

被低估的连锁药店龙头

核心观点:

- **公司的增长前景判断** 中国药品零售市场正处于行业集中度提升期,公司作为连锁药店龙头之一,市占率仍有提升空间。虽然药品零售市场整体增速放缓,但受益于集中度提升,预计公司未来三年有望保持20%以上的净利润增速。
- **公司估值仍有修复空间** 公司相对估值在上市的四家全国性连锁药店龙头中最低。公司业绩增速早已从执业药师缺口的不利影响中恢复。考虑到公司基本面良好,股权激励解禁条件有望调动公司积极性,未来业绩有望保持稳健增长,我们认为公司当前估值偏低,估值仍有修复空间。
- **药品零售行业集中度提升,药店渠道地位增强** 随着药品零售行业监管趋严,行业规范标准进一步提升,大型连锁药店竞争优势将更加明显,行业份额将继续向龙头集中。集中带量采购未中标的品种被迫转移到零售终端销售,药店零售渠道地位提升。
- **公司业绩重回平稳增长轨道** 公司业绩在2019年由于执业药师缺口增速短暂下滑后迅速恢复增长。公司2020年业绩受疫情影响有限,业绩增长彰显韧性。公司门店扩张速度除了一季度受到疫情影响,二三季度开店数量迅速恢复,疫情对公司2020年全年开店速度影响不大。
- **公司积极开展“互联网+”业务** 公司电商业务主要涉及O2O和B2C,将重点发展自主搭建的一心到家O2O平台。公司还和京东健康合作,打造“互联网+医药零售”新样板。公司高密度且深达基层的门店网络非常适合开展网售药品线下配送服务。O2O模式则可作为省会和地市级门店业务的有力补充,预计公司各层级市场发展将更加均衡。
- **行业估值的判断与评级说明** 我们预测2020-2022年公司归母净利润为7.38/8.98/10.95亿元,对应EPS为1.24/1.51/1.84元。合理估值48.8-54.9元,维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10479.09	12356.43	14645.81	17547.63
收入增长率%	14.20%	17.92%	18.53%	19.81%
净利润(百万元)	603.92	738.42	897.97	1095.36
净利润增长率%	16.03%	22.27%	21.61%	21.98%
EPS(元)	1.014	1.240	1.508	1.840
PE	37.27	30.48	25.07	20.55
PB	4.90	4.39	3.90	3.44
EV/EBITDA(X)	23.21	18.33	15.61	16.16
ROIC	14.02%	14.44%	14.64%	17.95%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

一心堂(002727.SZ)

推荐 (维持评级)

合理估值区间 **48.80-54.90元**

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

☎: 010-80927655

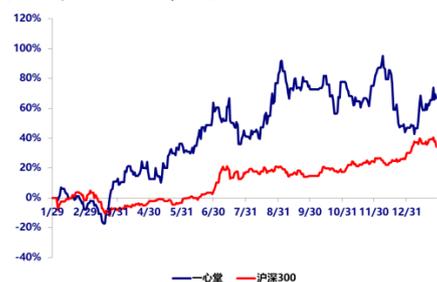
✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

单季度业绩

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.2
2Q/2020	0.37
1Q/2020	0.36
4Q/2019	0.21
市盈率	31.1
总市值(亿元)	225

相对沪深300表现图



资料来源:中国银河证券研究院

相关研究

- 2020-10-30 一心堂三季报点评:保持快速平稳发展,“互联网+”助力城市业务
- 2020-08-19 一心堂中报点评:业绩稳健增长,扩张恢复常态
- 2020-04-29 一心堂年报及一季报点评:业绩增长企稳,股权激励调动发展积极性
- 2019-10-25 一心堂三季报点评:单季利润恢复增长,多措施应对执业药师缺口
- 2019-08-21 一心堂中报点评:执业药师缺口影响业绩,下半年有望恢复增长
- 2019-04-30 一心堂一季报点评:收入增长符合预期,门店扩张有序

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们看好公司未来的发展前景。首先,我们看好公司未来业绩保持稳健增长的前景。公司摆脱了执业药师缺口影响,目前已步入正轨,估值仍有修复空间。其次,我们看好公司立体化门店布局的经营优势。公司独特的立体化门店布局深入市县基层市场,在县乡市场竞争优势显著,潜力巨大。最后,公司医保业务、慢病业务均快速增长,同时积极开展“互联网+”业务,有望提供新的增长点。

假设公司今年可以完成开店目标,次新店由于营业时间延长平均收入倍增,店龄 1-4 年门店平均收入增速 12.35%,店龄 5 年及以上老店内生增速 7.33%,其他财务比率基本不变。我们预测 2020-2022 年公司归母净利润为 7.38/8.98/10.95 亿元,对应 EPS 为 1.24/1.51/1.84 元。

