

## 专业第三方物流加速医药分销增长 ——调研深度报告

嘉事堂  
002462

**公司基本情况：**公司是北京市的区域医药商业龙头企业之一，以医药分销、连锁零售和医药物流三大业务为主营；其中，医药分销业务具体分为社区医院配送、医院纯销和商业调拨三类。医药分销业务是公司目前收入和利润的主要来源。

**社区医院配送业务优势突出：**公司目前承担北京市海淀、石景山、门头沟3个区的社区医院药品配送工作，占全市社区药品配送市场份额约为35%；我们认为，凭借股东背景和配套物流能力，加之上市后品牌知名度的提升，公司有望在新一轮的招标中获得更多区县的配送资质。

**医院纯销业务快速增长：**在2010年北京地区新一轮的二、三级医院药品配送招标中公司获得了7472个品种的配送资格，列北京市医药商业企业第二名；我们认为，公司医院纯销业务基数较小，随着配送工作的全面启动、新医改的全面推行，纯销业务的快速增长将成为公司未来三年营业收入和利润增长的主要动力。

**连锁零售业务略有下滑：**公司拥有北京地区规模最大的直营连锁药店网络；今年零售业务收入低于往年，我们认为主要由于公司采取稳定门店数量、提升单店盈利能力的战略所致，公司零售业务毛利率已从07年的33.44%提升至今年中期的36.88%，远高于药品零售竞争力百强连锁企业的平均毛利率。

**第三方物流业务是公司未来最大亮点：**公司拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心，以及北京最先进的药品冷链物流配送中心；公司的第三方医药物流业务迎合了药品流通行业的发展趋势和质量要求，仓储、配送能力的快速提升及时地满足了客户的需求的增长；随着各级医疗机构以及监管部门对于医药分销企业配套物流能力要求的不断提升，现代化、专业化的物流体系已成为公司在招标遴选中的核心竞争力之一；虽然该业务目前收入基数较低但毛利率高达50%以上，我们认为未来3年公司第三方医药物流业务仍将保持快速增长的势头，将成为公司新的利润增长点。

**盈利预测与估值：**我们认为公司属于快速发展阶段的中型医药商业企业，在社区医院配送和第三方物流等业务上具有独特的优势。我们小幅调整公司的盈利预测，2011-2013年的EPS分别为0.26元、0.33元和0.39元，给予公司6个月9.24元的目标价和“增持”评级。

维持 增持

分析师：李惜浣

投资咨询执业证书编号：

S0630511040001

联系信息：

010-59707110

[lixh@longone.com.cn](mailto:lixh@longone.com.cn)

日期

发布时间：2011年12月23日

分析时间：2011年9月22日

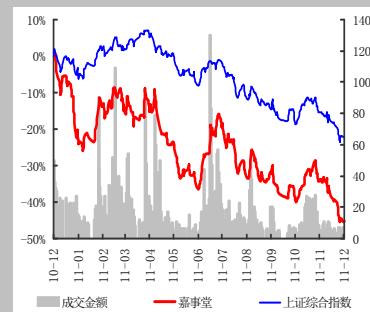
调研时间：2011年9月1日

价格

当前市价：8.10元

半年目标：9.24元

股价表现



公司估值

|     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.20 | 0.26  | 0.33  | 0.39  |
| PE  | 41   | 31    | 25    | 21    |

