

强烈推荐-A (维持)

大参林 603233.SH

目标估值: NA-NA 元

当前股价: 85.79 元

2020年12月01日

借商保产品东风, 迎接客流红利

基础数据

上证综指	3452
总股本(万股)	65634
已上市流通股(万股)	65634
总市值(亿元)	563
流通市值(亿元)	563
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	48.1%
主要股东	柯金龙
主要股东持股比例	21.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大参林(603233)一深耕粤桂豫布局全国,居地利之便受益处方外流》2020-11-24

许菲菲

xufeifei@cmschina.com.cn  
S1090520040003

孙炜

sunwei7@cmschina.com.cn  
S1090520030002

广州市推出 2021 年“穗岁康”商业补充健康保险, 大参林作为广州药店龙头, 凭借医保门店密度+“穗岁康”指定合作药房两大优势, 有望借商保东风, 盘活医保资金、提升客流、增强客户黏性, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ “穗岁康”是广州市医疗保障局指导下推出的一款广州医保参保人专属的普惠型商业补充健康保险, 保费为 180 元/年。

- 个人医保账户支付, 盘活医保资金: 保费可通过医保卡个人账户为自己及同为广州医保参保人的直系亲属支付, 实现家庭投保。
- 承保范围覆盖住院、门特、门诊和癌症筛查: 包括治疗费用、药品费用和检验检查费用, 进一步扩展了医保外费用。
- 理赔直接结算: 在定点医疗机构“一站式”结算, 符合报销条件的费用可直接通过医保系统实施结算, 不需要经过保险公司, 更加便利。

□ 两种药店消费场景被纳入, 大参林作为龙头药店充分受益。

- 广州医保门店占比第一, 收益处方外流: 参保人凭借医院处方在定点药店购买医保目录内药品可享受赔付。大参林在广州拥有 499 家医保定点药房, 占广州 4133 家医保定点药房的 11.3%, 排名第一, 具备门店密度优势。该保险产品的推出, 有利于推动大参林处方药销售。
- 被列入创新药等指定合作药房: 参保人在指定药店购买指定创新药、特殊医用耗材及指定病种筛查项目均可享受保险赔付。大参林旗下广州市久久养生大药房被列入指定合作药房, 指定抗肺癌创新药替雷利珠单抗注射液的销售有望提升客流、增强客户黏性, 为企业长期发展带来利好。

□ 盈利预测与投资建议: 我们认为公司在医保门店密度+“穗岁康”指定合作药房两大优势下, 有望借产品东风、提升客流、增强客户黏性, 2020-2022 年归母净利润 9.92/12.94/15.88 亿, 对应 PE 57/44/36X, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 医保个人账户趋严、处方外流不达预期、高管减持风险、药品降价大于预期、跨区域扩张不及预期、行业竞争加剧等风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	8859	11141	14214	17807	22014
同比增长	19%	26%	28%	25%	24%
营业利润(百万元)	718	918	1298	1696	2082
同比增长	13%	28%	41%	31%	23%
净利润(百万元)	532	703	992	1294	1588
同比增长	12%	32%	41%	30%	23%
每股收益(元)	1.33	1.30	1.51	1.97	2.42
PE	64.5	65.9	56.8	43.5	35.5
PB	11.3	10.9	11.0	9.4	8.1

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：“穗岁康”承保范围一览



资料来源：穗岁康公众号，招商证券

图 2：“穗岁康”覆盖个人自付自费项目一览



资料来源：穗岁康公众号，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4025	5468	8242	9059	10586
现金	1329	1716	4052	4179	4783
交易性投资	0	0	50	0	0
应收票据	5	0	0	0	0
应收款项	277	356	414	518	641
其它应收款	187	202	258	392	462
存货	1886	2055	2644	3294	4085
其他	341	1139	824	675	615
<b>非流动资产</b>	2512	3204	3615	4473	5210
长期股权投资	5	7	6	7	8
固定资产	841	938	1050	1273	1450
无形资产	822	1369	1660	1972	2277
其他	844	891	899	1220	1475
<b>资产总计</b>	<b>6537</b>	<b>8672</b>	<b>11857</b>	<b>13531</b>	<b>15796</b>
<b>流动负债</b>	3414	4003	5161	5999	7272
短期借款	326	63	178	50	50
应付账款	2550	3200	4114	5125	6355
预收账款	18	45	43	54	67
其他	521	695	826	770	800
<b>长期负债</b>	36	337	1482	1482	1482
长期借款	21	16	0	0	0
其他	15	321	1482	1482	1482
<b>负债合计</b>	<b>3450</b>	<b>4340</b>	<b>6643</b>	<b>7481</b>	<b>8754</b>
股本	400	540	656	656	656
资本公积金	961	1561	1667	1667	1667
留存收益	1677	2140	2808	3656	4661
少数股东权益	49	92	83	72	58
归属于母公司所有者权益	3038	4240	5131	5979	6984
<b>负债及权益合计</b>	<b>6537</b>	<b>8672</b>	<b>11857</b>	<b>13531</b>	<b>15796</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	874	1708	1824	1745	2172
净利润	532	703	992	1294	1588
折旧摊销	238	292	264	285	321
财务费用	24	32	(24)	(21)	(28)
投资收益	(23)	(16)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	108	719	643	238	344
其它	(5)	(22)	(7)	(6)	(8)
<b>投资活动现金流</b>	(317)	(1659)	(681)	(1048)	(1014)
资本支出	(554)	(501)	(577)	(1042)	(958)
其他投资	237	(1157)	(104)	(6)	(56)
<b>筹资活动现金流</b>	(437)	420	1193	(570)	(554)
借款变动	(150)	(355)	109	(144)	0
普通股增加	0	140	117	0	0
资本公积增加	(6)	600	106	0	0
股利分配	(240)	(240)	(324)	(446)	(582)
其他	(40)	276	1185	21	28
<b>现金净增加额</b>	<b>120</b>	<b>469</b>	<b>2336</b>	<b>128</b>	<b>603</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8859	11141	14214	17807	22014
营业成本	5170	6743	8697	10834	13435
营业税金及附加	62	61	78	98	121
营业费用	2487	2899	3554	4434	5459
管理费用	415	520	647	801	980
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	32	30	(24)	(21)	(28)
资产减值损失	(11)	(15)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	14	30	30	30	30
投资收益	22	15	15	15	15
<b>营业利润</b>	718	918	1298	1696	2082
营业外收入	8	9	9	9	9
营业外支出	7	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	720	919	1300	1697	2084
所得税	194	223	317	415	510
少数股东损益	(6)	(6)	(9)	(11)	(14)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>532</b>	<b>703</b>	<b>992</b>	<b>1294</b>	<b>1588</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	26%	28%	25%	24%
营业利润	13%	28%	41%	31%	23%
净利润	12%	32%	41%	30%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.6%	39.5%	38.8%	39.2%	39.0%
净利率	6.0%	6.3%	7.0%	7.3%	7.2%
ROE	17.5%	16.6%	19.3%	21.6%	22.7%
ROIC	15.7%	16.2%	17.8%	20.7%	21.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.8%	50.0%	56.0%	55.3%	55.4%
净负债比率	5.4%	1.0%	1.6%	0.4%	0.3%
流动比率	1.2	1.4	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.9	1.1	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.4
存货周转率	2.9	3.4	3.7	3.6	3.6
应收帐款周转率	33.5	34.9	36.9	38.2	38.0
应付帐款周转率	2.2	2.3	2.4	2.3	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.33	1.30	1.51	1.97	2.42
每股经营现金	2.18	3.17	2.78	2.66	3.31
每股净资产	7.60	7.86	7.82	9.11	10.64
每股股利	0.60	0.60	0.68	0.89	1.09
<b>估值比率</b>					
PE	64.5	65.9	56.8	43.5	35.5
PB	11.3	10.9	11.0	9.4	8.1
EV/EBITDA	67.0	53.2	37.3	29.3	24.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙 炜 生物医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，4年卖方研究经验，3年医疗咨询和PE投资经历。2020年2月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 生物医药行业分析师

复旦大学经济学学士、哥伦比亚大学运筹学硕士，3年卖方研究经验，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。