

## 业绩符合预期, 期待疫后提速复苏

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报以及2023年一季报。2022年公司实现收入174.32亿元(+19.5%); 实现归母净利润10.1亿元(+9.6%); 实现扣非归母净利润9.9亿元(+10.1%)。2023Q1实现收入44.4亿元(+11%); 实现归母净利润2.4亿元(+33.5%); 实现扣非归母净利润2.4亿元(+46.8%)。
- **业绩符合预期, 期间费用保持稳定水平。** 2022年单季度拆分来看, 2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现收入40/39.7/40.6/54亿元, 对应同比增速分别为16.5%/21.3%/6.9%/32.2%; 2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现归母净利润1.8/2.4/2.6/3.3亿元, 对应同比增速分别为-31.2%/-9.3%/8%/111%。分产品看, 2022年中西成药收入129.9亿元(+23.8%), 占总收入的74.5%; 医疗器械及计生、消毒用品收入14亿元(+16%), 占总收入的8%; 中药收入13.1亿元(-3.8%), 占总收入的7.5%。2022年费用端管控良好, 2022年销售费率为23.4%(-2pp); 管理费率为2.6%(-0.2pp); 财务费率为0.6%(-0.1pp); 研发费率为0.1%(+0pp)。2022年公司毛利率为35.1%(-1.9pp); 净利率为5.8%(-0.5pp)。
- **门店稳步扩张, 医保资质门店数量稳步提升。** 2022年公司重点发展区域在西南、华南地区, 同时兼顾华北地区的门店发展, 持续强化在核心发展区域的竞争能力提升。截止2023Q1末, 公司拥有直营连锁门店9344家。2023年一季度公司新增门店215家, 搬迁门店50家, 关闭门店27家, 净增门店138家。截至2022年末, 公司拥有直营连锁门店9206家。2022年公司新增门店1009家, 搬迁门店186家, 关闭门店177家, 全年净增门店646家。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91.8%(+5pp), 同时较上年同期净增加1028家医保门店, 同比增长13.8%。2022年公司医保卡销售占总销售的45.7%(+1.9pp)。公司二级及以上院边店门店数为712家, 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。
- **线上线下融合发展。** 截至2022年末, 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。公司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。
- **业务多元化跨界创新。** 1) 个护美妆业务: 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, 公司个护美妆业务正处于打基础、找模式阶段, 未来发展空间广阔。2) 彩票代销业务: 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2691.7万元, 销售规模不断扩大。3) 门店盲人按摩业务: 提升门店增值服务, 增厚门店客流量, 加大单店经营业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为12.1/14.1/16.8亿元, 分别同增19.8%/16.8%/19.2%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险, 市场竞争加剧风险, 新增门店不及预期风险。

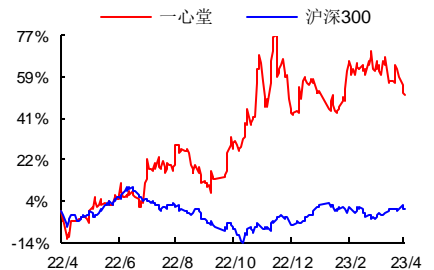
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17431.62	20119.57	23737.07	28123.68
增长率	19.50%	15.42%	17.98%	18.48%
归属母公司净利润(百万元)	1010.00	1209.84	1412.62	1683.80
增长率	9.59%	19.79%	16.76%	19.20%
每股收益EPS(元)	1.69	2.03	2.37	2.83
净资产收益率ROE	13.46%	14.22%	4.59%	15.20%
PE	19	16	13	11
PB	2.56	2.26	1.98	1.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.96
流通A股(亿股)	3.99
52周内股价区间(元)	18.91-37.34
总市值(亿元)	190.13
总资产(亿元)	144.98
每股净资产(元)	11.33