估值与投资建议:

公司合理估值 PE (ttm) 应在 40-45X, 对应估值区间为 48.80-54.90 元/股。

维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

若市场风格从超大市值票向中等市值的细分领域龙头转移,则公司估值修复潜力有望被挖掘。

主要风险因素:

公司门店布局不及预期的风险,药品降价传导压力风险,市场竞争加剧的风险等。

目录

一、公司估值偏低，有估值修复空间.....	3
（一）公司估值在四大连锁药店龙头中最低.....	3
（二）公司估值仍有修复空间.....	3
二、连锁药店龙头持续受益于行业集中度提升.....	4
（一）零售药店行业集中度不断提升.....	4
（二）连锁龙头具有较强竞争力，药品零售渠道地位提升.....	4
（三）公司是上市的四家全国性连锁药店龙头之一.....	5
三、大股东增持和股权激励计划彰显公司信心.....	6
（一）公司控股权稳定，大股东近期增持.....	6
（二）股权激励业绩目标彰显信心.....	6
四、公司作为连锁药店龙头之一，成长空间巨大.....	7
（一）公司业绩重回平稳增长轨道.....	7
（二）扎根西南的连锁药店龙头，积极面向全国扩张.....	8
（三）坚持立体化门店布局，基层门店潜力巨大.....	9
（四）减费增效成效显著，销售费用率下降抵消毛利率下滑影响.....	9
五、积极拥抱“互联网+医药零售”业务.....	11
（一）自建与合作并行，积极开展电商业务.....	11
（二）电商业务利于发挥门店网络优势，与线下业务形成互补.....	12
六、四家全国性连锁药店龙头财务指标对比.....	13
七、附录：.....	14

一、公司估值偏低，有估值修复空间

（一）公司估值在四大连锁药店龙头中最低

公司估值在四大药店上市龙头中最低。目前 A 股上市的 4 家全国性药店龙头分别是一心堂、大参林、益丰药房和老百姓，近日还有一家上市不久的区域性连锁药店健之佳，此外还有部分全国性的医药流通企业兼具批发和零售业务。截至 2021 年 1 月 28 日，一心堂估值 PE 为 31.09 倍，PS 为 1.87 倍，在四家上市药店龙头中均为最低。

表 1：四家全国性连锁药店龙头经营状况对比（估值截至 01.28）

代码	公司	P/E-ttm	P/S-ttm	P/B-mrq	EV/EBITDA
002727.SZ	一心堂	31.09	1.87	4.14	22.59
603233.SH	大参林	65.16	4.86	13.23	53.78
603939.SH	益丰药房	75.33	4.38	10.72	54.22
603883.SH	老百姓	50.18	2.25	7.27	30.43

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）公司估值仍有修复空间

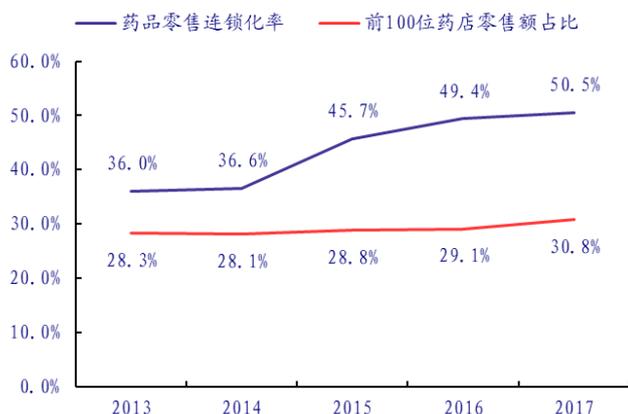
公司作为连锁药店龙头之一，估值仍有修复空间。公司在西南地区根基深厚，此外在山西省也有较多布局。截止 2020 年第三季度末，一心堂共有门店 6911 家，在四大上市药店龙头之位居第一。我们认为公司作为连锁药店龙头之一，有望持续受益于行业集中度的提升，发展潜力巨大。公司 2019 年业绩虽短暂受到执业药师缺口影响，但是早已恢复平稳增长。考虑到公司基本面良好，股权激励解禁条件有望调动公司积极性，未来业绩有望保持稳健增长，我们认为公司当前估值偏低，估值仍有修复空间。

二、连锁药店龙头持续受益于行业集中度提升

(一) 零售药店行业集中度不断提升

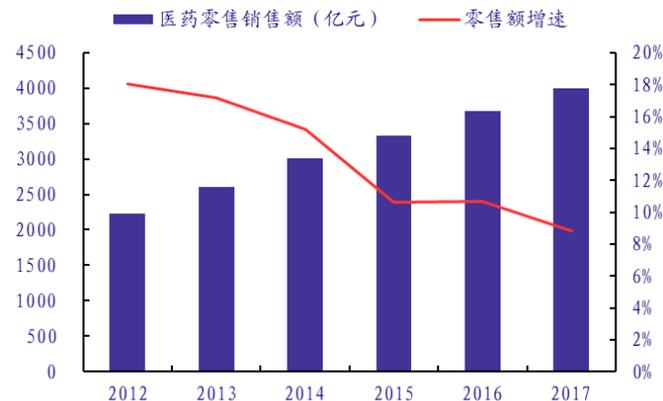
我国连锁药店龙头将持续受益于行业集中度提升。我国药店连锁化率正处于持续提升阶段。近年来，随着新版 GSP、营改增、药店分级管理政策的推出，以及流通专项整治等措施的执行，单体药店压力进一步加大，纷纷关店或被收购，导致药店连锁化率持续提升。根据商务部数据，2006 年连锁药店共 12.2 万家，连锁化率为 38.1%；2017 年连锁药店增长至 22.9 万家，连锁化率提升至 50.5%。我国连锁药店市场比较分散，2017 年前 6 家全国连锁龙头销售额仅占零售市场总额的 12.7%。相比于美国 62%的连锁化率，以及美国药房三巨头 66%的市场份额，我国零售药店市场集中度还有很大提升空间。

图 1：近年来药店连锁化率和前 100 家市场份额



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图 2：近年来我国药品零售市场规模



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

(二) 连锁龙头具有较强竞争力，药品零售渠道地位提升

大型连锁龙头竞争优势将进一步扩大。随着药品零售行业监管趋严，行业规范标准进一步提升，具有资金优势、管理优势、经营更加规范的大型连锁药店竞争优势将更加明显，药店连锁化趋势仍将延续，行业份额将继续向龙头集中。尽管医药零售行业整体增速放缓，但受益于集中度提升的连锁药店龙头仍可保持高成长性。此外，门店网络更完善的大型连锁药店龙头更容易提供药品网购配送服务，小型连锁和单体门店则更容易受到药品网售业务冲击。

药品医院终端销售受医改政策压制，零售药店渠道地位提升。从短期看，招标降价等医保控费措施导致原本在医院终端销售的药品面临很大的降价或弃标压力，尤其是在集中带量采购中未中标的品种，将被迫转移到零售终端销售。零售渠道作为医院渠道的替代，行业议价能力得以提升。从长期看，“医药分离”是医改大方向，药品零加成、药占比等限制措施将促进处方药从医院向药店流出，处方药外流将为药品零售市场带来可观增量。我们认为，零售药店作为药品医院终端销售的替代，未来有望成为药品销售的主力渠道。

表 2: 部分政策对零售药店行业影响

政策	影响	结果
药品零加成、药占比	“医药分离” 医改措施打击医院售药积极性，促进处方药外流。	药品零售行业迎来增量
集中带量采购	药品降价，医院端未中标品种转移到零售渠道。	
新版 GSP	经营标准提高，大型连锁药店更容易满足标准。	集中度和连锁化率提升
营改增	整体增加税负，尤其是对于开票不规范的小型单体药店。大型连锁药店对于成本增加有更强的抗逆性。	
药店分级管理	级别越高的药店，经营范围越大。大型连锁药店更能满足高级别要求。	
流通行业专项整治	大型连锁药店相对而言经营更加规范。	
打击骗保	大型连锁药店相对而言经营更加规范，部分不规范的小型药店受冲击更大。	
打击执业药师挂证	实力雄厚的大型连锁更容易克服药师缺口，对执业药师缺乏吸引力的小型连锁发展容易受到执业药师数量制约	
减税降费	很多零售药店作为小规模纳税人，在本次减税措施中受益更为明显。	增厚行业利润

资料来源：中国银河证券研究院

（三）公司是上市的四家全国性连锁药店龙头之一

目前在 A 股上市的有一心堂、大参林、益丰药房和老百姓这 4 家全国性药店龙头，以及区域性连锁药店健之佳，此外还有部分全国性的医药流通企业兼具批发和零售业务。一心堂 2020 年前三季度收入在四家全国性连锁药店龙头中最低，和老百姓接近。全国性药店龙头发展战略有以下特点：（1）区域聚焦，扎根本地或在某些重点战略地区集中开店，打造具有规模优势和竞争壁垒的优势地区；（2）自建和收购并举，当收购溢价过高时采取自建方式扩张，新进入地区更多通过收购起步；（3）打造自产药品品牌，提高产品毛利率；（4）积极布局 DTP 药房等增值服务模式，实现经营转型。

