

# 一心堂 (002727)

证券研究报告

2021年07月12日

## 收购四川本草堂，加强川渝地区布局

### 事件:

2021年7月10日一心堂药业发布公告，同意公司全资子公司一心堂药业（四川）以自有资金5500万元对四川本草堂药业进行增资，并在增资完成后一个月内以自有资金9900万元受让本草堂36%股权，预计增资及受让完成后一心堂（四川）持有本草堂56%股权；本草堂将继续由原团队进行管理经营，并承诺2021-2023年净利润指标实现0.20/0.25/0.30亿元。同时为保障子公司经营需要，公司拟以自有资金2.5亿元增资一心堂（四川），增资完成后，一心堂（四川）的注册资本将由5000万元增至30000万元。

### 收购四川本草堂，加强川渝地区布局

公司门店扩展趋势继续保持良好发展势头，持续加强川渝地区布局，截至2021Q1，公司共拥有直营连锁门店7537家，其中四川地区门店数量940家，较2020Q1净增加门店175家；重庆地区门店数量279家，较2020Q1净增加门店63家，川渝地区品牌与规模效应已然建立。四川本草堂药业成立于2002年，已发展成为四川省医药流通领军型企业，构建了覆盖广泛、配送快捷、信息准确的医药营销网络体系，2021H1销售收入突破10亿元，本次收购将进一步加强公司在川渝地区的药品销售网络建设，拓展公司在川渝地区的覆盖能力，为门店数量的第二波成长打下坚实基础。

### 跨区域布局，业务逐步加速

公司夯实云南龙头，发力异地扩张，川渝、桂琼地区多点开花，截止至2021Q1，云南省外门店数量占比达到41%，公司进一步加强内生精细化管理，销售费用率、管理费用率分别同比下降了0.36/0.15个百分点，财务费用率同比增长0.49个百分点，净利率提升至7.58%，精细化管理成效凸显；2020年受防疫物资销售影响，公司毛利率有所下滑，随着疫情缓解，2021Q1公司综合毛利率恢复至37.01%，盈利能力有望逐步提升。公司有序推进配方颗粒研发，在中药的产能、产值上得到进一步提升，2020年公司中药类销售同比增长39.26%，营业收入占比提升至8.86%，公司完成配方颗粒的小试研究，共计提交配方颗粒备案资料品种291种并全部取得备案批件，截止目前，公司配方颗粒项目共取得药监局备案批件品种609个。

### 估值与评级

公司作为连锁药店龙头，整体估值显著低于市场同类公司估值，未来随着业绩趋稳、川渝地区实现突破，有望逐步修复，看好公司长期发展空间。根据公司2021Q1毛利率及净利率提升情况将盈利预测由2021-2022年9.43/11.31亿元调整为9.95/12.47亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：新店拓展不及预期风险，市场竞争风险，经营管理风险。**

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 医药生物/医药商业 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格  | 32.84元    |
| 目标价格  | 元         |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 596.18      |
| 流通A股股本(百万股) | 397.32      |
| A股总市值(百万元)  | 19,578.57   |
| 流通A股市值(百万元) | 13,048.04   |
| 每股净资产(元)    | 10.14       |
| 资产负债率(%)    | 49.60       |
| 一年内最高/最低(元) | 50.10/30.36 |

### 作者

杨松 分析师  
SAC执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《一心堂-公司点评:业绩超预期，门店快速拓展》2021-02-08
- 《一心堂-季报点评:三季度表现优异，内部效率进一步提升》2020-10-29
- 《一心堂-半年报点评:半年度业绩略超预期，2020年发展趋势持续向上》2020-08-19

| 财务数据和估值     | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 10,479.09 | 12,656.28 | 15,085.74 | 18,359.35 | 22,095.48 |
| 增长率(%)      | 14.20     | 20.78     | 19.20     | 21.70     | 20.35     |
| EBITDA(百万元) | 904.09    | 1,141.14  | 1,257.40  | 1,500.41  | 1,908.40  |
| 净利润(百万元)    | 603.92    | 789.96    | 995.19    | 1,246.97  | 1,589.39  |
| 增长率(%)      | 15.90     | 30.81     | 25.98     | 25.30     | 27.46     |
| EPS(元/股)    | 1.01      | 1.33      | 1.67      | 2.09      | 2.67      |
| 市盈率(P/E)    | 32.42     | 24.78     | 19.67     | 15.70     | 12.32     |
| 市净率(P/B)    | 4.26      | 3.40      | 2.99      | 2.63      | 2.27      |
| 市销率(P/S)    | 1.87      | 1.55      | 1.30      | 1.07      | 0.89      |
| EV/EBITDA   | 12.94     | 15.48     | 13.25     | 10.18     | 7.92      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019            | 2020            | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 1,459.54        | 1,624.01        | 2,927.39         | 4,356.77         | 4,622.59         |
| 应收票据及应收账款        | 522.91          | 812.03          | 259.87           | 666.41           | 315.61           |
| 预付账款             | 471.06          | 425.40          | 791.04           | 650.17           | 1,038.49         |
| 存货               | 2,028.03        | 2,194.47        | 3,328.10         | 3,239.53         | 4,873.26         |
| 其他               | 1,126.24        | 1,662.14        | 1,369.35         | 1,384.29         | 1,659.36         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5,607.78</b> | <b>6,718.04</b> | <b>8,675.77</b>  | <b>10,297.17</b> | <b>12,509.31</b> |
| 长期股权投资           | 83.55           | 83.64           | 83.64            | 83.64            | 83.64            |
| 固定资产             | 558.55          | 675.10          | 675.83           | 693.99           | 709.60           |
| 在建工程             | 27.02           | 15.42           | 45.25            | 75.15            | 75.09            |
| 无形资产             | 90.51           | 122.88          | 111.50           | 100.12           | 88.73            |
| 其他               | 1,595.39        | 1,713.23        | 1,532.13         | 1,366.21         | 1,200.62         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,355.03</b> | <b>2,610.27</b> | <b>2,448.34</b>  | <b>2,319.10</b>  | <b>2,157.69</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,962.81</b> | <b>9,328.31</b> | <b>11,124.11</b> | <b>12,616.27</b> | <b>14,667.00</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 60.06           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付票据及应付账款        | 2,316.09        | 2,875.80        | 3,378.14         | 4,215.92         | 4,871.66         |
| 其他               | 510.39          | 596.17          | 1,003.31         | 680.93           | 991.29           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,826.47</b> | <b>3,532.02</b> | <b>4,381.45</b>  | <b>4,896.84</b>  | <b>5,862.96</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 482.82          | 0.00            | 160.94           | 214.59           | 125.18           |
| 其他               | 57.35           | 15.79           | 30.11            | 34.42            | 26.77            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>540.17</b>   | <b>15.79</b>    | <b>191.05</b>    | <b>249.00</b>    | <b>151.95</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,366.64</b> | <b>3,547.81</b> | <b>4,572.50</b>  | <b>5,145.85</b>  | <b>6,014.91</b>  |
| 少数股东权益           | 1.25            | 15.09           | 14.09            | 12.84            | 11.24            |
| 股本               | 567.77          | 595.31          | 596.18           | 596.18           | 596.18           |
| 资本公积             | 1,408.77        | 2,097.34        | 2,097.34         | 2,097.34         | 2,097.34         |
| 留存收益             | 3,914.95        | 5,223.14        | 5,941.33         | 6,861.41         | 8,044.67         |
| 其他               | (1,296.56)      | (2,150.38)      | (2,097.34)       | (2,097.34)       | (2,097.34)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>4,596.17</b> | <b>5,780.49</b> | <b>6,551.60</b>  | <b>7,470.43</b>  | <b>8,652.09</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7,962.81</b> | <b>9,328.31</b> | <b>11,124.11</b> | <b>12,616.27</b> | <b>14,667.00</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 603.32          | 789.17          | 995.19          | 1,246.97        | 1,589.39        |
| 折旧摊销           | 246.91          | 239.43          | 40.82           | 43.32           | 45.83           |
| 财务费用           | 33.71           | 24.54           | (29.66)         | (57.09)         | (70.37)         |
| 投资损失           | (23.31)         | (34.22)         | (27.18)         | (28.24)         | (29.88)         |
| 营运资金变动         | (153.46)        | (419.88)        | 184.27          | 671.11          | (851.84)        |
| 其它             | 275.76          | 434.32          | (1.00)          | (1.25)          | (1.60)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>982.92</b>   | <b>1,033.36</b> | <b>1,162.44</b> | <b>1,874.83</b> | <b>681.53</b>   |
| 资本支出           | 75.57           | 299.83          | 45.67           | 75.70           | 57.64           |
| 长期投资           | 2.55            | 0.09            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (634.97)        | (1,224.64)      | (78.50)         | (127.46)        | (77.77)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(556.85)</b> | <b>(924.73)</b> | <b>(32.82)</b>  | <b>(51.76)</b>  | <b>(20.12)</b>  |
| 债权融资           | 482.83          | 60.06           | 427.24          | 303.36          | 243.53          |
| 股权融资           | 89.54           | 546.70          | 83.58           | 57.09           | 70.37           |
| 其他             | (975.68)        | (655.16)        | (337.05)        | (754.14)        | (709.49)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(403.31)</b> | <b>(48.41)</b>  | <b>173.77</b>   | <b>(393.69)</b> | <b>(395.58)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>22.77</b>    | <b>60.22</b>    | <b>1,303.39</b> | <b>1,429.37</b> | <b>265.83</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>10,479.09</b> | <b>12,656.28</b> | <b>15,085.74</b> | <b>18,359.35</b> | <b>22,095.48</b> |
| 营业成本             | 6,424.13         | 8,122.96         | 9,381.82         | 11,491.12        | 13,862.70        |
| 营业税金及附加          | 52.23            | 32.19            | 75.43            | 91.80            | 110.48           |
| 营业费用             | 2,834.27         | 3,051.80         | 3,861.95         | 4,699.99         | 5,568.06         |
| 管理费用             | 428.47           | 506.04           | 595.89           | 703.16           | 773.34           |
| 研发费用             | 0.24             | 0.84             | 0.42             | 1.22             | 1.47             |
| 财务费用             | 20.81            | 4.16             | (29.66)          | (57.09)          | (70.37)          |
| 资产减值损失           | (67.37)          | (83.84)          | (19.17)          | (56.79)          | (53.27)          |
| 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            | 27.18            | 28.24            | 29.88            |
| 其他               | 23.78            | 69.99            | (54.35)          | (56.47)          | (59.76)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>739.22</b>    | <b>917.93</b>    | <b>1,246.24</b>  | <b>1,514.18</b>  | <b>1,932.95</b>  |
| 营业外收入            | 16.19            | 45.40            | 26.18            | 29.26            | 33.61            |
| 营业外支出            | 6.36             | 6.43             | 60.00            | 24.26            | 30.23            |
| <b>利润总额</b>      | <b>749.05</b>    | <b>956.89</b>    | <b>1,212.43</b>  | <b>1,519.17</b>  | <b>1,936.33</b>  |
| 所得税              | 145.73           | 167.73           | 218.24           | 273.45           | 348.54           |
| <b>净利润</b>       | <b>603.32</b>    | <b>789.17</b>    | <b>994.19</b>    | <b>1,245.72</b>  | <b>1,587.79</b>  |
| 少数股东损益           | (0.60)           | (0.79)           | (1.00)           | (1.25)           | (1.60)           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>603.92</b>    | <b>789.96</b>    | <b>995.19</b>    | <b>1,246.97</b>  | <b>1,589.39</b>  |
| 每股收益(元)          | 1.01             | 1.33             | 1.67             | 2.09             | 2.67             |

