



2022-04-28

公司点评报告

买入/维持

健之佳(605266)

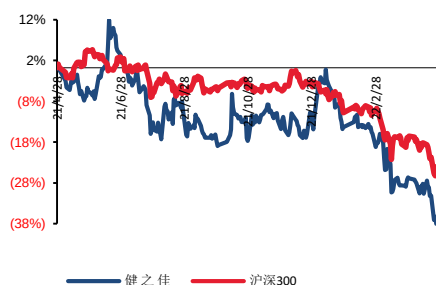
目标价: 69.6

昨收盘: 54.23

医药生物 医药商业

疫情反复 Q1 业绩承压，门店持续扩张，川渝桂战略持续推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	70/45
总市值/流通(百万元)	3,770/2,428
12 个月最高/最低(元)	115.52/54.23

相关研究报告:

健之佳(605266)《Q3 业绩亮眼，门店持续扩张，自建速度超预期》——2021/10/30

健之佳(605266)《高基数影响业绩增速略有放缓，线上业务快速发展》——2021/08/27

证券分析师：盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

助理分析师：何展聪

E-MAIL: hezc@tpyzq.com

事件：2022 年 4 月 27 日晚，公司公布 2021 年年报，报告期内公司实现收入 52.35 亿元(+17.21%)，归母净利润 3.01 亿元(+19.66%)。其中 Q4 实现收入 15.68 亿元(+22.53%)，归母净利润 1.04 亿元(+30.19%)。

同时，公司公布 2022 年一季报，报告期内公司实现收入 14.5 亿元(+24.28%)，归母净利润 0.29 亿元(-54.64%)。

2021 年全年及 Q4 业绩增长稳健，疫情反复和新店亏损拖累 2022Q1 业绩。2021Q4 公司业绩表现亮眼，全年增长符合预期。2022Q1 公司归母净利润同比下滑 55%，主要系公司新店、次新店占比达 34.52%，因经营区域疫情反复导致次新门店培育周期变长，亏损加大，此外还有租赁准则变动带来财务费用上升。2021 年公司实现毛利率 35.8%，同比上升 2.14pct，实现归母净利率 5.72%，同比上升 0.14pct。2022Q1 公司实现毛利率 33.49%，同比下降 0.69pct，实现净利率 1.96%，同比下降 3.5pct。

分产品看，核心品种均实现稳健增长。2021 年公司中西成药实现收入 32.6 亿元(+21%)，毛利率 29.8% (+1.1%)，增长稳健，其中处方药实现收入 15.3 亿元(+21%)，毛利率 21.4% (+2.1%)，非处方药实现收入 17.3 亿元(+21%)，毛利率 37.3% (+0.14%)。医疗器械实现收入 5.3 亿元(-8.9%)，毛利率 43.5% (+4.1%)。毛利率较高的中药、保健食品销售分别增长 18.2%、18.6%。2022Q1 中西成药实现收入 9.51 亿元(+29%)，毛利率 28.5% (+0.21%)，快速增长，其中处方药实现收入 4.34 亿元(+24.6%)，毛利率 19.3% (-0.14%)，非处方药实现收入 5.17 亿元(+32.9%)，毛利率 36.2% (+0.01%)。医疗器械实现收入 1.5 亿元(+16.5%)，毛利率 45% (+0.25%)。毛利率较高的中药、保健食品销售分别增长 22.8%、26.2%。此外，公司大力发展线上业务，截至 2022Q1，公司线上业务收入占比已从 2020 年的 10.3% 提升至 20.34%。

门店持续扩张，云南县域市场持续渗透，川渝桂持续加大核心市场渗透率。截止 2022 年一季度，公司拥有门店 3134 家，同比增长 47.14%，2022 年 Q1 净新增 90 家，其中自建门店 99 家、关闭门店 9 家。2021 年公司净增门店 914 家，其中自建门店 597 家、收购门店 360()

家、关闭门店 43 家。目前公司门店在云南的县域市场覆盖率已达到 81%，同时，公司川渝桂市场持续加大核心市场渗透率，复制云南模式，2021 年川渝桂门店 559 家，同比增长 53.15%。

