

公司研究

多维度经营状况改善，业绩提速期已然到来

——一心堂 (002727.SZ) 2020 年报点评

买入 (维持)

当前价: 39.23 元

作者

分析师: 林小伟

执业证书编号: S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师: 黄卓

执业证书编号: S0930520030002

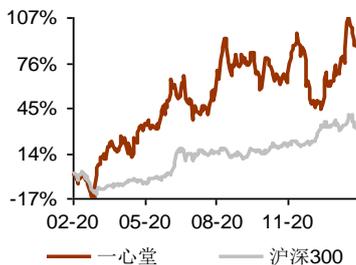
021-52523676

huangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.95
总市值(亿元):	233.54
一年最低/最高(元):	18.38/47.85
近3月换手率:	79.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.77	-3.80	72.62
绝对	-13.48	-2.15	107.70

资料来源: Wind

相关研报

业绩超出市场预期，扩张重回快车道——一心堂 (002727.SZ) 2020 年业绩快报点评 (2021-02-07)

开店能力增强重视电商发展，业绩有望持续提速——一心堂 (002727.SZ) 2020 年三季报点评 (2020-10-28)

扩张加速经营改善，互联网业务高速增长——一心堂 (002727.SZ) 2020 年半年报点评 (2020-08-19)

要点

事件:

公司发布 2020 年报，2020 年实现营业收入 126.56 亿元，同比增长 20.78%；归母净利润 7.90 亿元，同比增长 30.81%；扣非归母净利润为 7.53 亿元，同比增长 27.43%。基本每股收益 1.38 元。

公司发布 2020 年利润分配预案，拟以 2020 年 12 月 31 日的公司总股 595,312,525 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

点评:

公司 2020 年业绩兑现，归母净利润增速明显，符合市场预期：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 7.90 亿元，同比增长 30.81%。短期看，2020 年业绩受疫情催化，同时受益于药店行业集中度提升，以及大型连锁在物流配送、议价能力、药事服务等方面的优势。长期看，公司作为西南地区龙头积极开拓慢病和智慧药房业务，拥抱“互联网+”，随着省外拓张的加速有望维持业绩高速增长。

开店速度加快，大力深耕优势区域：截至 2020 年底，公司共拥有直营连锁门店 7,205 家，较 2019 年新增 939 家，其中新开门店 1,155 家，关闭 49 家，搬迁门店 167 家，超过 800 家新开门店规划，开店速度较过去有所提升。公司大力开拓外部市场，云南省外新开门店数占比 48.57%，其中川渝地区新开门店 220 家，广西省新开门店 124 家，贵州省新开门店 80 家，公司持续深耕西南优势区域。

中药全产业链布局，收入占比持续提升：报告期内，中药销售实现营收 11.21 亿元，同比增长 39.26%，销售占比 8.86%，主要由于公司加大了中药品类的推广力度。公司已初步完成中药产业链的全布局，截至 2020 年底，公司取得 609 个配方颗粒项目品种批件，随着中药产能产值进一步提升，未来销售占比有望持续提升。

电商业务蓬勃发展，O2O 业务门店覆盖广：公司 2020 年电商业务总销售 1.97 亿元，较 2019 年的 0.73 亿元，增长 170%。电商业务受益于疫情推动，此外公司重视电商 O2O 业务发展，信息化团队组织实施自营 O2O 业务平台的搭建并与主流电商平台对接合作，全面推动电商系统的建设与开发，线下开通 O2O 业务门店 4,816 家，已覆盖 10 个省份和直辖市，O2O 业务省会及直辖市、地级市、县级市、乡镇级销售额占比分别达到 54.96%/32.17%/11.45%/1.41%。

布局“药店+诊所”业务新模式，远程审方业务持续深入：以诊疗为入口，前沿布局“药店+诊所”业务模式，有望为公司带来新的业绩增长点，截至2020年底，公司有6家诊所类型业务机构，其中专业诊所3家、健康生活馆1家、卫生服务中心及服务站2家。公司于2019年6月1日成立远程药事服务部，正式开展推行“互联网+药学服务”远程专业化服务，远程审方涉及平台有一心堂自建平台、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。

会员客单价稳健增长，重视慢病药房发展：2020年公司会员客单价为99.64元，较2018年的89.28元，增长11.60%。同时，会员客单价为非会员客单价的2.57倍。此外，公司重视慢病药房发展，开通各类慢病医保支付门店646家，较2019年增加169家。慢病医保门店对门店整体销售贡献率为12.72%，单店最高贡献率达到81.16%，慢病医保客单价远高于门店整体客单价水平，达到481.12元。

盈利预测、估值与评级：公司为西南地区连锁药店龙头，经营效率已有明显改善，业绩提速超出预期。考虑到公司2021年后将继续加速扩张步伐，上调公司2021~22年EPS预测为1.76 (+0.06) / 2.18 (+0.06)元，给予公司2023年EPS预测为2.70元，现价对应21~23年PE为22/18/15倍。维持“买入”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。

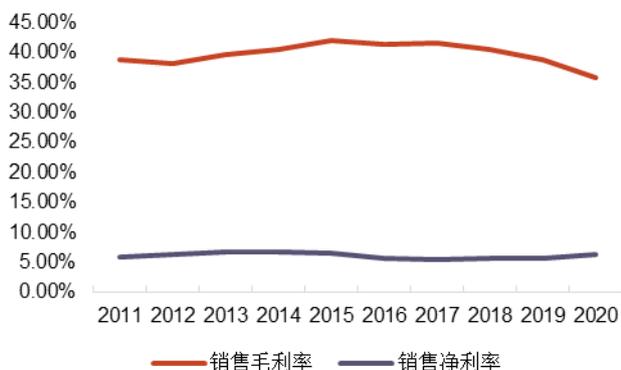
公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,479	12,656	15,399	18,825	23,128
营业收入增长率	14.20%	20.78%	21.67%	22.25%	22.86%
净利润 (百万元)	604	790	1,049	1,299	1,606
净利润增长率	15.90%	30.81%	32.75%	23.91%	23.64%
EPS (元)	1.06	1.33	1.76	2.18	2.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.14%	13.70%	15.80%	16.91%	17.89%
P/E	37	30	22	18	15
P/B	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-15

附录:

图 1: 2020 年一心堂毛利率下滑, 净利率回升



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 一心堂年度营收及增长情况



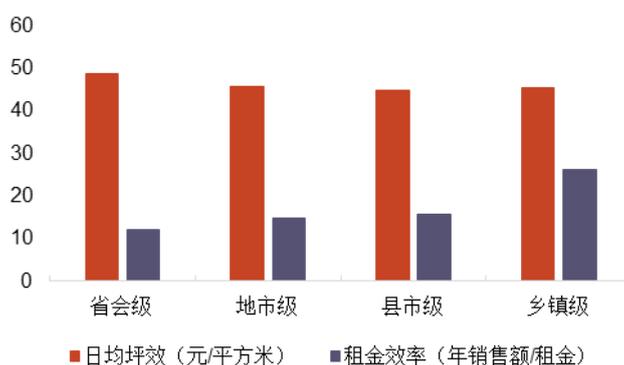
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 2013~2020 年一心堂平均客单价



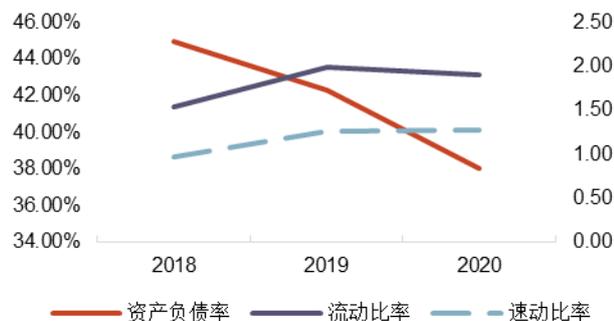
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 2020 年一心堂日均平效及租效 (分区域)



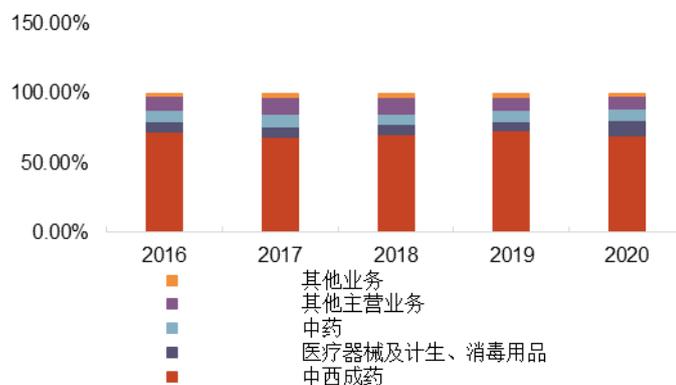
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 5: 一心堂资产结构及偿付能力优化



