

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

健之佳(605266)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

外部因素致业绩短期承压，股权激励焕发新动力

2024年05月01日

事件:公司发布2023年年报及2024年一季报,2023年实现营业收入90.81亿元(yoy+21%),实现归母净利润4.14亿元(yoy+11%),扣非归母净利润约4亿元(yoy+7%)。2024年一季度实现营业收入23.14亿元(yoy+7%),归母净利润约0.52亿元(yoy-32%),扣非归母净利润0.5亿元(yoy-32%)。

点评:

- **2023年营收端展现经营韧性，净利率下降致利润增速不及营收增速。**

①2023年公司营收端增长21%，彰显公司经营管理的韧性。2023年个账改革减少居民个人医保收入，居民消费行为趋于谨慎，公司的医保结算收入（以医保个人账户收入为主）占主营业务收入占比从2022年的52%下降至2023年的46%。同时，2023年公司共389家药店开通门诊统筹资质（仅占门店数量的8.14%），而公司所处区域门诊统筹因处方来源尚未突破，外流处方较少，致使门诊统筹政策的集客红利尚未呈现。②2023年公司归母净利润增速为11%，归母净利润增速慢于营收增速，主要是2023年公司净利率下降0.28个百分点（2023年公司净利率为4.56%），一方面系公司毛利率下降0.26个百分点（2023年公司毛利率为35.88%），另一方面公司的期间费用率提升0.32个百分点（2023年公司期间费用率为29.89%）。
- **2024Q1外部因素影响致业绩短期承压。**①2024Q1个账改革减少个人医保收入&门诊统筹的集客红利持续影响公司业绩，2024Q1公司医保结算收入（以医保个人账户收入为主）占主营业务收入占比从2023Q1的48%下降至2024Q1的42%，叠加2023Q1高基数压力，2024Q1公司营收仍实现约7%增长。即使2024Q1公司面对多因素干扰，公司仍贯彻为顾客提供极致性价比的服务和产品的核心经营策略，2024Q1公司基于顾客健康需求调整品种结构，2024Q1公司贴牌商品销售额同比增长33%，占比提升3.76个百分点，因而公司毛利率同比提升1.75个百分点（2023年毛利率为34.36%）。②2024Q1公司归母净利润同比下降32%，主要系公司净利率同比下降1.24个百分点（2024Q1公司净利率为2.24%）。其中，净利率下降源于新开门店的刚性期间费用增长所致，2024Q1公司门店同比净增1071家(yoy+26%)，且基本系新开店及正处于整合阶段的收购店，2024Q1公司期间费用同比增长约19.98%，期间费用率同比提升3.47个百分点（2024Q1期间费用率为31.56%）。
- **2023年末门店数超5000家，股权激励或可激发企业新活力：**①2023年公司门店数达5116家，布局6个省市（云南、河北、重庆、辽宁、四川、广西），门店规模与同行领先上市公司2020年末相当，诸如2020年末益丰药房直营店数量为5356家（2023年末直营店数达10264家），2020年末老百姓直营门店数量为4892家（2023年末直营店数达9180家），2020年末大参林直营门店数量为5705家（2023年末直营店数达

9909 家)。我们认为，随着公司“自建+并购”双轮驱动扩张策略的推行，未来公司门店总数有望突破 1 万家。②根据公司股权激励方案，2024 年业绩考核目标为扣非归母净利润（剔除本次激励计划股份支付费用影响的数值）较 2023 年增长不低于 15%，2025 年较 2023 年增长不低于 36%，2026 年较 2023 年增长不低于 60%。我们认为，股权激励的实施有助于充分调动员工积极性，叠加公司精细化管理和专业化服务的持续推进，公司未来业绩有望持续兑现。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 109.8 亿元、138.08 亿元、174.59 亿元，同比增速分别为 21%、26%、26%，实现归母净利润分别为 4.93 亿元、6.04 亿元、7.51 亿元，同比分别增长 19%、23%、24%，对应当前股价 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、门诊统筹政策集客红利持续不及预期、门店扩张不及预期、并购整合不顺利、商誉减值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,514	9,081	10,980	13,808	17,459
增长率 YoY %	43.5%	20.8%	20.9%	25.8%	26.4%
归属母公司净利润 (百万元)	374	414	493	604	751
增长率 YoY%	24.5%	10.7%	18.8%	22.7%	24.4%
毛利率%	36.1%	35.9%	35.9%	35.9%	35.8%
净资产收益率ROE%	14.5%	14.5%	14.7%	15.3%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	2.90	3.22	3.82	4.69	5.83
市盈率 P/E(倍)	16.52	14.92	12.55	10.23	8.23
市净率 P/B(倍)	2.39	2.16	1.84	1.56	1.31

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,939	3,938	4,861	6,427	8,275	
货币资金	933	858	1,288	1,971	2,668	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	592	440	533	669	846	
预付账款	131	44	56	71	90	
存货	2,166	2,374	2,849	3,563	4,496	
其他	118	222	135	153	176	
非流动资产	5,705	6,011	6,160	6,403	6,649	
长期股权投资	18	47	57	77	97	
固定资产	905	919	866	797	708	
无形资产	90	92	94	96	98	
其他	4,691	4,953	5,141	5,432	5,745	
资产总计	9,644	9,949	11,021	12,830	14,925	
流动负债	4,225	4,860	5,455	6,630	7,794	
短期借款	201	750	650	850	750	
应付票据	820	941	1,134	1,426	1,805	
应付账款	1,983	1,754	2,132	2,681	3,392	
其他	1,221	1,415	1,539	1,674	1,848	
非流动负债	2,851	2,244	2,228	2,258	2,438	
长期借款	1,192	1,022	922	872	972	
其他	1,659	1,222	1,305	1,385	1,465	
负债合计	7,076	7,104	7,683	8,888	10,231	
少数股东权益	-17	-17	-16	-16	-16	
归属母公司	2,585	2,861	3,354	3,958	4,709	
负债和股东权益	9,644	9,949	11,021	12,830	14,925	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,514	9,081	10,980	13,808	17,459	
同比	43.5%	20.8%	20.9%	25.8%	26.4%	
归属母公司净利润	374	414	493	604	751	
同比	24.5%	10.7%	18.8%	22.7%	24.4%	
毛利率(%)	36.1%	35.9%	35.9%	35.9%	35.8%	
ROE%	14.5%	14.5%	14.7%	15.3%	16.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.90	3.22	3.82	4.69	5.83	
P/E	16.52	14.92	12.55	10.23	8.23	
P/B	2.39	2.16	1.84	1.56	1.31	
EV/EBITDA	7.87	6.86	7.87	6.40	4.99	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,514	9,081	10,980	13,808	17,459	
营业成本	4,799	5,823	7,041	8,853	11,202	
营业税金及附加	23	36	34	43	54	
销售费用	1,911	2,390	2,899	3,666	4,644	
管理费用	210	197	242	304	384	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	102	126	135	172	220	
减值损失合	-35	-27	-26	-26	-26	
投资净收益	0	-8	-2	-2	-2	
其他	10	49	20	20	20	
营业利润	445	522	620	761	947	
营业外收支	-5	1	1	1	1	
利润总额	441	523	621	762	948	
所得税	66	108	129	158	196	
净利润	374	414	493	604	752	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司	374	414	493	604	751	
EBITDA	1,264	1,530	1,079	1,256	1,486	
EPS(当年)(元)	2.97	3.23	3.82	4.69	5.83	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,191	1,024	1,084	1,198	1,409	
净利润	374	414	493	604	752	
折旧摊销	712	878	323	321	319	
财务费用	103	126	143	179	227	
投资损失	0	8	2	2	2	
营运资金变	-11	-426	104	65	85	
其它	12	23	20	25	25	
投资活动现金流	-2,499	-523	-413	-565	-565	
资本支出	-778	-300	-383	-473	-473	
长期投资	-1,722	-229	40	-20	-20	
其他	2	7	-69	-72	-72	
筹资活动现金流	1,156	-663	-242	51	-147	
吸收投资	413	0	0	0	0	
借款	1,540	488	-200	150	0	
支付利息或股息	-155	-205	-143	-179	-227	
现金流净增加额	-152	-161	430	683	697	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。