

业绩增长稳健，疫情后时代公司“内生+外延”增长有望共同加速

一心堂(002727.SZ)

事件概述

公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年公司实现营业收入174.32亿元(+19.50%)，归母净利润10.10亿元(+9.59%)，扣非后归母净利润9.89亿元(+10.05%)。分季度来看，公司2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营业收入39.95/39.70/40.60/54.06亿元，同比分别为+16.53%/+21.28%/+6.94%/+32.21%，分别实现归母净利润1.79/2.39/2.59/3.33亿元，同比分别为-31.17%/-9.26%/+7.95%/110.95%。2023年一季度公司实现营业收入44.36亿元(+11.02%)，归母净利润2.39亿元(+33.49%)，扣非后归母净利润2.41亿元(+46.83%)。2023年一季度公司业绩增长稳健，全年业绩有望持续保持良性增长态势。

中西成药销售快速增长，期间费用率保持稳定

分产品来看，受益于处方外流长逻辑的持续兑现，叠加疫情管控放开带来的感冒药销售快速增长，公司中西成药销售增长显著。2022年中西成药销售实现收入129.88亿元(+23.80%)，毛利率为31.60%；医疗器械及计生、消毒用品业务实现收入14.02亿元(+15.96%)，中药实现收入13.08亿元(-3.76%)。

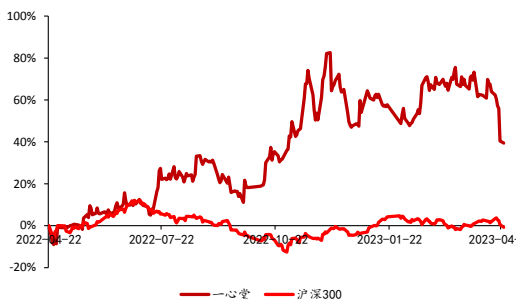
从费用率来看，2022年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为23.36%/2.53%/0.56%。分别同比-2.01/-0.21/-0.13个百分点。2022年公司毛利率为35.05%(-1.91pct)，净利率为5.81%(-0.48pct)。毛利率略有下降主要系中西成药的销售占比进一步提高所致，随着疫情后时代客流量的进一步复苏，以及公司在毛利率较高的中药等产品销售收入持续提升，盈利能力整体有望保持稳定。

门店拓展稳步前行，看好公司全年“内生+外延”共同提速

2022年公司直营门店净增646家，2022年末直营门店数量达到9206家。其中云南省、省外市场门店数量分别净增长285、361家，期末门店数量分别达到5224家、3982家。公司持续坚持核心区域门店高密度布局，打造城乡一体化的门店网络布局结构，持续提升核心区域的竞争能力。从门店经营指标来看，2022年公司日均坪效、租效分别为37.37元/平方、14.86元。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	28.51
股票代码:	002727
52周最高价/最低价:	38.61/17.94
总市值(亿)	169.93
自由流通市值(亿)	89.26
自由流通股数(百万)	313.08



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

研究助理: 曹艳凯

邮箱: caoyk@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

- 【华西医药】一心堂(002727.SZ)深度报告: 西南连锁药店龙头, 川渝市场迎来高速发展
2022.09.14
- 【华西医药】【华西医药】一心堂(002727.SZ)三季报点评: Q3业绩改善趋势明显, 看好全年业绩增长
2022.11.01

具体而言，公司省会、地市、县市、乡镇级门店的日均坪效分别为 40.42、37.21、34.65、37.77 元/平方，租效则分别为 9.86、13.20、14.47、24.38 元，公司乡镇级门店日均坪效已超过整体日均坪效，展示出公司坚持核心区域高密度门店布局策略的良好成效。随着公司持续开拓下沉市场，门店经营效率有望进一步提升。

2023 年 Q1 公司净增直营门店 138 家，期末直营门店数量达到 9344 家。展望全年，我们认为公司在内生和外延增长有望共同发力，2022 年疫情影响公司门店药品销售，随着疫情管控放开后，药品销售不再受到限制，以及门店客流的持续复苏，公司今年同店增速有望进一步提升，内生增长值得期待。2022 年疫情原因导致公司开店节奏放缓，公司今年在外延门店扩张上有望提速，门店数量的持续增长驱动公司长期良性发展。

盈利预测投资建议

调整此前盈利预测，预计公司 2023/2024 分别实现营业收入由原来的 203.03/237.79 亿元分别上调至 208.48/241.83 亿元，同比增长 19.6%/16.0%，归母净利润由原来的 11.99/14.36 亿元分别调整至 12.20/14.19 亿元，同比增长 20.8%/16.3%，新增 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司营业收入、归母净利润分别为 276.61、16.40 亿元，同比增长 14.4%、15.6%。对应 2023 年 04 月 24 日收盘价 28.51 元/股，2023/2024/2025 年 EPS 分别为 2.05/2.38/2.75 元，PE 分别 13.93/11.98/10.36，维持“买入”评级。

风险提示

门诊统筹政策进度不及预期、门店扩张速度不及预期、新开门店盈利不及预期、行业竞争加剧导致盈利能力下滑、川渝地区发展速度不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,587	17,432	20,848	24,183	27,661
YoY (%)	15.3%	19.5%	19.6%	16.0%	14.4%
归母净利润(百万元)	922	1,010	1,220	1,419	1,640
YoY (%)	16.7%	9.6%	20.8%	16.3%	15.6%
毛利率 (%)	37.0%	35.0%	34.9%	34.8%	34.8%
每股收益 (元)	1.56	1.70	2.05	2.38	2.75
ROE	14.0%	13.6%	14.1%	14.1%	14.0%
市盈率	18.26	16.75	13.93	11.98	10.36

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,432	20,848	24,183	27,661	净利润	1,013	1,219	1,421	1,640
YoY (%)	19.5%	19.6%	16.0%	14.4%	折旧和摊销	1,154	1,406	1,553	1,496
营业成本	11,322	13,566	15,765	18,031	营运资金变动	-55	-113	-26	-82
营业税金及附加	36	50	54	64	经营活动现金流	2,497	2,528	2,954	3,060
销售费用	4,072	5,295	6,130	6,998	资本开支	-345	-1,924	-1,000	-1,466
管理费用	440	563	632	735	投资	215	-11	4	-4
财务费用	98	-36	-54	-72	投资活动现金流	-222	-1,921	-982	-1,452
研发费用	9	9	11	13	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-176	0	0	0	债务募资	226	-403	0	0
投资收益	7	15	14	18	筹资活动现金流	-1,078	-415	0	0
营业利润	1,243	1,472	1,723	1,985	现金净流量	1,198	192	1,972	1,607
营业外收支	-8	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,235	1,472	1,723	1,985	成长能力				
所得税	222	253	303	345	营业收入增长率	19.5%	19.6%	16.0%	14.4%
净利润	1,013	1,219	1,421	1,640	净利润增长率	9.6%	20.8%	16.3%	15.6%
归属于母公司净利润	1,010	1,220	1,419	1,640	盈利能力				
YoY (%)	9.6%	20.8%	16.3%	15.6%	毛利率	35.0%	34.9%	34.8%	34.8%
每股收益	1.70	2.05	2.38	2.75	净利率	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.2%	6.7%	6.9%	7.0%
货币资金	3,512	3,704	5,675	7,282	净资产收益率 ROE	13.6%	14.1%	14.1%	14.0%
预付款项	351	354	450	493	偿债能力				
存货	3,387	4,476	4,959	5,810	流动比率	1.38	1.42	1.60	1.70
其他流动资产	2,207	2,510	2,947	3,316	速动比率	0.83	0.80	0.99	1.07
流动资产合计	9,458	11,044	14,031	16,902	现金比率	0.51	0.48	0.65	0.73
长期股权投资	90	93	86	84	资产负债率	53.5%	52.1%	50.9%	49.8%
固定资产	885	956	981	1,014	经营效率				
无形资产	166	187	219	246	总资产周转率	1.08	1.14	1.17	1.18
非流动资产合计	6,721	7,233	6,655	6,606	每股指标 (元)				
资产合计	16,179	18,277	20,686	23,508	每股收益	1.70	2.05	2.38	2.75
短期借款	403	0	0	0	每股净资产	12.46	14.51	16.89	19.64
应付账款及票据	4,329	5,401	6,152	7,107	每股经营现金流	4.19	4.24	4.96	5.13
其他流动负债	2,145	2,355	2,593	2,819	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,877	7,756	8,745	9,926	估值分析				
长期借款	2	2	2	2	PE	16.75	13.93	11.98	10.36
其他长期负债	1,773	1,773	1,773	1,773	PB	2.53	1.97	1.69	1.45
非流动负债合计	1,775	1,775	1,775	1,775					
负债合计	8,652	9,530	10,519	11,701					
股本	596	596	596	596					
少数股东权益	101	100	102	102					
股东权益合计	7,528	8,747	10,167	11,807					
负债和股东权益合计	16,179	18,277	20,686	23,508					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。