

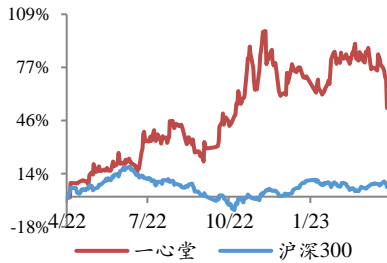
一季度恢复良好，门店拓展+多元发展齐头并进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-23

收盘价(元)	28.71
近12个月最高/最低(元)	37.34/18.61
总股本(百万股)	596
流通股本(百万股)	399
流通股比例(%)	66.93
总市值(亿元)	171
流通市值(亿元)	115

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】一心堂深度报告：西南龙头，多业态稳步向前 2023-01-18

主要观点：

● 事件：

2022年公司实现营业收入174.32亿元，同比+19.50%；归母净利润10.10亿元，同比+9.59%；扣非归母净利润9.89亿元，同比+10.05%。2023年一季度公司实现营业收入44.36亿元，同比+11.02%；归母净利润2.39亿元，同比+33.49%；扣非归母净利润2.41亿元，同比+46.83%。

● 分析点评

22Q4/23Q1 恢复明显，经营性现金流提升明显

单季度来看，2022年第四季度营收54.06亿元，同比+32.21%；归母净利润3.33亿元，同比+110.95%；扣非归母净利润3.41亿元，同比+126.57%。2023年一季度公司营业收入44.36亿元，同比+11.02%；归母净利润2.39亿元，同比+33.49%；扣非归母净利润2.41亿元，同比+46.83%。

公司2022年毛利率为35.05%，同比-1.91个百分点；销售费用率23.36%，同比-2.01个百分点；管理费用率2.53%，同比-0.21个百分点；研发费用率0.05%，同比+0.01个百分点；财务费用率0.56%，同比-0.13个百分点。经营活动产生的现金流净额2022年全年为24.97亿元，同比+39.37%，23Q1为3.68亿元，同比+179.08%。

零售端门店稳步推进，批发端增长加速

2022年零售营收138.04亿元，同比+11.77%。截止2023年一季度，公司拥有直营门店共计9206家，其中云南省门店5253家，新开459家。云南省外门店4091家，其中川渝区域新开267家。公司在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场门店均已超过1700家，形成独具一格的立体化直营发展格局。

批发营收33.20亿元，同比+72.52%。公司自有物流体系网络遍布6个省份、2个直辖市和1个自治区。各仓储中心依托公司电商PC端、移动端、实体店实现一份库存供全国，为门店提供无限延展的虚拟货架，也多渠道满足顾客特定商品需求。

全渠道经营网络，差异化产品布局

门店医保资质基本盘稳固。2022年公司获取的医保资质门店数量稳步提升，截止2022年末，公司取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店占公司门店总数的91.83%，较上年增长5.00个百分点。同时较上年同期净增加1028家医保门店，同比增长13.84%。报告期内公司医保刷卡销售占总销售的45.72%，较上年同期增长1.92个百分点。另外重点区域西南地区和华南地区获得各类医保定点资格门店数量分别为

6966 家和 852 家，占比分别为 95.94%和 68.00%。

专业药店布局建设。公司在主要对区域中心店、院边店、特慢病、双通道门店进行重点打造，以满足顾客需求。2022 年 12 月 31 日，公司二级及以上院边店门店数为 712 家。此外，公司慢病门店数达 1093 家，特病门店数达 279 家，双通道门店数达 221 家。

线上线下一体化营销网络建设。截止 2022 年 12 月末，公司线上业务销售额突破 6 亿元，较上年同期有一定幅度的增长。在线上业务发展的同时，公司重点对自营一心到家业务大力推广。

差异化经营模式促进中药产业链布局。借助公司在云南的地理位置优势资源，全力加强中药产业链布局。旗下三个子公司正专注于中药研究、种苗培育、中药材料收储、饮片加工、配方颗粒的生产业务。

● 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 205.0/240.5/281.5 亿元，分别同比增长 17.6%/17.3%/17.0%，归母净利润分别为 12.0/14.3/17.0 亿元，分别同比增长 19.0%/19.0%/18.7%，对应估值为 14X/12X/10X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策调整不及预期、处方外流规模不及预期、药店扩张不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17432	20503	24053	28149
收入同比 (%)	19.5%	17.6%	17.3%	17.0%
归属母公司净利润	1010	1202	1430	1697
净利润同比 (%)	9.6%	19.0%	19.0%	18.7%
毛利率 (%)	35.0%	35.5%	35.7%	36.0%
ROE (%)	13.6%	13.9%	14.2%	14.4%
每股收益 (元)	1.70	2.02	2.40	2.85
P/E	18.51	14.24	11.97	10.09
P/B	2.53	1.98	1.70	1.46
EV/EBITDA	7.29	7.98	6.42	4.88

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9458	11663	14009	16928	营业收入	17432	20503	24053	28149
现金	3512	5258	6448	8178	营业成本	11322	13215	15465	18018
应收账款	1727	1965	2344	2720	营业税金及附加	36	42	50	58
其他应收款	284	281	329	386	销售费用	4072	5208	6133	7234
预付账款	351	345	442	492	管理费用	440	554	661	788
存货	3387	3620	4237	4936	财务费用	98	78	70	64
其他流动资产	196	194	208	215	资产减值损失	-176	0	0	0
非流动资产	6721	6825	6929	7031	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	90	90	90	90	投资净收益	7	9	10	12
固定资产	885	916	946	975	营业利润	1243	1466	1744	2070
无形资产	166	187	215	239	营业外收入	9	15	15	15
其他非流动资产	5581	5632	5679	5728	营业外支出	16	16	16	16
资产总计	16179	18489	20937	23959	利润总额	1235	1465	1743	2069
流动负债	6877	7985	9004	10329	所得税	222	263	313	372
短期借款	403	403	403	403	净利润	1013	1202	1430	1697
应付账款	2633	3214	3679	4334	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	3841	4368	4922	5592	归属母公司净利润	1010	1202	1430	1697
非流动负债	1775	1775	1775	1775	EBITDA	2519	1873	2143	2463
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	1.70	2.02	2.40	2.85
其他非流动负债	1773	1773	1773	1773					
负债合计	8652	9759	10778	12103					
少数股东权益	101	101	101	101	主要财务比率				
股本	596	596	596	596	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2147	2147	2147	2147	成长能力				
留存收益	4683	5885	7314	9011	营业收入	19.5%	17.6%	17.3%	17.0%
归属母公司股东权	7426	8628	10057	11754	营业利润	16.4%	18.0%	19.0%	18.7%
负债和股东权益	16179	18489	20937	23959	归属于母公司净利	9.6%	19.0%	19.0%	18.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.0%	35.5%	35.7%	36.0%
					净利率 (%)	5.8%	5.9%	5.9%	6.0%
					ROE (%)	13.6%	13.9%	14.2%	14.4%
					ROIC (%)	10.5%	10.7%	11.2%	11.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.5%	52.8%	51.5%	50.5%
					净负债比率 (%)	114.9%	111.8%	106.1%	102.1%
					流动比率	1.38	1.46	1.56	1.64
					速动比率	0.83	0.96	1.04	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	1.08	1.11	1.15	1.17
					应收账款周转率	10.09	10.44	10.26	10.35
					应付账款周转率	4.30	4.11	4.20	4.16
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.70	2.02	2.40	2.85
					每股经营现金流薄)	4.19	3.80	2.87	3.77
					每股净资产	12.46	14.48	16.87	19.72
					估值比率				
					P/E	18.51	14.24	11.97	10.09
					P/B	2.53	1.98	1.70	1.46
					EV/EBITDA	7.29	7.98	6.42	4.88

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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。