

## 公司研究

## 持续深耕西南区域，多元化经营行稳致远

## ——一心堂（002727.SZ）2021年三季报点评

## 买入（维持）

当前价：31.70元

## 作者

## 分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebsecn.com

## 分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

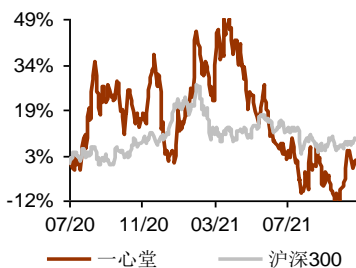
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.96
总市值(亿元)	188.99
一年最低/最高(元)	27.50/49.75
近3月换手率	81.51%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.37	6.46	-25.32
绝对	5.25	5.95	-20.79

资料来源：Wind

## 相关研报

门店扩张提速重视电商发展，中药全产业链布局盈利能力增强——一心堂（002727.SZ）2021年半年报点评（2021-08-18）  
业绩符合预期，盈利能持续提升——一心堂（002727.SZ）2021年一季报点评（2021-04-29）

## 要点

## 事件：

公司发布2021年三季报，实现营业收入104.98亿元，同比增长13.63%；归母净利润7.64亿元，同比增长26.45%；扣非归母净利润7.48亿元，同比增长29.06%。基本每股收益1.29元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**业绩稳健增长，毛利率提升：**2021 Q1-Q3 公司实现营业收入分别为34.29/32.73/37.97亿元，同比增长11.07%/11.25%/18.29%；归母净利润2.61/2.63/2.40亿元，同比增长27.28%/24.42%/27.83%；扣非归母净利润为2.52/2.61/2.36亿元，同比增长26.63%/29.66%/31.07%，净利润持续快于收入增长，主要原因是毛利率的不断提升。前三季度公司毛利率同比+1.90pp至38.13%，预计与产品结构调整以及促销活动减少有关。公司净利率同比+0.72pp至7.26%，期间费用率同比+1.50pp至29.47%，其中销售费用率上升1.78pp至26.24%，财务费用率上升0.50pp至0.54%，主要与新开门店快速增加，以及受新租赁会计准则影响租赁利息费用增加相关。管理费用率下降0.78pp至2.69%，料与去年确认的3239万股股权激励费用增加有关。截至三季度末公司应收账款余额14.85亿，同比+62.79%，预计与商业保险和医保支付占比提高有关。

**门店扩张迅猛，川渝地区突破在即：**截至2021Q3，公司门店总数为8356家，较2020年底净增门店1151家（约为去年全年新开门店数），其中新开业门店1300家，搬迁123家，关闭26家。公司前三季度新开门店同比增长60.49%，拓店速度大幅提升。除推进云南省内下沉渗透外，公司重点深耕川渝地区，门店加密和管理优化双管齐下，报告期末川渝门店数已超过1400家，有望跃升为当地龙头药房。省外拓展方面，山西、广西、海南等地门店数和盈利情况也稳步向好，呈现多区域共同发展的良好势头，目前省外门店总数占比已达到42%。随着公司密集型市场布局战略的推进，区域市场集中度进一步提高，有望增强销售和盈利能力。

**持续创新经营，推进专业化+数字化发展：**公司积极推进O2O业务和慢病医保业务，重视线上线下的深度融合，截至2021H1公司O2O业务门店覆盖率已快速提升至90.62%。公司慢病医保门店814家占比已达10.11%，在专业服务下，慢病医保的销售快速增长。公司突破发展药妆特色店，逐步完善业务模式和品类结构，提升单店产出和盈利能力，今年底药妆店有望达到100家，预计明年会对业绩有更大贡献。公司已初步完成中药全产业链布局，大举进军配方颗粒市场。自2020年末取得609个配方颗粒项目批文以来，公司全力组织生产供应、组建专业化销售服务队伍。2021年11月部分品种开始执行国家标准，公司有望受益于带量采购政策和全产业链下的成本优势，持续提升中药销售占比。

**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，业绩提速趋势明显。维持公司2021~23年EPS预测为1.71/2.11/2.60元，现价对应21~23年PE为19/15/12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。

