

证券代码：605266

证券简称：健之佳

公告编号：2022-083

云南健之佳健康连锁店股份有限公司

关于中证中小投资者服务中心股东质询建议函回复的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

云南健之佳健康连锁店股份有限公司（以下简称“公司”）于 2022 年 8 月 15 日收到中证中小投资者服务中心的《股东质询建议函》（投服中心行权函【2022】42 号）（以下简称“建议函”）。

针对建议函提出的下列相关问题，公司回复如下：

问题一：预测唐人医药单店销售收入持续增长与药店成熟周期和行业发展趋势不符

作为影响唐人医药营业收入的核心指标，单店销售收入的增长率是影响评估结果的敏感因素，根据收购草案中的敏感性分析，单店销售收入增长率每变动 1 个百分点，将对唐人医药的估值产生超过 2 亿元的影响，导致的估值变动率超过 10%。在本次收购中，2022 年考虑疫情影响预测唐人医药的单店销售收入增长率为-1%，2023 年考虑到疫情逐步受控、经济形势回暖等因素预测为 2%，2024 年-2027 年预测其增长率均为 3%。投服中心对此预测逻辑提出如下质疑：

一是单店销售收入的预测是否充分考虑了门店快速扩张的影响。药房新建门店具有一定的培育期，处于培育期的门店产出低，会导致平均单店收入下降，例如，健之佳直营门店数量由 2020 年 1883 家增至 2021 年 2740 家，增长了 45.51%，按照“平均单店销售收入=医药零售业务收入*2/(期初直营门店数+期末直营门店数)”的公式计算，2021 年的单店平均收入为 194.89 万元/家，较 2020 年的 227.31 万元/家下降 14.26%，原因之一便为门店高速扩张，新店、次新店占比较高，产出较低，导致门店单店产出下降。而在对唐人医药评估时，预测其门店数量持续扩张，在 2021 年末 659 家的基础上，至 2027 年增至

1,084 家，平均每年新增 71 家门店，复合年增长率为 8.65%，但却预测其单店销售收入持续增长，有不够谨慎之嫌。

二是单店销售收入的预测是否充分考虑了零售药店行业发展趋势。根据连锁药店行业研究报告，近年来，虽然实体药店销售规模持续增加，但因为集采降药价、线上药店冲击、局部地区药店饱和等因素，单店营收规模逐步下滑，自 2017 年至 2021 年，我国实体药店平均单店收入从 109.8 万元/家连续下降至 96.9 万元/家，2018 年至 2021 年的增长率持续为负，分别为-3.1%、-3.6%、-1.8%、-3.7%。这一趋势在同行业上市公司身上也得到了验证，根据目前已上市的 6 家连锁药店上市公司的招股说明书和年报数据测算其平均单店销售收入（计算公式同上），在 2015 年至 2021 年均出现了不同程度的下降，其中益丰药房、老百姓、大参林的单店平均收入自 2015 年起持续下降，至 2021 年的下降幅度分别为 18.45%、28.15%、18.55%；一心堂、健之佳、漱玉平民的单店平均收入也在 2021 年出现了较大幅度的下降。这虽是历史数据，但影响单店销售收入持续下降的因素并未消除，唐人医药靠什么能逆行业走出独立行情。

【回复】

本次重大资产购买的资产评估报告中，对唐人医药（以下简称“唐人医药”或“标的公司”）2022 年-2027 年单店日均销售收入的预测，充分考虑了医药零售行业发展趋势及同行业上市公司门店快速扩张的特点及其影响，基于被评估单位经营范围、经营方式、管理模式等在保持一贯性的基础上，能随着市场和科学技术的发展，进行适时调整和创新；不考虑评估基准日后被评估单位发生的对外股权投资、资产交易对其价值的影响；被评估单位未来收益期不进行影响其经营的重大固定资产投资活动等合理的评估假设基础上，确定 2022 年至 2027 年为明确预测期、2028 年以后为永续期，根据唐人医药实际情况，对主营业务收入做如下谨慎预测：

1、门店数量预测谨慎

基于“十四五”提出到 2025 年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65%以上的规划，截至 2020 年，药品零售百强企业销售额为 1,806 亿元，占全国零售市场的比例仅为 35.28%，按照《规划》目标，预计未来百强销售额

复合增长率将达到 20%以上。为了进一步提高集中度，头部企业将充分利用资本市场资金优势和融资的渠道优势进行渠道自建及兼并扩张。根据相关资料统计，同类上市公司 2017 年-2020 年门店数量复合增长率为 12.46%-42.76%，本次预测基于谨慎性原则，标的公司门店的增长率取值为 2.73%-15.86%，预测期复合增长率仅为 8.65%。

2、营业收入增长预测谨慎

（1）标的公司营业收入包括前台主营业务收入（门店销售收入）、后台主营业务收入（线上销售收入）、递延收入（会员购买药品产生的会员积分），服务费收入（为供应商支付的促销服务费收入）。

（2）评估报告预测的前台主营业务收入，根据 2019 年-2021 年标的公司 659 家门店历史单店销售收入情况，并结合同类上市公司的经营业务发展经验，考虑适当的增长率对门店单店销售收入进行预测。本次预测基于谨慎性原则和被评估单位管理层确定。

对于 2022 年单店日均收入增长率：考虑到 2022 年各个区域受到疫情和封控不同程度的影响，单店日均收入增长率按-1.0%进行考虑；

2023 年-2027 年单店日均收入增长率：考虑到疫情逐步受控、经济形势回暖，单店日均收入增长率根据历史通货膨胀率、CPI、医药改革政策落地处方外流影响等因素，2023 年单店日均收入增长率按 2.0%进行考虑；2024 年-2027 年单店日均收入增长率按 3%进行考虑。

（3）后台主营业务收入参考 2021 年的收入水平来预测。递延收入参考递延收入占前台主营业务收入的占比情况来进行预测。服务费收入参考服务费收入占前台主营业务收入的占比情况来进行预测。

