

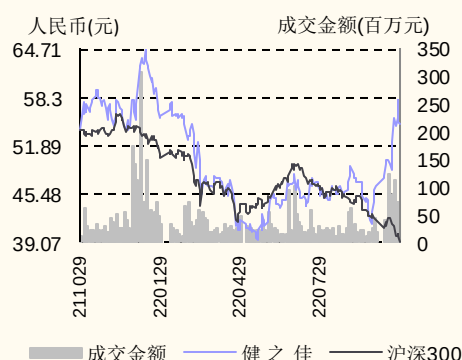
医疗组

健之佳 (605266.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 54.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.99
已上市流通 A 股(亿股)	0.58
总市值(亿元)	54.29
年内股价最高最低(元)	64.87/39.44
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**相关报告**

1.《立足西南布局全国，多元化战略发展可期-健之佳深度报告》，2022.10.13

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

业绩增长超预期，省外拓张有序推进**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,534	8,178	10,291
营业收入增长率	26.58%	17.21%	24.82%	25.16%	25.83%
归母净利润(百万元)	251	301	340	403	501
归母净利润增长率	49.39%	19.66%	13.16%	18.40%	24.47%
摊薄每股收益(元)	4.739	4.323	3.427	4.057	5.050
每股经营性现金流净额	5.97	10.71	7.60	9.10	10.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.63%	15.74%	13.28%	14.17%	15.69%
P/E	23.45	17.71	14.47	12.22	9.82
P/B	3.43	2.79	1.92	1.73	1.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 28 日，公司发布 2022 年三季度报告，前三季度公司实现收入 47.09 亿元，同比+28%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比-1.80%；实现扣非归母净利润 1.94 亿元，同比+4%。
- 从单三季度来看，公司实现收入 17.03 亿元，同比+32%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比+42%；实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+46%。

经营分析

- **单三季度利润增长大超预期，看好四季度持续发展。**公司业绩情况持续改善，单三季度归母净利润、扣非净利润同比增速均超 40%。此外，公司费用率情况边际改善，盈利能力不断提升：单三季度公司销售费用率为 26.5%，环比下降 1.2pct，管理费用率为 2.6%，环比下降 0.1pct；净利率 6.1%，环比增加 2.3pct，同比增长 0.42pct。随着国内疫情管控有力以及疫情相关药品管控措施的精准化，叠加新店、次新店培育推进，公司盈利能力有望持续提升。
- **门店外延扩张稳步推进，唐人并购项目符合预期。**公司以“自建+收购”两种模式驱动门店数量快速、稳健扩张。2022 前三季度，公司医药零售门店中自建店新增 236 家、并购店新增 718 家，其中公司通过并购唐人医药 667 家门店进入河北、辽宁，公司布局省份增至 6 个，为后续发展奠定战略基础。2022 年 9 月起唐人医药并入公司合并财务报表，9 月份唐人医药实现营收 1.38 亿元，占公司第三季度营收的 8%，实现净利润 837 万元，考虑合并报表层面的摊销等其他影响因素，唐人医药对公司经营成果的净贡献为 91 万元，总体情况符合预期。未来并购项目进一步整合、门店逐步成熟，预期将驱动公司经营业绩稳步提高，公司长期增长态势有望持续强化。
- **全渠道+多品类销售，打造差异化竞争力。**公司以实体门店为支撑，持续推行 B2C、O2O、佳 e 购、微商城等，占营收比例超 20%。此外公司坚持多品类经营和差异化营销，深挖药品以外品类的业绩增长点 and 毛利提升空间，进一步增强风险应对能力和差异化竞争力。

盈利预测及投资建议

- 随着公司持续外延扩，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.40、4.03 和 5.01 亿元，增速分别为 13%、18%和 24%维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；收入地区集中

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,529	4,466	5,235	6,534	8,178	10,291
增长率		26.6%	17.2%	24.8%	25.2%	25.8%
主营业务成本	-2,288	-2,961	-3,359	-4,086	-5,209	-6,636
%销售收入	64.9%	66.3%	64.2%	62.5%	63.7%	64.5%
毛利	1,240	1,505	1,876	2,448	2,970	3,655
%销售收入	35.1%	33.7%	35.8%	37.5%	36.3%	35.5%
营业税金及附加	-16	-15	-11	-13	-16	-21
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-888	-1,040	-1,340	-1,797	-2,175	-2,655
%销售收入	25.2%	23.3%	25.6%	27.5%	26.6%	25.8%
管理费用	-106	-147	-138	-163	-204	-257
%销售收入	3.0%	3.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	230	303	387	475	574	722
%销售收入	6.5%	6.8%	7.4%	7.3%	7.0%	7.0%
财务费用	-11	-9	-48	-29	-53	-61
%销售收入	0.3%	0.2%	0.9%	0.4%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-13	-16	-15	-15	-21	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	6	-1	5	5
%税前利润	0.0%	0.3%	1.7%	n.a	0.9%	0.7%
营业利润	221	292	354	457	526	662
营业利润率	6.3%	6.5%	6.8%	7.0%	6.4%	6.4%
营业外收支	-3	8	4	-5	10	5
税前利润	218	301	358	452	536	667
利润率	6.2%	6.7%	6.8%	6.9%	6.5%	6.5%
所得税	-52	-51	-59	-113	-134	-167
所得税率	23.9%	17.0%	16.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	166	249	299	339	402	500
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	168	251	301	340	403	501
净利率	4.8%	5.6%	5.7%	5.2%	4.9%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	166	249	299	339	402	500
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-1	-1
非现金支出	72	84	563	526	613	684
非经营收益	12	10	45	53	60	74
营运资金变动	88	-27	-162	-164	-173	-175
经营活动现金净流	338	317	744	754	903	1,084
资本开支	-133	-133	-386	-909	-354	-309
投资	-39	-5	-345	-70	-80	-100
其他	0	1	6	-1	5	5
投资活动现金净流	-172	-137	-724	-980	-429	-404
股权募资	0	902	26	413	0	0
债权募资	-39	49	-49	690	56	50
其他	-57	-28	-642	-149	-195	-232
筹资活动现金净流	-97	923	-666	953	-139	-182
现金净流量	69	1,103	-646	727	334	498

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	443	1,622	983	1,368	1,295	1,325
应收款项	161	199	285	430	515	648
存货	609	731	1,121	1,441	1,748	2,121
其他流动资产	186	241	108	341	476	639
流动资产	1,399	2,793	2,497	3,579	4,035	4,733
%总资产	70.1%	80.5%	47.9%	49.7%	50.2%	52.7%
长期投资	0	0	10	20	20	20
固定资产	368	377	474	1,086	1,281	1,416
%总资产	18.4%	10.9%	9.1%	15.1%	15.9%	15.8%
无形资产	223	292	792	992	1,041	1,085
非流动资产	596	675	2,717	3,626	3,999	4,255
%总资产	29.9%	19.5%	52.1%	50.3%	49.8%	47.3%
资产总计	1,996	3,469	5,214	7,205	8,034	8,988
短期借款	25	79	414	816	872	923
应付款项	1,201	1,499	1,849	2,307	2,568	2,931
其他流动负债	136	140	158	188	224	281
流动负债	1,362	1,719	2,421	3,312	3,665	4,134
长期贷款	36	31	25	325	325	325
其他长期负债	19	17	875	1,025	1,220	1,355
负债	1,418	1,767	3,321	4,662	5,210	5,815
普通股股东权益	592	1,717	1,910	2,561	2,843	3,193
其中：股本	40	53	70	99	99	99
未分配利润	385	629	783	1,021	1,302	1,653
少数股东权益	-14	-15	-17	-18	-19	-20
负债股东权益合计	1,996	3,469	5,214	7,205	8,034	8,988

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.229	4.739	4.323	3.427	4.057	5.050
每股净资产	14.881	32.399	27.468	25.804	28.644	32.179
每股经营现金净流	8.493	5.974	10.707	7.596	9.096	10.919
每股股利	0.000	2.300	1.575	1.028	1.217	1.515
回报率						
净资产收益率	28.42%	14.63%	15.74%	13.28%	14.17%	15.69%
总资产收益率	8.42%	7.24%	5.76%	4.72%	5.01%	5.58%
投入资本收益率	27.23%	13.80%	13.75%	9.61%	10.63%	12.16%
增长率						
主营业务收入增长率	27.57%	26.58%	17.21%	24.82%	25.16%	25.83%
EBIT增长率	18.43%	31.52%	27.87%	22.73%	20.73%	25.88%
净利润增长率	25.83%	49.39%	19.66%	13.16%	18.40%	24.47%
总资产增长率	18.17%	73.81%	50.33%	38.19%	11.50%	11.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.5	12.2	13.8	21.0	20.0	20.0
存货周转天数	90.7	82.6	100.7	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	110.9	100.6	104.4	115.0	100.0	85.0
固定资产周转天数	38.0	30.5	27.9	45.4	40.5	35.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.09%	-88.82%	-28.74%	-11.26%	-8.40%	-9.99%
EBIT利息保障倍数	20.7	32.4	8.0	16.6	10.8	11.9
资产负债率	71.05%	50.94%	63.69%	64.71%	64.85%	64.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	7	13
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.30	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-13	买入	49.60	60.00 ~ 62.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402