表 3: 四大全国性连锁药店龙头 2020Q1-Q3 经营状况对比

公司	集中布局区域	20Q3 末门店数	Q1-3 收入(亿元)	Q1-3 收入增速	Q1-3 利润(亿元)	Q1-3 净利增速
一心堂	西南、华南、山西	6911	92.14	20.59%	6.04	24.80%
大参林	华南、华东、河南	5541	104.49	30.49%	8.67	55.90%
益丰药房	中南、华东、河北	5496	93.99	27.72%	5.90	41.16%
老百姓	较为分散	4636	100.88	20.91%	4.87	23.60%

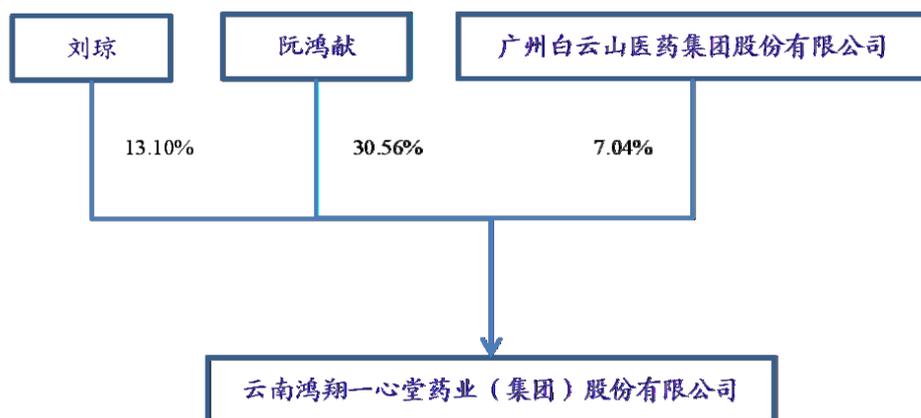
资料来源：公司财报、wind，中国银河证券研究院

三、大股东增持和股权激励计划彰显公司信心

(一) 公司控股权稳定，大股东近期增持

公司于2020年12月8日发布公告，称公司实际控制人、董事长兼总裁阮鸿献于2020年12月4日以自有资金通过大宗交易的方式增持公司股份100万股，占公司总股本的0.1680%，成交均价为38.16元/股。增持后，阮鸿献持有公司股份比例上升至30.5589%。其他重要股东中，公司二股东刘琼目前持有13.10%股份，白云山医药集团也持有公司7.04%的股份。公司控股权稳定，大股东增持进一步彰显了对公司发展的信心。

图3：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 股权激励业绩目标彰显信心

公司于2020年上半年推出股权激励方案，解禁条件彰显公司发展信心。本次计划拟授予的限制性股票数量600.00万股，占公司已发行股本总额的1.06%，授予价格为10.72元/股，相较公司现股价有较大折扣。本次股权激励在解锁期的三个会计年度中，分年度进行绩效考核，每个会计年度考核一次。按照解禁考核标准要求，2020年净利润不低于2019年的120%，2021年净利润不低于2019年的140%，2022年净利润不低于2019年的165%。根据本次股权激励业绩目标设定，公司2020-2022三年净利润复合增速要达到18.17%，实现平稳较快发展。预计本次条件优厚的股权激励方案有望调动核心团队积极性，保障公司业绩稳健增长。

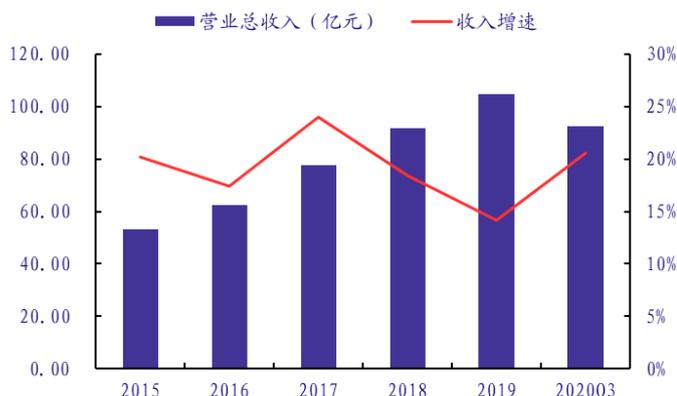
四、公司作为连锁药店龙头之一，成长空间巨大

（一）公司业绩重回平稳增长轨道

公司 2020 年业绩受疫情影响有限，业绩增长彰显韧性。一方面，新冠肺炎疫情给公司经营带来巨大压力，公司在商品配送、门店开业、员工上班等多方面都面临重重考验。另一方面，公司举全集团公司之力境内境外全渠道采购防疫物资，保障各公司所涉及各区域的防疫口罩、体温计、消毒液等产品的供应。春节期间，一心堂遍布全国的 6000 多家门店均开门营业，并延长营业时间，基本抵消了疫情对业绩的不利影响。公司 2020Q3 单季收入同比增长 23.39%，创下 2018 年以来单季收入增速最高记录；扣非归母净利润增长 25.28%，处于 2019Q2 以来最高水平。公司 2020Q2 利润增速由于同期基数低，已经出现反弹，Q3 扣非归母净利润增速仍能环比 Q2 进一步提升，表明公司经营效率明显改善。