《重大资产购买报告书（草案）》及《资产评估报告》对门店数量及前台主营业务收入的预测，系根据唐人医药历史数据、结合同类上市公司经营业务发展经验，基于谨慎性原则和被评估单位管理层规划，谨慎预测增长率。现进一步分析如下：

一、医药零售的行业优势

① 国家层面医药流通行业发展目标

基于“十四五”提出到 2025 年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65%以上的规划，截止 2020 年，药品零售百强企业销售额为 1,806 亿元，占全国零售市场的比例仅为 35.28%，按照《规划》目标，预计未来百强销售额复合增长率将达到 20%以上，为了进一步提高集中度，头部企业将充分利用资本市场资金优势和融资的渠道优势进行渠道自建及兼并扩张。

根据相关资料统计，同类上市公司 2017 年-2020 年门店数量复合增长率为 12.46%-42.76%，本次预测基于谨慎性原则，标的公司门店的增长率取值为 2.73%-15.86%。如《建议函》所述，唐人医药 2022 年至 2027 年预测期门店数量复合年增长率为 8.65%，远低于同行业上市公司，较为谨慎、稳健。

唐人医药评估报告预测门店数量增长率谨慎，导致新店和次新店占比低于同行业上市公司、成熟门店占比高，是单店平均收入数据被新店、次新店过多摊薄的压力较同业上市公司小的重要因素。

② 健康需求驱动、医药分业、市场扩容

在国民经济总量和社会消费水平提升、城镇化以及消费结构升级，人口老龄化程度提高以及消费者健康意识不断增强的背景下，国家医药卫生体系改革深入，我国医药市场整体规模持续扩大。

我国药品销售的终端主要包括公立医院、零售药店和公立基层医疗机构，2012-2021 年我国三大终端市场的药品销售额由 9,555 亿元增至 17,747 亿元，复合增长率达到 7.12%。三大终端中，零售药店是除公立医院之外最主要的药品销售终端，重要性日益提升。

2017 年，我国医药零售终端的销售额达到 3,647 亿元，占总销售额的 22.63%；2021 年，我国医药零售终端的销售额达到 4,774 亿元，复合增长率 6.96%，占总销售额的 26.90%。医药改革推动市场规模增长、零售药店所占份额提升，吸引药店数量持续增长，我国实体药店数量从 2017 年的 45.4 万家增加到 2021 年的 58.6 万家（截止 2021 年 3 季度数据），复合增长率 6.59%。

由于所处市场不同、门店立地优劣、经营管理能力差异巨大，大量单体药

房和中小连锁的单店营业收入水平远低于或仅达到 2021 年 81.47 万元/店的行业平均单店收入数，与同行业上市公司 2021 年 206.45 万元/店的平均单店收入水平差距数倍，分化严重。

全行业实体门店数量增长快、单体门店及中小连锁经营水平参差不齐、相对饱和，导致了《建议函》所述全行业平均单店收入持续下降的现象，但行业平均单店收入数据并未充分反映上市公司、唐人医药等少数头部优秀企业平均单店收入领先、稳定增长的趋势，这也正是国家产业政策鼓励提升连锁化率和行业集中度的必要性和应有之义。

近年来，随着《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》《医药分开综合改革实施方案》等一系列医改新政的不断颁布，医药分离的趋势日益明显，处方外流的趋势逐渐清晰，试点政策逐步出台或征求意见，零售药店有望成为处方外流的最主要承接方。零售药店通过提升药学服务水平、专业服务能力及全渠道服务能力应对顾客需求变化，预计未来医药零售市场规模将继续保持增长。

部分较弱的单体门店、中小连锁将面临较大的竞争和被整合压力。

③ 行业集中度和连锁化率提升空间巨大

我国医药零售行业仍处在发展、整合初期阶段，体现为市场集中度较低、各地区差异较大、连锁龙头发展速度较快等特征。根据国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计报告（2021 年第三季度）》，连锁药店门店数从 2010 年的 13.7 万家增长到 2020 年 9 月的 33.53 万家，连锁率从 2010 年的 34.3%大幅增长至 2020 年 9 月的 57.1%，根据中康 CMH 数据，2019 末我国前 10 大零售药店市场占有率仅为 19.1%，而美国同期前十大药店市场份额约 90%。与美国、日本等国相比，我国医药零售连锁企业市场集中度水平仍有很大差距，具有较大提升空间。

为全面提升药品流通现代化水平，完善现代药品流通体系，提高药品流通效率，促进行业高质量发展，国家商务部在发布的《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》（以下简称“指导意见”），确定了以下总体目标：“到 2025 年，药品流通行业与我国新发展阶段人民健康需要相适应，创新引领、科技赋能、覆盖城乡、布局均衡、协同发展、安全便利的现代

药品流通体系更加完善。培育形成 1-3 家超五千亿元、5-10 家超五百亿元的专业化、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；药品零售连锁率接近 70%。同时指导意见提出：持续优化流通行业结构，培育壮大流通主体：支持药品流通企业跨地区、跨所有制兼并重组，培育大型现代药品流通骨干企业……支持药品零售连锁企业专业化、多元化发展……加强药品零售品牌建设。”

2020 年末，我国药品零售连锁率为 56.49%，与 2025 年总体目标相比，还有较大差距。在行业监管不断加强的背景下，面对加快建设全国统一大市场的规划，在市场竞争机制下适当提升行业集中度，以应对药店小散乱及专业服务能力不足等问题，有利于民众健康服务水平提升及行业发展规划目标的实现。在医保支付方式改革、一致性评价、“4+7”带量采购、互联网+医疗健康、处方外流等医改举措逐步落地的背景下，医院端的药品市场份额向零售药店端转移的趋势逐步明确，未来医药零售行业的自建、并购还将持续，零售药店的连锁化率和行业集中度将进一步提升。

