

# 门店结构持续优化， 全年业绩有望加速恢复

## 核心观点

4月27日，公司发布2024年年度业绩报告，实现营业收入180亿元，同比增长3.57%，实现归母净利润1.14亿元，同比下降79.23%，实现扣非后归母净利润2.50亿元，同比下降65.83%，实现基本每股收益0.19元，业绩低于我们此前报告预期，但符合业绩快报预期。展望2025年，公司门店规模仍将稳步扩大，专业化服务能力持续提升，叠加公司持续推进门店多元化经营，同时考虑到部分一过性因素逐步消退以及业绩基数较低，公司业绩有望加速恢复。

## 事件

### 公司发布2024年年度业绩报告，业绩低于我们此前报告预期

4月27日，公司发布2024年年度报告及25Q1业绩报告。2024年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为180亿元、1.14亿元、2.50亿元，分别同比变化3.57%、-79.23%及-65.83%。25Q1，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为47.67亿元、1.60亿元、1.57亿元，分别同比下降6.53%、33.83%及36.27%，年报业绩低于我们此前报告预期，但符合业绩快报预期，一季报业绩符合我们预期。

一心堂计划以2024年度权益分派方案实施时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利3元。

## 简评

### 重要财务指标

|           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 17380 | 18000 | 19834 | 21889 | 24172 |
| YOY(%)    | -0.3  | 3.6   | 10.2  | 10.4  | 10.4  |
| 净利润(百万元)  | 549   | 114   | 601   | 691   | 796   |
| YOY(%)    | -45.6 | -79.2 | 426.7 | 15.0  | 15.1  |
| 毛利率(%)    | 33.0  | 31.8  | 32.5  | 32.5  | 32.6  |
| 净利率(%)    | 3.2   | 0.6   | 3.0   | 3.1   | 3.3   |
| ROE(%)    | 7.1   | 1.5   | 7.6   | 8.1   | 8.7   |
| EPS(摊薄/元) | 0.94  | 0.19  | 1.03  | 1.18  | 1.36  |
| P/E(倍)    | 14.2  | 68.5  | 13.0  | 11.3  | 9.8   |
| P/B(倍)    | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 一心堂(002727.SZ)

### 维持

### 买入

#### 贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

#### 刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

发布日期：2025年5月8日

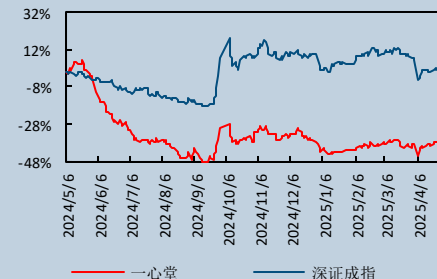
当前股价：14.19元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

| 1个月          | 3个月         | 12个月          |
|--------------|-------------|---------------|
| 10.09/12.24  | 13.88/13.01 | -31.98/-37.31 |
| 12月最高/最低价(元) |             | 23.07/11.09   |
| 总股本(万股)      |             | 58,560.41     |
| 流通A股(万股)     |             | 39,731.24     |
| 总市值(亿元)      |             | 83.10         |
| 流通市值(亿元)     |             | 56.38         |
| 近3月日均成交量(万)  |             | 691.62        |
| 主要股东         |             |               |
| 阮鸿献          |             | 31.12%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

### 费用刚性支出影响较大，期待后续环比改善

2024 年，公司收入同比增长 3.57%，其中药品零售板块收入同比增长 2.46%，药品批发板块收入同比增长 4.78%。归母净利润同比减少 79.23%，扣非归母净利润同比减少 65.83%，慢于收入增长，主要由于：1）受消费力等因素影响，部分高毛利率产品销售占比下降，整体毛利率下降 1.21 个百分点；2）收入增长放缓，但门店扩张导致费用端刚性支出增加，销售费用率增加 1.75 个百分点为 26.11%；3）补税及税收滞纳金影响净利润 1.75 亿元。

2025 年第一季度，公司实现营业收入 47.67 亿元，同比下降 6.53%，主要由于：1）单一季度迁址、关店合计 171 家，门店数量净减少 47 家，影响公司收入增长；2）预计下游药店持续整合，公司药品批发业务增速放缓。25Q1，公司实现归母净利润 1.60 亿元，同比下降 33.83%，实现扣非归母净利润 1.57 亿元，同比下降 36.27%，主要由于收入增速放缓，费用端刚性支出，期间费用率同比增加 3.08 个百分点，但公司持续优化产品结构，毛利率提升 1.48 个百分点。

