

大参林(603233)

快速扩张的高利润率药店龙头

——首次覆盖深度报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 02180105933
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

公司为中参产品特色的连锁药店龙头，日均平效、净利率、跨区域扩张速度均处于行业较高水平，疫情后业绩有望恢复高增长，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 行业分析：门店扩张为核心，处方药占比增长为长期趋势

供给端：连锁率提高、十强占比明显提高，行业集中趋势明显。需求端：处方外流、集采降价、两票制等政策促使了院外药品需求的增加，类比日本处方外流过程，我们认为我国处方外流正处于医生利益机制逐步解决、拐点逐步来临的窗口。分析2014-2020年处方外流情况，我们认为处方外流并不是在存量市场上的简单加总，更多是连锁药店竞争新市场、产品结构转变与客流量提升。对比海外连锁药店发展路径，我们认为连锁药店集中度提升是核心逻辑，处方外流带来毛利率的下降是长期趋势。综合行业发展阶段，我们认为，连锁药店当下发展的核心为规模扩张与盈利能力。从扩张角度来讲，大参林全国式布局，两广以外区域门店迅速增长，有较强跨区域复制能力；从盈利角度来讲，大参林依托中参特色，日均平效与利润率均处于行业较高水平。

□ 大参林：快速扩张、高利润率的药店龙头

中参药材收入占比近20%，拉高整体利润率。公司立足华南市场，持续深耕中参特色产品，形成了自主品牌为主、覆盖高中低档产品的中参特色布局，提升客户粘性。中参产品毛利率约40%，带动公司日均平效、利润率持续高于行业平均水平。我们认为，中参产品的品牌形成、产业链搭建均需一定时间，公司已经形成了一定的产品壁垒，随着中药的政策鼓励以及人们养生需求的提升，公司中参产品销售收入占比或将持续较高，公司利润率或将持续处于行业较高水平。

两广为根基，拓展全国，强跨区域复制能力。（1）门店扩张跨区域可复制。大参林坚持“聚焦两广，全国扩张”的发展战略，在深耕两广的前提下，覆盖省份数快速扩张，2019-2021年，公司两广以外区域门店数量CAGR53.4%，远高于两广区域的25.2%，华中、东北等区域门店数量增速较快，充分体现其门店的跨区域复制能力；（2）高毛利率产品结构可复制。在河南，公司中参产品已形成较高品牌知名度。我们认为，随着全国中药及养生需求的提升，以及公司门店的快速跨区域扩张，公司或将在门店新增带动收入增长的同时，以特色产品同步带动利润高增长。

加盟下沉加速布局，租效人效稳步提升。大参林在行业中平均门店面积最小、日均平效最高，高价位、高毛利率产品销售收入占比较高，对应其租效处于行业高位，但公司销售薪酬相对较高，人效较低。2019-2021年，公司加盟门店分别为54/315/935家，助力公司租效人效稳步提升。我们认为，随着大参林在各省份直营优势的建立，加盟所涉及的省份也将提升，加盟门店占比提升，从而促进公司租效人效的持续提升。

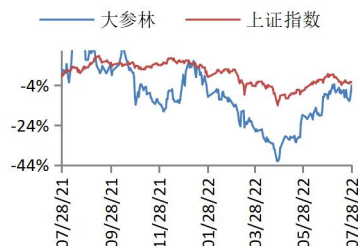
评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥32.57

单季度业绩

单季度业绩	元/股
1Q/2022	0.49
4Q/2021	-0.03
3Q/2021	0.22
2Q/2021	0.39



公司简介

相关报告

1 《【浙商|孙建】连锁药店行业深度：中日美比较下的深度思考》2021.09.25

报告撰写人：孙建
联系人：孙建

□ 盈利预测及估值

基于以上假设，我们认为，公司 2022-2024 年营业总收入分别为 207.54/261.35/325.20 亿元，分别同比增长 23.84%、25.92%、24.43%；归母净利润 10.22/13.12/16.43 亿元，分别同比增长 29.14%、28.44%、25.21%，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.29/1.66/2.08 元，当前股价对应 PE 为 25/20/16 倍，考虑到公司持续较高的利润率水平与增速，给予 2022 年 30 倍 PE，对应股价 39.08 元，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；集采药品降价超预期的风险；并购扩张不及预期的风险；处方外流规模不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	16759.34	20754.50	26134.73	32520.40
(+/-)	14.92%	23.84%	25.92%	24.43%
归母净利润	791.23	1021.76	1312.38	1643.27
(+/-)	-29.90%	29.14%	28.44%	25.21%
每股收益(元)	1.00	1.29	1.66	2.08
P/E	33	25	20	16

正文目录

1. 连锁药店：集中度提升为核心逻辑	5
1.1. 集中度提升为首要逻辑，需加速扩张	5
1.2. 处方外流为长期趋势，需积极布局	8
1.3. 新型零售为未来方向，亦必争之地	10
2. 大参林：跨区域可复制，高利润率水平	11
2.1. 产品特点：中参特色，提升利润率水平	11
2.2. 门店拓展：立足两广，拓展全国	12
2.3. 租效人效：加盟下沉加速，租效人效提升	14
3. 盈利预测与估值	15
3.1. 营业收入拆分	15
3.2. 盈利能力拆分	16
3.3. 相对估值	17
3.4. 投资建议	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 2013-2019 年药店数量结构变动情况	5
图 2: 2014-2018 年中国药店销售额	5
图 3: 2014-2018 年中国十强与百强药店销售额占比	5
图 4: 美国连锁药店市场份额	6
图 5: 日本连锁药店市场份额	6
图 6: 美国连锁药店股价变动复盘	6
图 7: 日本连锁药店股价变动复盘	7
图 8: 2017-2021 年四大药店门店数量变动	7
图 9: 2017-2021 年四大药店龙头加盟门店占比	7
图 10: 2013-2019 年零售药店销售额（药品+非药品）	8
图 11: 2018-2019 年零售药店产品结构变化	8
图 12: 药店各品类产品毛利率	8
图 13: 2017-2021 年国内与海外药店毛利率情况	8
图 14: 日本处方外流率及对应的发展阶段	9
图 15: 2014-2020 年三大药品零售终端销售额占比	9
图 16: 2014-2020 年零售药店存量市场与新增处方外流量	9
图 17: 2021 年四大连锁药店院边店数量	10
图 18: 中国 DTP 药房规模及增速	10
图 19: 2014-2020 年线上药店销售额与增速	10
图 20: 2013-2019 年线上与线下药店销售占比	10
图 21: 2017-2021 年大参林营业收入（按产品，百万元）	11

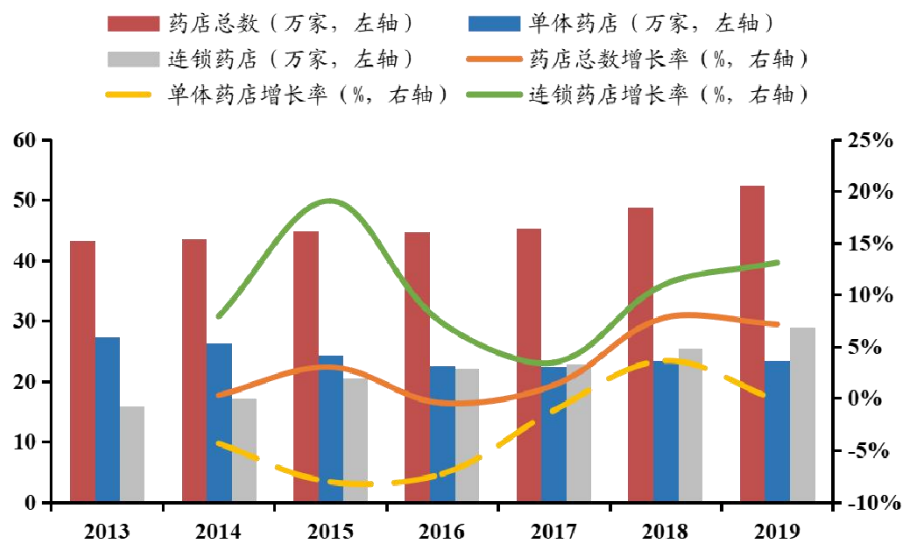
图 22: 2017-2021 年大参林产品结构 (%)	11
图 23: 2017-2021 年四家药店毛利率情况	12
图 24: 2017-2021 年四家药店净利率情况	12
图 25: 2018-2021 年大参林 DTP 门店及院边店数量	12
图 26: 2021 年四家药店 O to O 门店情况	12
图 27: 2017-2021 年四大药店门店数量净增长率 (%)	13
图 28: 2017-2021 年四大药店覆盖省份数量变动	13
图 29: 2017-2021 年大参林门店结构 (直营+加盟)	13
图 30: 2017-2021 年大参林门店数量 (按区域)	13
图 31: 2021 年公司覆盖省份情况	13
图 32: 2017-2021 年公司收入情况 (按区域, 百万元)	13
图 33: 2021 年四家药店日均平效	14
图 34: 2017-2021 年四家药店销售效率 (总收入/销售薪酬)	14
图 35: 2017-2021 年四家药店单店面积 (均值) 变动情况	14
图 36: 2017-2021 年四家药店租金效率 (总收入/销售租金)	14
图 37: 2017-2021 年大参林销售人均薪酬变动情况	15
图 38: 2021 年四家药店销售人员与薪酬	15
表 1: 2030 年药品整体市场规模与处方外流规模预测	9
表 2: 2019-2024 年公司营收拆分情况	16
表 3: 2019-2024 年公司期间费用拆分	17
表 4: 可比公司估值表	17
表附录: 三大报表预测值	19

