



# 健之佳 (605266.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩短期承压,股权激励彰显发展信心

### 业绩简评

2024年4月26日,公司发布2023年年度报告及2024年第一季度报告。2023年公司实现收入90.8亿元,同比+20.8%;归母净利润4.1亿元,同比+10.7%(调整后口径);扣非归母净利润4.0亿元,同比+7.3%(调整后口径)。

公司2023年Q4实现收入25.8亿元,同比-8.0%;归母净利润1.36亿元,同比-23.7%;扣非归母净利润1.28亿元,同比-26.6%。

公司2024年Q1实现收入23.1亿元,同比+6.8%;归母净利润0.52亿元,同比-31.5%;扣非归母净利润0.50亿元,同比-32.3%。

### 经营分析

**门店持续扩张,盈利能力静待释放。**2023年,公司自建门店799家,收购门店272家,因发展规划及经营策略调整关闭门店10家,净增门店1061家,总门店数较23年年初增长26.17%。其中,冀辽大区合计净增205家门店,川渝桂大区合计净增444家门店,现有6个省市门店网络布局进一步完善。截至2023年12月,公司店龄一年以内新店799家,占比15.62%,店龄二年以内次新店330家,占比6.45%,新店、次新店合计1129家,占比22.07%,随着这部分门店盈利爬坡,公司盈利能力有望提升。

**一季度业绩承压,股权激励彰显长期发展信心。**2024年Q1,公司净增门店147家,门店数达5236家,较23年Q1末净增1071家,且基本系新店及正整合的收购店,导致利润端较基数略高的23年Q1同比下降明显。但短期业绩波动不改公司长期发展信心,公司发布2024年限制性股票激励计划(草案),拟以26.13元/股授予价格向261名激励对象授予公司股票共176.49万股,占公告时公司已发行股本总额的1.37%,公司业绩考核指标以2023年扣非归母净利润为基数,2024/2025/2026年净利润增长率分别不低于15%/36%/60%。

### 盈利预测、估值与评级

公司通过自建+并购持续扩张门店数量,业绩有望持续增长,基于发展现状,我们下调24-25年收入和利润预测,24-25年收入原预测值为120.78/142.91亿元,归母净利润原预测值为5.28/6.15亿元,现预计24-26年收入分别为108.33/128.59/151.56亿元,分别同比增长19%/19%/18%,归母净利润分别为4.79/5.67/6.54亿元,分别同比增长16%/18%/15%,EPS分别为3.72/4.40/5.07元,现价对应PE分别为13/11/9倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

外延并购不确定性风险;处方外流不达预期风险;税收风险;互联网冲击风险;收入地区集中风险等

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):47.69元

相关报告:

1.《健之佳公司点评:门店稳步扩张,调整品类积极承接处方外流》,2023.10.29

2.《健之佳公司点评:门店持续扩张,具备医保资质门店数量稳步提升》,2023.8.27

3.《健之佳公司点评:业绩增长超预期,看好24年弹性进一步释放》,2023.4.28



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,514	9,081	10,833	12,859	15,156
营业收入增长率	43.54%	20.84%	19.30%	18.70%	17.86%
归母净利润(百万元)	363	414	479	567	654
归母净利润增长率	20.90%	14.05%	15.58%	18.47%	15.16%
摊薄每股收益(元)	3.664	3.216	3.717	4.404	5.072
每股经营性现金流净额	12.01	7.95	6.55	7.20	4.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.11%	14.48%	15.16%	16.06%	16.41%
P/E	13.02	14.83	12.83	10.83	9.40
P/B	1.84	2.15	1.94	1.74	1.54

