

健之佳 (605266.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长超预期，看好 24 年弹性进

一步释放

事件简评

4月26日，公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现收入75.1亿元(+43.5%)，归母净利润3.63亿元(+20.9%)，扣非归母净利润3.61亿元(+27.7%)。

2022Q4单季度实现收入28.1亿元(+78.9%)，归母净利润1.71亿元(+63.7%)，扣非归母净利润1.67亿元(+74.0%)。

2023Q1单季度实现收入21.7亿元(+49.4%)，归母净利润0.76亿元(+144%)，扣非归母净利润0.75亿元(+101%)。

经营分析

业绩增长超预期，盈利能力持续提升。2022年，公司超额实现年度预算及扣除非经常性损益及股权激励费用影响后较2020年净利润增长40%的目标(实际增长54.10%)。公司销售费用率持续改善，2022年销售费用率25.4%，同比下降0.2pct；2023年一季度销售费用率24.6%，同比下降2.4pct，盈利能力有望持续提升。

新店次新店占比较高，看好公司业绩弹性。公司在巩固云南优势区域龙头地位的同时，门店扩张策略快速推进。2022年8月唐人医药项目收购后，布局新增河北、辽宁667家门店，门店覆盖区域增至6个省市。2022年末，公司医药零售门店共计3763家(+36.99%)，其中，新增并购718家，自建317家；2023年Q1净增医药门店134家。截至2023年一季度末公司门店总数4192家，新店占比8.61%，次新店占比16.36%，随着培育期门店的逐步成熟，公司业绩有望进一步释放。

多元化全渠道布局提高会员粘性，看好公司长期发展。公司围绕“以顾客需求为核心”的服务理念，持续提升全渠道服务能力，2022年公司线上营业收入稳步增长，同比增速达59.39%，占比18.63%(+1.85pct)。此外，截至2022年底，公司活跃会员数已突破2,300万(+37%)，会员消费占比超80%。

盈利预测、估值与评级

随着公司持续外延扩，我们预计2023-2025年归母净利润分别为4.16、5.14和5.99亿元，增速分别为14%、24%和17%，维持“买入”评级。

风险提示

外延并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；收入地区集中。

医药组

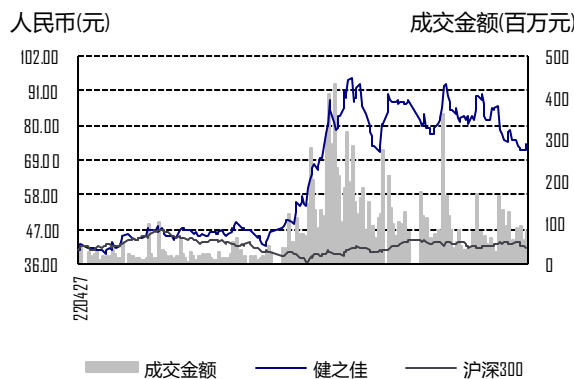
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：74.45 元

相关报告：

- 《2023春季线上策略会之健之佳》，2023.3.3
- 《业绩增长超预期，省外拓张有序推进-健之佳点评》，2022.10.30
- 《立足西南布局全国，多元化战略发展可期-健之佳深度报告》，2022.10.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,235	7,514	9,834	12,078	14,291
营业收入增长率	17.21%	43.54%	30.87%	22.82%	18.32%
归母净利润(百万元)	301	363	416	514	599
归母净利润增长率	19.66%	20.90%	14.35%	23.68%	16.56%
摊薄每股收益(元)	4.323	3.664	4.190	5.182	6.040
每股经营性现金流净额	10.71	12.01	13.62	11.83	13.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.74%	14.11%	14.42%	15.86%	16.36%
P/E	17.71	21.85	17.77	14.37	12.33
P/B	2.79	3.08	2.56	2.28	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	4,466	5,235	7,514	9,834	12,078	14,291	货币资金	1,622	983	933	2,052	1,902	1,835	
增长率		17.2%	43.5%	30.9%	22.8%	18.3%	应收款项	199	285	645	647	761	901	
主营业务成本	-2,961	-3,359	-4,799	-6,248	-7,692	-9,215	存货	731	1,121	2,166	2,203	2,582	2,945	
%销售收入	66.3%	64.2%	63.9%	63.5%	63.7%	64.5%	其他流动资产	241	108	196	413	554	719	
毛利	1,505	1,876	2,716	3,587	4,386	5,076	流动资产	2,793	2,497	3,939	5,315	5,799	6,400	
%销售收入	33.7%	35.8%	36.1%	36.5%	36.3%	35.5%	%总资产	80.5%	47.9%	42.0%	45.9%	46.9%	48.6%	
营业税金及附加	-15	-11	-23	-20	-24	-29	长期投资	0	10	18	28	28	28	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	377	474	1,086	1,668	1,832	1,938	
销售费用	-1,040	-1,340	-1,911	-2,557	-3,165	-3,673	%总资产	10.9%	9.1%	11.6%	14.4%	14.8%	14.7%	
%销售收入	23.3%	25.6%	25.4%	26.0%	26.2%	25.7%	无形资产	292	792	2,749	2,937	2,974	3,007	
管理费用	-147	-138	-210	-295	-302	-357	非流动资产	675	2,717	5,446	6,259	6,565	6,761	
%销售收入	3.3%	2.6%	2.8%	3.0%	2.5%	2.5%	%总资产	19.5%	52.1%	58.0%	54.1%	53.1%	51.4%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	3,469	5,214	9,385	11,574	12,364	13,161	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	79	414	779	2,319	2,264	2,191	
息税前利润 (EBIT)	303	387	572	715	895	1,017	应付款项	1,499	1,849	3,082	3,525	3,792	4,070	
%销售收入	6.8%	7.4%	7.6%	7.3%	7.4%	7.1%	其他流动负债	140	158	363	267	316	374	
财务费用	-9	-48	-102	-160	-217	-218	流动负债	1,719	2,421	4,225	6,111	6,373	6,634	
%销售收入	0.2%	0.9%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	长期贷款	31	25	1,192	1,492	1,492	1,492	
资产减值损失	-16	-15	-39	-22	-30	-32	其他长期负债	17	875	1,409	1,108	1,277	1,394	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,767	3,321	6,826	8,711	9,141	9,520	
投资收益	1	6	0	-1	5	5	普通股股东权益	1,717	1,910	2,576	2,882	3,241	3,661	
%税前利润	0.3%	1.7%	0.1%	n.a	0.7%	0.6%	其中：股本	53	70	99	99	99	99	
营业利润	292	354	445	557	674	792	未分配利润	629	783	1,012	1,303	1,663	2,082	
营业利润率	6.5%	6.8%	5.9%	5.7%	5.6%	5.5%	少数股东权益	-15	-17	-17	-18	-19	-20	
营业外收支	8	4	-5	-5	10	5	负债股东权益合计	3,469	5,214	9,385	11,574	12,364	13,161	
税前利润	301	358	441	552	684	797	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	6.7%	6.8%	5.9%	5.6%	5.7%	5.6%	每股指标							
所得税	-51	-59	-77	-138	-171	-199	每股收益	4.739	4.323	3.664	4.190	5.182	6.040	
所得税率	17.0%	16.5%	17.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	32.399	27.468	25.976	29.058	32.686	36.914	
净利润	249	299	363	414	513	598	每股经营现金净流	5.974	10.707	12.007	13.616	11.828	13.377	
少数股东损益	-2	-1	0	-1	-1	-1	每股股利	0.000	2.300	1.575	1.257	1.555	1.812	
归属于母公司的净利润	251	301	363	416	514	599	回报率							
净利率	5.6%	5.7%	4.8%	4.2%	4.3%	4.2%	净资产收益率	14.63%	15.74%	14.11%	14.42%	15.86%	16.36%	
							总资产收益率	7.24%	5.76%	3.87%	3.59%	4.16%	4.55%	
							投入资本收益率	13.80%	13.75%	10.35%	8.01%	9.59%	10.37%	
							增长							
							主营业务收入增长率	26.58%	17.21%	43.54%	30.87%	22.82%	18.32%	
							EBIT增长率	31.52%	27.87%	47.73%	25.03%	25.23%	13.57%	
							净利润增长率	49.39%	19.66%	20.90%	14.35%	23.68%	16.56%	
							总资产增长率	73.81%	50.33%	79.99%	23.32%	6.82%	6.45%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	12.2	13.8	19.9	21.0	20.0	20.0	
							存货周转天数	82.6	100.7	125.0	130.0	125.0	120.0	
							应付账款周转天数	100.6	104.4	114.3	115.0	100.0	85.0	
							固定资产周转天数	30.5	27.9	44.0	47.8	40.9	35.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-88.82%	-28.74%	40.47%	59.19%	53.09%	44.08%	
							EBIT利息保障倍数	32.4	8.0	5.6	4.5	4.1	4.7	
							资产负债率	50.94%	63.69%	72.73%	75.26%	73.94%	72.34%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-13	买入	49.60	60.00~62.00
2	2022-10-30	买入	54.75	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402