表 1: 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	15,041	18,375	22,548
营业收入增长率	14.20%	20.78%	18.84%	22.17%	22.71%
净利润 (百万元)	604	790	1,020	1,261	1,547
净利润增长率	15.90%	30.81%	29.09%	23.63%	22.73%
EPS (元)	1.06	1.33	1.71	2.11	2.60
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.14%	13.70%	15.44%	16.54%	17.45%
P/E	30	24	19	15	12
P/B	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-29

## 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	15,041	18,375	22,548
营业成本	6,424	8,123	9,658	11,839	14,572
折旧和摊销	73	80	76	98	126
税金及附加	52	32	45	55	68
销售费用	2,834	3,052	3,632	4,373	5,333
管理费用	428	506	602	698	846
研发费用	0	1	2	2	2
财务费用	21	4	-4	-15	-27
投资收益	23	34	30	36	40
营业利润	739	918	1,219	1,512	1,860
利润总额	749	957	1,242	1,536	1,886
所得税	146	168	224	277	339
净利润	603	789	1,019	1,260	1,546
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	604	790	1,020	1,261	1,547
EPS(元)	1.06	1.33	1.71	2.11	2.60

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	983	1,033	1,182	1,472	1,814
净利润	604	790	1,020	1,261	1,547
折旧摊销	73	80	76	98	126
净营运资金增加	276	583	194	244	309
其他	29	-420	-108	-131	-168
投资活动产生现金流	-557	-925	-345	-384	-440
净资本支出	-205	-277	-370	-420	-480
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	-223	-222	-264
股本变化	0	28	1	0	0
债务净变化	-316	-423	-53	1	3
无息负债变化	376	604	1,042	1,172	1,559
净现金流	23	60	614	866	1,110

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.7%	35.8%	35.8%	35.6%	35.4%
EBITDA 率	10.7%	10.3%	7.9%	8.5%	8.5%
EBIT 率	8.3%	8.4%	7.4%	8.0%	8.0%
税前净利润率	7.1%	7.6%	8.3%	8.4%	8.4%
归母净利润率	5.8%	6.2%	6.8%	6.9%	6.9%
ROA	7.6%	8.5%	9.1%	9.4%	9.6%
ROE (摊薄)	13.1%	13.7%	15.4%	16.5%	17.4%
经营性 ROIC	14.4%	15.2%	14.7%	17.6%	19.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	38%	41%	43%	45%
流动比率	1.98	1.90	1.83	1.78	1.73
速动比率	1.27	1.28	1.21	1.17	1.15
归母权益/有息债务	9.52	96.00	943.79	952.85	806.16
有形资产/有息债务	13.07	125.63	1333.11	1431.25	1289.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,963	9,328	11,158	13,346	16,152
货币资金	1,460	1,624	2,238	3,104	4,214
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	523	812	897	1,005	1,233
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	155	150	180	221	271
存货	2,028	2,194	2,799	3,430	4,222
其他流动资产	971	1,512	1,560	1,626	1,710
流动资产合计	5,608	6,718	8,254	10,096	12,523
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	36	36	36
非流动资产合计	2,355	2,610	2,904	3,250	3,629
总负债	3,367	3,548	4,537	5,710	7,273
短期借款	0	60	0	0	0
应付账款	1,410	1,799	2,125	2,605	3,206
应付票据	906	1,077	1,256	1,539	1,894
预收账款	74	7	120	147	180
其他流动负债	0	1	359	626	1,043
流动负债合计	2,826	3,532	4,517	5,683	7,237
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	27	36
非流动负债合计	540	16	21	27	36
股东权益	4,596	5,780	6,621	7,636	8,880
股本	568	595	596	596	596
公积金	1,647	2,389	2,395	2,395	2,395
未分配利润	2,268	2,834	3,669	4,685	5,930
归属母公司权益	4,595	5,765	6,607	7,623	8,868
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%	24.15%	23.80%	23.65%
管理费用率	4.09%	4.00%	4.00%	3.80%	3.75%
财务费用率	0.20%	0.03%	-0.02%	-0.08%	-0.12%
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	0.41	0.51	0.62
每股经营现金流	1.73	1.74	1.98	2.47	3.04
每股净资产	8.09	9.68	11.08	12.79	14.87
每股销售收入	18.46	21.26	25.23	30.82	37.82

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	30	24	19	15	12
PB	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	19.3	16.6	15.5	11.6	9.1
股息率	0.9%	0.9%	1.3%	1.6%	2.0%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE