

## 深根华南，拓展全国，规模领先的连锁药店

买入(首次)

——大参林(603233)首次覆盖

2024年12月16日

## 报告关键要素:

公司为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，直营门店零售为公司收入及利润的主要来源。近几年公司通过“自建+并购+加盟”已完成21个省份布局。未来公司将深耕存量门店发展，省外门店盈利水平和经营效率有较大提升空间，推动公司在各省市占率提升。

## 投资要点:

## 强监管、处方外流趋势下，大型连锁迎来新机遇

- 1) 处方外流是长期趋势，定点零售药店纳入门诊统筹管理加速处方外流。目前国内处方药院外市场占比较低，相比日美仍旧有较大增长空间。不同地区药店门诊统筹进展不一，大型连锁药店门诊统筹受益有待释放；
- 2) 院外市场是日常用药、家庭备药重要购药场景，在人口老龄化趋势下，叠加中老年人群特别是慢病人群，更多依赖医保统筹，药店纳入门诊统筹后，药店有望在承接慢病用药需求上承担重要角色，院外市场有望持续扩容；
- 3) 大型连锁药店布局双通道、DTP药房、门诊统筹资质落地，积极承接处方外流，有望进一步提升客流。在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，合规运营、精细管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势。全国龙头医药连锁药店拥有较强的议价能力、丰富的产品矩阵、数字化赋能的合规管理等经营优势，能在“市场整合期”中进一步提高市场占有率，市场集中度和连锁率有望持续提升。

“自建+并购+加盟”三驾马车发力，推进强势区域加密及弱势区域突破公司通过“自建+并购+加盟”扩大市场布局，直营门店、加盟门店均加速扩张。由于自建门店扩张同比加快而新增的自建门店培育期较长、收入水平较低，叠加行业政策影响，公司业绩增速有所放缓。受低毛利率的加盟及分销业务收入占比提高影响，公司综合销售毛利率同比有所下降。从扩张区域分布看，公司新增自建和加盟门店依旧聚焦在华南地区，但其他地区占比呈现增长趋势，新增收购门店主要聚焦在东北、华北、

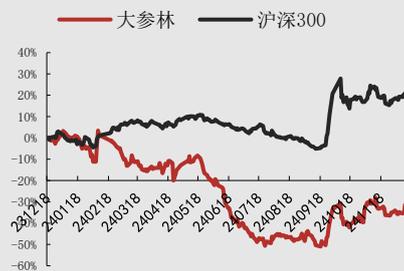
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24531.39	27258.52	30651.86	34871.82
增长率(%)	15.45	11.12	12.45	13.77
归母净利润(百万元)	1166.50	1019.19	1144.24	1307.45
增长率(%)	12.63	-12.63	12.27	14.26
每股收益(元)	1.02	0.89	1.00	1.15
市盈率(倍)	15.84	18.12	16.14	14.13
市净率(倍)	2.71	2.50	2.27	2.05

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	1,138.85
流通A股(百万股)	1,138.85
收盘价(元)	16.22
总市值(亿元)	184.72
流通A股市值(亿元)	184.72

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

分析师：黄婧婧  
执业证书编号：S0270522030001  
电话：18221003557  
邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

西北及西南地区。截至目前，公司业务范围已覆盖 21 个省份，其中，广东、广西、河南和黑龙江的竞争优势明显，市场份额名列前茅。全国门店 16,453 家，位列行业第一。

### 聚焦存量门店深耕，省外门店盈利水平和经营效率有较大提升空间

近几年公司省外扩张趋势强劲，公司直营门店分区域来看，广东、广西以及河南仍为公司优势区域，直营门店经营效率亦高于其他地区；从广东省内、省外来看，广东省为公司传统优势区域，省内老店单店效益普遍高于广东省外区域。未来公司深耕现有省份，聚焦门店的加密深耕以及进一步推进精细运营，随着省内外新店次新店成熟，门店经营效率预计逐年提升，公司门店整体经营效率有望向优势地区水平靠拢。同时，通过进一步优化供应链，向新进入省份导入公司品牌和供应链，省外门店毛利率水平亦有较大提升空间。

### 布局新零售，积极承接处方外流，拥抱市场变化

公司积极探索新零售商业模式，线上线下融合发展，全渠道一体化运营。O2O 业务方面，公司建立了 30 分钟到家的 24 小时送药服务。B2C 业务方面，利用中央仓+省仓+地区仓的发货模式，覆盖全国。完成一系列变革后，公司线上业务规模实现了快速增长，毛利率及净利率均稳步提升。公司顺应处方外流之大趋势，积极承接，主要措施包括对接处方流转、拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化药房，积极争取双通道及门诊统筹定点门店资格，强化专业服务能力及处方药品供应体系等。截至 2024H1，公司拥有 DTP 专业药房 248 家，门诊统筹定点门店 1782 家，双通道定点门店 602 家，门慢门特定点门店 1165 家。

**盈利预测与投资建议：**处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望在稳固华南地区优势地位的同时，提高省外门店业绩和经营效率，提升公司整体盈利水平和管理效率。通过对公司基本面分析，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 10.19 亿元/11.44 亿元/13.07 亿元，对应 EPS0.89 元/股、1.00 元/股、1.15 元/股，对应 PE 为 18.12/16.14/14.13（对应 2024 年 12 月 13 日收盘价 16.22 元），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期的风险

## 正文目录

<b>1 深耕华南，布局全国的大型连锁药店</b> .....	<b>5</b>
1.1 成立 25 年，行业规模领先.....	5
1.1.1 药品零售是核心业务，药品分销业务占比逐年提升.....	5
1.1.2 多元化经营，发挥参茸滋补药材领域独特优势.....	6
1.1.3 巩固华南市场的基础上，加快其他区域市场扩张.....	8
1.2 股权分布集中，股东结构稳定.....	9
1.3 规模效应凸显，现金生成能力较强，回款速度快于同业.....	10
<b>2 “自建+并购+加盟”三驾马车发力，推动门店扩张</b> .....	<b>13</b>
2.1 门店稳健扩张，加盟门店扩张势头强劲.....	13
2.2 深耕存量省份，省外门店潜力大.....	14
2.3 新零售快速增长，加速集中度提升.....	16
2.4 积极承接处方外流，发挥龙头优势.....	17
<b>3 处方外流趋势下，门诊统筹给药品零售带来长期增量</b> .....	<b>18</b>
3.1 健康需求刚性，药店承担重要的医药服务供给角色.....	18
3.2 大型连锁药店更受益门诊统筹政策.....	20
3.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升.....	21
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>22</b>
<b>5 投资建议</b> .....	<b>22</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>23</b>
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司收入结构（按零售和批发）.....	6
图表 3: 公司零售业务收入和同比增速：亿元.....	6
图表 4: 公司加盟、分销业务收入和同比增速：亿元.....	6
图表 5: 公司收入结构（按产品品类）.....	7
图表 6: 公司中西成药收入和同比增速：亿元.....	7
图表 7: 公司非药品类收入和同比增速：亿元.....	7
图表 8: 公司中参药材收入和同比增速：亿元.....	7
图表 9: 公司门店覆盖省份数量：个.....	8
图表 10: 公司收入结构（按不同区域分）.....	8
图表 11: 公司华南地区收入和收入同比增速：亿元.....	9
图表 12: 公司华中地区收入和收入同比增速：亿元.....	9
图表 13: 公司华东地区收入和收入同比增速：亿元.....	9
图表 14: 公司东北、华北、西北、西南地区收入和收入同比增速：亿元.....	9
图表 15: 公司股权分布集中（2024Q3）.....	10
图表 16: 公司营业总收入和同比增速：亿元.....	10
图表 17: 公司扣非归母净利润和同比增速：亿元.....	10
图表 18: 公司综合毛利率和净利率.....	11
图表 19: 公司零售和加盟、分销业务毛利率.....	11
图表 20: 公司三项费用率.....	11
图表 21: 公司经营性现金流净额：亿元.....	12
图表 22: 上市药店存货周转天数对比：天（2024 前三季度）.....	12
图表 23: 上市药店应收账款周转天数对比：天（2024 前三季度）.....	12

图表 24: 上市药店应付账款周转天数对比: 天 (2024 前三季度)	13
图表 25: 四大连锁药店门店总数量: 家 (截至 2024Q3)	13
图表 26: 公司直营和加盟门店数量: 家	14
图表 27: 公司直营和加盟门店数量比例	14
图表 28: 公司每年各类新增门店占比	14
图表 29: 公司每年新增门店数量拆分: 个	14
图表 30: 新增自建门店区域分布: 华南数量较多, 东北、华北、西北和西南地区新增门店数量占比提升明显	15
图表 31: 新增加盟门店区域分布: 华南数量较多, 东北、华北、西北和西南地区新增门店数量占比提升明显	15
图表 32: 新增收购门店区域分布: 东北、华北、西北和西南地区占比比较大	15
图表 33: 公司新店爬坡期到成熟期经营指标变化趋势	16
图表 34: 各区域直营门店有效月均坪效 (元/平方米)	16
图表 35: 公司新零售业务 (O2O+B2C) 销售同比增速	17
图表 36: 公司各类门店数量: 家	17
图表 37: 医药健康产品购买渠道渗透率 (2024 年)	18
图表 38: 中国 65 岁及以上人口数量和占比: 亿人	18
图表 39: 我国药品零售销售额和同比增速: 亿元	19
图表 40: 药品销售三大终端销售额复合增速(2016-2023)	19
图表 41: 药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)	19
图表 42: 药品三大销售终端市场份额	19
图表 43: 药品销售六大市场市场份额: 2023 年	19
图表 44: 我国处方药院内院外占比	20
图表 45: 中日美处方药院内院外占比情况对比 (2022 年)	20
图表 46: 各省份地区门诊统筹药店数量和占比 (截至 2024.2)	20
图表 47: 全国药店连锁率: 2017-2023	21
图表 48: 全国药店十强/百强销售额占比: 2016-2023	21
图表 49: 公司盈利预测: 亿元	22

# 1 深耕华南，布局全国的大型连锁药店

## 1.1 成立 25 年，行业规模领先

公司是华南地区规模最大、国内排名前三的大型连锁药店企业，成立于1999年，2017年7月31日登陆上交所，专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的连锁零售业务，通过直营门店、直营式加盟门店，在深入开发和巩固华南市场的基础上，不断向周边省市辐射，实现跨区域发展，业务范围已覆盖21个省份，其中，广东、广西、河南和黑龙江的竞争优势明显，市场份额名列前茅。截至2024Q3，公司实现营业收入213.62亿元，全国门店16,453家，位列行业第一。

图表1:公司发展历程

年份	重要历程
1993	前身“参茸大药房”于广东茂名成立
1998	湛江开店，跨区域连锁开始
1999	全国范围内注册“大参林”商标；茂名市大参林医药连锁有限公司成立
2004	总部从茂名迁到广州，并冠名广东大参林连锁药店有限公司
2006	广西子公司和福建子公司成立，标志全国发展战略的实施
2008	潮汕子公司的410分店开业，标志完成对广东省21个地级市市场的全面覆盖
2009	与韶关第二大连锁美康药业签订并购协议，“上市大联盟”迈出第一步
2011	门店突破1000家
2013	成立并股改，更名为大参林医药集团股份有限公司
2015	引入摩根士丹利资本
2016	先后分别和内蒙古惠丰堂、河南许昌保元堂、安阳千年健等数家连锁签订参股控股合作协议，开启“上市大联盟第二季”；门店数量突破2000家
2017	登陆上交所
2019	河南大区举行“豫见未来”500店庆活动，正式开启对外加盟业务
2021	开始拓展西南地区
2022	新进入辽宁地区
2023	新进新疆、山西、安徽三个省份，门店超过14000家
2024	新进上海区域，截至三季度，门店扩张至16453家，位列行业第一

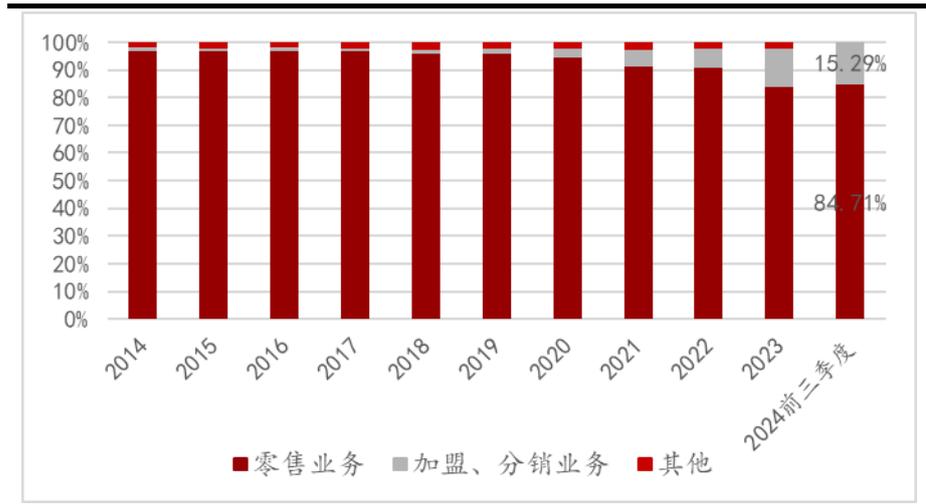
资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

### 1.1.1 药品零售是核心业务，药品分销业务占比逐年提升

1) 零售业务是公司核心业务，通过“直营+并购”二大模式拓展直营门店区域布局，深耕华南，布局全国。公司通过持续新开门店、并购和新拓展加盟等方式，下沉已布局区域的二、三级市场，同步开拓重要区域的新市场。不断扩大零售渠道品牌规模以提升竞争力，以继续保持规模优势；2) 公司批发业务重点分销总代理与自有品牌品种。从供应商集中采购，向非加盟体系的中小连锁药店以及单体药店、中小型医药批发企业等第三方批发；公司的分销业务能充分利用公司的商品代理优势、物流配送能力和生产能力，能加强公司与中小型医药批发企业、中小型连锁药店和单体药店之间的业务联系，是公司零售业务的有益补充。

公司零售业务多年来收入占比稳定在90%以上，加盟和分销业务占比逐年提升。2024年前三季度，零售业务占比为84.71%，加盟和分销业务占比从2015年的不足1%提升至2024年前三季度的15.29%。

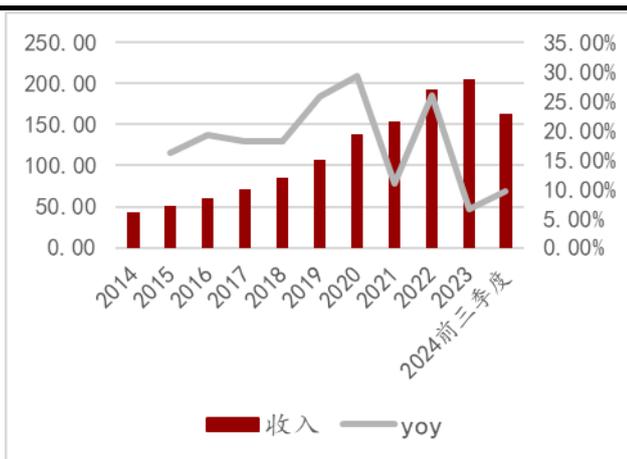
图表2:公司收入结构(按零售和批发)



资料来源: wind, 万联证券研究所

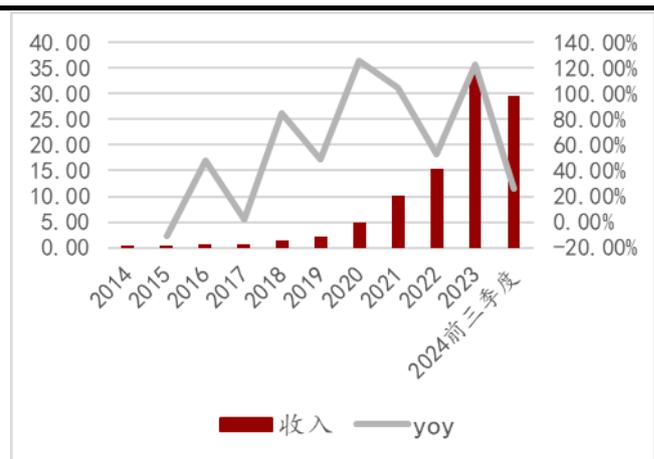
从零售和批发业务收入增速看, 公司零售业务收入从2014年的43.94亿元增长至2023年的205.09亿元, 年复合增长率为18.67%; 批发业务从2014年的0.58亿元增长至2023年的34.23亿元, 年复合增长率为57.32%。

图表3:公司零售业务收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4:公司加盟、分销业务收入和同比增速: 亿元

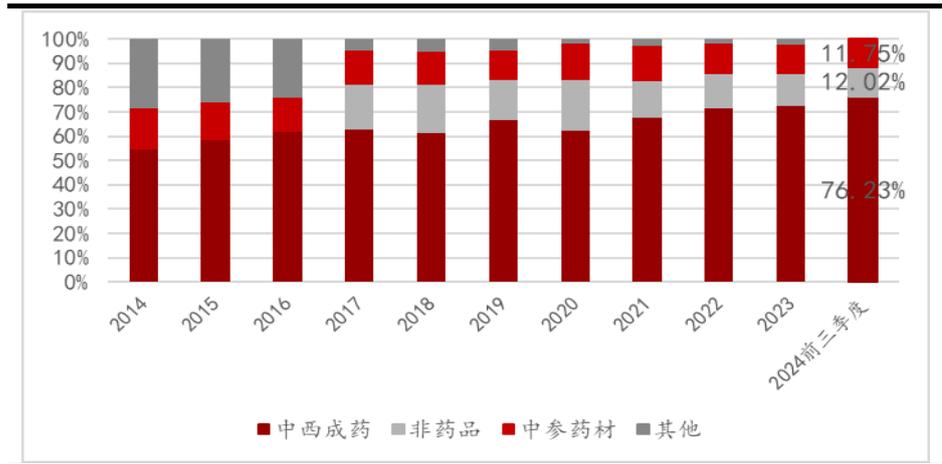


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 1.1.2 多元化经营, 发挥参茸滋补药材领域独特优势

公司主要销售中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品等, 公司作为华南地区的领先医药连锁企业, 自设立以来就紧紧契合华南地区消费者对滋补养生健康产品的需求, 着力发展参茸滋补药材特色业务, 形成了较为明显的差异化竞争优势。公司还推出了以“可可康”为核心品牌的中西成药产品以及以“东腾阿胶”为品牌的阿胶系列产品。与此同时, 公司不断探索商品结构的多元化, 引进的彩妆、个人护理、食品饮料等品类均实现较快的增长。2023年公司引进了1344个新品种, 其中普药处方品种111个, DTP品种561个。公司中西成药收入占比从2014年的54.46%提升至2024年前三季度的76.23%, 中参药材收入占比从2014年的16.92%降低至2024年前三季度的11.75%, 非药类产品收入占比从2017年的18.43%降低至2024年前三季度的12.02%。

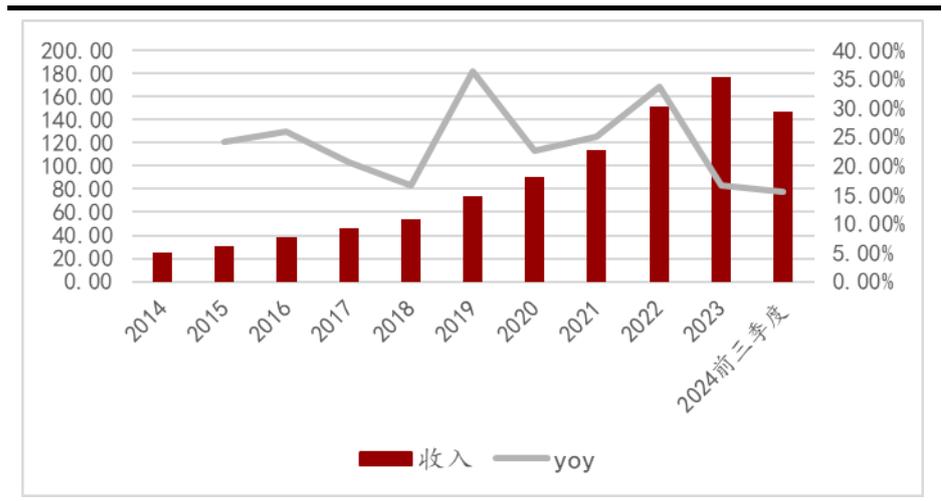
图表5:公司收入结构(按产品品类)



资料来源: wind, 万联证券研究所

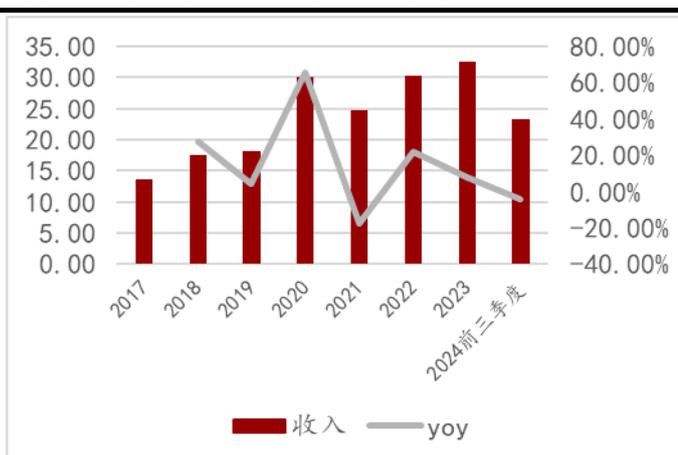
从各品类收入增速看, 2024年前三季度增长最快的是中西成药类, 增速达15.48%, 主要原因是中西成药属于必选消费以及药店的引流品, 需求较为稳定, 持续保持较快的增长趋势。中西成药、中参药材2014年到2023年以来收入年复合增速分别为24.43%和16.22%; 非药类2017年到2023年收入年复合增速为15.57%。

