

审慎推荐-A (维持)

一心堂 002727.SZ

目标估值: NA

当前股价: 24.84 元

2016 年 07 月 06 日

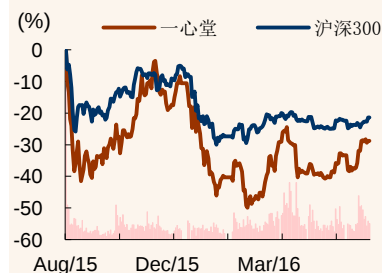
门店扩张继续推进，线上业务增添新亮点

基础数据

上证综指	3006
总股本(万股)	52060
已上市流通股(万股)	20485
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	15.2
资产负债率	47.2%
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	11	-5	-36
相对表现	11	2	-18



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《一心堂(002727)——15 年净利增 17%，线下扩张将深入推进》2016-02-29

2、《一心堂(002727)——收购郑州仟禧堂，加快北方地区布局》2016-01-07

3、《一心堂(002727)——参设并购基金，推出定增和员工持股计划，扩张模式升级》2015-08-16

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

我们近期调研了公司，详细了解公司线下门店扩张情况和线上互联网业务。**线下门店业务：**作为零售药店行业整合先锋军，我们看好公司在深耕云南市场的同时面向全国的线下门店网络布局，我们预计下半年公司将继续保持较快的门店扩张步伐。**线上互联网业务：**公司互联网业务目前重点在医药电商、区域电商和线下实体门店互联网化三个方向发力，尤其是以生鲜业务为突破点的区域电商业务虽然上线时间不长，但发展迅猛，颇具看点。我们认为公司线上线下一体化发展将带来有效客流量、客单价和经营效率的协同提升，未来成长空间大，继续推荐。

□ **线下门店扩张继续推进：**公司长期来实行区域集中化发展战略，深耕云南市场的同时积极向西南省份乃至全国地区进行辐射布局。预计下半年公司将继续保持较快的门店扩张步伐。

➤ **云南区域：**目前在云南区域公司竞争优势突出，门店总数超过 2600 家，云南主要区域的门店布局基本完成，未来重点向乡镇店延伸，进一步细化。乡镇店可能销售规模相对小一些，但开店成本低，盈利周期短（部分乡镇店开业 3 月左右可以实现盈利）。目前乡镇店已经开设 500 家左右，未来预计还有 700 家左右的开店空间。

➤ **云南省外区域：**西南省份通过连续并购目前在四川、海南已经是第一位，广西、山西处于第二位。目前重点放在西南和华北两大区域。省外门店管理采用矩阵架构，行政线和职能线两条线管理。省外区域如果要达到云南地区的经营效果目前最大的难点在如何实现规模化（以广西为例，现有门店 300 家左右，如果门店翻番，后台管理几乎不用增加投入）。

➤ **并购方面：1、收购的对象：**优先考虑门店年销售额可达 200 万左右的标的，收购价格一般按照 PS 进行估值；**2、收购后的整合：**（1）供应链整合，借助一心堂的规模效应增强向供应商的谈判议价能力；（2）市场重新整合，收购当地的门店布局进一步优化；（3）信息系统整合，一旦收购后门店的信息系统全部导入总部。（4）品牌方面，先用双品牌进行过渡，条件成熟后换成一心堂的品牌。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	4428	5321	7188	8985	11052
同比增长	25%	20%	35%	25%	23%
营业利润(百万元)	344	379	445	529	639
同比增长	30%	10%	17%	19%	21%
净利润(百万元)	297	346	405	479	576
同比增长	23%	17%	17%	18%	20%
每股收益(元)	1.14	1.33	1.56	1.84	2.21
PE	21.7	18.7	16.0	13.5	11.2
PB	3.1	2.8	2.6	2.2	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