二、结合同行业上市公司及唐人医药门店数量和单店收入历史数据，对预测数据作分析

同行业上市公司历史门店数量和单店收入增长情况如下：

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一心堂门店增长率	24.01%	13.66%	8.82%	14.99%	18.81%
老百姓门店增长率	32.43%	35.13%	18.39%	25.63%	25.29%
益丰药房门店增长率	36.18%	75.38%	31.60%	26.07%	30.35%
大参林门店增长率		29.98%	22.58%	19.95%	27.22%
健之佳门店增长率		18.48%	18.20%	22.25%	45.34%
漱玉平民门店增长率			11.35%	9.72%	40.03%
唐人医药门店增长率			4.28%	7.68%	9.29%
一心堂单店收入增长率	2.38%	0.70%	2.80%	5.54%	-11.03%
老百姓单店收入增长率	-7.10%	-7.96%	-2.47%	-4.02%	-8.99%
益丰药房单店收入增长率	-6.10%	-9.89%	-0.64%	-0.54%	-10.49%
大参林单店收入增长率	*	2.81%	-0.06%	6.61%	-10.44%
健之佳单店收入增长率	*	11.56%	9.64%	7.26%	-14.17%
漱玉平民单店收入增长率	*	*	0.42%	19.53%	-9.70%
唐人医药单店收入增长率			5.59%	1.74%	-9.65%

同行业上市公司 2017-2020 年门店数量和单店收入复合增长率情况如下：

公司名称	门店复合增长率	单店收入复合增长率
一心堂	12.46%	2.99%
老百姓	26.20%	-4.84%
益丰药房	42.76%	-3.79%
大参林	24.10%	3.08%
健之佳	19.63%	9.47%
漱玉平民	13.89%	9.56%
同业上市公司平均数	23.17%	2.75%
唐人医药 2018-2020 年度合增长	5.97%	3.64%
唐人医药预测 2022 年-2027 年数据复合增长	8.65%	1.46%

从上表可以看出，剔除 2021 年疫情影响数据，2017-2020 年数据中，开店速率较高的老百姓和益丰药房的单店收入增长呈现负增长，如《建议函》所述，门店高速扩张，新店、次新店占比较高，产出较低，导致门店单店产出下降；但对于其他开店速率略低的上市，包括大参林、一心堂，以及上市较晚且门店增长主要依赖自建而非收购的健之佳、漱玉平民，2017-2020 年单店收入均呈增长趋势，特别是一心堂、健之佳、漱玉平民，门店规模扩张速度低于 20%，均保持了 2.99%-9.56%的单店收入增长率。

而在 2021 年，疫情对于经济和零售的持续影响、叠加规模快速扩张因素，导致所有同行业上市公司门店增长的同时单店收入均负增长。

唐人医药是较规范、规模较大、盈利能力突出的行业优秀企业，但由于缺少资金，且拓展能力和集团化管理基础较上市公司尚有一定差距，其门店数量 2018-2020 年复合增长率 5.97%远低于同业上市公司 23.17%的增长率，新店和次新店占比低，单店收入 2018-2020 年复合增长率 3.65%与同业上市公司平均增长率 2.75%相比略高，符合行业规律。评估报告预测期其门店数量复合增长率 8.65%远低于同业上市公司 23.17%的增长率，预测门店数量增长率、新店和次新店占比均低于同行业上市公司、成熟门店占比高，单店平均收入被新店、次新店过多摊薄的压力较同业上市公司小，单店收入复合增长率 1.46%与同业上市公司 2.75%对比较低，说明本次评估预测是谨慎的，符合行业规律。

若将本次评估唐人医药门店预测增长率模拟调整至 20%（接近同行业上市

公司中速增长率)，标的公司门店数量、单店收入结果将呈现如下情况：

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
门店数（个）	791	950	1,140	1,369	1,643	1,971
单店收入（万元/个/年）	219.16	208.87	205.02	204.54	205.48	207.24
单店收入增长率	-4.02%	-4.69%	-1.85%	-0.23%	0.46%	0.85%

结合评估报告及上表可以看出，评估报告预测的门店数量增长率远低于同业上市公司，体现了上市公司更强资金、管理能力导致扩张速度高于唐人医药的事实，评估报告的假设更为谨慎。

按上表假设，按同业上市公司中等速度自建或收购驱动增长，2027 年末唐人医药门店数将达 1971 家，远超评估报告预测的 1084 家，此时，由于预测期门店规模快速扩张超越唐人自身能力和潜力，会导致唐人医药单店收入呈现《建议函》统计的上市公司门店快速增长、单店收入下降的规律和趋势。

因此，评估报告预测唐人医药单店销售收入持续增长，系行业中较优秀企业依靠自身能力稳健扩张门店，增速低于上市公司、单店经营效率与同业上市公司相当，更谨慎、客观的预测，符合全行业及上市公司数据规律。

三、进一步结合健之佳实体药店门店数量和单店收入历史数据，对预测数据作分析

健之佳实体药店历史门店数据和单店收入情况如下：

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
健之佳门店数量（个）	1,104	1,308	1,546	1,890	2,747
健之佳药店零售收入（万元）	190,507.46	232,160.43	301,197.43	388,930.11	450,477.20
健之佳单店收入（万元/个/年）	172.56	192.50	211.07	226.39	194.30
健之佳门店增长率		18.48%	18.20%	22.25%	45.34%
健之佳单店收入增长率		11.56%	9.64%	7.26%	-13.98%

从上表可以看出：

1、根据健之佳新开门店需 2-3 年逐步提升至盈利、成熟门店的培育期规律，在疫情发生前的 2017 年至 2020 年，健之佳门店数增长 18.48%-22.25%，单店收入仍增长 11.56%-7.26%，可见适度、快速的门店规模扩张时，单店收入增长稳定，但随新店、次新店累计增加，单店收入增幅下降。健之佳门店增长以自建为主，门店增长率从 18.48%提升至 22.25%，由于新店、次新店占比增长，包含全部门店的单店收入增长率从 11.56%下降至 7.26%。