1. 连锁药店：集中度提升为核心逻辑

1.1. 集中度提升为首要逻辑，需加速扩张

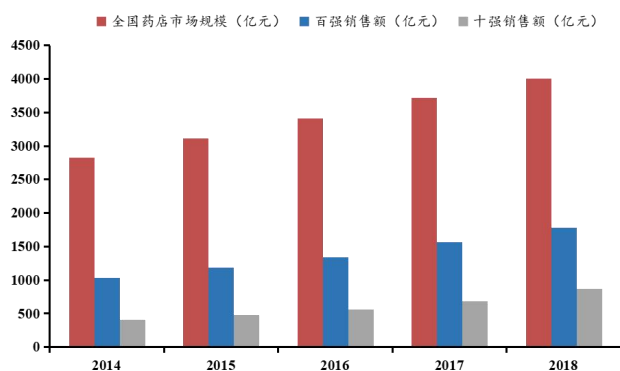
供给端连锁率提升，TOP10收入占比提高，行业集中度提升，对比海外连锁药店发展路径，我们认为集中度提升是当下行业发展主逻辑。连锁率提升。整体药店门店数逐年增长，2017-2019年复合增长率7.5%，其中，单体药店的数目2019年呈现负向增长，2017-2019年复合增长率仅2.0%。药店数目的增长主要得益于连锁药店门店的增加，2017-2019年复合增长率12.5%，连锁率逐年提升。药店规模集中度持续提升，我们预测未来会进一步向龙头企业靠拢。随着我国对零售药店的要求渐趋严格化，执业药师、药店专业化运营带来的成本增加，以及带量采购带来的药品零售毛利率的压缩，一批中小型的连锁药店渐渐被淘汰或并购，行业集中度提升。2014-2018年，我国十强药店占零售药店总销售额（药品+非药品）的比重由14.25%上升至21.61%，头部集中趋势明显。但对比发达国家，2015年美国前三大连锁药店市占率达85%，2017年日本前十大药店的市占率达62.7%，国内的药店集中度还有很大的提高空间。

图 1: 2013-2019 年药店数量结构变动情况



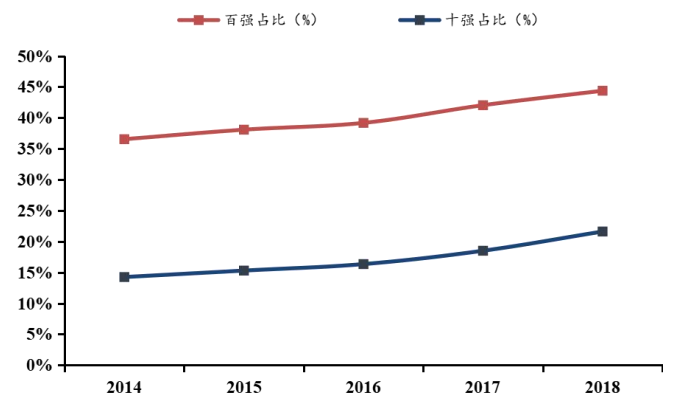
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图 2: 2014-2018 年中国药店销售额



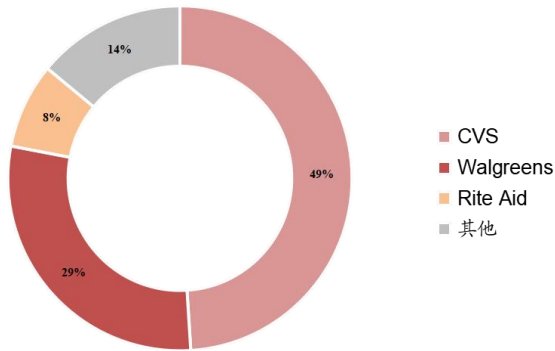
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图 3: 2014-2018 年中国十强与百强药店销售额占比



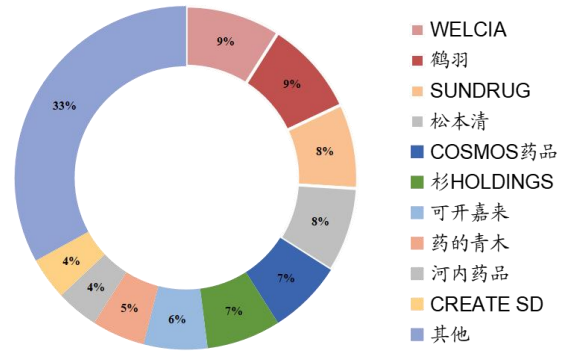
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图 4: 美国连锁药店市场份额



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

图 5: 日本连锁药店市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

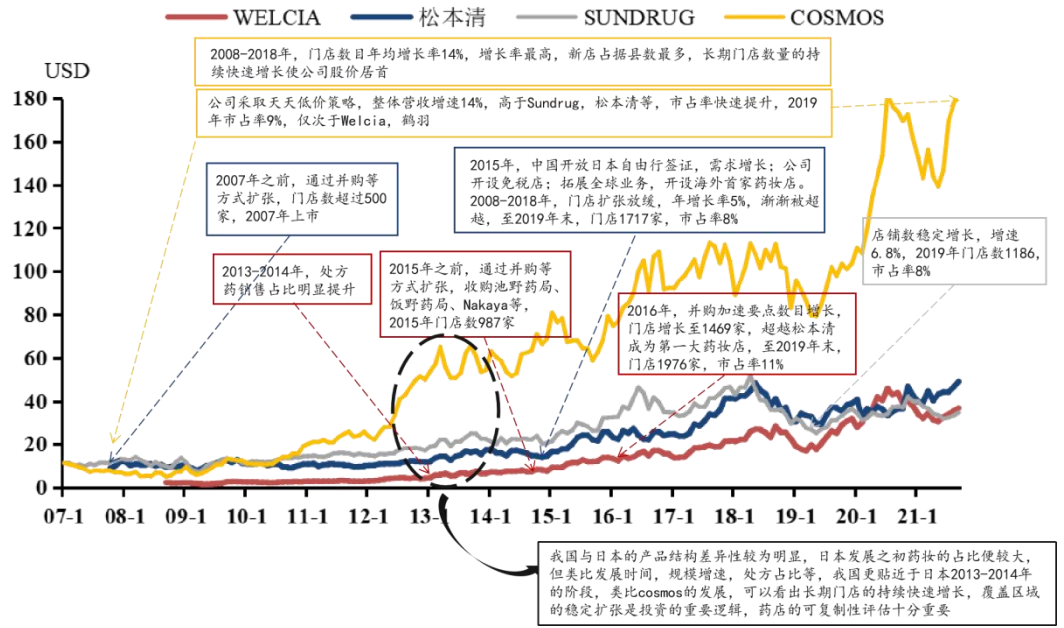
类比发达国家连锁药店发展趋势, 我们认为门店扩张是我国药店发展的首要逻辑。类比美国, 我国处于集中度提升的初期。我国集中度的提升情况与美国的可比性相对较高, 我国处在龙头通过并购快速扩张的阶段, 类比美国发展趋势, 更贴近于 1997 年左右的发展阶段, 通过观察美国龙头发展之路, 我们发现, 在这一阶段, 各龙头通过并购进行相对稳健的扩张, 我们目前还处于扩张的初期, 扩张速度仍是衡量药店的重要指标。比较日本, 扩张速度是产业竞争第一变量。通过对比日本药店龙头, 尤其是通过 cosmos 的发展, 可以看出 cosmos 的市占率并不是最高, 但因其扩张速度最快, 估值远超其他龙头药店, 这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 6: 美国连锁药店股价变动复盘



