

健之佳(605266)

报告日期: 2024年04月15日

差异化发展的药店后起之秀

——健之佳深度报告

投资要点

健之佳为连锁药店差异化发展的后起之秀,正处于全国拓展初期,门店数量高速增长拉动收入提升;客群定位年轻化、产品结构多元化构建差异化优势,形成较高利润率水平。我们认为,门店拓展加速&差异化管理优势有望拉动公司收入利润高增长。

□ 连锁药店: 门店加速扩张, 统筹带来增量

集中度提升仍是药店重要发展趋势。2014-2022年我国药店连锁化率由39%提升至58%,行业集中度快速提升;2021年我国连锁药店CR10市占率不足25%(以收入计),相比日本2021年CR10约68%的市占率仍有较大提升空间。整体看来,我国连锁药店仍处于集中度高速提升的初期,龙头门店数量增长、行业集中度提升仍是核心。

门诊统筹逐步落地, 处方外流带来增量。2023Q3,国内统筹门店落地明显加速,2023年6月中旬全国统筹门店4万家,8月末达到14万家,显示统筹落地加速、有望带来处方外流增量,如我们在深度报告《中美日比较下的深度思考-连锁药店行业深度分析》中所述,我国连锁药店有望成为千亿处方外流市场的主要承接者,处方外流有望为我国药店带来收入增量。

新业态: 网上售药蓬勃发展为必然趋势。根据米内网数据,2016-2022年,我国网上药品销售额快速提升,尤其是2020年网上药店销售收入高增长(同比增长76%);2016-2022年,我国网上药品销售占比由1%提至10%,蓬勃发展态势明显。

□ 健之佳: 差异化发展的药店后起之秀

中西成药占比较低, 客群定位更加年轻化, 毛利率处于行业较高水平。除吻合中老年顾客需求外,公司药店针对年轻女性顾客差异化定位,从产品规划上看,2020-2022年公司中西成药占比不足70%,低于同行水平,个护产品占比较高,产品定位的差异化也带来了公司较高毛利率水平。

新业态贡献收入增量, 新业态&下沉拓展下, 日均坪效稳步提升。公司联合佳E购及APP、微商城、官网等自营平台、第三方平台等传统电商工具、O2O等便捷服务,搭建起以会员为核心的全渠道服务平台,2020-2022年,公司线上收入由4.6亿元提升到14亿元,对应CAGR74%,线上收入占比也由10%提升至19%;受益于新业态增量与下沉拓展等,公司日均坪效也稳步提升,由2020年的37元/平方米提升至2022年的48元/平方米(地市级以下门店日均坪效提升较快),我们认为,随着公司下沉门店&新业态持续拓展,公司日均坪效有望稳步提升。

全国化扩张加速, 门店数量有望持续快速增长。2022年8月,唐人医药收购项目的完成,正式开启公司走出西南、布局全国的新篇章,全国化扩张加速下,公司门店数量快速增长,2020-2022年门店数量由1890家提升至3763家,对应门店数量CAGR41%。我们认为,随着公司全国化扩张加速,省外门店数量有望快速增长,从而拉动收入可持续增长。

□ 盈利预测与投资建议

综上,我们给出2023-2025年公司收入分别为90.83/108.46/129.95亿元,分别同比增长20.9%、19.4%、19.8%;2023-2025年公司归母净利润分别为4.03/4.66/5.51亿元,分别同比增长11.02%、15.63%、18.15%。参考行业平均估值,给予公司2024年17倍PE,对应27%空间,首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险;门店扩张速度不及预期的风险;政策变动的风险

投资评级: 增持(首次)

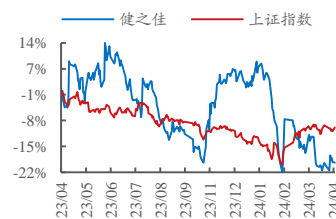
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
执业证书号: S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥45.74
总市值(百万元)	5,893.55
总股本(百万股)	128.85

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7514.44	9083.29	10845.52	12994.76
(+/-) (%)	43.54%	20.88%	19.40%	19.82%
归母净利润	363.35	403.38	466.42	551.08
(+/-) (%)	20.90%	11.02%	15.63%	18.15%
每股收益(元)	2.82	3.13	3.62	4.28
P/E	16	15	13	11

资料来源: wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 连锁药店：门店加速扩张，统筹带来增量	5
1.1 发展阶段：仍处集中度快速提升期，门店拓展仍为核心	5
1.2 新增驱动：处方外流带来新增空间	6
1.3 业态拓展：新型零售为未来方向，亦必争之地	7
2 健之佳：差异化发展的后起之秀	7
2.1 差异发展：客群年轻化，布局新业态	7
2.1.1 客群年轻化，中西成药占比低，毛利率处于行业较高水平	7
2.1.2 布局新业态，线上收入占比提升，日均坪效稳步提升	8
2.1.3 新店&次新店占比较高，快速扩张下或仍有费用压力	9
2.2 加速扩张：河北并购开启全国化拓展进程	10
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 收入拆分：2022-2025 年收入 CAGR20%	11
3.2 盈利能力分析	12
3.3 相对估值	12
4 投资建议	13
5 风险提示	13

图表目录

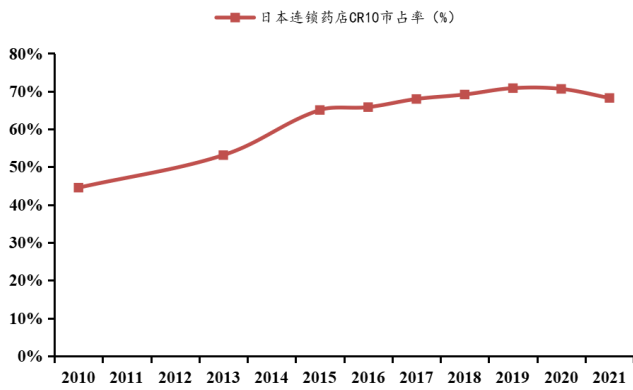
图 1: 2010-2021 年日本连锁药店集中度变化趋势	5
图 2: 2021 年我国零售药店市场格局	5
图 3: 2006-2022 年我国零售药店数量变化	5
图 4: 2006-2022 年我国零售药店连锁率变化	5
图 5: 日本连锁药店股价变动复盘	6
图 6: 2014-2021 年我国药品总销售额变化	6
图 7: 2014-2021 年我国药品三大终端销售占比	6
图 8: 2014-2021 年我国 DTP 销售额及增速	7
图 9: 2017-2021 年我国实体药店 DTP 销售规模及占比	7
图 10: 2016-2022 年线上药店销售额与增速	7
图 11: 2016-2022 年线上与线下药店销售占比	7
图 12: 2018-2022 年公司营收结构 (按产品, 亿元)	8
图 13: 2018-2022 年公司营收结构 (按行业, 亿元)	8
图 14: 2018-2022 年, 健之佳中西成药占比较低	8
图 15: 2018-2022 年药店上市企业毛利率	8
图 16: 2020-2022 年健之佳线上收入占比稳步提升	9
图 17: 2022 年健之佳线上收入占比处于行业较高水平	9
图 18: 2020-2022 年药店上市企业日均坪效 (元/平方米)	9
图 19: 2021-2022 年健之佳不同区域门店坪效变化	9
图 20: 2021-2022 年健之佳新店次新店占比	10
图 21: 2018-2022 年药店上市企业净利率 (%)	10
图 22: 2018-2022 年药店上市企业人效 (营业收入/销售薪酬)	10
图 23: 2018-2022 年药店上市企业租效 (营业收入/租金费用)	10
图 24: 2022 年健之佳门店分布	11
图 25: 健之佳门店数量变化	11
图 26: 2018-2022 年药店上市企业门店数量变化 (家)	11
图 27: 2018-2022 年药店上市企业直营门店数量变化 (家)	11
表 1: 2020-2025E 公司收入成本拆分	12
表 2: 2020-2025E 销售与管理费用率拆分	12
表 3: 可比公司估值	13
表附录: 三大报表预测值	14

1 连锁药店：门店加速扩张，统筹带来增量

1.1 发展阶段：仍处集中度快速提升期，门店拓展仍为核心

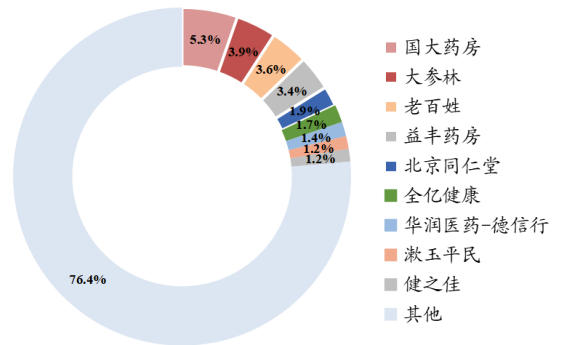
集中度提升仍是药店重要发展趋势。以连锁化率看，2014年后我国药店连锁化率快速提升，2014-2022年连锁化率由39%提升至58%，行业集中度快速提升；以提升空间看，2021年我国连锁药店CR10市占率不足25%（以收入计），相比日本2021年CR10约68%的市占率仍有较大提升空间。整体看来，我国连锁药店仍处于集中度高速提升的初期，龙头门店数量增长、行业集中度提升仍是核心。

图1：2010-2021年日本连锁药店集中度变化趋势



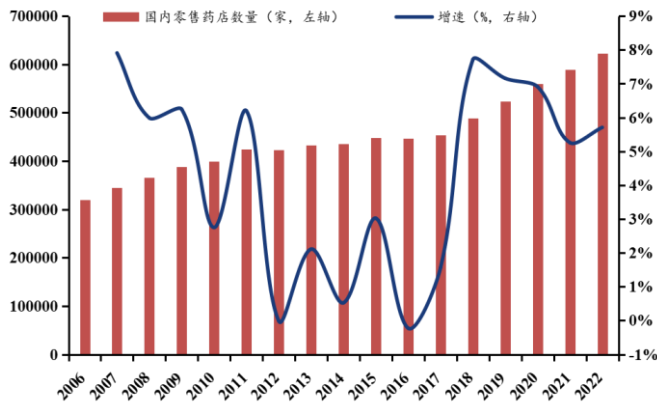
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图2：2021年我国零售药店市场格局



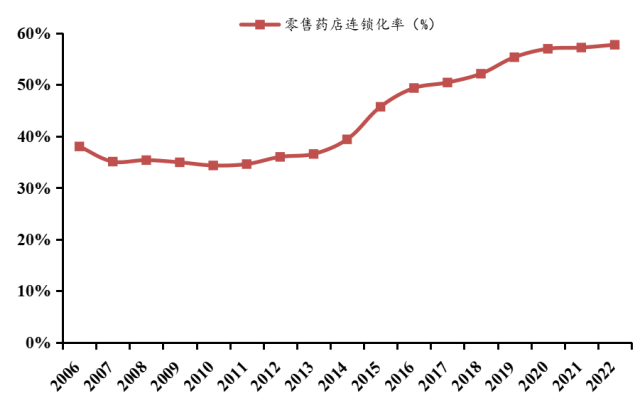
资料来源：中国药店，药店经理人，浙商证券研究所

图3：2006-2022年我国零售药店数量变化



资料来源：NMPA，浙商证券研究所

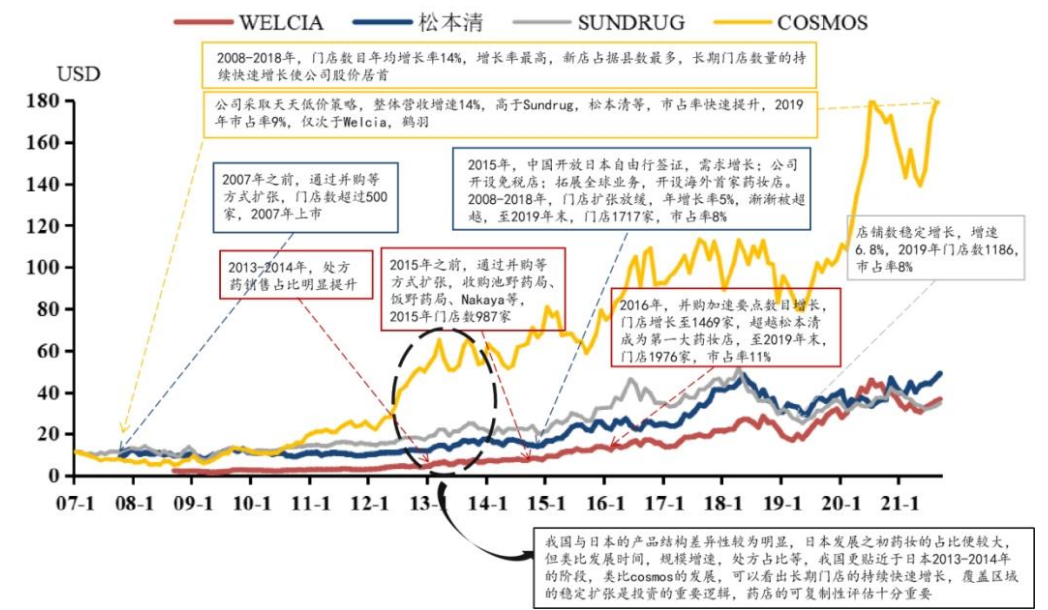
图4：2006-2022年我国零售药店连锁率变化



资料来源：NMPA，浙商证券研究所

类比海外，扩张速度是产业竞争第一变量。正如我们在2021年9月深度报告《中美日比较下的深度思考-连锁药店行业深度分析》以及2023年10月深度报告《中日对比下药店投资机会展望》，通过对比日本药店龙头发展，可以看出Cosmos的市占率并不是最高，但因其扩张速度最快，驱动了市占率快速提升，股价弹性也远超其他龙头药店，这说明长期门店数目的持续快速增长，覆盖区域的稳定扩张是投资的重要逻辑，药店的可复制性评估十分重要。

图5：日本连锁药店股价变动复盘



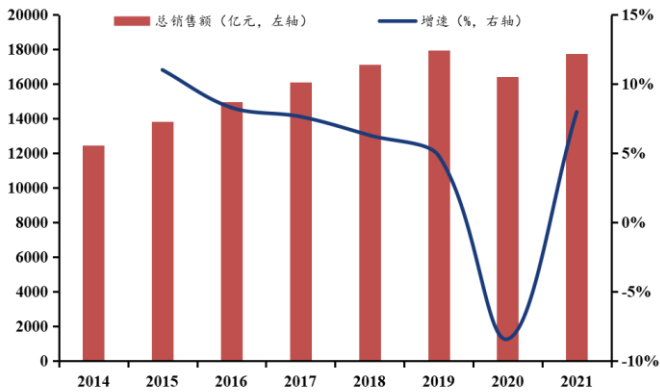
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

1.2 新增驱动：处方外流带来新增空间

门诊统筹逐步落地，加速处方外流。2023Q3，国内统筹门店落地明显加速，6月中旬统筹门店4万家，8月末14万家，统筹落地带来明显引流，拉动同店高增长。

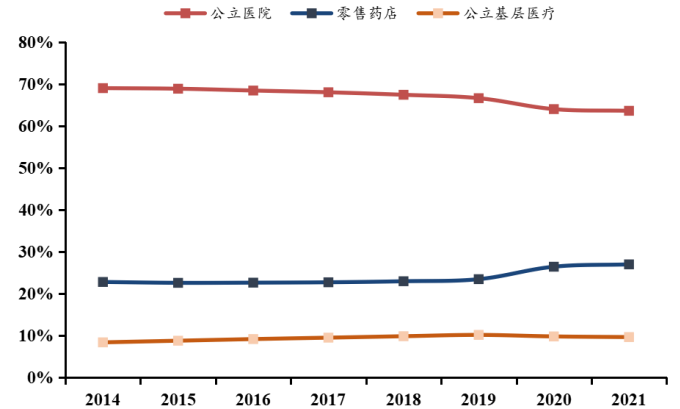
处方外流有望贡献较大增量。国内连锁药店在院边店、DTP均有较早布局，叠加政策鼓励下，正如我们在2021年9月深度报告《中美日比较下的深度思考-连锁药店行业深度分析》中所述，我国连锁药店有望成为千亿处方外流市场的主要承接者，处方外流有望为我国药店带来收入增量。

图6：2014-2021年我国药品总销售额变化



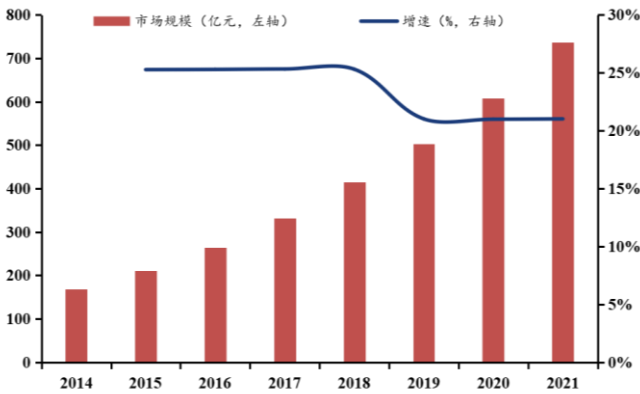
资料来源：米内网，浙商证券研究所

图7：2014-2021年我国药品三大终端销售占比



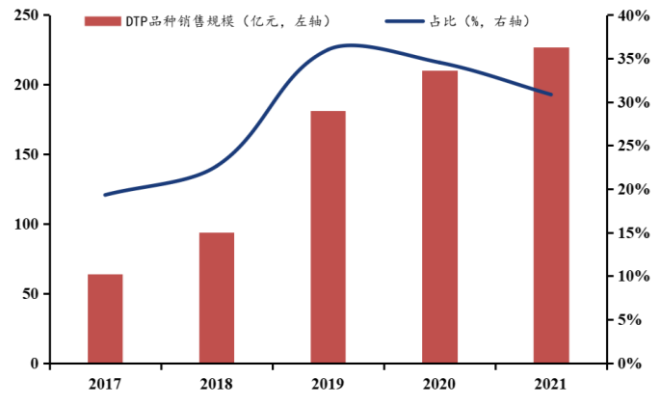
资料来源：米内网，浙商证券研究所

图8: 2014-2021年我国DTP销售额及增速



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图9: 2017-2021年我国实体药店DTP销售规模及占比

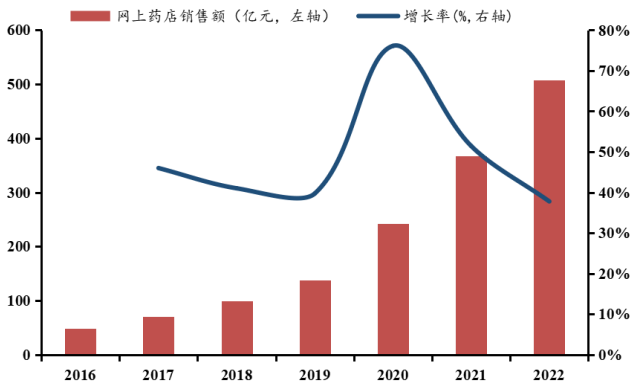


资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

1.3 业态拓展: 新型零售为未来方向, 亦必争之地

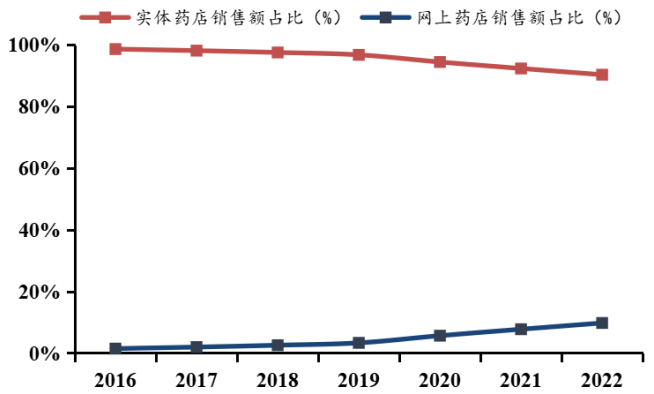
网上售药蓬勃发展为必然趋势。根据米内网数据, 2016-2022年, 我国网上药品销售额快速提升, 尤其是2020年, 网上药店销售收入高增长(同比增长76%); 2016-2022年, 我国网上药品销售占比由1%提至10%, 蓬勃发展态势明显, 各家药店龙头也需要积极布局。

图10: 2016-2022年线上药店销售额与增速



资料来源: 米内网, 浙商证券研究所

图11: 2016-2022年线上与线下药店销售占比



资料来源: 米内网, 浙商证券研究所

2 健之佳: 差异化发展的后起之秀

2.1 差异发展: 客群年轻化, 布局新业态

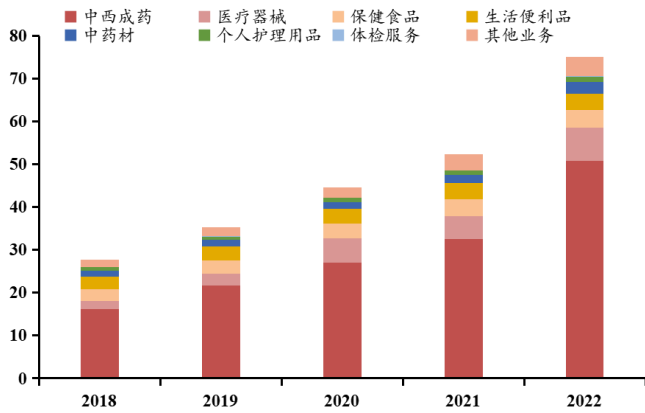
2.1.1 客群年轻化, 中西成药占比低, 毛利率处于行业较高水平

中西成药占比较低, 客群定位更加年轻化, 毛利率处于行业较高水平。公司药店除吻合中老年顾客需求外, 还针对年轻女性顾客做差异化定位, 从产品规划上看, 2020-2022年公司中西成药占比不足70%, 低于同行水平, 个人护理产品等占比较高, 产品定位的差异化也带来了公司毛利率处于行业较高水平。

毛利率有望维持较高水平。2018-2022年, 虽然公司中西成药、线上销售等毛利率相对较低产品占比提升, 但在公司差异化、精细化等驱动下, 公司毛利率仍处于行业较高水平

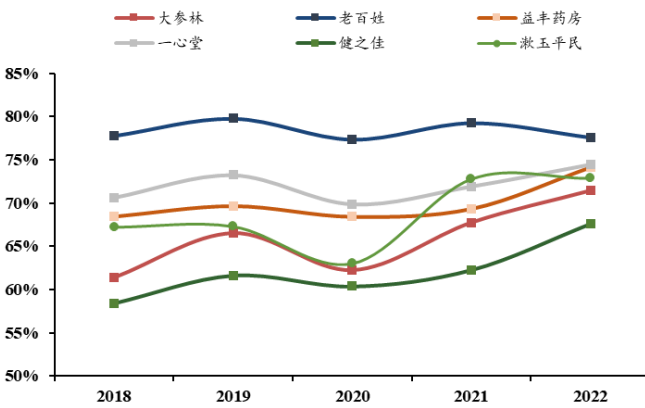
(2021-2022 年公司毛利率持续高于行业均值), 我们认为, 随着公司精细化管理的持续, 毛利率有望维持相对较高水平。

图12: 2018-2022 年公司营收结构 (按产品, 亿元)



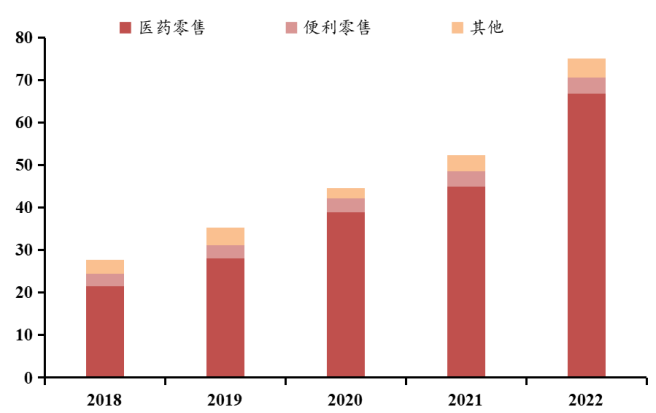
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2018-2022 年, 健之佳中西成药占比比较低



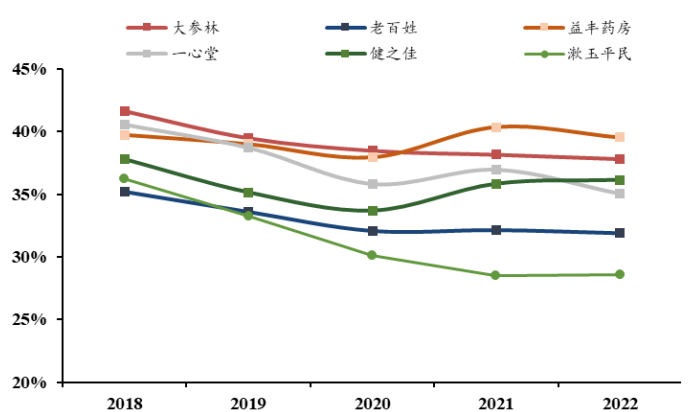
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2018-2022 年公司营收结构 (按行业, 亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2018-2022 年药店上市企业毛利率

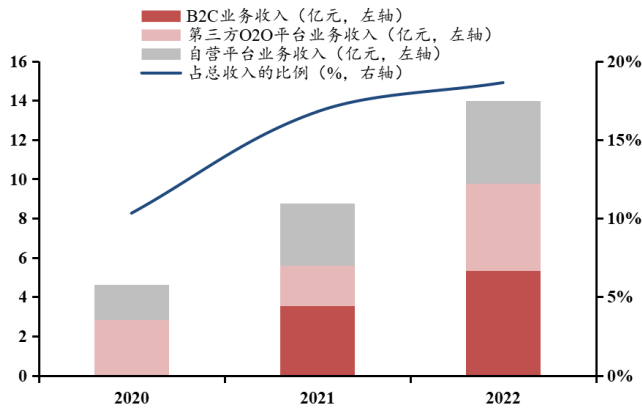


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.1.2 布局新业态, 线上收入占比提升, 日均坪效稳步提升

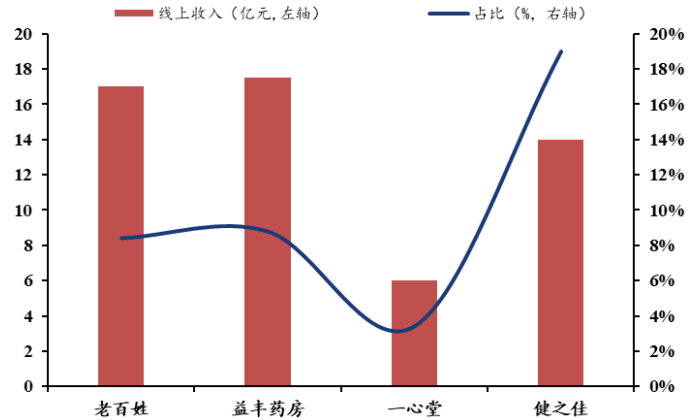
新业态贡献收入增量。公司联合佳E购及APP、微商城、官网等自营平台、第三方平台等传统电商工具、O2O等便捷服务, 搭建起以会员为核心的全渠道服务平台, 打造集合了社区专业药房、便利店、中医诊所、社区诊所和体检中心等业态的多元化社区健康服务生态圈。2020-2022年, 公司线上收入由4.6亿元提升到14亿元, 对应收入CAGR74%, 收入占比也由10%提升至19%, 贡献收入增量。

图16: 2020-2022年健之佳线上收入占比稳步提升



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

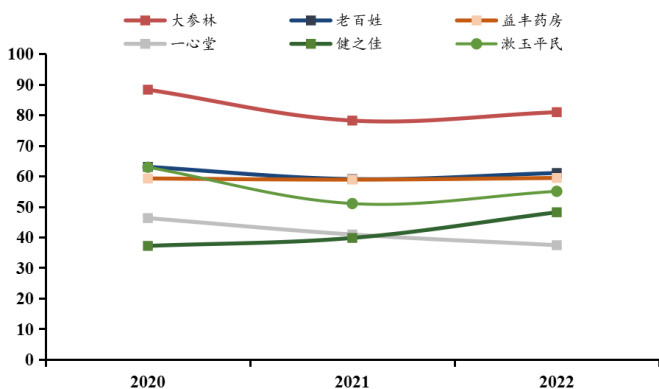
图17: 2022年健之佳线上收入占比处于行业较高水平



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

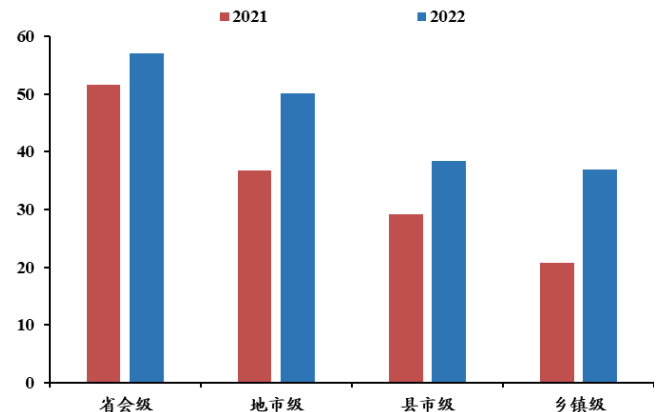
日均坪效有望稳步提升。2020-2022年, 在新业态收入快速增长、门店下沉及省外拓展等拉动下, 健之佳日均坪效稳步提升, 由2020年的37元/平方米提升至2022年的48元/平方米, 其中地市级以下门店日均坪效也提升较快, 我们认为, 随着公司门店下沉、新业态持续拓展等, 公司日均坪效有望稳步提升。

图18: 2020-2022年药店上市企业日均坪效 (元/平方米)



资料来源: 各公司年报&招股书, 浙商证券研究所

图19: 2021-2022年健之佳不同区域门店坪效变化

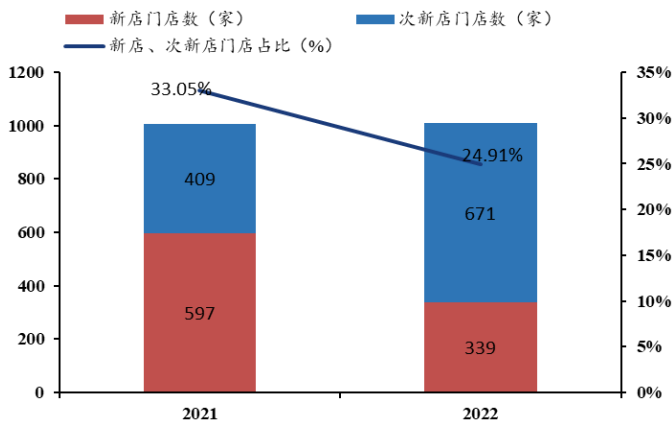


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2.1.3 新店&次新店占比较高, 快速扩张下或仍有费用压力

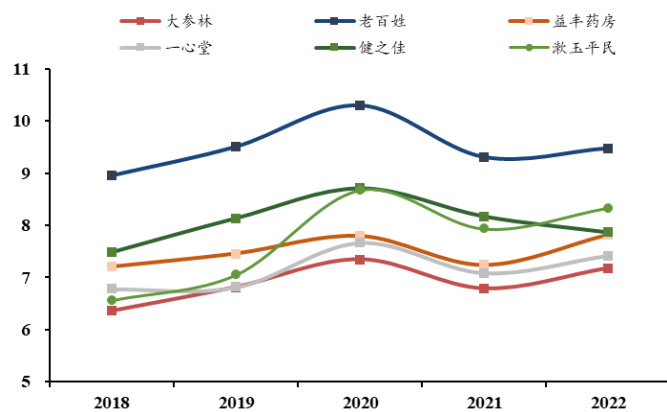
次新店、新店占比较高, 门店快速扩张仍可能带来部分费用压力。2021-2022年公司新店次新店占比分别为33.05%、24.91%, 占比呈现下降趋势, 根据公司公告数据, 公司云南省内门店盈利周期约2年, 川渝桂盈利周期约2-3年, 2020-2022年新建门店有望拉动2023-2025年利润增速。但我们认为, 门店扩张仍是当下发展的重要拉动, 2023-2025年, 公司或仍处于门店快速增长期, 在快速扩张下费用或仍有部分压力, 净利率或略降。

图20: 2021-2022年健之佳新店次新店占比



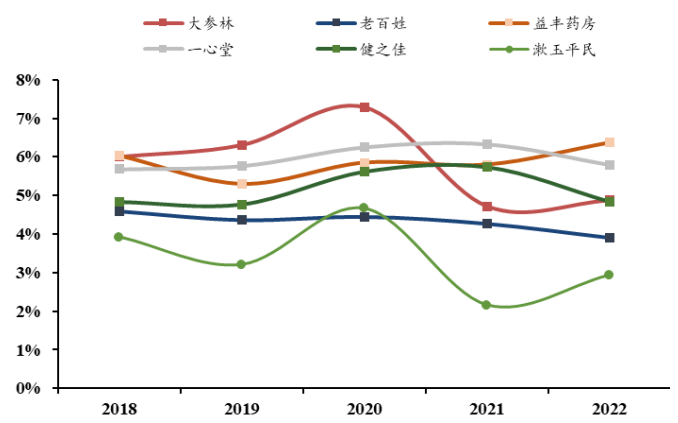
资料来源: 各公司年报&招股书, 浙商证券研究所

图22: 2018-2022年药店上市企业人效 (营业收入/销售薪酬)



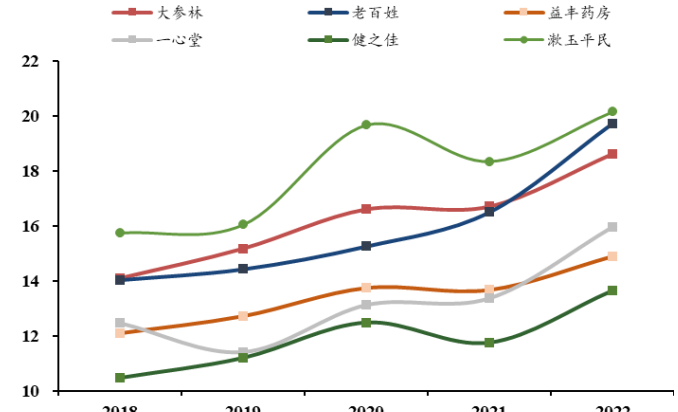
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2018-2022年药店上市企业净利率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2018-2022年药店上市企业租效 (营业收入/租金费用)



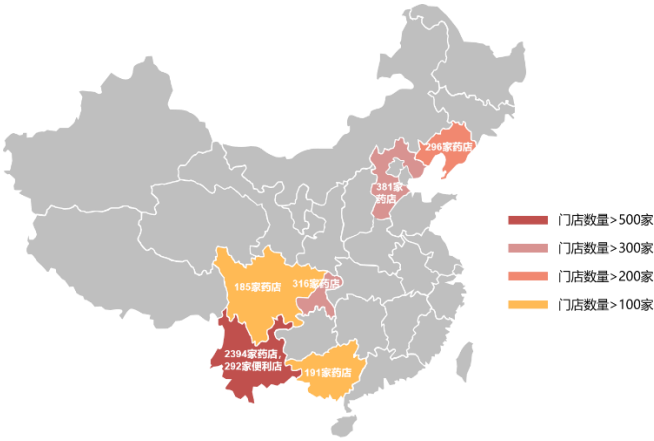
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 加速扩张: 河北并购开启全国化拓展进程

全国化扩张加速, 门店数量有望持续快速增长。2022年8月, 唐人医药收购项目的完成, 正式开启公司走出西南、布局全国的新篇章, 全国化扩张加速下, 公司医药零售门店数量快速增长, 2020-2022年医药零售门店数量由1890家提升至3763家, 对应门店数量CAGR41%。我们认为, 随着公司全国化扩张加速, 省外门店数量有望快速增长, 从而拉动收入提升。

