

公司点评

一心堂 (002727)

医药生物 | 医药商业

省外门店增长迅速，中药产品增长可期

2021年08月20日

评级 推荐

评级变动 调高

合理区间 43.68-50.96元

交易数据

当前价格(元)	33.39
52周价格区间(元)	28.10-50.10
总市值(百万)	19960.00
流通市值(百万)	13261.00
总股本(万股)	59618.05
流通股(万股)	39716.39

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
一心堂	14.58	-13.63	-4.42
医药商业	-0.15	-13.29	-24.93

杨甫

分析师

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

0731-84403345

吴号

研究助理

wuhao2@cfzq.com

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	10479	12656	14726	17427	20184
净利润(百万元)	604	790	1085	1250	1457
每股收益(元)	1.01	1.33	1.82	2.10	2.44
每股净资产(元)	7.71	9.67	10.99	12.51	14.28
P/E	32.96	25.20	18.35	15.93	13.66
P/B	4.33	3.45	3.04	2.67	2.34

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报。2021H1, 公司实现营收 67.02 亿元, 同比增长 11.16%; 实现归母净利润 5.24 亿元, 同比增长 25.82%; 实现扣非归母净利润 5.12 亿元, 同比增长 28.15%; 经营活动现金流净额为 4.70 亿元, 同比下降 18.33%。单看 2021Q2, 公司实现营收 32.73 亿元, 同比增长 11.25%, 环比下降 4.54%; 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 24.42%, 环比增长 1.00%; 实现扣非归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 29.61%, 环比增长 3.17%。
- **非药品拖累营收增速, 中药产品增长可期。**分产品看, 中西成药实现营收 46.92 亿元, 同比增长 12.68%, 营收占比为 70.01% (+0.95pct); 医疗器械及计生、消毒用品实现营收 5.88 亿元, 同比下降 26.00%, 主要因疫情防护物资销售减少, 营收占比为 8.78% (-4.41pct); 中药实现营收 7.28 亿元, 同比增长 40.63%, 营收占比为 10.87% (+2.28pct)。目前, 公司中药配方颗粒项目总共取得药监局备案批件品种 609 个, 截至报告期末已成功实现 4 家等级医疗机构及近 200 余家基层或民营客户的初步合作与使用, 中药配方颗粒业务有望成为公司未来业绩增长点。
- **Q2 门店扩张加快, 省外门店增长迅速。**截止报告期末, 公司共有直营门店 8053 家, 较年初净增 848 家 (同比+103.36%, 2020 年全年净增 939 家), 其中 2021Q2 净增 516 家 (环比+55.42%)。分区域看, 西南、华南、华北分别新增 668、129、51 家; 分省份看, 云南省内净增 376 家 (同比+54.73%), 省外净增 472 家 (同比+171.26%), 省外净增主要集中在四川、广西、贵州, 分别净增 176、95、73 家; 分行政区划看, 省会级、地市级、县级、乡镇级直营门店分别新增 167、347、181、153 家。总的来看, 公司省外门店扩张步伐加快, 并加速向地级市、县级市下沉。
- **防疫物资销售减少+新增门店占比提升, 公司门店坪效、租效同比下滑。**坪效方面, 2021H1, 公司直营门店整体的日均坪效为 42.46 元/平方米, 同比下降 5.88 元/平方米。其中省会级、地市级、县级、乡镇级的日均坪效分别为 44.51、41.37、41.33、43.18 元/平方米, 同比变动-5.65、-6.15、-6.48、-4.90 元/平方米。租效方面 (年销售额/租金), 公司直

营门店整体的租金效率为 15.86，同比下降 3.01。其中省会级、地市级、县市级、乡镇级的租效分别为 10.84、13.83、15.45、26.08，同比变动 -2.22、-3.87、-2.24、-3.25。报告期内，公司直营门店坪效、租效同比下降的原因为：（1）新冠疫情防控物资销售减少；（2）新增门店数量占比提升 4.29 个百分点，而其坪效、租效相对较低。

- **产品结构优化+管理效率提升，公司盈利水平同比提高。**受产品销售结构优化影响，公司毛利率同比提升 2.65pct 至 38.86%，其中中西成药、医疗器械及计生消毒用品、中药毛利率分别为 35.58%、50.80%、46.93%，同比变动+0.90pct、+11.34pct、+4.41pct。公司期间费用率同比提升 1.85pct 至 29.59%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 26.22%、2.81%、0.56%，同比变动+1.98pct、-0.60pct、+0.46pct。销售费用率同比提升主要因为去年受疫情影响基数较低；财务费用率同比提升主要因为执行新租赁准则，租赁利息费用增加。综合来看，公司净利率同比提升 0.89pct 至 7.80%，盈利水平同比提高。
- **盈利预测与投资建议：**集中度提升、处方外流是零售药店的长期增长逻辑，公司作为国内零售药店龙头，品牌、管理、规模优势明显，有望在前述趋势中充分受益。2021-2023 年，预计公司实现归母净利润 10.85/12.50/14.57 亿元，EPS 分别为 1.82/2.10/2.44 元，对应的 PE 分别为 18.35/15.93/13.66 倍，结合公司业绩增长情况、可比公司估值以及历史估值情况，给予公司 2021 年 24-28 倍 PE，对应的目标价格为 43.68-50.96 元，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险等。

