



中信证券研究部



田加强  
首席医疗健康产业  
分析师  
S1010515070002



陈竹  
首席非药领域  
分析师  
S1010516100003

核心观点

广东省出台政策鼓励零售药店购药，统筹账户慢病支付有望实现全国推广；处方流转凭条建设推进，院外空间持续扩大；网售处方药有望审慎放开，龙头连锁渠道优势愈发凸显。继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **鼓励零售药店购药，统筹账户慢病支付有望全国推广。**广东省医保局、卫健委、药监局日前联合印发《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》。《意见》明确：①定点零售药店用药保障范围扩大至国家新增 17 种谈判抗癌药、国家药品集采中选产品、高血压和糖尿病用药等；②处方医保用药量可根据病情需要放宽至 4-12 周，减少参保人去医院开处方的次数。此外规定医疗机构应主动向患者提供处方，门诊患者可自主选择在医疗机构或零售药店审方购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。政策明确放宽零售药店的慢病用药范围及处方量标准，鼓励零售药店慢病销售，零售药店取药便捷性有望充分发挥。2018 年广东省糖尿病/高血压慢病药品消费达 109 亿元，考虑到大参林在广东省 20% 以上的市占率，长期有望承接 30 亿元以上增量空间。此外作为国家政策试点先行区，广东省本次改革有望成为引领全国改革主方向的起点，长期看统筹账户在药店直接支付慢病有望全国推广。

■ **处方流转平台建设持续推进，院外市场空间持续扩大。**《意见》明确鼓励建设处方流转平台，支持医疗机构、药品经营企业、符合条件的第三方药品现代物流企业共同参与处方流转、药品配送，并与医疗机构处方信息、医保信息互联互通。近期广东省省级处方共享平台建设持续推进，我们判断处方共享平台有望推进至全国，显著促进处方外流加速。结合慢病统筹推进、处方集采平台成立，多项政策助力处方加速流出，使得一部分原来没有在药店销售的处方药流入药店，带来增量客流和交易增长。大连锁门店处方药品种逐步上升，从执业药师配备、药品追溯能力、信息系统对接等方面考量有望集中受益。小连锁、单体药店生存压力随着医保刷卡的规范性提高，监管加强而逐步在增加，预计行业集中度将进一步提升。

■ **审慎放开网售处方药，龙头连锁渠道优势愈发凸显。**从处方药的商品属性、线上线下一致监管的原则以及慢病处方药的消费患者年龄画像角度考虑，我们判断现阶段网售处方药更大层面上主要为线下门店的补充（如应对部分偏远地区或孤儿病药品的配送），实体门店流量价值不可取代，网络销售处方药 B2C 业务模式的真正发展尚需细节的政策落地。本次《意见》进一步明确将规范互联网销售服务，充分发挥零售连锁药店网点布局优势，落实“网订店取”、“网订店送”等政策。我们判断 O2O 模式结合了网络配送的便捷性及线下药店的流量、专业服务能力，有望成为承接处方外流的优选模式。具备线下流量、信息化建设、专业化服务优势并已大力布局自有 O2O 业务的医药零售龙头有望深度受益，通过线上线下药品零售协同发展，打开院外零售市场新的成长空间。

■ **风险因素：**并购整合不达预期，竞争过度致毛利率下滑。

■ **盈利预测及估值。**公司深耕华南，布局全国，门店扩张稳步推进。考虑到公司未来几年并购扩张以及广东省医保鼓励慢病用药流出有望带来的快速增长，维持 2019 年 EPS 预测为 1.36 元，上调 2020/2021 年 EPS 预测至 1.93/2.42 元（原为 1.73/2.22 元），维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7421	8859	11367	15204	19160
增长率 YoY %	18	19	28	34	26
净利润(百万元)	475	532	709	1003	1258
增长率 YoY%	10	12	33	41	25
每股收益(元)	0.91	1.02	1.36	1.93	2.42
毛利率%	40.3	41.6	40.9	41.0	40.8
净资产收益率%	16.9	17.2	20.2	24.5	26.0
每股净资产(元)	7.0	7.7	6.7	7.9	9.3
市盈率 PE (x)	54	48	36	25	20
市净率 PB (x)	7	6	7	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 29 日收盘价

大参林	603233
评级	买入（维持）
当前价	51.07 元
总股本	520 百万股
流通股本	83 百万股
52 周最高/最低价	61.4/38.15 元
近 1 月绝对涨幅	-12.11%
近 12 月绝对涨幅	46.34%

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,421	8,859	11,367	15,204	19,160
营业成本	4,434	5,170	6,722	8,975	11,334
毛利率	40.3%	41.6%	40.9%	41.0%	40.8%
营业税金及附加	54	62	81	106	134
销售费用	1,923	2,487	3,098	4,102	5,166
销售费用率	25.91%	28.07%	27.25%	26.98%	26.96%
管理费用	346	415	517	640	805
管理费用率	4.67%	4.69%	4.55%	4.21%	4.20%
财务费用	26	32	24	53	52
财务费用率	0.35%	0.36%	0.21%	0.35%	0.27%
投资收益	7	23	10	10	10
营业利润	633	718	934	1,324	1,662
营业利润率	8.53%	8.11%	8.22%	8.71%	8.67%
营业外收入	7	8	9	9	8
营业外支出	5	7	5	5	5
利润总额	635	720	938	1,328	1,665
所得税	160	194	238	336	421
所得税率	25.2%	26.9%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东损益	0	-6	-8	-11	-14
归属于母公司股东的净利润	475	532	709	1,003	1,258
净利率	6.40%	6.00%	6.24%	6.60%	6.56%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,082	1,329	1,705	1,520	1,916
存货	1,717	1,886	2,464	3,347	4,172
应收账款	247	277	404	530	685
其他流动资产	1,010	533	638	852	1,052
流动资产	4,055	4,025	5,211	6,249	7,826
固定资产	710	841	1,321	1,758	2,151
长期股权投资	4	5	5	5	5
无形资产	114	269	269	269	269
其他长期资产	939	1,396	1,669	1,943	2,216
非流动资产	1,768	2,512	3,264	3,975	4,641
资产总计	5,823	6,537	8,475	10,225	12,467
短期借款	486	326	432	276	489
应付账款	901	884	1,150	1,536	1,939
其他流动负债	1,610	2,204	2,353	3,282	4,168
流动负债	2,997	3,414	3,935	5,094	6,595
长期负债	0	21	1,021	1,021	1,021
其他长期负债	23	15	15	15	15
非流动性负债	23	36	1,036	1,036	1,036
负债合计	3,020	3,450	4,971	6,130	7,632
股本	400	400	520	520	520
资本公积	967	961	841	841	841
股东权益合计	2,803	3,087	3,504	4,095	4,835
少数股东权益	50	49	41	29	15
负债股东权益总计	5,823	6,537	8,475	10,225	12,467

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	475	532	709	1,003	1,258
少数股东损益	0	-6	-8	-11	-14
折旧和摊销	161	238	100	144	187
营运资金变动	108	220	-404	70	84
其他	-103	-110	16	56	60
经营现金流	640	874	413	1,261	1,574
资本支出	-669	-554	-817	-817	-817
投资收益	1	20	10	10	10
资产变卖	237	2,489	-28	-28	-28
其他	-1,000	-2,271	0	0	0
投资现金流	-1,430	-317	-835	-836	-835
发行股票	992	12	0	0	0
负债变化	122	-139	1,106	-156	213
股息支出	0	-240	-284	-401	-503
其他	-52	-70	-24	-53	-52
融资现金流	1,061	-437	798	-610	-343
现金及现金等价物变动	272	120	376	-185	396

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	18.29	19.38	28.31	33.75	26.02
营业利润	9.47	13.42	30.09	41.65	25.55
净利润	10.41	11.93	33.33	41.47	25.40
利润率 (%)					
毛利率	40.26	41.65	40.87	40.97	40.85
EBIT Margin	8.95	8.19	8.36	9.08	8.99
EBITDA Margin	11.12	10.88	9.24	10.02	9.96
净利率	6.40	6.00	6.24	6.60	6.56
回报率 (%)					
净资产收益率	16.95	17.22	20.23	24.49	26.01
总资产收益率	8.23	8.19	8.40	9.84	10.10
其他 (%)					
资产负债率	51.87	52.78	58.65	59.95	61.22
所得税率	25.21	26.94	25.31	25.31	25.31
股利支付率	0.00	45.14	40.00	40.00	40.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。