

业绩承压，推进多元化改革

——一心堂 2025 年中报点评

核心观点

- 门店总数小幅下降，业绩承压。**25H1 公司实现收入 89.1 亿元，同比-4.2%，其中零售业务实现收入 65.2 亿元（同比-2.9%），小幅下降；批发业务实现收入 21.1 亿元（同比-9.2%），降幅较大，系主动性业务调整所致。25H1，公司实现归母净利润 2.5 亿元，同比-11.4%，系受 2023-2024 年税务辅导及当前经营环境影响所致。在盈利能力上，25H1 公司毛利率为 32.5%（同比+1.1pct）、净利率为 2.9%（同比-0.3pct），费用因门店增长（较 2024 年初增近 11%）呈刚性（人工、房租为主），短期难降，导致净利率略有下降。截至 25H1，公司门店数量共 11372 家，新开门店 203 家，其中搬迁门店 88 家，关闭门店 241 家，合计净减少门店 126 家。
- 大力推进门店调改，实现客品次和复购率提升。**在政策优化、消费渠道多元化、市场竞争白热化等背景下，公司积极进行门店分类分级改造。2025 年公司计划完成药妆店改造 1000 家，2-3 年内覆盖 70%的门店。截至 25 年 8 月底，调改门店超 400 家。在原有大健康子类基础上，公司创新性引入潮玩品类，搭配 AI 健康检测区，自建数字化系统，实现新品类快速铺货，为顾客提供全新的健康品类选择空间，已实现客品次和复购率的提升。
- 提升专业服务质量，强化新零售业务建设。**在专业药房中，公司大力发展 DTP 和慢病管理，正积极加强系统化升级培训，强化处方药服务能力，承接处方外流和医保统筹支付。而在线上线下协同发展的背景下，公司不断增强新零售运营组织建设，25H1 新零售销售额 7.3 亿元，其中 O2O 销售占比 81.0%。此外，公司在 25 年 5 月成立联营企业一心堂柏安国际有限公司，预计未来将构建起“智能采购-高效物流-数据赋能”的国际化供应链体系，下半年将重点完成 10 种特许产品引进及跨区域分销网络搭建，为 2026 年供应链提升奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 根据 2025 年中报，我们下调毛利率预测和费用率预测，上调减值预测，调整 2025-2027 年每股收益预测分别为 1.00、1.17、1.31（原预测 25-27 年为 1.01、1.28、1.39）元，根据可比公司给予 25 年 17 倍 PE，对应的目标价为 17.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

行业管理政策变化风险；市场竞争加剧风险；门店扩张带来的盈利能力下滑风险；商誉占比过高风险等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,380	18,000	19,512	21,476	23,919
同比增长(%)	-0.3%	3.6%	8.4%	10.1%	11.4%
营业利润(百万元)	786	278	754	907	1,049
同比增长(%)	-36.7%	-64.6%	171.3%	20.2%	15.7%
归属母公司净利润(百万元)	549	114	586	688	767
同比增长(%)	-45.6%	-79.2%	413.1%	17.5%	11.5%
每股收益(元)	0.94	0.19	1.00	1.17	1.31
毛利率(%)	33.0%	31.8%	32.4%	32.6%	32.8%
净利率(%)	3.2%	0.6%	3.0%	3.2%	3.2%
净资产收益率(%)	7.2%	1.5%	7.6%	8.4%	8.8%
市盈率	15.4	74.1	14.4	12.3	11.0
市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	买入
股价（2025年09月25日）	14.13 元
目标价格	17 元
52 周最高价/最低价	19/11.38 元
总股本/流通 A 股（万股）	58,560/39,731
A 股市值（百万元）	8,275
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.33	-5.49	-9.2	19.78
相对表现%	-4.45	-8.27	-25.2	-15.26
沪深 300%	2.12	2.78	16	35.04



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

陆佳晶 执业证书编号：S0860123070065
lujiajing@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

利润短期承压，向省外及县市拓展：—— 2025-05-23
一心堂 24 年报及 25 年一季报点评
利润承压，门店快速扩张：——一心堂 2024-09-08
2024 年半年报点评
门店扩张稳健，强化精细化管理能力 2024-03-21

表 1：可比公司估值表（2025 年 9 月 25 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
益丰药房	603939	24.65	1.26	1.44	1.66	19.55	17.13	14.86
大参林	603233	17.11	0.80	0.98	1.15	21.30	17.46	14.89
国药一致	000028	25.16	1.15	2.31	2.46	21.79	10.87	10.24
老百姓	603883	16.40	0.68	0.91	1.07	24.02	18.08	15.37
同仁堂	600085	34.15	1.11	1.25	1.44	30.69	27.43	23.72
健之佳	605266	20.50	0.83	1.36	1.66	24.73	15.04	12.34
	最大值					30.69	27.43	23.72
	最小值					19.55	10.87	10.24
	平均数					23.68	17.67	15.23
	调整后平均						17	14