- **门店扩张中的一些问题:** 1、**外延扩张的省份门店盈利情况:** 海南和广西现已经盈利, 山西并过来后已经盈利。今年预计会有 4 个以上的省份实现盈利。2、**物流:** 每个省均配有物流中心, 四川有两个物流中心。物流中心直接对接门店。公司有 16 种算法来计算补货。门店根据过去销售情况自动生成补货单, 由店长审核后提交, 后台总部接到单, 系统通过仓库库存做平衡, 自动生成拣货单, 员工拣货后自动变成发货单。3、**地方保护主义,** 近些年情况逐渐好转。4、**门店扩张能力:** 目前公司具备一年新开 1000 家门店的能力。
- **线上互联网业务:** 公司互联网业务目前重点在**医药电商、区域电商和线下实体门店互联网化**三个方向发力, 尤其是以生鲜业务为突破点的区域电商业务虽然上线时间不长, 但发展迅猛, 颇具看点。
- **区域电商:** 公司推出“一心到家”的区域电商业务, 以生鲜为突破口。虽然推出时间并不长, 目前一天下单量大概 3000 单左右, 客单价平均 98 元, 一天接近 30 万销售, 按照现在发展趋势预计下单量可能会突破 5000 单/天。预计区域电商业务 3 年之内可以过 10 亿销售规模。一心到家的销售产品中生鲜大概占一半, 另外一半是其他超市产品, 公司希望可以做成区域的网上沃尔玛。**配送团队方面:** 昆明城区一心堂自己的队伍配送, 外地跟 EMS、顺丰等物流公司合作。
- **线下实体门店互联网化:** 将线下实体门店互联网化可以提供**一个虚拟库存**, 对于很多长尾商品, 门店一般情况下不会备货。这类产品如果有客户需求, 可以通过门店店员引导到线上进行下单并发货。此外门店促销活动中赠品的备货很关键, 多或少都有问题。赠品可以在互联网平台上做一个积分商城, 顾客在上面选好后, 一心堂直接送过去。实体门店的互联网化还可以提供店员的互联网培训以及远程诊疗等服务。此外, 一心堂也对其他零售药店开放互联网平台(药盟), 目前已经在河南地区进行试点。
- **我们的看法:** 如果将连锁药店的收入模式简化为: 收入=有效客流量×客单价, 我们认为一心堂从收入端看, 未来在有效客流量和客单价两方面都有较大的提升空间。**线下门店业务**, 客流量的增长与线下门店扩张速度正相关, 而客单价在线下的提升目前来看相对有限(当然如果处方外流、医药分开等政策放开, 线下门店其他健康综合服务项目增加, 线下门店在有效客流量和客单价方面都会有较大的提升空间)。**线上互联网业务**, 我们认为一心堂以生鲜为突破口的区域电商业务值得关注。客户群体从线下门店的易病老人为主体的客户群向年轻人群体进行延伸; 商品品类从传统的药械保健品等产品向生鲜、3C 等产品甚至还可以向农村电商、跨境电商等相关品类延伸, 区域电商在为一心堂电商业务带来电商流量的同时也进一步提升了有效客流量和客单价。同时, 一心堂电商业务的发展也将门店内的员工营业空间由店内延伸到店外, 营业品类由店内延伸到线上, 门店的经营效率也将得到提升。我们看好一心堂线上线下一体化布局带来的成长空间, 继续推荐。
- **维持推荐。** 预测 16 年净利增 17%, EPS1.56 元。公司致力于成为中国 CVS, 预计门店扩张步伐将进一步加快, 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, 维持推荐。
- **风险提示:** 扩张中管理风险和成本风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2399	3014	3349	4047	4979
现金	1056	1034	675	705	868
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	4	6	7	9
应收款项	245	325	414	517	636
其它应收款	84	144	195	244	300
存货	766	1024	1398	1747	2149
其他	240	482	661	826	1016
非流动资产	543	1173	1260	1339	1411
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	350	474	586	687	776
无形资产	29	62	56	50	45
其他	159	637	618	602	590
资产总计	2941	4186	4608	5386	6390
流动负债	856	1907	2080	2501	3072
短期借款	0	625	396	449	596
应付账款	363	562	772	966	1188
预收账款	8	4	6	8	9
其他	485	716	905	1079	1278
长期负债	3	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	6	6	6	6
负债合计	859	1913	2086	2507	3078
股本	260	260	260	260	260
资本公积金	838	838	838	838	838
留存收益	985	1175	1424	1781	2214
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2083	2273	2522	2879	3312
负债及权益合计	2941	4186	4608	5386	6390

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	176	186	212	282	346
净利润	297	346	405	479	576
折旧摊销	74	119	79	88	95
财务费用	8	11	24	20	25
投资收益	(1)	(0)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(196)	(278)	(300)	(309)	(356)
其它	(7)	(13)	12	13	14
投资活动现金流	(165)	(755)	(170)	(170)	(170)
资本支出	(159)	(194)	(170)	(170)	(170)
其他投资	(6)	(561)	0	0	0
筹资活动现金流	520	459	(400)	(81)	(13)
借款变动	(214)	459	(229)	52	148
普通股增加	65	0	0	0	0
资本公积增加	673	0	0	0	0
股利分配	0	0	(156)	(122)	(144)
其他	(3)	(1)	(16)	(12)	(17)
现金净增加额	522	(111)	(258)	20	162

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4428	5321	7188	8985	11052
营业成本	2638	3090	4250	5312	6534
营业税金及附加	25	27	36	45	56
营业费用	1124	1476	2006	2543	3150
管理费用	238	289	391	488	601
财务费用	4	12	24	20	25
资产减值损失	56	56	45	56	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	8	8	8
营业利润	344	379	445	529	639
营业外收入	6	16	16	16	16
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	345	390	456	540	650
所得税	50	44	51	61	73
净利润	295	346	405	479	576
少数股东损益	(2)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	297	346	405	479	576
EPS (元)	1.14	1.33	1.56	1.84	2.21

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	25%	20%	35%	25%	23%
营业利润	30%	10%	17%	19%	21%
净利润	23%	17%	17%	18%	20%
获利能力					
毛利率	40.4%	41.9%	40.9%	40.9%	40.9%
净利率	6.7%	6.5%	5.6%	5.3%	5.2%
ROE	14.3%	15.2%	16.1%	16.6%	17.4%
ROIC	14.3%	11.9%	14.2%	14.6%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	45.7%	45.3%	46.5%	48.2%
净负债比率	0.0%	14.9%	8.6%	8.3%	9.3%
流动比率	2.8	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.9	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.5	1.3	1.6	1.7	1.7
存货周转率	3.8	3.5	3.5	3.4	3.4
应收帐款周转率	19.1	18.7	19.5	19.3	19.2
应付帐款周转率	7.8	6.7	6.4	6.1	6.1
每股资料 (元)					
每股收益	1.14	1.33	1.56	1.84	2.21
每股经营现金	0.68	0.71	0.81	1.08	1.33
每股净资产	8.00	8.73	9.69	11.06	12.72
每股股利	0.00	0.60	0.47	0.55	0.66
估值比率					
PE	21.7	18.7	16.0	13.5	11.2
PB	3.1	2.8	2.6	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.0	14.9	11.9	10.3	8.6

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，9 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。

杨玥，北京大学药学院天然药物化学系硕士，曾任赛诺菲安万特中国肿瘤药北京销售 4 年，长城证券 4 年券商从业经验，2015 年 8 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。2014 年新财富最佳分析师第 2 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。