

# Q3 业绩略超预期，扩张与多元化战略成果喜人



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 业绩成长略超预期。**公司发布三季度业绩的报告，2021 年前三季度公司实现营业收入 104.98 亿元，同比增长 13.63%；实现归母净利润 7.64 亿元，同比增长 26.45%；实现扣非后归母净利润 7.48 亿元，同比增长 29.06%。2021Q3 公司实现营业收入 37.97 亿元，同比增长 18.29%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 27.83%，实现扣非后归母净利润 2.36 亿元，同比增长 31.07%。2021Q3 毛利率 36.83%，净利率 6.31%，较同期均有一定程度下滑，主要由于四川本草堂并表所致。
- 门店保持快速扩张，异地市场频传喜报。**2021 前三季度公司新建门店 1300 家，由于城市改造及战略性区位调整等原因关闭 26 家门店，搬迁 123 家门店，净增加 1,151 家门店，截止报告期末，直营连锁门店共达到 8,356 家。分区域来看，云南省/四川省/重庆市/广西省/山西省等地门店分别为 4837/1097/304/811/518 家，前三季度云南省内新开门店 644 家，省外新开门店 656 家，公司扩张战略已由省内下沉转向省外为主，其中川渝二地已成为公司的第二主战场通过自建和零散收购的方式深入拓展，持续优化门店布局、商品结构，从而提升一心堂在当地的品牌影响力。
- 业务多元化战略值得期待。**公司目前在云南省内门店密度已近饱和，门店密度之高使其在多元化道路的触达率上有着得天独厚的优势，一方面在慢病门店特与互联网药店的建设上，公司上半年拥有慢病医保门店为 814 家，院边店 583 家，7298 家直营门店覆盖 O2O 业务；另一方面，公司发展药妆店业务，在拓宽业务范围的同时进一步扩大客户群体，吸引年轻群体进入一心堂体系注入活力，截止上半年已拥有 4 家药妆店，预计未来多元化业务将加速。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.72、2.14、2.60 元，根据可比公司，给予 2021 年估值 21 倍，对应目标价 36.12 元，维持给予买入评级。

## 风险提示

- 带量采购超预期、新冠疫情反复、门店扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479	12,656	15,441	18,338	21,837
同比增长(%)	14.2%	20.8%	22.0%	18.8%	19.1%
营业利润(百万元)	739	918	1,237	1,544	1,882
同比增长(%)	8.0%	24.2%	34.8%	24.8%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	604	790	1,028	1,276	1,548
同比增长(%)	15.9%	30.8%	30.2%	24.0%	21.4%
每股收益(元)	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
毛利率(%)	38.7%	35.8%	37.9%	38.0%	37.9%
净利率(%)	5.8%	6.2%	6.7%	7.0%	7.1%
净资产收益率(%)	14.0%	15.2%	16.4%	17.5%	18.3%
市盈率	33.0	25.2	19.4	15.6	12.9
市净率	4.3	3.5	2.9	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	31.7元
目标价格	36.12元
52周最高价/最低价	49.75/27.5元
总股本/流通A股(万股)	59,618/39,716
A股市值(百万元)	18,899
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.61	5.24	8.78	-20.69
相对表现	1.26	1.98	11.03	-25.96
沪深300	-2.87	3.26	-2.25	5.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 刘恩阳  
010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001