| 主要财务比率         | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 14.20%  | 20.78%  | 19.20%  | 21.70%  | 20.35%  |
| 营业利润           | 8.02%   | 24.18%  | 35.77%  | 21.50%  | 27.66%  |
| 归属于母公司净利润      | 15.90%  | 30.81%  | 25.98%  | 25.30%  | 27.46%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 38.70%  | 35.82%  | 37.81%  | 37.41%  | 37.26%  |
| 净利率            | 5.76%   | 6.24%   | 6.60%   | 6.79%   | 7.19%   |
| ROE            | 13.14%  | 13.70%  | 15.22%  | 16.72%  | 18.39%  |
| ROIC           | 20.57%  | 24.65%  | 27.67%  | 32.99%  | 48.44%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 42.28%  | 38.03%  | 41.10%  | 40.79%  | 41.01%  |
| 净负债率           | -21.25% | -27.06% | -38.16% | -54.26% | -50.61% |
| 流动比率           | 1.98    | 1.90    | 1.98    | 2.10    | 2.13    |
| 速动比率           | 1.27    | 1.28    | 1.22    | 1.44    | 1.30    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 18.49   | 18.96   | 28.15   | 39.64   | 45.00   |
| 存货周转率          | 5.38    | 5.99    | 5.46    | 5.59    | 5.45    |
| 总资产周转率         | 1.37    | 1.46    | 1.48    | 1.55    | 1.62    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.01    | 1.33    | 1.67    | 2.09    | 2.67    |
| 每股经营现金流        | 1.65    | 1.73    | 1.95    | 3.14    | 1.14    |
| 每股净资产          | 7.71    | 9.67    | 10.97   | 12.51   | 14.49   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 32.42   | 24.78   | 19.67   | 15.70   | 12.32   |
| 市净率            | 4.26    | 3.40    | 2.99    | 2.63    | 2.27    |
| EV/EBITDA      | 12.94   | 15.48   | 13.25   | 10.18   | 7.92    |
| EV/EBIT        | 14.08   | 16.65   | 13.70   | 10.48   | 8.11    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |