

门店恢复扩张，业绩增长符合预期

增持|维持

——一心堂 2020 年中报点评

事件：

2020年8月18日公司公告2020年中报：报告期内实现营业收入60.29亿元，同比增长19.15%，归母净利润为4.16亿元，同比增长23.46%，扣非归母净利润4.00亿元，同比增长19.43%。

国元观点：

● 新增门店增速恢复，省外门店进入高增长长期

截止2020H1末，公司在全国10个省份、超过280个县级以上城市共开设直营门店6683家，较2019年末净增长417家，增速达6.24%，其中Q2季度净增长281家，较Q1环比增长107%，新增门店增速恢复。公司大本营云南省截止报告期末共开设门店4061家，占60.80%，净增长243家，占58.27%，云南省以外区域门店销售收入增速更高，同比增速达25.31%。公司医保门店占比进一步提高，达5727家，占公司药店的85.70%。

● 业绩增长符合预期，毛利下滑，费用率控制

公司2020H1业绩稳步增长，Q2季度实现营收29.42亿，同比增长18.99%，归母净利润2.12亿，同比增长30.67%。公司2020H1销售毛利率为36.21% (-2.58 pct)，净利率为6.91% (+0.25 pct)，毛利下滑主要由于慢病、DTC药房占比提升与疫情期间相关需求的影响。销售期间费用率为27.74% (-2.74 pct)，费用率得到有效控制。

● 积极布局院边店承接处方外流，特慢病药房高速增长

为有效承接医院处方外流，公司积极布局院边店，目前公司共有医院（二级以上）周边300米内的院边店497家，占总门店数的7.44%，主要集中在县级以上行政区域。截至报告期末，公司开通各类慢病医保支付门店604家，较2019年末净增127家，公司慢病医保收入及交易次数的增长趋势较快，预计未来将具有较大的市场空间。

● 投资建议与盈利预测

公司作为西南区域药店龙头，深耕云南省业务，并逐步推进全国布局战略，业绩增长稳定。我们预计公司2020-2022年实现收入126.00/149.11/177.90亿元，归母净利润7.15/8.83/11.15亿元，对应每股收益为1.25 (-0.04) /1.54 (+0.01) /1.95 (+0.09)元/股，对应当前股价PE分别为28/23/18倍，维持公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；加盟布局管理不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9176.27	10479.09	12600.41	14911.36	17790.35
收入同比 (%)	18.39	14.20	20.24	18.34	19.31
归母净利润(百万元)	521.07	603.92	714.74	883.26	1115.18
归母净利润同比 (%)	23.27	15.90	18.35	23.58	26.26
ROE (%)	12.88	13.14	13.89	15.50	17.02
每股收益 (元)	0.91	1.05	1.25	1.54	1.95
市盈率(P/E)	38.68	33.37	28.20	22.82	18.07

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价： 35.18元

基本数据

52周最高/最低价(元): 37.76 / 18.95

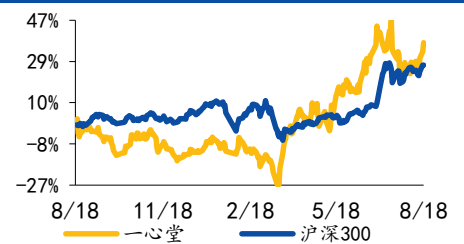
A股流通股(百万股): 319.68

A股总股本(百万股): 572.90

流通市值(百万元): 11246.40

总市值(百万元): 20154.49

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-一心堂(002727)2020Q1季报点评：业绩增长趋势显著，坚持布局核心区域》2020.04.29

《国元证券公司研究-一心堂(002727)2019年报点评：经营业绩向好，股权激励提振信心》2020.03.20

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5056.84	5607.78	7299.30	7676.12	8874.38
现金	1351.85	1459.55	1918.60	2208.05	2987.75
应收账款	606.42	522.91	750.58	740.83	883.49
其他应收款	177.39	154.76	252.01	238.58	266.86
预付账款	404.17	471.06	564.50	565.44	667.14
存货	1865.98	2028.03	2401.61	2618.21	2869.14
其他流动资产	651.02	971.48	1412.00	1305.00	1200.00
非流动资产	2299.04	2355.03	2274.84	2114.94	1981.95
长期投资	80.99	83.55	83.70	50.00	0.00
固定资产	492.59	558.55	505.24	443.98	378.73
无形资产	84.68	90.51	84.60	77.43	69.38
其他非流动资产	1640.77	1622.42	1601.30	1543.54	1533.83
资产总计	7355.88	7962.81	9574.14	9791.06	10856.33
流动负债	3289.16	2826.47	3902.22	4077.10	4286.36
短期借款	0.00	0.00	110.00	0.00	0.00
应付账款	1302.28	1410.49	2096.71	2355.99	2446.17
其他流动负债	1986.87	1415.99	1695.51	1721.11	1840.19
非流动负债	17.20	540.17	526.00	15.00	15.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.20	540.17	526.00	15.00	15.00
负债合计	3306.36	3366.64	4428.22	4092.10	4301.36
少数股东权益	3.95	1.25	1.16	1.05	0.91
股本	567.77	567.77	572.90	572.90	572.90
资本公积	1409.71	1408.77	1408.77	1408.77	1408.77
留存收益	2067.16	2506.18	3050.59	3716.24	4572.40
归属母公司股东权益	4045.56	4594.92	5144.76	5697.90	6554.06
负债和股东权益	7355.88	7962.81	9574.14	9791.06	10856.33