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

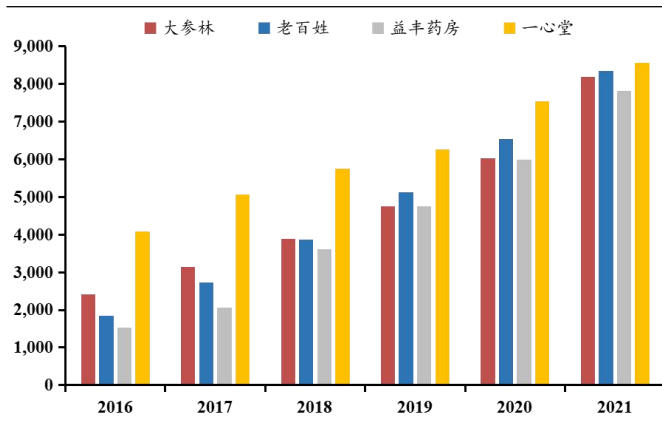
图 7: 日本连锁药店股价变动复盘



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

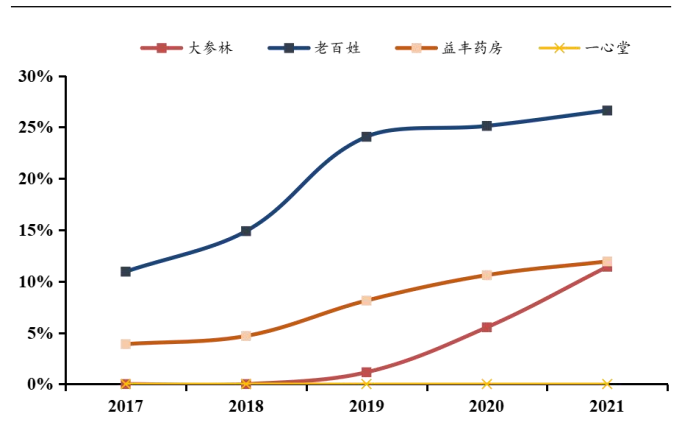
我国药店龙头门店扩张加速趋势鲜明。2021年我国各大药店龙头门店数量加速扩张, 四大药店门店总数由26081家增长至32914家, 净增长6833家, 远高于2020年5179家的净增长数量。其中, 大参林2021年门店净增加2173家(直营+加盟), 门店数量同比增长36.1%, 为四大连锁药店龙头之最, 我们认为, 随着公司省份数量的稳步扩张与深耕, 公司门店扩张势头或将持续。

图 8: 2017-2021年四大药店门店数量变动



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

图 9: 2017-2021年四大药店龙头加盟门店占比



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

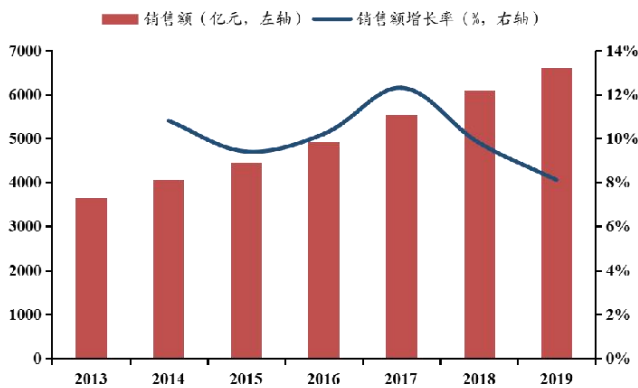
优化门店扩张方式, 带动租效与人效提升。自2018年“互联网+”推行以来, 各药店为应对互联网售药, 租金效率(总收入/销售费用中的租金支出, 简称租效)与销售效率(总收入/销售费用中的销售薪酬, 简称人效)具有提升趋势。我们分析原因如下: (1) 加盟店占比增加。直营布局相对完善的区域, 加盟店深化布局下沉市场, 贡献利润; (2) 门店下沉。随城市竞争激烈、互联网售药占比逐渐提升, 下沉市场受互联网影响小, 且租金与人员薪酬相对较低; (3) 门店面积有缩减趋势。商圈店竞争相对激烈, 各药店深

化社区店、中小型店面布局，提升租效与人效。我们认为，为了提升利润率，规避竞争，连锁药店租效将持续提升。大参林积极布局加盟与下沉，提升优势省份的覆盖率。2019-2021年，公司加盟门店分别为54/315/935家，数量快速扩张，助力公司租效人效提升。

1.2. 处方外流为长期趋势，需积极布局

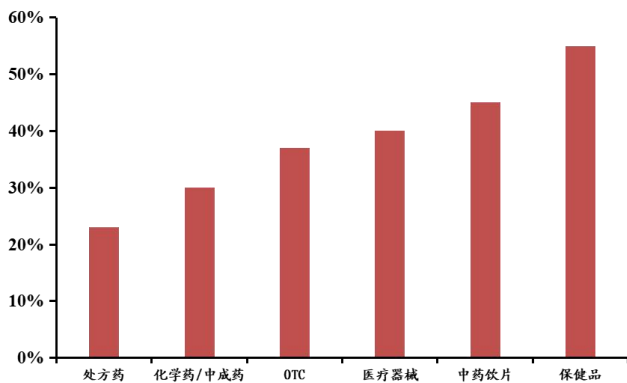
我们认为医疗用药体系政策改革驱动是药店行业发展的核心动力之一，2030年医药分离、处方外流政策将带来超千亿处方外流市场，利好龙头药店。“两票制”、新医改、带量采购等政策加速落实，2017年9月，我国公立医院取消药品加成，公立医院“以药补医”利润空间被大量压缩，药品开始逐渐流向院外市场。处方药与医保用药占比持续增加，带来规模的同时，也带动药品零售毛利率下滑。对应产品结构变化，我们分析各类产品的盈利能力，药店处方药的毛利率大致在22%-23%，毛利率较低，随着近两年药店处方药收入占比越来越高，药店毛利率有下降趋势。

图 10: 2013-2019 年零售药店销售额 (药品+非药品)



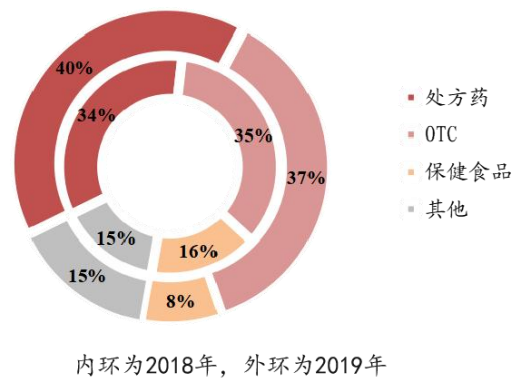
资料来源：米内网，浙商证券研究所

图 12: 药店各品类产品毛利率



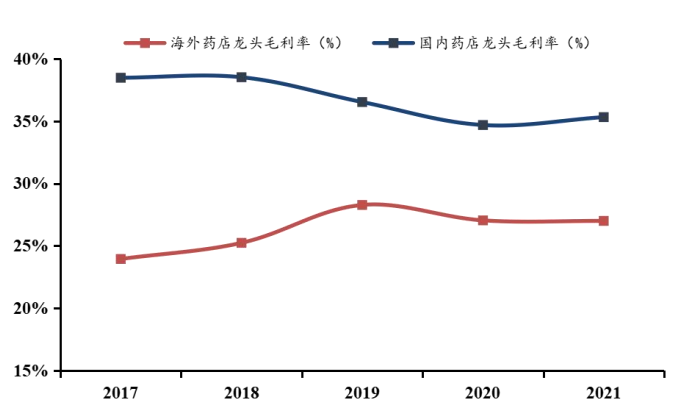
资料来源：各公司年报，国家统计局，浙商证券研究所

图 11: 2018-2019 年零售药店产品结构变化



资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

图 13: 2017-2021 年国内与海外药店毛利率情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

我们预测 2030 年零售药店可以承接 1000 亿的处方外流，更多是产品结构的变化，而非简单的增量市场。（1）我们预测 2030 药品整体市场规模达 25400 亿。如表 1 所示，拆分成药品集采降价、创新药规模新增、需求变动三个部分，计算出 2030 年整体药品市场规模约 25400 亿元。（2）我们假设 2030 年处方外流率为 10%。日本处方外流约 30 年基本实现，为提高医生薪资、推动处方外流付出大量财力，对比日本处方外流进程，我们认为我国处方外流拐点尚未到来，给出 2030 处方外流率 10%，处方外流规模

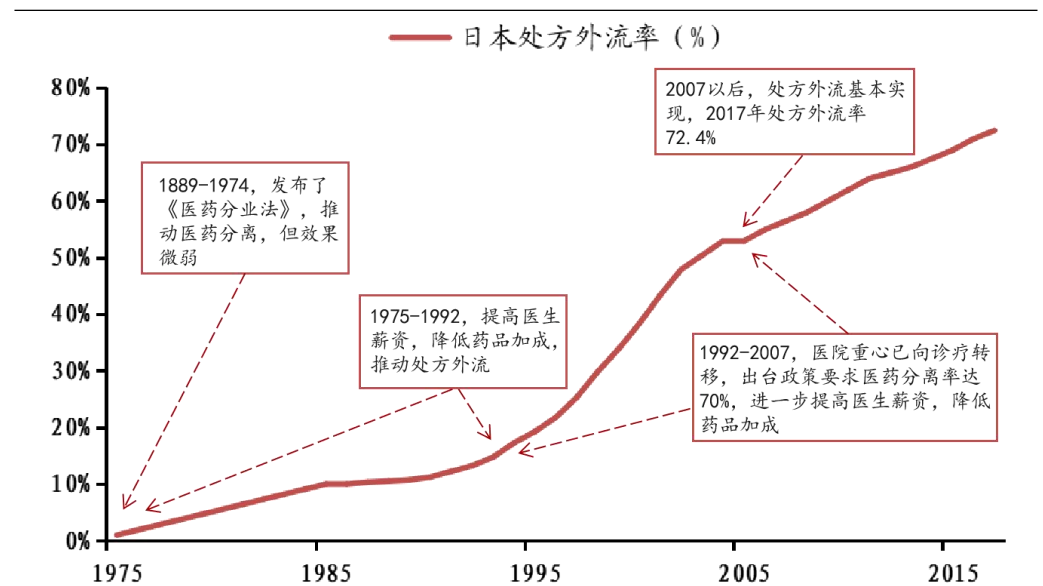
25400*68%*10%≈1700亿元。(3)我们假设药店龙头可以承接60%处方外流量。承接处方外流的渠道主要有连锁药店、DTP、院边店等,对比美国与日本的连锁药店承接处方外流的量,我国连锁药店积极布局院边店、DTP,整体门店数目有相对优势,我们认为连锁药店龙头可以承接至少60%的处方外流量,对应近千亿的处方外流市场。但整体看来,这并不是在已有存量市场的简单加总,承接处方外流的优势更多的是抢占市场、产品结构的转变与客流量的提升,处方外流依然是连锁药店的长逻辑,而不是短期的增量。

表 1: 2030 年药品整体市场规模与处方外流规模预测

假设		计算结果		
药品需求规模	需求年增长率	5%	2030 年药品需求规模	26700 亿
集采降价规模	集采降价每年 2 次, 每次降幅	250 亿	2030 年集采带来规模降幅	(5000) 亿
创新药规模	创新药年规模增长率	20%	2030 年创新药规模增长	3700 亿
总计			2030 药品规模	25400 亿
处方外流规模	处方外流率	10%	2020 年处方外流规模	1700 亿

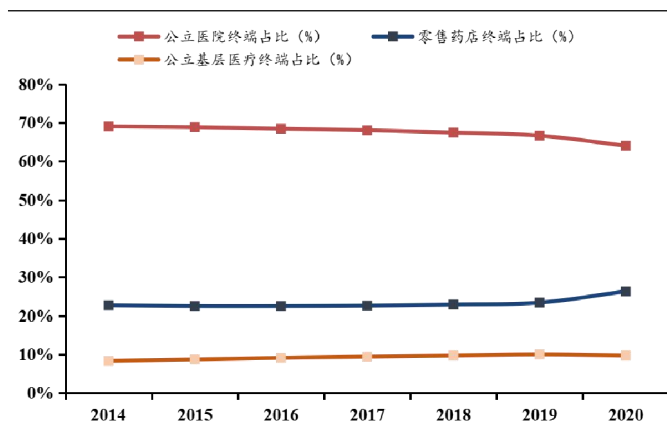
资料来源: 中国药店, 公开数据整理, 浙商证券研究所

图 14: 日本处方外流率及对应的发展阶段



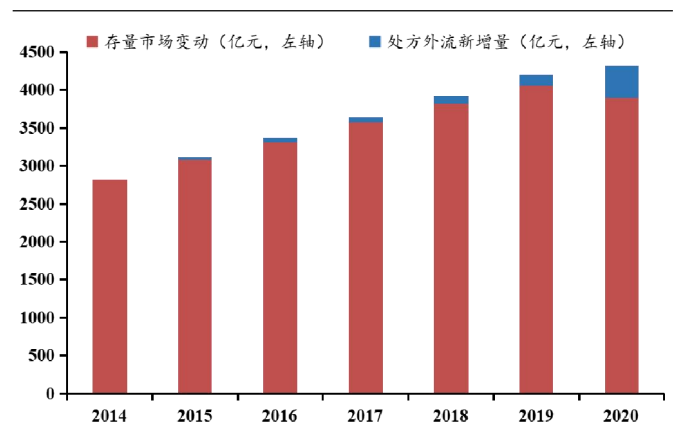
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图 15: 2014-2020 年三大药品零售终端销售额占比



资料来源: 米内网, 浙商证券研究所

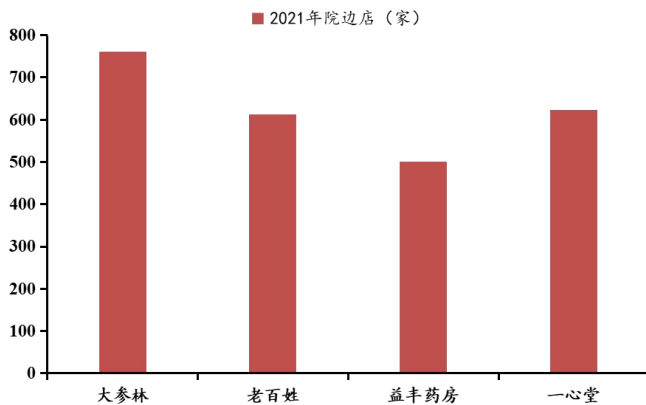
图 16: 2014-2020 年零售药店存量市场与新增处方外流量



资料来源: 中国药店, 浙商证券研究所

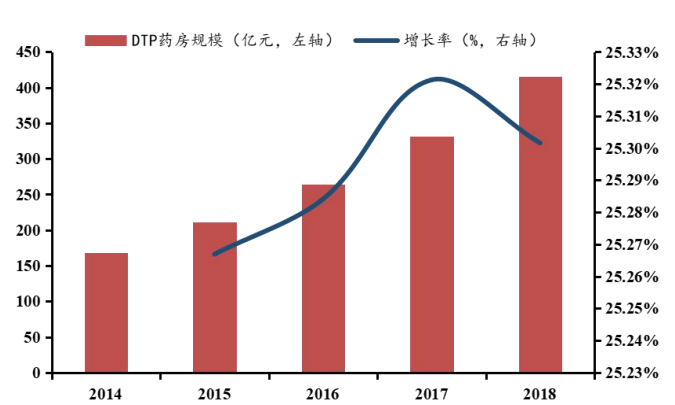
处方外流推动医院与院外药品规模的再分配，是零售药店的必争之地。处方外流进程缓慢，70%左右的药品依然在院内市场，这也说明处方药一旦放量，市场规模极大，且看国内政策推进趋势，处方大规模外流虽远必至。各药店应积极布局、承接处方外流。大参林积极布局院边药店渠道，2021年院边店数量760家，为四家连锁龙头之最，为承接处方外流做足准备。

图 17: 2021 年四大连锁药店院边店数量



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

图 18: 中国 DTP 药房规模及增速

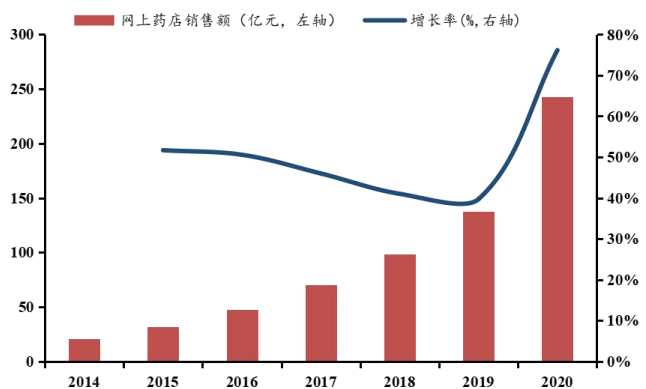


资料来源: 华经产业研究, 浙商证券研究所

1.3. 新型零售为未来方向，亦必争之地

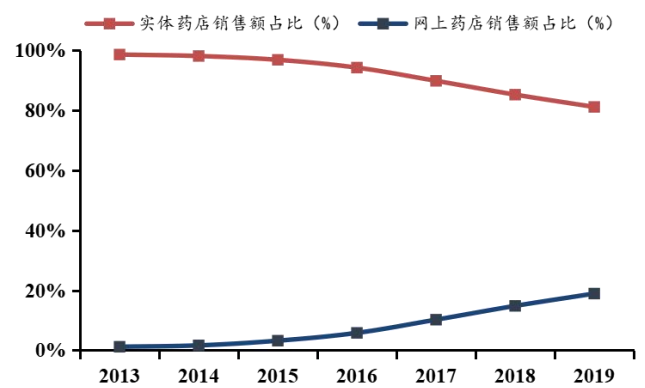
网上售药蓬勃发展为必然趋势。2020年，网上药店年增长率高达75.6%，相比于公立医疗机构的下滑与实体药店的0.7%，蓬勃发展态势明显，在零售药店中销售额占比逐年提升。网络售药的发展一方面得益于政策的推进。为加强疫情防控，政府出台政策鼓励定点医疗机构“不见面”购药，支持“互联网+”医疗复诊处方流转，开放处方药的网络销售需求。另一方面，得益于网上售药的便捷性。医药电商模式包括B to B、B to C和O to O三种类型。其中O to O模式依靠密集的店面布局，线上线下有效结合，可以实现半小时之内送达，满足了客户及时用药的要求。以O to O为主的新型零售为未来方向。实体药店的消费群体主要为中老年人，这也是线上购药以及无人药房等新兴模式尚不具备竞争力的原因之一。但随着习惯网络购物的青年人的老去，零售模式必将向更低价、更便捷、更个性化的方向倾斜，各大药房需积极探索布局。

图 19: 2014-2020 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 20: 2013-2019 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

O to O 模式毛利率较低，长期有效的利润率调整模式至关重要。连锁药店龙头的线上 O to O 模式主要是与公域 O to O 龙头，如美团、饿了么合作，依托门店，实现半小时内送药上门。O to O 是零售药店的大方向，但线上销售直接比价，客户粘性小、毛利率低。大参林拓展自有品牌至 O to O，提升客户粘性与毛利率水平。我们认为以自有品牌为导向，有助于形成公司品牌力，具有一定的长期性与不可替代性，有助于长期有效保持公司在 O to O 端较高的利润率水平。

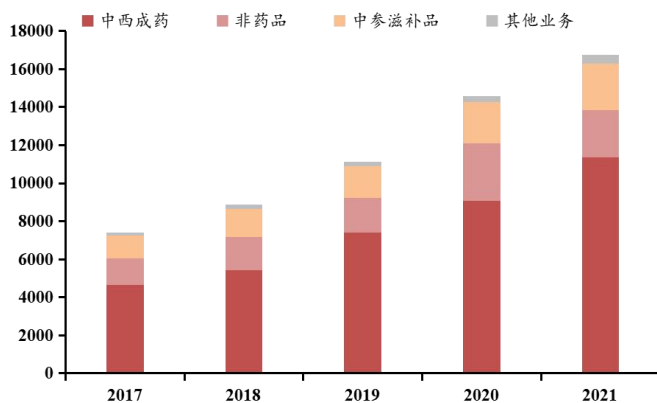
2. 大参林：跨区域可复制，高利润率水平

我们认为，连锁药店发展的核心为规模扩张与盈利能力。从扩张角度来讲，大参林全国式布局，两广以外区域门店迅速增长，有较强跨区域复制能力；从盈利角度来讲，大参林依托中参特色，日均平效与利润率均处于行业较高水平。

2.1. 产品特点：中参特色，提升利润率水平

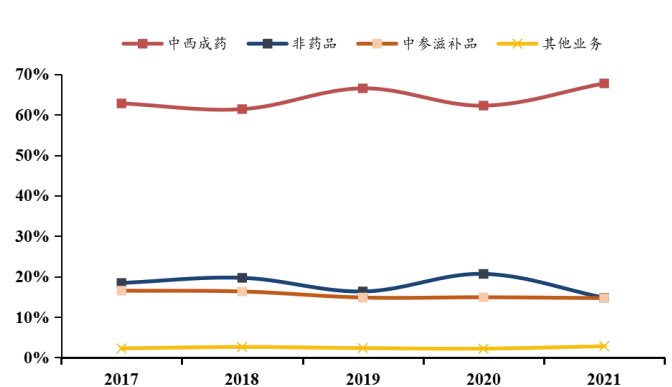
中参药材占比近 20%，拉高整体利润率。大参林立足华南市场，紧跟华南市场滋补养生品需求旺盛的特色，持续深耕中参特色产品，形成了自主品牌为主、覆盖高中低档产品的中参特色布局。中参产品毛利率约 40%，带动公司利润率持续高于行业平均水平（除 2021 年，受疫情促销投入过大、股权激励、研发投入等影响，当期净利率下滑明显，但 2022 年疫情后促销与研发投入常态化、股权激励摊销下降，期间费用率渐渐恢复正常）。我们认为，中参产品的品牌形成、产业链搭建均需一定时间，公司已经形成了一定的产品壁垒，随着中药的政策鼓励以及人们养生需求的提升，公司中参产品销售收入占比或将持续较高，公司利润率或将持续处于行业较高水平。

图 21: 2017-2021 年大参林营业收入（按产品，百万元）



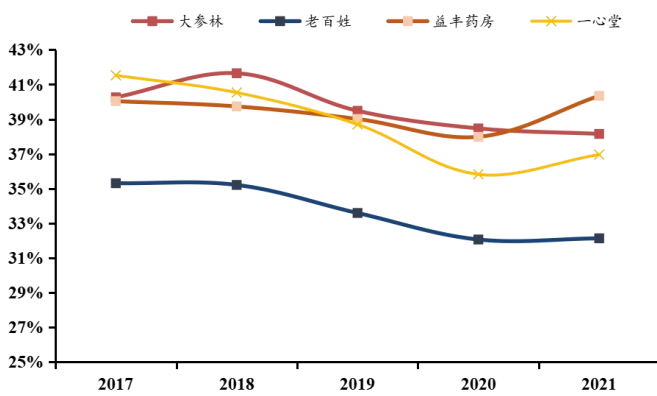
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 22: 2017-2021 年大参林产品结构（%）



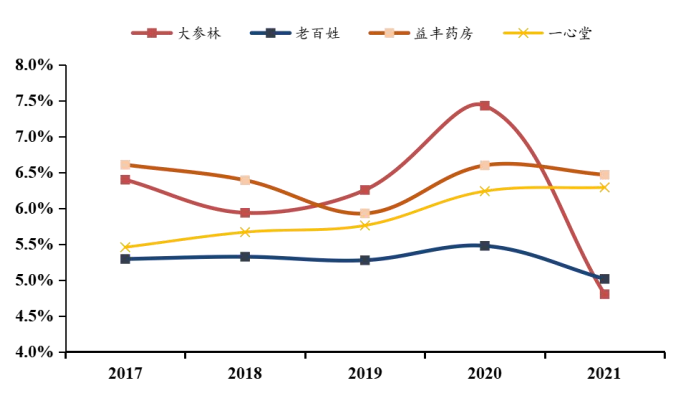
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 23: 2017-2021 年四家药店毛利率情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

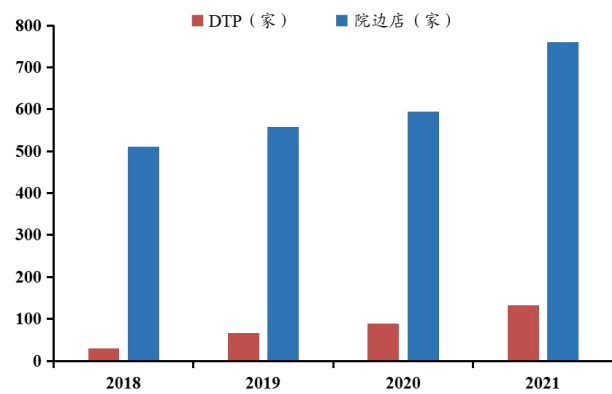
图 24: 2017-2021 年四家药店净利率情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

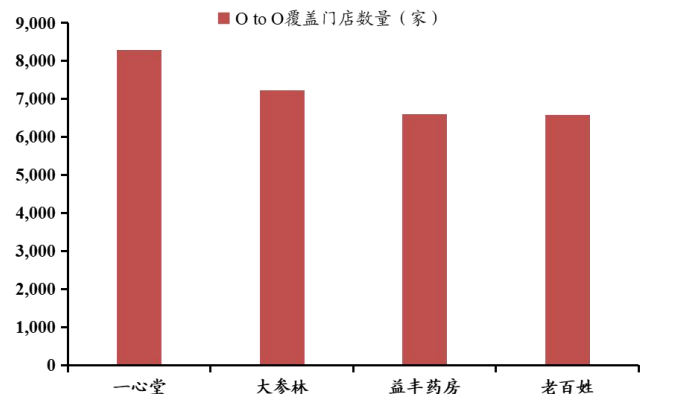
拓展自有品牌至 O to O, 提升客户粘性与毛利率水平。我们认为, 随着处方外流带来处方药占比提升、一二线城市 O to O 需求的扩张, 长期来看, 行业的毛利率下滑是必然趋势。但短期来看, 龙头药店通过调整产品结构、提升对上游议价能力等方式维持一定的利润率水平。大参林在紧随行业探索 DTP、O to O 等新增长曲线的前提下, 线下坚持中参特色, 线上拓展自有品牌, 提升客户粘性与利润率水平, 我们认为以自有品牌为导向, 有助于形成公司品牌力, 具有一定的长期性与不可替代性, 有助于维持公司整体较高的利润率。

图 25: 2018-2021 年大参林 DTP 门店及院边店数量



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 26: 2021 年四家药店 O to O 门店情况

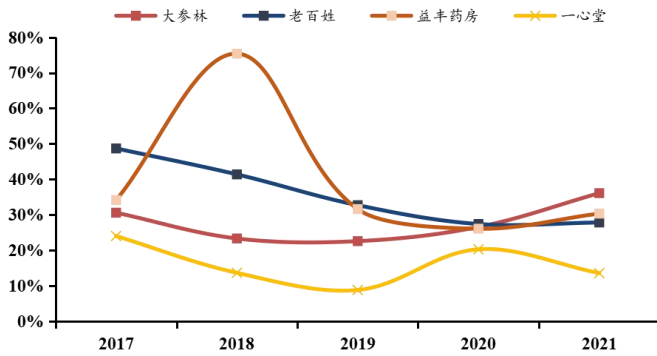


资料来源: wind, 浙商证券研究所

2.2. 门店拓展: 立足两广, 拓展全国

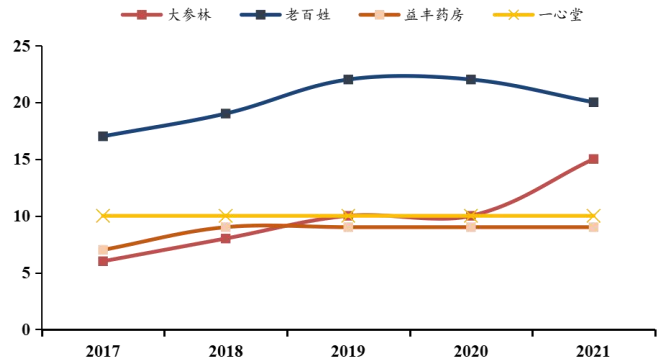
区域快速扩张, 门店数量净增长率逐年提升。2019-2021 年, 公司门店净增长率分别为 22.6%、26.6%、36.1%, 随着覆盖省份数量的增长以及省份内的深耕, 门店净增长率逐年提升。我们认为集中度提升仍是当前连锁药店的核心逻辑, 跨区域扩张水平与门店的快速增长体现了公司的成长空间, 大参林通过“自建+并购+加盟”的方式完善门店布局, 力争 3-5 年覆盖全国大部分省份, 有望带动公司收入与利润逐年提升。

图 27: 2017-2021 年四大药店门店数量净增长率 (%)



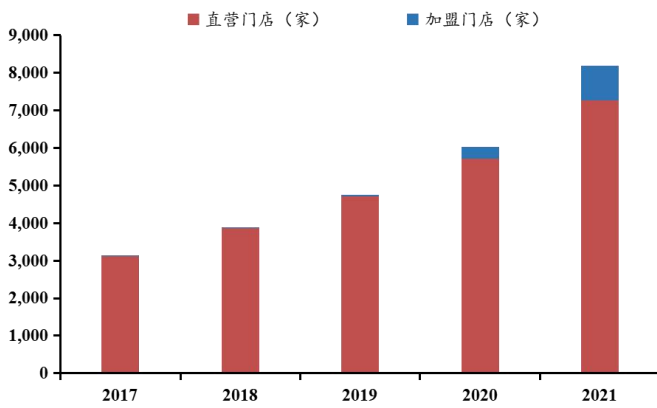
资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

图 28: 2017-2021 年四大药店覆盖省份数量变动



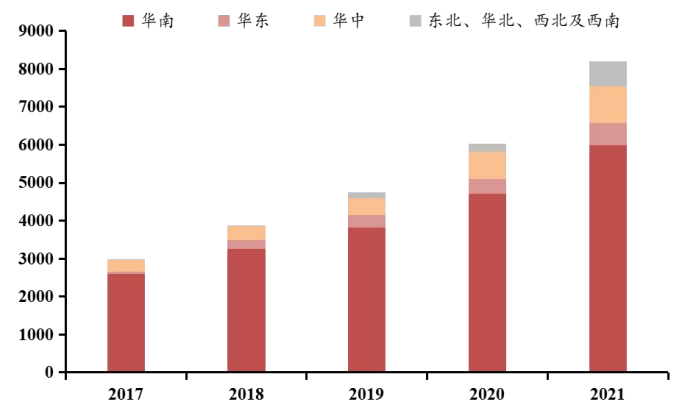
资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

图 29: 2017-2021 年大参林门店结构 (直营+加盟)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 30: 2017-2021 年大参林门店数量 (按区域)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

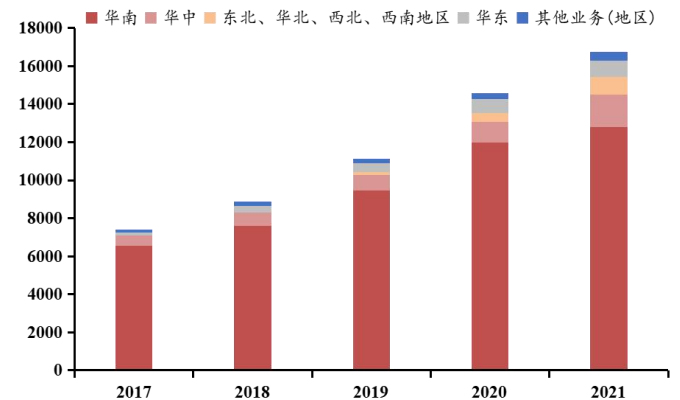
以两广为根基, 拓展全国, 强跨区域复制能力。(1) 门店扩张跨区域可复制。大参林坚持“聚焦两广, 全国扩张”的发展战略, 在深耕两广的前提下, 覆盖省份数快速扩张, 2019-2021 年, 公司两广以外区域门店数量 CAGR53.4%, 远高于两广区域的 25.2%, 华中、东北等区域门店数量增速较快, 充分体现其门店的跨区域复制能力; (2) 高毛利率产品结构可复制。在河南, 公司中参产品已形成较高品牌知名度。我们认为, 随着全国中药及养生需求的提升, 以及公司门店的快速跨区域扩张, 公司或将在门店新增带动收入增长的同时, 以特色产品同步带动利润高增长。

图 31: 2021 年公司覆盖省份情况



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

图 32: 2017-2021 年公司收入情况 (按区域, 百万元)



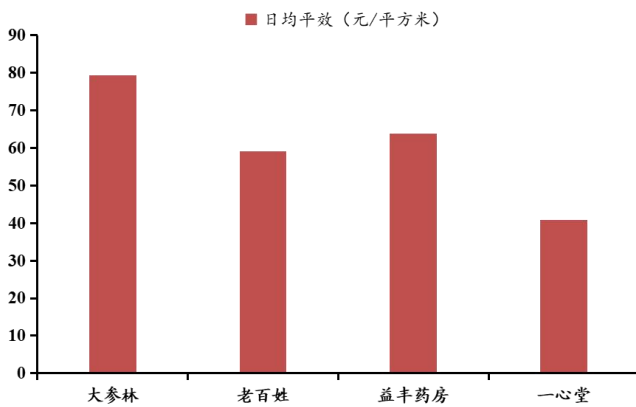
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2.3. 租效人效：加盟下沉加速，租效人效提升

店均面积最小、日均平效最高，高价位产品推广持续。在连锁药店单个公司对比中，大店由于其地理位置、客流量、订单量的优势，往往有更高的日均平效，而2017-2021年，大参林在行业中平均门店面积最小、日均平效最高，说明其高价位、高毛利率产品销售占比较高，对应其租效处于行业高位，我们认为公司将持续加深在中参板块布局，使其日均平效与租效均有望处于行业较高水平。

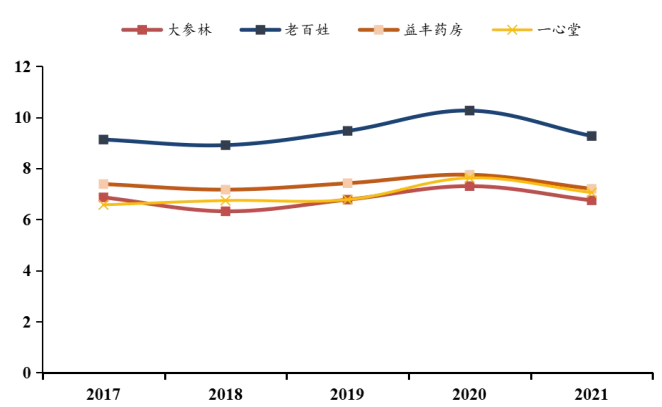
加盟下沉加速布局，租效人效稳步提升。2019年公司开始加盟模式，2019-2021年，公司加盟门店分别为54/315/935家，有助于公司的快速扩张以及下沉式布局。同时，加盟门店占比的增加以及公司的下沉式布局，助力公司租效人效稳步提升。我们认为，随着大参林在各省份直营优势的建立，加盟所涉及的省份也将提升，加盟门店占比提升，从而促进公司租效人效的持续提升。

图 33: 2021 年四家药店日均平效



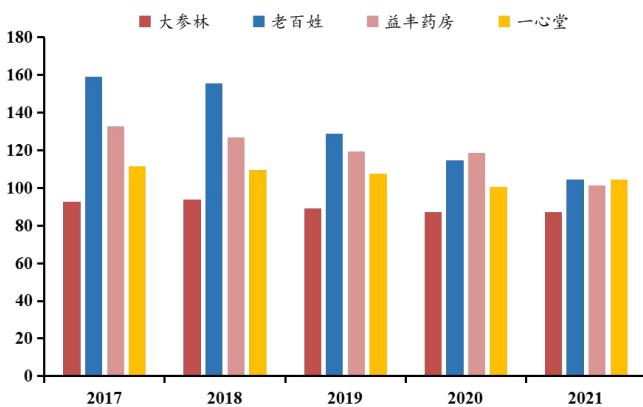
资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

图 34: 2017-2021 年四家药店销售效率（总收入/销售薪酬）



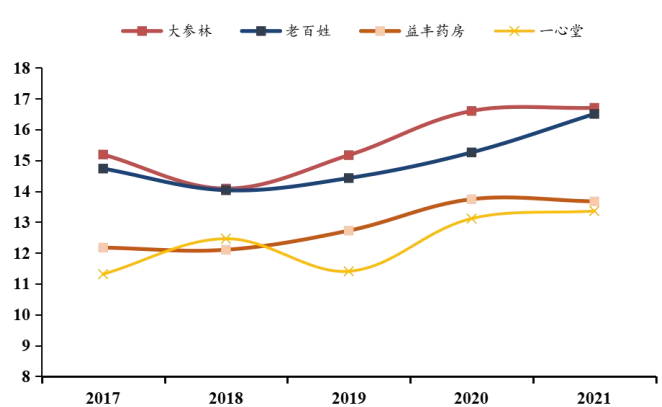
资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

图 35: 2017-2021 年四家药店单店面积（均值）变动情况



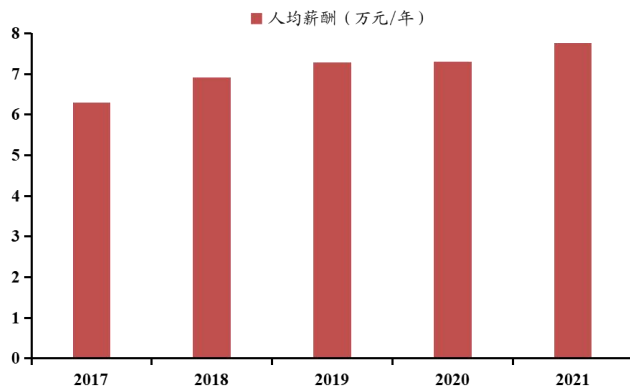
资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

图 36: 2017-2021 年四家药店租金效率（总收入/销售租金）



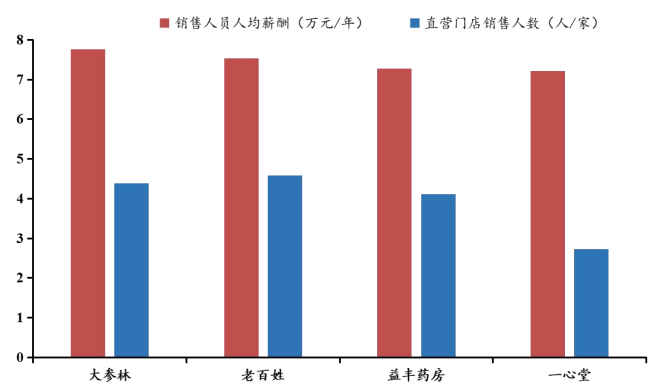
资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

图 37: 2017-2021 年大参林销售人均薪酬变动情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 38: 2021 年四家药店销售人员与薪酬



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 营业收入拆分

关键假设:

(1) **医药零售**: 2021 年受疫情影响, 公司日均平效有所下降, 但直营门店数量同比增长 27%, 相比 2018 与 2019 年约 21% 的同比增长, 直营门店新增加速。2022-2024 年, 随着疫情后恢复以及覆盖省份数量的扩张, 我们预计公司直营门店仍将保持 19%-21% 的同比增长, 即每年新增 1600-2200 家 (自建+并购), 门店数量增长叠加疫情后恢复带来的日均平效恢复, 公司零售板块收入或将稳定增长, 对应 2022-2024 年医药零售板块收入为 182.99/221.48/265.53 亿元, 分别同比增长 19.7%、21.0%、19.9%; 对应毛利率 38.7%、39.2%、40.2%。

(2) **加盟联盟及分销**: 我们认为加盟联盟及分销板块的收入主要得益于公司加盟门店数目的增长, 2019-2021 年公司加盟门店数新增分别为 54/261/620 家, 我们认为, 随着公司直营布局省份的增长, 加盟门店数量也将保持快速增长态势, 我们预计公司 2022-2024 年每年保持 1200-2000 家的加盟门店新增, 在单店营收保持相对稳定的前提下, 对应该板块 2022-2024 年收入 18.95/32.55/50.57 亿元, 同比增长 88.2%、71.8%、55.3%, 对应毛利率 12.0%-13.0%。

基于以上假设, 我们预计, 公司 2022-2024 年营业总收入分别为 207.54/261.35/325.20 亿元, 分别同比增长 23.8%、25.9%、24.4%, 营收拆分如下:

表 2: 2019-2024 年公司营收拆分情况

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	11141	14583	16759	20754	26135	32520
增长率 (%)	25.8%	30.9%	14.9%	23.8%	25.9%	24.4%
毛利率 (%)	39.5%	38.5%	38.1%	37.9%	37.6%	37.6%
医药零售						
营业收入 (百万元)	10664	13772	15285	18299	22148	26553
增长率 (%)	25.7%	29.1%	11.0%	19.7%	21.0%	19.9%
毛利率 (%)	38.6%	37.9%	38.2%	38.7%	39.2%	40.2%
加盟、联盟及分销						
营业收入 (百万元)	218	491	1007	1895	3255	5057
增长率 (%)	49.0%	125.2%	105.3%	88.2%	71.8%	55.3%
毛利率 (%)	11.1%	14.9%	9.1%	12.0%	13.0%	13.0%
其他						
营业收入 (百万元)	259	321	468	560	732	911
增长率 (%)	12.2%	23.8%	45.9%	19.8%	30.6%	24.4%
毛利率 (%)	99.9%	99.1%	98.6%	99.0%	99.0%	99.0%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

