

公司研究

Q1 业绩低于预期，受疫情和业务结构调整拖累

——一心堂（002727.SZ）2022年一季报点评

要点

事件：公司发布2022年一季报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为39.95/1.79/1.64亿元，同比+16.53%/-31.17%/-34.81%；经营性净现金流1.32亿元，同比-48.48%；EPS0.30元。业绩低于市场预期。

点评：

本草堂并表增厚营收，疫情管控趋严拖累利润。22Q1营收稳健增长，净利润大幅下滑，主要在于2021年7月公司通过全资子公司一心堂药业（四川）有限公司间接取得四川本草堂药业有限公司56%的控股权，本草堂以加盟和分销业务为主，拥有近10亿资产，2021H2实现营收和净利润分别为10.45亿元和980.01万元，显著增厚营收。此外，22Q1公司因疫情防控涉及到阶段性停业的门店近500家，多个边境城的1000多家门店长期处于疫情管控下，对人流和经营品种均有严格限制，部分员工阶段性隔离，零售业务承压。22Q1现金流大幅下滑，主要在于上海疫情导致公司零售业务中商业保险支付对账及清收工作短期受阻。

业务结构调整致毛利率下降，费用管控合理。22Q1公司销售毛利率为33.76%，同比下降3.25pp；净利润率为4.38%，同比下降3.20pp。毛利率大幅下降主要源于业务结构调整，2021年7月1日本草堂的并表使得2021H2公司的零售和批发业务占比从2021H1的89.7%/7.9%分别调整为80.4%/17.7%。较高毛利率的零售业务占比大幅下降，导致公司整体毛利率下行。截至2022Q1，存货和应收账款分别较上年同期增加8.6/7.1亿元至32.69/18.40亿元。费用率方面，2022Q1公司期间费用率为28.59%，同比上升0.29pp，费用控制较为平稳。

2022年加速省外扩张，川渝地区突破在即。截至2022Q1公司门店总数为8809家，较2022年初净增249家，其中新开业门店298家，搬迁38家，关闭11家，拓店进度受疫情影响有所放缓。公司坚持全面立体化纵深布局战略，持续推进市县下沉。2022年开店计划中70%在云南省以外，30%在云南省以内，加盟门店也在少量推进中。2022Q1四川、重庆和广西门店较2022年初分别增加41/12/39家至1141/319/874家。公司持续巩固云南省内优势，重点深耕川渝地区，推进门店加密和管理优化，有望跃升为当地龙头药房。

盈利预测、估值与评级：公司为西南地区连锁药店龙头，业绩有望稳健增长。考虑到疫情多点散发致门店经营承压，同时今年省外扩张加速，新开门店盈利周期拉长，我们下调22-24年EPS预测为1.76/1.93/2.16元（较上次预测分别下调2.8%/9.0%/12.6%），当前股价对应PE为12/10/9倍。下调为“增持”评级。

风险提示：疫情管控超预期；省外经营低于预期；药店集采力度超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,656	14,587	17,227	21,242	25,512
营业收入增长率	20.78%	15.26%	18.09%	23.31%	20.10%
净利润（百万元）	790	922	1,047	1,153	1,288
净利润增长率	30.81%	16.66%	13.57%	10.18%	11.67%
EPS（元）	1.33	1.55	1.76	1.93	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.70%	14.01%	14.06%	13.75%	13.64%
P/E	15	13	12	10	9
P/B	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-29

增持（下调）

当前价：20.30元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.96
总市值(亿元)	121.02
一年最低/最高(元)	17.94/40.89
近3月换手率	97.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.60	-20.28	-28.74
绝对	-8.74	-32.55	-48.58

资料来源：Wind

相关研报

加速川渝门店布局，多元创新经营业态——一心堂（002727.SZ）2021年年报点评（2022-03-30）
持续深耕西南区域，多元化经营行稳致远——一心堂（002727.SZ）2021年三季报点评（2021-11-01）

门店扩张提速重视电商发展，中药全产业链布局盈利能力增强——一心堂（002727.SZ）2021年半年报点评（2021-08-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,656	14,587	17,227	21,242	25,512
营业成本	8,123	9,197	11,224	14,119	17,101
折旧和摊销	80	98	94	117	144
税金及附加	32	39	47	57	69
销售费用	3,052	3,701	4,353	5,262	6,294
管理费用	506	399	455	540	648
研发费用	1	5	3	0	0
财务费用	4	101	-3	-11	-20
投资收益	34	14	25	28	30
营业利润	918	1,068	1,237	1,364	1,524
利润总额	957	1,097	1,260	1,388	1,550
所得税	168	179	214	236	264
净利润	789	917	1,046	1,152	1,287
少数股东损益	-1	-4	-1	-1	-1
归属母公司净利润	790	922	1,047	1,153	1,288
EPS(元)	1.33	1.55	1.76	1.93	2.16

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,033	1,792	1,504	1,436	1,600
净利润	790	922	1,047	1,153	1,288
折旧摊销	80	98	94	117	144
净营运资金增加	583	-951	43	293	311
其他	-420	1,723	320	-127	-143
投资活动产生现金流	-925	132	-53	-393	-450
净资本支出	-277	-387	-370	-420	-480
长期投资变化	84	107	0	0	0
其他资产变化	-732	412	317	28	30
融资活动现金流	-48	-1,305	-1,311	-190	-199
股本变化	28	1	0	0	0
债务净变化	-423	1,119	-1,137	1	3
无息负债变化	604	2,998	446	1,512	1,666
净现金流	60	618	140	854	951

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	35.8%	37.0%	34.8%	33.5%	33.0%
EBITDA 率	10.3%	11.3%	7.5%	6.8%	6.4%
EBIT 率	8.4%	9.7%	7.0%	6.3%	5.8%
税前净利润率	7.6%	7.5%	7.3%	6.5%	6.1%
归母净利润率	6.2%	6.3%	6.1%	5.4%	5.0%
ROA	8.5%	6.4%	7.2%	6.8%	6.5%
ROE (摊薄)	13.7%	14.0%	14.1%	13.7%	13.6%
经营性 ROIC	15.2%	16.8%	13.6%	13.9%	14.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	53%	48%	50%	52%
流动比率	1.90	1.31	1.48	1.46	1.46
速动比率	1.28	0.74	0.85	0.85	0.86
归母权益/有息债务	96.00	5.58	176.88	194.69	204.96
有形资产/有息债务	125.63	10.34	294.86	343.39	378.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,328	14,337	14,511	16,966	19,692
货币资金	1,624	2,235	2,376	3,229	4,181
交易性金融资产	0	297	0	0	0
应收账款	812	1,350	1,027	1,161	1,395
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	150	207	207	255	306
存货	2,194	3,317	3,253	4,091	4,955
其他流动资产	1,512	91	144	225	310
流动资产合计	6,718	7,692	7,680	9,809	12,173
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	84	107	107	107	107
固定资产	675	864	971	1,109	1,277
在建工程	15	25	115	197	277
无形资产	123	123	170	216	261
商誉	1,102	1,380	1,380	1,380	1,380
其他非流动资产	31	3,457	3,462	3,462	3,462
非流动资产合计	2,610	6,645	6,831	7,158	7,519
总负债	3,548	7,665	6,974	8,487	10,155
短期借款	60	128	0	0	0
应付账款	1,799	2,334	2,469	3,106	3,762
应付票据	1,077	1,472	1,459	1,835	2,223
预收账款	7	9	138	170	204
其他流动负债	1	3	399	720	1,147
流动负债合计	3,532	5,884	5,191	6,696	8,356
长期借款	0	35	35	35	35
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	1,742	1,748	1,756	1,764
非流动负债合计	16	1,781	1,783	1,791	1,799
股东权益	5,780	6,673	7,537	8,480	9,536
股本	595	596	596	596	596
公积金	2,389	2,521	2,521	2,521	2,521
未分配利润	2,834	3,504	4,372	5,316	6,373
归属母公司权益	5,765	6,578	7,443	8,387	9,444
少数股东权益	15	95	94	93	92

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	24.11%	25.37%	25.27%	24.77%	24.67%
管理费用率	4.00%	2.74%	2.64%	2.54%	2.54%
财务费用率	0.03%	0.69%	-0.01%	-0.05%	-0.08%
研发费用率	0.01%	0.04%	0.02%	0.00%	0.00%
所得税率	18%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.30	0.35	0.39	0.43
每股经营现金流	1.74	3.01	2.52	2.41	2.68
每股净资产	9.68	11.03	12.48	14.07	15.84
每股销售收入	21.26	24.47	28.89	35.63	42.79

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	15	13	12	10	9
PB	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.6	8.4	9.3	8.1	7.0
股息率	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE