



买入

45% ↑

目标价格: 人民币 54.60

002462.CH

价格: 人民币 36.53

目标价格基础: 35倍 18年市盈率

板块评级: 增持

嘉事堂

药品+器械双主业高增长, 商业版图拓展全国

嘉事堂目前是北京地区第四大医药商业流通公司, 形成了“依托物流, 北京药品+全国器械”的二元业务模式。药品批发业务受益于阳光采购实现50%以上增长, GPO经验复制、异地收购等加快扩充全国商业版图; 首创器械流通行业整合模式, 成为心内高值耗材领域的龙头, 在器械两票制逐步推进下, 外延并购有望加快。不考虑外延并购, 我们预计17年-19年实现归母净利润2.98亿、3.91亿、5.11亿, 对应每股收益1.19元、1.56元、2.04元, 当前股价对应市盈率30.7、23.4、17.9倍, 18年给予35倍估值, 对应目标价54.60元, 推荐买入。

支撑评级的要点

- 上市以来业绩出色, 由北京地区逐步走向全国的商业龙头。嘉事堂自2010年上市以来业绩表现出色, 收入复合增速高达41.84%, 净利润复合增速30.89%。公司起初在北京区域专注于医药批发和零售, 2013年确立了“依托物流, 北京药品+器械双向发展”策略, 经过近年来发展, 已由上市初期的北京区域小龙头逐步成长为业务覆盖全国的医疗综合服务商, 尤其在心内高值耗材配送、GPO、PBM等创新业务上领先于市场。
- 药品批发业务受益北京医改新政业绩将显著提升, 全国性布局稳步推进。目前公司药品批发主要集中在北京, 是该地区第四大医药流通商、第二大社区基药配送商。公司在北京新一轮阳光采购配送中标近三万品种, 进入北京第一医药商业集团。随着阳光采购执行, 纯销业务预计全年实现50%增长。收购蓉锦医药51%股权拉开药品商业全国布局的序幕; GPO顺应医保控费趋势且可复制性强, 有望借助首钢、中航等外埠医疗机构实现全国布局。
- 高值耗材业务成长和弹性兼备, 行业政策助力强者恒强。公司首创器械流通整合模式, 深度整合心内高值耗材领域, 奠定细分领域龙头地位。器械板块收入和利润贡献占比逐年提高, 带动公司业绩高速增长。心内高值耗材待释放空间大, 同时随着器械耗材两票制提上日程, 公司作为细分行业龙头最为受益。全国销售网络已经搭建完成, 随着销售终端发力, 高值耗材业绩继续保持高速增长。

评级面临的主要风险

- 北京阳光采购执行不达预期; 高值耗材增长不达预期; 收购整合不达预期。

估值

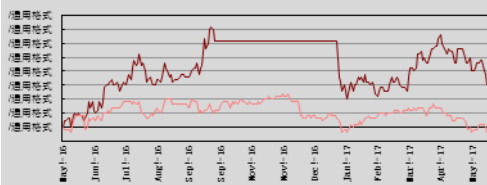
- 不考虑外延并购, 我们预计17年-19年实现归母净利润2.98亿、3.91亿、5.11亿, 对应每股收益1.19元、1.56元、2.04元, 当前股价对应市盈率31.7、24.2、18.5倍, 考虑到下半年估值切换, 18年给予35倍估值, 对应目标价54.60, 推荐买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	8,200	10,972	14,174	18,255	23,115
变动(%)	47	34	29	29	27
净利润(人民币百万)	173	223	298	392	511
全面摊薄每股收益(人民币)	0.721	0.891	1.191	1.564	2.043
变动(%)	(24.2)	23.6	33.8	31.3	30.6
全面摊薄市盈率(倍)	52.4	42.4	31.7	24.2	18.5
价格/每股现金流量(倍)	(29.2)	81.4	16.0	(7.4)	9.3
每股现金流量(人民币)	(1.29)	0.46	2.36	(5.10)	4.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.8	15.9	11.8	10.6	7.7
每股股息(人民币)	0.261	0.000	0.194	0.274	0.230
股息率(%)	0.7	n.a.	0.5	0.7	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.2)	(3.2)	(2.6)	11.3
相对深证成指	(12.2)	(7.1)	(0.6)	9.0

发行股数(百万)	251
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	9,419
3个月日均交易额(人民币百万)	75
净负债比率(%) (2017E)	13
主要股东(%)	
中国青年实业发展总公司	17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年6月21日收市价为标准

相关研究报告

《2017年医药春季策略报告: 中低速行业增速下的结构性机会》2017.3.10

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

邓周宇*

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

*张威亚为本报告重要贡献者

目录

公司简介：从北京地区逐步走向全国的综合医疗服务商 ...	5
公司简介	5
上市以来业绩高速增长	6
药品批发业务受益北京医改政策业绩将显著提升，全国性布局稳步推进	9
北京阳光采购落地推动公司纯销业务高增长	9
受益分级诊疗政策+阳光采购推进，基药配送业务稳定增长 ...	11
推进外埠 GPO 项目和异地收购，全国性布局持续推进	12
政策利好+器械市场高增长+深度整合完成，高值耗材配送业务有望保持高速增长	14
国内首创器械流通行业整合模式，奠定心内高值耗材细分行业龙头	14
心内高值耗材市场潜力大，器械行业两票制助力“强者恒强”	16
盈利预测、估值与投资评级	18
研究报告中所提及的有关上市公司	20

图表目录

图表 1. 公司股权结构图	5
图表 2. 公司发展历程图	6
图表 3. 公司上市以来应收及其增速	6
图表 4. 公司上市以来归母净利润及其增速	6
图表 5. 公司收入构成.....	7
图表 6. 公司毛利率高于行业均值.....	7
图表 7. 公司净利率稳步提升.....	7
图表 8. 期间费用率保持稳定.....	7
图表 9. 主营业务介绍.....	8
图表 10. 公司医药批发业务及其增速	8
图表 11. 医药零售、医药物流业务收入及其增速.....	8
图表 12. 公司药品批发业务示意图	9
图表 13. 北京阳光采购模式图.....	10
图表 14. 北京历年药品招标采购情况	11
图表 15. 北京市分级诊疗制度建设 2016-2017 年度重点任务》任务整理	12
图表 16. 首钢总医院下属医疗机构.....	13
图表 17. 拟收购成都市蓉锦医药贸易有限公司简介	14
图表 18. 中国器械市场规模.....	14
图表 19. 中国器械生产及经营企业数量	14
图表 20. 公司高值耗材发展进程	15
图表 21. 16 家器械子公司简介	16
图表 22. PCI 手术量及增速.....	17
图表 23. 起搏器量	17

在年初策略报告中，我们明确提出在“行业中低速增长常态化大背景下，看好医药流通行业集中度提升带来的结构性机会”：两票制+营改增重塑行业格局，中小型医药商业公司生存愈发艰难，甚至淘汰出局，全国性和地方性龙头企业加速并购整合，使得行业集中度进一步提升。医药商业的全国龙头和地方性龙头整体受益，那我们为什么重点推荐嘉事堂？

1. 北京阳光采购政策执行最受益标的，GPO 模式可复制性强，药品批发业务提升空间大

2017年4月8日起，北京正式实施药品阳光采购，落实药品购销“两票制”，北京市所有公立医疗机构必须参加药品阳光采购，鼓励其他医疗机构积极参与阳光采购；基层卫生机构与二三级医院共用一个平台，药品采购目录上线联动、品种对接，扩充基层医疗机构药品目录品种；鼓励规范集团采购、医疗联合体采购、区域联合采购。

我们认为嘉事堂是北京阳光采购最为受益标的，理由如下：

- 1) 公司在2009年招标中获得7,745个药品的配送资格，而在新一轮阳光采购招标中，公司中标品种27,000多个，进入北京第一医药商业集团，配送品种的质量和数量都迈上新的台阶。随着北京阳光采购推行，公司的医药批发业务继续加快增长，预计17年2季度起逐步兑现，全年预计公司纯销业务实现50%增长。
- 2) 公司是北京地区第二大社区基药配送商，在北京阳光采购中重点指出“坚持以基层为重点，扩充基层医疗机构药品目录品种”；此外，之前《北京分级诊疗制度建设2016-2017年度的重点任务》出台，通过提高报销品种数量、提高社区报销比例，推动慢性病用药下沉等提高社区医院的就医频次。社区药品配送总体的盘子扩大，作为北京市社区基药配送的龙头明显受益。
- 3) 公司是北京地区最早布局GPO的商业公司，目前和首钢、鞍钢和中航工业集团达成GPO合作协议。公司通过GPO业务能够有效帮助医院节省采购成本，也能降低自身服务成本，增强对上游工业企业的议价能力。公司GPO模式不仅符合北京阳光采购的大趋势，在医保控费常态化的大背景下，符合医院降低成本的需求。

2. 器械流通整合先行一步，政策助力强者恒强

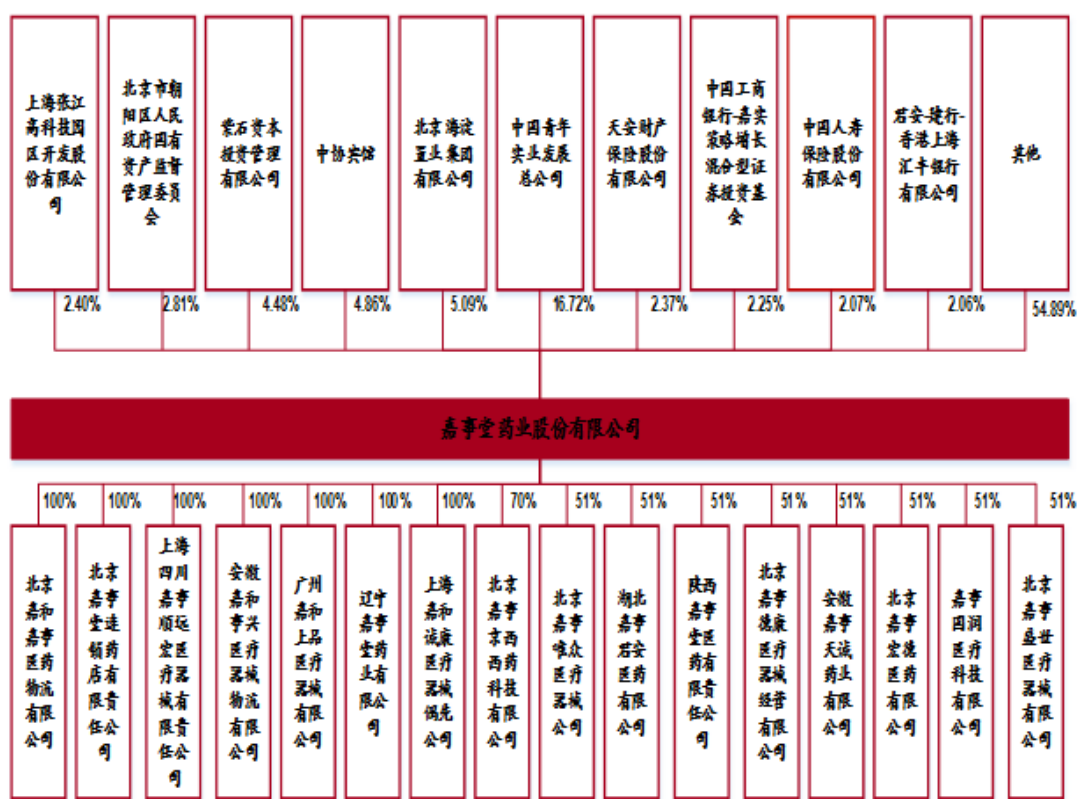
中国医疗器械行业整体发展势头强劲，为医疗器械配送行业带来广阔的发展机遇，但是由于器械设备的专业性、产品细分品类繁多、专业人才匮乏、流通渠道特殊性等多方面原因，我国的医疗器械配送行业整体呈现多、小、散、乱、杂的格局，专业的第三方医疗器械物流企业数量屈指可数。嘉事堂国内首创器械流通行业整合模式，深度整合心内高值耗材，已经成为细分领域的龙头企业。器械业务已经贡献超过50%收入，公司整体毛利率大幅提升，心内高值耗材市场发展潜力大，以心脏支架为例，到2020年至少还有一倍扩容空间，器械业务有望继续保持高增长。随着药品购销全面实施两票制，器械耗材两票制也提上日程，行业集中度进一步提升，龙头公司收益。因为器械行业的独特性，如代理商和配送商角色重合、不同门类器械差异大，学术推广要求高，器械渠道商的整合将极有可能由一个一个门类分别进行，公司已经在整合中抢得先机，龙头价值突显。

公司简介：从北京地区逐步走向全国的综合医疗服务商

公司简介

公司前身是成立于 1997 年的嘉事实业有限责任公司，2001 年整体改制为股份公司，2010 年在中小板上市，控股股东是共青团旗下中国青年实业发展总公司，截至 2017 年一季报，持股 16.72%。其他主要股东包括北京海淀置业集团有限公司 (5.09%)、中协宾馆 (4.86%)、紫石资本 (4.48%) 等，国资持股比例共计 31.88%。

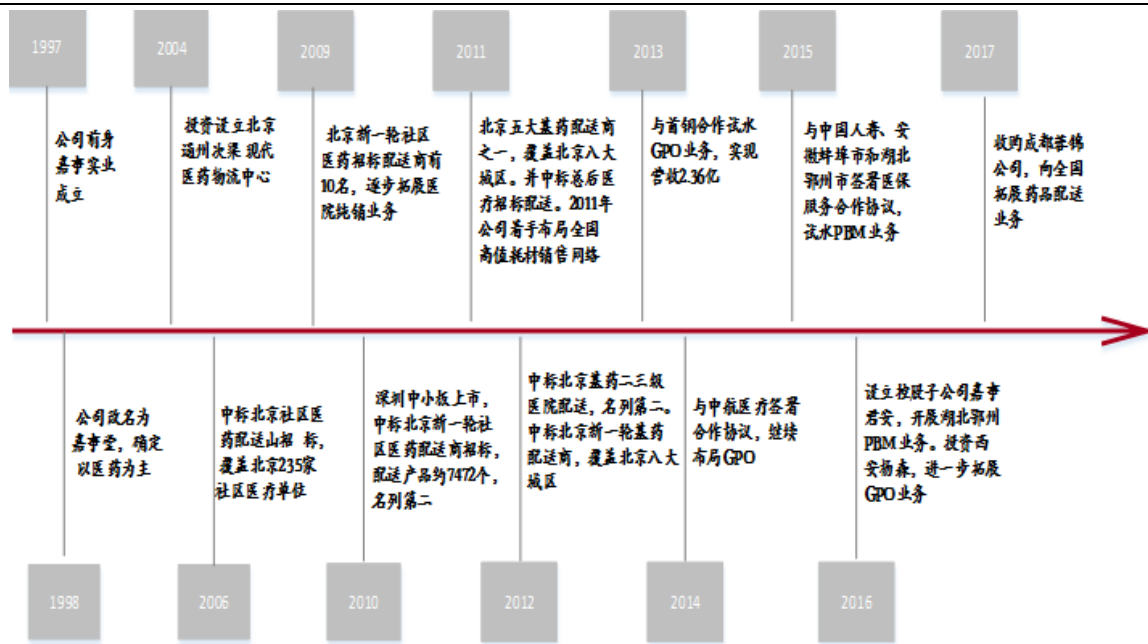
图表 1. 公司股权结构图



资料来源：公司公告、中银证券整理

公司起初在北京区域专注于医药批发和零售，在北京地区取得较为明显的行业地位和竞争优势。2013 年确立了“依托物流，北京药品+器械双向发展”的发展策略，经过近年来发展，嘉事堂已由上市初期的北京地区商业龙头企业，逐步成长为业务覆盖全国的医疗综合服务商，涉及医药批发、医药零售和医药物流，在心内高值耗材配送、GPO、PBM 等创新业务上领先于市场。当前，公司市值在国内医药商业上市企业中排名 13 位，销售收入规模在全国医药商业中排名 20 位，位次逐年提高。

图表 2. 公司发展历程图

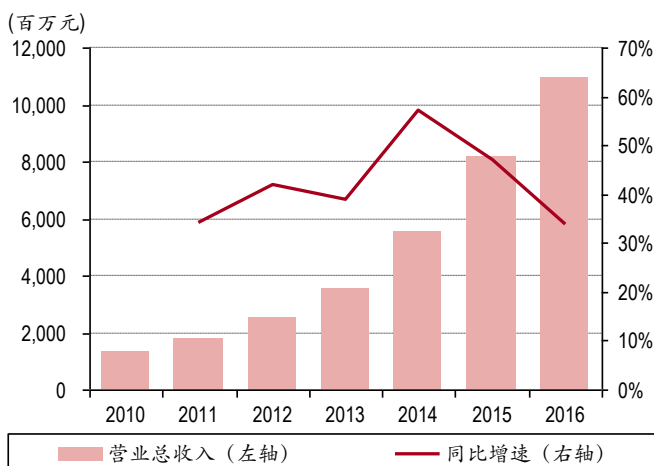


资料来源：公司公告及中银证券整理

上市以来业绩高速增长

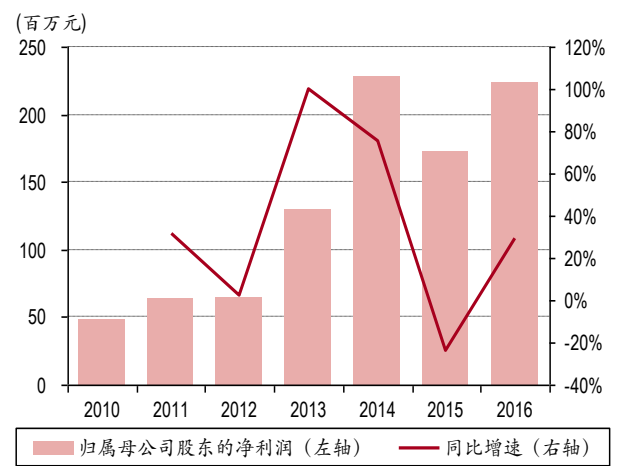
公司自上市以来业绩表现出色。2010年-2016年6年期间营收从13.42亿元增加到109.72亿元，复合增速高达41.84%，归母净利润0.49亿元增长至2.23亿元，复合增速高达30.89%。

图表 3. 公司上市以来应收及其增速



资料来源：万得数据及中银证券

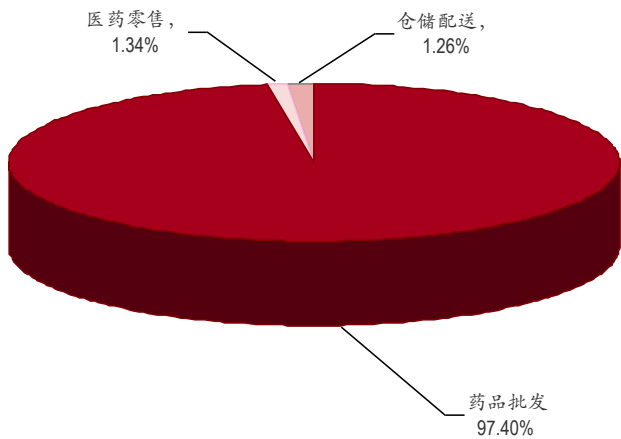
图表 4. 公司上市以来归母净利润及其增速



资料来源：万得数据及中银证券

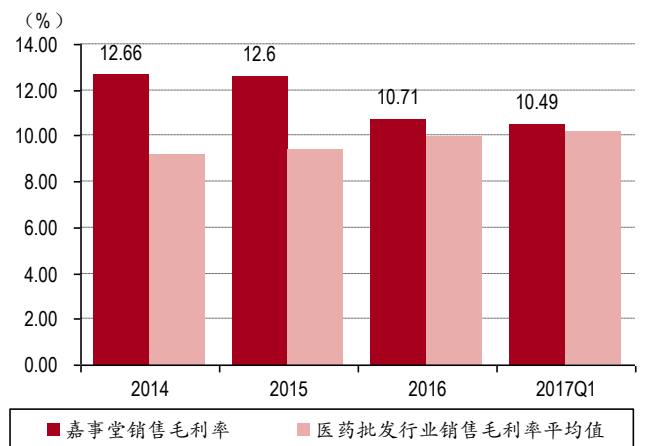
公司的整体毛利率一直高于行业均值，尤其是13年开始整合心内高值耗材配送业务，毛利率得到大幅提升，未来随着高值耗材业务收入提升，毛利率有望进一步提升。

图表 5. 公司收入构成



资料来源: 万得数据及中银证券

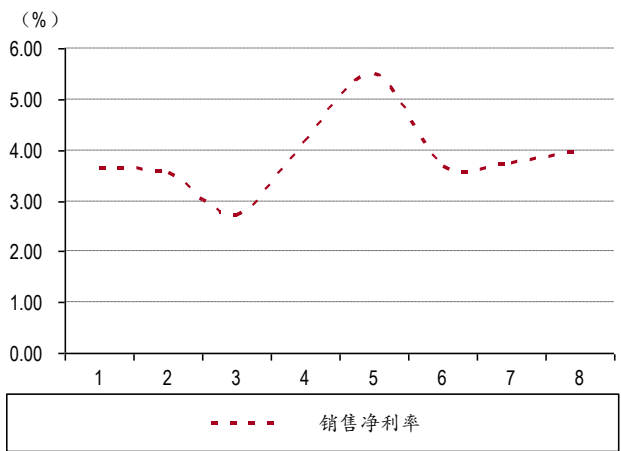
图表 6. 公司毛利率高于行业均值



资料来源: 万得数据及中银证券

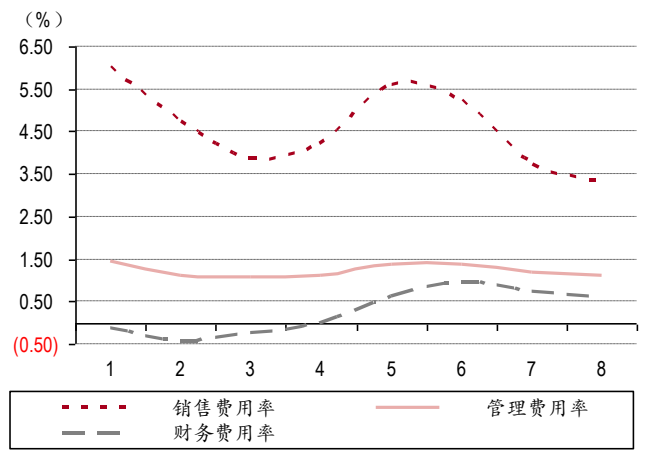
公司的净利率相对稳定, 处于行业较高水平, 2014 年净利率高达 5.49%, 是因为出售中青旅股票获得投资收益 1.36 亿元, 剔除后净利率 3.67%。公司的期间费用率控制良好, 管理费用率整体保持稳定, 销售费用率随着业务范围扩大人工成本提升而增加, 财务费用随着业务规模扩大稳定增加。

