

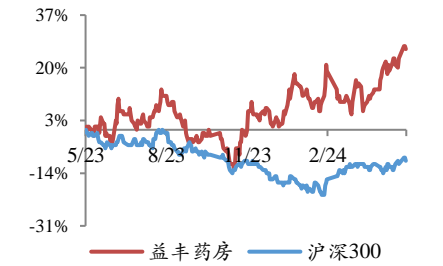
业绩持续稳健增长，新零售与医院处方外流战略效果显著

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价（元）	45.02
近12个月最高/最低（元）	52.45/30.90
总股本（百万股）	1,011
流通股本（百万股）	1,008
流通股比例（%）	99.76
总市值（亿元）	455
流通市值（亿元）	454

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评益丰药房：上半年业绩稳健增长，加盟业务持续扩张 2023-09-08

主要观点：

● 事件：

公司2023年实现营业收入225.88亿元，同比+13.59%；归母净利润14.12亿元，同比+11.90%；扣非归母净利润13.62亿元，同比+10.92%。公司2024Q1收入为59.71亿元，同比+13.39%；归母净利润为4.07亿元，同比+20.89%；扣非归母净利润为3.99亿元，同比+24.26%。

● 分析点评

● 23Q4收入稳健增长，经营现金流亮眼

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为67.00亿元，同比+2.47%；归母净利润为4.13亿元，同比-5.81%；扣非归母净利润为3.95亿元，同比-8.65%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为38.21%，同比-1.32个百分点；期间费用率29.08%，同比-0.65个百分点；其中销售费用率24.29%，同比-0.24个百分点；管理费用率（含研发费用）4.41%，同比-0.26个百分点；财务费用率0.38%，同比-0.15个百分点；经营性现金流净额为46.24亿元，同比+17.94%。

● 门店扩张速度加快，新零售体系运作高效，医院处方外流拓展成效显著

公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，通过“新开+并购+加盟”的门店拓展模式，深耕中南华东华北市场。2023年新增门店3,196家，其中包括自建门店1,613家，并购门店559家，加盟店1,024家。另，报告期内迁址门店61家，关闭门店153家。2023年末，公司门店总数13,250家（含加盟店2,986家），净增门店2,982家。

新零售体系高效运行。O2O上线直营门店超过9,000家，24小时营业配送门店600多家，覆盖了公司线下所有主要城市。在O2O、B2C和处方流转三引擎的策略支撑下，依托公司区域聚焦战略，智能化供应链系统以及精细化运营，B2C、O2O全年实现销售收入18.18亿元（不含税），其中，O2O（不含加盟）实现销售收入13.99亿元，B2C实现销售收入4.19亿元。

承接医院处方外流。公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离100米范围内）675家，DTP专业药房305家，其中已开通双通道医保门店246家，开通门诊统筹医保药房4,200多家。

● 一季度新增门店数量增加，加盟店持续增长

24Q1财务数据：24Q1公司整体毛利率为39.25%，同比-0.42个百分点；期间费用率29.21%，同比-0.94个百分点；其中销售费用率24.40%，同比-1.20个百分点；管理费用率（含研发费用）4.34%，同比+0.17个百分点；财务费用率0.47%，同比+0.09个百分点；经营性现金流净额为6.50亿元，同比-49.56%。

2024 年一季度, 公司新增门店 701 家, 其中, 自建门店 364 家, 并购门店 166 家, 新增加盟店 171 家。24Q1 内迁址门店 8 家, 关闭门店 23 家。24Q1 公司门店总数 13,920 家 (含加盟店 3,157 家), 较上期末净增 670 家。

● 投资建议

我们预计, 公司 2024~2026 年收入分别 275.1/337.2/412.8 亿元, 分别同比增长 21.8%/22.6%/22.4%, 归母净利润分别为 17.2/21.6/26.9 亿元, 分别同比增长 21.5%/25.9%/24.5%, 对应估值为 27X/22X/18X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

政策调整不及预期、处方外流规模不及预期、药店扩张不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22588	27507	33723	41278
收入同比 (%)	13.6%	21.8%	22.6%	22.4%
归属母公司净利润	1412	1716	2160	2688
净利润同比 (%)	11.9%	21.5%	25.9%	24.5%
毛利率 (%)	38.2%	38.3%	38.2%	38.0%
ROE (%)	14.4%	14.9%	15.8%	16.4%
每股收益 (元)	1.40	1.70	2.14	2.66
P/E	28.60	27.46	21.82	17.53
P/B	4.13	4.09	3.44	2.88
EV/EBITDA	10.47	13.33	10.22	7.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12129	16190	21572	28173	营业收入	22588	27507	33723	41278
现金	3566	5920	9598	13838	营业成本	13958	16958	20851	25585
应收账款	2138	2577	3176	3877	营业税金及附加	89	109	133	163
其他应收款	449	563	680	839	销售费用	5487	6822	8262	10031
预付账款	141	245	256	342	管理费用	962	1194	1450	1775
存货	3808	4862	5833	7246	财务费用	86	65	52	18
其他流动资产	2027	2023	2029	2030	资产减值损失	-73	0	0	0
非流动资产	12008	11951	11778	11528	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	42	52	63	77
固定资产	1524	1472	1325	1091	营业利润	2055	2514	3164	3937
无形资产	471	512	529	557	营业外收入	13	10	10	10
其他非流动资产	10007	9962	9918	9873	营业外支出	30	10	10	10
资产总计	24137	28141	33350	39701	利润总额	2038	2514	3164	3937
流动负债	11269	13324	16078	19374	所得税	457	563	709	882
短期借款	0	0	0	0	净利润	1581	1950	2455	3055
应付账款	1956	2371	2918	3579	少数股东损益	169	234	295	367
其他流动负债	9314	10953	13160	15795	归属母公司净利润	1412	1716	2160	2688
非流动负债	2420	2420	2420	2420	EBITDA	3889	3377	4043	4802
长期借款	134	134	134	134	EPS (元)	1.40	1.70	2.14	2.66
其他非流动负债	2286	2286	2286	2286					
负债合计	13689	15744	18498	21794					
少数股东权益	643	877	1171	1538	主要财务比率				
股本	1011	1011	1011	1011	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	3842	3842	3842	3842	成长能力				
留存收益	4952	6668	8828	11516	营业收入	13.6%	21.8%	22.6%	22.4%
归属母公司股东权	9804	11521	13681	16369	营业利润	9.0%	22.3%	25.9%	24.5%
负债和股东权益	24137	28141	33350	39701	归属于母公司净利	11.9%	21.5%	25.9%	24.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	38.2%	38.3%	38.2%	38.0%
					净利率 (%)	6.3%	6.2%	6.4%	6.5%
					ROE (%)	14.4%	14.9%	15.8%	16.4%
					ROIC (%)	11.2%	11.2%	12.2%	12.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	56.7%	55.9%	55.5%	54.9%
					净负债比率 (%)	131.0%	127.0%	124.5%	121.7%
					流动比率	1.08	1.22	1.34	1.45
					速动比率	0.73	0.83	0.96	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	0.98	1.01	1.04
					应收账款周转率	10.56	10.67	10.62	10.65
					应付账款周转率	7.14	7.15	7.14	7.15
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.40	1.70	2.14	2.66
					每股经营现金流薄)	4.58	3.31	4.59	5.16
					每股净资产	9.70	11.40	13.54	16.20
					估值比率				
					P/E	28.60	27.46	21.82	17.53
					P/B	4.13	4.09	3.44	2.88
					EV/EBITDA	10.47	13.33	10.22	7.72

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。