

业绩稳步兑现，七千余门店开启新征程

一心堂(002727)

事件概述

2021年3月15日，一心堂发布2020年年报。2020年公司实现营业收入126.56亿元，同比增长20.78%；实现归属于上市公司股东的净利润7.9亿元，同比增长30.81%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7.53亿元，同比增长27.43%；基本每股收益1.38元。另外公司拟每10股派发现金红利3元(含税)。

分析判断：

► 营业利润持续增长，盈利能力逐季度提升

2020年公司实现营业收入126.56亿元，同比增长20.78%；归母净利润7.9亿元，同比增长30.81%；扣非归母净利润7.53亿元，同比增长27.43%。核心财务指标上：

- 疫情下公司全年毛利率和费用率都有不同程度下降：2020年公司整体毛利率下降至35.82%，同比-2.88个百分点；期间费用率28.14%，同比-3.19个百分点；其中销售费用率24.11%，同比-2.93个百分点；管理费用率4.00%，同比-0.09个百分点；财务费用率0.03%，同比-0.17个百分点。
- 整体盈利水平以及现金流改善：2020年整体归母净利润率为6.24%，较2019年提升0.49个百分点，经营性现金流净额为10.33亿元，同比+5.13%。

单季度数据而言，同比增速呈现逐季度提升态势。公司Q1-Q4单季度收入分别为30.87、29.42、32.10、34.18亿元，同比增速分别为+19.30%、+19.15%、+20.59%、+20.78%，Q1-Q4单季度归母净利润分别为2.05、2.12、1.88、1.86亿元，同比增速分别为+16.81%、+23.46%、+24.80%、+30.81%，Q1-Q4单季度扣非归母净利润分别为1.99、2.01、1.80、1.73亿元，同比增速分别为+15.25%、+19.43%、+21.19%、+27.43%。2021年有望延续。

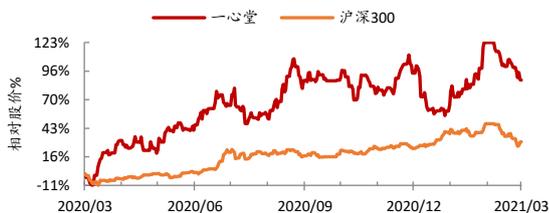
► 门店数量超过7千家，店群经营更加立体，门店医保更加齐备

门店扩张加速中：截至2020年12月31日，一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店7,205家，全年净增加939家，新开门店数量前三省市分别为云南(594家)、四川(166家)以及广西(124家)，继续贯彻以西南为核心，华南为纵深的布局战略。相较于2020年三季度末的6911家门店，单四季度公司门店数量净增加294家，其中2020Q4公司分别公告在贵州、山西、四川等重点省外布局区域收购当地连锁药店，门店拓展持续加速。

门店经营立体化：公司在省会级、地市级、县级、乡镇级四个类型的市场门店均已超过1300家，市县乡一体化发展格局。门店分级布局的差异化使得各级门店经营效率各具特色，省会级门店平效最高(48.8元/平方米)，而乡镇级则租金效率最高

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	39.28
股票代码：	002727
52周最高价/最低价：	47.85/18.59
总市值(亿)	233.84
自由流通市值(亿)	152.90
自由流通股数(百万)	389.27



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

研究助理：李昌幸
邮箱：licx@hx168.com.cn
联系电话：075582537243

相关研究

1. 【华西医药】一心堂(002727)：归母净利润增长超30%，门店扩张按下加速键

2021.02.08

(26.2)。

门店医保逐步完备：2020年一心堂医保门店数达到6205家，相比2019年净增加984家，数量占整体门店的86.12%（2019年为83.32%）。其中客单价更高的特慢病药房业务，2020年开公司通各类慢病医保支付门店646家，同比2019年477家净增加169家。与之对应的是公司会员人数的持续增长，2020年公司有效会员达到2400万，同比2019年度会员人数增长400万人，客户粘性持续增强。

▶ 着力发展电商业务，掘金中药产业链

电商业务高速发展：公司2020年电商业务总销售1.97亿元，是2019年电商业务总销售的2.7倍。2020年公司O2O业务门店数达到4816家，覆盖率达到门店总数的66.84%，其中一心到家（自营O2O）是公司O2O业务的主力军，使公司在未来医药电商业务竞争上拥有一席之地。

加强中药布局：全资子公司鸿翔中药已完成609个中药配方颗粒品种研发及临床试用备案。2020年公司也加大中药品类的推广力度，2020年中药品类销售同比增长39.26%，占营业收入的比率提升至8.86%。未来预计公司将借助地理位置的优势资源，全力加强中药产业链布局，毛利率有望逐步提升。

投资建议

考虑到公司未来门店稳步扩张，盈利能力持续提升，并且借助电商发展以及中药产业链布局拓展边界。我们调整业绩预测，我们预计公司2021~2023年收入分别154.0/185.9/223.3亿元（原预测2021-2022年收入分别为152.0/183.6亿元），分别同比增长21.7%/20.8%/20.1%，归母净利润分别为9.6/11.6/13.9亿元（原预测2021-2022年归母净利润为9.5/11.5亿元），分别同比增长20.9%/21.0%/20.2%，对应2021~2023年EPS为1.60/1.94/2.33元，对应估值为24X/20X/17X，维持“买入”投资评级。

风险提示

公司业绩不及预期；公司战略政策调整不及预期；公司药店扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479	12,656	15,396	18,592	22,332
YoY (%)	14.2%	20.8%	21.7%	20.8%	20.1%
归母净利润(百万元)	604	790	955	1,155	1,389
YoY (%)	15.9%	30.8%	20.9%	21.0%	20.2%
毛利率 (%)	38.7%	35.8%	37.6%	37.9%	38.3%
每股收益 (元)	1.01	1.33	1.60	1.94	2.33
ROE	13.1%	13.7%	14.6%	15.4%	15.9%
市盈率	38.67	29.56	24.46	20.21	16.81

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,656	15,396	18,592	22,332	净利润	789	953	1,154	1,387
YoY (%)	20.8%	21.7%	20.8%	20.1%	折旧和摊销	239	40	30	20
营业成本	8,123	9,614	11,540	13,778	营运资金变动	-51	-457	-34	-5
营业税金及附加	32	62	93	112	经营活动现金流	1,033	498	1,103	1,348
销售费用	3,052	4,018	4,927	6,007	资本开支	-277	-22	-44	-70
管理费用	506	585	651	799	投资	-505	-5	-5	-5
财务费用	4	10	40	43	投资活动现金流	-925	-35	-46	-55
资产减值损失	-84	0	0	0	股权募资	68	0	0	0
投资收益	34	31	37	45	债务募资	110	-60	0	0
营业利润	918	1,183	1,470	1,769	筹资活动现金流	-48	-240	-179	-179
营业外收支	39	9	10	10	现金净流量	60	223	878	1,114
利润总额	957	1,192	1,480	1,779	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	168	238	326	391	成长能力				
净利润	789	953	1,154	1,387	营业收入增长率	20.8%	21.7%	20.8%	20.1%
归属于母公司净利润	790	955	1,155	1,389	净利润增长率	30.8%	20.9%	21.0%	20.2%
YoY (%)	30.8%	20.9%	21.0%	20.2%	盈利能力				
每股收益	1.33	1.60	1.94	2.33	毛利率	35.8%	37.6%	37.9%	38.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
货币资金	1,624	1,847	2,725	3,839	总资产收益率 ROA	8.5%	8.9%	9.3%	9.5%
预付款项	425	640	740	841	净资产收益率 ROE	13.7%	14.6%	15.4%	15.9%
存货	2,194	2,973	3,443	4,031	偿债能力				
其他流动资产	2,474	2,595	2,873	3,115	流动比率	1.90	1.95	1.98	2.01
流动资产合计	6,718	8,055	9,780	11,826	速动比率	1.16	1.08	1.13	1.18
长期股权投资	84	84	84	84	现金比率	0.46	0.45	0.55	0.65
固定资产	675	675	675	675	资产负债率	38.0%	38.7%	39.7%	40.2%
无形资产	123	123	123	123	经营效率				
非流动资产合计	2,610	2,645	2,709	2,800	总资产周转率	1.36	1.44	1.49	1.53
资产合计	9,328	10,701	12,490	14,625	每股指标 (元)				
短期借款	60	0	0	0	每股收益	1.33	1.60	1.94	2.33
应付账款及票据	2,876	3,425	4,125	4,900	每股净资产	9.68	10.99	12.63	14.66
其他流动负债	596	704	818	969	每股经营现金流	1.74	0.84	1.85	2.26
流动负债合计	3,532	4,129	4,943	5,870	每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	16	16	16	16	PE	29.56	24.46	20.21	16.81
非流动负债合计	16	16	16	16	PB	3.44	3.57	3.11	2.68
负债合计	3,548	4,145	4,959	5,886					
股本	595	595	595	595					
少数股东权益	15	14	12	11					
股东权益合计	5,780	6,555	7,531	8,740					
负债和股东权益合计	9,328	10,701	12,490	14,625					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

李昌幸：医药+金融复合背景，山东大学药学学士，中南财经政法大学金融硕士。2020年7月加入华西证券，负责零售药店、医药商业以及OTC行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。