### 门店结构持续优化，川渝市场占比提升

2024 年，公司门店净增加 1243 家为 11498 家，其中云南省、川渝地区及其他地区门店数分别为 5575 家、2584 家及 3339 家，门店数量占比分别为 48.49%、22.47%及 29.04%。从增量门店来看，2024 年全年，云南省、川渝地区及其他地区净增门店分别为 178 家、511 家及 554 家，新增门店占比分别为 14.3%、41.1%及 44.6%，省外门店扩张进一步加速。2025 年第一季度，公司门店净减少 47 家为 11451 家，门店结构持续优化，其中川渝地区门店占比进一步提升至 22.50%。我们认为，公司门店结构优化稳步落地，现阶段布局较为合理，且中长期来看，公司仍将加速扩大川渝地区门店规模，地区渗透率及规模效应有望持续提升，盈利能力有望稳步向好，进而持续贡献额外业绩增量。

表 1：一心堂门店扩张梳理

| 省份      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024  | 2025Q1 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|--------|
| 云南      | 1503 | 1842 | 2039 | 2513 | 2777 | 3201 | 3559 | 3820 | 4284 | 4939 | 5224 | 5397  | 5575  | 5561   |
| 门店环比净增加 | 303  | 339  | 197  | 474  | 264  | 424  | 358  | 261  | 464  | 655  | 285  | 173   | 178   | -14    |
| 川渝      | 133  | 162  | 183  | 256  | 425  | 736  | 871  | 949  | 1154 | 1407 | 1608 | 2073  | 2584  | 2577   |
| 门店环比净增加 | 42   | 29   | 21   | 73   | 169  | 311  | 135  | 78   | 205  | 253  | 201  | 465   | 511   | -7     |
| 广西      | 167  | 251  | 254  | 284  | 334  | 515  | 544  | 590  | 686  | 835  | 864  | 959   | 1029  | 1022   |
| 门店环比净增加 | 16   | 84   | 3    | 30   | 50   | 181  | 29   | 46   | 96   | 149  | 29   | 95    | 70    | -7     |
| 山西      | 30   | 44   | 44   | 122  | 209  | 228  | 324  | 363  | 426  | 580  | 634  | 738   | 771   | 754    |
| 门店环比净增加 | -1   | 14   | 0    | 78   | 87   | 19   | 96   | 39   | 63   | 154  | 54   | 104   | 33    | -17    |
| 海南      | -    | -    | -    | 152  | 158  | 188  | 225  | 252  | 302  | 353  | 389  | 414   | 541   | 547    |
| 门店环比净增加 | -    | -    | -    | 152  | 6    | 30   | 37   | 27   | 50   | 51   | 36   | 25    | 127   | 6      |
| 贵州      | 39   | 90   | 93   | 149  | 153  | 174  | 206  | 242  | 315  | 394  | 429  | 539   | 600   | 594    |
| 门店环比净增加 | 7    | 51   | 3    | 56   | 4    | 21   | 32   | 36   | 73   | 79   | 35   | 110   | 61    | -6     |
| 其他省市    | 0    | 0    | 10   | 20   | 29   | 24   | 29   | 33   | 38   | 52   | 58   | 135   | 398   | 396    |
| 门店环比净增加 | 0    | 0    | 10   | 10   | 9    | -5   | 5    | 4    | 5    | 14   | 6    | 77    | 263   | -2     |
| 合计      | 1872 | 2389 | 2623 | 3496 | 4085 | 5066 | 5758 | 6249 | 7205 | 8560 | 9206 | 10255 | 11498 | 11451  |
| 门店环比净增加 | 367  | 517  | 234  | 873  | 589  | 981  | 692  | 491  | 956  | 1355 | 646  | 1049  | 1243  | -47    |

表 1：一心堂门店扩张梳理

| 省份       | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024   | 2025Q1 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 云南门店占比   | 80.3% | 77.1% | 77.7% | 71.9% | 68.0% | 63.2% | 61.8% | 61.1% | 59.5% | 57.7% | 56.8% | 52.6% | 48.49% | 48.56% |
| 川渝门店占比   | 4.4%  | 6.1%  | 7.1%  | 6.8%  | 7.0%  | 7.3%  | 10.4% | 14.5% | 15.1% | 15.2% | 16.0% | 17.5% | 22.47% | 22.50% |
| 合计省外门店占比 | 20.3% | 19.7% | 22.9% | 22.3% | 28.1% | 32.0% | 36.8% | 38.2% | 38.9% | 40.5% | 42.3% | 43.3% | 29.04% | 28.93% |

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 积极提升会员粘性，多元业务加速布局

1) 线上业务加速布局。2024 年，公司新零售板块实现同比增长 47.6%，其中 O2O 即时零售渠道贡献率达 78.2%，公司新零售业务精准聚焦消费者“急用药”与“隐私用药”的服务场景需求，同步拓展即时零售渠道非药类大健康商品线，构建“健康需求响应+生活品质升级”双维服务体系，后续有望贡献更多增量。

