



买入 (维持)

所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 28.71

# 一心堂 (002727.SZ): 业绩符合预期, 疫后门店扩张有望加速

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

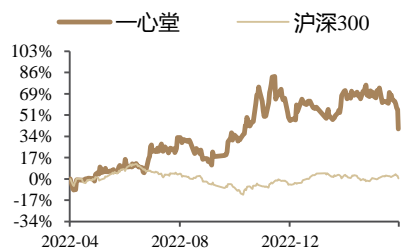
邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.90	-17.97	-10.98
相对涨幅(%)	-19.16	-15.27	-7.41

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《——一心堂 22 年三季报点评-一心堂 (002727.SZ): 疫情下业绩环比改善, 门店扩张持续拓展》, 2022.10.29
- 《一心堂 (002727.SZ) 2022 年半年报点评: Q2 环比改善明显, 预计 H2 趋势向好》, 2022.9.2

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报, 营业收入实现 174.3 亿, 同比增长 19.5%, 归母净利润 10.1 亿, 同比增长 9.6%, 扣非净利润 9.9 亿, 同比增长 10.1%; 公司发布 2023 年一季报, 营业收入实现 44.4 亿, 同比增长 11.0%, 归母净利润 2.4 亿, 同比增长 33.5%, 扣非净利润 2.4 亿, 同比增长 46.8%。
- 23Q1 扣非净利超预期增长, 费用率进一步降低:** 2022 年公司在疫情管控影响下依然实现近 20% 的营收增长, 单笔计提坏账准备近 7000 万, 还原后归母净利润 10.8 亿, 同比增长 17.0%; 23Q1 公司延续高增长, 实现收入 44.4 亿, 同比增长 11%, 扣非净利润 2.4 亿, 超预期增长 46.8%; 公司 23Q1 销售费用率为 23.25%, 管理费用率为 2.57%, 财务费用率为 0.38%, 研发费用率为 0.04%, 各项费用率均较 2022 年有所下降, 分别降低 0.11%、0.01%、0.18%、0.01%。
- 省内外药店加速布局, 存量门店经营效率持续提升:** 截止 23Q1, 公司拥有直营门店 9344 家, 其中云南省门店 5253 家, 云南省外门店 4091 家, 省外门店占比提升至 43.8%, 省外门店中川渝地区门店 1685 家, 广西省门店 877 家; 公司 22Q1-23Q1 共拓展门店 784 家, 其中川渝地区拓展门店 225 家, 占拓展门店总数的 28.7%, 看好川渝市场发展潜力, 23Q1 期间新增门店 138 家, 疫情影响下扩张暂缓, 后续有望恢复门店扩张速度; 公司持续挖掘存量门店内生增长潜力, 激活有效会员活跃度、持续提升议价能力、降低物流及管理成本, 持续经营能力迅速提升。
- 零售药店纳入门诊统筹带来发展新机遇:** 零售药店打通门诊统筹通道后, 处方外流进展有望大幅推进, 截止 2022 年底, 公司已取得医保定点零售资格的药店 8454 家, 占公司门店总数的 91.8%, 医保刷卡销售占总销售的 45.7%, 公司将继续向集中化、专业化及相关多元化等方向持续发展, 打造出慢病管理店、“药店+诊所”、中医坐诊店等专业特色药房, 满足专业化服务需求, 完善基础条件, 未来将有望从处方外流的增量市场快速受益, 实现业绩高增长。
- 投资建议:** 考虑到行业集中度提升叠加处方外流加速, 公司业绩增长快, 估值相对较低, 预计公司 23-25 年利润分别为 12.5/14.7/17.7 亿元, 对应当前市值 PE 为 13.7/11.6/9.7 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 门店扩张不及预期; 药品价格降低超预期。

股票数据

总股本(百万股):	596.02
流通 A 股(百万股):	398.93
52 周内股价区间(元):	18.61-37.34
总市值(百万元):	17,111.83
总资产(百万元):	16,416.40
每股净资产(元):	12.86

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,587	17,432	20,665	24,045	28,520
(+/-)YOY(%)	15.3%	19.5%	18.5%	16.4%	18.6%
净利润(百万元)	922	1,010	1,248	1,473	1,768
(+/-)YOY(%)	16.7%	9.6%	23.5%	18.1%	20.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.56	1.70	2.09	2.47	2.97
毛利率(%)	37.0%	35.0%	34.5%	34.3%	34.3%
净资产收益率(%)	14.0%	13.6%	14.4%	14.5%	14.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.70	2.09	2.47	2.97
每股净资产	12.46	14.54	17.01	19.98
每股经营现金流	4.19	5.64	6.00	5.27
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.51	13.72	11.62	9.68
P/B	2.53	1.97	1.69	1.44
P/S	0.98	0.83	0.71	0.60
EV/EBITDA	7.29	6.03	4.31	3.25
股息率%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.0%	34.5%	34.3%	34.3%
净利润率	5.8%	6.0%	6.1%	6.2%
净资产收益率	13.6%	14.4%	14.5%	14.8%
资产回报率	6.2%	6.1%	6.1%	6.4%
投资回报率	10.5%	8.6%	8.7%	9.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.5%	18.5%	16.4%	18.6%
EBIT 增长率	15.2%	8.3%	18.8%	20.2%
净利润增长率	9.6%	23.5%	18.1%	20.0%
偿债能力指标				
资产负债率	53.5%	57.1%	57.7%	56.2%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.5	0.8	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.2	21.9	21.2	22.2
存货周转天数	109.2	78.9	71.0	67.5
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	19.7	20.9	21.6	22.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,010	1,248	1,473	1,768
少数股东损益	3	-1	-1	-2
非现金支出	1,415	1,093	1,381	1,435
非经营收益	124	-23	77	104
营运资金变动	-55	1,047	644	-166
经营活动现金流	2,497	3,363	3,574	3,138
资产	-345	-1,261	-1,659	-1,104
投资	215	-104	-114	-125
其他	-91	77	78	92
投资活动现金流	-222	-1,288	-1,695	-1,137
债权募资	226	2,597	1,000	500
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,304	-82	-158	-191
融资活动现金流	-1,078	2,515	842	309
现金净流量	1,198	4,590	2,721	2,310

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 21 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,432	20,665	24,045	28,520
营业成本	11,322	13,535	15,797	18,737
毛利率%	35.0%	34.5%	34.3%	34.3%
营业税金及附加	36	52	60	71
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	4,072	5,063	5,819	6,873
营业费用率%	23.4%	24.5%	24.2%	24.1%
管理费用	440	527	601	713
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	9	10	12	14
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	1,365	1,478	1,755	2,110
财务费用	98	46	59	98
财务费用率%	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-176	-50	-40	-30
投资收益	7	52	48	57
营业利润	1,243	1,436	1,701	2,051
营业外收支	-8	48	51	51
利润总额	1,235	1,484	1,752	2,102
EBITDA	2,519	2,440	3,015	3,434
所得税	222	237	280	336
有效所得税率%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	3	-1	-1	-2
归属母公司所有者净利润	1,010	1,248	1,473	1,768

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,512	8,102	10,823	13,133
应收账款及应收票据	1,728	1,162	1,315	1,651
存货	3,387	2,875	3,033	3,433
其它流动资产	830	1,160	1,379	1,705
流动资产合计	9,458	13,299	16,550	19,922
长期股权投资	90	145	189	216
固定资产	885	988	1,114	1,263
在建工程	4	2	1	1
无形资产	166	191	213	243
非流动资产合计	6,721	7,142	7,640	7,505
资产总计	16,179	20,441	24,190	27,427
短期借款	403	3,000	4,000	4,500
应付票据及应付账款	4,329	4,988	6,133	6,932
预收账款	9	12	14	17
其它流动负债	2,137	1,897	2,028	2,197
流动负债合计	6,877	9,898	12,176	13,647
长期借款	2	2	2	2
其它长期负债	1,773	1,773	1,773	1,773
非流动负债合计	1,775	1,775	1,775	1,775
负债总计	8,652	11,672	13,950	15,422
实收资本	596	596	596	596
普通股股东权益	7,426	8,668	10,141	11,909
少数股东权益	101	100	99	97
负债和所有者权益合计	16,179	20,441	24,190	27,427

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。