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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,235</b>	<b>7,514</b>	<b>9,081</b>	<b>10,833</b>	<b>12,859</b>	<b>15,156</b>	货币资金	983	933	858	1,013	843	854	
增长率		43.5%	20.8%	19.3%	18.7%	17.9%	应收款项	285	645	497	697	821	959	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,359</b>	<b>-4,799</b>	<b>-5,823</b>	<b>-7,009</b>	<b>-8,346</b>	<b>-9,882</b>	存货	1,121	2,166	2,374	2,624	3,025	3,421	
%销售收入	64.2%	63.9%	64.1%	64.7%	64.9%	65.2%	其他流动资产	108	196	209	270	297	328	
<b>毛利</b>	<b>1,876</b>	<b>2,716</b>	<b>3,258</b>	<b>3,824</b>	<b>4,514</b>	<b>5,274</b>	流动资产	2,497	3,939	3,938	4,604	4,986	5,562	
%销售收入	35.8%	36.1%	35.9%	35.3%	35.1%	34.8%	%总资产	47.9%	42.0%	39.6%	43.3%	45.2%	47.8%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-23</b>	<b>-36</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	长期投资	10	18	47	47	47	47	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	474	1,086	1,121	1,212	1,298	1,378	
<b>销售费用</b>	<b>-1,340</b>	<b>-1,911</b>	<b>-2,390</b>	<b>-2,849</b>	<b>-3,369</b>	<b>-3,971</b>	%总资产	9.1%	11.6%	11.3%	11.4%	11.8%	11.9%	
%销售收入	25.6%	25.4%	26.3%	26.3%	26.2%	26.2%	无形资产	792	2,749	2,981	2,990	3,001	3,014	
<b>管理费用</b>	<b>-138</b>	<b>-210</b>	<b>-197</b>	<b>-249</b>	<b>-296</b>	<b>-333</b>	非流动资产	2,717	5,446	6,011	6,038	6,050	6,062	
%销售收入	2.6%	2.8%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	%总资产	52.1%	58.0%	60.4%	56.7%	54.8%	52.2%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,214</b>	<b>9,385</b>	<b>9,949</b>	<b>10,642</b>	<b>11,036</b>	<b>11,625</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	414	779	1,746	1,700	1,290	1,428	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>387</b>	<b>572</b>	<b>635</b>	<b>693</b>	<b>810</b>	<b>924</b>	应付款项	1,849	3,082	2,834	3,302	3,836	3,934	
%销售收入	7.4%	7.6%	7.0%	6.4%	6.3%	6.1%	其他流动负债	158	363	280	360	424	496	
<b>财务费用</b>	<b>-48</b>	<b>-102</b>	<b>-126</b>	<b>-117</b>	<b>-107</b>	<b>-99</b>	流动负债	2,421	4,225	4,860	5,363	5,550	5,858	
%销售收入	0.9%	1.4%	1.4%	1.1%	0.8%	0.7%	长期贷款	25	1,192	1,022	922	772	622	
<b>资产减值损失</b>	<b>-15</b>	<b>-39</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-37</b>	其他长期负债	875	1,409	1,222	1,213	1,196	1,179	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	3,321	6,826	7,104	7,498	7,519	7,660	
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,910</b>	<b>2,576</b>	<b>2,861</b>	<b>3,160</b>	<b>3,534</b>	<b>3,981</b>	
%税前利润	1.7%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	70	99	129	129	129	129	
<b>营业利润</b>	<b>354</b>	<b>445</b>	<b>522</b>	<b>584</b>	<b>688</b>	<b>790</b>	未分配利润	783	1,012	1,270	1,569	1,943	2,390	
营业利润率	6.8%	5.9%	5.7%	5.4%	5.3%	5.2%	少数股东权益	-17	-17	-17	-17	-17	-17	
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,214</b>	<b>9,385</b>	<b>9,949</b>	<b>10,642</b>	<b>11,036</b>	<b>11,625</b>	
<b>税前利润</b>	<b>358</b>	<b>441</b>	<b>523</b>	<b>584</b>	<b>688</b>	<b>790</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	6.8%	5.9%	5.8%	5.4%	5.3%	5.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-59</b>	<b>-77</b>	<b>-108</b>	<b>-105</b>	<b>-120</b>	<b>-137</b>	每股收益	4.323	3.664	3.216	3.717	4.404	5.072	
所得税率	16.5%	17.5%	20.7%	18.0%	17.5%	17.3%	每股净资产	27.468	25.976	22.205	24.523	27.427	30.899	
<b>净利润</b>	<b>299</b>	<b>363</b>	<b>414</b>	<b>479</b>	<b>567</b>	<b>654</b>	每股经营现金净流	10.707	12.007	7.950	6.551	7.204	4.460	
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股股利	1.580	1.460	1.285	1.400	1.500	1.600	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>301</b>	<b>363</b>	<b>414</b>	<b>479</b>	<b>567</b>	<b>654</b>	<b>回报率</b>							
净利率	5.7%	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%	4.3%	净资产收益率	15.74%	14.11%	14.48%	15.16%	16.06%	16.41%	
							总资产收益率	5.76%	3.87%	4.17%	4.50%	5.14%	5.62%	
							投入资本收益率	13.75%	10.35%	8.54%	9.40%	11.42%	12.18%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	17.21%	43.54%	20.84%	19.30%	18.70%	17.86%	
							EBIT增长率	27.87%	47.73%	10.96%	9.26%	16.85%	14.12%	
							净利润增长率	19.66%	20.90%	14.05%	15.58%	18.47%	15.16%	
							总资产增长率	50.33%	79.99%	6.01%	6.96%	3.71%	5.33%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	13.8	19.9	20.7	20.5	20.3	20.1	
							存货周转天数	100.7	125.0	142.3	138.0	135.0	130.0	
							应付账款周转天数	104.4	114.3	117.1	114.0	108.0	102.0	
							固定资产周转天数	27.9	44.0	36.9	32.4	28.3	24.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-28.74%	40.47%	65.40%	49.62%	33.24%	28.91%	
							EBIT利息保障倍数	8.0	5.6	5.0	5.9	7.6	9.3	
							资产负债率	63.69%	72.73%	71.41%	70.46%	68.13%	65.89%	

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
买入	0	1	4	5	23
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.33</b>	<b>1.38</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究