2、2021 年新冠疫情呈现散点式爆发，局部地区扩散态势，全国较多省区

加强管控，企业生产经营活动、民众生活消费受到冲击，在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力下，消费者意愿和信心不足，消费市场增长乏力，不确定性显著上升，健之佳所处的医药零售行业受比往年更大的影响。同时，2020 年、2021 年公司通过“收购+自建”的方式加快扩张速度，门店增长率分别达 22.25%、45.34%，门店培育期和收购门店整合期带来的业绩压力，成为 2021 年健之佳门店增长率高达 45.34%，单店收入大幅下降 13.98%的主要原因。

3、唐人医药评估报告预测门店数量增长率，低于同业上市公司健之佳实际数据，谨慎、稳健，符合其实际情况。

四、 对标的公司历史和预测期门店数量和单店收入情况进一步分析

1、标的公司的区域优势

2021 年唐山市药店零售市场规模为 49 亿元，标的公司在唐山市的零售业务收入为 5.59 亿元，据此计算，标的公司在唐山市药店零售市场的市场份额为 11.41%；2021 年秦皇岛市药店零售市场规模为 18.70 亿元，标的公司在秦皇岛市的零售业务收入为 4.5 亿元，据此计算，标的公司在秦皇岛市药店零售市场的市场份额为 24.06%。

唐山市在河北省地级城市中的经济规模领先，常住人口 771 万，城镇人口比例 64.32%，其经济、人口规模与昆明市相近。标的公司在唐山市的门店数为 204 家，健之佳在昆明市的医药门店为 755 家。标的公司在唐山市场缺乏相同体量和实力的竞争对手，在唐山市尚有较大增长空间。作为唐山地区龙头企业，标的公司品牌优势已经形成、市场规模优势明显，拥有成熟、稳定的专业团队及人才储备，为后续拓展奠定了良好基础。

秦皇岛市为河北省著名的旅游城市，常住人口 313 万，城镇人口比例 63.97%，标的公司在秦皇岛市现有门店 167 家。标的公司在秦皇岛地区拥有较高的市场占有率，拥有成熟、稳定的专业团队及人才储备，形成了良好的品牌效应、市场声誉和口碑，较竞争对手的领先优势突出，在该市场尚有较大增长空间，为后续拓展奠定了良好基础。

经过多年的经营积累，标的公司在唐秦地区具有良好的品牌效应、市场声誉，为唐秦地区龙头企业，市场规模优势明显，未来具有较大增长空间。

2、本次评估单店收入预测逻辑和参数设置，以及作为其前提和背景的门店数增长率等预测逻辑和参数设置

(1) 标的公司各地区门店归属各个区域子公司。本次预测，分地区、行政级别、纳税类型、门店类型口径分别进行收入预测：

地区分为：唐山、秦皇岛、丹东、葫芦岛、本溪、锦州、营口、沈阳；

行政级别分为：省级、地级、县级；

纳税类型分为：一般纳税人、小规模纳税人；

门店类型分为：新店（开业 1 年以下）、次新店（开业 1-2 年）、次次新店（开业 2-3 年）、老店（开业 3 年以上）。

不同类型门店的主营业务收入=不同类型门店的单店销售收入×不同类型门店的门店个数×营业天数

(2) 门店数增长率

1) 2022 年门店增长率：因各区域受到疫情、封控程度不同的影响，以截止 2022 年 5 月末实际开店数量作为 2022 年度开店预测目标：预测数与企业实际已新增门店数保持一致，唐山和秦皇岛均按 5%增长，其他区域未考虑增长，预测较为谨慎。

2) 2023、2024 年门店增长率：假设疫情逐步受控、经济形势回暖，为公司后续发展带来可持续推动力，唐山和秦皇岛地区均按 20%增长；丹东、葫芦岛、营口地区均按 15%增长；本溪地区新开店医保暂停办理，谨慎按 5%增长；锦州地区暂停开办药店，沈阳地区市场竞争大且持续亏损、经营模式有待确定，均未预测新增门店。

3) 2025 年门店增长率：经营稳定，唐山、秦皇岛、丹东、葫芦岛、营口地区开店速度逐步放缓至 10%，本溪门店增速与 2023 年、2024 年一致。

4) 2026-2027 年门店增长率：经营稳定，唐山、秦皇岛、丹东、葫芦岛、营口地区开店速度逐步放缓至 5%，本溪门店增速与 2023 年、2024 年、2025 年一致。

(3) 单店收入增长率

本次预测，根据 2019 年-2021 年被评估单位 659 家门店历史单店销售收入情况，并结合同类上市公司的经营业务发展经验，考虑适当的增长率来对门店

单店销售收入进行预测。

本次预测基于谨慎性原则和被评估单位管理层确定：

2022 年单店日均收入增长率：考虑到 2022 年各个区域受到疫情和封控不同程度的影响，单店日均收入增长率按-1%进行考虑；

2023 年-2027 年单店日均收入增长率：考虑到疫情逐步受控、经济形势回暖，单店日均收入增长率根据历史通货膨胀率、CPI、医药改革政策落地处方外流影响等因素，2023 年单店日均收入增长率按 2.0%进行考虑；2024 年-2027 年单店日均收入增长率按 3%进行考虑。

3、标的公司历史和预测期门店数据和单店收入情况如下

地区	2018 年历史	2019 年历史	2020 年历史	2021 年历史	历史数据复合数	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	预测数据平均数
门店数(个)	537	560	603	659		677	782	906	989	1,036	1,084	
单店收入(万元)	235.25	248.40	252.71	228.34		227.90	230.73	224.16	223.41	235.61	249.03	
门店增长率		4.28%	7.68%	9.29%	7.06%	2.73%	15.51%	15.86%	9.16%	4.75%	4.63%	8.65%
单店收入增长率		5.59%	1.74%	-9.65%	-0.99%	-0.19%	1.24%	-2.85%	-0.33%	5.46%	5.69%	1.46%

