

一心堂 (002727)

增持 (维持)

**2022 年年报及 2023 年一季报点评：
省外增长可期，23 年扩张有望提速**

2023 年 04 月 27 日

市场数据

日期	2023-04-26
收盘价(元)	29.07
总股本(百万股)	596.02
流通股本(百万股)	398.93
净资产(百万元)	75.28
总资产(百万元)	161.79
每股净资产(元)	12.46

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《一心堂(002727) 2021 年报点评: 21Q4 受疫情影响承压, 中药高增长, 布局多元业态》
2022-03-30

分析师:

孙媛媛
sunyuanyuan@xyzq.com.cn
S0190515090001

王佳慧
wangjiahui20@xyzq.com.cn
S0190522080007

投资要点

- **公司发布 2022 年年报。**公司 2022 年营收 174.32 亿元, 同比增长 19.50%; 实现归母净利润 10.10 亿元, 同比增长 9.59%; 实现扣非归母净利润 9.89 亿元, 同比增长 10.05%; 实现经营活动现金流净额 24.97 亿元, 同比增长 39.37%。公司 2022Q4 实现营收 54.06 亿元, 同比增长 32.21%; 实现归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 110.95%; 实现扣非归母净利润 3.41 亿元, 同比增长 126.57%。
- **公司发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 44.36 亿元, 同比增长 11.02%; 实现归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 33.49%; 实现扣非归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 46.38%。
- **省外增长可期, 2023 门店扩张步伐有望加速。**公司 2022 年云南省内外分别新开业门店 459 家和 550 家, 年末省外门店占比 43.25%, 同比上升 2.25pp。截至 2022 年末公司共拥有直营连锁门店 9206 家, 公司目前重点发展区域为西南地区、华南地区, 同时将兼顾华北地区的门店发展, 公司计划 2023 年全年通过“自建+并购”方式拓展门店 1900 家, 其中 2023Q1 新开业门店 215 家, 且目前已有一定数量门店处于筹备期。
- **盈利预测与评级:**公司在省外扩张整合加速, 省内布局多元业态优化品类结构, 继续增厚利润; 慢病门店、院边店持续增加, 承接外流处方能力提升。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.04、2.45、2.92 元, 2023 年 4 月 26 日收盘价对应的 2023-2025 年市盈率分别为 14.3、11.9、10.0 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示: 政策变动风险, 扩张整合不及预期, 多元业务管理风险。**

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17432	20588	24209	28581
同比增长	19.5%	18.1%	17.6%	18.1%
归母净利润(百万元)	1010	1215	1458	1740
同比增长	9.6%	20.3%	20.0%	19.4%
毛利率	35.0%	35.1%	35.0%	34.9%
ROE	13.6%	14.5%	15.2%	15.8%
每股收益(元)	1.69	2.04	2.45	2.92
市盈率	17.2	14.3	11.9	10.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **一心堂发布 2022 年年度报告。**公司 2022 年营收 174.32 亿元, 同比增长 19.50%; 实现归母净利润 10.10 亿元, 同比增长 9.59%; 实现扣非归母净利润 9.89 亿元, 同比增长 10.05%; 实现经营活动现金流净额 24.97 亿元, 同比增长 39.37%。公司 2022Q4 实现营收 54.06 亿元, 同比增长 32.21%; 实现归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 110.95%; 实现扣非归母净利润 3.41 亿元, 同比增长 126.57%。
- **一心堂发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 44.36 亿元, 同比增长 11.02%; 实现归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 33.49%; 实现扣非归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 46.38%。

点评

- **全年业绩稳健增长, 控费成果显著。**随着市场环境逐步复苏以及医改政策的不断深化, 公司迎来客流提升及门店经营改善, 内生复苏明显。2022 年公司零售板块实现营收 138.04 亿元, 同比增长 11.77%; 批发板块实现收入 33.20 亿元, 同比增长 72.52%。2022 年公司全年毛利率 35.05%, 同比-1.91pp; 净利率 5.81%, 同比-0.48pp; 销售费用率 23.36%, 同比-2.01 pp; 管理费用率 2.53%, 同比-0.19pp; 财务费用率 0.56%, 同比-0.13pp。2023Q1 公司毛利率 33.52%, 同比下降 0.24pp; 净利率 5.48%, 同比增长 1.10pp; 销售费用率 23.25%, 同下降 1.84pp; 管理费用率 2.53%, 同比下降 0.31pp; 财务费用率 0.38%, 同比下降 0.25pp。

表 1、公司营收分行业构成

	2022 年		2021 年		同比增长 (%)
	金额 (亿元)	营收占比 (%)	金额 (亿元)	营收占比 (%)	
总营业收入	174.32	100%	145.87	100.00%	19.50%
零售收入	138.04	79.19%	123.51	84.67%	11.77%
批发收入	33.20	19.05%	19.24	13.19%	72.52%
其他业务收入	3.07	1.76%	3.12	2.14%	-1.54%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **多元业态持续布局, 围绕门店经营创新发展。**2022 年公司中西成药、医疗器械及计生、消毒用品分别实现营收 129.88 亿元、14.02 亿元, 分别同比增长 23.80%、15.96%, 中药板块实现营收 13.08 亿元, 同比下降 3.76%。公司持续拓展多品类业务, 加大对彩票、个护美妆产品业务的推广和销售。2022 年公益彩票在公司所布局的 7 个省份中的门店进行推广和销售, 累计代销彩票 2691.7 万; 2022 年公司开始重点打造个护美妆专业品类, 覆盖门店超过 5000 家, 个护美妆专柜数近千个, 2022 年个护美妆产品销售额近 3 亿元; 公司同时推动发展门店盲人按摩业务进而提升门店增值服务, 加大单店经营业绩。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

线下盲人按摩可吸引更多的消费者对一心堂的了解，从而带动门店客流量的提升。

表 2、公司营收分产品构成

	2022 年		2021 年		同比增长 (%)
	金额 (亿元)	营收占比 (%)	金额 (亿元)	营收占比 (%)	
中西成药	129.88	74.51%	104.91	71.92%	23.80%
医疗器械及计生、消毒用品	14.02	8.04%	12.09	8.29%	15.96%
中药	13.08	7.51%	13.59	9.32%	-3.76%
其他	14.26	8.18%	12.15	8.33%	17.31%
其他业务收入	3.07	1.76%	3.12	2.14%	-1.54%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **标准化复制能力推动立体化纵深布局发展，核心区域门店加密布局，省外持续加快布局。**2022 年公司新开业门店 1009 家，其中搬迁门店 186 家，关闭门店 177 家，净增门店 646 家，2022 年末公司共拥有直营连锁门店 9206 家。2023Q1 公司新开业门店 215 家，关闭门店 27 家，净增门店 138 家，截至 2023Q1 末公司的直营连锁门店数量达 9344 家。公司坚持核心区域门店高密度布局，重点发展区域在西南地区、华南地区，同时兼顾华北地区的门店发展。2022 年公司西南地区收入占比为 84.56%，同比上升 0.06pp，2022 年云南省、四川省、重庆市、海南省分别新开业门店 459 家、216 家、51 家及 57 家，2022 年末云南省、四川省、重庆市、海南省直营连锁门店数量分别同比增长 5.77%、15.36%、10.42%、10.20%，2022 年公司云南省内外分别新开业门店 459 家和 550 家，年末省外门店占比 43.25%，同比上升 2.25pp。2022 年公司省会级门店、地市级门店、县级门店、乡镇级门店分别占比 22.77%、31.91%、26.20%、19.12%。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。2022 年公司整体平效 37.37 元/天/平米，2021 年为 46.23 元/天/平米，同比下降 19.17%，整体租效 14.86 元/天/平米，2021 年为 16.6 元/天/平米，同比下降 10.48%，平效和租效略有下滑主要源于疫情阶段性反复下客流限制等影响。

表 3、公司营收分区域构成

	2022 年		2021 年		同比增长 (%)
	金额 (亿元)	营收占比 (%)	金额 (亿元)	营收占比 (%)	
西南地区	147.39	84.56%	123.28	84.50%	19.56%
华南地区	15.00	8.61%	12.63	8.66%	18.82%
华北地区	8.04	4.61%	6.24	4.28%	28.91%
华东地区	0.10	0.06%	0.09	0.06%	17.97%
华中地区	0.60	0.34%	0.43	0.30%	38.48%
海外地区	0.10	0.06%	0.08	0.06%	16.33%
其他业务收入	3.07	1.76%	3.12	2.14%	-1.54%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2022 年各地区门店数量变化（家）

地区	2022 年度				
	期初门店数量	新开业门店数量	其中：搬迁门店数量	关闭门店数量	期末门店数量
云南省	4939	459	110	64	5224
四川省	1100	216	20	27	1269
重庆市	307	51	14	5	339
广西省	835	84	15	40	864
山西省	580	87	9	24	634
贵州省	394	46	4	7	429
海南省	353	57	14	7	389
河南省	32	5	-	3	34
上海市	10	2	-	-	12
天津市	10	2	-	-	12
合计	8560	1009	186	177	9206
云南省外门店占比 (%)	42.30%				43.25%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 提升专业化门店建设，积极拓展医保资质门店。**2022 年公司获取的医保资质门店数量稳步提升，截至 2022 年末，公司已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店达 8454 家，占公司门店总数的 91.83%，较上年同期增长 5pp，公司较上年同期净增加 1028 家医保门店，同比增长 13.84%。2022 年公司医保刷卡销售占总销售的 45.72%，较上年同期增长 1.92pp。公司在专业药店建设方面主要对区域中心店、院边店、特慢病、双通道门店进行重点打造，持续强化公司店群效应，截至 2022 年末，公司二级及以上院边店门店数为 712 家。此外，公司慢病门店数达到 1093 家，特病门店数达到 279 家，双通道门店数达到 221 家。
- 线上线下融合式发展提升门店服务半径。**截至 2022 年末，公司线上业务销售额突破 6 亿元。公司重视线上业务发展，结合线下实体门店众多的优势，发挥线上线下相互融合的价值潜力，通过线上业务扩大实体门店服务半径，以实体门店为重心辐射周边区域。目前线上 O2O 业务覆盖省会、地市、县级、乡镇级区域，实现各级行政区域全覆盖，线上业务主要发生在省会城市，部分发生在地市级市场，少量发生在县级、乡镇市场。未来公司将继续着力推进内部平台一心到家业务的重点发展，实现线上线下同步引流、信息共享、资源互通，结合物流和门店资源形成新的服务及产品解决方案，全力推进和探索新零售运营。

