

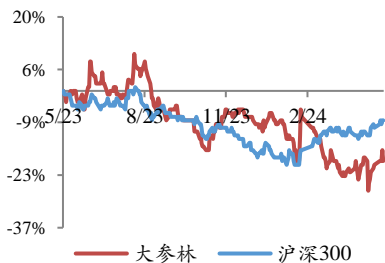
业绩短期承压，门店快速扩张

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-13

收盘价（元）	22.12
近12个月最高/最低（元）	34.18/19.83
总股本（百万股）	1,139
流通股本（百万股）	1,139
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	252
流通市值（亿元）	252

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】公司点评大参林：上半年业绩符合预期，处方承接能力不断提升 2023-09-08

主要观点：

► 事件

公司2023年实现营业收入245.31亿元，同比+15.45%；归母净利润11.66亿元，同比+12.63%；扣非归母净利润11.41亿元，同比+13.56%。

公司2024Q1收入为67.52亿元，同比+13.54%；归母净利润为3.98亿元，同比-19.79%；扣非归母净利润为3.96亿元，同比-20.40%。

► 事件点评

● 23Q4 利润短期承压，全年费用率优化

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为68.08亿元，同比+5.87%；归母净利润为-0.08亿元，同比-106.99%；扣非归母净利润为-0.23亿元，同比-126.47%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为35.90%，同比-1.90个百分点；期间费用率28.86%，同比-1.98个百分点；其中销售费用率22.92%，同比-1.36个百分点；管理费用率（含研发费用）5.16%，同比-0.41个百分点；财务费用率0.78%，同比-0.20个百分点；经营性现金流净额为31.74亿元，同比-15.51%。

● 门店扩张快速覆盖全国多个地区，多元化业务带来会员数量增长稳健

2023年，公司的门店已覆盖全国19个省（自治区、直辖市），门店数量达到14,074家，其中直营门店9,909家，加盟店4,165家。报告期内，公司新开自建门店1,382家，加盟门店2,158家，并购门店750家，新进3省（自治区、直辖市），新进入31个地级市及省辖县。

地域上，公司新增自建门店1,382家，其中华南地区924家，华东地区136家，华中地区110家，东北、华北、西北及西南地区212家。公司合计并表门店750家，其中华东地区60家，东北、华北、西北及西南地区690家。公司O2O送药服务覆盖门店上线率达到79.17%。

处方持续外流，统筹提升客户粘性。公司拥有DTP专业药房227家，获得个人账户医保定点门店9100家，各类统筹报销定点门店1985家，其中门诊统筹定点门店1281家，双通道定点门店574家，门慢门特定点门店1021家（部分门店获得多项统筹报销定点资格）。公司拥有9,394万名会员，其中5,036万名活跃会员（两年内），报告期内新增1414万名会员。

● 24Q1 业务快速扩张，华南市场深耕稳健增长

24Q1财务数据：24Q1公司整体毛利率为35.46%，同比-2.69个百分点；期间费用率26.87%，同比+0.73个百分点；其中销售费用率21.75%，同比+0.79个百分点；管理费用率（含研发费用）

4.36%，同比-0.07个百分点；财务费用率 0.76%，同比+0.02 个百分点；经营性现金流净额为 12.26 亿元，同比+63.04%。

截至 2024 年 3 月 31 日，公司拥有门店 14,915 家（含加盟店 4,610 家），总经营面积 877,827 平方米（不含加盟店面积），2024 年 1-3 月，公司净增门店 841 家，其中：新开门店 396 家，收购门店 68 家，加盟店 445 家，关闭门店 68 家。公司深耕华南地区，通过成熟品牌市场效应保持销售的稳步增长，在东北、华北、西北及西南地区取得了较高的增速，营业收入增速达 39.16%。

● 投资建议

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 295.5/359.4/434.8 亿元，分别同比增长 20.5%/21.6%/21.0%，归母净利润分别为 14.2/17.3/21.1 亿元，分别同比增长 22.0%/21.7%/21.7%，对应估值为 18X/15X/12X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

开拓新市场影响公司短期盈利能力、市场竞争加剧、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	24531	29551	35936	43477
收入同比 (%)	15.5%	20.5%	21.6%	21.0%
归属母公司净利润	1166	1423	1732	2107
净利润同比 (%)	12.6%	22.0%	21.7%	21.7%
毛利率 (%)	35.9%	35.5%	35.0%	34.7%
ROE (%)	17.1%	17.3%	17.4%	17.4%
每股收益 (元)	1.03	1.25	1.52	1.85
P/E	24.17	17.70	14.54	11.95
P/B	4.16	3.05	2.52	2.08
EV/EBITDA	8.67	4.39	3.48	2.60

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	10798	15534	20671	26862	营业收入	24531	29551	35936	43477
现金	4416	7349	11050	15051	营业成本	15724	19067	23349	28375
应收账款	1216	1440	1766	2127	营业税金及附加	95	114	139	168
其他应收款	437	519	635	766	销售费用	5623	6826	8229	9913
预付账款	239	593	541	770	管理费用	1185	1418	1689	2000
存货	4181	5328	6367	7834	财务费用	190	195	181	162
其他流动资产	309	305	313	315	资产减值损失	-77	0	0	0
非流动资产	13325	12022	11326	10346	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	8	10	12
固定资产	2378	2734	3391	3917	营业利润	1632	1954	2378	2894
无形资产	1859	2479	3400	4171	营业外收入	26	16	16	16
其他非流动资产	9088	6808	4535	2258	营业外支出	30	13	13	13
资产总计	24123	27556	31997	37208	利润总额	1628	1957	2381	2897
流动负债	11454	13419	16074	19113	所得税	397	489	595	724
短期借款	733	733	733	733	净利润	1231	1467	1786	2173
应付账款	2746	3664	4283	5329	少数股东损益	64	44	54	65
其他流动负债	7974	9021	11059	13050	归属母公司净利润	1166	1423	1732	2107
非流动负债	4737	4737	4737	4737	EBITDA	3510	5544	5925	6401
长期借款	308	308	308	308	EPS (元)	1.03	1.25	1.52	1.85
其他非流动负债	4429	4429	4429	4429					
负债合计	16190	18155	20811	23849					
少数股东权益	1109	1153	1207	1272	主要财务比率				
股本	1139	1139	1139	1139	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1355	1355	1355	1355	成长能力				
留存收益	4330	5754	7486	9593	营业收入	15.5%	20.5%	21.6%	21.0%
归属母公司股东权	6824	8247	9979	12087	营业利润	14.9%	19.7%	21.7%	21.7%
负债和股东权益	24123	27556	31997	37208	归属于母公司净利	12.6%	22.0%	21.7%	21.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.9%	35.5%	35.0%	34.7%
					净利率 (%)	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
					ROE (%)	17.1%	17.3%	17.4%	17.4%
					ROIC (%)	9.5%	9.9%	10.6%	11.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	67.1%	65.9%	65.0%	64.1%
					净负债比率 (%)	204.1%	193.1%	186.0%	178.5%
					流动比率	0.94	1.16	1.29	1.41
					速动比率	0.56	0.72	0.86	0.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.02	1.07	1.12	1.17
					应收账款周转率	20.18	20.53	20.35	20.44
					应付账款周转率	5.73	5.20	5.45	5.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.03	1.25	1.52	1.85
					每股经营现金流	2.79	4.63	5.81	5.82
					每股净资产	5.99	7.24	8.76	10.61
					估值比率				
					P/E	24.17	17.70	14.54	11.95
					P/B	4.16	3.05	2.52	2.08
					EV/EBITDA	8.67	4.39	3.48	2.60

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。