

嘉事堂(002462)/医药商业

收购蓉锦医药, 配送业务省外拓展加速

评级: 买入(维持)

市场价格: 40.42

目标价格: 46

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

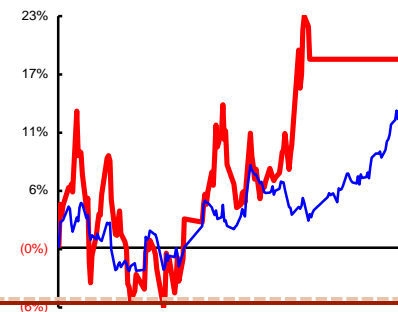
电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	251
流通股本(百万股)	249
市价(元)	40.42
市值(百万元)	10,126
流通市值(百万元)	10,077

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 嘉事堂(002462.SZ): “倍增”计划开启, 目标再造嘉事堂 2017-3-16

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,572.15	8,199.83	10,929.0	14,666.8	18,672.3
营业收入增速	57.22%	47.16%	33.28%	34.20%	27.31%
归属于母公司的净利润	228.06	172.98	223.52	289.62	372.25
净利润增长率	75.20%	-24.15%	29.22%	29.57%	28.53%
摊薄每股收益(元)	0.95	0.72	0.89	1.16	1.49
每股现金流量(元)	-3.19	-1.29	0.50	-1.10	-0.54
净资产收益率	17.72%	12.08%	11.28%	12.75%	14.08%
市盈率(倍)	28.10	70.23	47.67	36.79	28.62
PEG	0.37	—	1.63	1.24	1.00
市净率	4.98	8.49	5.38	4.69	4.03

备注:

投资要点

■ **事件:** 公司拟通过现金方式收购成都市蓉锦医药贸易有限公司 51% 股权, 股权转让价为 9945 万元。蓉锦医药是西南地区大型医药物流企业, 排名 2015 全国医药流通百强第 97 位, 建立了以“成都总部批发+县市级分销+终端配送”的全方位立体营销网络; 蓉锦医药 2016 年 1-10 月营业收入 6.4 亿元, 净利润 1340 万元。本次收购价格对应 2017 年业绩承诺估值约为 9.3 倍。

■ **公司省外药品配送业务拓展加快, 整体药品配送规模向器械分销看齐:** 公司近年通过 GPO、PBM 的合作加快了药品配送业务的外地扩张, 成功打造了首钢、鞍钢、蚌埠等合作项目; 公司成功抓住了“两票制”等政策变化带来的发展机遇, 收购蓉锦医药成为公司在西南地区未来业务发展的一个重要支点; 2016 年公司器械业务收入约 60 亿明显高于药品, 本次收购后有利于两者发展趋于平衡。

■ **按照业绩对赌承诺, 本次收购将增厚公司归母净利润:** 被收购方承诺蓉锦医药 2017 年下半年、2018-2020 年度分别可实现收入 5.5 亿、12.5 亿、15 亿和 18 亿, 扣非后净利润分别为 1100 万、2500 万、3000 万和 3600 万; 公司拥有 51% 股权, 测算 2017-2020 年间分别可给公司贡献归母净利润 560 万、1275 万、1530 万和 1836 万。

■ **北京阳光药品采购执行在即, 药品配送业务进入拐点期:** 北京市卫计委本月中通知要求各单位企业须在 2017 年 3 月底前完成阳光采购正式执行的各项准备工作, 阳光采购执行在即, 阳光采购有望重新将公司药品配送板块业务重新带入高速增长轨道。

■ **盈利预测和估值:** 考虑将到本次收购对公司业绩的增厚, 我们上调 2016-2018 年公司收入预测分别为 109 亿元、147 亿元和 187 亿元, 同比分别增长 33%、34%和 27%; 归母净利润分别为 2.24 亿元、2.90 亿元和 3.72 亿元, 同比分别增长 29.2%、29.6%和 28.5%; 对应 EPS 分别为 0.89 元、1.16 元和 1.49 元 (2017-2018 年若考虑定增全年备考业绩摊薄后则为 1.39 元和 1.77 元)。考虑公司各项业务良好的成长性, 我们给予公司 2017 年 33 倍 PE (备考业绩), 目标价上调为 46, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业政策风险导致的利润率下降和创新业务拓展不达预期。

**图表 1: 嘉事堂财务预测模型**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,544	5,572	8,200	10,929	14,667	18,672
增长率	38.77%	57.2%	47.2%	33.3%	34.2%	27.3%
营业成本	-3,207	-4,854	-7,147	-9,724	-13,115	-16,748
% 销售收入	90.5%	87.1%	87.2%	89.0%	89.4%	89.7%
毛利	337	718	1,053	1,205	1,551	1,925
% 销售收入	9.5%	12.9%	12.8%	11.0%	10.6%	10.3%
营业税金及附加	-8	-14	-23	-29	-40	-50
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-149	-312	-429	-415	-557	-700
% 销售收入	4.2%	5.6%	5.2%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用	-40	-78	-111	-131	-176	-224
% 销售收入	1.1%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	141	314	490	630	778	950
% 销售收入	4.0%	5.6%	6.0%	5.8%	5.3%	5.1%
财务费用	1	-34	-80	-68	-78	-102
% 销售收入	0.0%	0.6%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-8	-14	-13	-11	-18	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	140	2	0	0	0
% 税前利润	15.6%	34.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	165	407	399	551	682	828
营业利润率	4.6%	7.3%	4.9%	5.0%	4.6%	4.4%
营业外收支	30	4	4	4	4	4
税前利润	194	411	403	555	686	832
利润率	5.5%	7.4%	4.9%	5.1%	4.7%	4.5%
所得税	-48	-104	-102	-140	-173	-210
所得税率	24.5%	25.4%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	147	306	301	414	512	622
少数股东损益	16	78	128	191	223	250
归属于母公司的净利润	130	228	173	224	290	372
净利率	3.7%	4.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	147	306	301	414	512	622
少数股东损益	0	0	0	191	223	250
非现金支出	29	42	47	11	18	19
非经营收益	-57	-112	74	68	83	111
营运资金变动	-431	-1,001	-732	-369	-888	-888
经营活动现金净流	-312	-764	-310	316	-52	114
资本开支	-22	54	67	-99	-476	-4
投资	27	15	-161	0	-1	0
其他	-9	-20	29	0	0	0
投资活动现金净流	40	-59	-198	99	475	4
股权募资	64	162	246	390	0	0
债权募资	103	956	448	0	600	600
其他	-15	-120	-87	-72	-149	-115
筹资活动现金净流	151	998	607	317	451	485
现金净流量	-121	175	99	732	874	603

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	303	449	537	1,078	1,729	2,082
应收款项	1,341	2,368	3,217	3,967	5,328	6,780
存货	450	671	941	1,110	1,488	1,906
其他流动资产	79	126	186	244	287	353
流动资产	2,173	3,614	4,881	6,399	8,832	11,122
% 总资产	77.9%	79.5%	82.9%	87.5%	95.3%	96.2%
长期投资	140	11	11	11	11	11
固定资产	320	378	375	375	375	375
% 总资产	11.5%	8.3%	6.4%	5.1%	4.0%	3.2%
无形资产	151	522	609	514	42	42
非流动资产	615	933	1,006	911	440	440
% 总资产	22.1%	20.5%	17.1%	12.5%	4.7%	3.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,788</b>	<b>4,547</b>	<b>5,887</b>	<b>7,310</b>	<b>9,272</b>	<b>11,561</b>
短期借款	113	1,055	1,503	1,503	2,103	2,703
应付款项	1,284	1,767	2,127	2,721	3,612	4,648
其他流动负债	57	50	54	143	101	132
流动负债	1,454	2,873	3,685	4,367	5,816	7,484
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,485</b>	<b>2,873</b>	<b>3,685</b>	<b>4,367</b>	<b>5,816</b>	<b>7,484</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,095</b>	<b>1,287</b>	<b>1,431</b>	<b>1,982</b>	<b>2,271</b>	<b>2,644</b>
少数股东权益	117	387	771	961	1,184	1,434
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,697</b>	<b>4,547</b>	<b>5,887</b>	<b>7,310</b>	<b>9,272</b>	<b>11,561</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.542	0.950	0.721	0.892	1.156	1.486
每股净资产 (元)	4.563	5.363	5.964	7.911	9.067	10.553
每股经营现金净流 (元)	-1.302	-3.185	-1.293	0.498	-1.097	-0.541
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.89%	17.72%	12.08%	11.28%	12.75%	14.08%
总资产收益率	4.83%	5.02%	2.94%	3.06%	3.12%	3.22%
投入资本收益率	11.70%	10.34%	11.61%	14.02%	15.23%	15.14%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	38.77%	57.22%	47.16%	33.28%	34.20%	27.31%
EBIT增长率	61.75%	122.42%	56.05%	28.46%	23.52%	22.09%
净利润增长率	99.62%	75.20%	-24.15%	29.22%	29.57%	28.53%
总资产增长率	40.47%	68.62%	29.46%	24.18%	26.83%	24.69%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	106.4	119.4	122.6	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	38.5	42.2	41.2	41.7	41.4	41.5
应付账款周转天数	94.3	86.5	76.8	81.7	79.2	80.4
固定资产周转天数	29.8	21.0	14.7	11.3	8.4	6.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-15.71%	36.18%	43.86%	14.43%	10.81%	15.22%
EBIT利息保障倍数	-245.9	9.3	6.2	9.2	9.9	9.3
资产负债率	55.07%	63.17%	62.59%	59.74%	62.73%	64.73%

来源: 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。