

2017年04月27日

嘉事堂 (002462.SZ)

业绩符合预期，未来高增长有望持续

■公司发布2016年报:全年共实现营收109.7亿元,同比增长33.80%,归母净利润2.23亿元,同比增长28.98%,扣非净利润2.21亿元,同比增长28.49%,EPS 0.89元,符合我们预期。此外,公司公布年度利润分配方案,每10股派发现金红利1.5元(含税)。分业务看,医药批发业务收入106.86亿元(+34.66%),其中耗材业务收入约58亿元,大幅增长50%以上,药品批发收入约49亿元;医药物流收入1.39亿元,同比增长13.04%。医药连锁实现收入1.47亿元,同比增长3.65%,但由于连锁药店还处于投入阶段尚未盈利,亏损约367万。

■北京阳光采购新标开始执行,药品纯销业务有望大幅增长。2017年4月8日开始,北京地区开始执行新一轮阳光招标采购,公司作为北京医药商业区域性龙头将显著受益。一方面,本次招取消了一个品类限定三家供应商的规定,公司的市场份额仅次于国药、华润、上药前三大龙头将显著受益。另一方面,此次阳光采购中标品种约2.7万个品种,数量较上一轮招标大幅提升。随着新标的逐步执行,我们预计公司的纯销业务增速将逐季提升,全年将实现50%以上的增长。

■收购成都蓉锦,拉开医药商业全国性布局的序幕。3月30日公司公告拟以9945万元的对价收购成都蓉锦51%的股权,对应17年的PE仅9倍左右,我们判断公司能够以较低的价格收购蓉锦,主要是双方资源较为匹配且风险共担的原因。本次资产收购支付款按照对赌条件分四年支付,成都蓉锦承诺2017现半年至2020年的扣非净利润分别为1100万元、2500万元、3000万元、3600万元,此模式不仅缓解了公司的现金流压力而且降低了公司收购整合的风险。我们预计公司将不断复制此模式,开启医药商业全国性布局的序幕。

■耗材市场整合空间大,未来耗材业务有望保持高增长。耗材流通市场呈现小而散的竞争格局且没有龙头企业的存在,在未来耗材集采集配趋势与两票制的预期下,我们认为耗材流通行业整合孕育着巨大的商业机会。公司2011年开始进入高值耗材渠道,通过不断并购整合(目前公司旗下共有16家医疗器械公司),逐渐建立起国内介入高值医疗器械细分市场最大的销售网络,且未来有望将代理品种拓展至骨科、外周等新领域。根据年报我们测算,公司2016年耗材业务收入约58亿元实现50%以上的增长,对比16年全国3700亿元的医疗器械市场仍有很大成长空间,我们预计随着公司通过不断地外延式整合以及拓展骨科等新领域,公司的耗材业务将维持高速增长。

■创新业务GPO、PBM有序推进,为公司跨区域发展提供新思路。1、公司与众多医院如首钢、鞍钢、中航旗下的医院以及西安北方医院(2017年正式启动)开展联合采购(GPO)合作等药事增值服务业务,目前公司的GPO业务体量在7-8亿元,随着项目的逐步落地将为公司

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价: 50元
股价(2017-04-26) 39.98元

交易数据

总市值(百万元)	10,016.04
流通市值(百万元)	9,967.73
总股本(百万股)	250.53
流通股本(百万股)	249.32
12个月价格区间	33.67/44.07元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.02	2.35	13.31
绝对收益	-3.2	7.07	13.07

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

的业绩增长提供新动力。2、公司联合中国人寿、海虹控股与安徽省蚌埠市和湖北省鄂州市开展了PBM业务,目前蚌埠市的相关配送业务已经展开。我们认为在当前医保控费压力剧增的大背景下,公司联合保险、政府医保部门探索医保控费的新模式,有望为公司跨区域发展提供一种新思路。

■**投资建议:** 买入-A 投资评级。暂不考虑收购器械子公司的少数股权以及成都蓉锦并表因素,我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 2.92 亿元、3.87 亿元、4.99 亿元,同比增长 31%、33%、29%,对应当前股价 PE 分别为 34X/26X/20X。

若考虑收购器械子公司的少数股权与成都蓉锦并表因素,增发摊薄后我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 3.70 亿元、4.87 亿元、6.19 亿元, EPS 分别为 1.36 元、1.79 元、2.28 元,对应当前股价 PE 分别为 29X/22X/18X。北京阳光采购新标已经开始执行推动药品商业板块快速增长,耗材业务有望凭借全国性的医疗器械销售网络,不断整合资源做大做强。同时新型业务如 GPO、PBM 等将成为未来新的盈利增长点。公司市值小具备成长空间,业绩在“药品+耗材”业务的双轮驱动下弹性较大,首次给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示:** 新标执行力不达预期,并购带来的管理风险,现金流不足风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,199.8	10,971.6	14,764.5	20,211.1	26,713.0
净利润	173.0	223.1	292.2	387.3	498.5
每股收益(元)	0.69	0.89	1.17	1.55	1.99
每股净资产(元)	5.71	7.91	8.88	10.16	11.93
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.9	44.9	34.3	25.9	20.1
市净率(倍)	7.0	5.1	4.5	3.9	3.4
净利润率	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
净资产收益率	12.1%	11.3%	13.1%	15.2%	16.7%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.7%	0.6%
ROIC	16.1%	15.2%	12.7%	16.9%	13.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,199.8	10,971.6	14,764.5	20,211.1	26,713.0	成长性					
减:营业成本	7,146.7	9,774.4	13,150.7	17,975.7	23,742.5	营业收入增长率	47.2%	33.8%	34.6%	36.9%	32.2%
营业税费	22.9	24.9	41.3	48.5	74.8	营业利润增长率	-1.8%	36.6%	15.9%	42.2%	28.4%
销售费用	428.6	410.2	729.4	1,018.6	1,391.7	净利润增长率	-24.2%	29.0%	31.0%	32.6%	28.7%
管理费用	111.2	128.3	199.3	260.7	339.3	EBITDA 增长率	9.0%	29.7%	0.8%	40.5%	27.5%
财务费用	79.7	80.6	-	-	-	EBIT 增长率	8.7%	30.7%	1.0%	42.2%	28.4%
资产减值损失	13.2	9.8	13.0	10.5	13.0	NOPLAT 增长率	8.9%	29.8%	0.6%	42.0%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.6%	20.5%	6.7%	61.7%	5.3%
投资和汇兑收益	1.6	1.9	1.3	1.7	1.8	净资产增长率	31.5%	33.3%	14.1%	17.8%	20.1%
营业利润	399.1	545.3	632.0	898.7	1,153.5	利润率					
加:营业外净收支	4.0	7.0	4.0	5.5	6.5	毛利率	12.8%	10.9%	10.9%	11.1%	11.1%
利润总额	403.0	552.2	636.0	904.2	1,160.0	营业利润率	4.9%	5.0%	4.3%	4.4%	4.3%
减:所得税	101.7	142.2	165.4	236.0	302.7	净利润率	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
净利润	173.0	223.1	292.2	387.3	498.5	EBITDA/营业收入	6.1%	6.0%	4.5%	4.6%	4.4%
						EBIT/营业收入	5.8%	5.7%	4.3%	4.4%	4.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	14	11	8	6	4
						流动资产周转天数	77	82	72	77	77
						流动营业资本周转天数	186	184	187	188	187
						应收账款周转天数	122	120	120	121	120
						存货周转天数	35	35	36	36	35
						总资产周转天数	229	218	212	205	200
						投资资本周转天数	116	110	93	91	88
						投资回报率					
						ROE	12.1%	11.3%	13.1%	15.2%	16.7%
						ROA	5.1%	5.6%	4.7%	5.1%	5.2%
						ROIC	16.1%	15.2%	12.7%	16.9%	13.4%
						费用率					
						销售费用率	5.2%	3.7%	4.9%	5.0%	5.2%
						管理费用率	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
						财务费用率	1.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	7.6%	5.6%	6.3%	6.3%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	62.6%	60.2%	66.5%	69.6%	71.5%
						负债权益比	167.3%	151.4%	198.7%	229.2%	251.0%
						流动比率	1.32	1.43	1.37	1.77	1.63
						速动比率	1.07	1.17	1.10	1.45	1.32
						利息保障倍数	6.01	7.77			
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	-	0.19	0.27	0.22
						分红比率	36.2%	0.0%	16.3%	17.5%	11.3%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.7%	0.6%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	537.2	796.0	1,181.2	1,616.9	2,137.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	3,194.2	4,127.7	5,734.6	7,816.6	10,043.8
应收票据	22.6	32.2	41.9	59.0	74.7
预付账款	104.8	138.9	226.1	254.0	374.3
存货	940.8	1,181.0	1,771.7	2,225.7	3,029.2
其他流动资产	81.5	79.2	65.2	75.3	73.2
可供出售金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
投资性房地产	8.1	7.8	7.8	7.8	7.8
固定资产	337.9	353.0	330.2	307.4	284.6
在建工程	37.4	-	-	-	-
无形资产	42.2	38.2	34.0	29.8	25.6
其他非流动资产	577.7	622.9	609.6	592.5	578.5
资产总额	5,886.9	7,379.6	10,004.8	12,987.5	16,631.3
短期债务	1,503.0	1,696.6	1,826.4	1,899.5	1,963.1
应付账款	2,033.2	2,349.8	4,584.8	4,431.5	7,260.2
应付票据	56.5	196.7	53.8	271.8	227.3
其他流动负债	91.9	195.0	115.2	192.5	208.1
长期借款	-	-	73.1	2,244.3	2,230.6
其他非流动负债	0.2	6.2	2.1	2.8	3.7
负债总额	3,684.8	4,444.3	6,655.4	9,042.4	11,893.1
少数股东权益	770.7	954.1	1,123.6	1,399.8	1,750.6
股本	240.0	250.5	250.5	250.5	250.5
留存收益	1,191.3	1,730.6	1,975.2	2,294.8	2,737.2
股东权益	2,202.1	2,935.2	3,349.4	3,945.1	4,738.2

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	301.3	410.0	292.2	387.3	498.5
加:折旧和摊销	33.6	40.5	27.0	27.0	27.0
资产减值准备	13.2	9.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	78.6	81.0	-	-	-
投资损失	-1.6	-1.9	-1.3	-1.7	-1.8
少数股东损益	128.4	186.9	178.5	280.9	358.7
营运资金的变动	-759.6	-388.5	-258.7	-2,430.7	-350.3
经营活动产生现金流量	-310.3	116.3	237.6	-1,737.2	532.1
投资活动产生现金流量	-197.9	-173.4	1.3	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	606.9	315.9	146.2	2,171.2	-13.7

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.69	0.89	1.17	1.55	1.99
BVPS(元)	5.71	7.91	8.88	10.16	11.93
PE(X)	57.9	44.9	34.3	25.9	20.1
PB(X)	7.0	5.1	4.5	3.9	3.4
P/FCF	-47.1	-47.8	40.1	47.6	47.4
P/S	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4
EV/EBITDA	27.3	18.9	17.8	14.9	11.6
CAGR(%)	30.4%	27.9%	15.4%	30.4%	27.9%
PEG	1.9	1.6	2.2	0.9	0.7
ROIC/WACC	1.8	1.7	1.4	1.9	1.5
REP	2.5	1.9	2.1	1.1	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034