

一心堂(002727)

医药商业/医药生物

发布时间: 2023-04-21

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

## 步步为营稳扎稳打, 开启疫后新篇章

--- 一心堂 2022 年报及 2023 一季报点评

### 事件:

公司近期发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现收入 174.3 亿 (+19.5%), 归母净利润 10.1 亿 (+9.59%), 扣非归母净利润 9.89 亿 (+10.0%)。2022Q4 单季度实现收入 54.1 亿 (+32.2%), 归母净利润 3.33 亿 (+111.0%), 扣非归母净利润 3.41 亿 (+125.8%)。2023Q1 单季度实现收入 44.4 亿 (+11.0%), 归母净利润 2.39 亿 (+33.5%), 扣非归母净利润 2.41 亿 (+47.0%)。

### 点评:

**核心地区经营密度持续提升, 拓店节奏有所改善。**2022 年公司新增直营门店 1009 家 (同比 21 年末+11.8%), 搬迁和闭店 363 家, 净增长 646 家 (同比 21 年末+7.5%), 其中西南地区净增 521 家 (云: +285 家; 川: +169 家), 占比 81%。截止 2022 年末, 公司共拥有直营连锁门店 9206 家, 其中位于西南地区门店 7261 家 (同比 21 年末+19.6%), 占比 78.9% (+0.13pct), 西南核心地区经营网络密度持续提升。2022Q4 公司新开门店数 124 家, 净增 42 家; 2023Q1 公司门店增速边际向上, 新开门店 215 家, 直营门店数达 9344 家 (同比 22 年末+2.3%), 净增 138 家 (环比+228.6%), 其中川渝净增 77 家, 占比 55.8%, 公司加码川渝市场决心依旧, 预计随着市占率的提升, 川渝市场有望率先实现盈利。2023Q1 公司营收增速略低于市场预期主要系公司新店、次新店占比较低 (23%以下), 我们认为, 公司现金流充裕: 截止 23Q1 公司期末现金流余额 29.21 亿 (+161.3%), 拓店速度有望持续向好, 随着经营环境的持续转暖 (防疫措施取消及门诊统筹有望持续为药店带来客流增加), 外延增长有望持续贡献营收及利润。

**关键指标:** 平效、租效略微降低, 主要系新冠疫情对公司经营效率产生较大影响。2022 年实现日均平效 37.37 元/平方米, 2021 年实现 46.23 元/平方米, 日均平效略有下降; 租效 (收入/租金) 2022 年实现 14.86 元, 2021 年实现 16.6 元, 每元租金效率略有下滑。人效 (收入/销售人员) 2022 年实现 47.4 万元, 2021 年实现 43.7 万元, 人效小幅上涨。

**品规情况:** 2022 年, 零售业务实现收入 138.04 亿 (+11.77%), 毛利率 40.51% (+0.19BP); 批发业务实现收入 33.20 亿 (+72.52%), 毛利率 8.46% (-0.51BP), 系批发业务快速发展, 进而拉低公司整体毛利率水平。仅观察公司核心业务(零售业务板块), 零售业务毛利率稳中有升。从具体品规看, 中西成药实现收入 129.88 亿 (+23.80%), 毛利率 31.60%, 处方外流叠加疫情增厚带动中西成药品规增长; 医疗器械及计生、消毒用品实现收入 14.02 亿 (+15.96%); 中药实现收入 13.08 亿 (-3.76%)。2023Q1 公司毛利率保持稳定, 为 33.52% (-0.24BP), 净利率提升 2.05BP 至 7.06%, 主要系公司强化预算事前管理, 增收节支能力, 期间费用率有所下降: 其中销售费用率 23.3% (-1.83BP), 管理费用率 2.5% (-0.31pct)。我们认为公司持续加大对彩票、个护美妆产品等多元业务的推广, 有望持续提升顾客进店频次, 在从广度上增加公司的盈利机会的同时降低销售费用提高盈利水平。

**盈利预测:** 预计公司 2023-2025 年实现收入 207.96/240.80/277.43 亿元, 归母净利润 12.11/14.02/16.13 亿元, 对应每股收益为 2.03/2.35/2.71 元/股, 对应 PE 为 16/14/12 倍, 参考同行业估值, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 行业政策风险、经济增长不及预期风险、业绩不及预期风险。

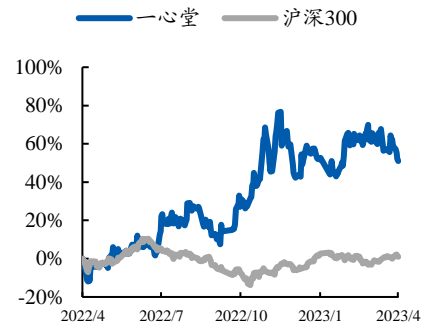
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14,587	17,432	20,796	24,080	27,743
(+/-)%	15.26%	19.50%	19.30%	15.79%	15.22%
归属母公司净利润	922	1,010	1,211	1,402	1,613
(+/-)%	16.66%	9.59%	19.91%	15.79%	15.05%
每股收益 (元)	0.00	0.00	2.03	2.35	2.71
市盈率			15.70	13.56	11.78
市净率	3.49	2.53	2.20	1.89	1.63
净资产收益率 (%)	0.00%	0.00%	14.02%	13.97%	13.85%
股息收益率 (%)	0.94%	1.25%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	596	596	596	596	596

### 股票数据

2023/04/21

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	31.90
12 个月股价区间 (元)	18.91~37.34
总市值 (百万元)	19,013.15
总股本 (百万股)	596
A 股 (百万股)	596
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-1%	51%
相对收益	-11%	1%	50%

### 相关报告

《一心堂 (002727): 业绩符合预期, 下半年增长有望换挡提速》

--20220905

《一心堂 (002727): 利润维持高增长, 全年业绩值得期待》

--20210730

《一心堂 (002727): 纵深云南横贯全国, 经营改善业绩回暖》

--20210330

### 证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,512	3,845	3,864	5,030
交易性金融资产	8	8	8	8
应收款项	1,728	1,501	2,381	2,108
存货	3,387	4,480	4,724	5,855
其他流动资产	139	139	139	139
<b>流动资产合计</b>	<b>9,458</b>	<b>10,668</b>	<b>12,032</b>	<b>14,070</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	90	89	87	82
固定资产	885	945	987	1,013
无形资产	166	192	220	250
商誉	1,397	1,505	1,611	1,703
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,721</b>	<b>7,933</b>	<b>9,116</b>	<b>10,084</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,179</b>	<b>18,601</b>	<b>21,147</b>	<b>24,155</b>
短期借款	403	563	745	936
应付款项	4,329	5,234	5,942	6,906
预收款项	9	12	13	15
一年内到期的非流动负债	933	933	933	933
<b>流动负债合计</b>	<b>6,877</b>	<b>8,084</b>	<b>9,224</b>	<b>10,613</b>
长期借款	2	2	2	2
其他长期负债	1,773	1,773	1,773	1,773
<b>长期负债合计</b>	<b>1,775</b>	<b>1,775</b>	<b>1,775</b>	<b>1,775</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,652</b>	<b>9,858</b>	<b>10,999</b>	<b>12,388</b>
归属于母公司股东权益合计	7,426	8,637	10,039	11,653
少数股东权益	101	105	109	114
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,179</b>	<b>18,601</b>	<b>21,147</b>	<b>24,155</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>17,432</b>	<b>20,796</b>	<b>24,080</b>	<b>27,743</b>
营业成本	11,322	13,508	15,640	18,020
营业税金及附加	36	252	291	336
资产减值损失	-176	0	0	0
销售费用	4,072	5,101	5,906	6,805
管理费用	440	525	608	704
财务费用	98	0	0	0
公允价值变动净收益	-6	0	0	0
投资净收益	7	9	10	12
<b>营业利润</b>	<b>1,243</b>	<b>1,481</b>	<b>1,715</b>	<b>1,973</b>
营业外收支净额	-8	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,235</b>	<b>1,481</b>	<b>1,715</b>	<b>1,973</b>
所得税	222	266	308	355
净利润	1,013	1,215	1,406	1,618
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,010</b>	<b>1,211</b>	<b>1,402</b>	<b>1,613</b>
少数股东损益	3	4	4	5

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>1,013</b>	<b>1,215</b>	<b>1,406</b>	<b>1,618</b>
资产减值准备	260	0	0	0
折旧及摊销	1,154	743	802	780
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	147	0	0	0
投资损失	-7	-9	-10	-12
运营资本变动	-55	170	-388	326
其他	-21	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2,497</b>	<b>2,119</b>	<b>1,810</b>	<b>2,712</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-222</b>	<b>-1,945</b>	<b>-1,975</b>	<b>-1,737</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-1,078</b>	<b>160</b>	<b>183</b>	<b>191</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>2,158</b>	<b>177</b>	<b>-164</b>	<b>972</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.00	2.03	2.35	2.71
每股净资产 (元)	12.46	14.49	16.84	19.55
每股经营性现金流量 (元)	4.19	3.56	3.04	4.55
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	19.5%	19.3%	15.8%	15.2%
净利润增长率	9.6%	19.9%	15.8%	15.1%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润率	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	31.78	27.95	29.01	29.12
存货周转天数	106.59	104.85	105.93	105.68
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	53.5%	53.0%	52.0%	51.3%
流动比率	1.38	1.32	1.30	1.33
速动比率	0.81	0.70	0.73	0.71
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	23.4%	24.5%	24.5%	24.5%
管理费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费用率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)		15.70	13.56	11.78
P/B (倍)	2.53	2.20	1.89	1.63
P/S (倍)	1.08	0.91	0.79	0.69
净资产收益率	0.0%	14.0%	14.0%	13.8%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

