

全年业绩加速增长，门店扩张重新发力

——一心堂 2020 年年报点评

事件：

2021年3月15日，公司公告2020年年度报告：公司2020年全年实现营业收入126.57亿元，同比增长20.78%；实现归母净利润7.90亿元，同比增长30.81%；实现扣非归母净利润7.53亿元，同比增长27.43%。

国元观点：

● 全年业绩加速增长，股权激励初现成效

根据报告，公司2020年全年实现营收126.57亿元(+20.78%)，实现归母净利润7.90亿元(+30.81%)，实现扣非归母净利润7.53亿元(+27.43%)，毛利率35.82%(-0.41 pct)，全年业绩实现加速增长，公司2020年3月制定的激励计划顺利完成，股权激励初现成效。报告期内，公司销售费用率为24.11%(-2.94 pct)，费用率显著下降。

● 门店扩张重新发力，坚持深耕重点区域战略

公司门店扩张重新发力，截止2020年12月31日，公司共拥有直营连锁门店7205家，全年门店净增加939家，同比增长14.99%。坚持深耕重点区域战略，大本营云南截至报告期末共有门店4284家，净增464家，同比增长12.15%，川渝地区截至报告期末门店总数达1154家(+19.46%)，云南以外多个重点区域扩张加速，公司有望在新的重点区域复制云南的成功。

● 电商业务布局顺利，积极迎接互联网化

公司通依托互联网平台结合自身门店网点优势及品牌影响力，积极推动电商业务发展，包括自建O2O一心到家平台以及与美国团、饿了么、京东等主流电商平台建立合作。截止2020年12月31日，公司O2O业务门店数达到4816家，覆盖率达66.84%，公司自营的一心到家平台成为公司O2O业务主力军。公司2020年全年电商业务销售总额达1.97亿元，为2019年的2.7倍。

● 投资建议与盈利预测

公司作为西南区域药店龙头，深耕云南并逐步推进重点区域布局战略，股权激励后，业绩增速提升显著。我们预计公司2021-2023年实现收入151.65/182.25/221.19亿元，归母净利润9.43/11.48/13.96亿元，对应每股收益为1.58/1.93/2.35元/股，对应当前股价PE分别为25/20/17倍，维持公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；药品安全事件

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10479.09	12656.28	15165.25	18224.55	22118.50
收入同比(%)	14.20	20.78	19.82	20.17	21.37
归母净利润(百万元)	603.92	789.96	942.92	1147.96	1396.31
归母净利润同比(%)	15.90	30.81	19.36	21.74	21.63
ROE(%)	13.14	13.14	13.72	14.76	15.36
每股收益(元)	1.06	1.33	1.58	1.93	2.35
市盈率(P/E)	38.67	29.56	24.77	20.34	16.73

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|维持

当前价：39.23元

基本数据

52周最高/最低价(元)：46.68/18.95

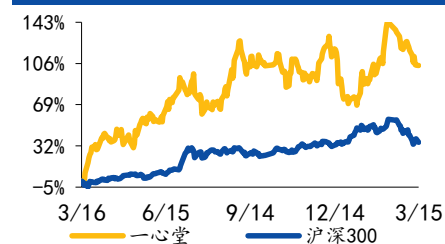
A股流通股(百万股)：389.27

A股总股本(百万股)：595.31

流通市值(百万元)：15270.97

总市值(百万元)：23354.11

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-一心堂(002727)2020年业绩预告点评：业绩增长符合预期，门店扩张有序进行》
2021.02.08

《国元证券公司研究-一心堂(002727)2020年三季报点评：业绩稳步增长，O2O业务表现亮眼》
2020.10.29

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

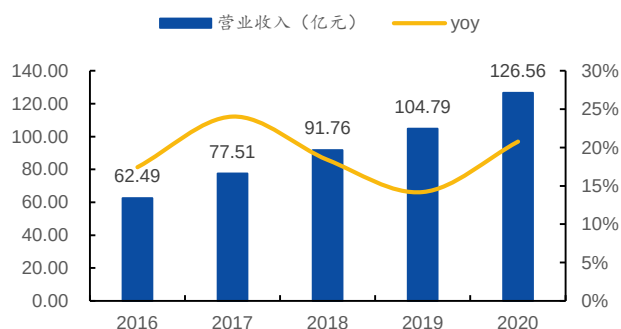
分析师 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