(1) 历史数据对比分析：

2018 年-2021 年，标的公司门店数量增长率 4.28%-9.29%，远低于 2017-2020 年同行业上市公司 23.17%和健之佳 19.63%的增速；

2018 年-2021 年，受门店数量增长速度、疫情等因素影响，单店收入增长率从 2019 年度的 5.59%，下降至 2020 年度的 1.74%，2021 年度出现了 9.65%的下滑，趋势与同业上市公司和健之佳一致。

(2) 评估报告预测数与 2017 年-2020 年同业上市公司和健之佳数据对比分析：

1) 评估报告预测 2022 年-2027 年，标的公司门店数量增长率 2.73%-15.86%，预测期复合增长率为 8.65%，较标的公司 2018-2021 年 7.06%的增长率提升，但远低于 2017-2020 年同行业上市公司 23.17%和健之佳 19.63%的增速，预测谨慎且符合其自身发展阶段，客观反映其现有能力及增长潜力。

2) 评估报告对前台收入增长率预测如下：2022 年单店日均收入增长率：-1%；2023 年单店日均收入增长率：2.0%；2024 年-2027 年单店日均收入增长率：3%；同时，对后台主营业务收入：线上销售收入、递延收入、服务费收入做细

化预测；

更重要的，是结合新开门店数量预测，按新店、次新店、成熟门店历史数据及营业收入增长情况进行预计测算、评估。

评估报告预测 2022 年-2027 年，标的公司单店收入增长率为-2.85%-5.69%，复合增长率为 1.46%，较标的公司 2018-2021 年-0.99%的复合增长率略有提升，仍较 2017 年至 2020 年同行业上市公司 2.75%和健之佳 9.47%的增长率谨慎，符合其自身发展阶段，客观反映其现有能力及增长潜力。

特别是：

2022 年预测各区域受到疫情不同程度的影响，单店收入相比 2021 年下降 0.19%；

2023 年预测疫情逐步受控、经济形势回暖单店收入相比 2022 年上升 1.24%；

2024 年、2025 年由于 2023、2024 年预测新开店增幅超 15%，略低于同业上市公司门店增长率，新店、次新店占比增加，影响单店收入下降 2.85%和 0.33%，符合《建议函》分析行业门店较快增长后导致单店收入下降的趋势；

由于公司 2025 年-2027 年发展至稳定期，预测新开门店增长率从先前超 15%，3 年持续下降为 9.16%、4.75%和 4.63%，远低于同业上市公司门店增长率，前期新店、次新店逐步成熟并贡献利润，2026 年和 2027 年单店收入增长 5.46%和 5.69%。

从预测结果看，截止 2027 年，门店数量较 2021 年增长 64.5%，结合 2.5%左右的未来预期通胀情况，单店收入为 249.03 万元，较 2021 年的 228.34 万元仅增长 9.1%，仅达到疫情前 2019 年的单店收入水平，本次预测相对谨慎且符合行业发展趋势。

综上，基于行业发展和标的公司历史经营情况，本次详细预测期结束的 2027 年，单店收入预测逐步恢复到 2019 年水平，进一步说明预测是谨慎的，在预测过程中已经充分反应疫情和新开店对单店收入的影响。本次评估单店销售收入的预测充分考虑了门店扩张较低的增速、培育周期及其影响，单店销售收入的预测已经充分考虑了唐人医药历史情况、略低于同业上市公司的能力和潜力，符合零售药店行业发展趋势，谨慎、客观。

问题二：预测标的公司期间费用率低于同行业上市公司的依据不明晰

从零售药店行业整体来看，6 家连锁药店上市公司处于第一梯队，门店数量多具有规模效应，相应的运营能力、管理水平较高，盈利能力较强。2017 年至 2021 年，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、漱玉平民、健之佳的期间费用率的平均值分别为 30.59%、30.69%、29.42%、26.82%、29.00%，除 2020 年受疫情影响，部分公司享受社保费用减半、免征、费率下调等扶持政策导致期间费用率平均值较低外，其余年份均在 30%左右；净利率分别为 5.38%、5.30%、5.18%、6.01%、5.07%，维持在 5%-6%之间。

而公司在对唐人医药期间费用的预测中，仅披露了各项期间费用的预测结果，无具体测算过程。估算 2022 年至 2027 年的期间费用率分别为 25.37%、25.70%、26.03%、25.69%、24.63%、23.84%，且整体呈下降趋势，也导致了唐人医药的预测净利率整体呈增长趋势，2022 年至 2027 年分别为 5.56%、5.06%、4.82%、5.17%、6.20%、7.09%。预测需要快速扩张的唐人医药期间费用率低于同行业上市公司水平，且整体呈下降趋势，无详实的数据支撑，也缺乏合理的逻辑。

由于高估收入、低估费用将增加唐人医药自由现金流量的预测值，从而推高估值。

【回复】

1、唐人经审计的报告期费用率，低于同行业上市公司，主要原因分析如下

唐人医药在发展阶段、地域及市场分布等方面的以下主要特点和实际情况，导致历史数据、资产评估报告预测数据中，费用率水平与同业上市公司不同：

同类上市公司与标的公司期间费用历史数据具体对比分析：

公司	老百姓				益丰			
明细项	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
销售费用-职工薪酬/营业收入	10.75%	9.71%	10.52%	11.17%	13.81%	12.84%	13.41%	13.88%
销售费用-房租/营业收入	6.06%	6.56%	6.93%	6.94%	7.32%	7.28%	7.86%	8.26%
销售费用-日常性费用/营业收入	2.99%	2.69%	3.25%	3.75%	4.06%	3.19%	3.32%	3.46%
销售费用-折旧摊销/营业收入	1.01%	1.36%	0.85%	0.92%	1.30%	1.27%	1.49%	1.83%
销售费用（付现）/营业收入	19.80%	18.95%	20.70%	21.86%	25.19%	23.30%	24.60%	25.60%
销售费用/营业收入	20.81%	20.31%	21.56%	22.78%	26.49%	24.57%	26.09%	27.43%
管理费用-职工薪酬/营业收入	2.84%	2.87%	2.98%	2.69%	3.52%	3.47%	3.51%	3.15%
管理费用-房租/营业收入	0.08%	0.12%	0.15%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

