

Q4超预期凸显潜力，电商、慢病业务快速成长

——一心堂（002727）年报点评

核心观点：

- **事件** 2020年公司实现营收126.56亿元，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%，实现EPS 1.38元。
- **四季度利润增速超预期，控费成效显著** 公司2020Q4归母净利润单季增速高达55.07%，扣非归母净利润增速高达53.98%，均为上市以来最高单季增速。2020年公司实现毛利率35.82%，比去年同期下降2.88个百分点；实现销售费用率24.11%，比去年同期下降2.94个百分点。受益于费用率下降较多，公司2020年实现销售净利率6.24%，同比略微提升0.42个百分点。
- **门店保持快速扩张，医保和慢病占比持续提升** 公司期末门店共7205家，相比去年净增加门店939家，门店保持快速扩张。2020年末公司医保门店数占整体门店数的比重为86.12%，提高2.8个百分点，医保刷卡销售占总销售的41.81%；各类慢病医保支付门店646家，慢病医保销售金额同比增长83.96%。
- **电商业务高速发展，可作为高层级门店业务有力补充** 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O2O业务销售占比的提升，符合当前公司战略规划，公司依托连锁门店网点的优势，着重推动一心到家O2O自营业务的销售增长。省会级和地市级城市依然是O2O业务销售的重点区域。
- **投资建议** 我们看好公司未来的发展前景。首先，我们看好公司未来成长潜力。公司业绩超预期，足以说明公司业绩重回良性增长通道。其次，公司的医保慢病业务持续提升，以及电商业务初露头角，这些业务有望成为公司新的增长引擎。最后，我们看好公司估值修复的潜力。公司目前估值在四大连锁药店中最低，估值仍有修复空间。我们预测2021-2023年归母净利润为9.79/11.68/13.89亿元。维持“推荐”评级。
- **风险提示** 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

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12656.28	15149.57	18123.43	21606.76
收入增长率%	20.78%	19.70%	19.63%	19.22%
净利润(百万元)	789.96	979.42	1167.83	1388.51
净利润增长率%	30.81%	23.98%	19.24%	18.90%
EPS(元)	1.327	1.645	1.962	2.332
PE	32.52	26.23	22.00	18.50
PB	4.46	3.97	3.51	3.08
EV/EBITDA(X)	19.56	15.39	12.81	12.08
ROIC	16.77%	16.84%	22.15%	28.56%

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

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

市场数据

2021-03-17

A股收盘价(元)	45.00
A股一年内最高价(元)	47.85
A股一年内最低价(元)	18.38
沪深300	5100.86
总股本(万股)	59531.25

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

目 录

一、事件.....	1
二、我们的观点.....	1
（一）四季度利润增速超预期，控费成效显著.....	1
（二）门店保持快速扩张，医保和慢病业务占比持续提升.....	2
（三）电商业务高速发展，可作为高层级门店业务有力补充.....	3
（四）公司估值仍有提升空间.....	3
三、投资建议.....	3
四、风险提示.....	3
五、附录.....	4

一、事件

2020 年公司实现营收 126.56 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%，实现 EPS 1.38 元。

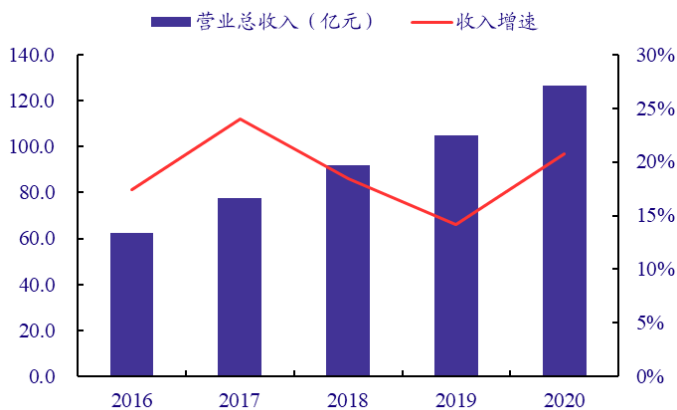
其中，2020 年第四季度公司实现营收 34.18 亿元，同比增长 21.29%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 55.07%；实现扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增长 53.98%，实现 EPS 0.31 元。