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	635.77	982.92	461.91	1091.06	876.67
净利润	519.77	603.32	714.65	883.15	1115.04
折旧摊销	180.69	246.91	115.73	107.20	97.66
财务费用	41.33	20.81	-65.82	-81.31	-107.55
投资损失	-24.00	-23.31	-24.00	-23.00	-22.00
营运资金变动	-65.17	110.65	-276.52	235.38	-211.55
其他经营现金流	-16.85	24.54	-2.14	-30.36	5.07
投资活动现金流	-894.27	-556.85	-26.07	45.21	49.49
资本支出	156.03	206.86	0.00	0.00	0.00
长期投资	680.50	322.06	-0.45	-50.70	-50.00
其他投资现金流	-57.74	-27.92	-26.52	-5.49	-0.51
筹资活动现金流	-720.39	-403.31	23.22	-846.81	-146.47
短期借款	-100.00	0.00	110.00	-110.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	5.13	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-0.94	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-620.39	-402.37	-91.91	-736.81	-146.47
现金净增加额	-978.36	22.83	459.06	289.45	779.70

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9176.27	10479.09	12600.41	14911.36	17790.35
营业成本	5457.03	6424.13	8064.26	9423.98	11118.97
营业税金及附加	71.42	52.23	35.28	74.56	88.95
营业费用	2454.57	2834.27	3250.91	3847.13	4625.49
管理费用	398.94	428.47	478.82	566.63	676.03
研发费用	0.15	0.24	0.19	0.22	0.20
财务费用	41.33	20.81	-65.82	-81.31	-107.55
资产减值损失	-93.69	-67.37	-20.00	-20.00	-35.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.00	23.31	24.00	23.00	22.00
营业利润	684.33	739.22	870.27	1086.66	1375.96
营业外收入	16.96	16.19	25.00	17.00	16.00
营业外支出	9.62	6.36	7.99	7.18	7.58
利润总额	691.68	749.05	887.28	1096.48	1384.38
所得税	171.90	145.73	172.63	213.33	269.34
净利润	519.77	603.32	714.65	883.15	1115.04
少数股东损益	-1.30	-0.60	-0.09	-0.11	-0.14
归属母公司净利润	521.07	603.92	714.74	883.26	1115.18
EBITDA	906.35	1006.94	920.18	1112.54	1366.08
EPS (元)	0.92	1.06	1.25	1.54	1.95

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.39	14.20	20.24	18.34	19.31
营业利润(%)	34.86	8.02	17.73	24.86	26.62
归属母公司净利润(%)	23.27	15.90	18.35	23.58	26.26
获利能力					
毛利率(%)	40.53	38.70	36.00	36.80	37.50
净利率(%)	5.68	5.76	5.67	5.92	6.27
ROE(%)	12.88	13.14	13.89	15.50	17.02
ROIC(%)	14.01	15.31	15.47	21.03	25.67
偿债能力					
资产负债率(%)	44.95	42.28	46.25	41.79	39.62
净负债比率(%)	24.16	0.00	2.48	0.00	0.00
流动比率	1.54	1.98	1.87	1.88	2.07
速动比率	0.97	1.26	1.25	1.24	1.40
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.37	1.44	1.54	1.72
应收账款周转率	15.11	18.42	19.66	19.86	21.76
应付账款周转率	4.86	4.74	4.60	4.23	4.63
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.05	1.25	1.54	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.72	0.81	1.90	1.53
每股净资产(最新摊薄)	7.06	8.02	8.98	9.95	11.44
估值比率					
P/E	38.68	33.37	28.20	22.82	18.07
P/B	4.98	4.39	3.92	3.54	3.08
EV/EBITDA	21.03	18.93	20.71	17.13	13.95

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188