管理费用-日常性费用/营业收入	1.15%	1.25%	1.30%	1.61%	0.42%	0.41%	0.43%	0.41%
管理费用-折旧摊销/营业收入	0.53%	0.47%	0.33%	0.31%	0.35%	0.28%	0.33%	0.31%
管理费用（付现）/营业收入	4.08%	4.24%	4.43%	4.45%	3.94%	3.88%	3.94%	3.56%
管理费用/营业收入	4.61%	4.71%	4.76%	4.77%	4.29%	4.16%	4.27%	3.87%
财务费用/营业收入	1.18%	0.45%	0.57%	0.45%	0.75%	0.26%	0.37%	0.19%
期间费用/营业收入	26.60%	25.47%	26.89%	27.99%	31.53%	28.99%	30.73%	31.49%
公司	大参林				一心堂			
明细项	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
销售费用-职工薪酬/营业收入	14.73%	13.62%	14.68%	15.73%	14.11%	13.05%	14.67%	14.75%
销售费用-房租/营业收入	5.99%	6.02%	6.59%	7.10%	7.49%	7.63%	8.77%	8.03%
销售费用-日常性费用/营业收入	2.93%	2.40%	2.69%	3.15%	2.44%	2.19%	2.14%	2.50%
销售费用-折旧摊销/营业收入	1.80%	1.76%	2.06%	2.09%	1.34%	1.25%	1.46%	1.47%
销售费用（付现）/营业收入	23.66%	22.04%	23.96%	25.98%	24.03%	22.87%	25.58%	25.28%
销售费用/营业收入	25.46%	23.80%	26.02%	28.07%	25.37%	24.11%	27.05%	26.75%
管理费用-职工薪酬/营业收入	3.97%	3.34%	3.15%	3.10%	1.79%	2.93%	2.81%	3.00%
管理费用-房租/营业收入	0.22%	0.15%	0.15%	0.17%	0.09%	0.12%	0.13%	0.19%
管理费用-日常性费用/营业收入	0.91%	0.94%	0.97%	0.95%	0.52%	0.64%	0.79%	0.77%
管理费用-折旧摊销/营业收入	0.39%	0.37%	0.40%	0.47%	0.34%	0.31%	0.36%	0.39%
管理费用（付现）/营业收入	5.10%	4.44%	4.27%	4.21%	2.40%	3.69%	3.73%	3.96%
管理费用/营业收入	5.49%	4.81%	4.67%	4.69%	2.74%	4.00%	4.09%	4.35%
财务费用/营业收入	1.02%	-0.08%	0.27%	0.36%	0.69%	0.03%	0.20%	0.45%
期间费用/营业收入	31.96%	28.54%	30.96%	33.12%	28.80%	28.14%	31.33%	31.55%
公司	健之佳				漱玉平民			
明细项	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
销售费用-职工薪酬/营业收入	12.23%	11.48%	12.29%	13.35%	12.62%	11.53%	14.19%	15.25%
销售费用-房租/营业收入	8.51%	8.02%	8.93%	9.55%	5.45%	5.09%	6.24%	6.36%
销售费用-日常性费用/营业收入	3.32%	2.58%	2.61%	2.78%	3.25%	2.69%	3.65%	3.93%
销售费用-折旧摊销/营业收入	1.53%	1.22%	1.35%	1.50%	0.70%	0.76%	0.98%	0.84%
销售费用（付现）/营业收入	24.06%	22.08%	23.83%	25.68%	21.32%	19.31%	24.08%	25.54%
销售费用/营业收入	25.59%	23.30%	25.18%	27.19%	22.02%	20.07%	25.06%	26.38%
管理费用-职工薪酬/营业收入	1.60%	2.04%	1.72%	1.80%	1.53%	1.54%	1.58%	1.84%
管理费用-房租/营业收入	0.04%	0.04%	0.05%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用-日常性费用/营业收入	0.73%	0.95%	0.93%	0.76%	0.96%	0.73%	1.06%	1.01%
管理费用-折旧摊销/营业收入	0.26%	0.27%	0.30%	0.16%	0.49%	0.38%	0.36%	0.29%
管理费用（付现）/营业收入	2.38%	3.03%	2.71%	2.72%	2.49%	2.27%	2.64%	2.85%
管理费用/营业收入	2.64%	3.29%	3.01%	2.88%	2.98%	2.65%	3.00%	3.14%
财务费用/营业收入	0.92%	0.21%	0.32%	0.32%	0.54%	0.15%	-0.03%	0.01%
期间费用/营业收入	29.15%	26.80%	28.50%	30.38%	25.53%	22.87%	28.03%	29.52%
公司	上市公司				标的公司			
明细项	2021 年平均	2020 年平均	2019 年平均	2018 年平均	2021 年	2020 年	2019 年	
销售费用-职工薪酬/营业收入	13.04%	12.04%	13.11%	13.78%	14.16%	13.39%	12.27%	
销售费用-房租/营业收入	6.80%	6.76%	7.82%	7.98%	5.86%	5.84%	6.03%	
销售费用-日常性费用/营业收入	3.16%	2.62%	2.80%	3.13%	2.32%	1.71%	1.33%	
销售费用-折旧摊销/营业收入	1.28%	1.27%	1.44%	1.56%	1.10%	0.97%	0.89%	
销售费用（付现）/营业收入	23.01%	21.42%	23.79%	24.99%	22.33%	20.93%	19.63%	
销售费用/营业收入	24.29%	22.69%	25.16%	26.43%	23.43%	21.90%	20.52%	
管理费用-职工薪酬/营业收入	2.54%	2.70%	2.83%	2.75%	2.13%	2.09%	2.67%	

管理费用-房租/营业收入	0.07%	0.07%	0.10%	0.13%	0.15%	0.13%	0.17%
管理费用-日常性费用/营业收入	0.78%	0.82%	0.88%	0.90%	0.62%	0.50%	0.68%
管理费用-折旧摊销/营业收入	0.39%	0.35%	0.34%	0.33%	0.26%	0.30%	0.29%
管理费用(付现)/营业收入	3.40%	3.59%	3.62%	3.62%	2.90%	2.71%	3.52%
管理费用/营业收入	3.79%	3.94%	3.96%	3.95%	3.17%	3.01%	3.81%
财务费用/营业收入	0.85%	0.17%	0.28%	0.30%	0.30%	-0.04%	0.09%
期间费用/营业收入	28.93%	26.80%	29.41%	30.68%	26.90%	24.87%	24.43%

从上表可以看出，标的公司 2021 年期间费用为 26.90%，较同行业可比上市公司 2021 年平均水平 28.93%低 2.03%，对比分析如下：

（1）销售费用分析

标的公司 2021 年度销售费用率 23.43%，较同行业可比上市公司 2021 年平均水平 24.29%低 0.86%，主要系：

1) 租金费用率 5.86%，较同行业可比上市公司 2021 年平均水平 6.80%低 0.94%，新店次新店占比低，聚焦成熟门店好少量新店、次新店运营，导致单店产出高，包括租金、促销费等各项费用率低：

a. 唐人医药门店拓展非常集中于其优势市场，集中于地级、县级城市，除 2017、2018 年辽宁市场 6 个城市并购外，尚未如同业上市公司向高租金的省级城市市场，以及跨区域的其他城市、省份拓展门店，持续在优势区域拓展门店，租金费用相对稳定、可控；

b. 如前文所述，唐人医药门店数量增长率长期均远低于同业上市公司，新店、次新店占比低、其团队聚焦于少量新店培育及成熟门店运营，导致单店产出高，相应的租金、管理等多项费用率均较低。2) 唐人医药 2021 年销售费用中，人工费用率 14.16%，较同业上市公司 2021 年平均数 13.04%高 1.12%，主要原因系唐人医药成熟门店占比高、拓展速度较同行业上市公司慢，相应的专业人员、成熟药师和员工配备水平较高，单店产出也较高。

（2）管理费用分析

标的公司 2021 年度管理费用率 3.17%，较同行业上市公司 2021 年平均水平 3.79%低 0.62%，主要系：

1) 唐人医药与同业上市公司所处的发展阶段不同，导致其在集团化管控、集团精细化管理、信息系统建设投入、配送能力建设、内控信披等资源配置方面的投入，略低于同业上市公司。

2) 唐人医药系家族全资控股企业, 有利于简化决策、监督、制衡机制, 管理成本较低。

3) 较同业上市公司, 唐人医药集团部门架构相对简化、有效, 管理人员层级、组织架构、配置及工资相对受控。

4) 由于发展速度有限, 无专业拓展部门, 对各部门配合、高速拓展门店、向更多省区目标市场发展的需求不强烈。

(3) 财务费用分析

主要系同行业上市公司因业务规模更大, 且通过负债方式自建门店、对外并购, 存在付息负债, 而标的公司无付息负债。

2、评估报告预测期间, 费用预测逻辑和参数设置

2022-2027 年预测期间, 结合唐人医药的历史数据、发展规划确定的预测为:

(1) 管理费用、销售费用的预测:

在预测期, 由于预测新开门店增长率亦较谨慎, 且现已布局城市拓展空间大、预测开店区域均未突破现有市场, 导致费用预测可较多参考历史费用率。

本次预测, 将管理费用和销售费用分别分成工资薪酬、固定费用、变动费用来进行预测。

①对于销售费用的工资薪酬=店均人数×门店个数×平均工资, 对于管理费用工资薪酬在历史的水平上考虑一定的增长率来进行预测, 工资薪酬在 2021 年的水平上考虑一定的增长率来进行预测, 根据标的公司的薪酬政策和历史年度的通货膨胀水平, 本次评估工资薪酬的增长率取值为 2.5%。

②固定费用主要为房租费、物管费、财产保险费。对于销售费用的房租费=店均面积×门店个数×平均租金, 对于管理费用房租费在历史的水平上考虑一定的增长率来进行预测。根据历史签订的房租合同, 未来预约期内大部分合同未约定租金增长率, 并且根据房地产国家政策导向、商铺租售市场新的趋势和共识、实体零售服务业态租赁需求不足, 企业未来对于房租的谈判政策调整为控制及降低租金, 因此本次预测未考虑房租增长率; 对于物管费, 本次评估参

考历史物管费占房租费占比来进行预测，财产保险费本次评估参考 2021 年的水平进行预测。

③变动费用包括水费、电费、宣传费、通讯费、办公费、线上服务费等，本次评估变动费用参考历史公司变动费用占主营业务收入的占比情况来进行预测。

其单店收入较稳定、费用率较低且稳定的假设符合其实际情况及市场规律，而未按同业上市公司假设向其他省份、城市做更多投入。

(2) 财务费用预测

财务费用根据企业基准日账面付息负债情况，结合标的公司贷款利率对利息支出进行预测，同时根据活期存款利率为 0.35%，对未来预计银行存款产生的利息收入进行预测，财务费用=利息支出-利息收入。