图表6:公司中西成药收入和同比增速: 亿元

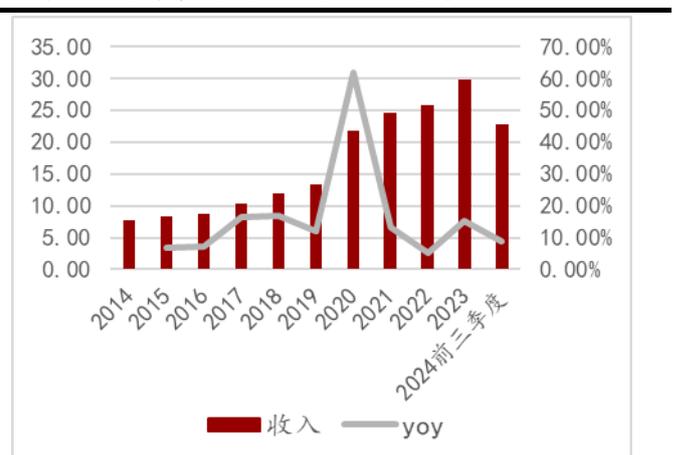


资料来源: wind, 万联证券研究所

图表7:公司非药品类收入和同比增速: 亿元



图表8:公司中参药材收入和同比增速: 亿元



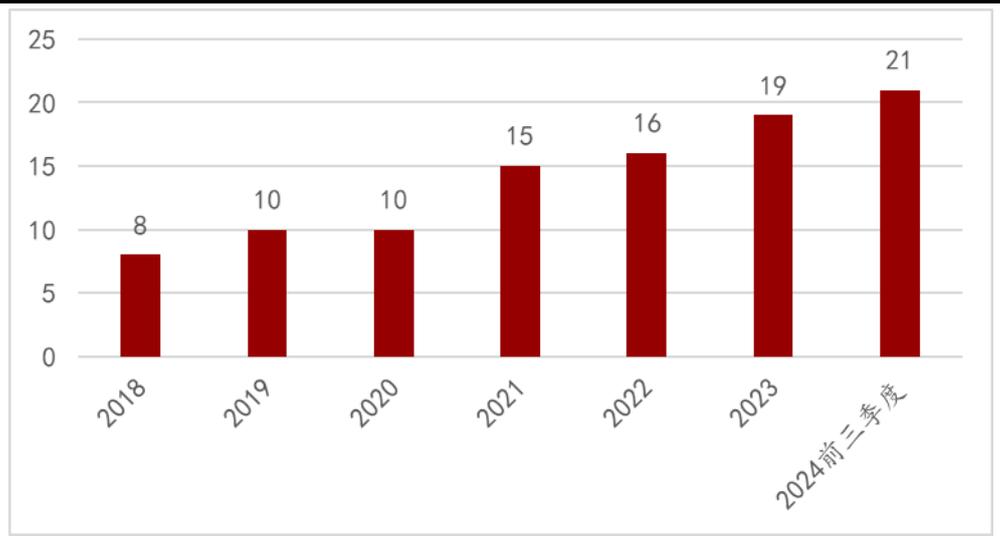
资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

### 1.1.3 巩固华南市场的基础上, 加快其他区域市场扩张

公司积极实施省外扩张战略。公司2019年之前业务范围覆盖华南、华中和华东, 2019年开始拓展东北、华北、西北地区, 2021年开始拓展西南地区, 2022年新进辽宁, 2023年新进新疆、山西、安徽三个省份, 2024年一季度新进上海区域。公司自2017年上市以来已新进入15个省份(含自治区、直辖市)。截至2024年三季度, 公司业务覆盖广东、广西、河南、黑龙江、江苏、新疆、辽宁、四川、重庆、河北、陕西、江西、山西、浙江、湖北、山东、福建、安徽、海南、上海、内蒙古等21个省份。

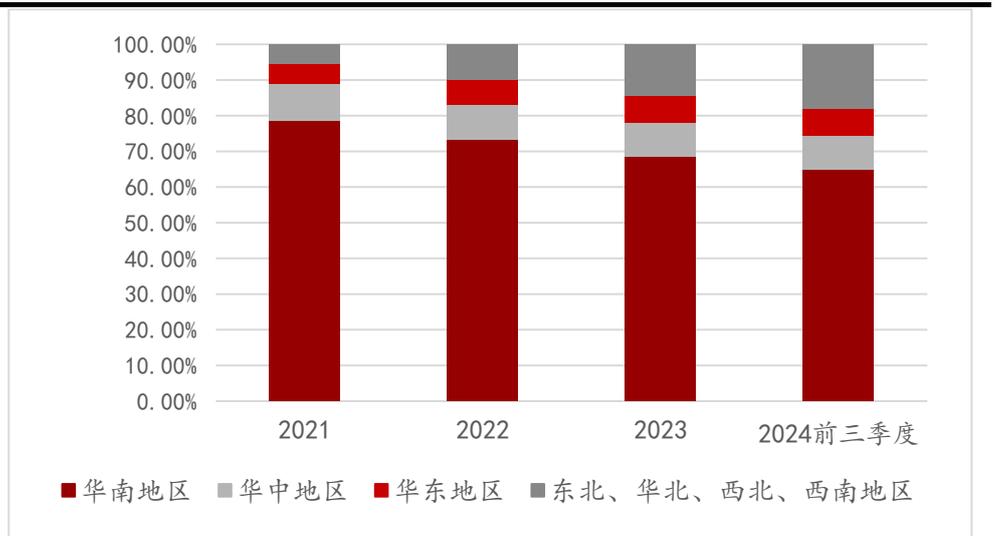
图表9: 公司门店覆盖省份数量: 个



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2024年前三季度, 公司华南、华中和华东地区收入占比分别为64.80%、9.48%、7.76%, 东北、华北、西北、西南地区收入合计占比17.96%。公司在华南地区通过成熟品牌市场效应保持销售的稳步增长; 在东北、华北、西南及西北地区通过门店并购带来销售增长, 取得了较高的增速。总体上, 公司在各地区的发展基本平衡。

图表10: 公司收入结构 (按不同区域分)

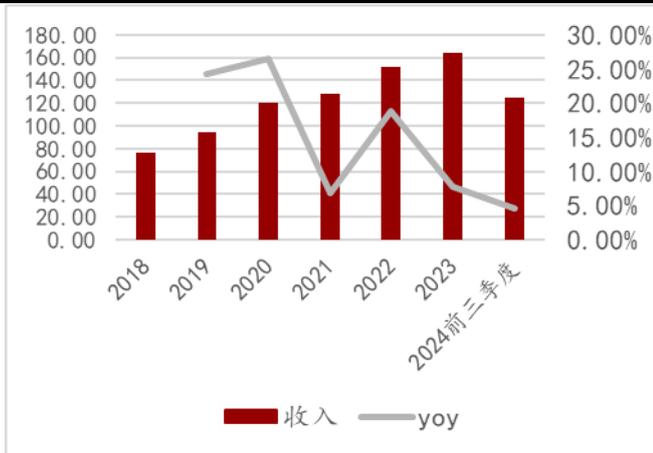


资料来源: wind, 万联证券研究所

从各地区收入增速看, 公司华南、华中、华东地区2018年到2023年年复合增速分别为16.60%、26.78%、41.46%。公司积极实施省外扩张战略, 东北、华北、西北、西南地

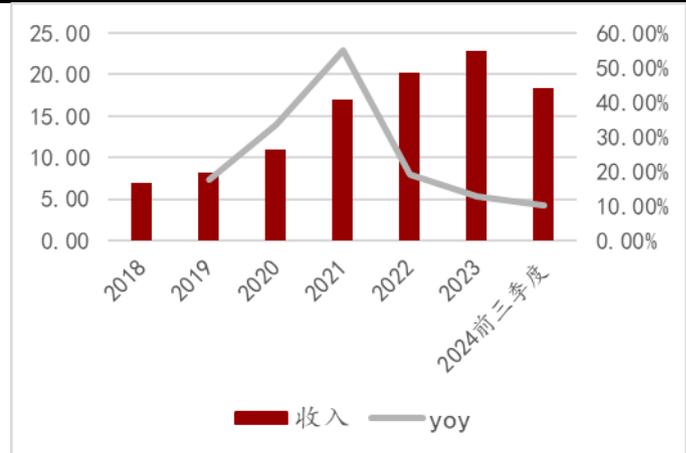
区合计收入2018年到2023年年复合增速95.02%，主要是通过门店并购带来的销售增长贡献。

图表11:公司华南地区收入和收入同比增速: 亿元



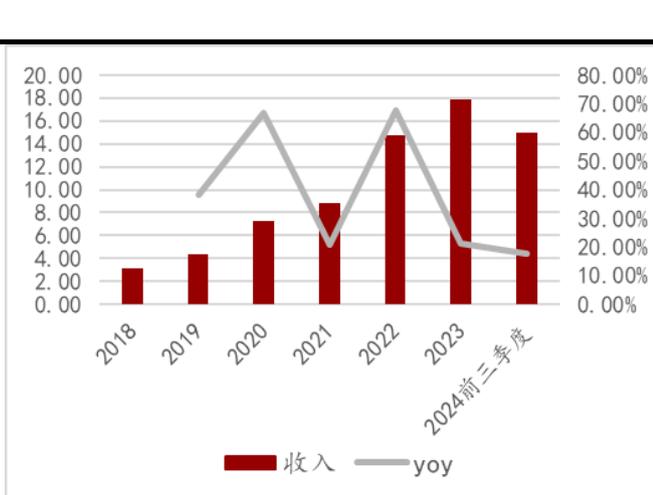
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12:公司华中地区收入和收入同比增速: 亿元



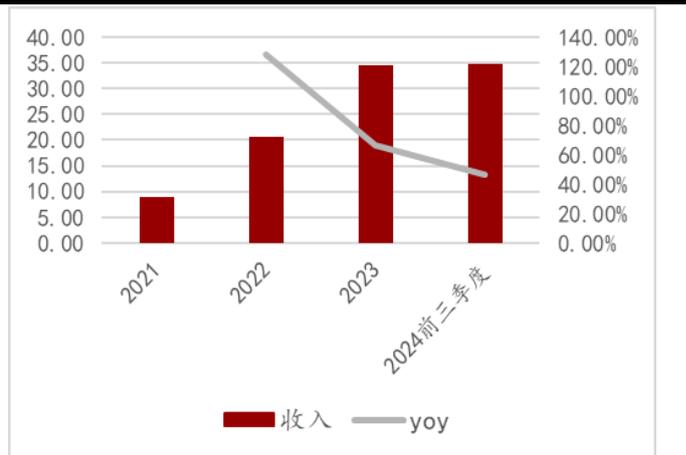
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13:公司华东地区收入和收入同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14:公司东北、华北、西北、西南地区收入和收入同比增速: 亿元

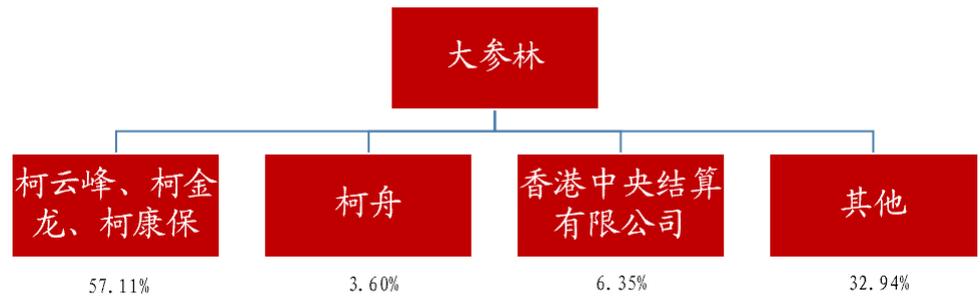


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 1.2 股权分布集中，股东结构稳定

公司股权分布集中。公司控股股东、实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙，三人为兄弟关系。截至2024年上半年，柯云峰、柯康保、柯金龙分别直接持有发行人21.30%、15.65%、20.16%股份，三人共直接持有公司57.11%的股份。公司采用了股权激励、员工持股计划、超额分红等方式将公司的发展红利分享给核心技术骨干及中高级管理人员，实现管理层的稳定发展。