培育期及并购整合初期门店占比较高，静待店龄结构改善带来业绩高增长。截至 2022 年 Q1，公司培育期、并购整合初期门店占比达 46.01%，其中公司新店、次新店占比达 34.52%，大部分均处于培养期。2021 年收购门店 360 家，占比 11.49%，其中 78%门店于 2021 年下半年收购，多数处于增长缓慢的整合初期。随着培育期门店逐渐成熟，以及并购门店整合完成，公司整体业绩有望实现加速增长。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.43/4.19/5.31 亿元，对应 PE 分别为 11/9/7 倍。公司为云南区域性的连锁药店龙头，云南县域渗透率持续提升，积极向广西、四川、重庆拓展，规模效应逐步体现，经营效率持续改善，给予“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险；整合不及预期风险；政策风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5235	6292	7570	9159
(+/-%)	17.22	20.19	20.31	20.99
净利润(百万元)	301	343	419	531
(+/-%)	19.66	14.23	22.01	26.67
摊薄每股收益(元)	4.32	4.94	6.02	7.63
市盈率(PE)	17.71	10.98	9.00	7.11

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1622	983	1498	2134	2992	营业收入	4466	5235	6292	7570	9159
应收和预付款项	0	0	0	0	0	营业成本	2961	3359	3989	4807	5807
存货	731	1121	1049	1251	1496	营业税金及附加	15	11	16	19	23
其他流动资产	241	108	273	274	269	销售费用	1040	1340	1573	1877	2253
流动资产合计	2793	2497	3106	4000	5163	管理费用	147	138	252	303	366
长期股权投资	0	10	10	10	10	财务费用	9	48	60	73	86
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	14	0	0	0
固定资产	374	400	445	438	432	投资收益	1	6	0	0	0
在建工程	3	74	74	74	74	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	34	45	51	61	70	营业利润	292	354	418	510	646
长期待摊费用	201	332	332	332	332	其他非经营损益	8	4	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	利润总额	301	358	418	510	646
资产总计	3469	5214	5874	6771	7937	所得税	51	59	75	92	116
短期借款	74	30	30	30	30	净利润	249	299	343	418	530
应付和预收款项	1471	1726	2031	2435	2961	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	(1)
长期借款	31	25	25	25	25	归母股东净利润	251	301	343	419	531
其他长期负债	17	875	875	875	875						
负债合计	1767	3321	3624	4087	4708						
股本	53	70	70	70	70	预测指标					
资本公积	986	1009	1009	1009	1009		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	629	783	1089	1460	1926	毛利率	33.69%	35.83%	36.60%	36.50%	36.60%
归母公司股东权益	1717	1910	2268	2701	3247	销售净利率	5.58%	5.72%	5.45%	5.53%	5.79%
少数股东权益	(15)	(17)	(17)	(17)	(18)	销售收入增长率	26.58%	17.21%	20.20%	20.30%	21.00%
股东权益合计	1702	1893	2251	2684	3229	EBIT 增长率	6.78%	7.39%	7.34%	7.44%	7.74%
负债和股东权益	3469	5214	5874	6771	7937	净利润增长率	49.39%	19.66%	14.23%	22.01%	26.67%
						ROE	14.63%	15.74%	15.14%	15.50%	16.34%
						ROA	7.24%	5.76%	5.84%	6.19%	6.68%
						ROIC	13.87%	10.19%	10.72%	11.64%	12.89%
现金流量表(百万)						EPS (X)	3.61	4.32	4.94	6.02	7.63
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE (X)	30.76	17.71	10.98	9.00	7.11
经营性现金流	317	744	580	651	872	PB (X)	4.50	2.79	1.66	1.40	1.16
投资性现金流	(137)	(724)	(65)	(15)	(15)	PS (X)	1.32	1.02	0.60	0.50	0.41
融资性现金流	923	(666)	0	0	0	EV/EBITDA (X)	(1.32)	11.79	6.02	7.23	4.94
现金增加额	1103	(646)	515	636	857						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liywn@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。