

慢病供应政策利好广东药店，公司最为受益

——大参林 (603233.SH) 慢病处方药政策点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 51.07 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

梁东旭 (执业证书编号: S0930517120003)

0755-23915357

liangdongxu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 5.20

总市值(亿元): 265.57

一年最低/最高(元): 28.63/62.00

近3月换手率: 34.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.04	-13.61	28.98
绝对	-7.54	-12.84	49.66

资料来源: Wind

相关研报

业绩略超预期, 新建并购加快——大参林 (603233.SH) 2019 年三季报点评
 2019-10-30

Q2 业绩继续提速超预期, 强化内生提速和处方外流逻辑——大参林 (603233.SH) 2019 年中报点评
 2019-08-27

业绩超预期, 并购后继发力, 经营持续转暖——大参林 (603233.SH) 2019 年一季报点评
 2019-04-30

事件:

近日, 广东省医保局、卫健委和药监局发布《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》(以下简称“《意见》”)。

点评:

◆医保统筹支付药店破冰, 广东省药店行业迎重大利好

《意见》指出, 参保患者可以凭处方到定点零售药店购买慢性病用药, 可以由基本医疗保险统筹基金报销应报销的部分, 个人只需支付个人承担的费用。尽管有慢性病用药范围的限定, 也有外配处方和就医凭证的限制, 《意见》仍是首度有地方医保局提出大部分的定点零售药店可以用医保统筹账户报销。过往仅有少数医保定点药店可以获得特殊/慢病或大病医保报销资质, 大部分患者要在药店解决购药报销问题也仅能用个人账户, 这种现状也容易造成在药店购买高价急需的大病用药时, 个人账户往往无法满足需求, 这也造成药店在保障购药便利性上是受限的。我们认为, 《意见》的出台将有望解决广东省内定点药店在服务慢病大病患者的购药报销问题, 也有望大幅提升广东省内药店的购药便利性, 进一步推动健康广东战略的落地实施。

◆广东省内零售药店管理有望进一步规范, 大参林最为受益

由于医保统筹账户监管压力较大, 且政府部门需要承担的管理责任也更重, 因此医保统筹账户资质对药店的对接必然是基于严格而有效的监管。《意见》指出, 药店必须具备完善的 IT 系统, 相关数据必须置于广东省药品流动电子监管系统的监管之下, 同时对于药店销售的慢病药品也有严格的定价限制: 国家医保谈判的 17 种抗癌药定价不得高于谈判价; 国家药品集中采购中选药品可以在中选价格基础上适当加价, 但超出标准由患者自付; 高血压和糖尿病药品零售价不得高于省医保局确定的支付标准。总体而言, 获统筹账户报销资质的药店将面临严格的监管, 因此我们认为更能适应严监管的龙头药店将是获利更大的一方。由于大参林是广东省药店行业领头羊, 我们认为大参林有望成为《意见》正式实施下最为受益的龙头企业。

◆创新基层医疗机构服务模式, 广东省处方外流有望更进一步

《意见》指出, 广东省将创新基层医疗机构服务模式, 包括: 1) 延长处方医保用药量, 处方医保用药量可根据病情需要放宽 4-12 周; 2) 探索基层医疗机构和零售药店建立合作关系, 药店可将需要的药品配送至参保患者就诊的医疗机构静脉用药调配中心; 3) 推进“互联网+药品流通”, 主要支持“网订店取、网订店送”政策, 鼓励探索处方流转平台实施; 4) 进一步巩固破除以药补医成果; 5) 加强大数据应用监管模式, 完善医保智能监管平台建设等。从《意见》提出的各项创新基层医疗机构服务的工作来看, 我们认为广东省内相关监管部门对处方外流实施的路径均有明确指引, 广东省处方外流有望更进一步。

◆盈利预测、估值与评级

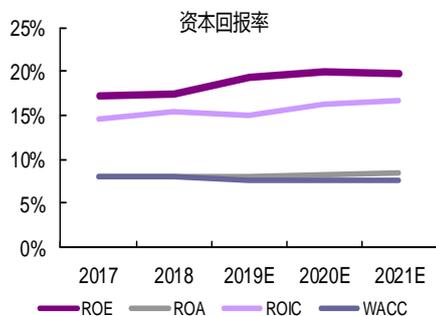
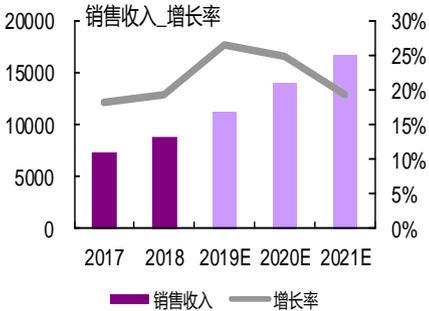
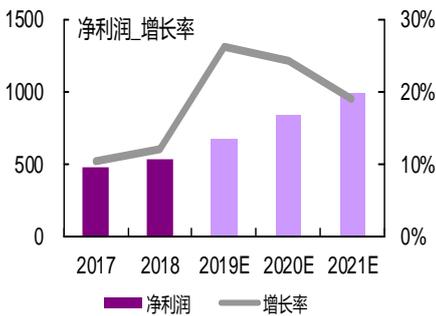
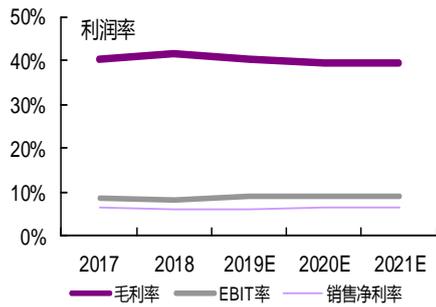
暂维持原有预测 19~21 年 EPS 为 1.38/1.76/2.07 元，现价对应 19~21 年 PE37/29/25 倍。公司聚焦华南市场，精细化管理能力强，盈利能力强劲，未来新建和并购均有提速空间，可确保稳健成长，我们看好长期成长带来的投资价值。《意见》实施有助于推动广东省处方外流进程，公司作为广东省药店龙头最为受益，维持“买入”评级。

◆风险提示：并购药店业绩不达预期；新开和并购外延速度不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,421	8,859	11,210	14,015	16,736
营业收入增长率	18.29%	19.38%	26.54%	25.02%	19.42%
净利润（百万元）	475	532	718	913	1,077
净利润增长率	10.41%	11.93%	35.13%	27.04%	18.05%
EPS（元）	0.91	1.02	1.38	1.76	2.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.25%	17.50%	22.02%	22.04%	21.79%
P/E	56	50	37	29	25
P/B	9.6	8.7	8.1	6.4	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,421	8,859	11,210	14,015	16,736
营业成本	4,434	5,170	6,685	8,463	10,108
折旧和摊销	161	238	174	225	279
营业税费	54	62	78	98	117
销售费用	1,923	2,487	2,958	3,604	4,345
管理费用	346	415	486	575	674
财务费用	26	32	41	56	49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	23	9	10	10
营业利润	633	718	959	1,220	1,442
利润总额	635	720	959	1,221	1,443
少数股东损益	0	-6	1	3	5
归属母公司净利润	475	532	718	913	1,077

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,823	6,537	8,380	10,309	12,052
流动资产	4,055	4,025	5,160	6,583	7,845
货币资金	1,082	1,329	1,758	2,145	2,546
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	247	277	390	461	551
应收票据	0	5	2	4	6
其他应收款	161	187	209	261	311
存货	1,717	1,886	2,268	3,041	3,532
可供出售投资	90	139	139	139	139
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	5	10	15	20
固定资产	710	841	991	1,080	1,141
无形资产	114	269	323	388	466
总负债	3,020	3,450	5,068	6,117	7,048
无息负债	2,505	3,097	3,788	4,830	5,834
有息负债	515	353	1,280	1,286	1,215
股东权益	2,803	3,087	3,312	4,193	5,003
股本	400	400	520	520	520
公积金	1,050	1,089	1,041	1,101	1,101
未分配利润	1,302	1,549	1,956	2,664	3,558
少数股东权益	50	49	49	53	58

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	640	874	852	1,112	1,455
净利润	475	532	718	913	1,077
折旧摊销	161	238	174	225	279
净营运资金增加	752	-648	391	443	293
其他	-748	752	-432	-469	-194
投资活动产生现金流	-1,430	-317	-816	-641	-660
净资本支出	-664	-549	-777	-646	-665
长期投资变化	4	5	-5	-5	-5
其他资产变化	-770	226	-34	10	10
融资活动现金流	1,061	-437	647	-193	-304
股本变化	40	0	120	0	0
债务净变化	106	-162	927	6	-72
无息负债变化	676	593	691	1,042	1,004
净现金流	272	120	682	278	490

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.29%	19.38%	26.54%	25.02%	19.42%
净利润增长率	10.41%	11.93%	35.13%	27.04%	18.05%
EBITDA 增长率	12.18%	17.49%	22.19%	28.17%	18.01%
EBIT 增长率	7.20%	9.95%	38.52%	27.89%	17.02%
估值指标					
PE	56	50	37	29	25
PB	10	9	8	6	5
EV/EBITDA	26	22	24	19	16
EV/EBIT	32	29	28	22	19
EV/NOPLAT	43	40	38	29	25
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	6	6	6	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	40.26%	41.65%	40.37%	39.61%	39.60%
EBITDA 率	10.92%	10.75%	10.38%	10.64%	10.52%
EBIT 率	8.76%	8.07%	8.83%	9.03%	8.85%
税前净利润率	8.55%	8.12%	8.55%	8.71%	8.62%
税后净利润率 (归属母公司)	6.40%	6.00%	6.41%	6.51%	6.44%
ROA	8.15%	8.04%	8.58%	8.89%	8.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.25%	17.50%	22.02%	22.04%	21.79%
经营性 ROIC	14.60%	15.43%	16.58%	17.51%	17.95%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.18	1.03	1.09	1.13
速动比率	0.78	0.63	0.58	0.59	0.62
归属母公司权益/有息债务	5.34	8.61	2.55	3.22	4.07
有形资产/有息债务	10.05	14.88	5.30	6.54	8.10
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.91	1.02	1.38	1.76	2.07
每股红利	0.46	0.46	0.28	0.35	0.42
每股经营现金流	1.23	1.68	1.64	2.14	2.80
每股自由现金流(FCFF)	-1.45	1.67	-0.46	0.18	0.85
每股净资产	5.29	5.84	6.27	7.96	9.51
每股销售收入	14.27	17.04	21.56	26.95	32.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