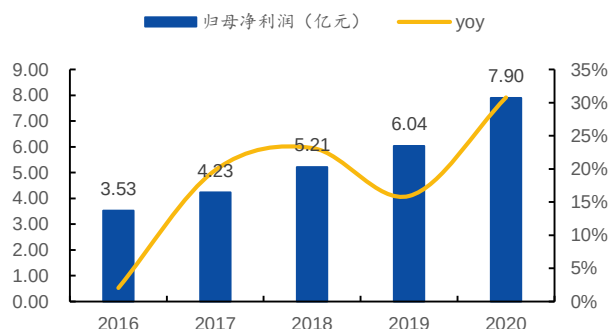
公司全年业绩实现加速增长。2020 年全年公司实现营收 126.57 亿元(+20.78%)，营收增长符合预期。公司全年实现归母净利润 7.90 亿元，同比增长 30.81%，实现扣非归母净利润 7.53 亿元同比增长 27.43%，利润实现超预期增长，主要系费用控制较好，全年销售费用率显著降低。

图 1：2016-2020 年公司营业收入情况（亿元）



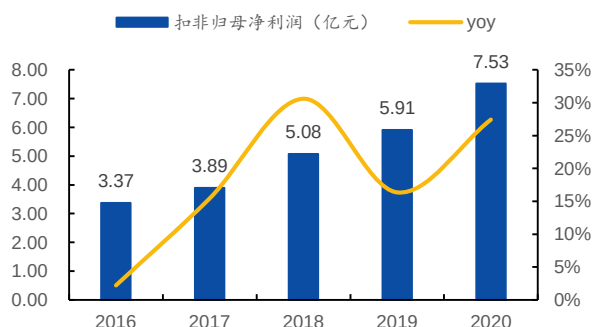
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2016-2020 年公司归母净利润情况（亿元）



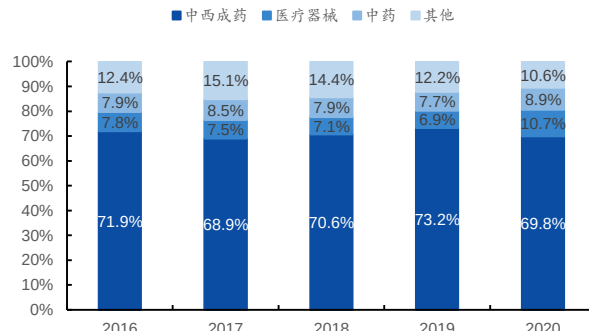
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2016-2020 年公司扣非归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2016-2020 年公司营收分品类构成情况

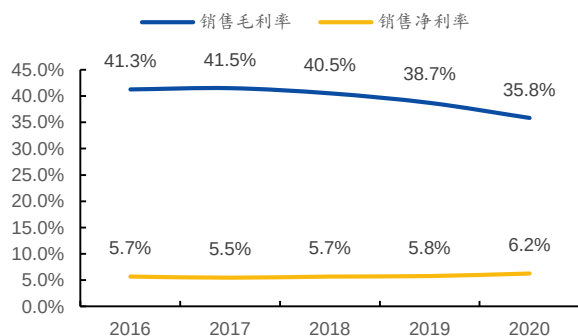


资料来源：Wind，国元证券研究所

疫情下医疗器械类贡献增量收入，毛利率相应被拉低。分品类来看，公司 2020 年全年营业收入，中西成药贡献收入占比为 69.8%，依旧是占比最高的品类；医疗器械类收入贡献占比 10.7%，同比增长 3.8%，占比上升主要系 2020 年新冠疫情期期间手套、口罩等防疫物资需求大幅增长，因此也导致医疗器械类品种的整体毛利率由以往 50% 下滑至 43%；中药品类销售同比增长 39.26%，占比提升至 8.86%，主要系公司在报告期内公司加大了中药品类的推广力度，大规模布局配方颗粒品种，截至目前，公司共有 609 个配方颗粒品种取得药监局备案批件。