图表 7. 公司净利率稳步提升



资料来源: 万得数据及中银证券

图表 8. 期间费用率保持稳定



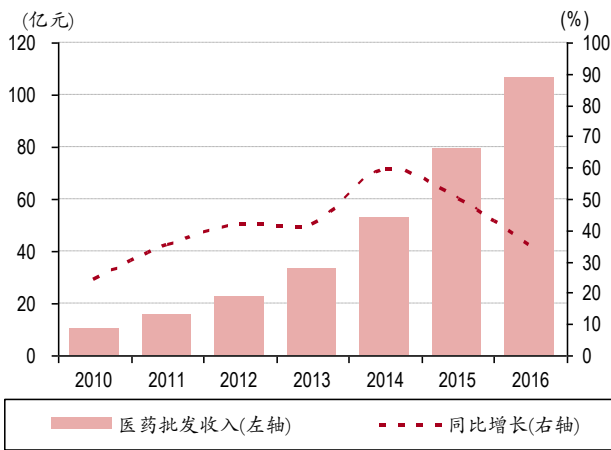
资料来源: 万得数据及中银证券

医药批发业务是公司主要的收入来源, 2016 年贡献公司 97.39% 收入, 医药零售和物流分别贡献 1.34% 和 1.27%。医药批发业务包括药品批发业务和器械配送业务。药品批发业务主要集中在北京地区, 细分为医院纯销业务和社区基药配送; 器械配送业务主要是心内高值耗材配送, 目前下属 16 家子公司, 搭建起覆盖全国的销售网络。公司拥有北京地区最多的直营药店, 将近 200 家, 其中有 30 家左右具有定点医保资质的药店。

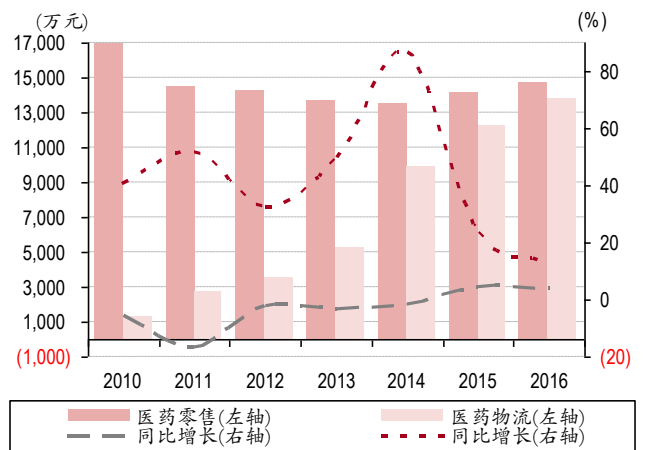
图表 9. 主营业务介绍

主营业务	简介
医药批发	
医院纯销	公司在北京地区二、三级以上医院开户率达 95%，2016 年公司中标北京市阳光招标采购品种约 3 万个。
社区配送	目前是北京第二大社区配送服务商，覆盖北京九个区县共 590 家社区卫生服务中心、独立站、下属站。
医药零售	公司 2014 年通过国家 GSP 认证，拥有北京地区最多的直营药店近 200 家。目前在北京地区拥有京东（通州次渠现代医药物流中心）、京西两大药品专业物流，在海淀区拥有现代化医疗器械物流配送中心，其中通州次渠现代医药物流中心是华北地区规模最大、现代化程度最好的医药物流配送中心。此外，公司在全国范围内公司已拥有医药和医疗器械物流中心共计 7 家，仓储面积达 10 万平方米，随着公司非公开发行项目的稳步实施，公司将在全国再建成 13 家医药物流中心。
医药物流	

资料来源：公司公告及中银证券整理

图表 10. 公司医药批发业务及其增速


资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 医药零售、医药物流业务收入及其增速


资料来源：万得数据及中银证券

药品批发业务受益北京医改政策业绩将显著提升，全国性布局稳步推进

药品批发业务主要集中在北京，包括面向社区医院基药配送和面向二三级医院的纯销业务。经过多年的深耕，药品配送业务在北京市场的份额显著提升，成长为北京地区第四大医药流通商业公司，规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率均超过 95%。公司是北京第二大社区配送服务商，覆盖北京 9 个区县共 590 家区卫生服务中心、独立站、下属站。公司在北京地区前瞻性的布局 GPO 业务，模式可复制性强，可通过跨省复制实现药品配送的全国布局。受益于北京新一轮阳光招标采购中公司中标品种近三万个以及两会后执行新标，公司在北京地区纯销业务市场份额有望实现翻倍。此外，公司顺应目前医药商业的业态发展，通过药事增值服务如智慧药房、库房托管、信息系统升级等增强医院关系。随着两票制实施、北京阳光采购落地、分级诊疗的持续推进，公司药品业务有望通过内生增长和外延式发展，进一步提升在北京市场份额，由北京地区逐步走向全国。

图表 12. 公司药品批发业务示意图



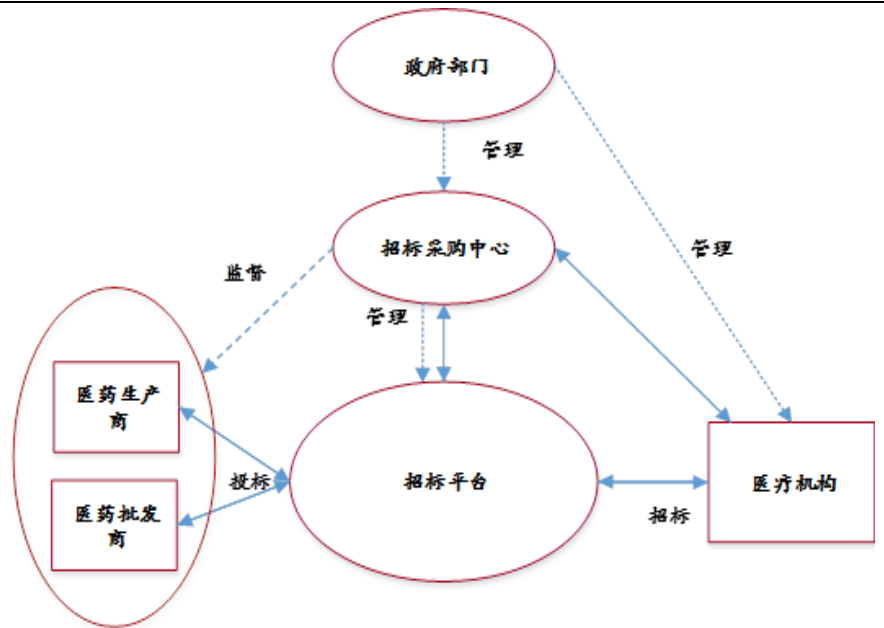
资料来源：公司公告、中银证券整理

北京阳光采购落地推动公司纯销业务高增长

北京医改新政进一步提升北京地区医药流通行业集中度

根据《北京市医药分开综合改革实施方案》，2017 年 4 月 8 日起，北京正式实施药品阳光采购，落实药品购销“两票制”。药品阳光采购平台不再由政府部门集中招标，而是通过市场杠杆，引导全市近 4,000 家各级各类医疗机构进入平台，通过竞价议价的方式，确定药品品种与价格，按需采购；阳光采购动态联动全国省级药品集中采购最低价；鼓励规范集团采购、医疗联合体采购、区域联合采购。

图表 13.北京阳光采购模式图



注：实线代表业务关系，虚线代表管理或监督关系

资料来源：CNKI 文献参考及中银证券整理

在北京上一轮 2009 年的规模以上医院药品配送招标中有 247 家商业公司取得配送资格，也就是说，北京流通市场的部分市场份额分散在小型配送商手里。北京医改新政如取消药品加成、阳光采购等会压缩医院在药品端的利润空间，也会影响到配送商的利润。大型商业公司对上游生产企业具备一定议价能力，能够通过规模化配送降低成本，相较中小型公司冲击力度小；而且大型医药商业公司跟医院有良好的合作关系，因此医疗机构在阳光采购平台更加倾向资质优良的龙头公司。阳光采购执行后小型配送商将失去配送资格，医药商业龙头公司的市场份额进一步提升，行业集中提升。

受益北京阳光采购，纯销业务有望实现 50% 高增长

公司多年来深耕北京市场，在历次招标中不断扩大区域和品种覆盖范围，跟医疗机构形成了长期合作关系。公司在 09 年招标中获得 7,745 个药品的配送资格，在新一轮招标中，公司中标品种 27,000 多个，进入北京第一医药商业集团，配送品种的质量和数量都迈上新的台阶。此外，受益于新一轮招标政策增加单个产品配送商，公司有望获得更多品种的配送权，带来明显增量业务。随着北京阳光采购推行，公司的医药批发业务继续加快增长，预计 17 年 2 季度起逐步兑现，全年预计公司纯销业务实现 50% 增长。

图表 14. 北京历年药品招标采购配送情况

年份	招标范围	政策简要	招标结果	嘉事堂中标情况
2006	基药	按照所在区域，筛选 5 家配送商独立或与各区县确定的二级配送商共同为规划区域内所有社区卫生服务机构统一配送	国药股份、嘉事堂获配送权	中标北京海淀、石景山和门头沟一级配送商
2009	二级及以上医院	生产企业直接或者委托遴选出的配送商向医疗机构配送药品，每种药品最多不超过 3 家配送商。	247 家商业企业获配送权	北京药品配送数量达 7745 个，位列北京市第二
2012	基药	基层社区卫生服务机构选择一家统一配送商签订配送合同	北京医药股份、北药集团、九州通、上药科园五家企业获配送权	中标北京八个区县（独家）、通州区、石景山区、门头沟区、房山区、怀柔区、顺义区、延庆县共 590 家社区卫生服务中心配送商
2016	公立医疗机构	所有药品和医疗机构分批次参加阳光采购。市医院管理局组织市属医疗机构成立医院集团，制定集团采购规则。基层医疗机构则以区县为单位，由区县制定区域采购规则	未公布中标结果	目前中标品种近三万个

资料来源：北京医药集中采购信息网及中银国际证券

受益分级诊疗政策+阳光采购推进，基药配送业务稳定增长

公司是北京第二大社区配送服务商，承担北京 16 个区中 9 个区的配送资格，并且获得基药用量最大的海淀区的独家配送权。2016 年社区基药配送实现收入 15 亿元左右。

长期以来，社区卫生服务中心使用基本药物目录与二、三级医院的采购和用药目录差异较大，“非基药”难以进入基层用药市场，而“缺货”成为阻碍患者在基层首诊/复诊、分级诊疗格局难以形成的一个主要原因。北京的阳光采购重要任务之一是扩充集成医疗机构的药品采购和用药目录，目前，原基层医疗机构基本药物采购平台已与二三级医院的药品采购平台合二为一，通过“一个平台，上下联动”，实现基层医疗机构与二三级医院采购目录的上一致，为分级诊疗制度奠定基础，方便患者就医取药。本轮药品阳光采购启动后，基层医疗机构可以作为单独的采购主体，也可以通过医联体或区域医院集团渠道，与大医院结盟在平台上“带量”谈判采购患者所需药品。此外，之前《北京分级诊疗制度建设 2016-2017 年度的重点任务》出台，通过提高报销品种数量、提高社区报销比例，推动慢性病用药下沉等提高社区医院的就医频次。社区药品配送总体的盘子扩大，作为北京市社区基药配送的龙头明显受益，预计 17 年实现 20% 以上增长。

图表 15. 北京市分级诊疗制度建设 2016-2017 年度重点任务》任务整理

重要任务	内容
1、提高社区报销比例	城镇职工在社区门诊报销比例为 90%，比其他高 20%
2、增加社区药品种	目前，北京市基本医疗保险药品目录 2510 种，社区目录是 1435 种，下一步，2510 种全部下放到社区。
3、慢病长处方医保给报销	对于符合慢病延长病种，在社区一次处方开药量由原来的一个月增加到两个月，都可以持卡报销。
4、加大向社区住院向三级医院倾斜，门诊向二级以下的机构倾斜，继续加大向社区基层医疗机构倾斜的力度	基层医疗机构倾斜的力度。
5、促进医药分业改革	对基层医疗机构和大医院实行差异化的医事服务费报销政策，提高基层医疗机构医事服务费水平，引导患者到基层就医。
6、社区转诊	社区可以转往大医院，大医院也可以转往社区，发生有关医疗费用医保都可以报销。

资料来源：北京市卫计委及中银证券整理

推进外埠 GPO 项目和异地收购，全国性布局持续推进

公司 2013 年在北京开始布局 GPO 业务，公司目前与首钢总公司和中航医疗签订有长期合同，已经落地的项目有北大首钢医院和首钢水钢总医院、航空总医院，公司作为药品主供应商进行药品的集中采购和配送，此外与鞍钢总医院、721 医院和核工业医院签订采购合同。16 年 GPO 收入实现约 6.6 亿元，贡献利润 3,000 万左右。

在医保控费常态化的大背景下，GPO 符合医疗机构降低采购成本的需求。公司与首钢的 GPO 采购模式具有可操作性和可复制性，即“双方共建专属集中采购、配送平台，公司作为其所属医疗机构药品、医用耗材的唯一主供应商，由公司通过首钢总公司集中采购平台（上述首钢医药），对首钢总公司所属医疗机构所需全部药品（不含毒、麻类药品）和医用耗材统一进行集中供应和配送”。未来公司 GPO 有望借助首钢外地控股企业所属的医疗机构、中航医疗旗下全国医院，实现 GPO 全国性布局。中航医疗业务体量约 12-16 亿元，且业务分布全国 19 个省 30 个市县，将极大促进公司 GPO 业务发展。

此外，公司于 2015 年联合中国人寿在安徽蚌埠、湖北鄂州开创 pbm+gpo 创新业务模式，从医疗和药品两大维度提供全方位控费服务，为医院提供更多增值服务，稳固合作关系，也能起到标杆示范作用。

图表 16. 首钢总医院下属医疗机构

合作单位	下属医疗机构	类型	医疗机构规模规模
首钢总公司	北京大学首钢医院	三级综合	占地面积 6.56 万平方米，建筑面积 11.7 万平方米，编制床位 1006 张
	古城社区卫生服务 中心	社区	辖区 15.6 平方公里，共有 21 个居委会，4 万人口。
	金顶街社区卫生服 务中心	社区	管辖模式口、金顶街地区 15 个居委会，15490 户，现有总人口 5.5 万人。
	老山社区卫生服务 中心	社区	管辖老山小区内 6 个居委会，6460 户，现有总人口 3.7 万人。
	苹果园社区卫生服 务中心	社区	管辖苹果园地区 9 个居委会，20067 户，现有总人口 6.6 万人。
	首钢水钢总医院	三级甲等	占地面积 91.3 亩，建筑面积达 5.3 万余平方米，总资产约 3.97 亿元。现有编制床位 800 张
	首钢矿业医院	二级甲等	
	北京首钢特殊钢有 限公司泰康医院	一级甲等	编制病床 100 张
	航空总医院	三级综合	医院编制床位 1000 张，拥有一个总部、四个门诊部和四个社区服务站
	中航工业哈尔滨二 四二医院	三级甲等	编制床位 910 张
中航工业三六三医 院	三级乙等	编制床位 550 张，开放床位 600 张	
中航工业三二〇一 医院	三级甲等	医院开放床位 1200 余张	
中航医疗	中航工业贵航三〇 〇医院（贵航贵阳 医院）	三级综合	拥有一个总院区，3 个社区卫生服务中心，7 个社区卫生服务站
	中航工业贵航三〇 二医院（贵航安顺 医院）	三级乙等	有总院及五个分院，拥有床位 1200 张
	中航工业贵航三〇 三医院	二级综合	有四所分院，开放床位 400 张
	中航工业西安医院	二级甲等	开设床位 400 张
	中航工业襄阳（襄 樊）医院	二级甲等	开放床位 300 张
	北京凯利德技贸有 限公司	医疗器械	
贵州振兴医药有限 公司	医药公司		

资料来源：首钢总医院及中航医疗相关网站及中银证券整理

在两票制推行的背景下，公司加快异地收购的步伐，不断扩充药品的全国商业版图。2017 年 3 月公司公告拟现金 9,945 万元收购蓉锦医药 51% 股权，对应 17 年承诺业绩 8.8 倍估值。蓉锦医药是西南地区大型医药物流企业，在全国药品流通企业排名第 97 名，具备完善的营销网络和配送网络。这是公司首次正式在外埠布局药品流通业务，是从北京区域走向全国的开始，未来在各省有望复制蓉锦医药模式，推进药品流通业务的全国布局。

图表 17. 拟收购成都市蓉锦医药贸易有限公司简介

标的公司	收购方案	主营业务	竞争优势	覆盖地区
成都市蓉锦医药贸易有限公司	现金方式收购成都市蓉锦医药贸易有限公司 51% 股权，股权转让价格为 9945 万元。	药品批发、医疗器械销售	经营药品品种丰富，全方位立体营销网络 “成都总部批发+县级分销+终端配送”	成都，川东、川南、川北、川西，辐射云南、贵州、重庆、青海、安徽等地区

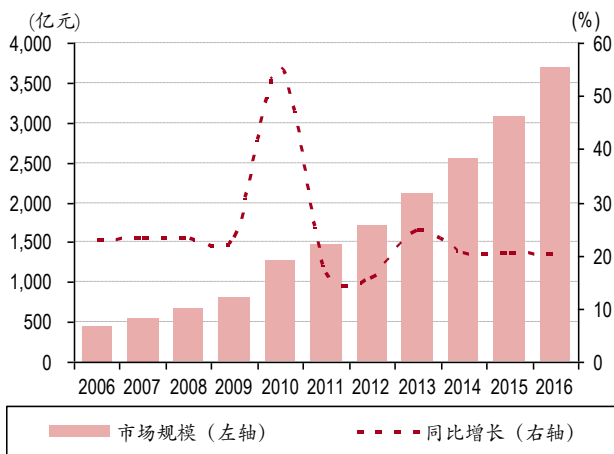
资料来源：公司公告及中银证券整理

政策利好+器械市场高增长+深度整合完成，高值耗材配送业务有望保持高增长

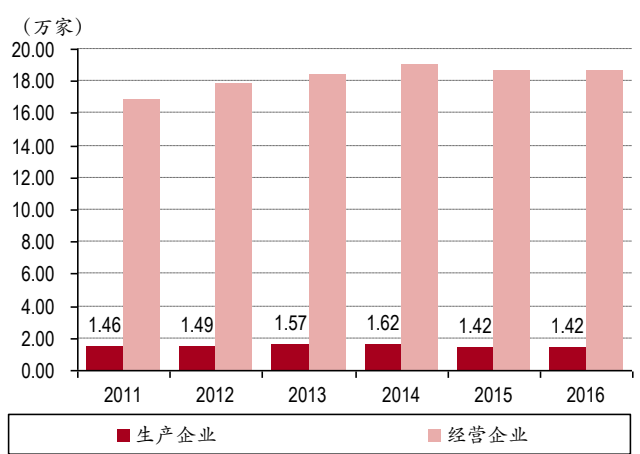
国内首创器械流通行业整合模式，心内高值耗材细分行业龙头 器械行业保持高增长，行业格局分散

根据中国医药物资协会医疗器械分会数据，自 2001 年至 2016 年，中国医疗器械市场销售额由 179 亿元增长到 3,700 亿元，16 年间增长了约 20 倍。2016 年中国医疗器械市场销售规模约为 3,700 亿元，同比增长 20%。医疗器械行业近年来保持平稳快速增长，增速明显高于药品市场。

中国医疗器械行业整体发展势头强劲，为医疗器械配送行业带来广阔的发展机遇，但是由于器械设备的专业性、产品细分品类繁多、专业人才匮乏、流通渠道特殊性等多方面原因，我国的医疗器械配送行业整体呈现多、小、散、乱、杂的格局，专业的第三方医疗器械物流企业数量屈指可数，国内大多数器械生产商和分销商都是中小型企业。2015 年底国内医疗器械商业公司有 18.6 万家，对应国内器械 3,000 亿的市场规模，平均每家的销售规模仅是百万级别，市场集中度非常低。

图表 18. 中国器械市场规模


资料来源：万得数据及中银证券

图表 19. 中国器械生产及经营企业数量


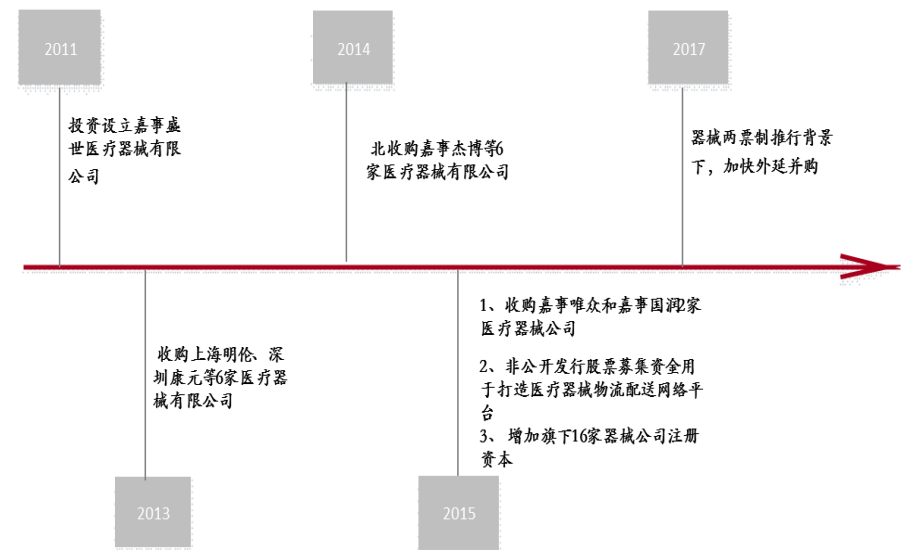
资料来源：万得数据及中银证券

器械流通行业整合开创者，心内高值耗材细分龙头

公司于 2011 年投资组建北京嘉事盛世医疗器械有限公司，开始经销心内科介入耗材；2013 年确立了“北京医药+全国心内耗材”的发展策略，开始积极并购高值耗材配送企业，两年时间内投资控股北上广深等主要地区 14 家省级分销一级平台医疗器械经销商，基本完成了全国销售渠道布局，业务覆盖全国

27 省 900 多家三级医院。2015 年收购了嘉事唯众和嘉事国润全国性平台，并非公开发行募集资金用于医疗器械物流配送网络平台（一期）建设，为器械板块发展提供强有力支撑。截至目前，公司下属的 16 家医疗器械子公司形成了医疗器械板块集团化销售资源优势，完成全国范围的销售网络布局，和国内外知名医疗器械厂商和国内知名三甲医院拥有长期合作关系，奠定了心内高值耗材细分市场龙头地位。

图表 20. 公司高值耗材发展进程



资料来源：公司公告及中银证券整理

受益于公司对收购子公司的深度整合、产品品牌优势、出色的物流配送能力等，高值耗材配送业务保持高速发展，对公司贡献业绩显著。2016 年器械板块收入接近 60 亿元，同比增长约 55%，占公司整体收入比重接近 60%，归母净利润约 1.2 亿元，占公司净利润比重超过 50%。

图表 21.16 家器械子公司简介

标的公司	主营业务	主代理品牌	耗材类型	竞争优势	覆盖区域
嘉事明伦	医疗器械销售	强生、美敦力、乐普等	心内科、骨科及其他	覆盖范围广泛	北京、上海、郑州、南京
嘉事康元	医疗器械销售	美敦力、不波科、强生等	心内科、骨科及其他	产品线较丰富，业务扩张迅速	徐州、广州、深圳、南京
嘉事嘉成	医疗器械销售	圣犹达、雅培、波科、百多力、美国 GE 等	心内科、其他医用耗材、医用设备	细分市场区域集中	黄石、上海、武汉
嘉事爱格	医疗器械销售	雅培、美敦力、波科、强生、心诺普等	心内科	一线市场区域重点医院均有覆盖	北京、上海、沧州
嘉事馨和顺	医疗器械销售	圣犹达、波科、雅培、微创、美国 Zimmer Biomet	心内科、骨科	西南区域优势明显	成都、福州
嘉事杰博	医疗器械销售	美敦力、圣犹达、雅培等	心内科、外科、诊断试剂	团队成立时间长、经验丰富、浙江区域客户关系稳定	杭州
嘉事嘉意	医疗器械销售	雅培、戈尔、百多力、美敦力圣犹达等	心内科、外周血管介入、骨科、神经外科	托管业务实力雄厚	上海
嘉事谊诚	医疗器械销售	美敦力、雅培、圣犹达等	心内科、神经介入耗材	业务增长迅速，托管业务增长较快	合肥、蚌埠、芜湖
嘉事盛世	医疗器械销售	强生、美敦力、波科等	心内科	团队经验丰富，客户多为高端客户	北京
金康瑞源	医疗器械销售	雅培、美敦力、波科等	心内科	市场主要集中于京津冀地区	天津、北京
嘉事唯众	医疗器械销售	雅培、美敦力、微创等	器械平台（心内科）	周转速度较快	/
嘉事国润	医疗器械销售	强生、康蒂思等	器械平台（电生理类、冠脉接入类等）	周转速度较快	/
嘉事吉健	医疗器械销售	/	注射穿刺、医用 X 射线设备、植入耗材和人工器官等	团队经验丰富	广州
嘉事怡核	医疗器械销售	强生、圣犹达等	三类、二类医用电子仪器设备、植入材料和人工器官、介入器材等。	经验丰富	广州
嘉事百洲	医疗器械销售	雅培、强生等	二类、三类医用电子仪器设备、植入材料和人工器官、介入器材等一流医疗器械耗材	团队具备丰富临床医学背景和经验	广州
嘉事臻跃	医疗器械销售	/	II、III 类医用电子仪器设备等	团队经验丰富	重庆

资料来源：公司公告及中银证券整理

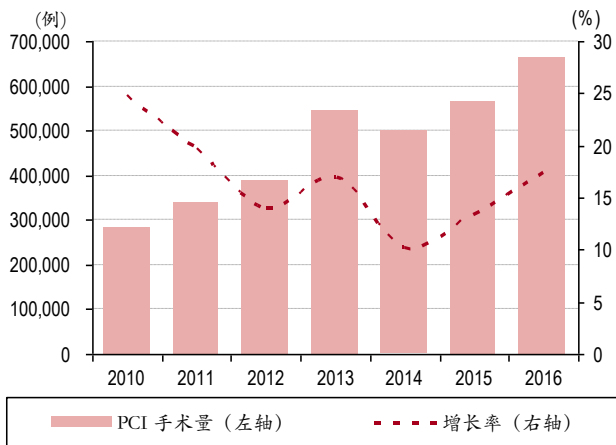
心内高值耗材市场潜力大，器械行业两票制助力“强者恒强”

心内高值耗材市场潜力大，配送龙头公司最为受益

公司代理的心脏病市场上的高值耗材如冠脉介入、电生理产品、起搏器等，患者人群基数大，人数持续增加，市场空间十分广阔。以冠脉支架为例，2016 年我国 PCI 病例数 66.6 万例，人均植入支架数 1.5 支，使用支架数目约 100 万套，市场规模约 120 亿左右。虽然近年来我国 PCI 手术数量保持稳定增长，但是与仅 3 亿人口每年 PCI 例数高达 100 万-120 万的美国相比，我国与发达国家在冠状动脉介入治疗领域还存在较大的差距，上升空间巨大。我国能开展 PCI 手术的医院多集中在二级以上医院，基层地区亟待覆盖。按照 PCI 病例数复合增速 15%，2020 年 PCI 病例数 174 万例，需要支架约 260 万套，市场仍有 1 倍以上的扩容空间。

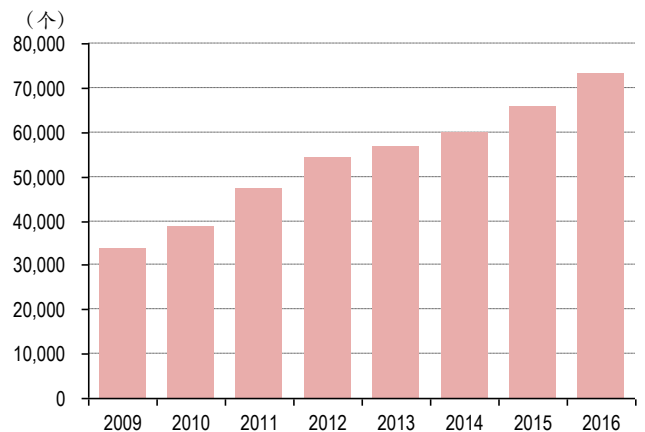
公司作为心内高值耗材配送龙头，在上游跟美敦力、雅培、乐普等生产企业有稳定的合作关系，下游与知名三甲医院长期合作，目前已经搭建起覆盖全国的销售网络，依托覆盖全国的物流中心，能够在心内高值耗材配送争取更多的市场份额。

图表 22. PCI 手术量及增速



资料来源: 万得数据及中银证券

图表 23. 起搏器量



资料来源: 万得数据及中银证券

器械耗材“两票制”提上日程, 预计进程更为迅速

2016年7月, 由国家卫计委等九部委联合印发的《2016年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点》提出 1. 完善高值医用耗材集中招标制度; 2. 在耗材采购领域实行“两票制”; 随后一些省份出台的综合医改实施方案等文件中, 也表示将同时在药品及耗材领域实施“两票制”并且建立药品耗材的阳光采购制度。目前, 进展最快的陕西省宝鸡市已经完成了市层面的耗材配送企业遴选, 公布共有 126 家企业获得配送资格, 接下来将由各医疗机构再在 126 家企业当中, 按照骨科、介入、心内等不同类别确定相应配送企业。我们认为, 未来器械耗材两票制的各省市乃至全国版本, 都不会脱离这个大框架。从时间表来看, 目前明确实施耗材两票制的省市还不多, 更多的精力仍然在于药品流通两票制上。但从福建药品两票制的推进经验来看, 预计未来 3 年将会有绝大多数的省份开始执行耗材两票制, 加速器械行业集中度提升。此外, 由于器械行业的特殊性, 如代理商和配送商角色重合、不同门类器械差异大, 学术推广要求高, 器械渠道商的整合将极有可能由一个一个门类分别进行, 公司已经在整合中抢得先机, 龙头价值突显。

盈利预测、估值与投资评级

嘉事堂目前是北京地区第四大医药商业流通公司，形成了“依托物流，北京药品+全国器械”的二元业务模式。药品批发业务受益于阳光采购实现50%以上增长，GPO经验复制、异地收购等加快扩充全国商业版图；国内首创器械流通行业整合模式，深度整合心内高值耗材，树立细分领域绝对优势。不考虑外延并购，我们预计17年-19年实现归母净利润2.98亿、3.91亿、5.11亿，对应每股收益1.19元、1.56元、2.04元，当前股价对应市盈率30.7、23.4、17.9倍，18年给予35倍估值，对应目标价54.60元，给予**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	8,200	10,972	14,174	18,255	23,115
销售成本	(7,170)	(9,799)	(12,665)	(16,320)	(20,646)
经营费用	(528)	(521)	(672)	(868)	(1,104)
息税折旧前利润	502	652	837	1,068	1,365
折旧及摊销	(25)	(28)	(28)	(29)	(29)
经营利润(息税前利润)	477	624	809	1,038	1,336
净利息收入/(费用)	(80)	(81)	(80)	(80)	(80)
其他收益/(损失)	6	9	7	8	8
税前利润	403	552	736	966	1,263
所得税	(102)	(142)	(187)	(246)	(323)
少数股东权益	128	187	250	328	429
净利润	430	597	798	1,048	1,369
每股收益(人民币)	0.721	0.891	1.191	1.564	2.043
核心每股收益(人民币)	1.795	2.390	3.192	4.190	5.471
每股股息(人民币)	0.261	0.000	0.194	0.274	0.230
收入增长(%)	47	34	29	29	27
息税前利润增长(%)	59	31	30	28	29
息税折旧前利润增长(%)	56	30	28	28	28
每股收益增长(%)	(24)	24	34	31	31
核心每股收益增长(%)	12	33	34	31	31

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	403	552	736	966	1,263
折旧与摊销	25	28	28	29	29
净利息费用	80	81	80	80	80
运营资本变动	(462)	(181)	454	(1,774)	605
税金	27	45	(187)	(246)	(323)
其他经营现金流	(383)	(408)	(519)	(334)	(642)
经营活动产生的现金流	(310)	116	592	(1,279)	1,013
购买固定资产净值	7	(4)	13	(6)	(5)
投资减少/增加	(13)	(2)	2	3	2
其他投资现金流	(192)	(168)	(25)	12	10
投资活动产生的现金流	(198)	(173)	(11)	9	7
净增权益	(63)	0	(49)	(69)	(58)
净增债务	448	194	878	2,032	(154)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	222	95	(133)	(184)	(301)
融资活动产生的现金流	607	316	749	1,882	(291)
现金变动	99	259	1,330	612	729
期初现金	449	537	796	2,126	2,738
公司自由现金流	(508)	(57)	581	(1,270)	1,020
权益自由现金流	19	217	1,539	841	946

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	619	875	2,191	2,814	3,541
应收帐款	3,217	4,160	5,379	6,952	8,619
库存	941	1,181	1,655	1,964	2,593
其他流动资产	105	139	212	223	322
流动资产总计	4,881	6,355	9,437	11,952	15,074
固定资产	375	353	340	311	280
无形资产	42	38	35	30	25
其他长期资产	21	24	25	23	24
长期资产总计	438	415	401	364	330
总资产	5,887	7,380	10,478	12,976	16,081
应付帐款	1,777	2,377	3,311	3,771	5,224
短期债务	1,503	1,697	2,200	3,290	3,427
其他流动负债	404	364	1,156	510	1,432
流动负债总计	3,685	4,438	6,667	7,571	10,083
长期借款	0	0	374	1,316	1,025
其他长期负债	0	6	2	3	4
股本	240	251	251	251	251
储备	1,191	1,731	1,980	2,304	2,758
股东权益	1,431	1,981	2,231	2,554	3,008
少数股东权益	771	954	1,204	1,532	1,961
总负债及权益	5,887	7,380	10,478	12,976	16,081
每股帐面价值(人民币)	5.96	7.91	8.91	10.20	12.01
每股有形资产(人民币)	5.79	7.76	8.76	10.08	11.91
每股净负债/(现金)(人民币)	4.02	3.59	1.79	7.45	3.93

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.1	5.9	5.9	5.8	5.9
息税前利润率(%)	5.8	5.7	5.7	5.7	5.8
税前利润率(%)	4.9	5.0	5.2	5.3	5.5
净利率(%)	5.2	5.4	5.6	5.7	5.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.4	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	6.0	7.7	10.1	13.0	16.7
净权益负债率(%)	43.9	30.7	13.0	45.7	19.8
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	52.4	42.4	31.7	24.2	18.5
核心业务市盈率(倍)	21.1	15.8	11.8	9.0	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	30.4	22.8	17.1	13.0	10.0
市净率(倍)	6.3	4.8	4.2	3.7	3.1
价格/现金流(倍)	(29.2)	81.4	16.0	(7.4)	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.8	15.9	11.8	10.6	7.7
周转率					
存货周转天数	41.0	39.5	40.9	40.5	40.3
应收帐款周转天数	124.3	122.7	122.8	123.3	122.9
应付帐款周转天数	68.4	69.1	73.2	70.8	71.0
回报率					
股息支付率(%)	14.6	0.0	6.1	6.5	4.2
净资产收益率(%)	31.6	35.0	37.9	43.8	49.2
资产收益率(%)	6.8	7.0	6.8	6.6	6.8
已运用资本收益率(%)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

国药股份(600511.CH/人民币 35.79, 未有评级)

九州通(600998.CH/人民币 19.95, 未有评级)

上海医药(601607.CH/人民币 26.89, 未有评级)

以2017年6月21日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371