### 相关研究

1. 一心堂(002727): 疫情下显韧性, 三季度业绩环比改善 (2022-11-05)
2. 一心堂(002727): 二季度业绩环比改善, 下半年有望提速修复 (2022-09-02)
3. 一心堂(002727): 业绩短期承压, 门店稳步扩张 (2022-04-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17431.62	20119.57	23737.07	28123.68	净利润	1012.98	1213.42	1416.79	1688.78
营业成本	11322.30	13077.72	15429.10	18280.39	折旧与摊销	268.12	130.92	139.27	147.62
营业税金及附加	36.13	41.70	49.19	58.29	财务费用	97.51	62.29	55.16	52.30
销售费用	4071.86	5050.01	5958.00	7030.92	资产减值损失	-176.01	-181.29	-186.73	-192.33
管理费用	440.38	603.59	712.11	843.71	经营营运资本变动	-20.14	-94.15	-90.60	-135.41
财务费用	97.51	62.29	55.16	52.30	其他	1314.65	169.95	183.80	186.88
资产减值损失	-176.01	-181.29	-186.73	-192.33	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2497.10</b>	<b>1301.14</b>	<b>1517.69</b>	<b>1747.84</b>
投资收益	7.49	14.21	11.98	11.98	资本支出	-30.41	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	-5.72	-4.79	-5.26	-5.18	其他	-191.30	9.42	6.72	6.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-221.71</b>	<b>-120.58</b>	<b>-123.28</b>	<b>-123.20</b>
<b>营业利润</b>	<b>1242.72</b>	<b>1474.98</b>	<b>1726.96</b>	<b>2057.20</b>	短期借款	274.87	-402.57	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.74	4.37	0.33	1.68	长期借款	-33.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1234.98</b>	<b>1479.34</b>	<b>1727.29</b>	<b>2058.88</b>	股权融资	-10.18	0.00	0.00	0.00
所得税	222.00	265.93	310.50	370.10	支付股利	-178.85	-202.00	-241.97	-282.52
净利润	1012.98	1213.42	1416.79	1688.78	其他	-1130.76	-1001.46	-55.16	-52.30
少数股东损益	2.98	3.57	4.17	4.97	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1078.20</b>	<b>-1606.02</b>	<b>-297.13</b>	<b>-334.82</b>
归属母公司股东净利润	1010.00	1209.84	1412.62	1683.80	<b>现金流量净额</b>	<b>1197.54</b>	<b>-425.46</b>	<b>1097.28</b>	<b>1289.81</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3511.63	3086.17	4183.46	5473.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2362.50	2608.85	3118.36	3686.24	销售收入增长率	19.50%	15.42%	17.98%	18.48%
存货	3387.45	3937.75	4652.46	5521.83	营业利润增长率	16.37%	18.69%	17.08%	19.12%
其他流动资产	196.07	170.26	199.37	234.67	净利润增长率	10.44%	19.79%	16.76%	19.20%
长期股权投资	89.80	89.80	89.80	89.80	EBITDA 增长率	15.19%	3.72%	15.18%	17.47%
投资性房地产	37.99	37.99	37.99	37.99	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	889.25	927.61	962.37	993.52	毛利率	35.05%	35.00%	35.00%	35.00%
无形资产和开发支出	1562.85	1586.56	1605.52	1619.72	三费率	26.44%	28.41%	28.33%	28.19%
其他非流动资产	4141.56	4078.57	4015.58	3952.59	净利率	5.81%	6.03%	5.97%	6.00%
<b>资产总计</b>	<b>16179.09</b>	<b>16523.56</b>	<b>18864.90</b>	<b>21609.64</b>	ROE	13.46%	14.22%	14.59%	15.20%
短期借款	402.57	0.00	0.00	0.00	ROA	6.26%	7.34%	7.51%	7.81%
应付和预收款项	4963.00	5718.77	6795.89	8025.95	ROIC	33.49%	34.43%	35.42%	36.92%
长期借款	1.80	1.80	1.80	1.80	EBITDA/销售收入	9.23%	8.29%	8.09%	8.03%
其他负债	3284.14	2270.18	2359.59	2468.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8651.51</b>	<b>7990.75</b>	<b>9157.28</b>	<b>10495.76</b>	总资产周转率	1.14	1.23	1.34	1.39
股本	596.02	596.02	596.02	596.02	固定资产周转率	19.93	22.24	25.22	28.87
资本公积	2146.94	2146.94	2146.94	2146.94	应收账款周转率	11.25	10.91	11.08	11.08
留存收益	4699.67	5707.52	6878.17	8279.45	存货周转率	3.32	3.51	3.55	3.55
归属母公司股东权益	7426.15	8427.80	9598.45	10999.73	销售商品提供劳务收到现金营业收入	95.15%	—	—	—
少数股东权益	101.44	105.01	109.18	114.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7527.58</b>	<b>8532.81</b>	<b>9707.63</b>	<b>11113.88</b>	资产负债率	53.47%	48.36%	48.54%	48.57%
负债和股东权益合计	16179.09	16523.56	18864.90	21609.64	带息债务/总负债	4.67%	0.02%	0.02%	0.02%
					流动比率	1.38	1.58	1.65	1.71
					速动比率	0.88	0.94	1.02	1.08
					股利支付率	17.71%	16.70%	17.13%	16.78%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1608.35	1668.19	1921.39	2257.13	每股收益	1.69	2.03	2.37	2.83
PE	18.82	15.72	13.46	11.29	每股净资产	12.46	14.14	16.10	18.46
PB	2.56	2.26	1.98	1.73	每股经营现金	4.19	2.18	2.55	2.93
PS	1.09	0.95	0.80	0.68	每股股利	0.30	0.34	0.41	0.47
EV/EBITDA	8.21	7.37	5.83	4.39					
股息率	0.94%	1.06%	1.27%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn