货周转率           | 4.1   | 3.8   | 3.9   | 4.1   | 4.0   |
| 应收帐款周转率         | 18.4  | 19.1  | 21.3  | 22.9  | 22.6  |
| 应付帐款周转率         | 8.2   | 7.8   | 8.2   | 8.7   | 8.4   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.93  | 1.14  | 1.43  | 1.75  | 2.12  |
| 每股经营现金          | 0.88  | 0.68  | 1.03  | 0.61  | 0.65  |
| 每股净资产           | 4.02  | 8.00  | 9.44  | 10.99 | 12.91 |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 58.9  | 47.7  | 38.0  | 31.1  | 25.7  |
| PB              | 13.5  | 6.8   | 5.8   | 5.0   | 4.2   |
| EV/EBITDA       | 64.5  | 50.1  | 40.3  | 33.7  | 28.3  |

### 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，8 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师

**团队荣誉**：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名

### 投资评级定义

#### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

#### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

#### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。