财务预测摘要

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10479	12656	14726	17427	20184	费用率					
减:营业成本	6424	8123	9065	10879	12773	毛利率	0.39	0.36	0.38	0.38	0.37
营业税金及附加	52	32	75	89	103	三费/销售收入	0.31	0.28	0.30	0.29	0.28
销售费用	2834	3052	3829	4444	5046	EBIT/销售收入	0.07	0.07	0.09	0.09	0.09
管理费用	428	506	589	654	656	销售净利率	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07
财务费用	21	4	-11	-19	-27	投资回报率					
资产减值损失	-67	-84	-19	-19	-19	ROE	0.13	0.14	0.17	0.17	0.17
加:投资收益	23	34	30	30	30	ROA	0.09	0.10	0.13	0.13	0.14
营业利润	674	886	1268	1469	1722	ROIC	0.15	0.15	0.18	0.19	0.21
加:其他非经营损益	10	39	39	39	39	增长率					
利润总额	684	925	1307	1508	1761	销售收入增长率	0.14	0.21	0.16	0.18	0.16
减:所得税	120	157	224	260	305	EBIT 增长率	-0.04	0.32	0.40	0.15	0.16
净利润	564	768	1084	1248	1456	EBITDA 增长率	0.04	0.23	0.29	0.15	0.16
减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2	净利润增长率	0.09	0.36	0.41	0.15	0.17
归母净利润	604	790	1085	1250	1457	总资产增长率	0.08	0.17	0.08	0.22	0.09
						股东权益增长率	0.14	0.25	0.14	0.14	0.14
						营运资本增长率	0.67	0.18	0.21	0.03	0.19
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	1120	1265	1552	2682	3365	资产负债率	0.39	0.36	0.32	0.37	0.34
应收和预付款项	1149	1388	1521	1938	2087	投资资本/总资产	0.66	0.66	0.67	0.56	0.56
存货	2028	2194	2518	3137	3502	带息债务/总负债	0.16	0.02	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	959	1477	1477	1477	1477	流动比率	2.13	1.99	2.27	2.14	2.40
长期股权投资	84	84	114	144	174	速动比率	0.92	0.83	0.99	1.07	1.25
投资性房地产	18	21	19	17	15	股利支付率	0.28	0.22	0.27	0.27	0.27
固定资产	586	691	708	708	702	收益留存率	0.72	0.78	0.73	0.73	0.73
无形资产	1152	1225	1210	1195	1181	营运能力					
其他非流动资产	494	562	504	422	314	总资产周转率	1.38	1.42	1.53	1.49	1.57
资产总计	7588	8907	9623	11720	12817	固定资产周转率	18.76	18.75	22.41	25.34	29.36
短期借款	0	60	0	0	0	应收账款周转率	20.04	15.59	19.87	15.89	19.56
应付和预收款项	2467	3123	3114	4306	4348	存货周转率	3.17	3.70	3.60	3.47	3.65
长期借款	483	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2950	3184	3115	4307	4349	EPS	1.01	1.33	1.82	2.10	2.44
股本	568	595	595	595	595	BPS	7.71	9.67	10.99	12.51	14.28
资本公积	1409	2044	2044	2044	2044	PE	32.96	25.20	18.35	15.93	13.66
留存收益	2618	3126	3913	4819	5875	PEG	1.20	1.11	1.95	2.39	1.81
母公司股东权益	4595	5765	6552	7458	8515	PB	4.33	3.45	3.04	2.67	2.34
少数股东权益	1	15	14	13	11	PS	1.90	1.57	1.35	1.14	0.99
权益合计	4596	5780	6566	7471	8526	PCF	19.50	19.19	27.25	12.95	17.56
负债和权益合计	7546	8965	9681	11778	12875	EBIT	698.92	925	1296	1490	1734
						EV/EBIT	27.71	21.56	15.29	12.72	10.69
						EV/EBITDA	20.48	17.13	13.14	10.97	9.28
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
经营性现金净流量	1021	1037	731	1537	1134						
投资性现金净流量	-557	-925	-97	-82	-77						
筹资性现金净流量	-403	-48	-347	-325	-374						

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438