图表15:公司股权分布集中(2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

### 1.3 规模效应凸显, 现金生成能力较强, 回款速度快于同业

公司不断拓展区域覆盖, 收入和利润稳步提升。收入端, 公司营业总收入从2014年的45.45亿元增长至2023年的245.31亿元; 利润端, 公司扣非归母净利润从2014年的2.57亿元增长至2023年的11.41亿元。营业总收入和扣非归母净利润2014年至2023年年复合增速分别为20.60%和18.01%。2024年前三季度, 公司收入和扣非归母净利润分别为197.31亿元(同比增长11.33%)和8.52%(同比减少26.31%), 增速放缓主要受行业政策影响, 以及自建门店培育期收入相对较低、期间费用规模依然较大所致。

图表16:公司营业总收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

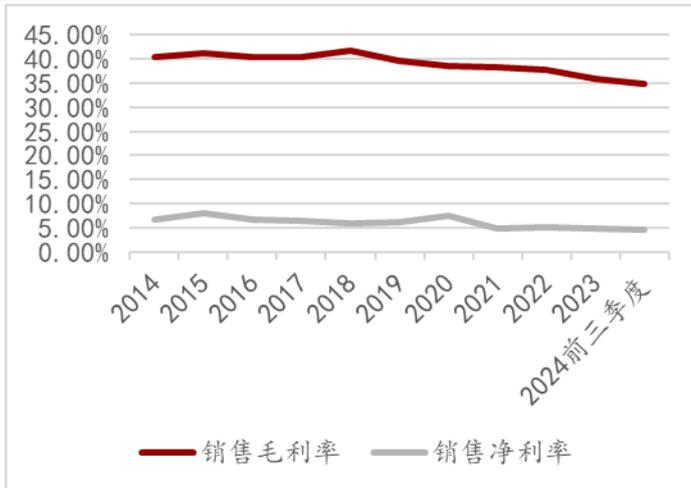
图表17:公司扣非归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

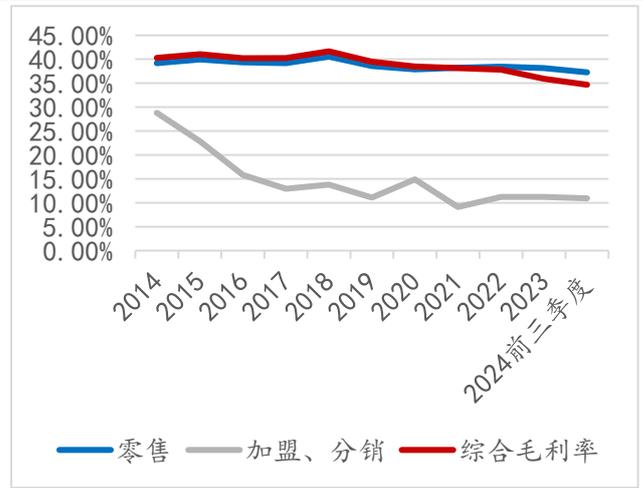
随着门店数量、营收规模的扩张,规模效应凸显。公司在商品采购、业务协作方面对供应商的议价能力进一步加强,物流、研发、系统、管控等成本进一步被分摊,稳步推动公司盈利能力提升。公司整体毛利率水平近几年呈下滑趋势,主要是因为毛利率较低的加盟业务占比提升,导致营业成本增速快于营业收入。

图表18:公司综合毛利率和净利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

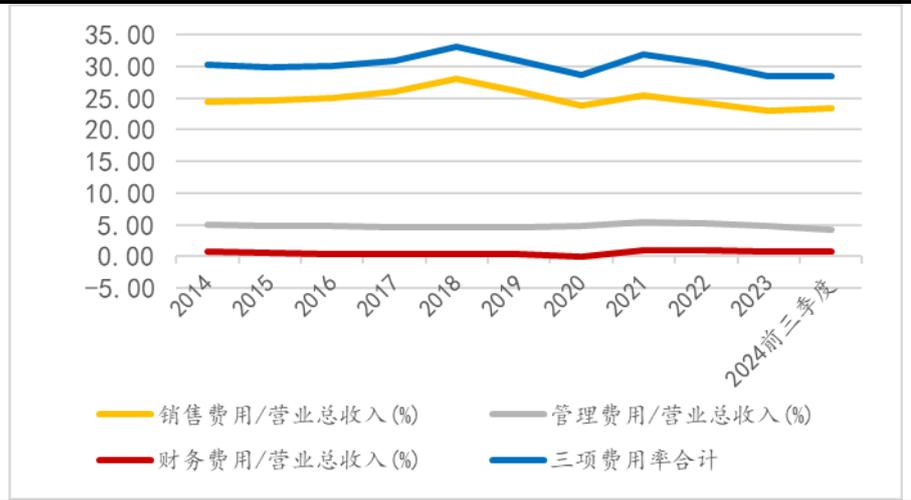
图表19:公司零售和加盟、分销业务毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

随着经营效率的提升,降本增效的推进,公司销售费用率有所下降,从2018年的28.07%降低至2024年前三季度的23.35%;随着数智化升级,管理效率提升,公司管理费用率有所下降,从2021年的5.49%降低至2024年前三季度的4.24%。

图表20:公司三项费用率



资料来源: wind, 万联证券研究所

随着门店扩张、业务规模增长,公司经营活动现金生成能力持续提高。从近三年现金流水平看,远超过历史水平。

图表21:公司经营现金流净额: 亿元

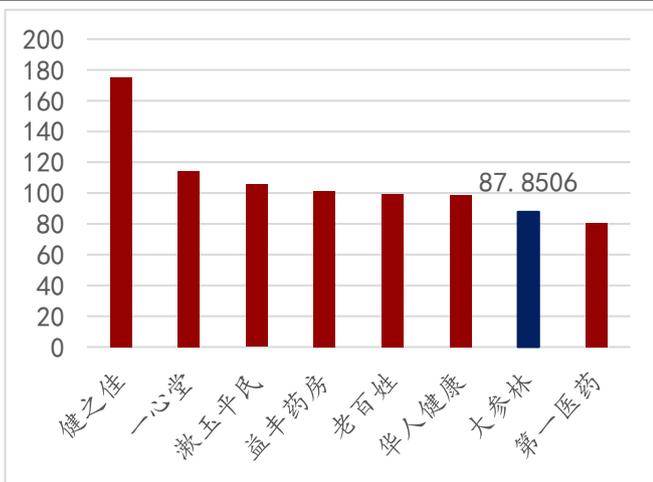


资料来源: wind, 万联证券研究所

连锁药店通过自建和收购来扩大自身规模,随着体量的增长,与之相匹配的管理效率是企业健康运转的关键。零售药店的业务经营场景可以简化成向供应商采购商品-付款给供应商-出售商品-收款客户付款四个步骤,与之对应的运营效率指标分别为库存周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数。

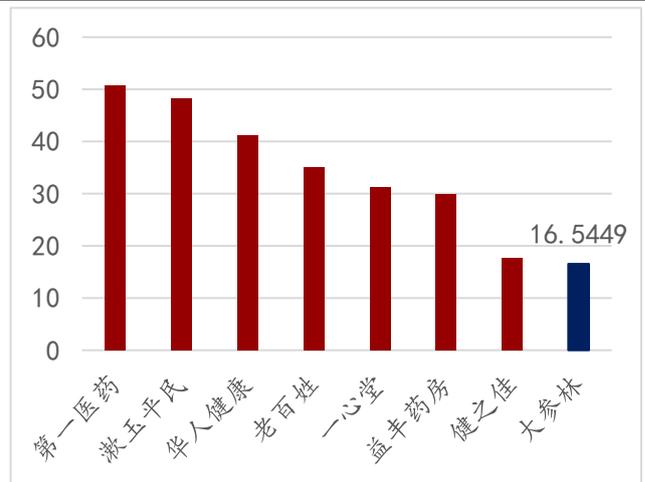
库存周转天数主要和公司业务结构(药店、便利店)、品种结构(中西成药、中药材、非药等)、门店类型结构(直营、加盟)相关;应收账款和各个省份的医保结算账期等相关;应付账款周期一定程度上反应药店占用供应商资金情况。从指标来看,公司2024年前三季度存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数分别是87.85天、16.54天、63.82天,回款速度高于同业水平。

图表22:上市药店存货周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



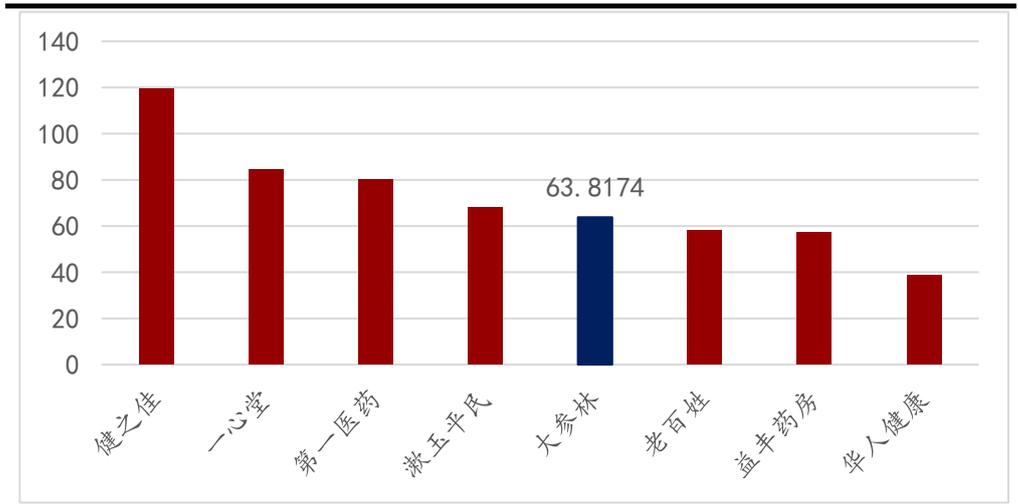
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23:上市药店应收账款周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24:上市药店应付账款周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



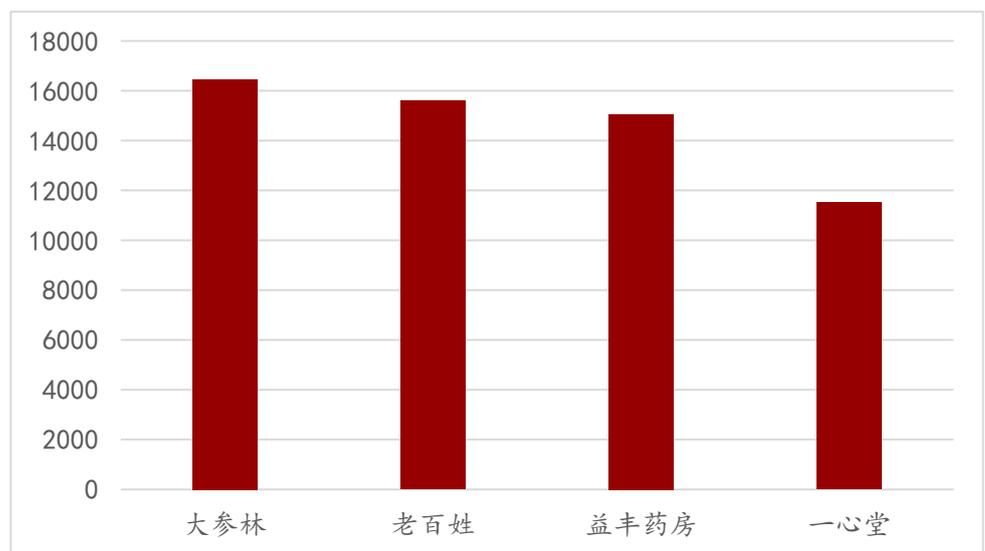
资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2 “自建+并购+加盟”三驾马车发力, 推动门店扩张