二、我们的观点

（一）四季度利润增速超预期，控费成效显著

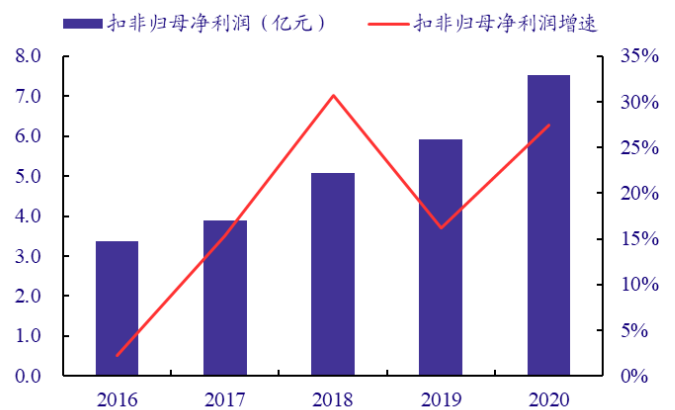
公司四季度单季利润增速创上市以来新高。公司 2020Q4 归母净利润单季增速高达 55.07%，扣非归母净利润增速高达 53.98%，均为上市以来最高单季增速。公司四季度业绩超预期表明公司成长性潜力巨大。从绝对数额上对比，自 2016 年至 2019 年，公司每年第四季度扣非归母净利润数额均比其他三个季度下降较大幅度，经营上体现出一定的季节性。然而，2020 年公司第四季度扣非归母净利润数额相对第三季度下降幅度较小，淡季不淡，致使 2020Q4 单季利润增速较高。

图 1：一心堂近年来收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

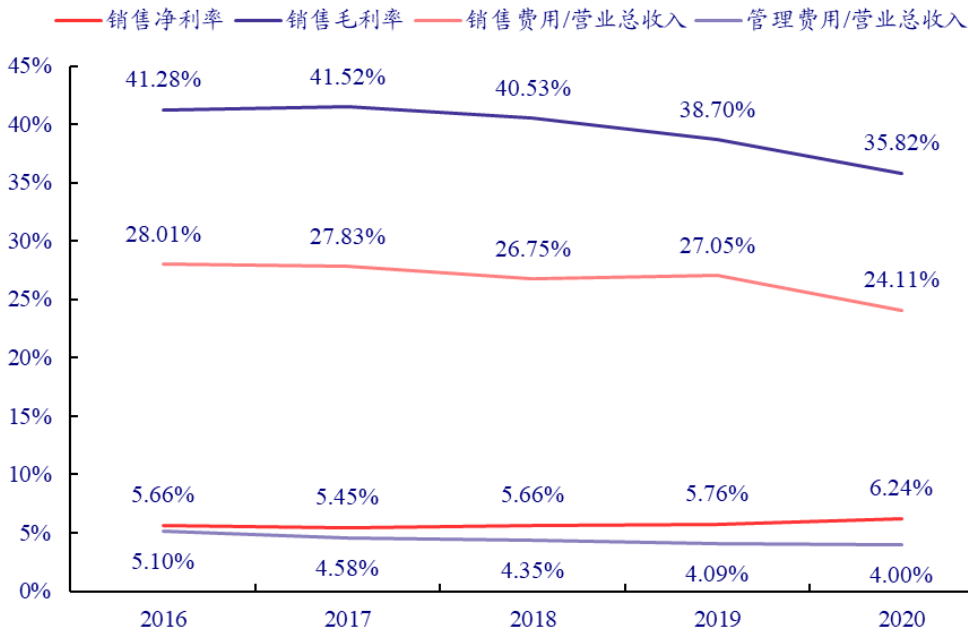
图 2：一心堂近年来扣非归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

控费成效显著，盈利能力提升。2020 年公司实现毛利率 35.82%，比去年同期下降 2.88 个百分点；实现销售费用率 24.11%，比去年同期下降 2.94 个百分点。公司毛利率下滑主要是因为处方药、特慢病药等毛利率较低的板块增长较快，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 2020 年实现管理费用率 4.00%，同比下降 0.09 个百分点，管理费用率为近年来最低，体现了公司经营效率的提升。受益于费用率下降较多，公司 2020 年实现销售净利率 6.24%，同比略微提升 0.42 个百分点。

图 3: 公司盈利比率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 门店保持快速扩张, 医保和慢病业务占比持续提升