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 6: 2016~2020 年一心堂主营业务结构



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,479	12,656	15,399	18,825	23,128
营业成本	6,424	8,123	9,888	12,144	14,965
折旧和摊销	73	80	76	98	126
税金及附加	52	32	46	56	69
销售费用	2,834	3,052	3,696	4,443	5,412
管理费用	428	506	616	725	879
研发费用	0	1	2	2	
财务费用	21	4	-2	-13	-24
投资收益	23	34	30	36	40
营业利润	739	918	1,255	1,559	1,932
利润总额	749	957	1,278	1,583	1,958
所得税	146	168	230	285	352
净利润	603	789	1,048	1,298	1,605
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	604	790	1,049	1,299	1,606
EPS(按最新股本计)	1.06	1.33	1.76	2.18	2.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	983	1,033	1,247	1,518	1,882
净利润	604	790	1,049	1,299	1,606
折旧摊销	73	80	76	98	126
净营运资金增加	289	605	234	286	362
其他	16	-441	-112	-165	-212
投资活动产生现金流	-557	-925	-345	-384	-440
净资本支出	-205	-277	-370	-420	-80
长期投资变化	84	84	0	0	0
其他资产变化	-435	-732	25	36	40
融资活动现金流	-403	-48	-224	-231	-276
股本变化	0	28	0	0	0
债务净变化	-316	-423	-53	1	3
无息负债变化	376	604	1,191	1,210	1,609
净现金流	23	60	677	903	1,167

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.7%	35.8%	35.8%	35.5%	35.3%
EBITDA 率	10.7%	10.3%	8.1%	8.6%	8.6%
EBIT 率	8.3%	8.4%	7.6%	8.0%	8.1%
税前净利润率	7.1%	7.6%	8.3%	8.4%	8.5%
归母净利润率	5.8%	6.2%	6.8%	6.9%	6.9%
ROA	7.6%	8.5%	9.2%	9.6%	9.7%
ROE (摊薄)	13.1%	13.7%	15.8%	16.9%	17.9%
经营性 ROIC	14.1%	14.8%	14.9%	17.6%	19.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	38%	41%	43%	46%
流动比率	1.98	1.90	1.81	1.76	1.72
速动比率	1.27	1.28	1.19	1.16	1.14
归母权益/有息债务	9.52	96.00	947.92	960.42	816.20
有形资产/有息债务	13.07	125.63	1358.42	1462.04	1321.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,963	9,328	11,335	13,533	16,498
货币资金	1,460	1,624	2,301	3,204	4,371
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	523	812	918	1,029	1,264
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	155	150	185	226	278
存货	2,028	2,194	2,866	3,519	4,336
其他流动资产	971	1,512	1,567	1,635	1,721
流动资产合计	5,608	6,718	8,430	10,342	12,868
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	84	84	84	84	84
固定资产	559	675	798	952	1,137
在建工程	27	15	108	192	273
无形资产	91	123	170	216	261
商誉	1,061	1,102	1,102	1,102	1,102
其他非流动资产	18	31	37	37	37
非流动资产合计	2,355	2,610	2,905	3,251	3,630
总负债	3,367	3,548	4,686	5,896	7,508
短期借款	0	60	0	0	0
应付账款	1,410	1,799	2,175	2,672	3,292
应付票据	906	1,077	1,285	1,579	1,945
预收账款	74	7	123	151	185
其他流动负债	0	1	413	687	1,117
流动负债合计	2,826	3,532	4,664	5,868	7,471
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	483	0	0	0	0
其他非流动负债	39	16	21	28	37
非流动负债合计	540	16	21	28	37
股东权益	4,596	5,780	6,650	7,696	8,990
股本	568	595	595	595	595
公积金	1,647	2,389	2,395	2,395	2,395
未分配利润	2,268	2,834	3,698	4,746	6,041
归属母公司权益	4,595	5,765	6,635	7,683	8,978
少数股东权益	1	15	14	13	12

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	27.05%	24.11%	24.00%	23.60%	23.40%
管理费用率	4.09%	4.00%	4.00%	3.85%	3.80%
财务费用率	0.20%	0.03%	-0.01%	-0.07%	-0.11%
研发费用率	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.30	0.42	0.52	0.65
每股经营现金流	1.73	1.74	2.09	2.55	3.16
每股净资产	8.09	9.68	11.15	12.91	15.08
每股销售收入	18.46	21.26	25.87	31.62	38.85

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	37	30	22	18	15
PB	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.0	20.6	18.6	14.1	11.1
股息率	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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见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版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------