公司扩张速度基本消除疫情影响。公司 2020 年前三季度净增加门店 645 家，达到 6911 家。公司一季度净增加 136 家，二季度门店净增加 281 家，三季度净增加 228 家。二季度公司开店稍多有弥补一季度疫情影响的原因，三季度公司开店进度应代表门店扩张正常速度。整体而言，疫情对公司 2020 年全年开店速度影响不大。

图 4：公司近年来收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

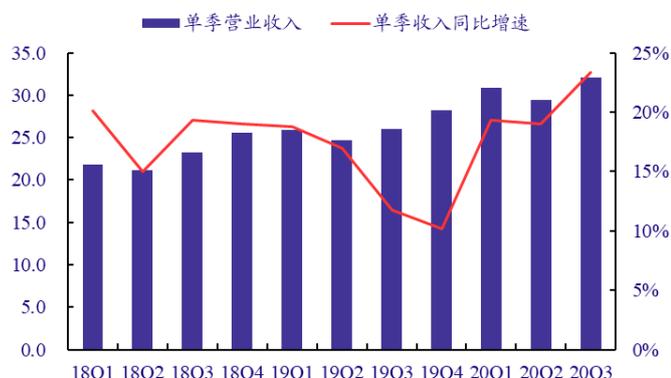
图 5：公司近年来扣非归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

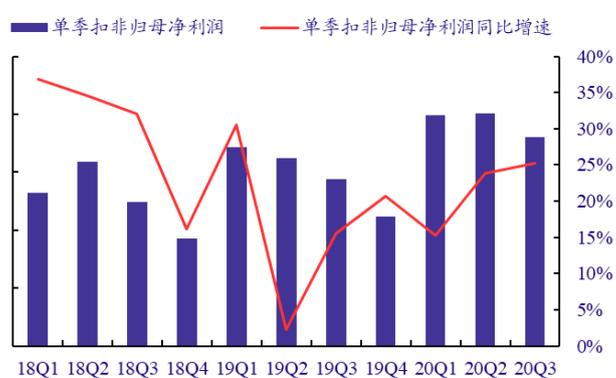
公司业绩告别短暂下滑，重回平稳增长轨道。公司 2019 年业绩由于执业药师缺口曾一度表现不佳，导致公司估值偏低。但随着公司上线远程审方平台，大力培养内部员工成为执业药师，目前公司经营已不受执业药师缺口影响。从单季度数据来看，公司单季度收入增速在 2019 年下半年触底，单季度扣非归母净利润增速在 2019 年第二季度触底，随后都迅速反弹。目前公司单季度收入和利润增速均已恢复至正常水平，我们认为公司业绩未来有望保持较快增长势头。

图 6: 一心堂单季度收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 7: 一心堂单季度扣非归母净利润 (亿元) 及增速

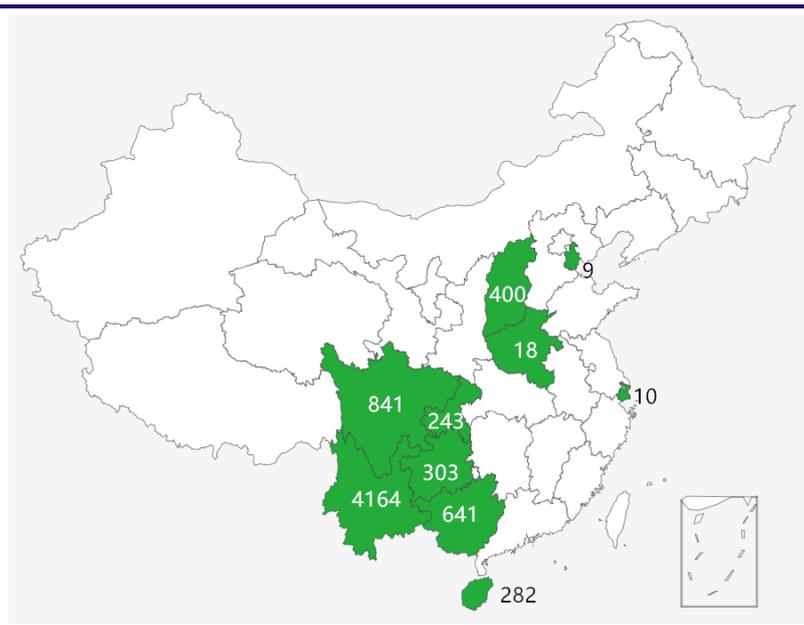


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 扎根西南的连锁药店龙头, 积极面向全国扩张

公司在西南地区根基深厚, 在山西省也有较多布局。公司现已成长为以零售药店连锁经营为核心产业, 集药材加工与销售、中西成药批发为一体的大型医药上市公司。截至 2020Q3, 一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店 6911 家, 已遍及滇、黔、桂、川、晋、渝、津、沪、琼等省、直辖市。公司门店布局围绕云南大本营向外辐射, 在西南地区实力雄厚。目前公司布局门店较多的地区为云南、四川、重庆、广西、贵州、山西和海南, 其门店布局在西南地区的网络优势明显。

