

健之佳 (605266)

2023 年报&2024 一季报点评: 自建及并购门店整合影响 Q1 利润, 股权激励实施彰显发展信心

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 日

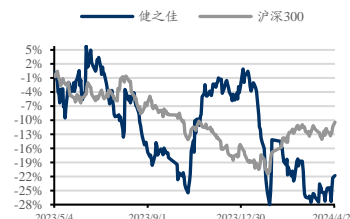
证券分析师 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 冉胜男
执业证书: S0600522090008
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,514	9,081	10,901	13,066	15,567
同比 (%)	43.54	20.84	20.05	19.86	19.14
归母净利润 (百万元)	374.29	414.41	479.24	570.74	685.91
同比 (%)	24.55	10.72	15.64	19.09	20.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.90	3.22	3.72	4.43	5.32
P/E (现价&最新摊薄)	16.52	14.92	12.90	10.83	9.01

投资要点

- **事件:** 公司公告, 2023 年实现营收 90.81 亿元 (+20.84%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 4.14 亿元 (+10.72%); 2024Q1 实现营收 23.14 亿元 (+6.79%), 归母净利润 0.52 亿元 (-31.51%)。
- **2023 年经营数据解读:** 1) 重庆、辽宁及沈阳地区快速扩张。全年自建门店 799 家, 收购门店 272 家, 重庆店数近 600 家 (+87.97%), 省地县市场持续渗透; 辽宁沈阳及 5 地市门店规模 403 家 (+36.15%)。2) 利润率及费用率保持平稳。公司全实现毛利率 35.88% (-0.26pct), 净利率 4.56% (-0.28pct), 销售费用率 26.32% (+0.89pct), 管理费用率 2.17% (-0.62pct), 财务费用率 1.39% (+0.04pct)。3) 公司积极承接院内客户外流。公司 2023 年处方药和非处方药合计销售额提升 27.53%、结构占比提升 3.95%。4) 2023 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 12.85 元 (含税), 现金分红总额 1.66 亿元, 股息率 2.55%。
- **2024Q1 经营数据解读:** 1) 公司总门店数 5263 家, 较年初净增加 147 家; 云南省外门店数结构占比提升至 42.33% (+0.92pct); 新店、次新店合计 1163 家, 占比下降至 22.10% (-2.88pct), 快速自建门店为公司后续发展奠定基础。2) 实现毛利率 34.36% (+1.75pct), 净利率 2.24% (-1.24pct); 销售费用率 27.79% (+3.21pct), 管理费用率 2.30% (+0.30pct), 财务费用率 1.48% (-0.03pct)。24Q1 毛利率增加, 原因是贴牌商品销售额 3.37 亿 (+33%), 占比同比提高 3.76pct, 有效缓解毛利率下降; 净利率下降, 原因是 23 年~24Q1 合计自建 933 家门店, 以及 Q1 并购成都德仁堂尚未完成整合工作, 导致费用和人力资源已投入但尚不产生业绩贡献。
- **股权激励彰显发展信心, 2026 年净利润增长目标较 2023 年为 60%。** 2024 年 4 月 26 日, 公司发布股权激励计划, 拟授予激励对象 (包含 6 位高管在内合计 235 人) 的限制性股票数量 1764900 股, 占已发行股本总额的 1.37%。以 2023 年净利润为基数, 2024-2026 年利润增长率分别不低于 15%/36%/60%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司股权激励目标稳健, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 5.0/6.1 亿元调整至 4.8/5.7 亿元, 2026 年为 6.9 亿元, 对应 PE 为 13/11/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险, 门店扩张或不及预期的风险, 加盟店发展或不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.98
一年最低/最高价	42.76/87.23
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	5,615.58
总市值(百万元)	6,182.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.61
资产负债率(% ,LF)	71.20
总股本(百万股)	128.85
流通 A 股(百万股)	117.04

相关研究

健之佳三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,938	5,493	6,118	8,251	营业总收入	9,081	10,901	13,066	15,567
货币资金及交易性金融资产	908	1,434	1,815	2,647	营业成本(含金融类)	5,823	7,012	8,378	9,966
经营性应收款项	484	851	750	1,158	税金及附加	36	43	52	62
存货	2,374	3,093	3,439	4,331	销售费用	2,390	2,916	3,502	4,172
合同资产	0	0	0	0	管理费用	197	327	418	506
其他流动资产	172	115	115	115	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	6,011	6,088	6,165	6,241	财务费用	126	0	0	0
长期股权投资	47	77	106	135	加:其他收益	37	22	26	31
固定资产及使用权资产	2,485	2,439	2,393	2,348	投资净收益	(8)	0	0	0
在建工程	202	223	245	266	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	92	94	96	97	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	2,403	2,403	2,403	2,403	资产处置收益	10	5	7	8
长期待摊费用	486	556	626	696	营业利润	522	631	749	900
其他非流动资产	296	296	296	296	营业外净收支	1	(2)	0	0
资产总计	9,949	11,581	12,283	14,492	利润总额	523	629	749	900
流动负债	4,860	6,008	6,134	7,650	减:所得税	108	145	172	207
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,746	1,746	1,746	1,746	净利润	414	484	577	693
经营性应付款项	2,699	3,931	3,991	5,432	减:少数股东损益	0	5	6	7
合同负债	28	34	41	49	归属母公司净利润	414	479	571	686
其他流动负债	387	297	355	423	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.22	3.72	4.43	5.32
非流动负债	2,244	2,244	2,244	2,244	EBIT	651	625	742	892
长期借款	1,022	1,022	1,022	1,022	EBITDA	1,530	946	1,063	1,213
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.88	35.68	35.88	35.98
租赁负债	928	928	928	928	归母净利率(%)	4.56	4.40	4.37	4.41
其他非流动负债	294	294	294	294	收入增长率(%)	20.84	20.05	19.86	19.14
负债合计	7,104	8,252	8,378	9,894	归母净利润增长率(%)	10.72	15.64	19.09	20.18
归属母公司股东权益	2,861	3,340	3,911	4,597					
少数股东权益	(17)	(12)	(6)	1					
所有者权益合计	2,845	3,329	3,905	4,598					
负债和股东权益	9,949	11,581	12,283	14,492					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,024	920	772	1,222	每股净资产(元)	22.21	25.92	30.35	35.68
投资活动现金流	(523)	(394)	(391)	(390)	最新发行在外股份(百万股)	129	129	129	129
筹资活动现金流	(663)	0	0	0	ROIC(%)	8.58	7.10	7.81	8.64
现金净增加额	(161)	526	381	832	ROE-摊薄(%)	14.48	14.35	14.59	14.92
折旧和摊销	878	321	321	321	资产负债率(%)	71.41	71.26	68.21	68.27
资本开支	(300)	(295)	(292)	(291)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.92	12.90	10.83	9.01
营运资本变动	(426)	119	(119)	216	P/B (现价)	2.16	1.85	1.58	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>