公司门店继续保持快速扩张, 医保和慢病门店占比提升。公司期末门店共 7205 家, 相比去年净增加门店 939 家, 其中第四季度净增门店 294 家, 门店保持快速扩张。2020 年末公司医保门店数达到 6205 家, 全年净增加 984 家, 医保门店数占整体门店数的比重为 86.12%, 提高 2.8 个百分点, 医保刷卡销售占总销售的 41.81%。2020 年末公司各类慢病医保支付门店 646 家, 全年净增加 169 家, 慢病医保销售金额同比增长 83.96%。2020 年慢病医保客单价为 481.12 元, 是门店整体客单价的 6 倍。

坚持市县乡一体化布局, 地市级门店销售贡献最大。公司在省会级、地市级、县市级、乡镇级四个类型的市场门店均已超过 1300 家, 形成行业独有的市县乡一体化发展格局。2020 年全年各区域销售拆分来看, 地市级门店依然是公司经营业绩贡献的主力军, 销售占比 32.35%。乡镇店虽然收入贡献较少, 但由于低廉的租金等成本, 经营效率反而不低。公司门店各层次均均衡布局提高了整体经营效率。

表 1: 一心堂 2020 年各层级门店经营情况

区域	门店数量	销售占比	毛利率	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	1,519	29.51%	29.66%	47.3	11.8
地市级	1,872	32.35%	32.80%	44.87	16.58
县市级	1,639	24.70%	34.35%	43.71	14.32
乡镇级	1,236	13.44%	35.14%	40.75	26.65

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）电商业务高速发展，可作为高层级门店业务有力补充

公司电商业务主力为 O2O 自营业务。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。公司电商业务按类型细分为 O2O 业务（自营和第三方）、B2C 业务（自营和第三方）。截止 2020 年 12 月 31 日，公司 O2O 业务门店数达到 4816 家，覆盖率达到门店总数的 66.84%，O2O 业务覆盖面遍布 10 个省份及直辖市。2020 年 O2O 业务销售占比的提升，符合当前公司战略规划，公司依托连锁门店网点的优势，着重推动一心到家 O2O 自营业务的销售增长。

电商业务可作为公司省会和地级市业务有力补充。省会级和地市级城市依然是 O2O 业务销售的重点区域。其中省会级城市 O2O 业务销售占比达到 54.96%，客单价为 35.06 元；地市级城市 O2O 业务销售占比为 32.17%，客单价为 34.18 元；县级区域 O2O 业务销售占比为 11.45%，客单价为 38.61 元；乡镇级区域 O2O 业务销售占比为 1.41%，客单价为 42.24 元。2020 年 O2O 业务从店群分布来看，商业区店和商住混合店是承接 O2O 业务销售的重点。

（四）公司估值仍有提升空间

截至 3 月 17 日，公司市盈率（TTM）为 28.3，在四家上市的全国性零售药房公司中是估值最低的，其余三家市盈率（TTM）都在 40 倍以上。考虑到公司基本面良好，业绩超预期表明成长潜力巨大，我们认为公司当前估值仍有提升空间，具有投资价值。

此外，零售药店行业前景长期看好。一方面，国内零售药店集中度依然偏低，距国外水平还有较大差距，药房龙头有望借药店连锁化趋势提高市场占有率。另一方面，药店监管趋严，行业标准提升，大型连锁药店具有更强的业务壁垒，相对于单体店和小连锁而言具有更强的竞争优势。此外，集中带量采购未中标品种也亟需从零售药店开辟渠道，生产商和药店的合作有望加强。我们认为公司作为零售药房龙头之一，未来成长前景广阔。

三、投资建议

我们看好公司未来的发展前景。首先，我们看好公司未来成长潜力。公司业绩超预期，足以说明公司业绩重回良性增长通道。其次，公司的医保慢病业务持续提升，以及电商业务初露头角，这些业务有望成为公司新的增长引擎。最后，我们看好公司估值修复的潜力。公司目前估值在四大连锁药店中最低，估值仍有修复空间。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 9.79/11.68/13.89 亿元，对应 EPS 为 1.65/1.96/2.33 元，对应 PE 为 26/22/19 倍。维持“推荐”评级。

四、风险提示

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

五、附录

附表 1. 主要财务指标

指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9176.27	10479.09	12656.28	15149.57	18123.43	21606.76
营业收入增长率	18.39%	14.20%	20.78%	19.70%	19.63%	19.22%
净利润（百万元）	521.07	603.92	789.96	979.42	1167.83	1388.51
净利润增长率	23.27%	15.90%	30.81%	23.98%	19.24%	18.90%
EPS（元）	0.875	1.014	1.327	1.645	1.962	2.332
P/E	49.30	42.54	32.52	26.23	22.00	18.50
P/B	6.35	5.59	4.46	3.97	3.51	3.08
EV/EBITDA	23.45	22.40	19.56	15.39	12.81	12.08

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9176.27	10479.09	12656.28	15149.57	18123.43	21606.76
减：营业成本	5457.03	6424.13	8122.96	9723.18	11631.85	13867.49
营业税金及附加	71.42	52.23	32.19	38.53	46.10	54.96
营业费用	2454.57	2834.27	3051.80	3653.01	4370.09	5210.02
管理费用	398.94	428.47	506.04	605.73	724.63	863.90
研发费用	0.15	0.24	0.84	1.00	1.20	1.43
财务费用	41.33	20.81	4.16	34.43	41.19	49.11
资产减值损失	93.69	-67.37	-83.84	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	24.00	23.31	34.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	93.55	-67.60	-84.68	-19.17	-19.17	-19.17
营业利润	776.83	742.25	972.52	1093.69	1308.38	1559.85
加：其他非经营损益	27.77	87.42	83.73	66.14	66.14	66.14
利润总额	804.61	829.67	1056.24	1074.51	1289.20	1540.67
减：所得税	227.96	177.01	202.26	196.58	229.79	268.70
净利润	576.65	652.66	853.98	-1008.37	-1223.06	-1474.53
减：少数股东损益	-1.30	-0.60	-0.79	-0.91	-1.09	-1.29
归属母公司股东净利润	521.07	603.92	789.96	979.42	1167.83	1388.51
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1351.85	1459.54	1624.01	2985.49	4483.94	6197.19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1192.07	1148.73	1387.61	1405.90	1785.71	1843.31
其他应收款（合计）	14432.54	20546.32	17942.54	14432.54	20546.32	17942.54

存货	1865.98	2028.03	2194.47	2400.00	2600.00	2800.00
其他流动资产	646.93	971.48	1511.96	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	80.99	83.55	83.64	83.64	83.64	83.64
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	17.60	21.36	19.11	16.86	14.62
固定资产和在建工程	535.63	585.57	690.52	593.45	496.11	398.37
无形资产和开发支出	1161.83	1151.62	1225.06	1207.32	1189.58	1171.84
其他非流动资产	601.59	600.23	673.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	7355.88	7962.81	9328.31	10468.70	12164.27	14017.39
短期借款	0.00	0.00	60.06	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2490.26	2826.46	3470.87	3968.78	4724.01	5436.60
长期借款	0.00	482.82	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	816.10	57.37	76.94	0.00	0.00	0.00
负债合计	3306.36	3366.64	3547.81	3968.78	4724.01	5436.60
股本	567.77	567.77	595.31	595.31	595.31	595.31
资本公积	1409.71	1408.77	2043.97	2043.97	2043.97	2043.97
留存收益	2068.08	2618.38	3126.13	3836.36	4683.21	5690.09
归属母公司股东权益	4045.56	4594.92	5765.41	6475.63	7322.49	8329.37
少数股东权益	3.95	1.25	15.09	14.18	13.09	11.80
股东权益合计	4049.52	4596.17	5780.49	6489.81	7335.58	8341.17
负债和股东权益合计	7355.88	7962.81	9328.31	10458.59	12059.59	13777.76
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	635.77	982.92	1033.36	1615.03	1707.50	1944.15
投资性现金净流量	-894.27	-556.85	-924.73	19.89	18.55	17.22
筹资性现金净流量	-720.39	-403.31	-48.41	-273.43	-227.61	-248.12
现金流量净额	-978.36	22.83	60.03	1361.49	1498.44	1713.25

资料来源：中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 一心堂近年来收入（亿元）及增速.....	1
图 2: 一心堂近年来扣非归母净利润（亿元）及增速.....	1
图 3: 公司盈利比率.....	2

表格目录

表 1: 一心堂 2020 年各层级门店经营情况.....	2
附表 1. 主要财务指标.....	4
附表 2: 公司财务报表 (百万元)	4

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

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：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn