

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

一心堂(002727)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

**2023 年业绩短期承压，省外扩张&新业务布局可圈可点**

2024 年 05 月 05 日

**事件:**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报,2023 年实现营业收入 173.8 亿元 (yoy-0.29%), 实现归母净利润 5.49 亿元 (yoy-45.6%), 扣非归母净利润 7.33 亿元 (yoy-25.94%)。2024 年一季度实现营业收入 51 亿元 (yoy+14.96%), 归母净利润 2.42 亿元(yoy+1.03%), 扣非归母净利润 2.46 亿元 (yoy+2.14%)。

**点评:**

- **“医保个人账户改革+门诊统筹集客红利未呈现+税收及滞纳金”短期因素致 2023 年业绩承压。**①2023 年公司创收 173.8 亿元, 同比略有下降, 我们认为 2023 年收入同比承压一方面系 2022Q4 存在高基数, 另一方面系医保个人账户改革致使个人医保收入减少, 叠加云南省门诊统筹政策集客红利暂未呈现。②2023 年公司扣非归母净利润同比下降约 26%, 主要系公司毛利率下降而期间费用率上升。2023 年公司毛利率同比下降 2.05 个百分点 (2023 年毛利率为 33%), 而期间费用率提升 0.74 个百分点 (2023 年公司期间费用率约 27.24%)。③2023 年归母净利润下降幅度大于扣非归母净利润, 主要系税收及税收滞纳金一次性影响 (2023 年影响金额约 2.4 亿元)。由于公司接受所在地主管税务机关对 2020-2022 年纳税情况税收辅导, 房租费由总部统一签订合同按视同销售的有关规定等计算缴纳增值税及附加税, 并自税款滞纳金之日起, 按日加收万分之五的滞纳金。后续公司通过修改业务流程, 总部与独立纳税门店签租赁合同, 并由独立纳税门店直接取得房租费发票等方式, 可避免上述税款及滞纳金的发生, 因此公司将该项目认定为一次性偶然事件产生的损益。
- **2024Q1 门店净增 491 家, 2024 年有望迎来门店快速扩张。**①2024Q1 公司营业收入同比增长约 15%, 环比 2023Q4 增长约 12%, 营收增速表现较为亮眼。我们认为这主要系公司门店扩张速度加快, 2024Q1 公司门店较 2023 年末净增约 491 家(2023 年公司门店净增 1049 家), 若按照此扩张速度线性推算, 则全年有望净增近 2000 家门店。②2024Q1 公司归母净利润同比增长约 1%, 归母净利润增速慢于营业收入增速, 主要系 2024Q1 公司净利率下降 0.65 个百分点 (2024Q1 净利率约 4.83%)。一方面 2024Q1 公司毛利率下降约 3.16 个百分点 (2024Q1 毛利率约 30.36%), 另一方面公司持续优化费用结构, 2024Q1 期间费用率同比下降 2.3 个百分点 (2024Q1 期间费用率约 23.91%), 从而弱化毛利率下降对净利率的影响。
- **省外门店扩张&新业务布局均可圈可点:**①公司持续推动省外门店的布局, 2023 年末公司门店总数达 10255 家, 其中云南省门店占比为 52.63%, 而云南省外门店占比为 47.37% (同比提升 4.12 个百分点)。2024Q1 公司门店总数达 10746 家, 其中云南省门店占比为 50.76%, 云南省外门店占比为 49.24% (较 2023 年末提升 1.87 个百分点)。我

他们认为，省外门店占比的提升有助于公司铸造第二成长曲线，同时降低单区域布局存在的风险。②公司注重消费者多元化医疗健康服务的需求，因而公司立足传统品类（药品、中药、保健品、医疗器械），积极拓展多元化品类。2022 年开通彩票销售业务（2023 年一心堂彩票销售流水 7698 万元，其中一心便利 852 万元，为门店带来新的客流增长）。2023 年公司成立大健康事业部，专项打造顾客在疾病之外的健康需求（护肤、彩妆、清洁、功能食品、休闲零食等）。2023 年公司泛健康品类实现销售 3.7 亿元，其中美妆品类占比 60%，个护占 23.5%，食品、奶粉、日化占 27.5%。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 204.53 亿元、240.51 亿元、280.5 亿元，同比增速分别为 18%、18%、17%，实现归母净利润分别为 9.23 亿元、11.01 亿元、13.09 亿元，同比分别增长 68%、19%、19%，对应当前股价 PE 分别为 14 倍、11 倍、10 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、门诊统筹政策集客红利持续不及预期、门店扩张不及预期、并购整合不顺利、商誉减值风险、税收政策变动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	17,432	17,380	20,453	24,051	28,050
增长率 YoY %	19.5%	-0.3%	17.7%	17.6%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,010	549	923	1,101	1,309
增长率 YoY%	9.6%	-45.6%	67.9%	19.3%	18.9%
毛利率%	35.0%	33.0%	32.9%	32.8%	32.7%
净资产收益率ROE%	13.6%	7.1%	10.6%	11.3%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	1.69	0.92	1.55	1.85	2.20
市盈率 P/E(倍)	12.44	22.87	13.62	11.42	9.60
市净率 P/B(倍)	1.69	1.62	1.45	1.29	1.13

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价



## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。