3、对标的公司历史数据和预测期期间费用情况的进一步分析

标的公司历史和预测期期间费用情况如下：

【销售费用】	2019 年历史	2020 年历史	2021 年历史	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
工资薪酬	16,770.65	19,874.32	20,789.14	21,798.08	24,496.16	28,128.28	31,488.09	34,470.36	37,278.92
固定费用	8,243.08	8,659.79	8,603.13	9,680.14	11,164.15	12,923.14	14,074.39	14,724.19	15,390.45
变动费用	1,820.29	2,530.49	3,402.58	3,586.07	3,950.05	4,419.16	4,913.94	5,499.27	6,052.92
非付现成本	1,215.53	1,434.29	1,618.18	-	-	-	-	-	-
销售费用（付现）小计	28,049.55	32,498.89	34,413.04	35,064.29	39,610.37	45,470.58	50,476.42	54,693.82	58,722.29
【管理费用】									
工资薪酬	3,647.17	3,096.41	3,122.34	3,212.16	3,315.58	3,428.34	3,545.48	3,669.67	3,792.39
固定费用	230.67	187.10	227.52	216.82	216.82	216.82	216.82	216.82	216.82
其他固定费用	935.89	744.26	914.45	985.62	1,097.53	1,239.16	1,389.68	1,561.46	1,720.65
非付现成本	395.26	441.58	388.92	-	-	-	-	-	-
管理费用（付现）小计	5,209.00	4,469.35	4,653.23	4,414.60	4,629.93	4,884.31	5,151.98	5,447.95	5,729.86
【财务费用】									
	126.90	-57.39	444.61	-107.03	-136.56	-168.78	-208.53	-264.40	-332.44

标的公司预测期期间费用占比和同类上市公司期间费用占比情况如下：

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	标的公司预测期平均	健之佳 2021 年	漱玉平民 2021 年
销售费用									
-职工薪酬/营业收入	14.04%	14.28%	14.59%	14.60%	14.18%	13.86%	14.26%	12.23%	12.62%
销售费用									
-房租/营业收入	6.24%	6.51%	6.70%	6.52%	6.06%	5.72%	6.29%	8.51%	5.45%
销售费用									
-日常性费用/营业收入	2.31%	2.30%	2.29%	2.28%	2.26%	2.25%	2.28%	3.32%	3.25%
销售费用									
-折旧摊销/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.53%	0.70%
销售费用（付现）/营业收入	22.59%	23.09%	23.58%	23.40%	22.50%	21.83%	22.83%	24.06%	21.32%

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	标的公司预测 期平均	健之佳 2021 年	漱玉平民 2021 年
销售费用/营业收入	24.07%	24.66%	25.25%	24.98%	23.89%	22.87%	24.29%	25.59%	22.02%
管理费用 -职工薪酬/营业收入	2.07%	1.93%	1.78%	1.64%	1.51%	1.41%	1.72%	1.60%	1.53%
管理费用 -房租/营业收入	0.14%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%	0.08%	0.11%	0.04%	0.00%
管理费用 -日常性费用/营业收入	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.73%	0.96%
管理费用 -折旧摊销/营业收入	统一在销售费用-折旧摊销中体现							0.28%	0.49%
管理费用（付现）/ 营业收入	2.84%	2.70%	2.53%	2.39%	2.24%	2.13%	2.47%	2.38%	2.49%
管理费用/营业收入	2.84%	2.70%	2.53%	2.39%	2.24%	2.13%	2.47%	2.64%	2.98%
财务费用/营业收入	-0.07%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.11%	-0.12%	-0.09%	0.92%	0.54%
期间费用/营业收入	26.85%	27.28%	27.69%	27.27%	26.02%	24.88%	26.66%	29.15%	25.53%

从上表可以看出：

（1）标的公司预测期费用率平均为 26.22%，较新开门店多、承受较大费用压力且受疫情冲击最严重，导致营业收入和净利润下滑的 2021 年期间费用率 26.90%降低 0.68%，较 2020 年期间费用率 24.87%提高 1.35%，较 2019 年期间费用率 24.43%提高 1.79%。

标的公司预测门店从 2022 年初的 659 家平稳增长到 2027 年的 1084 家门店，预测期间费用率整体呈先上升后逐步回归的趋势：

前期，2023、2024 年预测新开店增幅超 15%，新店、次新店占比增加，单店收入下降，期间费用率从 2022 年的 26.85%，增长为 2023 年的 27.28%、2024 年的 27.69%，与《建议函》分析行业门店较快增长，导致单店收入下降、期间费用率上升的趋势一致。

2025 年-2027 年发展至稳定期，新开门店增长率从先前超 15%，3 年持续下降为 9.16%、4.75%和 4.63%，远低于同业上市公司门店增长率，前期新店、次新店逐步成熟并贡献利润，2026 年和 2027 年单店收入增长 5.46%和 5.69%，期间费用率，也从 2025 年开始下降，由 27.27%，下降为 2026 年的 26.02%，2027 年的 24.88%，单店收入及期间费用率，回归至 2020、2019 年水平。

（2）标的公司期间费用率，与上市时间较短、规模相对略小但较标的公司发展阶段也有差异，相对可比的健之佳以及漱玉平民 2021 年数据相比，剔除健之佳下列租金费用率高的影响，期间费用率接近，较为公允、客观。

标的公司经审计的 2021 年租金费用率为 5.86%，健之佳为 8.51%，原因为

健之佳有近 40%的门店分布在昆明、重庆、成都和南宁等省级城市，租金水平较高，唐人医药全部门店均在地级、县级市场，租金水平较低且单店产出较高。预测期标的公司平均租金水平为 6.29%，较 2021 年租金费用率为 5.86%提高 0.43%，充分估计了《建议函》分析新开门店导致培育期费用率上升影响，在预测期末，由于前期新店、次新店逐步成熟并贡献利润，租金费用率逐步回归唐人医药正常水平。

综上，随着唐人医药所处市场门店规模、品牌力的进一步提升、成熟门店占比提升、新拓展门店由中心城市下沉至周边区、县等因素综合影响，2025-2027 年费用率趋于平稳并略有下降，费用预测合理。

公司全面配合投服中心的相关工作，同时严格履行信息披露义务，敬请广大投资者关注相关公告，并注意投资风险。

特此公告！

云南健之佳健康连锁店股份有限公司董事会

2022 年 8 月 25 日