

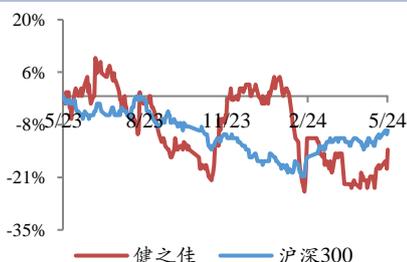
## 新店整合带来短期业绩承压，多业态业务展现增长动能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价（元）	50.62
近12个月最高/最低（元）	87.23/42.76
总股本（百万股）	129
流通股本（百万股）	117
流通股比例（%）	90.84
总市值（亿元）	65
流通市值（亿元）	59

### 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】公司点评健之佳：上半年利润增速亮眼，“自建+收购”双轮驱动 2023-09-08

### 主要观点：

#### 事件

公司2023年实现营业收入90.81亿元，同比+20.84%；归母净利润4.14亿元，同比+10.72%；扣非归母净利润3.99亿元，同比+7.26%。

公司2024Q1收入为23.14亿元，同比+6.79%；归母净利润为0.52亿元，同比-31.51%；扣非归母净利润为0.50亿元，同比-32.32%。

#### 事件点评

##### ● 23Q4业绩承压，财务数据稳健

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为25.81亿元，同比-8.00%；归母净利润为1.36亿元，同比-23.72%；扣非归母净利润为1.28亿元，同比-26.63%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为35.88%，同比-0.26个百分点；期间费用率29.89%，同比+0.31个百分点；其中销售费用率26.32%，同比+0.90个百分点；管理费用率（含研发费用）2.17%，同比-0.62个百分点；财务费用率1.39%，同比+0.04个百分点；经营性现金流净额为10.24亿元，同比-13.96%。

##### ● 全国门店网络有序扩张，线上业务增长强劲

2023年公司自建、收购以战略性扩展实体门店网络，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1,061家，期末门店总数达到5,116家，较年初门店数增长26.17%。通过次新店、老店内生增长夯实实体门店营运力根基，全渠道线上业务较上年同期快速增长54.58%，社会药房终端专业价值凸显，带动供应商服务收入稳步提升，共同拉动营业收入较上期增长20.84%。

深耕云南、立足西南、向全国发展。

##### ● 第一梯队：云南、河北两大利润中心

云南以自建为主，河北自建+收购，持续巩固、深耕，密集布点、渠道下沉；云南药房门店数达2,759家，保持持续、稳健的发展态势，在全国医药门店数的结构占比下降至57.76%；川渝桂冀辽药店数结构占比提升至42.24%。

云南药房、便利店门店数3,098家，药房门店数较上年同期增长15.25%；河北门店数479家，店数较上年同期快速增长25.72%，优势区域市场规模稳步提升。

##### ● 第二梯队：重庆、辽宁

自建、收购快速推进，重庆取得第一阶段突破，店数近600家，省地县市场持续渗透，店数较上年同期增长87.97%；辽宁沈阳及5地市门店规模403家，快速突破，店数较上年同期增长36.15%。

##### ● 第三梯队：四川、广西

薄弱区域持续加密布点；自建、收购稳步发展，四川期末店数达 281 家，增幅 51.89%，广西期末店数达 267 家，增幅 36.65%。

● **线上渠道持续提升**

2023 年，线上业务项目的总收入合计达到 21.64 亿元，占公司总营业收入的 23.83%，与 2022 年的 14.00 亿元相比，实现了 54.58% 的同比增长。具体来看，第三方平台 B2C 业务收入同比增长 21.15%，达到 6.45 亿元，占总营业收入的 7.10%；第三方 O2O 平台业务收入同比大幅增长 85.73%，达到 8.30 亿元，占总营业收入的 9.14%；自营平台业务收入同比增长 63.75%，达到 6.90 亿元，占总营业收入的 7.60%。整体线上业务的增长显著，特别是第三方 O2O 平台业务的增长尤为突出。

● **24Q1 新店整合压力导致净利润承压，门店持续扩张推进**

由于公司新店、次新店占比仍保持 22.10% 较高的水平，近期收购店尚在整合，短期内营业收入低，店均收入下降。并且，低收入增幅贡献的综合毛利额无法覆盖门店增长 25.55% 带来的期间费用 19.98% 的刚性增长，导致归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5,043.21 万元，较基数略高的 2023 年 1 季度同比降低 32.32%。

24Q1 财务数据：24Q1 公司整体毛利率为 34.36%，同比+1.75 个百分点；期间费用率 31.56%，同比+3.47 个百分点；其中销售费用率 27.79%，同比+3.21 个百分点；管理费用率（含研发费用）2.30%，同比+0.29 个百分点；财务费用率 1.48%，同比-0.03 个百分点；经营性现金流净额为 1.01 亿元，同比-69.56%。

