

公司研究

省外扩张成效显著，新零售高速增长

——一心堂（002727.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：1) 公司发布 2024 年报，实现营业收入 180.00 亿元，同比+3.57%；归母净利润 1.14 亿元，同比-79.23%；扣非归母净利润 2.50 亿元，同比-65.83%；经营性净现金流 17.21 亿元，同比-18.66%；EPS（基本）0.19 元。

2) 公司发布 2025 年一季报，实现营业收入 47.67 亿元，同比-6.53%；归母净利润 1.60 亿元，同比-33.83%；扣非归母净利润 1.57 亿元，同比-36.27%；经营性净现金流 4.90 亿元，同比-6.01%；EPS（基本）0.27 元。

点评：

费用率与毛利率波动，短期业绩承压：2024Q1~2025Q1，公司单季度营业收入分别为 51.00/42.06/42.84/44.11/47.67 亿元，同比+14.96%/-0.81%/+3.55%/-3.43%/-6.53%；归母净利润 2.42/0.40/0.11/-1.78/1.60 亿元，同比+1.03%/-84.92%/-94.16%/亏损扩大/-33.83%。公司 2024 年业绩承压，主要原因包括：1) 费用有所攀升：销售费用率同比提升 1.75 个百分点至 26.11%，管理费用率同比上升 0.13 个百分点至 2.59%；2) 毛利率承压：整体毛利率 31.79%，同比下降 1.21 个百分点，其中药品零售毛利率 37.02%，同比下滑 0.95 个百分点。受限于消费环境和阶段性扩张的影响，公司短期业绩有所承压。

立稳云南发展川渝，新零售高速增长，泛健康品类发力：截至 2024 年底，公司直营门店达 11498 家，同比净增 1243 家，省外门店占比首次突破 50%至 51.51%，在立稳云南市场的同时，重点发展川渝地区门店，以快速形成规模优势。尽管新店爬坡期拖累短期利润，但省外市场的增量空间为长期增长奠定基础。新零售板块收入同比增长 47.6%，其中 O2O 即时零售渠道贡献率达 78.2%，依托超万家门店的即时履约能力，在“急用药”“隐私用药”等场景形成差异化优势。与 2023 年相比，泛健康品类销售同比增长 29.3%，增长势头迅猛。其中，功能食品增长 120%，反映出消费者对具有特定健康功效食品的需求不断攀升；个护品类增长 28.7%，表明消费者对个人护理品质和多样化的追求持续提升。

盈利预测、估值与评级：下调 2025~2026 年归母净利润预测为 5.65/6.59 亿元（原预测为 11.90/13.86 亿元，分别下调 53%/52%），新增预测 2027 年归母净利润 7.59 亿元，同比+394.77%/16.63%/15.30%，现价对应 PE 分别为 15/13/11 倍。考虑到公司省外扩张和业务转型卓有成效，长期受益于老龄化和集中度提升，维持“增持”评级。

风险提示：新店爬坡期业绩波动；新业态增长低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,380	18,000	19,408	21,339	23,487
营业收入增长率	-0.29%	3.57%	7.82%	9.95%	10.07%
归母净利润（百万元）	549	114	565	659	759
归母净利润增长率	-45.60%	-79.23%	394.77%	16.63%	15.30%
EPS（元）	0.92	0.19	0.96	1.12	1.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.09%	1.52%	7.17%	7.84%	8.43%
P/E	15	73	15	13	11
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30（注：2023 年底总股本为 5.96 亿股，2024 年因回购导致总股本变动为 5.86 亿股）

增持（维持）

当前价：14.19 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

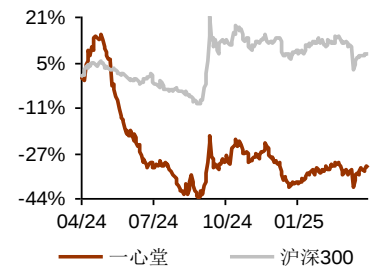
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.86
总市值(亿元):	83.10
一年最低/最高(元):	10.84/22.78
近 3 月换手率:	70.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.75	15.27	-36.86
绝对	8.82	14.62	-33.78

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,380	18,000	19,408	21,339	23,487
营业成本	11,646	12,278	13,264	14,591	16,066
折旧和摊销	125	120	148	155	163
税金及附加	79	70	75	83	91
销售费用	4,235	4,699	4,910	5,250	5,731
管理费用	428	466	556	611	672
研发费用	10	10	8	9	10
财务费用	62	104	56	80	88
投资收益	9	-3	-4	-4	-4
营业利润	786	278	672	784	903
利润总额	703	207	675	788	909
所得税	142	97	115	134	154
净利润	560	110	560	654	754
少数股东损益	11	-4	-4	-5	-5
归属母公司净利润	549	114	565	659	759
EPS (元)	0.92	0.19	0.96	1.12	1.30

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,115	1,721	659	785	889
净利润	549	114	565	659	759
折旧摊销	125	120	148	155	163
净营运资金增加	55	-146	461	590	657
其他	1,387	1,632	-515	-619	-690
投资活动产生现金流	-539	-1,607	-314	-336	-333
净资本支出	-230	-254	-234	-260	-260
长期投资变化	93	83	0	0	0
其他资产变化	-402	-1,435	-80	-76	-73
融资活动现金流	-1,449	-1,647	1,089	34	-19
股本变化	0	-10	0	0	0
债务净变化	109	54	1,321	248	226
无息负债变化	10	353	279	499	567
净现金流	127	-1,533	1,434	483	537

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.0%	31.8%	31.7%	31.6%	31.6%
EBITDA 率	8.7%	5.8%	4.2%	4.8%	5.0%
EBIT 率	7.0%	4.1%	3.4%	4.1%	4.3%
税前净利润率	4.0%	1.2%	3.5%	3.7%	3.9%
归母净利润率	3.2%	0.6%	2.9%	3.1%	3.2%
ROA	3.4%	0.7%	3.0%	3.3%	3.5%
ROE (摊薄)	7.1%	1.5%	7.2%	7.8%	8.4%
经营性 ROIC	9.9%	3.9%	5.2%	6.3%	6.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	55%	57%	57%	57%
流动比率	1.37	1.27	1.25	1.26	1.28
速动比率	0.84	0.74	0.79	0.80	0.81
归母权益/有息债务	5.36	4.99	2.79	2.74	2.73
有形资产/有息债务	9.73	9.22	5.61	5.57	5.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	16,647	16,830	18,815	20,082	21,472
货币资金	3,676	3,418	4,852	5,335	5,872
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,437	1,429	1,625	1,787	1,967
应收票据	108	156	58	64	70
其他应收款 (合计)	284	290	293	322	354
存货	3,853	4,088	4,230	4,659	5,137
其他流动资产	164	198	212	231	253
流动资产合计	9,893	9,712	11,611	12,773	14,066
其他权益工具	0	4	4	4	4
长期股权投资	93	83	83	83	83
固定资产	963	945	1,019	1,102	1,189
在建工程	10	36	102	151	189
无形资产	178	197	203	209	214
商誉	1,650	1,983	1,983	1,983	1,983
其他非流动资产	61	9	9	9	9
非流动资产合计	6,754	7,119	7,204	7,309	7,407
总负债	8,770	9,177	10,777	11,525	12,317
短期借款	469	496	1,849	2,098	2,324
应付账款	2,560	2,800	3,066	3,373	3,714
应付票据	1,779	2,116	2,036	2,240	2,466
预收账款	13	9	12	13	14
其他流动负债	140	187	187	187	187
流动负债合计	7,200	7,631	9,308	10,128	10,989
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	12	12	12	12
非流动负债合计	1,571	1,546	1,470	1,397	1,328
股东权益	7,877	7,653	8,038	8,558	9,155
股本	596	586	586	586	586
公积金	2,508	2,383	2,383	2,383	2,383
未分配利润	4,646	4,522	4,911	5,435	6,038
归属母公司权益	7,746	7,491	7,880	8,404	9,007
少数股东权益	131	162	158	153	148

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.36%	26.11%	25.30%	24.60%	24.40%
管理费用率	2.46%	2.59%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用率	0.36%	0.58%	0.29%	0.37%	0.37%
研发费用率	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税率	20%	47%	17%	17%	17%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.30	0.23	0.27	0.31
每股经营现金流	3.55	2.94	1.13	1.34	1.52
每股净资产	13.00	12.79	13.46	14.35	15.38
每股销售收入	29.16	30.74	33.14	36.44	40.11

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	73	15	13	11
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.0	12.9	13.9	11.2	10.1
股息率	2.8%	2.1%	1.6%	1.9%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP