

改善曙光已现，静待后续修复

——一心堂 (002727.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布 2019 年三季度报，19Q1-3 实现营收 76.6 亿元 (+15.8%)，归母净利润 4.84 亿元 (+15.7%)。经营性净现金流 6.33 亿元 (+151.8%)。收入增长低于预期，净利润增长符合我们和市场预期。

◆点评:

自建门店继续放缓，影响后续扩张预期。公司 19Q1-3 新建门店 595 家，搬迁和关闭门店 137 家，净增门店 458 家，期末门店数同比增 14%，相比 19H1 增速有所放缓。单季度看，3Q19 新建门店 138 家，明显低于 1Q19 和 2Q19 的 275 家和 182 家，主要是受到此前执业药师挂证政策清查调整以及中西部零售药店执业药师缺口较大影响。考虑到公司在 2018 年年报中提及 2019 年计划新建门店 1200 家，预计该开店计划完成难度较大，下调开店预期。由于公司积极通过奖励金等激励措施推动员工参与执业药师考试，以及公司自建远程审方系统拿到云南省远程审方平台资质，我们预计公司开店进度将在 4Q19 及明年会有所加快。

3Q19 收入增速放缓和销售费用率提升主要受执业药师政策影响。公司 3Q19 实现营收 26.0 亿元，同比增 11.8%，相比中报 17.9% 的营收同比增长有所下滑，主要还是受到执业药师挂证政策调整影响，处方药销售受影响较大。3Q19 毛利率为 38.8%，同比下滑 0.4pp，主要是加强促销以对冲处方药销售冲击的影响所致。3Q19 销售费用率同比提升 2.7pp 到 27.9%，也和促销费用以及鼓励员工参加执业药师考试的激励有关；管理费用率同比下降 1.4pp 到 3.9%，显示公司积极改善内部管理的努力。

◆改善曙光已现，静待后续修复，维持“增持”评级

考虑到扩店和收入增长低于预期，但今年费用改善较为积极，我们维持 19 年 EPS 预测为 1.05 元，略下调 20~21 年 EPS 预测为 1.18/1.39 元（原为 1.23/1.54 元），现价对应 19~21 年 PE 为 23/21/18 倍。公司经营受执业药师新政影响较大，但已经看到逐步改善的曙光，静待后续修复，维持“增持”评级。

◆风险提示：执业药师调整政策落地进度低于预期；省外经营低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,751	9,176	10,467	11,694	13,332
营业收入增长率	24.03%	18.39%	14.07%	11.72%	14.01%
净利润 (百万元)	423	521	594	672	790
净利润增长率	19.62%	23.27%	13.92%	13.19%	17.58%
EPS (元)	0.74	0.92	1.05	1.18	1.39
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.44%	12.88%	12.65%	12.78%	13.35%
P/E	33	27	23	21	18
P/B	3.7	3.4	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

增持 (维持)

当前价：24.38 元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

梁东旭 (执业证书编号：S0930517120003)

0755-23915357

liangdongxu@ebsecn.com

市场数据

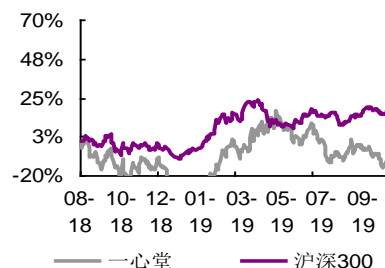
总股本(亿股)：5.68

总市值(亿元)：138.42

一年最低/最高(元)：16.34/31.88

近 3 月换手率：50.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.57	3.68	-8.18
绝对	2.23	4.87	13.81

资料来源：Wind

相关研报

执业药师配置新政影响大，静待后续修复——一心堂 (002727.SZ) 2019 年中报点评

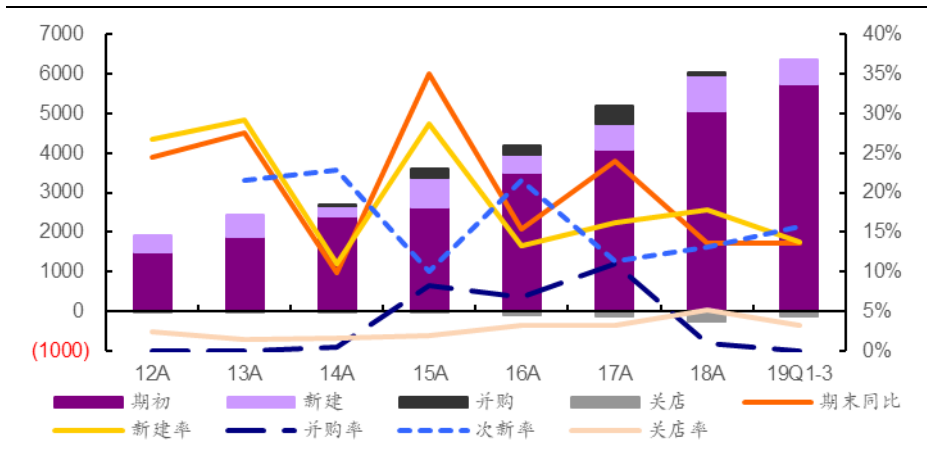
……………2019-08-21
业绩超预期，19 年将是扩店和业绩加速增长之年——一心堂 (002727.SZ) 2019 年一季报点评

……………2019-04-28
业绩符合预期，19 年延续加速开店节奏——一心堂 (002727.SZ) 18 年年报点评

……………2019-02-26

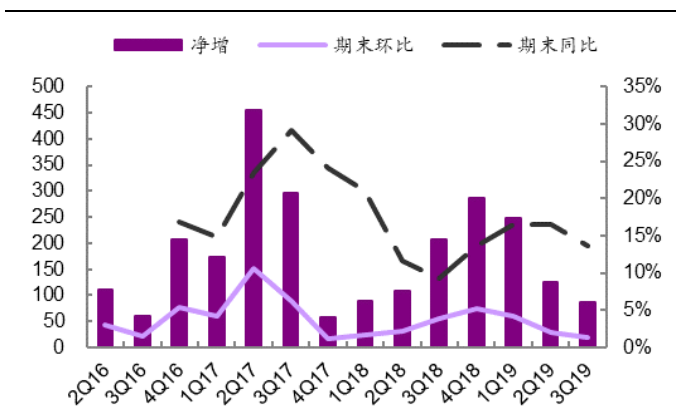
附录

图 1：一心堂门店扩张情况梳理 (12A~19Q1-3) (家、%)



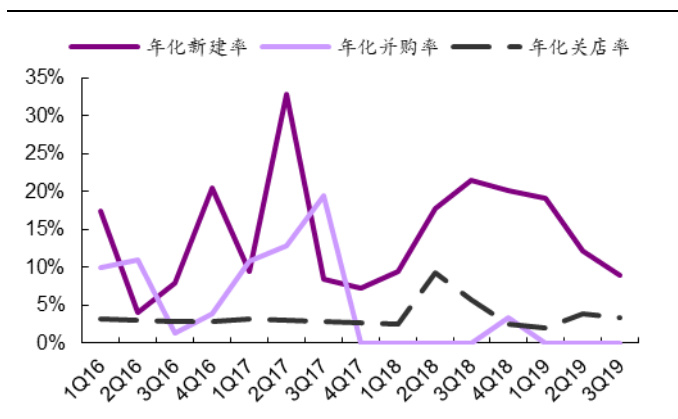
资料来源：公司招股书和财报，光大证券研究所

图 2：一心堂单季度门店扩张及增长情况 (家、%)



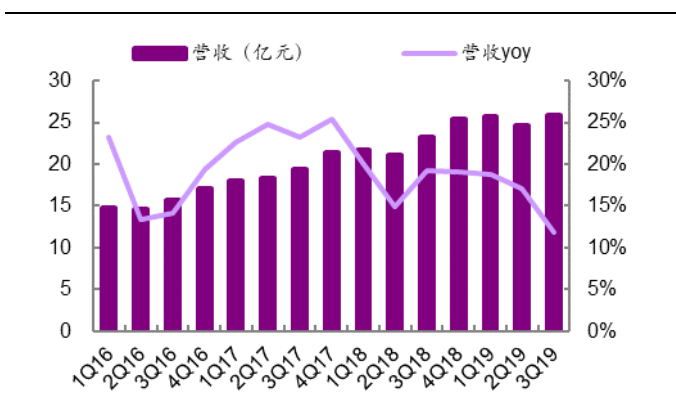
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 3：一心堂单季度自建、并购和关店情况梳理 (%)



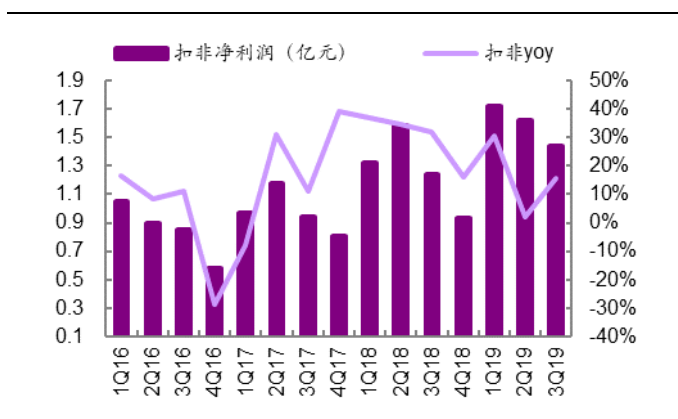
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 4：一心堂单季度营收及增长情况

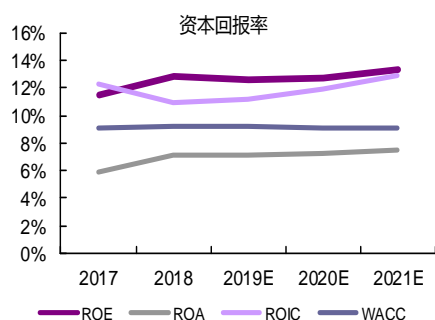
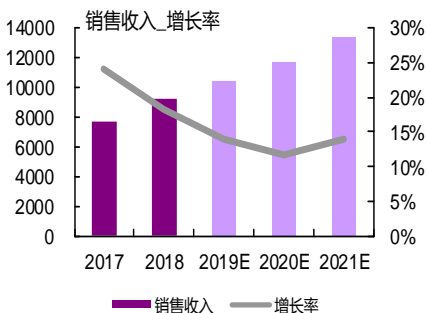
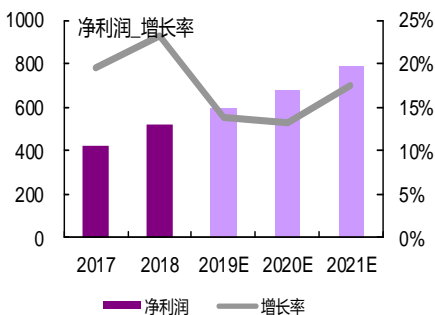
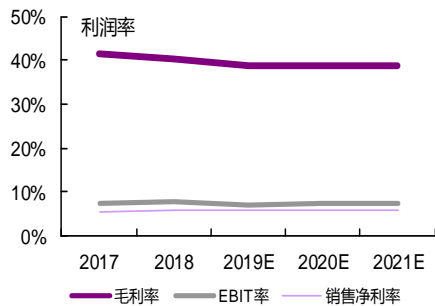


资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 5：一心堂单季度扣非净利润及增长情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,751	9,176	10,467	11,694	13,332
营业成本	4,533	5,457	6,396	7,140	8,133
折旧和摊销	139	181	81	92	103
营业税费	63	71	81	91	104
销售费用	2,157	2,455	2,775	3,050	3,450
管理费用	355	399	398	475	565
财务费用	56	41	16	41	40
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	24	0	0	0
营业利润	507	684	717	812	956
利润总额	547	692	724	819	964
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	423	521	594	672	790

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	7,147	7,356	8,303	9,300	10,518
流动资产	4,996	5,057	5,868	6,739	7,841
货币资金	2,196	1,352	1,593	1,937	2,397
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	597	606	689	789	909
应收票据	11	4	5	5	6
其他应收款	179	177	202	226	258
存货	1,626	1,866	2,188	2,510	2,891
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12	81	81	81	81
固定资产	502	493	591	678	754
无形资产	83	85	90	95	100
总负债	3,453	3,306	3,606	4,037	4,594
无息负债	2,556	2,507	2,807	3,198	3,714
有息负债	897	799	799	839	881
股东权益	3,694	4,050	4,697	5,263	5,924
股本	568	568	568	568	568
公积金	1,564	1,601	1,660	1,694	1,694
未分配利润	1,562	1,876	2,240	2,700	3,289
少数股东权益	0	4	4	4	4

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	391	636	485	731	868
净利润	423	521	594	672	790
折旧摊销	139	181	81	92	103
净营运资金增加	394	1,171	467	324	376
其他	-565	-1,237	-657	-357	-401
投资活动产生现金流	-286	-894	-212	-212	-212
净资本支出	-142	-156	-212	-212	-212
长期投资变化	12	81	0	0	0
其他资产变化	-156	-819	0	0	0
融资活动现金流	443	-720	-183	-176	-196
股本变化	47	0	0	0	0
债务净变化	102	-98	0	40	42
无息负债变化	-164	-49	299	391	516
净现金流	548	-978	90	343	460

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.03%	18.39%	14.07%	11.72%	14.01%
净利润增长率	19.62%	23.27%	13.92%	13.19%	17.58%
EBITDA 增长率	34.29%	25.37%	-7.71%	16.16%	16.28%
EBIT 增长率	33.52%	24.23%	4.52%	16.49%	16.78%
估值指标					
PE	33	27	23	21	18
PB	4	3	3	3	2
EV/EBITDA	19	17	18	15	13
EV/EBIT	24	21	20	17	14
EV/NOPLAT	31	28	24	21	17
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.52%	40.53%	38.90%	38.94%	39.00%
EBITDA 率	9.07%	9.60%	7.77%	8.08%	8.24%
EBIT 率	7.28%	7.64%	7.00%	7.29%	7.47%
税前净利润率	7.06%	7.54%	6.92%	7.01%	7.23%
税后净利润率 (归属母公司)	5.45%	5.68%	5.67%	5.75%	5.93%
ROA	5.92%	7.07%	7.15%	7.22%	7.51%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.44%	12.88%	12.65%	12.78%	13.35%
经营性 ROIC	12.30%	10.99%	11.14%	11.98%	12.91%
偿债能力					
流动比率	1.89	1.54	1.64	1.68	1.72
速动比率	1.28	0.97	1.03	1.05	1.08
归属母公司权益/有息债务	4.12	5.06	5.87	6.27	6.72
有形资产/有息债务	6.17	7.11	8.25	8.99	9.90
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.74	0.92	1.05	1.18	1.39
每股红利	0.30	0.30	0.31	0.36	0.42
每股经营现金流	0.69	1.12	0.85	1.29	1.53
每股自由现金流(FCFF)	0.21	-0.93	0.15	0.60	0.73
每股净资产	6.51	7.13	8.27	9.26	10.43
每股销售收入	13.65	16.16	18.44	20.60	23.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