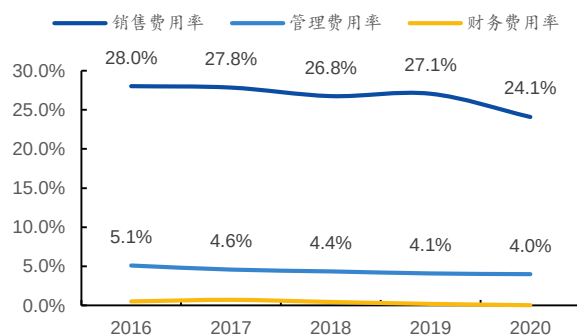
毛利率下滑，费用控制改善显著，净利率逆势提升。2020 年公司整体销售毛利率为 35.82%，同比下滑 0.41 pct；净利率为 6.24%，同比上升 0.48 pct，毛利率下滑的同时净利率逆势提升主要系报告期内公司费用率显著下降。2020 年公司销售费用率为 24.11%，同比下降 2.94 pct，管理费用率为 4.00%，同比下降 0.09 pct。我们预计公司销售费用率的下滑一方面由于公司经营效率的提升，另一方面也由于疫情期间的各项减免政策。

图 5：2016-2020 年公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2016-2020 年公司费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

门店总数增至 7205 家，扩张重回快车道。截止 2020 年 12 月 31 日，公司共拥有直营连锁门店 7205 家，净增门店 939 家，同比增长 14.99%，公司门店扩张速度重回增长轨道，根据我们预测，公司门店数量有望于 2023-24 年突破万家。此外，新冠疫情导致部分餐饮、零售等行业门店让出了具有区位优势的地边、小区核心商圈门店，公司受疫情影响较小，全年布局门店的质量或将高于平均水平，这些优势门店成长起来后有望为公司带来更高的单店业绩。

图 7：2020 年公司门店开设情况（家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 8：2020 年公司全国门店分布情况（家）

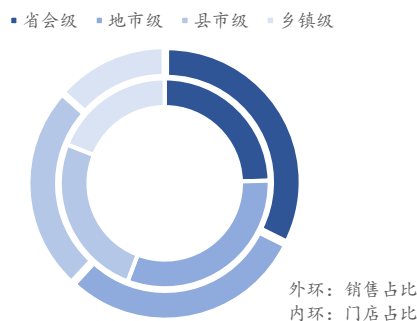


资料来源：公司年报，国元证券研究所

深耕重点区域战略，以西南为核心布局全国市场。截至报告期末，公司大本营云南共有门店 4284 家，同比增长 12.15%，占比持续降低。云南外的多个重点区域加速扩张，川渝地区截至报告期末门店总数达 1154 家（+19.46%），广西达门店 686 家（+16.27%），贵州达门店 315 家（+30.17%），公司正以西南为核心，华南为纵深、华北为补充进行全国布局，未来有望在新的核心区域复制云南的成功。

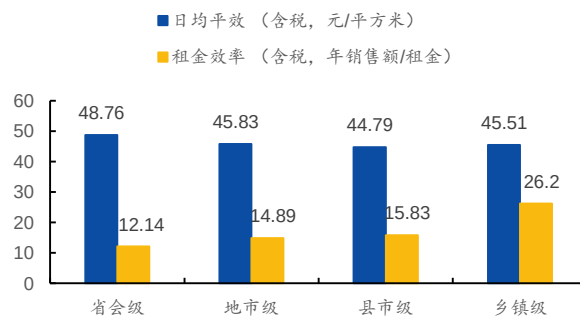
全面立体化纵深布局，下沉市场价值凸显。公司坚持市县乡一体化垂直渗透拓展，目前各级门店数量均超过 1300 家，下沉市场的乡镇门店虽然目前贡献收入尚低，但其经营效率十分可观，根据公司年报显示，2020 年公司乡镇级门店的平均日均平效为 45.51 元/平米，高于县市级的平均平效甚至接近地市级，而乡镇级门店的租效更是远高于上层市场的门店。

图 9：2020 年公司各级门店数量及销售占比



资料来源：公司年报, 国元证券研究所

图 10：2020 年公司各级门店营业效率



资料来源：公司年报, 国元证券研究所

行业利好政策频出，公司积极开展增持应对布局：

- **定点医保门店：**公司 2020 年医保门店覆盖率进一步提升，截止 2020 年 12 月 31 日公司医保门店数量达 6250 家，净增 984 家，同比增长 18.85%，医保门店覆盖率达 86.12%，报告期内公司医保刷卡销售占总销售的 41.81%。随着《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，医保定点范围申请条件得到明确与简化，公司医保门店覆盖率有望进一步提升。
- **特慢病药房：**截止 2020 年 12 月 31 日公司开通各类慢病医保支付门店 646 家净增 169 家，同比增长 35.43%。2020 年慢病医保销售金额同比增长 83.96%，慢病医保客户的客单价为 481.12 元，是门店整体客单价的 6 倍。特慢病药房一方面可以更好的承接处方外流，另一方面作为诸多试点地区药店统筹支付的试点，也为未来可能到来的统筹进店做好了提前布局。
- **远程药事服务：**公司远程药事服务部已成立 1 年多，各项审方及开方业务均有序开展，该远程审方涉及公司自建平台、平安好医生、微问诊等。2020 年全年线上、线下审方突破 1600 万单，月均审方 135.23 万单，药事服务有望助力公司在处方外流中占得先机。

电商业务布局顺利，积极迎接互联网化。公司通依托互联网平台结合自身门店网点优势及品牌影响力，积极推动电商业务发展，包括自建 O2O 一心到家平台以及与美团、饿了么、京东等主流电商平台建立合作。截止 2020 年 12 月 31 日，公司 O2O 业务门店数达到 4816 家，覆盖率达 66.84%，公司自营的一心到家平台成为公司 O2O 业务主力军。公司 2020 年全年电商业务销售总额达 1.97 亿元，为 2019 年的 2.7 倍。

投资建议与盈利预测：公司作为西南区域药店龙头，深耕云南并逐步推进重点区域布局战略，股权激励后，业绩增速提升显著。我们预计公司 2021-2023 年实现收入 151.65/182.25/221.19 亿元，归母净利润 9.43/11.48/13.96 亿元，对应每股收益为 1.58/1.93/2.35 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25/20/17 倍，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；药品安全事件

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5607.78	6718.04	9450.79	10335.34	12170.80
现金	1459.55	1624.01	3285.29	3928.61	5083.96
应收账款	522.91	812.03	907.41	909.97	1103.64
其他应收款	154.76	150.18	303.30	291.59	331.78
预付账款	471.06	425.40	672.50	689.43	836.74
存货	2028.03	2194.47	2870.28	3210.74	3614.68
其他流动资产	971.48	1511.96	1412.00	1305.00	1200.00
非流动资产	2355.03	2610.27	2478.02	2350.90	2213.33
长期投资	83.55	83.64	83.70	50.00	0.00
固定资产	558.55	675.10	601.74	523.83	443.65
无形资产	90.51	122.88	116.22	108.44	99.72
其他非流动资产	1622.42	1728.65	1676.37	1668.63	1669.96
资产总计	7962.81	9328.31	11928.81	12686.24	14384.13
流动负债	2826.47	3532.02	4513.96	4880.05	5262.74
短期借款	0.00	60.06	110.00	0.00	0.00
应付账款	1410.49	1798.93	2497.87	2872.64	3068.06
其他流动负债	1415.99	1673.04	1906.09	2007.40	2194.68
非流动负债	540.17	15.79	526.00	15.00	15.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	540.17	15.79	526.00	15.00	15.00
负债合计	3366.64	3547.81	5039.96	4895.05	5277.74
少数股东权益	1.25	15.09	14.97	14.83	14.67
股本	567.77	595.31	595.31	595.31	595.31
资本公积	1408.77	2097.34	2097.34	2097.34	2097.34
留存收益	2506.18	3125.80	4068.73	5083.71	6399.08
归属母公司股东权益	4594.92	5765.41	6873.88	7776.36	9091.73
负债和股东权益	7962.81	9328.31	11928.81	12686.24	14384.13

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	982.92	1033.36	826.30	1310.65	988.10
净利润	603.32	789.17	942.81	1147.82	1396.15
折旧摊销	246.91	239.43	130.74	121.54	111.83
财务费用	20.81	4.16	-95.27	-145.22	-186.56
投资损失	-23.31	-34.22	-24.00	-23.00	-22.00
营运资金变动	110.65	54.01	-126.66	249.83	-320.08
其他经营现金流	24.54	-19.18	-1.31	-40.32	8.76
投资活动现金流	-556.85	-924.73	6.34	30.93	56.63
资本支出	206.86	280.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	322.06	505.00	-4.30	-50.70	-50.00
其他投资现金流	-27.92	-139.55	2.04	-19.77	6.63
筹资活动现金流	-403.31	-48.41	828.65	-698.26	110.62
短期借款	0.00	60.06	49.94	-110.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	27.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.94	688.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-402.37	-824.57	778.70	-588.26	110.62
现金净增加额	22.83	60.03	1661.28	643.32	1155.35

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10479.09	12656.28	15165.25	18224.55	22118.50
营业成本	6424.13	8122.96	9607.19	11490.58	13945.71
营业税金及附加	52.23	32.19	42.46	91.12	110.59
营业费用	2834.27	3051.80	3920.22	4701.93	5706.57
管理费用	428.47	506.04	599.03	710.76	840.50
研发费用	0.24	0.84	0.54	0.69	0.61
财务费用	20.81	4.16	-95.27	-145.22	-186.56
资产减值损失	-67.37	-83.84	-20.00	-20.00	-41.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.31	34.22	24.00	23.00	22.00
营业利润	739.22	917.93	1124.59	1381.19	1683.28
营业外收入	16.19	45.40	25.00	17.00	16.00
营业外支出	6.36	6.43	6.40	6.41	6.41
利润总额	749.05	956.89	1143.19	1391.77	1692.88
所得税	145.73	167.73	200.38	243.95	296.73
净利润	603.32	789.17	942.81	1147.82	1396.15
少数股东损益	-0.60	-0.79	-0.11	-0.14	-0.17
归属母公司净利润	603.92	789.96	942.92	1147.96	1396.31
EBITDA	1006.94	1161.52	1160.05	1357.50	1608.55
EPS (元)	1.06	1.33	1.58	1.93	2.35

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	14.20	20.78	19.82	20.17	21.37
营业利润 (%)	8.02	24.18	22.51	22.82	21.87
归属母公司净利润 (%)	15.90	30.81	19.36	21.74	21.63
获利能力					
毛利率 (%)	38.70	35.82	36.65	36.95	36.95
净利率 (%)	5.76	6.24	6.22	6.30	6.31
ROE (%)	13.14	13.14	13.72	14.76	15.36
ROIC (%)	15.31	16.45	18.40	23.71	27.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.28	38.03	42.25	38.59	36.69
净负债比率 (%)	0.00	1.69	2.18	0.00	0.00
流动比率	1.98	1.90	2.09	2.12	2.31
速动比率	1.26	1.28	1.46	1.46	1.62
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.46	1.43	1.48	1.63
应收账款周转率	18.42	18.92	1.54	20.01	21.93
应付账款周转率	4.74	5.06	4.47	4.28	4.69
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.33	1.58	1.93	2.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.65	1.74	1.39	2.20	1.66
每股净资产 (最新摊薄)	7.72	9.68	11.55	13.06	15.27
估值比率					
P/E	38.67	29.56	24.77	20.34	16.73
P/B	5.08	4.05	3.40	3.00	2.57
EV/EBITDA	21.52	18.66	18.68	15.96	13.47

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188