

健之佳 (605266)

证券研究报告

2021年09月04日

门店布局加速，多元化业务结构实现差异化优势

事件：

8月28日，公司发布2021年半年报，2021年上半年实现营业收入23.79亿元，同比增长12.83%；归母净利润1.22亿元，同比增长10.17%；扣非归母净利润1.16亿元，同比增长19.78%。2021Q2单季度实现营业收入12.12亿元，同比增长15.13%；归母净利润0.58亿元，同比增长0.17%。

点评：

复制云南成功模式，持续加快川渝桂区域布局

公司立足于云南、深耕西南地区，坚持以“中心城市为核心向下渗透”，持续强化“自建+收购”双轮驱动的门店扩张策略。公司通过复制云南成功模式的策略进一步加快川渝桂市场的拓展，2021年上半年公司新增门店308家，其中自建230家，收购78家，门店总数达到2416家，其中川渝桂市场门店增长20.00%，募投项目自建门店拓展效率提升。

线上线下融合，构建全渠道营销平台

公司围绕“以顾客需求为中心”的服务理念，通过互联网平台及配送平台等基础设施为门店服务赋能，开展全渠道服务建设。2021年上半年公司线上渠道营业收入总计达3.55亿元，同比增长122.44%，增速远高于门店线下销售增长率，占营业收入比例达14.92%，较上年度10.33%的线上渠道营业收入占比提升4.59%，线下线上全渠道业务快速稳健增长。

多元化业务结构，实现差异化竞争优势

公司始终坚持以多元化创新服务实现差异化经营并逐步形成竞争优势，在以医药零售为主要业态的基础上，开立了便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式。“之佳便利”作为公司强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措，定位于“品质+时尚+快捷”，经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。

盈利预测估值与评级

我们将公司2021-2022年营业收入预测由53.10/64.31亿元上调至53.79/65.47亿元，2023年营业收入预测为80.26亿元；2021-2022年净利润预测由2.58/3.20亿元上调至3.06/3.73亿元，2023年净利润预测为4.53亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，行业政策风险，快速扩张影响短期业绩风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,528.53	4,466.36	5,378.54	6,546.96	8,026.11
增长率(%)	27.57	26.58	20.42	21.72	22.59
EBITDA(百万元)	265.21	343.99	404.80	479.83	583.71
净利润(百万元)	168.12	251.15	305.93	372.85	453.29
增长率(%)	25.83	49.39	21.81	21.87	21.57
EPS(元/股)	2.42	3.61	4.40	5.36	6.52
市盈率(P/E)	30.68	20.54	16.86	13.83	11.38
市净率(P/B)	8.72	3.00	2.71	2.45	2.19
市销率(P/S)	1.46	1.15	0.96	0.79	0.64
EV/EBITDA	0.00	12.08	8.14	6.20	4.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	74.18元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	69.53
流通A股股本(百万股)	17.23
A股总市值(百万元)	5,157.43
流通A股市值(百万元)	1,277.75
每股净资产(元)	24.76
资产负债率(%)	62.25
一年内最高/最低(元)	171.50/70.63

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《健之佳-首次覆盖报告:扎根西南连锁药店，茁壮成长可期》2020-12-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	443.28	1,621.62	1,816.62	2,172.24	2,409.45
应收票据及应收账款	132.56	166.70	312.13	213.61	418.67
预付账款	167.39	192.29	293.05	273.17	411.87
存货	609.06	731.43	1,040.29	1,032.97	1,578.17
其他	46.95	81.37	69.83	78.71	100.14
流动资产合计	1,399.24	2,793.42	3,531.93	3,770.70	4,918.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	367.83	373.64	379.28	404.44	428.31
在建工程	0.33	3.23	37.94	70.76	72.46
无形资产	29.81	33.52	30.27	27.01	23.75
其他	198.39	264.72	212.88	160.91	109.18
非流动资产合计	596.36	675.11	660.36	663.12	633.71
资产总计	1,995.60	3,468.53	4,192.29	4,433.82	5,552.00
短期借款	20.00	74.08	120.00	110.00	100.00
应付票据及应付账款	1,174.76	1,469.04	1,966.70	2,039.15	2,867.18
其他	167.63	175.65	203.86	180.71	235.58
流动负债合计	1,362.39	1,718.77	2,290.56	2,329.86	3,202.75
长期借款	36.00	30.64	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.41	17.41	17.76	18.19	17.79
非流动负债合计	55.41	48.05	17.76	18.19	17.79
负债合计	1,417.80	1,766.82	2,308.32	2,348.05	3,220.54
少数股东权益	(13.71)	(15.45)	(17.98)	(21.24)	(24.87)
股本	39.75	53.00	69.53	69.53	69.53
资本公积	124.65	985.90	985.90	985.90	985.90
留存收益	551.76	1,664.16	1,832.42	2,037.49	2,286.79
其他	(124.65)	(985.90)	(985.90)	(985.90)	(985.90)
股东权益合计	577.80	1,701.71	1,883.96	2,085.77	2,331.46
负债和股东权益总计	1,995.60	3,468.53	4,192.29	4,433.82	5,552.00

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	166.27	249.41	305.93	372.85	453.29
折旧摊销	59.15	68.66	22.91	25.27	27.69
财务费用	7.65	6.36	2.76	2.34	1.17
投资损失	(0.06)	(0.98)	(0.40)	(0.48)	(0.62)
营运资金变动	79.35	(49.60)	34.56	218.54	23.83
其它	25.25	42.79	(2.54)	(3.26)	(3.62)
经营活动现金流	337.60	316.64	363.22	615.26	501.74
资本支出	98.61	39.74	59.65	79.57	50.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(270.46)	(176.72)	(119.25)	(159.08)	(99.78)
投资活动现金流	(171.85)	(136.98)	(59.60)	(79.52)	(49.38)
债权融资	61.40	110.12	125.40	115.40	105.40
股权融资	(9.35)	865.16	13.77	(2.34)	(1.17)
其他	(148.80)	(52.12)	(247.79)	(293.18)	(319.38)
筹资活动现金流	(96.75)	923.16	(108.62)	(180.13)	(215.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	69.00	1,102.81	195.01	355.62	237.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,528.53	4,466.36	5,378.54	6,546.96	8,026.11
营业成本	2,288.28	2,961.49	3,554.55	4,295.12	5,271.94
营业税金及附加	15.52	14.59	17.57	21.39	26.22
营业费用	888.40	1,040.49	1,177.90	1,466.52	1,789.82
管理费用	106.14	147.05	252.79	320.80	393.28
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.15	9.35	2.76	2.34	1.17
资产减值损失	(12.16)	(14.95)	(5.75)	(10.95)	(10.55)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	0.98	0.40	0.48	0.62
其他	9.81	15.05	(0.80)	(0.97)	(1.25)
营业利润	221.32	292.31	379.12	452.21	554.85
营业外收入	4.03	19.13	8.79	10.65	12.86
营业外支出	6.93	10.94	6.58	8.15	8.55
利润总额	218.42	300.50	381.33	454.71	559.15
所得税	52.15	51.09	77.94	85.13	109.48
净利润	166.27	249.41	303.39	369.59	449.67
少数股东损益	(1.85)	(1.74)	(2.54)	(3.26)	(3.62)
归属于母公司净利润	168.12	251.15	305.93	372.85	453.29
每股收益(元)	2.42	3.61	4.40	5.36	6.52

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.57%	26.58%	20.42%	21.72%	22.59%
营业利润	23.80%	32.07%	29.70%	19.28%	22.70%
归属于母公司净利润	25.83%	49.39%	21.81%	21.87%	21.57%
获利能力					
毛利率	35.15%	33.69%	33.91%	34.40%	34.32%
净利率	4.76%	5.62%	5.69%	5.69%	5.65%
ROE	28.42%	14.63%	16.09%	17.70%	19.24%
ROIC	169.82%	454.32%	-1795.42%	986.67%	-601.01%
偿债能力					
资产负债率	71.05%	50.94%	55.06%	52.96%	58.01%
净负债率	-66.09%	-88.82%	-89.77%	-98.61%	-98.82%
流动比率	1.03	1.63	1.54	1.62	1.54
速动比率	0.58	1.20	1.09	1.18	1.04
营运能力					
应收账款周转率	23.56	29.85	22.47	24.91	25.39
存货周转率	6.20	6.66	6.07	6.32	6.15
总资产周转率	1.92	1.63	1.40	1.52	1.61
每股指标(元)					
每股收益	2.42	3.61	4.40	5.36	6.52
每股经营现金流	4.86	4.55	5.22	8.85	7.22
每股净资产	8.51	24.70	27.35	30.30	33.89
估值比率					
市盈率	30.68	20.54	16.86	13.83	11.38
市净率	8.72	3.00	2.71	2.45	2.19
EV/EBITDA	0.00	12.08	8.14	6.20	4.76
EV/EBIT	0.00	13.04	8.62	6.55	4.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com