2) 泛健康业务加速发展。2024 年，公司泛健康品类同比增长 29.3%，表现较好。其中，美妆品类占比 55.6%，现已成为泛健康业务的销售主力军；个护涵盖口腔护理、身体护理、头发护理等多个细分领域，满足消费者日常个人清洁与护理需求，24 年收入同比增长 28.7%，占泛健康品类的 23.1%；健康食品及母婴用品聚焦注重健康饮食及母婴健康的消费者人群，24 年合计占泛健康品类的 21.3%。

3) 试点医养业务，打造更多增长极。2024 年，公司以昆明为城市试点，开展医康养业务，扩大一心医养品牌影响力，将昆明金鼎山医养中心逐步打造成专科养老，以失能、失智、临终关怀三个版块来发展。公司医养业务目前已形成了由昆明金鼎老年病医院为依托，金鼎山养老院为中心，初步形成机构养老、社区养老、居家养老三级医养融合模式，后续有望实现业务拓展及盈利。

4) 中药板块稳健贡献。2024 年，公司生产中药饮片 500 余个品种，中药配方颗粒 400 余个品种，大健康食品上百个，后续公司将搭建从种植到消费者，从线上到线下，全产业链的平台。

5) 聚焦拓展慢病人群。2024 年，公司积极推进慢病管理业务落地，为顾客提供个性化的健康咨询、疾病预防、诊疗康复等一站式服务，持续提升消费者粘性。截至 2024 年 12 月 31 日，公司合计拥有有效会员人数达到 5800 万人，会员消费占比稳步提升。

我们认为，公司持续优化品类及业务结构，有望吸引多元化消费者群体、提升客户粘性，进而实现门店业绩长期稳健增长。

## 门诊统筹有望边际向好，期待多元化品类带来更多贡献

展望 2025 年，我们认为，随着行业合规程度逐步提升，药店行业或将加速出清，部分中小药店或将加速淘汰，市场集中度或将进一步提升。云南省门诊统筹政策或将于 11 月加速落地，统筹门店纳入速度或将加快，公司在核心布局地区具备明显的软硬件及品类优势，有望在处方逐步放开的基础上率先享受政策红利。同时，公司仍在尝试多业态经营，新零售业务、泛健康品类及医养业务均有望贡献额外增量，加速单店增长。此外，考虑到公司 24 年受一些一次性因素影响，业绩基数较低，25 年业绩有望加速恢复。

### 结构调整影响毛利率，其余指标基本正常

2024 年，公司综合毛利率为 31.79%，同比减少 1.21 个百分点，主要由于业务结构调整，低毛利率业务增速较快且部分高毛利品种销售减少；销售费用率为 26.11%，同比增加 1.75 个百分点，主要由于收入增速放缓，费用刚性支出；管理费用率为 2.59%，同比增加 0.13 个百分点，基本保持稳定；财务费用率为 0.58%，同比增加 0.13 个百分点，主要由于协定存款利率进一步下降。经营活动产生的现金流量净额同比下降 18.66%，基本保持稳定。存货周转天数为 116.41 天，同比增加 4.5 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 28.66 天，同比减少 4.11 天，主要由于上年同期基数较高；应付账款周转天数为 78.58 天，同比减少 1.69 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司综合毛利率为 31.84%，同比增加 1.48 个百分点，主要由于部分高毛利品种销售增加；销售费用率为 23.98%，同比增加 2.57 个百分点，主要由于收入增速放缓，费用刚性支出；管理费用率为 2.33%，同比增加 0.25 个百分点，主要由于费用刚性支出；财务费用率为 0.62%，同比增加 0.26 个百分点，主要由于协定存款利率进一步下降。经营活动产生的现金流量净额同比下降 6.01%，基本保持稳定。存货周转天数为 111.22 天，同比增加 12.14 天，主要由于备货需求增加；应收账款周转天数为 30.21 天，同比增加 0.20 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 82.68 天，同比增加 5.14 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 198.34 亿元、218.89 亿元和 241.72 亿元，分别同比增长 10.2%、10.4%和 10.4%，归母净利润分别为 6.01 亿元、6.91 亿元和 7.96 亿元，分别同比增长 426.7%、15.0%和 15.1%，折合 EPS 分别为 1.03 元/股、1.18 元/股和 1.36 元/股，分别对应估值 13.0X、11.3X 和 9.8X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 医保政策趋严：倘若医保政策趋严，控费要求较高，药品价格整体有可能进一步下降，公司的利润空间可能面临较大的压力；2) 门店扩张进度低于预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期收入增长存在不利影响；3) 门店盈利能力下降：倘若公司后期精细化管理落实不到位，或将降低门店盈利能力，对公司长期利润空间存在不利影响；4) 处方外流进度低于预期：倘若处方外流进度不及预期，门店端处方外流带来的业务增量会有所减少，影响业绩释放。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话：（8610）56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621）6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼  
电话：（86755）8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852）3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk