

Q1 利润端强劲恢复， 唐人并表加速业绩释放

核心观点

4月26日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入75.14亿元，同比增长43.54%，实现归母净利润3.63亿元，同比增长20.90%，实现扣非后归母净利润3.61亿元，同比增长27.72%，业绩符合预期。展望23年，处方外流进程持续加速，公司门店规模稳步扩张，我们看好公司业绩潜力逐步释放。

事件

公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告，业绩符合预期

4月26日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年全年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为75.14亿元、3.63亿元、3.61亿元，分别同比增长43.54%、20.90%及27.72%。2023年第一季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为21.67亿元、0.76亿元、0.75亿元，分别同比增长49.41%、143.67%及101.47%，业绩符合预期。

公司2022年利润分配预案以9911.77万股为基数，向全体股东每10股派发现金红利14.6元（含税），以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股增3股。

简评

Q1 利润端强劲恢复，唐人并表显著贡献业绩增量

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5235	7514	9587	11946	14796
YOY(%)	17.2	43.5	27.6	24.6	23.9
净利润(百万元)	301	363	400	506	640
YOY(%)	19.7	20.9	10.2	26.3	26.6
毛利率(%)	35.8	36.1	35.3	35.4	35.4
净利率(%)	5.7	4.8	4.2	4.2	4.3
ROE(%)	15.74	14.11	14.0	15.7	17.5
EPS(摊薄/元)	3.03	3.66	4.04	5.10	6.45
P/E(倍)	26.7	22.1	20.0	15.9	12.5
P/B(倍)	4.2	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源: iFinD, 中信建投证券

健之佳 (605266.SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年05月08日

当前股价: 80.82元

主要数据

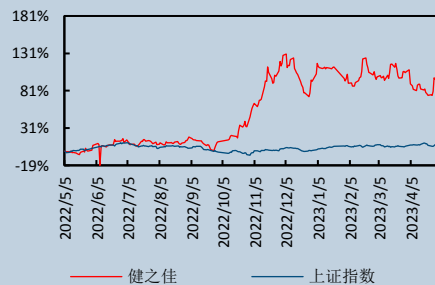
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-6.42/-8.06	2.33/-0.34	43.45/33.49
12月最高/最低价(元)			95.10/41.54
总股本(万股)			9,916.25
流通A股(万股)			5,846.08
总市值(亿元)			80.14
流通市值(亿元)			47.25
近3月日均成交量(万)			98.50

主要股东

深圳市畅思行实业发展有限公司	15.15%
----------------	--------

股价表现



相关研究报告

2022 年全年，公司收入端实现增长 43.54%，主要归功于：1) 22Q4 四类药品需求恢复，进店客流明显增加；2) 唐人医药并表贡献。归母净利润同比增长 20.90%，低于收入端增速，主要由于公司未确认融资费用及借款利息支出增加导致财务费用增长较快。

2022 年第四季度，公司实现营业收入 28.05 亿元，同比增长 78.88%，主要归功于：1) 门店经营恢复正常，新冠需求旺盛，门店交易次数明显提升；2) 新店及次新店收入贡献逐步体现；3) 唐人医药并表贡献。22Q4，公司实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 63.67%，主要由于购药人群大幅增加，门店促销费用占比有所下降，Q4 单季销售费用率下降 3.34 个百分点。

2023 年第一季度，公司实现营业收入 21.67 亿元，同比增长 49.41%，主要由于：1) 居民用药需求恢复，门店交易次数超出预期；2) 唐人医药并表贡献。23Q1，公司实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 143.67%，实现扣非后归母净利润 0.75 亿元，同比增长 101.47%，利润端增速加快主要由于：1) 去年同期基数较低；2) 一季度由于新冠及春节影响，开店数量较少，新开门店促销费用占比减少，我们认为，公司后续会加速门店扩张，全年门店净增加数量有望超过 1000 家。

门店扩张稳步推进，唐人并表贡献增量

门店加速扩张，业绩放量可期。2022 年，公司调整经营战略，维持较高扩张速度，全年自建门店 324 家，并购门店 718 家，闭店 31 家，净增加 1011 家。2023 年第一季度，公司受新冠感染人数达峰及员工春节返乡等一过性因素影响，门店新建速度放缓，一季度合计新开门店 105 家，收购门店 34 家，关闭门店 2 家，净增加 137 家，现有门店 4192 家。我们认为，目前一过性因素影响基本消退，公司仍然维持加速扩张趋势，全年净增加门店有望超过 1000 家，此外，公司新店及次新店储备较多，业绩放量可期。

表 1: 健之佳门店数

省份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
云南	1083	1257	1477	1765	2485	2686	2751
门店环比净增加	95	174	220	288	720	201	65
四川	68	76	83	111	154	185	198
门店环比净增加	0	8	7	28	43	31	13
广西	65	71	78	104	164	191	198
门店环比净增加	17	6	7	26	60	27	7
重庆	89	102	114	150	241	316	325
门店环比净增加	9	13	12	36	91	75	9
河北	0	0	0	0	0	381	422
门店环比净增加	0	0	0	0	0	381	41
辽宁	0	0	0	0	0	296	298
门店环比净增加	0	0	0	0	0	296	2
门店总数	1305	1506	1752	2130	3044	4055	4192
门店环比净增加	121	201	246	378	914	1011	137

资料来源：公司公告，中信建投证券 注：云南省门店含便利店

唐人并表整合，业绩贡献加速放量。2022年8月，唐人医药完成并表，其位于河北、辽宁市场的667家门店正式纳入公司管理范畴，公司也顺势开启了从西南地区布局全国的新战略转型。我们认为唐人医药并表影响如下：1) 扩大业务覆盖面，提供业绩增量。唐人医药为河北地区头部零售企业，市占率及品牌影响力较高，并表后能够迅速扩大公司收入规模，提供额外业绩增量；2) 短期影响毛利率，长期优化空间较大。23Q1, 公司综合毛利率同比减少0.88个百分点为32.61%，主要由于唐人医药处方药及非处方药销售占比较高，并表导致整体毛利率略有下降，我们认为，后续随着整合不断推进，唐人医药毛利率仍有优化空间，长期业绩增量显著。

聚焦下沉市场，坪效稳健提升。公司持续推进门店由省会城市向地、县级城市渗透，目前已形成一定规模。2022年及2023年第一季度，公司门店坪效水平明显提升，主要归功于居民用药需求恢复。我们认为，随着公司下沉市场门店密度进一步提升，公司品牌力持续强化，在处方外流及社会需求恢复的大背景下，公司有望维持较高坪效水平，盈利能力或将进一步提升。

表 2: 公司直营门店分布及日均坪效情况

区域	23Q1 门店数量 (家)	2021 年日均坪效	2022 年日均坪效	22Q1 日均坪效	23Q1 日均坪效
省会级	1115	51.62	57.01	50.25	53.40
地市级	1372	36.67	50.04	39.07	48.97
县市级	1229	29.21	38.43	35.66	38.96
乡镇级	181	20.74	36.93	36.67	36.24
合计	3897	39.75	48.15	42.29	46.78

资料来源: 公司公告, 中信建投证券 注: 坪效不含税, 单位为元/平方米

积极获取医保资质，提升专业服务能力。截至2023年第一季度，公司医保门店数量达到3662家，占公司门店总数的93.97%，维持较高水平。此外，公司积极提升门店专业化服务能力，目前共有慢病医保门店685家；特病医保门店135家；双通道门店167家；门诊统筹门店75家。我们认为，公司后续将继续培育门店专业化能力，聚焦慢病人员粘性提升，夯实长期业绩增长基础。

全渠道销售，单店营收增长稳健

2022年，公司持续推动线上线下全渠道销售体系建设，持续推行B2C、O2O、佳E购、微商城等全渠道营销，拓展门店影响范围，提供额外业绩增量。2022年全年，公司线上业务收入同比提升59.39%达到14亿元，其中O2O业务增长115.46%达到4.47亿元，B2C业务增长50.27%达到5.32亿元。我们认为线上业务有效扩大了门店销售范围，随着消费者线上购药习惯的养成，公司业绩有望迎来新增量。

并表影响 Q1 毛利率，现金流大幅改善

2022年全年，公司综合毛利率36.14%，同比上升0.30个百分点，基本保持稳定；销售费用率为25.43%，同比减少0.16个百分点，主要由于Q4门店促销费用占比下降；管理费用率为2.79%，同比增加0.16个百分点，控费效果理想；财务费用率为1.35%，同比上升0.43个百分点，主要为未确认融资费用及借款利息支出增加。经营活动产生的现金流量净额同比上升59.94%，主要系规模扩张影响所致。存货周转天数为123.3天，同比增加24天，主要由于外部环境变化，公司增加备货；应收账款周转天数为19.6天，同比增加6.0天，主要由于公司收入规模扩大影响；应付账款周转天数为112.8天，同比增加9.8天，主要由于备货量增加导致。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 32.61%，同比减少 0.88 个百分点，主要由于唐人医药处方药及非处方药销售占比较高，并表导致整体毛利略有下降，我们认为，后续随着整合不断推进，毛利率仍有优化空间。销售费用率为 24.58%，同比减少 2.43 个百分点，主要由于一季度新开门店较少，促销费用占比有所下降；管理费用率为 2.00%，同比下降 0.34 个百分点，控费效果理想；财务费用率为 1.51%，同比增加 0.13 个百分点，主要由于短期借款、长期借款增加导致利息支出增加。经营活动产生的现金流量净额为 3.32 亿元，上年同期为负，主要由于本期销售回款增加所致。存货周转天数为 134.4 天，同比增加 17.2 天，主要由于外部环境变化，公司年初增加备货；应收账款周转天数为 23.0 天，同比增加 1.6 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 118.8 天，同比增加 0.9 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 95.87 亿元、119.46 亿元和 147.96 亿元，分别同比增长 27.6%、24.6% 和 23.9%，归母净利润分别为 4.00 亿元、5.06 亿元和 6.40 亿元，分别同比增长 10.2%、26.3% 和 26.6%，折合 EPS 分别为 4.04 元/股、5.10 元/股和 6.45 元/股，分别对应估值 20.0X、15.9X 和 12.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析

1) 医保政策趋严：倘若医保政策趋严，控费要求较高，药品价格整体有可能进一步下降，公司的利润空间可能面临较大的压力；

2) 门店扩张进度低于预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期收入增长存在不利影响；倘若公司 2023 年新开门店数从 1000 家减少到 800 家，则 2023-2025 年归母净利润将从目前预测的 4.00 亿元、5.06 亿元和 6.40 亿元下降到 3.96 亿元、4.97 亿元及 6.25 亿元。倘若公司 2023 年新开门店数从 1000 家减少到 600 家，则 2023-2025 年归母净利润将从目前预测的 4.00 亿元、5.06 亿元和 6.40 亿元下降到 3.92 亿元、4.88 亿元及 6.11 亿元；

3) 门店盈利能力下降：倘若公司后期精细化管理落实不到位，或将降低门店盈利能力，对公司长期利润空间存在不利影响；

4) 处方外流进度低于预期：倘若处方外流进度不及预期，门店端处方外流带来的业务增量会有所减少，影响业绩释放。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

谢俊

xiejun@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk