

固收点评 20221215

漱玉转债：山东省医药零售行业龙头企业

2022年12月15日

关键词：#新需求、新政策 #市占率上升

事件

- **漱玉转债(123172.SZ)于2022年12月15日开始网上申购**：总发行规模为8.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于漱玉平民现代物流项目(二期)、漱玉(枣庄)现代化医药物流项目、数字化建设项目以及补充流动资金。
- **当前债底估值为80.86元，YTM为2.89%**。漱玉转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.67%（2022-12-14）计算，纯债价值为80.86元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护一般。
- **当前转换平价为95.91元，平价溢价率为4.26%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年06月21日至2028年12月14日。初始转股价21.27元/股，正股漱玉平民12月14日的收盘价为20.40元，对应的转换平价为95.91元，平价溢价率为4.26%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.49%**。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30，130%”，有条件回售条款为“30，70%”，条款中规中矩。按初始转股价21.27元计算，转债发行8.00亿元对总股本稀释率为8.49%，对流通盘的稀释率为25.60%，对股本摊薄压力较小。
- **我们预计漱玉转债上市首日价格在113.50~126.45元之间，预计中签率为0.0017%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到漱玉转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在113.50~126.45元之间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。

观点

- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为20.99%**。公司2021年实现营业收入53.22亿元，同比增加14.70%，实现归母净利润1.15亿元，同比减少46.88%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2017-2021年复合增速为20.99%。与此同时，归母净利润有所浮动，2017-2021年复合增速为-0.62%，2021年前三季度上升趋势明显。
- **公司主要营收构成稳定，零售业务为主要营收来源**。公司主营业务收入主要是零售、批发和促销、陈列与咨询服务收入，其他业务收入主要是转租收入、核酸检测服务收入等。2019-2021年公司主营业务收入占营业收入比例在99%以上，公司其他业务收入占营业收入的比例较低。公司零售收入占主营业务收入比例最高，是主营业务收入的主要来源，2019-2021年占比分别为91.53%/90.33%/89.31%。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率低于行业平均水平**。2017-2021年，公司销售净利率分别为4.54%、3.72%、3.13%、4.73%和2.15%，销售毛利率分别为36.63%、36.25%、33.27%、30.11%和28.51%。管理费用率低于同行业可比公司，主要原因一是经营主体少，人员配置较为精简，管理费用得到较为有效控制，具有合理性，二是无股份支付费用。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《博观约取，厚积薄发（上）——中成药行业可转债梳理（行业分析篇）》

2022-12-14

《博观约取，厚积薄发（下）——中成药行业可转债梳理（可转债分析篇）》

2022-12-14

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点分析	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	全国药品零售市场销售规模 (亿元)	10
表 1:	漱玉转债发行认购时间表	4
表 2:	漱玉转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测漱玉转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	公司直营门店总体分布情况 (截至 2021 年)	9

1. 转债基本信息

表1: 漱玉转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-12-13	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-12-14	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-12-15	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-12-16	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-12-19	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2022-12-20	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2022-12-21	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 漱玉转债基本条款

转债名称	漱玉转债	正股名称	漱玉平民
转债代码	123172.SZ	正股代码	301017.SZ
发行规模	8.00 亿元	正股行业	医药生物-医药商业-线下药店
存续期	2022 年 12 月 15 日至 2028 年 12 月 14 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	21.27 元	转股期	2023 年 06 月 21 日至 2028 年 12 月 14 日
票面利率	第一年 0.30%, 第二年 0.50%, 第三年 1.00%, 第四年 1.50%, 第五年 2.00%, 第六年 2.50%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 113% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
漱玉平民现代物流项目 (二期)	29,466.69	28,000.00
漱玉 (枣庄) 现代化医药物流项目	21,544.00	20,000.00
数字化建设项目	9,793.00	8,000.00
补充流动资金	24,000.00	24,000.00
合计	84,803.70	80,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	80.86 元	转换平价 (以 2022/12/14 收盘价)	95.91 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	23.68%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	4.26%
纯债到期收益率 YTM	2.89%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 80.86 元, YTM 为 2.89%。漱玉转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%, 公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.67% (2022-12-14) 计算, 纯债价值为 80.86 元, 纯债对应的 YTM 为 2.89%, 债底保护一般。

当前转换平价为 95.91 元, 平价溢价率为 4.26%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 06 月 21 日至 2028 年 12 月 14 日。初始转股价 21.27 元/股, 正股漱玉平民 12 月 14 日的收盘价为 20.40 元, 对应的转换平价为 95.91 元, 平价溢价率为 4.26%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 8.49%。按初始转股价 21.27 元计算, 转债发行 8.00 亿元对总股本稀释率为 8.49%, 对流通盘的稀释率为 25.60%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计漱玉转债上市首日价格在 113.50~126.45 元之间。按漱玉平民 2022 年 12 月 14 日收盘价测算, 当前转换平价为 95.91 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的苏利转债 (转换平价 110.96 元, 评级 AA-, 发

行规模 9.5721 亿元)、天奈转债(转换平价 81.21 元, 评级 AA-, 发行规模 8.3 亿元)、佩蒂转债(转换平价 128.27 元, 评级 AA-, 发行规模 7.2 亿元), 12 月 14 日转股溢价率分别为 16.73%、57.81%、9.77%。

2) 参考近期上市的惠云转债(上市日转换平价 93.80 元)、东材转债(上市日转换平价 103.74 元)、寿 22 转债(上市日转换平价 105.96 元), 上市当日转股溢价率分别为 23.67%、20.67%、20.34%。

3) 基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 按照 $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 这一回归结果对可转债上市首日的转股溢价率 (y) 进行解释。其中, 医药生物行业的转股溢价率 (x_1) 为 18.24%, 中债企业债到期收益 (x_2) 为 6.67%, 2022 年三季报显示漱玉平民前十大股东持股比例 (x_3) 为 90.35%, 2022 年 12 月 14 日中证转债成交额为 47,523,576,115 元, 取对数 (x_4) 得 24.58。因此, 可以计算出漱玉转债上市首日转股溢价率 (y) 为 23.06%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到漱玉转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右, 对应的上市价格在 113.50~126.45 元之间。

表5: 相对价值法预测漱玉转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	19.38	109.34	111.16	113.89	116.63	118.45
-3%	19.79	111.64	113.50	116.29	119.08	120.94
2022/12/14 收盘价	20.40	115.09	117.01	119.89	122.76	124.68
3%	21.01	118.54	120.52	123.48	126.45	128.42
5%	21.42	120.85	122.86	125.88	128.90	130.92

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 77.10%。漱玉平民的前十大股东合计持股比例为 90.35% (2022-09-30), 股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售, 其他股东中有 50% 参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 77.10%。

我们预计中签率为 0.0017%。漱玉转债发行总额为 8.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 77.10%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.83 亿元。漱玉转债仅设置网上发行, 近期发行的优彩转债(评级 A+, 规模 6.00 亿元)网上申购数约 1042.6 万户, 合力转债(评级 AA+, 规模 20.48 亿元)网上申购数约 1047.78 万户, 会通转债(评级 AA-, 规模 8.30 亿元)网上申购数约 1091.62 万户。我们预计漱玉转债网上有效申购户数为 1060.67 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0017%。

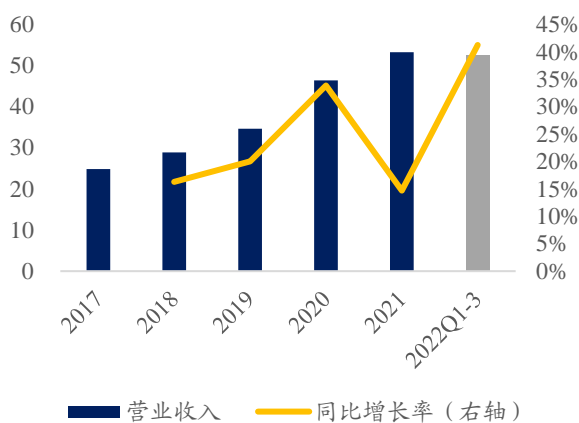
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司立足于医药流通领域，主营业务为医药零售连锁业务。公司主要经营范围包括中西成药、保健食品、中药饮片、健康器械等产品的经营销售，面对的客户主要为个人消费者。公司以零售业务作为主要销售模式，具体为将公司统一采购的商品统一配送至门店，门店在公司统一制定的价格策略和营销策略下向终端消费者销售商品。此外，为了拓宽销售渠道和扩大门店服务范围，公司通过 B2C 和 O2O 相结合的方式，满足消费者网上购药需求。在零售主营业务之外，公司根据行业发展趋势，自 2019 年底开始大力发展批发加盟业务。为充分发挥直营连锁药店的规模优势，同时充分利用各地区采购渠道，兼顾部分地区门店的个性化需求，公司目前采用集中采购与地区采购相结合的采购模式。为满足门店经营需要，公司采取了自主配送为主，委托配送为辅的配送模式。

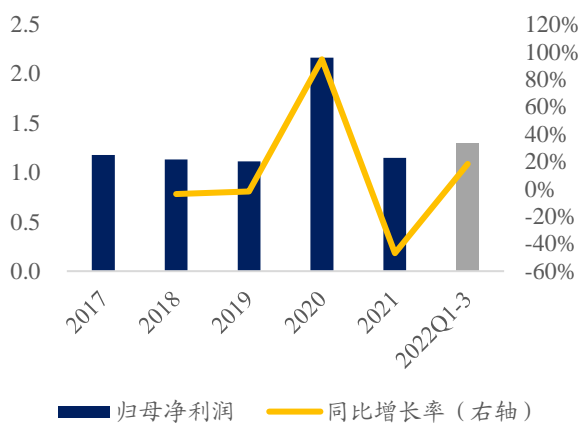
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.99%。公司 2021 年实现营业收入 53.22 亿元，同比增加 14.70%，实现归母净利润 1.15 亿元，同比减少 46.88%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 20.99%。2022 年前三季度，公司营业收入较上年同期增长速度较快，主要系公司上市融资后门店扩张速度加快。与此同时，归母净利润有所浮动，2017-2021 年复合增速为-0.62%，2021 年前三季度上升趋势明显。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

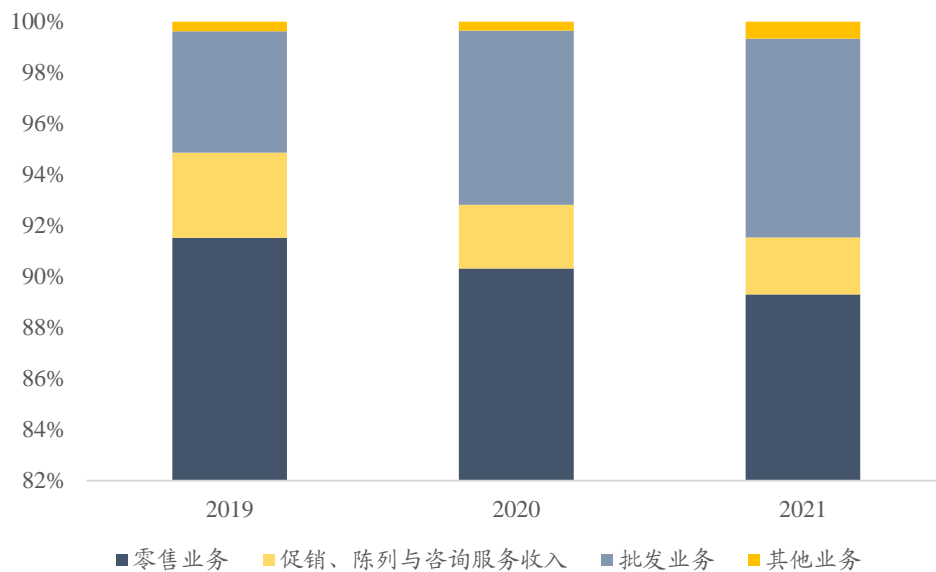


数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定，零售业务为主要营收来源。公司主营业务收入主要是零售、批发和促销、陈列与咨询服务收入，其他业务收入主要是转租收入、核酸检测服务收入等。2019-2021 年公司主营业务收入占营业收入比例在 99% 以上，公司其他业务收入占营业收入的比例较低。公司零售收入占主营业务收入比例最高，是主营业务收入的主要来源，2019-2021 年占比分别为 91.53%/90.33%/89.31%。公司批发收入占主营业务收入

比例逐年提高，2019-2021 年占比分别为 4.76%/6.83%/7.79%。

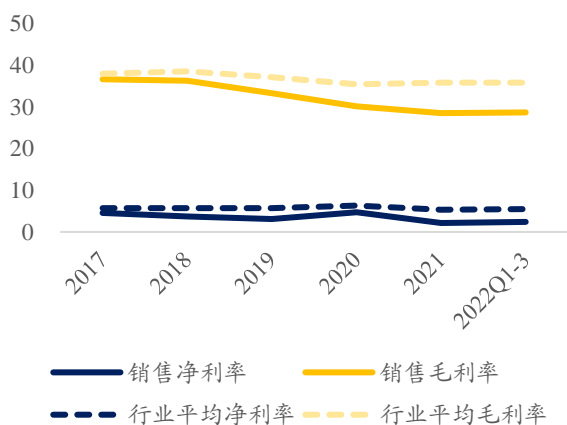
图3：2019-2021 年营业收入构成



数据来源：wind，东吴证券研究所

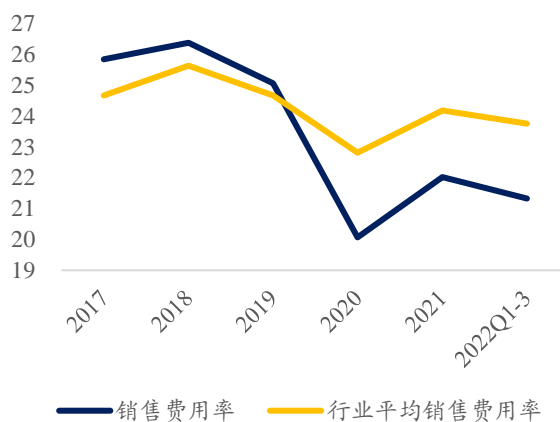
公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率低于行业平均水平。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 4.54%、3.72%、3.13%、4.73%和 2.15%，销售毛利率分别为 36.63%、36.25%、33.27%、30.11%和 28.51%。公司零售业务毛利率低于同行业可比上市公司，主要原因系：同行业可比上市公司与供应商深度合作，节约了供应商的媒体广告费和市场营销费，因此采购价格较低；公司销售规模低于同行业可比上市公司老百姓、益丰药房、大参林和一心堂，较低的收入规模导致整体采购议价能力较弱。公司销售费用增长与营业收入变动趋势基本一致，管理费用率低于同行业可比公司，主要原因一是经营主体少，人员配置较为精简，管理费用得到较为有效控制，二是无股份支付费用。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



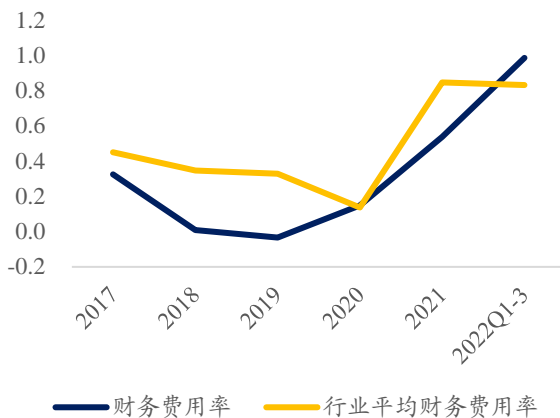
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



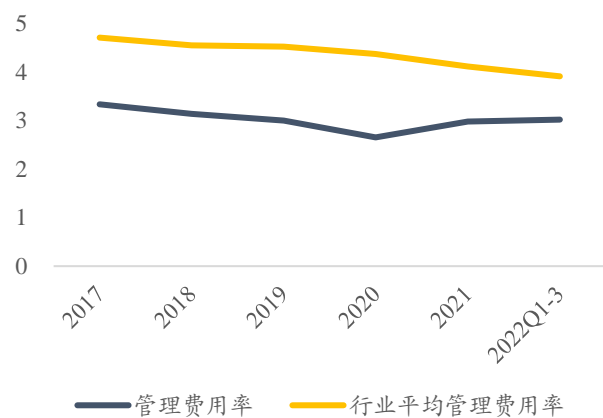
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点分析

坚持区域深耕的稳健扩张策略, 不断扩大区域市场份额。公司坚持“连锁经营、规模发展”的经营思路, 采取深耕省内市场, 稳健扩张省外市场的策略, 以山东市场为核心, 聚焦长江以北的区域扩张, 继续夯实优势市场的网络布局及品牌优势, 以覆盖城市消费需求的城市中心店为核心, 打造包括商业中心店、社区店、医院店等店群集的终端网络布局。公司坚持自营为主的门店经营模式, 通过品牌渗透战略和“平价、优质、专业、便利”的经营理念, 深入开发和巩固现有市场, 不断扩大区域市场份额, 同时通过新开和并购相结合的方式, 快速拓展空白市场。

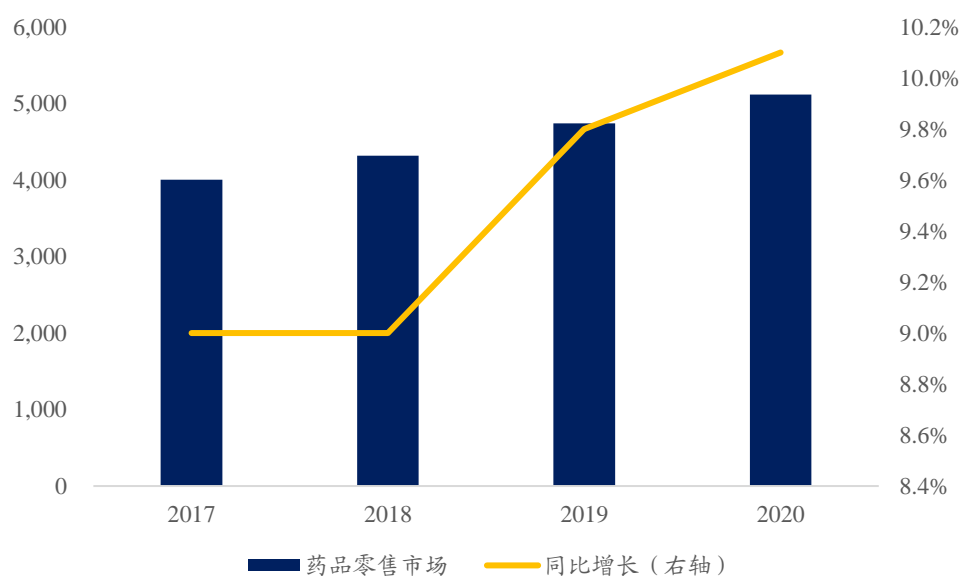
表6: 公司直营门店总体分布情况 (截至 2021 年)

大区	新建门店数量 (家)	新建门店面积 (平方米)	期末门店数量 (家)
济南大区	144	15,027	914
鲁北大区	35	4,282	451
鲁南大区	114	12,778	290
鲁西北大区	37	3,504	223
鲁西南大区	124	13,338	336
青岛大区	8	582	338
辽宁大区	1	242	40
总计	463	49,753	2,592

数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

健康理念与医药分开拉动增长，公司将享受行业稳步上升红利。随着国内经济增长和结构调整，人们生活水平不断提高，大健康理念持续增强，全社会医药健康服务需求将不断增长，特别是人口老龄化程度日益加深，将促使药品流通市场规模进一步扩大。随着我国人口老龄化程度加剧、民众健康意识增强，医疗保障体制不断完善，我国医药健康市场规模将继续保持扩大趋势。同时，随着“三医联动”改革的不断推进，公立医院改革、医保控费、一致性评价、带量采购、互联网+医疗等政策相继出台并实施，医院处方外流提速，医药分开的局面正逐步形成，医药零售行业迎来新的增量市场。凭借精细化的运营管理和良好的供应链体系，公司将享受行业稳步上升红利。

图8: 全国药品零售市场销售规模(亿元)



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

