

信义山证 汇通天下

证券研究报告

医药零售

一心堂 (002727.SZ)

维持评级

报告原因：半年报点评

政策变动致使业绩放缓，步步为营稳扎稳打

买入

2019年8月21日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月20日

收盘价(元):	26.67
流通 A 股/总股本 (亿):	3.00/5.68
流通 A 股市值 (亿):	80.01
总市值(亿):	151.49

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益	0.59
每股净资产:	7.42
净资产收益率:	7.81%

分析师：王腾蛟

执业证书编号：S0760518090002

Tel: 0351-8686978

Email: wangtengjiao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 50.60 亿，同比增长 17.90%，归属于上市公司股东净利润 3.37 亿，同比增长 15.31%，扣除非经常性损益净利润 3.35 亿，同比增长 15.09%。

事件点评

- 二季度净利增速有所放缓，公司营运能力进一步提升。19 年第二季度公司实现营收 24.72 亿，同比增长 16.99%，归母净利润 1.62 亿，同比增长 0.48%，二季度公司净利增速明显放缓，分析主要受执业药师政策趋严的影响。报告期公司实现毛利率 38.79%，同比上年下降 3.03pct，净利率 6.66%，同比上年下降 0.15pct，销售费用率 26.63%，同比下降 1.28pct，管理费用率 3.69%，同比上升 0.21pct，财务费用率 0.16%，同比下降 0.40pct，公司毛利率的下降可能是因为处方药占比的提升以及公司加大促销力度的影响。上半年公司存货周转率为 1.71，去年同期为 1.59，应收账款周转率为 7.99，去年同期为 6.41，公司营运能力进一步提升。上半年公司实现经营净现金流 3.01 亿，同比大增 570.70%。
- 行业整体并购步伐放缓，公司自建为主稳健经营。截至 2019 年 6 月 30 日，鸿翔一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店 6,129 家，云南省以外区域门店数量占比 38.86%，四川、广西两省门店均突破 500 家，在四川、广西、山西、海南几省市的直营门店数量均排名当地前列，公司逐步形成云南以外的川渝、桂琼、山西三个重点突破区域。由于药店一级市场并购价格水涨船高，叠加行业政策面临较大不确定性，行业整体并购逐渐降温。一心堂上半年净增 371 家门店，二季度净增 124 家，开店速度有所放缓。一心堂自 18 年以来，新增门店基本以自建为主，在并购方面公司一直较为谨慎。截至上半年，公司商誉为 10.77 亿，占净资产比重 24.93%，在药店上市公司中处于较低水平。

投资建议

- 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.13\1.33\1.68，对应公司 8 月 20 日收盘价 26.67 元，19-21 年 PE 分别为 23.60\20.05\15.88，维持“买入”评级。

风险提示

- 处方外流低于预期；新店盈利能力不及预期。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,057	6,265	7,644	9,425	营业收入	9,176	11,065	13,739	16,989
现金	1,352	1,693	2,121	2,548	营业成本	5,457	6,695	8,326	10,294
应收账款	606	730	915	1,125	营业税金及附	71	83	107	130
其他应收款	177	278	310	379	销售费用	2,455	2,956	3,723	4,562
预付账款	404	647	702	875	管理费用	399	552	637	791
存货	1,866	2,263	2,769	3,413	财务费用	41	(5)	(7)	(8)
其他	651	654	828	1,085	资产减值损失	94	0	0	0
非流动资产	2,299	2,275	2,252	2,226	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	81	81	81	81	投资净收益	24	0	0	0
固定资产	493	480	468	456	营业利润	684	785	952	1,219
商誉	1,077	1,077	1,077	1,077	营业外收入	17	28	30	25
其他	648	637	626	613	营业外支出	10	7	8	8
资产总计	7,356	8,541	9,895	11,652	利润总额	692	806	975	1,236
流动负债	3,289	3,836	4,435	5,234	所得税	172	164	221	280
短期借款	0	0	0	0	净利润	520	642	754	957
应付账款	1,302	1,532	1,874	2,376	少数股东损益	(1)	32	12	20
其他	1,987	2,304	2,561	2,858	归属母公司净利	521	610	742	936
非流动负债	17	14	15	15	EBITDA	908	813	981	1,241
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	1.13	1.33	1.68
其他非流动负	17	14	15	15					
负债合计	3,306	3,850	4,450	5,250	主要财务比率				
少数股东权益	4	36	48	68	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	568	568	568	568	成长能力				
资本公积	1,410	1,410	1,410	1,410	营业收入	18.39%	20.59%	24.16%	23.66%
留存收益	2,067	2,677	3,419	4,356	营业利润	34.86%	14.68%	21.37%	28.01%
归属母公司股东权	4,046	4,655	5,398	6,334	归属于母公司净	23.27%	16.99%	21.78%	26.14%
负债和股东权益	7,356	8,541	9,895	11,652	获利能力				
					毛利率(%)	40.53%	39.50%	39.40%	39.41%
					净利率(%)	5.66%	5.76%	5.45%	5.59%
					ROE(%)	12.84%	13.68%	13.85%	14.94%
					ROIC(%)	14.01%	15.22%	16.59%	18.84%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.95%	45.07%	44.97%	45.05%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.54	1.63	1.72	1.80
					速动比率	0.97	1.04	1.10	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.39	1.49	1.58
					应收账款周转	15.25	16.56	16.70	16.66
					应付账款周转	4.86	4.72	4.89	4.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	1.13	1.33	1.68
					每股经营现金流(最新)	1.12	0.60	0.74	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.26	9.59	11.28
					估值比率				
					P/E	29.1	23.6	20.1	15.8
					P/B	3.7	3.2	2.8	2.4
					EV/EBITDA	16.08	17.53	14.09	10.80

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	636	339	419	418
净利润	520	642	754	957
折旧摊销	181	12	12	12
财务费用	48	(5)	(7)	(8)
投资损失	(23)	0	0	0
营运资金变动	(199)	(320)	(352)	(555)
其他经营现金	110	10	10	12
投资活动现金流	(894)	1	1	1
资本支出	(156)	0	0	0
长期投资	(88)	0	0	0
其他投资现金	(650)	1	1	1
筹资活动现金流	(720)	2	8	9
短期借款	(100)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(620)	2	8	9
现金净增加额	(979)	341	427	427

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。