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,676	3,418	3,209	3,304	3,530	营业收入	17,380	18,000	19,512	21,476	23,919
应收票据及应收账款	1,555	1,613	1,689	1,955	2,170	营业成本	11,646	12,278	13,196	14,476	16,068
预付账款	152	133	325	285	317	销售费用	4,235	4,699	4,848	5,317	5,865
存货	3,853	4,088	4,206	4,755	5,174	管理费用	428	466	486	533	609
其他	657	460	445	567	617	研发费用	10	10	11	12	13
流动资产合计	9,893	9,712	9,874	10,867	11,808	财务费用	62	104	71	71	70
长期股权投资	93	83	90	90	90	资产、信用减值损失	208	186	161	162	221
固定资产	963	945	1,042	1,154	1,267	公允价值变动收益	(8)	0	(5)	(4)	(3)
在建工程	10	36	113	157	183	投资净收益	9	(3)	30	25	10
无形资产	178	197	209	219	226	其他	(6)	24	(11)	(20)	(30)
其他	5,510	5,858	5,715	5,782	5,936	营业利润	786	278	754	907	1,049
非流动资产合计	6,754	7,119	7,169	7,403	7,702	营业外收入	3	9	10	11	12
资产总计	16,647	16,830	17,042	18,270	19,511	营业外支出	87	80	60	70	80
短期借款	469	496	500	500	500	利润总额	703	207	704	848	981
应付票据及应付账款	4,339	4,916	5,076	5,657	6,205	所得税	142	97	113	153	206
其他	2,392	2,219	1,844	1,912	1,954	净利润	560	110	592	695	775
流动负债合计	7,200	7,631	7,419	8,069	8,659	少数股东损益	11	(4)	6	7	8
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	549	114	586	688	767
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.94	0.19	1.00	1.17	1.31
其他	1,571	1,546	1,591	1,591	1,591						
非流动负债合计	1,571	1,546	1,591	1,591	1,591	主要财务比率					
负债合计	8,770	9,177	9,010	9,660	10,249		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	131	162	168	175	183	成长能力					
股本	596	586	586	586	586	营业收入	-0.3%	3.6%	8.4%	10.1%	11.4%
资本公积	2,139	2,019	2,019	2,019	2,019	营业利润	-36.7%	-64.6%	171.3%	20.2%	15.7%
留存收益	5,011	4,886	5,179	5,750	6,394	归属于母公司净利润	-45.6%	-79.2%	413.1%	17.5%	11.5%
其他	0	0	80	80	80	获利能力					
股东权益合计	7,877	7,653	8,032	8,610	9,261	毛利率	33.0%	31.8%	32.4%	32.6%	32.8%
负债和股东权益总计	16,647	16,830	17,042	18,270	19,511	净利率	3.2%	0.6%	3.0%	3.2%	3.2%
						ROE	7.2%	1.5%	7.6%	8.4%	8.8%
						ROIC	7.4%	2.2%	7.4%	8.2%	8.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	52.7%	54.5%	52.9%	52.9%	52.5%
净利润	560	110	592	695	775	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	272	270	304	323	344	流动比率	1.37	1.27	1.33	1.35	1.36
财务费用	62	104	71	71	70	速动比率	0.83	0.74	0.74	0.72	0.71
投资损失	(9)	3	(30)	(25)	(10)	营运能力					
营运资金变动	181	139	(722)	(374)	(342)	应收账款周转率	11.0	12.6	12.7	12.1	12.0
其它	1,049	1,093	326	166	224	存货周转率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0
经营活动现金流	2,115	1,721	541	856	1,062	总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
资本支出	(202)	(142)	(300)	(300)	(300)	每股指标 (元)					
长期投资	13	11	(4)	0	0	每股收益	0.94	0.19	1.00	1.17	1.31
其他	(350)	(1,476)	(60)	(281)	(345)	每股经营现金流	3.55	2.94	0.92	1.46	1.81
投资活动现金流	(539)	(1,607)	(364)	(581)	(645)	每股净资产	13.23	12.79	13.43	14.40	15.50
债权融资	25	27	(27)	9	3	估值比率					
股权融资	15	(131)	0	0	0	市盈率	15.4	74.1	14.4	12.3	11.0
其他	(1,489)	(1,543)	(359)	(188)	(194)	市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
筹资活动现金流	(1,449)	(1,647)	(386)	(179)	(191)	EV/EBITDA	6.0	10.4	6.0	5.2	4.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.0	17.7	8.2	6.9	6.0
现金净增加额	127	(1,533)	(209)	96	225						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。