

嘉事堂 (002462)

推荐

行业：医药商业

区域到全国，二元业务加快发展

2016年公司营业收入109亿，同比增长34%；归母净利润2.23亿，同比增长29%。2017Q1营业收入30亿元，同比增长25%；归母净利润0.71亿元，同比增长30%。预计2017年，公司营业收入和归母净利润分别同比增长29%和29%。

投资要点：

- ◇ **费用情况改善，盈利能力增强。**2016年和2017Q1的期间费用率分别为5.64%和5.02%，同比分别下降1.92%和1.32%，期间费用情况有所改善。2016年和2017Q1的净利率分别为3.74%和4.00%，均有所提高，公司盈利能力增强。
- ◇ **医药批发立足北京向全国扩张。**公司约有50%的收入（药品和器械）来自北京地区。北京阳光招标采购已于4月8日执行，获得配送品种超过2.7万个，预计增加北京地区药品批发业务50%的收入。公司3月收购成都蓉锦51%的股权，蓉锦承诺2017H2-2020年扣非后净利润分别不低于1100万、2500万、3000万和3600万，药品批发业务首次从北京向西南扩张。乘医药流通改革的东风，公司医药流通会加速从北京向全国扩张。
- ◇ **药事服务复制拓展助业绩增长。**2013年公司率先学习美国医药商业运营模式，先后与首钢总医院、鞍钢总医院、721医院以及核工业医院等开展药品、医疗器械供应链合作，为医院平均降低采购成本10%以上。公司GPO项目运营多年，管理经验丰富。2016年与首钢签订的业务销售收入达6.6亿，同比增长5.59%；并与航空总医院签订合作协议。随着GPO业务的快速复制，可为公司提供新的业绩增长动力。
- ◇ **高值耗材覆盖全国增长迅速，收购少数股权增厚业绩。**2016年公司高值耗材收入约58亿元，同比增长近50%。公司下设两家平台型公司以及14家医疗器械流通子公司，建立了覆盖全国900多家三级医院的心内科高值耗材流通网络。公司拟以交易对价8.48亿收购12家子公司的少数股权，收购完成后，持股比例均达到75%，若17年完成并表，按照业绩承诺，则17、18年净利润分别增加7195万元以及8690万元，增厚公司业绩。
- ◇ **继续推荐评级。**我们预计2017-2019年公司的营业收入分别为14.14亿、17.61亿和21.64亿；对应的归母净利润分别为2.87亿，3.74亿和4.78亿；对应EPS分别为1.15、1.49和1.91。考虑增发后对子公司的并表因素，预计2017-2018的备考净利润分别为3.59亿和4.46亿，对应的备考EPS分别为1.32和1.64。考虑公司内生成长稳健，且外延并购逐步落地的情况，给予公司17年40倍估值，对应目标价45.74元。
- ◇ **风险提示：**整合效果不达预期、扩张期间费用拖累业绩

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王安艺

S0960116050039

0755-88323296

wanganyi@china-invs.cn

6-12个月目标价：45.74

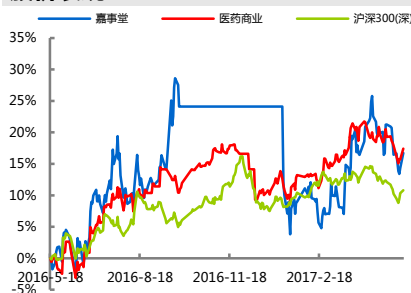
当前股价：38.45

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	251
流通股本(百万股)	249
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	96
成交量(百万股)	1.63
成交额(百万元)	62.53

股价表现



相关报告

《嘉事堂-西南扩张落地，异域布局提速》
2017-03-31

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10972	14136	17608	21644
收入同比(%)	34%	29%	25%	23%
归属母公司净利润	223	287	374	478
净利润同比(%)	29%	29%	30%	28%
毛利率(%)	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%
ROE(%)	11.3%	12.7%	14.3%	15.6%
每股收益(元)	0.89	1.15	1.49	1.91
P/E	44.92	34.88	26.79	20.95
P/B	5.06	4.42	3.84	3.28
EV/EBITDA	18	15	13	11

资料来源：中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6355	7960	9706	11752
现金	796	710	739	729
应收账款	4080	5312	6593	8114
其它应收款	48	69	83	104
预付账款	139	181	225	277
存货	1181	1568	1936	2387
其他	111	121	131	142
非流动资产	1024	1034	1042	1051
长期投资	2	2	2	2
固定资产	353	334	314	295
无形资产	38	33	27	21
其他	632	665	699	732
资产总计	7380	8994	10748	12803
流动负债	4438	5581	6806	8224
短期借款	1697	2085	2532	3031
应付账款	2180	2885	3566	4395
其他	561	611	709	798
非流动负债	6	4	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	6	4	5	5
负债合计	4444	5585	6811	8229
少数股东权益	954	1141	1328	1515
股本	251	251	251	251
资本公积	737	737	737	737
留存收益	993	1281	1622	2071
归属母公司股东权益	1981	2268	2609	3059
负债和股东权益	7380	8994	10748	12803

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	116	-356	-234	-294
净利润	410	474	561	665
折旧摊销	41	35	36	36
财务费用	81	110	142	177
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-421	-991	-987	-1190
其它	8	18	16	20
投资活动现金流	-173	-8	-9	-8
资本支出	39	0	0	0
长期投资	-138	0	-0	0
其他	-273	-8	-9	-8
筹资活动现金流	316	277	272	293
短期借款	194	388	447	499
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	379	0	0	0
其他	-267	-111	-175	-206
现金净增加额	259	-86	29	-10

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10972	14136	17608	21644
营业成本	9774	12601	15707	19305
营业税金及附加	25	35	42	52
营业费用	410	565	722	909
管理费用	128	184	238	303
财务费用	81	110	142	177
资产减值损失	10	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	545	631	748	888
营业外收入	8	7	7	7
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	552	637	754	894
所得税	142	163	193	229
净利润	410	474	561	665
少数股东损益	187	187	187	187
归属母公司净利润	223	287	374	478
EBITDA	666	777	926	1101
EPS (元)	0.89	1.15	1.49	1.91

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	33.8%	28.8%	24.6%	22.9%
营业利润	36.6%	15.8%	18.5%	18.7%
归属于母公司净利润	29.0%	28.8%	30.2%	27.9%
获利能力				
毛利率	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%
净利率	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
ROE	11.3%	12.7%	14.3%	15.6%
ROIC	11.8%	11.2%	11.2%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	60.2%	62.1%	63.4%	64.3%
净负债比率	38.17%	37.33%	37.17%	36.83%
流动比率	1.43	1.43	1.43	1.43
速动比率	1.17	1.15	1.14	1.14
营运能力				
总资产周转率	1.65	1.73	1.78	1.84
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	5.01	4.98	4.87	4.85
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.49	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	-1.42	-0.94	-1.17
每股净资产(最新摊薄)	7.91	9.05	10.42	12.21
估值比率				
P/E	44.92	34.88	26.79	20.95
P/B	5.06	4.42	3.84	3.28
EV/EBITDA	18	15	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

王安艺,中国中投证券研究总部医药行业研究员，香港中文大学生物医学工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434