- **盈利预测与评级：**公司在省外扩张整合加速，省内布局多元业态优化品类结构，继续增厚利润；慢病门店、院边店持续增加，承接外流处方能力提升。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.04、2.45、2.92 元，2023 年 4 月 26 日收盘价对应的 2023-2025 年市盈率分别为 14.3、11.9、10.0 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**政策变动风险，扩张整合不及预期，多元业务管理风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9458	11337	13524	16057
货币资金	3512	4489	5301	6411
交易性金融资产	8	10	11	13
应收票据及应收账款	1728	1865	2259	2674
预付款项	351	267	375	442
存货	3387	4203	4982	5828
其他	471	504	595	689
非流动资产	6721	6998	7392	7975
长期股权投资	90	95	95	94
固定资产	885	1166	1495	1862
在建工程	4	2	1	0
无形资产	166	181	201	219
商誉	1397	1467	1540	1771
长期待摊费用	630	533	432	331
其他	3550	3554	3628	3697
资产总计	16179	18335	20915	24032
流动负债	6877	7823	8939	10318
短期借款	403	311	341	331
应付票据及应付账款	4329	5,249.4	6,122.5	7,266.8
其他	2145	2263	2475	2720
非流动负债	1775	2005	2275	2590
长期借款	2	-31	-65	-98
其他	1773	2037	2340	2688
负债合计	8652	9828	11214	12908
股本	596	596	596	596
资本公积	2147	2147	2147	2147
未分配利润	4335	5266	6409	7777
少数股东权益	101	105	109	114
股东权益合计	7528	8507	9701	11124
负债及权益合计	16179	18335	20915	24032

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1010	1215	1458	1740
折旧和摊销	268	280	334	394
资产减值准备	260	-9	48	33
资产处置损失	0	11	13	12
公允价值变动损失	6	6	6	6
财务费用	147	59	45	33
投资损失	-7	-14	-12	-12
少数股东损益	3	4	4	5
营运资金的变动	25	93	-393	-150
经营活动产生现金流量	2497	1675	1497	2060
投资活动产生现金流量	-222	-424	-529	-735
融资活动产生现金流量	-1078	-274	-155	-215
现金净变动	1198	977	813	1110
现金的期初余额	1662	3512	4489	5301
现金的期末余额	2859	4489	5301	6411

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17432	20588	24209	28581
营业成本	11322	13363	15726	18609
税金及附加	36	43	50	59
销售费用	4072	4973	5832	6857
管理费用	440	534	623	738
研发费用	9	6	7	7
财务费用	98	59	45	33
其他收益	60	53	56	56
投资收益	7	14	12	12
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6
信用减值损失	-84	-44	-51	-54
资产减值损失	-176	-142	-150	-152
资产处置收益	-14	-11	-13	-12
营业利润	1243	1473	1774	2121
营业外收入	9	24	21	20
营业外支出	16	12	13	13
利润总额	1235	1486	1782	2128
所得税	222	267	320	383
净利润	1013	1218	1462	1745
少数股东损益	3	4	4	5
归属母公司净利润	1010	1215	1458	1740
EPS(元)	1.69	2.04	2.45	2.92

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	19.5%	18.1%	17.6%	18.1%
营业利润增长率	16.4%	18.6%	20.4%	19.6%
归母净利润增长率	9.6%	20.3%	20.0%	19.4%
盈利能力				
毛利率	35.0%	35.1%	35.0%	34.9%
归母净利率	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
ROE	13.6%	14.5%	15.2%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	53.5%	53.6%	53.6%	53.7%
流动比率	1.38	1.45	1.51	1.56
速动比率	0.87	0.90	0.95	0.98
营运能力				
资产周转率	114.2%	119.3%	123.4%	127.2%
应收帐款周转率	1086.3	1086.2	1118.0%	1101.8
存货周转率	332.2%	345.6%	336.3%	338.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.69	2.04	2.45	2.92
每股经营现金	4.19	2.81	2.51	3.46
每股净资产	12.46	14.09	16.09	18.47
估值比率(倍)				
PE	17.2	14.3	11.9	10.0
PB	2.3	2.1	1.8	1.6

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn