

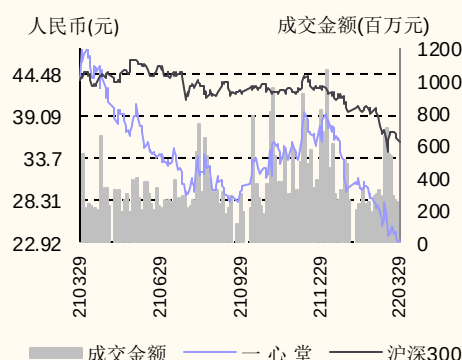
一心堂 (002727.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.14 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.96
已上市流通 A 股(亿股)	3.97
总市值(亿元)	137.96
年内股价最高最低(元)	47.74/22.92
沪深 300 指数	4134
深证成指	11895



1. 《一心堂：立足西南，辐射全国——一心堂深度报告》，2022.3.20

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

门店数量加速拓展，整体业绩符合预期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,656	14,587	17,423	20,780	24,312
营业收入增长率	20.78%	15.26%	19.44%	19.27%	17.00%
归母净利润(百万元)	790	922	1,173	1,427	1,719
归母净利润增长率	30.81%	16.66%	27.26%	21.71%	20.40%
摊薄每股收益(元)	1.327	1.546	1.967	2.394	2.883
每股经营性现金流净额	1.59	1.13	0.56	2.60	3.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.70%	14.01%	15.49%	16.19%	16.59%
P/E	25.10	24.91	11.76	9.66	8.03
P/B	3.44	3.49	1.82	1.56	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3 月 29 日，公司发布 2021 年年报，实现收入 145.87 亿元 (+15%)，归母净利润 9.22 亿元 (+17%)，扣非归母净利润 8.99 亿元 (+19%)。
- 单季度来看，2021Q4 公司单季度实现收入 40.89 亿元 (+20%)，归母净利润 1.58 亿元 (-15%)，扣非归母净利润 1.51 亿元 (-13%)。

经营分析

- 少区域高密度战略稳步推进，整体业绩稳健增长。2021 年公司业绩稳定增长，实现营业总收入 145.9 亿元 (+15.26%)，其中，中西成药收入 104.9 亿元 (+19%)；医疗器械及计生、消毒用品收入 12.1 亿元 (-11%)；其中中药收入涨幅较快 13.6 亿元 (+21%)。2021 年公司门店规模得到进一步发展，共拥有门店 8560 家，较年初增长 1355 家，其中，云南省门店数量 4,939 家。
- 持续加强会员管理，经营效率不断提高。截至 2021 年年报，公司当前有效会员人数共计达到 3000 万 (+25%)，人数环比 3Q2021 增长 200 万。2021 年会员客单价为 95.37 元，消费单次会员的占比 35.95%，较 2020 年增长 3.23 个百分点。公司持续加强专业化服务能力，精准分析会员需求及用药习惯，并通过新会员的开发和公司品牌影响力的扩大从而吸引潜在客户群体，增强公司盈利能力。管理费用同比 (-21%) 系公司不断提高经营效率，研发费用 (+542%) 系投入云南重要道地药材配方颗粒饮片加工关键技术、质量标准研究及生产示范等投入。
- 中药板块产能不断扩张，产业链逐渐完善。2022 年 1 月公司正式成立《中药配方颗粒国标省标工艺验证项目组》，并承担目前发布的 307 个中药配方颗粒的工艺验证和备案工作。未来将受益于成熟工艺以及市场扩大带来的利好，有望进一步放量增长，同时使得一心堂中药产品毛利率进一步提升。

盈利调整与投资建议

- 我们看好公司各版块持续放量，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 11.7、14.3、17.1 亿元，分别同比增长 27%、21%、20%。维持“买入”评级。

风险提示

- 新材料新技术替代风险；新产品研发风险；新产品注册风险；核心人员流失风险；净利率下降风险；行业竞争加剧风险；

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,479	12,656	14,587	17,423	20,780	24,312
增长率		20.8%	15.3%	19.4%	19.3%	17.0%
主营业务成本	-6,424	-8,123	-9,197	-10,600	-12,690	-15,000
%销售收入	61.3%	64.2%	63.0%	60.8%	61.1%	61.7%
毛利	4,055	4,533	5,391	6,823	8,090	9,312
%销售收入	38.7%	35.8%	37.0%	39.2%	38.9%	38.3%
营业税金及附加	-52	-32	-39	-52	-62	-73
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-2,834	-3,052	-3,701	-4,704	-5,403	-6,200
%销售收入	27.0%	24.1%	25.4%	27.0%	26.0%	25.5%
管理费用	-428	-506	-399	-610	-831	-972
%销售收入	4.1%	4.0%	2.7%	3.5%	4.0%	4.0%
研发费用	0	-1	-5	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	740	942	1,246	1,457	1,794	2,067
%销售收入	7.1%	7.4%	8.5%	8.4%	8.6%	8.5%
财务费用	-21	-4	-101	-105	-114	-55
%销售收入	0.2%	0.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%
资产减值损失	0	0	0	4	5	4
公允价值变动收益	0	0	-6	0	0	0
投资收益	23	34	14	14	15	15
%税前利润	3.1%	3.6%	1.3%	1.0%	0.9%	0.7%
营业利润	739	918	1,068	1,370	1,700	2,031
营业利润率	7.1%	7.3%	7.3%	7.9%	8.2%	8.4%
营业外收支	10	39	29	10	20	15
税前利润	749	957	1,097	1,380	1,720	2,046
利润率	7.1%	7.6%	7.5%	7.9%	8.3%	8.4%
所得税	-146	-168	-179	-207	-292	-327
所得税率	19.5%	17.5%	16.4%	15.0%	17.0%	16.0%
净利润	603	789	917	1,173	1,427	1,719
少数股东损益	-1	-1	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	604	790	922	1,173	1,427	1,719
净利率	5.8%	6.2%	6.3%	6.7%	6.9%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	603	789	917	1,173	1,427	1,719
少数股东损益	-1	-1	-4	0	0	0
非现金支出	247	239	227	327	314	317
非经营收益	17	-31	103	186	135	96
营运资金变动	48	-51	-572	-1,354	-327	24
经营活动现金净流	915	947	676	331	1,549	2,156
资本开支	-205	-277	-387	111	-160	-165
投资	-322	-505	838	0	0	0
其他	-29	-143	-319	14	15	15
投资活动现金净流	-557	-925	132	125	-145	-150
股权募资	1	68	28	-2	0	0
债权募资	-202	59	-17	205	-749	-598
其他	-203	-176	-1,316	-333	-349	-305
筹资活动现金净流	-403	-49	-1,305	-131	-1,098	-903
现金净流量	-45	-26	-497	326	307	1,104

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,460	1,624	2,235	2,561	2,867	3,971
应收款项	690	997	1,583	1,384	1,679	1,965
存货	2,028	2,194	3,317	3,049	3,824	4,315
其他流动资产	1,430	1,902	558	2,174	2,122	2,022
流动资产	5,608	6,718	7,692	9,169	10,493	12,273
%总资产	70.4%	72.0%	53.7%	59.8%	63.5%	67.6%
长期投资	101	105	147	147	147	147
固定资产	586	691	889	842	811	769
%总资产	7.4%	7.4%	6.2%	5.5%	4.9%	4.2%
无形资产	1,628	1,756	2,094	2,138	2,187	2,236
非流动资产	2,355	2,610	6,645	6,158	6,024	5,887
%总资产	29.6%	28.0%	46.3%	40.2%	36.5%	32.4%
资产总计	7,963	9,328	14,337	15,327	16,518	18,160
短期借款	0	60	1,144	1,347	598	0
应付款项	2,447	3,033	4,262	4,032	4,683	5,326
其他流动负债	379	439	478	504	545	602
流动负债	2,826	3,532	5,884	5,883	5,825	5,928
长期贷款	0	0	35	35	35	35
其他长期负债	540	16	1,746	1,744	1,744	1,744
负债	3,367	3,548	7,665	7,663	7,604	7,707
普通股股东权益	4,595	5,765	6,578	7,570	8,818	10,358
其中：股本	568	595	596	596	596	596
未分配利润	2,268	2,834	3,504	4,498	5,747	7,287
少数股东权益	1	15	95	95	95	95
负债股东权益合计	7,963	9,328	14,337	15,327	16,518	18,160

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.064	1.327	1.546	1.967	2.394	2.883
每股净资产	8.093	9.685	11.033	12.697	14.791	17.374
每股经营现金净流	1.612	1.591	1.134	0.556	2.599	3.617
每股股利	0.270	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	13.14%	13.70%	14.01%	15.49%	16.19%	16.59%
总资产收益率	7.58%	8.47%	6.43%	7.65%	8.64%	9.46%
投入资本收益率	11.69%	13.31%	13.27%	13.69%	15.59%	16.56%
增长率						
主营业务收入增长率	14.20%	20.78%	15.26%	19.44%	19.27%	17.00%
EBIT增长率	-6.85%	27.40%	32.24%	16.88%	23.13%	15.24%
净利润增长率	15.90%	30.81%	16.66%	27.26%	21.71%	20.40%
总资产增长率	8.25%	17.15%	53.70%	6.90%	7.77%	9.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.7	19.2	27.1	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	110.6	94.9	109.4	105.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	77.1	72.1	82.0	85.0	80.0	75.0
固定资产周转天数	19.5	19.5	21.6	16.8	13.2	10.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.25%	-27.06%	-20.28%	-19.26%	-28.40%	-40.50%
EBIT利息保障倍数	35.5	226.7	12.4	13.9	15.8	37.6
资产负债率	42.28%	38.03%	53.46%	49.99%	46.04%	42.44%

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402