图 8: 公司 2020Q3 门店分布



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

公司积极并购，继续开拓省外市场。公司继续深耕川渝、桂琼、山西三个重点突破区域，通过自建和零散收购的方式深入拓展，持续优化门店布局。公司省外市场拓展迅速，2020H1除云南省以外区域门店的销售收入同比增速达到25.31%，高于公司合并报表口径的营收增速。2020年四季度以来，公司在云南省外市场继续积极并购，先后收购了四川百心康10家店、宜宾老百姓药房（和上市公司老百姓无关联）7家店、山西侯马广生堂44家店、贵州红瑞乐邦18家店。

（三）坚持立体化门店布局，基层门店潜力巨大

立体化门店布局均衡，县级乡镇基层市场潜力巨大。公司一直注重各级市场均衡发展，纵向市县乡一体化垂直渗透打造竞争壁垒，横向同城互联释放连锁经营效益。公司在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场门店布局均衡，县市、乡镇门店占比较高。县市、乡镇门店虽然单店产出较低，但是由于房租和人工费用等成本也低，乡镇、县市级门店净利率更高，整体上增强了公司盈利能力。同时乡镇、县市这些基层市场的竞争压力更小，公司门店可以迅速脱颖而出，抢占中小型竞争对手的市场，获得足够多的营业收入和利润。除了竞争具有优势，县市、乡镇市场也具有不错的发展潜力。随着医疗健康消费“渠道下沉”，新一轮城镇化的浪潮，农村人口将大规模向三四线城市和县域市场集中，市场潜力巨大。

表4：公司不同层次门店2020H1经营效率对比

层级	门店数量	日均平效（含税，元/平方米）	租金效率（含税，年销售额/租金）
省会级	1,612	50.16	13.06
地市级	2,075	47.52	17.7
县市级	1,700	47.81	17.69
乡镇级	1,296	48.08	29.33
总计	6,683	48.34	18.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

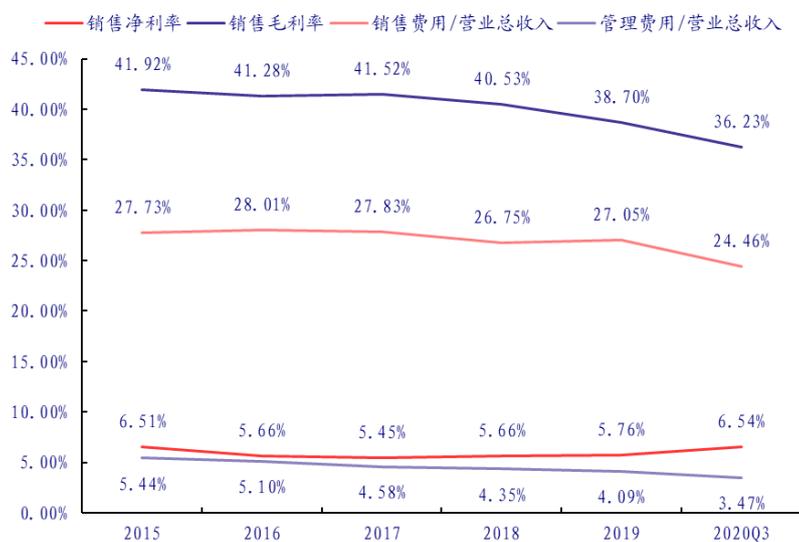
（四）减费增效成效显著，销售费用率下降抵消毛利率下滑影响

公司多举措减费增效。公司不断优化的租赁流程、签约和付租方式，不断提升租效；保障员工福利，同时鼓励员工业务创新，不断提升高技能员工占比；不断优化营销费的投放，更多的与厂家联动，实现厂家、产品、渠道、顾客之间的链接和响应；推行无纸办公、电子流程、远程会议、可视化巡店等模式；采用最新的空间管理技术，提升存货周转率。

公司销售费用率下降基本抵消毛利率下降影响。2020年前三季度，公司实现毛利率36.23%，比去年同期下降2.56个百分点；实现销售费用率24.46%，比去年同期下降2.62个百分点。公

司毛利率下滑一方面是由于带量采购等药品降价措施对药店也有传导压力,另一方面就是低毛利业务增长较快。处方药、特慢病药普遍毛利率较低,公司刚刚起步的线上业务毛利率也偏低。虽然毛利率显著下降,但是公司销售费用控制得当,销售费用率下降基本可抵消毛利率下降的不利影响。公司前三季度实现管理费用率 3.47%,同比下降 0.28 个百分点,公司管理费用率为近年来最低。体现了公司经营效率的提升。公司前三季度实现销售净利率 6.54%,同比略微提升 0.22 个百分点。

图 9: 公司毛利率和费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（二）电商业务利于发挥门店网络优势，与线下业务形成互补

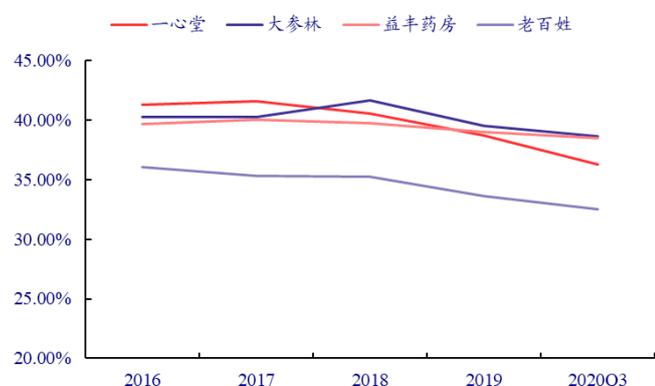
公司门店垂直化布局深入基层，天然适合网购配送模式。公司将继续坚持“少区域高密度发展”的战略目标，主要拓展川渝、贵州、广西、海南、山西六省市的门店，覆盖这些省份的大部份市县、甚至乡镇一级的基层市场。高密度且深达基层的门店网络非常适合开展网售药品线下配送服务。公司规划把分布在各个层级/城市的门店、社区的门店做为 O2O 业务的前置仓，从而提升互联网业务的响应速度。

电商业务可作为省会和地市级门店业务的补充。从行政区域来看，O2O 业务销售及交易次数与区域行政级别化层度出现较高的正向关联。具体来看，2020 年前三季度 O2O 业务中省会及直辖市的销售额占比达到 56.8%，交易次数占比 55.52%；地市级销售额占比 32.31%，交易次数占比 33.86%；县市级区域销售额占比 9.99%，交易次数占比 9.77%；乡镇级销售额占比 0.89%，交易次数占比 0.85%。公司一贯重视下沉市场，县乡业务占比较多，而 O2O 模式则可作为省会和地市级门店业务的有力补充，预计公司各层级市场发展将更加均衡。

六、四家全国性连锁药店龙头财务指标对比

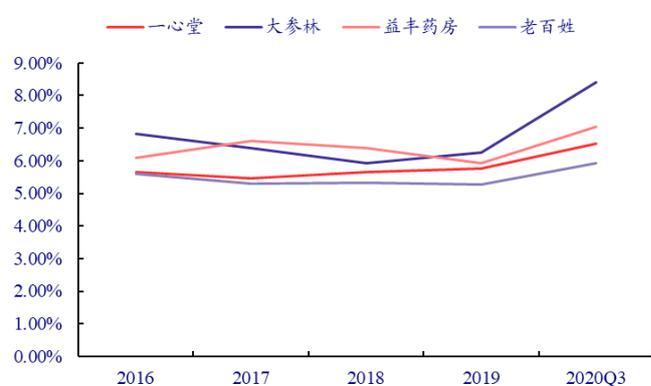
2020 年前三季度，一心堂实现毛利率 36.23%，实现净利率 6.54%，在四家全国性连锁药店龙头中均排第三，高于老百姓。2020 上半年，一心堂含税日均平效 48.34 元/平方米，在四家全国性连锁药店中最低，主要是因为公司经营区域经济相对欠发达，且相当多的门店布局在县、乡基层。不过公司布局的基层门店的租金、人工等成本相对发达地区也会比较便宜，可以部分弥补单店收入的不足。

图 11：四家全国性连锁药店龙头毛利率对比



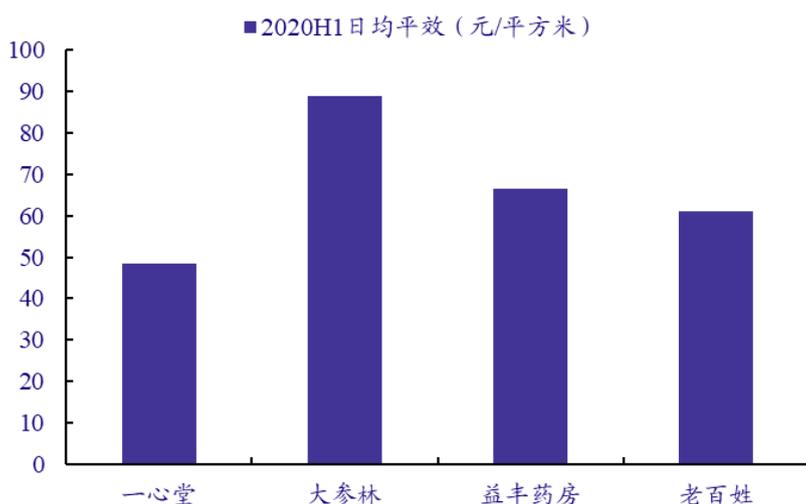
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 12：四家全国性连锁药店龙头净利率对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 13：四家全国性连锁药店龙头日均平效对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

七、附录:

资产负债表					利润表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1119.63	1729.90	2050.41	2456.67	营业收入	10479.09	12356.43	14645.81	17547.63
应收和预付款项	1148.73	1611.43	1660.13	2259.63	减: 营业成本	6424.13	7575.02	8978.51	10757.45
存货	2028.03	2563.60	2878.75	3641.91	营业税金及附加	52.23	61.59	73.00	87.46
其他流动资产	959.34	959.34	959.34	959.34	营业费用	2834.27	3342.03	3961.24	4746.09
长期股权投资	83.55	83.55	83.55	83.55	管理费用	428.47	505.24	598.85	717.50
投资性房地产	17.60	15.80	14.00	12.20	财务费用	20.81	23.62	-2.22	-29.28
固定资产和在建	585.57	541.06	501.76	467.08	资产减值损失	67.37	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发	1151.62	1132.31	1113.00	1093.69	加: 投资收益	23.31	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	494.33	256.20	18.07	18.07	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7588.40	8893.18	9279.01	10992.14	其他经营损益	-0.77	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	224.21	36.88	264.30	营业利润	674.35	848.94	1036.45	1268.42
应付和预收款项	2521.53	2966.14	3489.62	4193.20	加: 其他非经营损	9.83	18.87	18.87	18.87
长期借款	482.82	591.52	0.00	0.00	利润总额	684.18	867.81	1055.32	1287.29
其他负债	0.02	0.02	0.02	0.02	减: 所得税	120.49	130.17	158.30	193.09
负债合计	3004.37	3781.89	3526.52	4457.51	净利润	563.69	737.64	897.02	1094.20
股本	567.77	567.77	567.77	567.77	减: 少数股东损益	-0.60	-0.78	-0.95	-1.16
资本公积	1408.77	1408.77	1408.77	1408.77	归属母公司股东净	603.92	738.42	897.97	1095.36
留存收益	2618.38	3146.43	3788.58	4571.87					
归属母公司股东	4594.92	5122.97	5765.12	6548.41					
少数股东权益	1.25	0.46	-0.49	-1.66					
股东权益合计	4596.17	5123.43	5764.62	6546.76					
负债和股东权益	7600.54	8905.32	9291.15	11004.27					

现金流量表					主要财务比率				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	989.00	515.63	1362.96	476.85	营业收入(百万元)	10479.09	12356.43	14645.81	17547.63
投资性现金流	-556.85	-14.07	-21.59	-29.12	营业收入增长率	14.20%	17.92%	18.53%	19.81%
筹资性现金流	-403.31	108.70	-1020.86	-41.48	净利润(百万元)	603.92	738.42	897.97	1095.36
现金流量净额	28.90	610.27	320.51	406.25	净利润增长率	16.03%	22.27%	21.61%	21.98%
					EPS(元)	1.014	1.240	1.508	1.840
					P/E	37.27	30.48	25.07	20.55
					P/B	4.90	4.39	3.90	3.44
					EV/EBITDA	23.21	18.33	15.61	16.16

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 近年来药店连锁化率和前 100 家市场份额	4
图 2: 近年来我国药品零售市场规模	4
图 3: 公司主要股东持股比例	6
图 4: 公司近年来收入 (亿元) 及增速	7
图 5: 公司近年来扣非归母净利 (亿元) 及增速	7
图 6: 一心堂单季度收入 (亿元) 及增速	8
图 7: 一心堂单季度扣非归母净利润 (亿元) 及增速	8
图 8: 公司 2020Q3 门店分布	8
图 9: 公司毛利率和费用率	10
图 10: 入驻一心堂电子商城的品牌商	11
图 11: 四家全国性连锁药店龙头毛利率对比	13
图 12: 四家全国性连锁药店龙头净利率对比	13
图 13: 四家全国性连锁药店龙头日均平效对比	13

表格目录

表 1: 四家全国性连锁药店龙头经营状况对比 (估值截至 01.28)	3
表 2: 部分政策对零售药店行业影响.....	5
表 3: 四家全国性连锁药店龙头 2020Q1-Q3 经营状况对比	5
表 4: 公司不同层次门店 2020H1 经营效率对比.....	9

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn