



中信证券研究部



田加强  
首席医药分析师  
S1010515070002



陈竹  
医药分析师  
S1010516100003

核心观点

公司 2019Q3 业绩企稳回升符合预期；远程审方系统上线助力门店建设提速；省内外长期成长空间值得期待；继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **Q3 业绩企稳回升，符合预期。**公司 2019 年前三季度实现营收 76.61 亿元，同比增长 15.75%；归母净利润 4.84 亿元，同比增长 15.66%；扣非归母净利润 4.78 亿元，同比增长 15.22%；经营性现金流净额 6.33 亿元，同比增长 151.84%，主要受益于公司加大对医保资金及供应商应收款项专项管理，实现回款能力提升；实现 EPS 0.85 元，同比增长 15.23%。单季度看，2019Q3 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 26.01 亿/1.47 亿/1.43 亿元，分别同比增长 11.77%/16.48%/15.53%。Q3 业绩增速环比明显回升（Q2 归母净利润同比增长仅 0.48%），符合预期。

■ **政策扰动下毛利率小幅下降，处方外流趋势明显。**报告期内公司综合毛利率下降 2.09PCTs 至 38.79%，主要由于执业药师资质影响部分门店处方药销售品类及频次下降，并因而加强了多个品类的打折促销力度。销售、管理、财务费用分别小幅 +0.10/-0.36/-0.33PCT 至 27.08%/3.75%/0.20%。报告期内公司中西成药快速增长，且 DTP 及慢病药房建设稳步推进，为承接处方外流大趋势打下基础。此外公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比由 116/27/65 天改善至 110/22/84 天，公司存货管理及账期专项管理效果明显，现金流持续优化。

■ **门店扩张速度趋稳，远程审方系统上线助力门店扩张。**2019Q3 公司直营门店净增 87 家（新建 138 家）至 6216 家（尚有 189 家门店筹备中），预计 Q4 净增门店有望超过 200 家，扩张速度稳健提升。此外随着再融资监管趋严、优质并购标的的稀缺及业外资本并购热情回落带来行业并购估值的持续下降，公司已逐步加大县域市场单体店及小连锁并购力度。随着云南省药监局印发《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》鼓励推行远程审方系统，明确 10 家基数门店应至少配备 3 名执业药师，随后每增加 15 家门店仅需增配 1 名，且重庆、四川成都等多地相继出台配套文件，公司已于 4 月起率先于云南省上线远程审方试运行系统，目前已辐射全省门店，每年有望节省 2000-4000 万元药师人力成本，且显著助力 Q4 在云南、川渝等地的加速扩张。

■ **省内外成长空间值得期待，全年仍将实现稳健增长。**公司在云南省内的 400 余家非医保门店有望于明年初逐步实现医保资质完善。此外 16 个地市中 8 个已放开慢病资质试点，明年有望全面对接医保统筹账户。此外考虑到①广西地区远程审方政策有望于近期出台，且二季度保健品品种更替后销售影响已基本恢复；②四川地区于报告期内新招募执业药师一百余人助力战略扩张，省内外增量成长空间值得期待，预计 2019Q4 公司业绩进一步回暖趋势确定性较强。

■ **风险因素：**并购整合不达预期，竞争过度导致毛利率下滑。

■ **投资建议：**公司区域聚焦战略后发优势明显，未来几年快速并购成长可期，考虑到公司报告期内扩张放缓且部分乡镇门店受执业药师补贴成本上升影响需加大投入，调整 2019-2021 年 EPS 预测至 1.08/1.30/1.58 元（原为 1.09/1.35/1.71 元），参考可比公司估值给予公司 2020 年 24 倍 PE，对应目标价 31.2 元，维持“买入”评级。

一心堂	002727
评级	买入（维持）
当前价	24.75 元
目标价	31.2 元
总股本	568 百万股
流通股本	300 百万股
52 周最高/最低价	31.07/16.8 元
近 1 月绝对涨幅	2.15%
近 12 月绝对涨幅	14.33%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7751	9176	10828	13087	15879
增长率 YoY %	24	18	18	21	21
净利润(百万元)	423	521	613	737	899
增长率 YoY%	20	23	18	20	22
每股收益(元)	0.74	0.92	1.08	1.30	1.58
毛利率%	41.5	40.5	39.8	39.6	39.2
净资产收益率%	11.4	12.9	13.9	15.2	16.6
每股净资产 (元)	6.5	7.1	7.8	8.6	9.5
市盈率 PE (x)	33	27	23	19	16
市净率 PB (x)	4	3	3	3	3

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,751	9,176	10,828	13,087	15,879
营业成本	4,533	5,457	6,522	7,911	9,661
毛利率	41.5%	40.5%	39.8%	39.6%	39.2%
营业税金及附加	63	71	88	106	129
营业费用	2,157	2,455	2,877	3,458	4,165
营业费用率	27.83%	26.75%	26.57%	26.42%	26.23%
管理费用	355	399	463	575	691
管理费用率	4.58%	4.35%	4.28%	4.39%	4.35%
财务费用	56	41	51	35	19
财务费用率	0.72%	0.45%	0.47%	0.27%	0.12%
投资收益	2	24	0	0	0
营业利润	507	684	799	961	1,174
营业利润率	6.55%	7.46%	7.38%	7.35%	7.39%
营业外收入	46	17	15	15	15
营业外支出	7	10	9	9	9
利润总额	547	692	805	967	1,180
所得税	124	172	192	231	281
所得税率	22.7%	24.9%	23.9%	23.9%	23.9%
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	423	521	613	737	899
净利率	5.45%	5.68%	5.66%	5.63%	5.66%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,196	1,352	1,624	1,963	2,382
存货	1,626	1,866	2,077	2,654	3,207
应收账款	597	606	756	929	1,095
其他流动资产	577	1,233	1,324	1,526	1,681
流动资产	4,996	5,057	5,782	7,072	8,365
固定资产	502	493	594	684	761
长期股权投资	12	81	81	81	81
无形资产	83	85	70	55	40
其他长期资产	1,554	1,641	1,660	1,682	1,683
非流动资产	2,150	2,299	2,405	2,501	2,564
资产总计	7,147	7,356	8,186	9,573	10,929
短期借款	100	0	23	366	446
应付账款	941	1,302	1,493	1,781	2,230
其他流动负债	1,601	1,987	2,236	2,550	2,837
流动负债	2,643	3,289	3,752	4,696	5,514
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	810	17	17	17	17
非流动性负债	810	17	17	17	17
负债合计	3,453	3,306	3,769	4,714	5,531
股本	568	568	568	568	568
资本公积	1,410	1,410	1,410	1,410	1,410
股东权益合计	3,694	4,050	4,417	4,859	5,398
少数股东权益	0	4	4	4	4
负债股东权益总计	7,147	7,356	8,186	9,573	10,929

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	423	521	613	737	899
少数股东损益	0	-1	0	0	0
折旧和摊销	139	181	72	84	96
营运资金变动	-256	-49	-17	-363	-148
其他	86	-16	79	76	60
经营现金流	391	636	747	534	907
资本支出	-142	-156	-218	-218	-198
投资收益	3	23	0	0	0
资产变卖	515	2,335	-3	0	-1
其他	-662	-3,096	20	10	10
投资现金流	-286	-894	-202	-209	-190
发行股票	892	5	0	0	0
负债变化	-324	-514	23	343	80
股息支出	-114	-170	-245	-295	-359
其他	-11	-41	-51	-35	-19
融资现金流	443	-720	-273	13	-299
现金及现金等价物变动	548	-979	272	339	419

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	24.03	18.39	18.00	20.86	21.34
营业利润	29.25	34.86	16.75	20.34	22.12
净利润	19.62	23.27	17.63	20.19	21.99
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	41.52	40.53	39.77	39.55	39.16
EBIT Margin	8.31	8.66	8.11	7.93	7.77
EBITDA Margin	10.10	10.63	8.77	8.57	8.38
净利率	5.45	5.68	5.66	5.63	5.66
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	11.44	12.87	13.88	15.16	16.65
总资产收益率	5.91	7.09	7.49	7.70	8.23
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	48.31	44.95	46.04	49.24	50.61
所得税率	22.70	24.85	23.85	23.85	23.85
股利支付率	26.86	32.69	40.00	40.00	40.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。