

2017年04月27日

嘉事堂 (002462.SZ)

## 期间费用控制良好，阳光采购新标开始执行业绩有望维持高增长

■公司发布 2017 年一季报：一季度公司实现营收 30.31 亿元，同比增长 25.02%；归母净利润 7106 万元，同比增长 30.47%；扣非净利润 7072 亿元，同比增长 30.77%，符合我们此前预期。

■期间费用控制良好，净利润保持高速增长。一季度公司三费控制良好，销售费用率较去年同期下降 1.03pp 至 3.33%，管理费用率下降 0.11pp 至 1.1%，财务费用率下降 0.18pp 至 0.59%。公司的毛利率维持平稳 (10.68%)，期间费用率下降造成了公司一季度的利润增速高于收入增速。

■北京阳光采购新标开始执行，药品纯销业务有望迎来高增长。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。由于一季度还未执行新标，公司一季度的收入基本与去年四季度持平，但从今年二季度开始伴随着新标逐渐执行，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。

■医药流通政策变革之年，公司外延步伐有望超预期。随着两票制在全国范围内推行将重构医药流通产业链，公司有望抓住行业整合机遇不断复制收购成都蓉锦的模式，药品批发业务开启走出北京布局全国的步伐。与此同时，耗材流通领域整合空间较大，随着器械集采集配的趋势以及未来器械同样实行两票制的预期下，我们预计公司将通过不断地外延式整合以及拓展骨科等新领域成为行业的领先者。

此外，公司的 GPO 业务经过几年的摸索已经建立起了较为成熟完善的管理经验，在医保支付压力巨增的大背景下，我们判断与公司合作开展相关业务的医院数量将会不断增加。GPO 业务有望迎来加速成长期，给公司带来新的增长极。

■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 36X/27X/21X。

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 30X/23X/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

公司快报

证券研究报告

医药流通

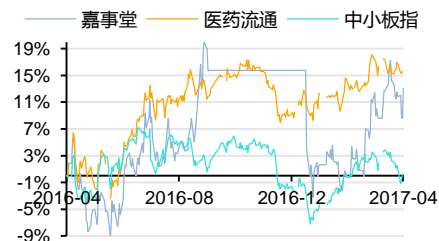
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**50 元**  
股价 (2017-04-27) **41.54 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	10,406.86
流通市值 (百万元)	10,356.66
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	-0.0	2.33	13.29
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

务的双轮驱动下弹性较大，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)	60.2	46.6	35.6	26.9	20.9
市净率(倍)	7.3	5.3	4.7	4.1	3.5
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%	0.5%
ROIC	16.1%	15.2%	14.5%	19.7%	15.8%

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	<b>成长性</b>					
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%	14.3%	42.4%	28.5%
销售费用	428.6	410.2	651.1	879.2	1,178.0	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	264.8	363.3	EBITDA 增长率	9.0%	29.7%	12.8%	43.9%	29.1%
财务费用	79.7	80.6	86.9	146.9	202.8	EBIT 增长率	8.7%	30.7%	13.5%	45.6%	29.8%
资产减值损失	13.2	9.8	13.0	10.5	13.4	NOPLAT 增长率	8.9%	29.8%	14.4%	45.6%	29.8%
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	1.9	1.8	净资产增长率	31.5%	33.3%	14.4%	17.9%	20.2%
<b>营业利润</b>	<b>399.1</b>	<b>545.3</b>	<b>623.4</b>	<b>887.4</b>	<b>1,139.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.0	7.0	5.3	5.3	5.4	毛利率	12.8%	10.9%	10.9%	11.1%	11.1%
<b>利润总额</b>	<b>403.0</b>	<b>552.2</b>	<b>628.6</b>	<b>892.6</b>	<b>1,145.3</b>	营业利润率	4.9%	5.0%	4.2%	4.4%	4.3%
减:所得税	101.7	142.2	158.0	224.4	288.2	净利润率	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
<b>净利润</b>	<b>173.0</b>	<b>223.1</b>	<b>292.2</b>	<b>387.3</b>	<b>498.5</b>	EBITDA/营业收入	6.1%	6.0%	5.0%	5.3%	5.1%
						EBIT/营业收入	5.8%	5.7%	4.8%	5.1%	5.0%
						<b>运营效率</b>					
						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
						<b>投资回报率</b>					
						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%	14.5%	19.7%	15.8%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.2%	3.7%	4.4%	4.4%	4.4%
						管理费用率	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%
						财务费用率	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%
						三费/营业收入	7.6%	5.6%	6.3%	6.4%	6.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	62.6%	60.2%	66.4%	69.5%	71.4%
						负债权益比	167.3%	151.4%	197.9%	228.1%	249.4%
						流动比率	1.32	1.43	1.36	1.73	1.57
						速动比率	1.07	1.17	1.10	1.41	1.27
						利息保障倍数	6.01	7.77	8.17	7.04	6.62
						<b>分红指标</b>					
						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%	0.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	301.3	410.0	292.2	387.3	498.5	EPS(元)	0.69	0.89	1.17	1.55	1.99
加:折旧和摊销	33.6	40.5	27.0	27.0	27.0	BVPS(元)	5.71	7.91	8.88	10.16	11.93
资产减值准备	13.2	9.8	-	-	-	PE(X)	60.2	46.6	35.6	26.9	20.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	5.3	4.7	4.1	3.5
财务费用	78.6	81.0	86.9	146.9	202.8	P/FCF	-48.9	-49.6	43.2	50.6	51.1
投资损失	-1.6	-1.9	-1.3	-1.9	-1.8	P/S	1.3	0.9	0.7	0.5	0.4
少数股东损益	128.4	186.9	178.5	280.9	358.7	EV/EBITDA	27.3	18.9	16.4	13.4	10.3
营运资金的变动	-759.6	-388.5	-258.7	-2,430.7	-350.3	CAGR(%)	30.4%	27.9%	15.4%	30.4%	27.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-310.3</b>	<b>116.3</b>	<b>324.6</b>	<b>-1,590.4</b>	<b>734.8</b>	PEG	2.0	1.7	2.3	0.9	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-197.9</b>	<b>-173.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.5	2.1	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>606.9</b>	<b>315.9</b>	<b>59.2</b>	<b>2,024.3</b>	<b>-216.5</b>	REP	2.6	2.1	2.0	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

许敏

021-68762965

xumin@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