2024 一季度门店新店、次新店合计 1,163 家，占比由上年同期的 24.98% 略下降至 22.10% 仍较高；其中，公司 2023 年自建 799 家门店多为新店、2024 年 1 季度自建 134 家门店。2023 年年末并购重庆 190 家店，以及 2024 年 1 季度并购成都德仁堂门店，尚未完成整合工作。

2024 年 1-3 月，线上渠道实现营业收入总计 5.4 亿元，较上年同期增长 12.78%，占营业收入比重为 23.38%，较上年同期占营业收入比重 22.14% 提升 1.24%，线上线下全渠道服务模式稳健、快速发展。第三方平台 O2O 业务增速仍达 48.84%。

● **投资建议**

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 110.3/134.6/165.3 亿元，分别同比增长 21.5%/22.0%/22.8%，归母净利润分别为 4.8/5.7/6.8 亿元，分别同比增长 15.6%/18.6%/20.4%，对应估值为 14X/11X/10X。维持“买入”投资评级。

● **风险提示**

并购及跨区域经营风险、市场竞争加剧风险、行业政策风险等。

● **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	9081	11032	13460	16532
收入同比 (%)	20.8%	21.5%	22.0%	22.8%

归属母公司净利润	414	479	568	684
净利润同比 (%)	10.7%	15.6%	18.6%	20.4%
毛利率 (%)	35.9%	35.3%	35.1%	35.1%
ROE (%)	14.5%	14.3%	14.5%	14.9%
每股收益 (元)	3.23	3.72	4.41	5.31
P/E	18.39	13.61	11.48	9.53
P/B	2.68	1.95	1.67	1.42
EV/EBITDA	6.86	6.38	5.31	4.19

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
<b>流动资产</b>	3938	6042	7487	9812	<b>营业收入</b>	9081	11032	13460	16532
现金	858	1911	2713	3841	营业成本	5823	7139	8740	10725
应收账款	440	702	755	989	营业税金及附加	36	44	53	65
其他应收款	57	74	87	109	销售费用	2390	2924	3580	4447
预付账款	44	125	109	161	管理费用	197	265	330	413
存货	2374	3066	3658	4547	财务费用	126	88	82	78
其他流动资产	165	165	165	165	资产减值损失	-27	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6011	5748	5478	5242	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	47	47	47	投资净收益	-8	-11	-7	0
固定资产	919	887	851	848	<b>营业利润</b>	522	607	722	869
无形资产	92	110	127	144	营业外收入	6	4	2	3
其他非流动资产	4953	4703	4453	4203	营业外支出	6	6	6	8
<b>资产总计</b>	9949	11789	12965	15054	<b>利润总额</b>	523	605	718	864
<b>流动负债</b>	4860	6216	6818	8216	所得税	108	121	144	173
短期借款	750	750	750	750	<b>净利润</b>	414	484	574	691
应付账款	1754	2550	2877	3681	少数股东损益	0	5	6	7
其他流动负债	2356	2917	3191	3785	<b>归属母公司净利润</b>	414	479	568	684
<b>非流动负债</b>	2244	2244	2244	2244	EBITDA	1530	1302	1414	1521
长期借款	1022	1022	1022	1022	EPS (元)	3.23	3.72	4.41	5.31
其他非流动负债	1222	1222	1222	1222					
<b>负债合计</b>	7104	8461	9063	10460					
少数股东权益	-17	-12	-6	1	<b>主要财务比率</b>				
股本	129	129	129	129	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1361	1361	1361	1361	<b>成长能力</b>				
留存收益	1371	1851	2419	3103	营业收入	20.8%	21.5%	22.0%	22.8%
归属母公司股东权	2861	3340	3909	4593	营业利润	17.2%	16.3%	18.9%	20.4%
<b>负债和股东权益</b>	9949	11789	12965	15054	归属于母公司净利	10.7%	15.6%	18.6%	20.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	35.9%	35.3%	35.1%	35.1%
					净利率 (%)	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%
					ROE (%)	14.5%	14.3%	14.5%	14.9%
					ROIC (%)	7.9%	7.8%	8.4%	9.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	71.4%	71.8%	69.9%	69.5%
					净负债比率 (%)	249.7%	254.2%	232.2%	227.7%
					流动比率	0.81	0.97	1.10	1.19
					速动比率	0.31	0.46	0.55	0.62
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.91	0.94	1.04	1.10
					应收账款周转率	20.62	15.72	17.84	16.71
					应付账款周转率	3.32	2.80	3.04	2.91
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.23	3.72	4.41	5.31
					每股经营现金流	7.95	11.70	9.74	12.22
					每股净资产	22.21	25.92	30.33	35.65
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.39	13.61	11.48	9.53
					P/B	2.68	1.95	1.67	1.42
					EV/EBITDA	6.86	6.38	5.31	4.19

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达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。