**证券分析师** 田世豪  
021-63325888\*6111  
tianshiahao@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521080001

## 相关报告

Q2 业绩符合预期，期待下半年业绩表现： 2021-08-20  
门店扩张超预期，扣非后利润改善明显： 2021-07-26  
加大四川地区业务布局，供应链协同效应显著： 2021-07-12  
走出云南，西部地区零售药店龙头二次腾飞： 2021-02-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,460	1,624	2,482	3,495	4,710	营业收入	10,479	12,656	15,441	18,338	21,837
应收票据及应收账款	535	847	1,000	1,188	1,355	营业成本	6,424	8,123	9,595	11,377	13,554
预付账款	471	425	769	809	946	营业税金及附加	52	32	92	108	119
存货	2,028	2,194	3,187	3,683	4,293	营业费用	2,834	3,052	3,922	4,658	5,525
其他	1,114	1,627	1,255	1,243	1,246	管理费用及研发费用	429	507	641	750	874
<b>流动资产合计</b>	<b>5,608</b>	<b>6,718</b>	<b>8,694</b>	<b>10,418</b>	<b>12,550</b>	财务费用	21	4	(14)	(20)	(31)
长期股权投资	84	84	90	90	90	资产、信用减值损失	68	86	48	12	14
固定资产	559	675	750	823	888	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	15	41	55	64	投资净收益	23	34	40	50	60
无形资产	91	123	96	96	95	其他	65	32	41	41	41
其他	1,595	1,713	1,596	1,549	1,589	<b>营业利润</b>	<b>739</b>	<b>918</b>	<b>1,237</b>	<b>1,544</b>	<b>1,882</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,355</b>	<b>2,610</b>	<b>2,573</b>	<b>2,613</b>	<b>2,727</b>	营业外收入	16	45	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>7,963</b>	<b>9,328</b>	<b>11,267</b>	<b>13,031</b>	<b>15,277</b>	营业外支出	6	6	6	6	6
短期借款	0	60	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>749</b>	<b>957</b>	<b>1,276</b>	<b>1,583</b>	<b>1,921</b>
应付票据及应付账款	2,316	2,876	3,597	4,179	4,959	所得税	146	168	249	309	375
其他	510	596	696	810	959	<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>789</b>	<b>1,027</b>	<b>1,274</b>	<b>1,547</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,532</b>	<b>4,294</b>	<b>4,990</b>	<b>5,918</b>	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>790</b>	<b>1,028</b>	<b>1,276</b>	<b>1,548</b>
应付债券	483	0	150	150	150	每股收益(元)	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
其他	57	16	60	60	60						
<b>非流动负债合计</b>	<b>540</b>	<b>16</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,367</b>	<b>3,548</b>	<b>4,504</b>	<b>5,200</b>	<b>6,128</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	15	14	13	11	成长能力					
股本	568	595	596	596	596	营业收入	14.2%	20.8%	22.0%	18.8%	19.1%
资本公积	1,409	2,044	2,097	2,097	2,097	营业利润	8.0%	24.2%	34.8%	24.8%	21.9%
留存收益	2,506	3,126	3,975	5,045	6,364	归属于母公司净利润	15.9%	30.8%	30.2%	24.0%	21.4%
其他	112	0	80	80	80	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,596</b>	<b>5,780</b>	<b>6,763</b>	<b>7,832</b>	<b>9,149</b>	毛利率	38.7%	35.8%	37.9%	38.0%	37.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,963</b>	<b>9,328</b>	<b>11,267</b>	<b>13,031</b>	<b>15,277</b>	净利率	5.8%	6.2%	6.7%	7.0%	7.1%
						ROE	14.0%	15.2%	16.4%	17.5%	18.3%
						ROIC	12.3%	13.9%	15.4%	16.5%	17.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	603	789	1,027	1,274	1,547	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	233	225	278	292	267	流动比率	1.98	1.90	2.02	2.09	2.12
财务费用	21	4	(14)	(20)	(31)	速动比率	1.26	1.27	1.27	1.33	1.38
投资损失	(23)	(34)	(40)	(50)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(273)	(316)	(344)	(27)	(3)	应收账款周转率	18.6	19.0	17.0	16.7	17.1
其它	422	365	111	12	14	存货周转率	3.3	3.8	3.5	3.2	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>983</b>	<b>1,033</b>	<b>1,018</b>	<b>1,481</b>	<b>1,735</b>	总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
资本支出	(101)	(248)	(162)	(188)	(190)	每股指标(元)					
长期投资	(20)	(4)	(2)	0	0	每股收益	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
其他	(436)	(673)	24	(93)	(131)	每股经营现金流	1.73	1.74	1.71	2.48	2.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(557)</b>	<b>(925)</b>	<b>(140)</b>	<b>(282)</b>	<b>(321)</b>	每股净资产	7.71	9.67	11.32	13.11	15.33
债权融资	(332)	(483)	150	0	0	估值比率					
股权融资	(1)	663	54	0	0	市盈率	33.0	25.2	19.4	15.6	12.9
其他	(70)	(228)	(224)	(186)	(199)	市净率	4.3	3.5	2.9	2.5	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(403)</b>	<b>(48)</b>	<b>(20)</b>	<b>(186)</b>	<b>(199)</b>	EV/EBITDA	18.3	15.8	12.1	10.0	8.6
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.9	19.7	14.9	11.9	9.8
<b>现金净增加额</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>858</b>	<b>1,013</b>	<b>1,215</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)