### 2.1 门店稳健扩张, 加盟门店扩张势头强劲

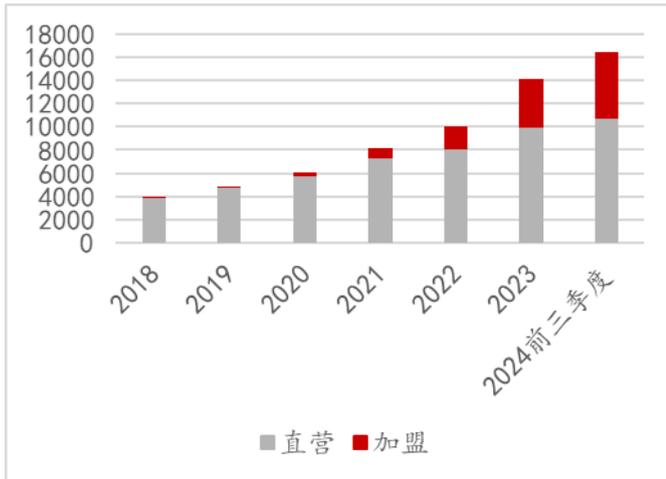
公司持续推进强势区域的加密以及弱势区域的突破, 并不断拓展空白区域, 通过自建、并购、加盟三驾马车共同发力, 门店数量逐年增加。得益于不断扩大的直营门店数量以及次新店和老店的内生增长, 凭借着标准化运营以及数字化管理的体系, 公司的模式得以高效快速复制。公司在2019年首创直营式加盟模式, 将直营的体系注入到加盟模式当中, 在弱势区域迅速布局直营式加盟店, 带动加盟及分销业务收入的快速增长。截至2024年前三季度, 公司拥有门店16,453家, 位列行业第一, 其中加盟门店5735家, 直营门店10,718家。从直营门店和加盟门店数量比例看, 直营门店占比较高, 加盟门店占比逐年提升, 门店数量比例从2018年的不足1%增长至2024前三季度的34.86%。

图表25:四大连锁药店门店总数量: 家 (截至 2024Q3)



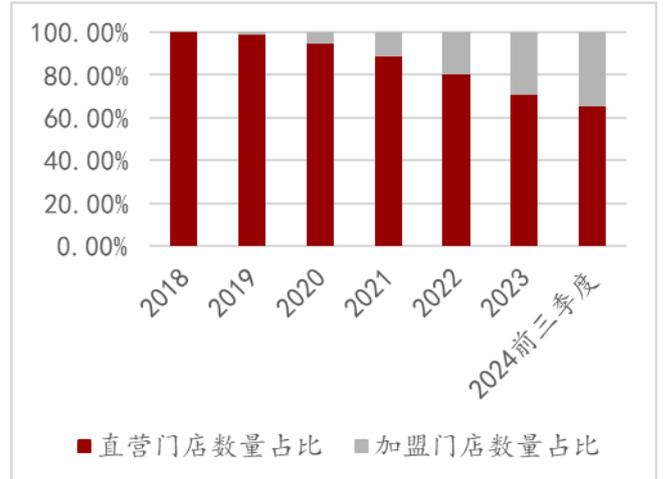
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表26:公司直营和加盟门店数量: 家



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表27:公司直营和加盟门店数量比例

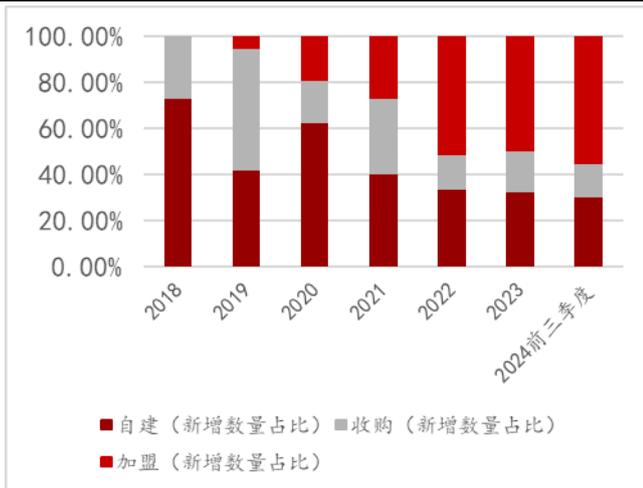


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

## 2.2 深耕存量省份, 省外门店潜力大

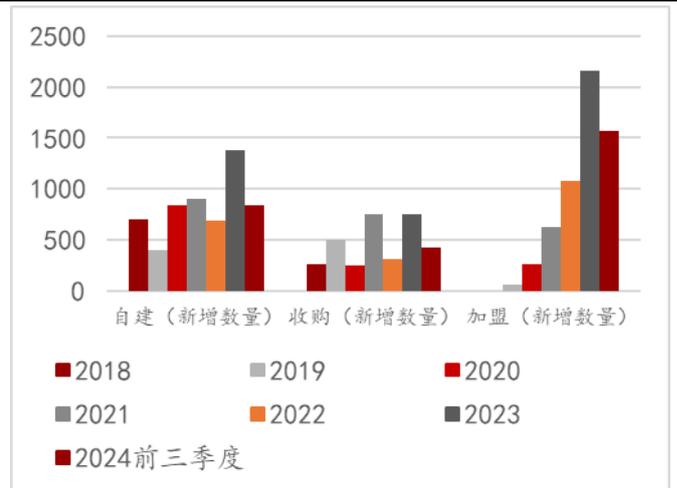
拆分新增门店数量, 2022年之前, 自建门店占比较大; 2022年以来, 加盟门店占比超过自建门店和收购门店。

图表28:公司每年各类新增门店占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

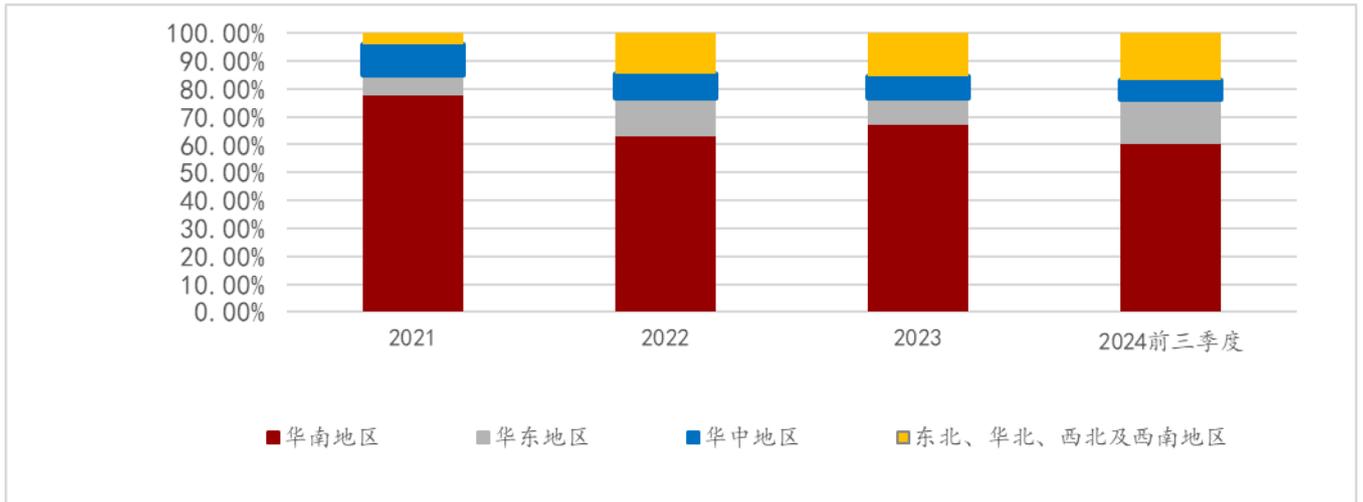
图表29:公司每年新增门店数量拆分: 个



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

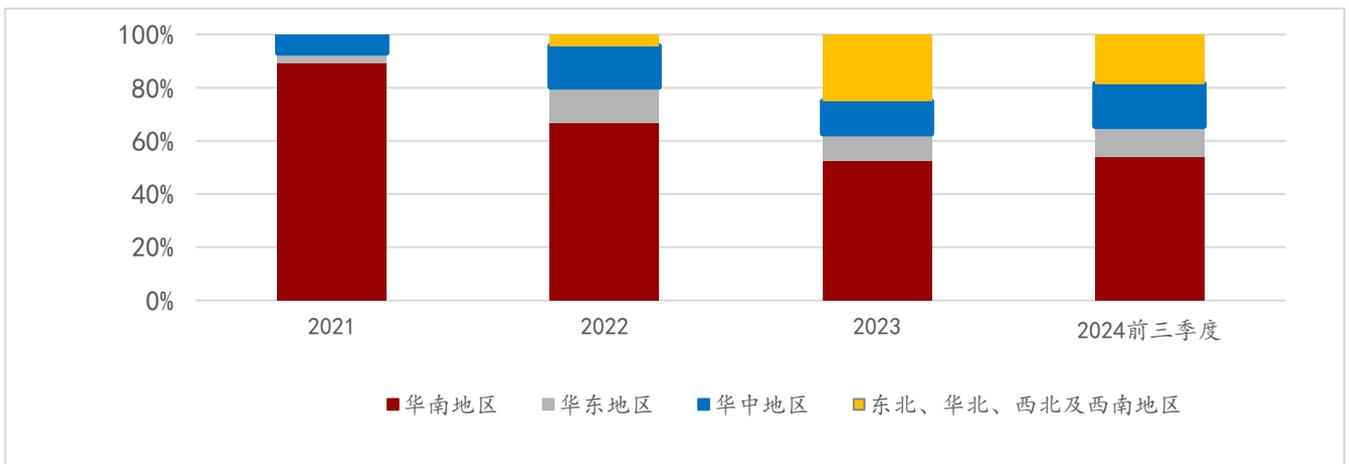
从自建/加盟/收购新增门店区域分布看, 自建和加盟门店华南地区新增门店绝对数量较多, 东北、华北、西北和西南地区占比提升明显; 新增收购门店主要集中在东北、华北、西北和西南地区。

图表30:新增自建门店区域分布: 华南数量较多, 东北、华北、西北和西南地区新增门店数量占比提升明显



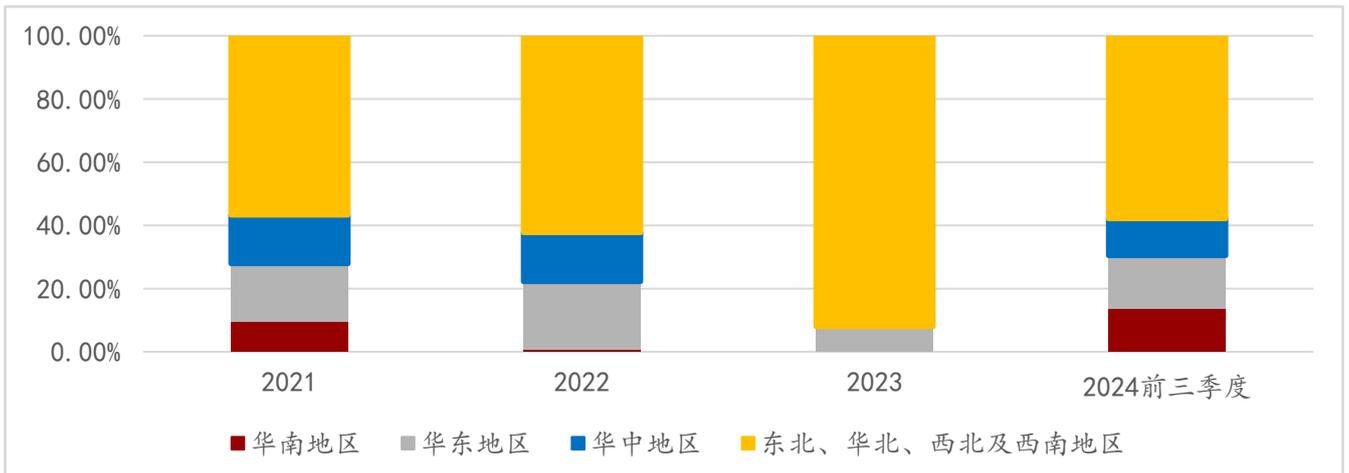
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表31:新增加盟门店区域分布: 华南数量较多, 东北、华北、西北和西南地区新增门店数量占比提升明显



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表32:新增收购门店区域分布: 东北、华北、西北和西南地区占比比较大



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司新开业门店的市场培育期一般为两至三年，培育期的开办费及促销费用投入较大，而门店客流量提升需要一定时间，培育期实现的效益较低。从老店、新店来看，老店盈利情况较好，平均营业收入、利润高于当年新开门店。随着门店经营的成熟，门店效益有望逐步上升。

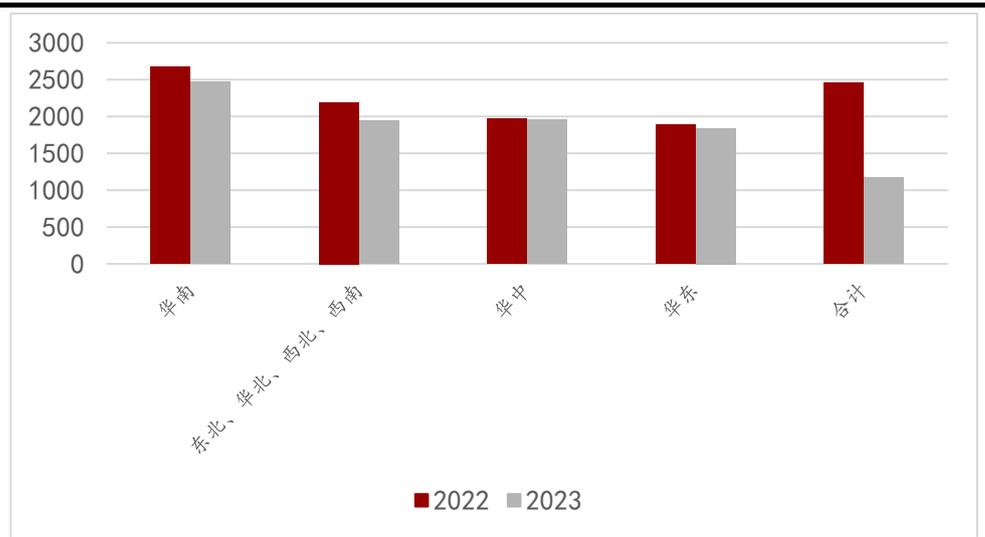
图表33:公司新店爬坡期到成熟期经营指标变化趋势

经营指标	经营指标变化趋势
营业收入	鉴于门店的品牌认知度会逐步提升、门店医保资格、药品种类会逐渐完善，根据公司过往开设门店的经营数据，新设门店销售额预计会在前三年内保持较快的增长速度，其后增长速度逐渐下降。随着门店的相关设施、服务、药品种类的不断健全，药店经营逐渐步入成熟期，销售额开始呈现稳定增长
毛利率	新开业门店位置、客流相对不稳定，门店促销力度更大，相较公司已开业门店毛利率偏低，但随着门店经营的成熟，毛利率整体保持持续增长。新开业门店一般前三年为培育期，毛利率相对偏低，第4年开始逐步达到相对稳定
销售费用率	新开业门店位置、客流相对不稳定，门店促销力度更大，销售费用率更高

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司直营门店分区域来看，2023年广东、广西以及河南仍为公司优势区域，直营门店经营效率亦高于其他地区，从广东省内、省外来看，广东省为公司传统优势区域，省内老店单店效益普遍高于广东省外区域。2023年广东、广西以及河南零售收入合计占零售收入的77.05%。2023年新疆、辽宁、山西、黑龙江零售收入同比增加9.02亿元，占零售收入增量的71.82%。2023年陕西、山东、四川等省份收入增长较快，分别同比增长32.59%、27.72%、26.53%。可以看出，新进入省份增长潜力较大，经营效率水平亦有较大成长空间。同时，随着公司在省外门店导入公司品牌和供应链，外省门店毛利率亦有提升空间。

图表34:各区域直营门店有效月均坪效（元/平方米）



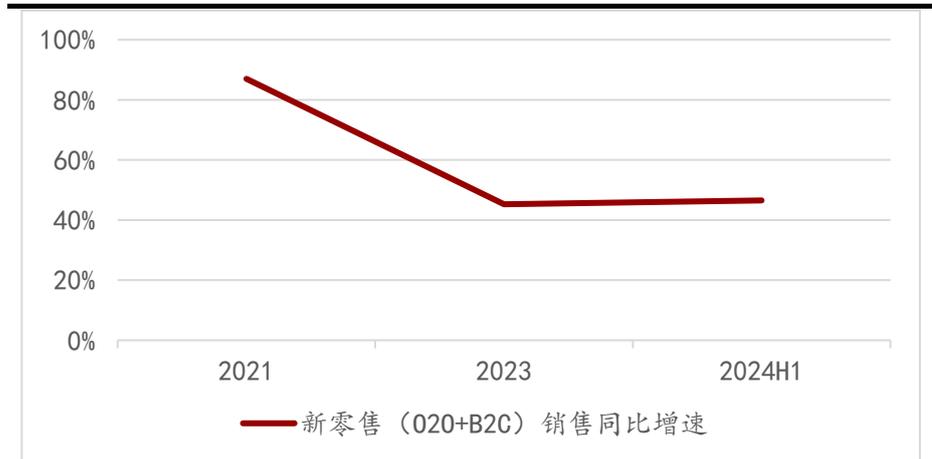
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 2.3 新零售快速增长，加速集中度提升

公司积极探索新零售商业模式，线上线下融合发展，全渠道一体化运营，满足各类消费者不同渠道的购药需求。在O2O业务上，公司建立了以用户为中心，30分钟到家的24小时送药服务。B2C业务上，利用中央仓+省仓+地区仓的发货模式，覆盖全国。公司在公域及私域流量上均有布局。公域流量，公司进驻了大部分头部O2O平台。私域

流量，公司通过“大参林健康”微信小程序开展O2O、B2C等线上服务，积极推动私域流量发展，逐步提升私域流量占线上销售的比例。公司组建了专业的新零售团队运营新零售业务，在选品、定价策略、营销体系和运营体系等方面针对线上业务特点重新梳理打造。完成一系列变革后，公司线上业务规模实现了快速增长，毛利率及净利率均稳步提升。专业线上运营团队将头部连锁与中小连锁和单体药店的差距进一步拉大，推动市场集中度加速提升。2024H1，公司新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长46.54%。

图表35:公司新零售业务（O2O+B2C）销售同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 2.4 积极承接处方外流，发挥龙头优势

公司顺应处方外流之大趋势，积极承接，主要措施包括对接处方流转、拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化药房，积极争取双通道及门诊统筹定点门店资格，强化专业服务能力 and 处方药品供应体系等。

- 截至2024H1，公司拥有DTP专业药房248家，获得个人账户医保定点门店9,914家，各类统筹报销定点门店2,586家，其中门诊统筹定点门店1,782家，双通道定点门店602家，门慢门特定点门店1,165家；
- 随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采持续推进，越来越多的处方药生产厂商意识到处方外流的趋势不可逆，开始更重视院外药品零售渠道。借此机遇，公司积极推进国家谈判品种、国家药品集中采购品种及同名非中标品种的引进，与多个处方药厂家达成战略合作，为消费者提供更齐全的处方药品种。
- 公司积极探索药品和保险业务相结合的增值模式，在全国逐步推广商业保险经纪以及报销业务。公司布局“医+药+养+检+险”的业务闭环，帮助患者以更低成本、更便捷渠道享受前沿的药品和医疗服务，降低患者使用创新药的负担，同时提高医疗效率，形成良性循环，进一步推动药品特别是创新药品种的销售。

图表36:公司各类门店数量：家

	2022	2023	2024H1
DTP 专业药房	174	227	248
门诊统筹资格门店	7	1281	1782
双通道门店	457	574	602
门慢门特定点门店		1021	1165

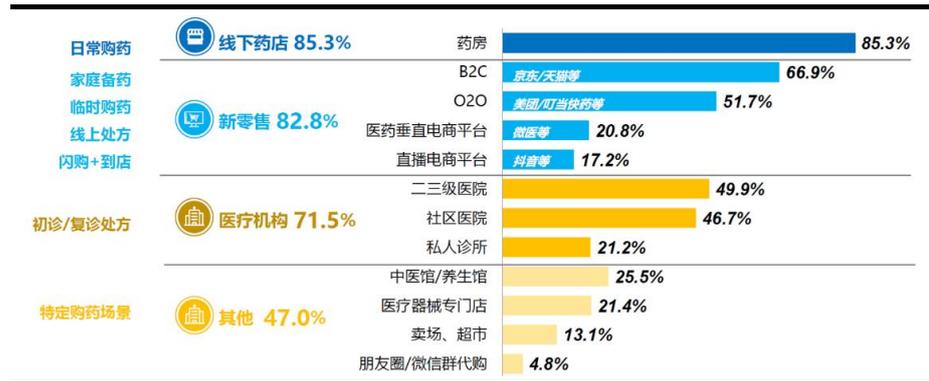
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 3 处方外流趋势下，门诊统筹给药品零售带来长期增量

#### 3.1 健康需求刚性，药店承担重要的医药服务供给角色

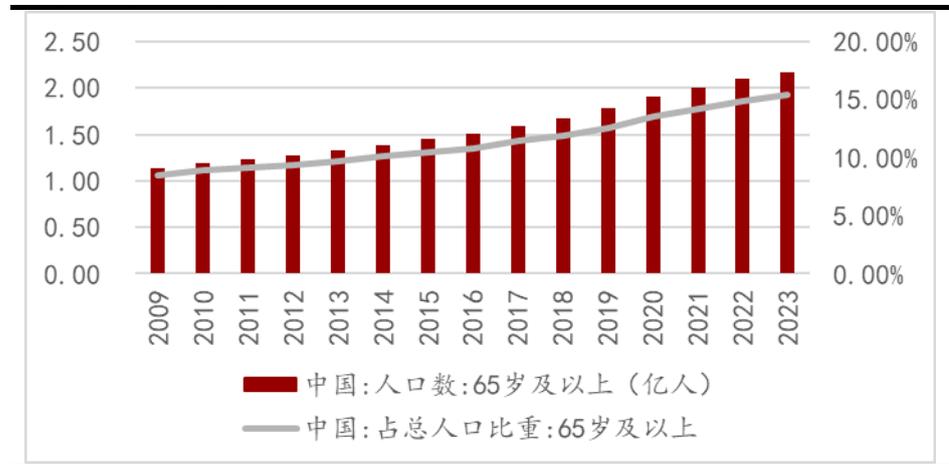
根据中康2024年大健康消费调研，线下药店是居民日常购药渠道，其渗透率高达85.3%；新零售是居民家庭备药、临时购药、闪购送货到家主要选择，其渗透率高达82.8%，显示居民对线上线下药店提供药品服务的黏性较强。同时，在人口老龄化趋势下，叠加中老年人群特别是慢病人群，更多依赖医保统筹，在药店纳入门诊统筹后，药店有望在承接慢病用药需求上承担重要角色。

图表37:医药健康产品购买渠道渗透率（2024年）



资料来源：中康产业研究院，万联证券研究所

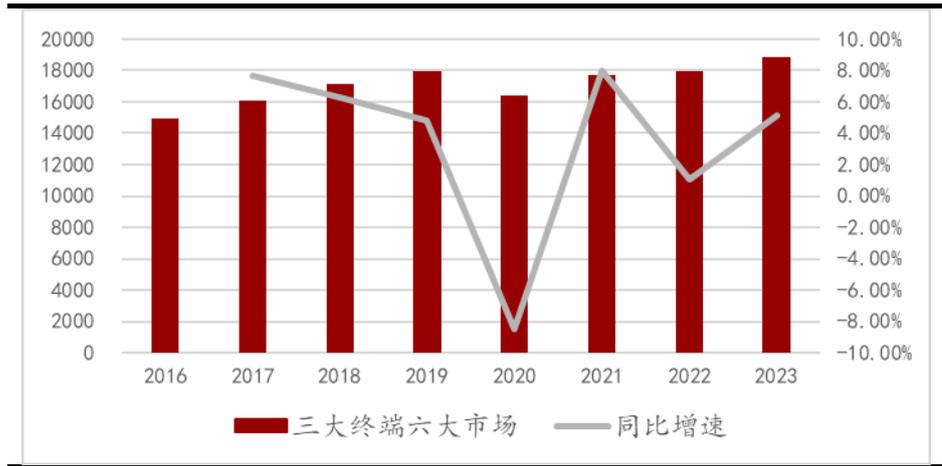
图表38:中国 65 岁及以上人口数量和占比：亿人



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

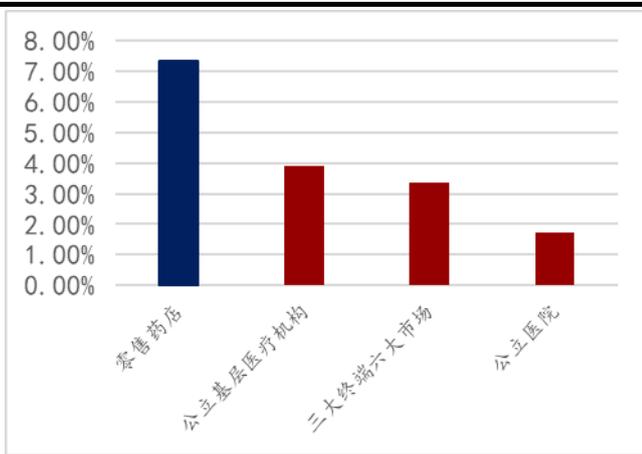
从药品销售三大终端六大市场销售额复合增速看，根据米内网，2016年到2023年，中国药品三大终端六大市场的销售额从14,975亿元上升至18,865亿元，年复合增速3.35%。其中，公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端药品销售额复合增长率分别为1.74%、7.32%、3.91%，零售药店终端增速较高；城市公立医院、县公立医院、实体药店、网上药店、城市社区卫生中心、乡镇卫生院年复合增长率分别为1.79%、1.58%、5.59%、45.51%、8.36%、0.64%，线上药店是零售药店增长的重要驱动力。

图表39:我国药品零售销售额和同比增速: 亿元



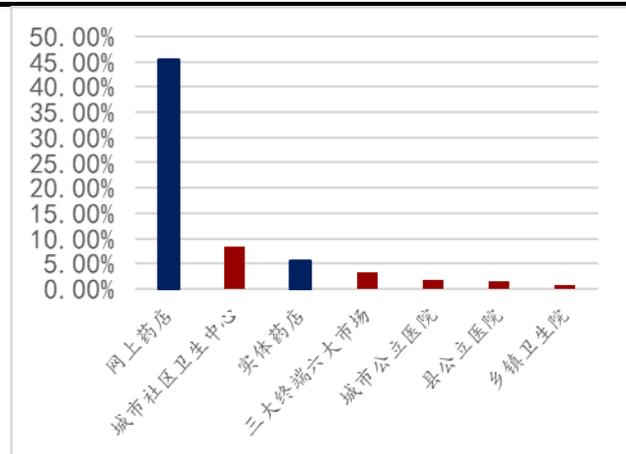
资料来源: 米内网, 万联证券研究所

图表40:药品销售三大终端销售额复合增速(2016-2023)



资料来源: 米内网, 万联证券研究所

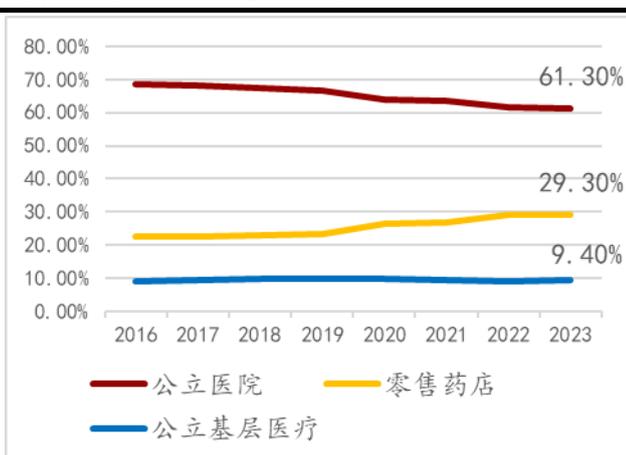
图表41:药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)



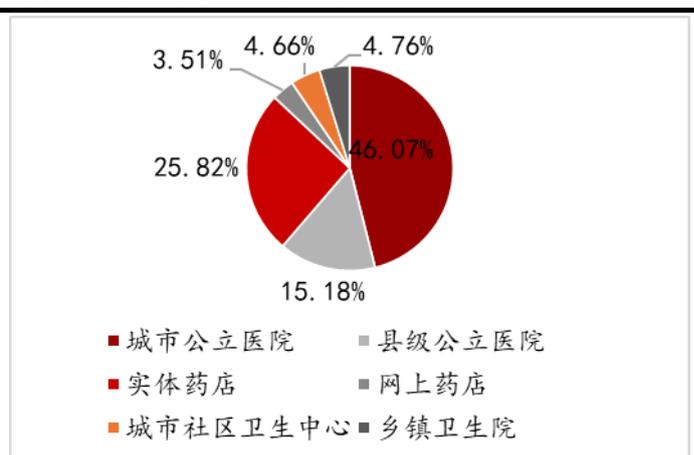
资料来源: 米内网, 万联证券研究所

从药品销售三大终端六大市场销售额市场份额看,截至2023年,药品销售额在公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端市场份额分别为61.30%、29.30%和9.40%,零售药店终端市场份额呈逐年上升趋势。拆分六大终端市场,截至2023年,城市公立医院、县公立医院、实体药店、网上药店、城市社区卫生服务中心、乡镇卫生院市场份额分别为46.07%、15.18%、25.82%、3.51%、4.66%、4.76%。

图表42:药品三大销售终端市场份额



图表43:药品销售六大市场市场份额: 2023年



资料来源：米内网，万联证券研究所

资料来源：米内网，万联证券研究所

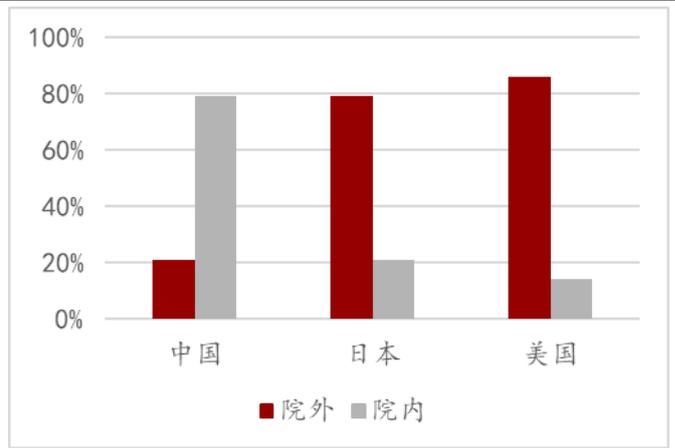
### 3.2 大型连锁药店更受益门诊统筹政策

处方外流是实现“医药分家”的重要环节，以“医药分开”为目标的医改给医药零售业带来新的增量市场。自2023年2月份，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，定点零售药店纳入门诊统筹加速处方外流。从近几年处方药院内院外占比情况看，处方药院外市场占比呈缓慢增长趋势，但占比依旧较低，2023年院内院外占比分别为80%和20%，对标美国和日本处方外流水平，我国处方药院外市场仍有较大增长空间。

图表44:我国处方药院内院外占比



图表45:中日美处方药院内院外占比情况对比(2022年)

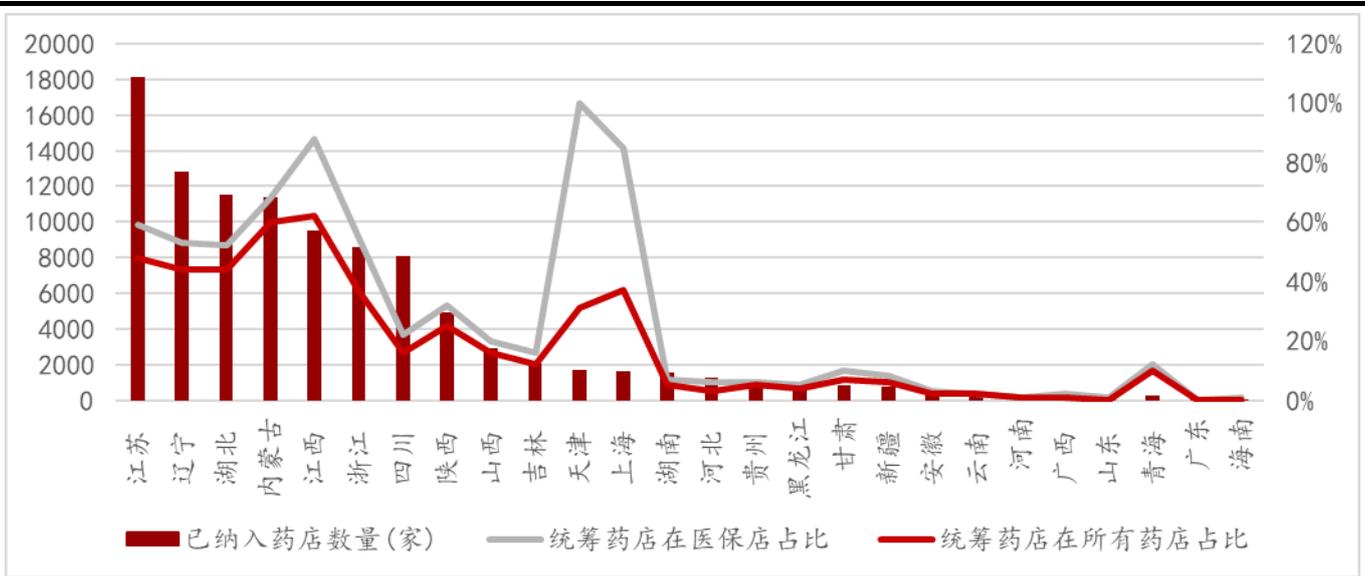


资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

各地区门诊统筹进展差异较大。自2023年2月份，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》以来，已有不少地区下发实施细则，开始推进门诊统筹政策在药店的落地。根据中康产业研究院数据，截至2024年2月，药店门诊统筹政策已在26个省份有不同进度的落地，覆盖220个城市，涉及14.14万家医保定点药店，占比约30%。从各省执行进度来看，江苏、辽宁、湖北、内蒙古有超万家定点药店被纳入门诊统筹管理；按比例看，天津、江西、上海三地门诊统筹定点药店占医保定点药店比例较高，分别为100%、88%和85%。云南、广西、广东、海南、山东等地推进进度较慢，统筹定点药店在医保定点药店的占比低于5%。

图表46:各省份地区门诊统筹药店数量和占比（截至2024.2）



资料来源：中康研究院，万联证券研究所

大型连锁积极布局统筹门店，各连锁药店重点布局地区不同，不同地区门诊统筹政策落实进展有差异。另外，影响处方外流因素较多，包括医院和医生处方外流动力、患者院外购药意愿等。随着各地药店统筹政策持续推进，处方从公立和基层医院外流至药店是未来长期趋势，有望带来药品零售行业长期增量，大型连锁药店积极承接处方外流，在DTP药房、双通道药房、门诊统筹药房等多方面布局下，未来有望持续受益处方外流。随着医保统筹在药店占比提升，有望给药品零售带来长期增量。同时，在价格管控，零售端比价等政策下，医保统筹提高药店流量的意义更大。

### 3.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升

在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，合规运营、精细管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势，市场集中度有望加速提升。近年来，国家各级监管逐步升级，药品零售行业的合规性持续提高，医保价格监管趋严，市场价格透明度越来越高，小型连锁药店及单体药店面临较大的经营压力。而全国龙头医药连锁药店拥有较强的议价能力、丰富的产品矩阵、数字化赋能的合规管理等经营优势，能在“市场整合期”中进一步提高市场占有率。同时，随着医保门诊统筹政策的推进，合规性更强的大型连锁药店获得了更多的门诊统筹资质，客流也进一步向大型连锁药店集中。

商务部2021年10月发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》指出：到2025年，培育形成5-10家超过500亿的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上，药品零售连锁率要接近70%。

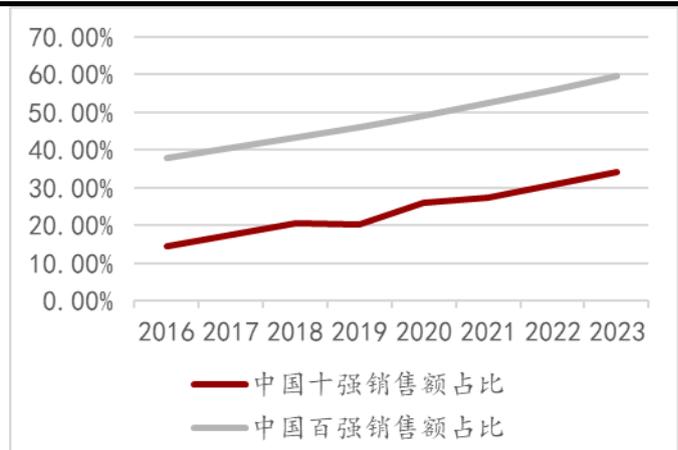
目前，与发达国家相比，我国药店连锁率较低。据中康CMH，美国药店连锁率已超过71%，我国2023年连锁率仅58%左右，且不同地区的药店连锁率存在显著性差异。同时，我国医药零售行业集中度相比发达国家市场仍有较大差距。2022年，美国前三强药房市占率为85%，日本前十强药妆店市占率为73.7%，我国前十强药房市占率仅为30.9%，百强占比仅为55.83%，仍有较大提升空间。

图表47:全国药店连锁率：2017-2023



资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

图表48:全国药店十强/百强销售额占比：2016-2023



资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

## 4 盈利预测

- 1) 零售板块：公司零售板块2024年前三季度收入增速9.72%，主要受到行业政策环境等影响增速有所下滑。药品零售是公司核心业务，未来在门诊统筹持续推进、行业政策因素逐步消化的趋势下，零售板块有望保持稳健增长。未来价格管控预计影响相关药品价格，但公司具备规模效应，省外门店毛利率亦具有较大提升空间，公司零售板块综合毛利率有望保持稳健，公司零售板块2024年前三季度毛利率水平为37.26%。
- 2) 加盟、分销板块：公司加盟、分销板块是公司增长驱动力之一，预计未来在低基数基础上保持稳健增长。
- 3) 费用率：销售费用主要包含租金、人力成本等，这部分费用在新店以及次新店占比相对较高。随着新店的成长，预计销售费用率未来呈缓慢降低趋势，同时公司数字化投入有利于提高人效，降房租也是公司重点工作。未来费用率预计保持稳中有降。

图表49:公司盈利预测：亿元

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入		212.48	245.31	272.59	306.52	348.72
yoy		26.79%	15.45%	11.12%	12.45%	13.77%
营业成本		132.16	157.24	176.95	200.58	229.60
销售毛利率		37.80%	35.90%	35.09%	34.56%	34.16%
1、零售	收入	192.42	205.09	221.50	243.65	272.88
	yoy	25.89%	6.58%	8.00%	10.00%	12.00%
	成本	118.47	126.85	137.33	151.06	169.19
	毛利率	38.43%	38.15%	38.00%	38.00%	38.00%
2、加盟、分销	收入	15.39	34.23	44.50	55.62	67.86
	yoy	52.83%	122.42%	30.00%	25.00%	22.00%
	成本	13.66	30.38	39.60	49.51	60.40
	毛利率	11.22%	11.24%	11.00%	11.00%	11.00%
3、其他	收入	4.67	5.99	6.59	7.25	7.97
	yoy	0.00%	28.27%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.03	0.01	0.01	0.02	0.02
	毛利率	99.44%	99.78%	99.78%	99.78%	99.78%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 5 投资建议

处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望在稳固华南地区优势地位的同时，提高省外门店业绩和经营效率，提升公司整体盈利水平和管理效率。通过对公司基本面分析，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为10.19亿元/11.44亿元/13.07亿元，对应EPS0.89元/股、1.00元/股、1.15元/股，对应PE为18.12/16.14/14.13（对应2024年12月13日收盘价16.22元），首次覆盖给予“买入”评级。

## 6 风险提示

### 1) 行业政策风险

药品零售行业的发展受到国家政策的规范及影响。随着我国药品零售行业管理标准逐年提升，对于企业经营提出了更高的要求。随着新医改的逐步深入，在全面推进公立医院改革、药品零差率、两票制、医保支付方式、医保个人账户改革等系列政策的同时，行业监管日趋严格，如公司经营管理水平及内部运营体系不能及时根据监管及行业政策进行调整，公司有可能存在一定的经营风险。

### 2) 市场竞争加剧的风险

我国医药零售行业市场集中度较低，行业竞争激烈。特别是近几年来，行业内大型药店连锁企业通过自主扩张和兼并重组，不断扩大营销网络，实现跨区域发展，行业的市场集中度逐步提高，零售药店企业之间的竞争日趋激烈。

### 3) 并购门店经营不达预期的风险

在行业并购整合的大趋势下，公司制定了“新开+并购+加盟”的拓展战略。并购项目的盈利状况受到政策环境、市场需求以及自身经营状况等多重因素的影响，如果未来政策发生重大不利变化，消费人群购买习惯发生变化，或者发生不可抗的重大不利事件，并购门店未来经营状况未达预期，则存在商誉减值风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>24531</b>	<b>27259</b>	<b>30652</b>	<b>34872</b>
同比增速 (%)	15.45	11.12	12.45	13.77
营业成本	15724	17695	20058	22960
毛利	8807	9564	10594	11912
营业收入 (%)	35.90	35.09	34.56	34.16
税金及附加	95	114	129	146
营业收入 (%)	0.39	0.42	0.42	0.42
销售费用	5623	6815	7602	8544
营业收入 (%)	22.92	25.00	24.80	24.50
管理费用	1185	1118	1226	1395
营业收入 (%)	4.83	4.10	4.00	4.00
研发费用	81	76	86	98
营业收入 (%)	0.33	0.28	0.28	0.28
财务费用	190	176	132	107
营业收入 (%)	0.78	0.65	0.43	0.31
资产减值损失	-77	0	0	0
信用减值损失	-30	0	0	0
其他收益	90	98	110	126
投资收益	7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
资产处置收益	3	35	40	45
<b>营业利润</b>	<b>1632</b>	<b>1398</b>	<b>1569</b>	<b>1793</b>
营业收入 (%)	6.65	5.13	5.12	5.14
营业外收支	-4	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>1628</b>	<b>1397</b>	<b>1568</b>	<b>1792</b>
营业收入 (%)	6.64	5.12	5.12	5.14
所得税费用	397	335	376	430
净利润	1231	1062	1192	1362
营业收入 (%)	5.02	3.89	3.89	3.91
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1166</b>	<b>1019</b>	<b>1144</b>	<b>1307</b>
同比增速 (%)	12.63	-12.63	12.27	14.26
少数股东损益	64	42	48	54
EPS (元/股)	1.02	0.89	1.00	1.15

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.02	0.89	1.00	1.15
BVPS	5.99	6.49	7.15	7.90
PE	15.84	18.12	16.14	14.13
PEG	1.25	-1.44	1.32	0.99
PB	2.71	2.50	2.27	2.05
EV/EBITDA	8.67	5.15	4.11	3.02
ROE	17.09%	13.79%	14.06%	14.53%
ROIC	9.50%	7.53%	7.51%	7.79%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4416	9208	12292	15635
交易性金融资产	42	42	42	42
应收票据及应收账款	1219	1670	1877	2136
存货	4181	5775	6546	7493
预付款项	239	304	345	395
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	700	902	983	1084
流动资产合计	10798	17900	22085	26785
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2378	2320	2238	2130
在建工程	875	831	789	750
无形资产	1859	1825	1789	1750
商誉	3024	3324	3624	3924
递延所得税资产	214	212	212	212
其他非流动资产	4976	3849	2743	1597
<b>资产总计</b>	<b>24123</b>	<b>30260</b>	<b>33479</b>	<b>37147</b>
短期借款	733	1133	1433	1633
应付票据及应付账款	6871	11207	12704	14541
预收账款	7	11	13	15
合同负债	356	518	582	663
应付职工薪酬	522	373	423	484
应交税费	292	341	383	436
其他流动负债	3407	4219	4769	5277
流动负债合计	11454	16669	18874	21416
长期借款	308	508	608	708
应付债券	1330	1345	1360	1375
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	3099	3197	3297	3397
<b>负债合计</b>	<b>16190</b>	<b>21718</b>	<b>24139</b>	<b>26895</b>
归属于母公司的所有者权益	6824	7390	8141	8998
少数股东权益	1109	1152	1199	1254
<b>股东权益</b>	<b>7933</b>	<b>8542</b>	<b>9340</b>	<b>10252</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24123</b>	<b>30260</b>	<b>33479</b>	<b>37147</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3174</b>	<b>5293</b>	<b>3945</b>	<b>4376</b>
投资	-504	0	0	0
资本性支出	-1782	-725	-711	-706
其他	-17	70	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2303</b>	<b>-655</b>	<b>-711</b>	<b>-706</b>
债权融资	-56	255	115	115
股权融资	349	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	175	600	400	300
筹资成本	-686	-594	-664	-742
其他	-1432	-108	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1649</b>	<b>153</b>	<b>-149</b>	<b>-327</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-779</b>	<b>4791</b>	<b>3084</b>	<b>3344</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场