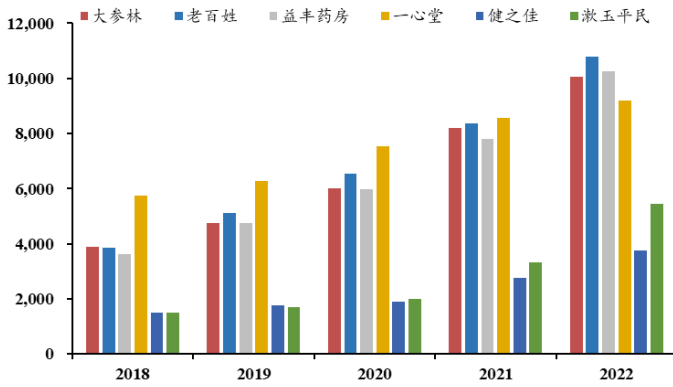
行业仍处于集中度快速提升期, 参考行业龙头门店扩张节奏, 公司门店有望实现25%-30%的增长。2022年公司医药零售门店数量3763家, 2020-2022年门店数量CAGR41%, 贴近老百姓、大参林、益丰药房三家上市较早的药店龙头企业2018年门店数量3785家、2016-2018年门店数量CAGR平均42%的发展节奏, 参考药店龙头发展节奏, 并考虑行业Top10市占率较低, 仍处于集中度快速提升期, 我们认为, 健之佳2023-2025年有望实现门店25%-30%的快速增长。

图24: 2022年健之佳门店分布



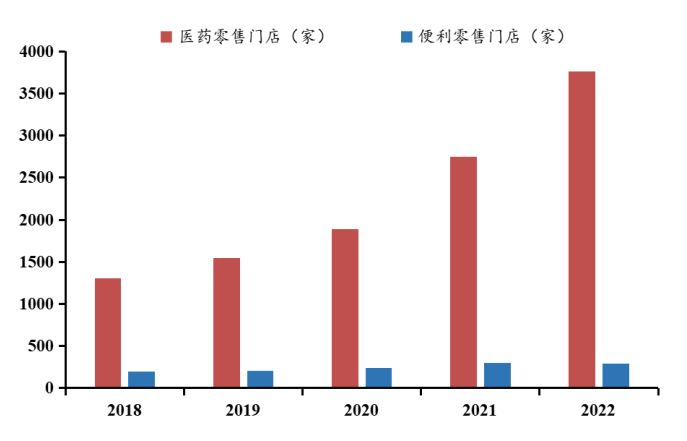
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图26: 2018-2022年药店上市企业门店数量变化(家)



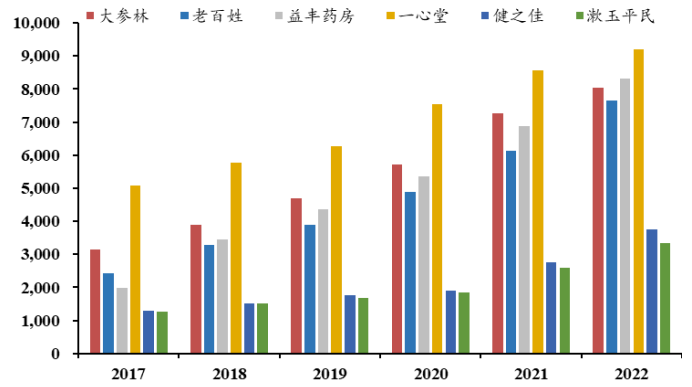
资料来源: 各公司年报&招股书, 浙商证券研究所

图25: 健之佳门店数量变化



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图27: 2018-2022年药店上市企业直营门店数量变化(家)



资料来源: 各公司年报&招股书, 浙商证券研究所

收入有望快速增长, 毛利率有望维持相对较高水平。综上, 我们认为, 在新业态拉动日均坪效提升、全国化拓展拉动门店数量快速增长的驱动下, 公司收入有望快速增长。同时, 在公司差异化定位、精细化管理等驱动下, 毛利率也有望维持相对较高水平。

3 盈利预测与投资建议

3.1 收入拆分: 2022-2025年收入CAGR20%

核心假设:

医药零售: 公司2022年并购唐人后, 正处于门店快速扩张期, 门店数量有望快速增长(参考老百姓、益丰药房、大参林等上市较早药店龙头的发展周期, 给出公司2023-2025年医药零售门店数量维持25%-30%的增长)以及新业态带来日均坪效提升的驱动下, 公司医药零售板块收入有望快速提升, 对应2023-2025年收入分别为81.93/98.69/119.29亿元, 考虑精细化管理以及线上销售占比提升等对毛利率的正负影响, 公司医药零售毛利率有望维持33.7%-33.8%的相对稳定水平。

便利零售: 公司便利零售主要布局在云南省内, 门店数量与收入增速相对缓慢, 我们认为, 随着云南省内药店下沉拓展, 便利店数量也有望保持略增长的水平, 拉动2023-2025

年收入 3.84/4.06/4.30 亿元，考虑公司便利零售主要在云南，精细化管理下毛利率或稳中略有提升，给出 2023-2025 年 22% 的毛利率水平。

表1： 2020-2025E 公司收入成本拆分

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4466	5235	7514	9083	10846	12995
增长率（%）	26.6%	17.2%	43.5%	20.9%	19.4%	19.8%
毛利率（%）	33.7%	35.8%	36.1%	35.5%	35.5%	35.4%
医药零售						
营业收入（百万元）	3889	4505	6683	8193	9869	11929
增长率（%）	38.8%	15.8%	48.4%	22.6%	20.5%	20.9%
毛利率（%）	32.3%	33.7%	34.1%	33.7%	33.7%	33.8%
便利零售						
营业收入（百万元）	336	358	378	384	406	430
增长率（%）	6.5%	6.8%	5.5%	1.4%	5.9%	5.8%
毛利率（%）	21.2%	21.1%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
其他						
营业收入（百万元）	242	372	453	507	570	636
增长率（%）	-41.4%	53.9%	21.8%	11.9%	12.5%	11.6%
毛利率（%）	73.5%	76.0%	77.8%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源：wind，浙商证券研究所

2022-2025 年收入 CAGR20%。综上，2023-2025 年公司收入分别为 90.83/108.46/129.95 亿元，分别同比增长 20.9%、19.4%、19.8%，2022-2025 年收入 CAGR20%。

3.2 盈利能力分析

全国化拓展下，费用率或略有提升。我们认为，随着全国化门店的拓展，初期拓展过程中，省外盈利能力或低于公司已具有规模化效益的云南省内，公司销售与管理费用率或略有提升，净利率或略有下降。

表2： 2020-2025E 销售与管理费用率拆分

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用（百万元）	1041	1340	1911	2340	2809	3373
销售费用率（%）	23.3%	25.6%	25.4%	25.8%	25.9%	26.0%
管理费用（百万元）	147	138	210	272	315	377
管理费用率（%）	3.3%	2.6%	2.8%	3.0%	2.9%	2.9%

资料来源：wind, 浙商证券研究所

综上假设 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.03/4.66/5.51 亿元，分别同比增长 11.02%、15.63%、18.15%。

3.3 相对估值

选择国内连锁药店上市企业作为可比公司，包括老百姓、大参林、益丰药房、一心堂、漱玉平民等，参考行业平均估值，给予公司 2024 年 17 倍 PE，对应 27% 空间。

表3: 可比公司估值

公司名称	现价(元) 2024/4/15	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				P/E(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603939.SH 益丰药房	43.70	441.62	1.25	1.34	1.66	2.10	35	33	26	21
603233.SH 大参林	21.98	250.32	0.91	1.14	1.47	1.81	24	19	15	12
603883.SH 老百姓	31.44	183.90	1.34	1.61	1.93	2.33	23	20	16	13
002727.SZ 一心堂	20.72	123.49	1.69	0.92	1.98	2.32	12	23	10	9
301017.SZ 漱玉平民	12.20	49.45	0.57	0.61	0.81	1.09	22	20	15	11
平均值							23	23	17	13
605266.SH 健之佳	45.74	58.94	2.82	3.13	3.62	4.28	16	15	13	11

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 投资建议

基于以上假设,我们给出2023-2025年公司收入分别为90.83/108.46/129.95亿元,分别同比增长20.9%、19.4%、19.8%;2023-2025年公司归母净利润分别为4.03/4.66/5.51亿元,分别同比增长11.02%、15.63%、18.15%。参考行业平均估值,给予公司2024年17倍PE,对应27%空间,首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

行业竞争加剧的风险。公司收入利润的增速来自集中度提升下的门店扩张,若:(1)区域性零售药店龙头扩大规模,与全国性药店龙头形成竞争,零售企业竞争日益加剧。(2)其他行业通过并购进入药品零售行业,加剧市场竞争。(3)互联网售药冲击,政策推动开放网上处方药,或互联网药店探索出有利的竞争模式,将直接影响实体药店的销售额。

门店扩张速度不及预期的风险。公司正处于全国化扩张初期,门店数量扩张是收入增长的核心驱动,若融资难度提升、市场竞争、政策环境、自身经营以及消费者购买习惯等因素发生变动,或公司并购整合或加盟门店数量不及预期,将直接影响公司扩张速度。

政策变动的风险。连锁药店受政策影响较大,若统筹门店落地、处方外流、集采降价等政策波动,或将对经营产生影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3939	4207	4813	5532
现金	933	949	944	946
交易性金融资产	3	0	0	0
应收账款	592	706	823	959
其它应收款	54	77	96	106
预付账款	131	70	84	101
存货	2166	2342	2799	3357
其他	62	62	67	64
非流动资产	5446	6391	6948	7441
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	18	20	25	30
固定资产	905	1005	1370	1700
无形资产	90	131	170	209
在建工程	181	624	580	544
其他	4251	4611	4803	4959
资产总计	9385	10598	11761	12973
流动负债	4225	4904	5687	6427
短期借款	201	749	759	803
应付款项	2803	3343	3855	4372
预收账款	4	3	4	5
其他	1217	808	1068	1247
非流动负债	2601	2903	3024	3154
长期借款	1192	1192	1192	1192
其他	1409	1711	1832	1962
负债合计	6826	7807	8711	9581
少数股东权益	(17)	(18)	(19)	(21)
归属母公司股东权	2576	2809	3069	3412
负债和股东权益	9385	10598	11761	12973

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1191	786	795	820
净利润	363	402	465	550
折旧摊销	156	138	166	197
财务费用	102	113	130	133
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	1404	321	492	499
其它	(834)	(188)	(458)	(560)
投资活动现金流	(2499)	(777)	(580)	(535)
资本支出	(612)	(605)	(400)	(400)
长期投资	(9)	(2)	(5)	(5)
其他	(1878)	(171)	(175)	(130)
筹资活动现金流	1156	8	(221)	(283)
短期借款	171	547	11	43
长期借款	1167	0	0	0
其他	(182)	(539)	(231)	(326)
现金净增加额	(152)	17	(6)	2

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7514	9083	10846	12995
营业成本	4799	5856	6998	8393
营业税金及附加	23	26	29	37
营业费用	1911	2340	2809	3373
管理费用	210	272	315	377
研发费用	0	0	0	0
财务费用	102	113	130	133
资产减值损失	39	35	44	57
公允价值变动损益	0	26	23	23
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	14	14	16	16
营业利润	445	482	560	664
营业外收支	(5)	3	1	(0)
利润总额	441	484	561	664
所得税	77	82	95	114
净利润	363	402	465	550
少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	363	403	466	551
EBITDA	640	699	819	954
EPS (最新摊薄)	2.82	3.13	3.62	4.28

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	43.54%	20.88%	19.40%	19.82%
营业利润	25.89%	8.13%	16.22%	18.72%
归属母公司净利润	20.90%	11.02%	15.63%	18.15%
获利能力				
毛利率	36.14%	35.53%	35.47%	35.41%
净利率	4.84%	4.42%	4.29%	4.23%
ROE	16.32%	15.08%	15.97%	17.11%
ROIC	6.75%	7.16%	7.76%	8.37%
偿债能力				
资产负债率	72.73%	73.67%	74.07%	73.86%
净负债比率	28.88%	28.99%	27.31%	25.44%
流动比率	0.93	0.86	0.85	0.86
速动比率	0.42	0.38	0.35	0.34
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.91	0.97	1.05
应收账款周转率	18.34	13.90	13.82	13.85
应付账款周转率	3.19	2.71	2.80	3.00
每股指标(元)				
每股收益	2.82	3.13	3.62	4.28
每股经营现金	9.24	6.10	6.17	6.36
每股净资产	25.98	21.80	23.82	26.48
估值比率				
P/E	16.22	14.61	12.64	10.69
P/B	1.76	2.10	1.92	1.73
EV/EBITDA	16.14	12.34	10.80	9.44

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>