

公司点评

健之佳(605266.SH)

医药生物 | 医药商业

门店数量增长较快，利润增速有所放缓

2023年10月31日

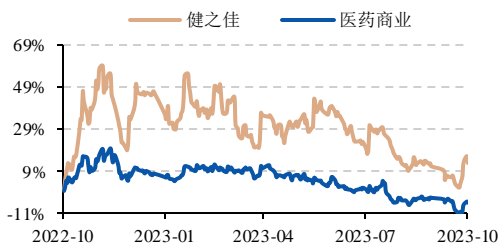
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	51.03
52周价格区间(元)	45.71-95.10
总市值(百万)	6578.35
流通市值(百万)	3891.10
总股本(万股)	12891.20
流通股(万股)	7625.10

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
健之佳	1.41	-8.22	24.49
医药商业	-2.42	-6.98	-4.14

吴号

分析师

执业证书编号:S0530522050003  
wuhao58@hncshasing.com

相关报告

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	52.35	75.14	91.19	114.88	141.23
归母净利润(亿元)	3.01	3.63	3.97	5.08	6.27
每股收益(元)	2.33	2.82	3.08	3.94	4.86
每股净资产(元)	14.81	19.98	22.31	25.28	28.95
P/E	21.89	18.10	16.55	12.95	10.49
P/B	3.44	2.55	2.29	2.02	1.76

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 事件: 公司发布2023年第三季度报告。
- 2023Q3 销售费用率同比提升，利润增速有所放缓。2023Q3，公司实现营业收入21.62亿元，同比+26.96%；实现归母净利润1.20亿元，同比+13.94%；实现扣非归母净利润1.16亿元，同比+12.63%。从盈利水平来看，公司2023Q3整体业务毛利率同比提升0.46pcts至38.02%；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为27.66%、2.23%、1.36%，同比变动+1.17pcts、-0.33pcts、+0.00%，销售费用率同比提升主要因为：(1)公司新开直营门店增多，职工薪酬、租赁费用、长期待摊费用等营运成本支出刚性增长；(2)公司线上业务规模提升，第三方平台服务费增加。综合影响下，公司整体净利率同比下降0.53pcts至5.62%。受并表唐人医药(2022年9月纳入合并报表范围)以及直营门店增多等因素影响，公司营收呈现快速增长。受销售费用率提升等影响，公司净利润增速有所放缓。
- 处方药、非处方药、中药材产品销售增长迅速，处方药销售占比同比提升。2023年1-9月，公司实现营业收入65.00亿元，同比+38.03%；实现归母净利润2.78亿元，同比+42.03%。分产品看，2023年1-9月，公司处方药、非处方药、中药材、保健食品、医疗器械、生活便利品的销售收入分别为22.41、24.02、2.73、3.37、5.37、3.11亿元，同比变动+55.89%、+41.16%、+41.78%、+14.98%、+14.52%、+9.77%，处方药销售占比同比提升3.99pcts至36.32%。受医药零售门店增多、院内处方外流以及并表唐人医药等因素影响，公司处方药、非处方药、中药材产品收入增长迅速。从盈利水平看，2023年1-9月，公司整体业务毛利率同比下降0.68pcts至35.88%，主要受处方药销售占比提升以及公司加大竞价促销力度等影响；公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为26.37%、2.09%、1.45%，同比变动-0.67pcts、-0.45pcts、+0.10pcts，综合影响下，公司整体净利率水平同比提升0.20pcts至4.27%。
- 医药零售门店省外扩张步伐加快，日均坪效有所下降。截止2023年9月底，公司医药零售门店数达4386家，同比+18.83%，较年初增长

16.56%。2023年1-9月，公司净增医药零售门店623家，云南省、四川省、广西壮族自治区、重庆市、河北省、辽宁省分别净增290、78、46、68、77、64家，较年初增长12.11%、42.16%、24.08%、21.52%、20.21%、21.62%。公司在川渝桂冀辽的门店扩张速度明显快于云南省，云南省外的医药零售门店占比进一步提升至38.81%。从门店坪效来看，2023年1-9月，公司医药零售门店的整体日均坪效为41.09元/平方米，同比减少1.94元/平方米，日均坪效下降主要受医药消费需求减弱影响。从店龄结构来看，截止2023年9月底，公司新店及次新店占比由上年同期的28.42%下降至24.05%，仍处于较高水平；二年以上老店占比达到75.95%。

- **盈利预测与投资建议：**2023-2025年，预计公司实现归母净利润3.97/5.08/6.27亿元，EPS分别为3.08/3.94/4.86元，当前股价对应的PE分别为16.55/12.95/10.49倍，考虑到：（1）2013-2022年，日本药妆店龙头WELCIA的销售收入、净利润、门店的复合增速分别为14.58%、16.44%、13.72%，PE（TTM）的均值为29.78倍，截止2023年10月31日，日本药妆店龙头WELCIA的PE（TTM）为20.28倍；（2）根据Wind一致预期，截止2023年10月31日，可比公司益丰药房、大参林、老百姓、一心堂2023年业绩对应的PE分别为22.29、20.28、15.88、10.77倍，PE平均值为17.31倍；给予公司2023年20-25倍PE，对应的目标价格为61.60-77.00元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；行业竞争加剧风险；医药电商冲击风险等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5234.96	7514.44	9119.43	11487.88	14122.60	营业收入	5234.96	7514.44	9119.43	11487.88	14122.60
减: 营业成本	3359.11	4798.91	5865.38	7368.01	9042.89	增长率	17.21%	43.54%	21.36%	25.97%	22.93%
营业税金及附加	11.05	22.93	25.62	32.28	39.68	归属母公司股东净利润	300.53	363.35	397.39	507.96	627.00
营业费用	1339.64	1910.77	2371.05	3009.82	3728.37	增长率	19.66%	20.90%	9.37%	27.82%	23.44%
管理费用	138.04	209.94	200.63	246.99	296.57	每股收益(EPS)	2.33	2.82	3.08	3.94	4.86
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利(DPS)	0.95	0.93	0.76	0.97	1.19
财务费用	48.20	101.65	140.01	170.01	200.01	每股经营现金流	5.77	9.24	6.72	8.86	9.73
减值损失	15.49	39.30	50.00	60.00	70.00	销售毛利率	35.83%	36.14%	35.68%	35.86%	35.97%
加: 投资收益	5.96	0.31	0.00	0.00	0.00	销售净利率	5.72%	4.84%	4.36%	4.42%	4.44%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	15.74%	14.11%	13.82%	15.59%	16.80%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	36.94%	25.24%	12.67%	12.90%	12.80%
营业利润	329.39	431.25	516.73	660.77	815.08	市盈率(P/E)	21.89	18.10	16.55	12.95	10.49
加: 其他非经营损益	28.84	9.48	15.00	15.00	15.00	市净率(P/B)	3.44	2.55	2.29	2.02	1.76
利润总额	358.23	440.74	531.73	675.77	830.08	股息率(分红/股价)	1.853%	1.828%	1.483%	1.896%	2.340%
减: 所得税	58.97	77.35	84.30	107.76	133.01	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	299.26	363.39	447.43	568.01	697.06	收益率					
减: 少数股东损益	-1.27	0.04	0.04	0.05	0.07	毛利率	35.83%	36.14%	35.68%	35.86%	35.97%
归属母公司股东净利润	300.53	363.35	397.39	507.96	627.00	三费/销售收入	28.23%	28.22%	28.20%	28.35%	28.50%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	7.76%	7.22%	6.82%	6.84%	6.80%
货币资金	983.10	932.60	1367.91	1723.18	2118.39	EBITDA/销售收入	9.61%	9.29%	8.96%	8.85%	8.69%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	5.72%	4.84%	4.36%	4.42%	4.44%
应收和预付款项	315.64	776.49	737.90	879.29	1121.80	资产获利率					
其他应收款(合计)	56.96	53.54	0.29	0.33	0.57	ROE	15.74%	14.11%	13.82%	15.59%	16.80%
存货	1121.18	2165.71	2006.27	2527.33	3106.97	ROA	7.79%	5.78%	6.01%	6.30%	6.68%
其他流动资产	0.77	0.62	61.58	61.58	61.58	ROIC	36.94%	25.24%	12.67%	12.90%	12.80%
长期股权投资	9.80	18.34	18.34	18.34	18.34	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	63.69%	72.73%	71.60%	72.41%	71.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	33.57%	42.08%	47.67%	48.84%	48.16%
固定资产和在建工程	473.67	1086.03	1063.62	1039.07	1012.38	带息债务/总负债	1.66%	20.41%	28.00%	31.58%	31.09%
无形资产和开发支出	1887.32	3891.43	4608.27	5725.12	6441.97	流动比率	103.14%	93.24%	86.95%	80.80%	83.19%
其他非流动资产	346.50	450.08	474.89	493.71	478.54	速动比率	53.65%	40.52%	43.90%	40.53%	42.08%
资产总计	5214.19	9385.27	10263.63	12272.31	14023.51	股利支付率	40.56%	33.09%	24.55%	24.55%	24.55%
短期借款	30.00	201.48	881.39	1659.65	2012.93	收益留存率	59.44%	66.91%	75.45%	75.45%	75.45%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2007.02	3445.65	3344.23	4191.34	5116.14	总资产周转率	1.00	0.80	0.88	0.92	0.98
长期借款	25.23	1192.00	1192.00	1192.00	1192.00	固定资产周转率	13.10	8.30	8.94	11.54	14.58
其他负债	1288.91	2188.43	2868.34	3646.61	3999.89	应收账款周转率	22.97	12.70	20.00	20.00	20.00
负债合计	3321.16	6826.08	7404.58	9029.95	10308.03	存货周转率	4.05	3.00	2.22	2.92	2.92
股本	69.53	99.16	99.16	99.16	99.16	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	983.33	1376.70	1376.70	1376.70	1376.70	EBIT	406.43	542.39	621.74	785.78	960.09
留存收益	856.89	1100.01	1399.83	1783.08	2256.14	EBITDA	503.07	698.03	816.94	1017.18	1227.69
归属母公司股东权益	1909.75	2575.87	2875.69	3258.94	3732.00	NOPLAT	315.71	441.73	500.56	635.89	779.70
少数股东权益	-16.72	-16.68	-16.64	-16.58	-16.52	归母净利润	300.53	363.35	397.39	507.96	627.00
股东权益合计	1893.03	2559.19	2859.05	3242.36	3715.49	EPS	2.33	2.82	3.08	3.94	4.86
负债和股东权益合计	5214.19	9385.27	10263.63	12272.31	14023.51	BPS	14.81	19.98	22.31	25.28	28.95
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	21.89	18.10	16.55	12.95	10.49
经营性现金净流量	744.40	1190.60	866.88	1141.71	1254.95	PEG	1.14	0.91	1.77	0.47	0.45
投资性现金净流量	-724.17	-2498.65	-931.63	-1331.63	-931.63	PB	3.44	2.55	2.29	2.02	1.76
筹资性现金净流量	-665.78	1156.16	500.06	545.18	71.88	PS	1.26	0.88	0.72	0.57	0.47
现金流量净额	-645.55	-151.88	435.31	355.27	395.21	PCF	8.84	5.53	7.59	5.76	5.24

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438