*鉴于报告长度, 不在此展示各板块的收入与成本拆分细节

3.2. 盈利能力拆分

促销费用率下降, 销售费用率或有下降趋势。2021年, 公司为提高疫情下的销售收入, 采取了较多的促销, 促销费用在总收入中的比例由 1.2% 突增至 1.7%, 2022 年疫情后客流量逐步恢复, 公司促销活动减少, 随收入规模增长, 促销费用率或将下降; 且公司加盟与下沉布局提升租金效率与销售效率, 刨除疫情下租金下降以及租赁准则调整等影响, 我们认为与 2019 年比, 公司租效与人效均有提升趋势, 对应 2022-2024 年销售费用率 25.2%、24.8%、24.8%。

管理费用率或将相对稳定。公司 2021 年股权激励摊销导致管理费用率增幅较大, 2022 年之后, 股权激励摊销逐渐下降, 但考虑到公司省份数扩张带来的管理团队工资提升, 我们计算出 2022-2024 年管理费用率 5.4%-5.5% 左右的相对稳定水平。

自主品牌建设与数字化持续投入, 研发费用或将稳定提升。公司 2021 年加大自主品牌搭建与数字化建设投入, 研发费用增幅较大, 我们认为 2022-2024 年公司自主品牌与数字化投入或将持续, 给出 2022-2024 年研发费用 0.5/0.6/0.7 亿元的稳定增长。

表 3: 2019-2024 年公司期间费用拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用 (百万元)	2899	3471	4266	5236	6483	8081
销售费用率 (%)	26.0%	23.8%	25.5%	25.2%	24.8%	24.8%
其中:						
工资薪酬 (百万元)	1635	1986	2469	3000	3730	4700
门店数 (家)	4702	5705	7258	8618	10278	12448
单店人员 (人/家)	4.78	4.77	4.38	4.33	4.32	4.31
人均薪酬 (元/月)	6068	6080	6473	6700	7000	7300
租金 (百万元)	735	879	1004	1281	1603	1983
总营收 (百万元)	11141	14583	16759	20754	26135	32520
租效 (总营收/租金)	15.2	16.6	16.7	16.2	16.3	16.4
促销费用占比 (%)	1.2%	1.2%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%
管理费用 (百万元)	520	702	921	1121	1431	1756
管理费用率 (%)	4.7%	4.8%	5.5%	5.4%	5.5%	5.4%
研发费用 (百万元)	0	5	45	50	60	70
研发费用率 (%)	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

基于以上假设, 公司 2022-2024 年归母净利润 10.22/13.12/16.43 亿元, 分别同比增长 29.14%、28.44%、25.21%。

3.3. 相对估值

选择国内连锁药店龙头作为可比公司, 包括老百姓、大参林、一心堂等。大参林由于日均平效、净利率、门店扩展速度等均处于相对较高水平, 在 2022 年疫情影响逐步恢复的前提下, 我们预测 2021-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 28%, 高于行业平均水平, 给予 2022 年 30 倍 PE, 对应股价 39.08 元。

表 4: 可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)				EPS (元)				PE (倍)				2021-2024 归母净利润 CAGR (%)
		8 月 2 日	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E				
603883.SH	老百姓	35.24	1.62	1.88	2.10	2.53	22	19	17	14	20.72%			
603939.SH	益丰药房	52.55	1.24	1.55	1.98	2.46	43	34	27	21	25.76%			
002727.SZ	一心堂	25.15	1.55	1.80	2.17	2.59	16	14	12	10	19.03%			
	平均值						27	22	18	15	21.84%			
603233.SH	大参林	32.57	1.00	1.29	1.66	2.08	33	25	20	16	27.59%			

资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.4. 投资建议

基于以上假设, 我们预计, 公司 2022-2024 年营业总收入分别为 207.54/261.35/325.20 亿元, 分别同比增长 23.8%、25.9%、24.4%; 归母净利润 10.22/13.12/16.43 亿元, 分别同比增长 29.14%、28.44%、25.21%, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.29/1.66/2.08 元, 当前股价对应 PE 为 25/20/16 倍, 考虑到公司持续较高的利润率水平与增速, 给予 2022 年 30 倍 PE, 对应股价 39.08 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

4. 风险提示

1. 行业竞争加剧的风险：（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。若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。

2. 集采药品降价超预期的风险：若集采导致部分药品大幅降价，会带来产业链利润压缩，药品终端承压。直接影响连锁药店的销售额和毛利率。

3. 并购加盟扩张不及预期的风险：并购与加盟是连锁药店扩张的重要渠道，若市场竞争、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。

4. 处方外流规模不及预期的风险：处方外流需要政策的强力推动以及医生端的积极配合，医生端薪资、责任等问题难以明确，可能导致处方外流实际市场规模低于预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7868	9841	12123	14773	营业收入	16759	20754	26135	32520
现金	2792	3658	4493	5325	营业成本	10366	12884	16304	20294
交易性金融资产	109	266	355	244	营业税金及附加	68	95	111	139
应收账款	739	756	1000	1314	营业费用	4266	5236	6483	8081
其它应收款	308	361	447	573	管理费用	921	1121	1431	1756
预付账款	146	168	206	269	研发费用	45	50	60	70
存货	3630	4097	5256	6701	财务费用	170	93	78	65
其他	143	534	365	348	资产减值损失	34	(11)	(7)	13
非流动资产	9468	6565	7570	8701	公允价值变动损益	35	14	19	22
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	9	15	14	13
长期投资	0	3	1	1	其他经营收益	106	30	31	32
固定资产	1154	1372	1588	1790	营业利润	1041	1346	1739	2169
无形资产	619	721	834	942	营业外收支	3	1	1	2
在建工程	766	779	834	952	利润总额	1044	1347	1740	2171
其他	6929	3690	4312	5015	所得税	240	316	409	506
资产总计	17336	16406	19693	23474	净利润	804	1031	1332	1665
流动负债	7176	7891	9937	12288	少数股东损益	13	9	19	22
短期借款	165	140	165	157	归属母公司净利润	791	1022	1312	1643
应付款项	4738	6018	7575	9395	EBITDA	1433	1689	2095	2540
预收账款	1	28	12	20	EPS (最新摊薄)	1.00	1.29	1.66	2.08
其他	2271	1705	2185	2716	主要财务比率				
非流动负债	4224	1945	2487	2885		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4224	1945	2487	2885	营业收入	14.92%	23.84%	25.92%	24.43%
负债合计	11400	9836	12424	15174	营业利润	(31.30%)	29.37%	29.21%	24.73%
少数股东权益	457	466	485	507	归属母公司净利润	(29.90%)	29.14%	28.44%	25.21%
归属母公司股东权益	5479	6103	6783	7794	获利能力				
负债和股东权益	17336	16406	19693	23474	毛利率	38.15%	37.92%	37.62%	37.60%
					净利率	4.80%	4.97%	5.09%	5.12%
					ROE	13.75%	16.34%	18.97%	21.11%
					ROIC	8.19%	14.37%	15.82%	16.55%
					偿债能力				
					资产负债率	65.76%	59.96%	63.09%	64.64%
					净负债比率	9.40%	4.51%	4.58%	4.58%
					流动比率	1.10	1.25	1.22	1.20
					速动比率	0.59	0.73	0.69	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.23	1.45	1.51
					应收帐款周转率	28.61	28.23	31.11	29.52
					应付帐款周转率	5.60	5.69	5.83	5.75
					每股指标(元)				
					每股收益	1.00	1.29	1.66	2.08
					每股经营现金	1.97	3.13	2.69	2.73
					每股净资产	6.93	7.72	8.58	9.85
					估值比率				
					P/E	32.30	25.21	19.63	15.68
					P/B	4.66	4.22	3.80	3.31
					EV/EBITDA	24.34	14.05	11.11	9.11

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1555	2475	2125	2163
净利润	804	1031	1332	1665
折旧摊销	423	275	303	330
财务费用	170	93	78	65
投资损失	(9)	(15)	(14)	(13)
营运资金变动	603	924	1743	1740
其它	(436)	167	(1316)	(1624)
投资活动现金流	(968)	(141)	(924)	(730)
资本支出	(633)	(312)	(371)	(439)
长期投资	0	(2)	2	(0)
其他	(335)	174	(554)	(291)
筹资活动现金流	(1612)	(1468)	(366)	(601)
短期借款	(25)	(26)	25	(8)
长期借款	0	0	0	0
其他	(1587)	(1442)	(392)	(592)
现金净增加额	(1025)	866	835	832

资料来源：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>