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

《稳定增长，静待佳期》2011/10/20

《区域医药商业龙头，变革之中实力尽显》，2011/4/23

## 正文目录

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| <b>一、公司基本情况 .....</b>     | <b>4</b>  |
| 1. 公司股权结构.....            | 4         |
| 2. 公司主营业务.....            | 4         |
| <b>二、医药分销业务 .....</b>     | <b>5</b>  |
| 1. 社区医院配送.....            | 6         |
| 2. 医疗批发（医院纯销）.....        | 7         |
| 3. 商业调拨 .....             | 8         |
| 4. 医药分销市场的主要竞争者.....      | 8         |
| <b>三、医药零售业务 .....</b>     | <b>9</b>  |
| 1. 业务经营模式.....            | 10        |
| 2. 医药零售市场主要竞争者.....       | 10        |
| 3. 未来发展与增长点.....          | 10        |
| <b>四、医药物流业务 .....</b>     | <b>11</b> |
| 1. 业务经营模式.....            | 11        |
| 2. 医药物流市场主要竞争者.....       | 12        |
| 3. 未来发展与增长点.....          | 12        |
| <b>五、医药商业上市公司对比 .....</b> | <b>13</b> |
| <b>六、公司经营情况分析 .....</b>   | <b>14</b> |
| <b>七、盈利预测与评级 .....</b>    | <b>15</b> |
| 1. 盈利预测.....              | 15        |
| 2. 估值与评级.....             | 15        |
| 3. 风险提示.....              | 15        |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司股权结构图 .....                       | 4  |
| 图 2: 2007-2011E 年公司各项业务收入和毛利占比.....      | 5  |
| 图 3: 2007 年-2011E 年医药分销业务收入及毛利率 .....    | 5  |
| 图 4: 2007 年-2011E 年医药分销三项子业务占比 .....     | 6  |
| 图 5: 2007 年-2011E 年医药零售业务收入及毛利率 .....    | 9  |
| 图 6: 2007 年-2011E 年第三方医药物流业务收入及毛利率 ..... | 11 |
| 图 7: 2007-2011 年上半年公司营业收入及扣非后净利润.....    | 14 |
| 图 8: 2007-2011 年上半年公司销售毛利率及期间费用情况.....   | 14 |

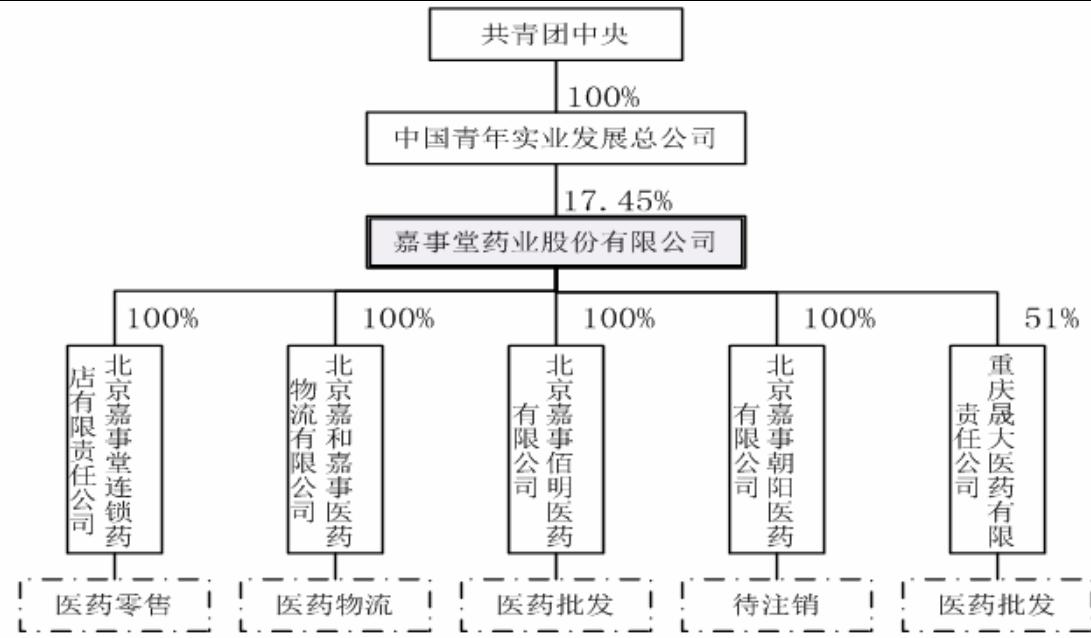
## 表 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 公司主营业务与主要客户明细表 .....     | 4  |
| 表 2: 公司医药分销业务的主要竞争者情况 .....   | 9  |
| 表 3: 公司医药零售业务的主要竞争者情况 .....   | 10 |
| 表 4: 公司医药物流业务的主要竞争者情况 .....   | 12 |
| 表 5: 13 家医药商业为主业的上市公司对比 ..... | 13 |
| 表 6: 嘉事堂 (002462) 盈利预测表 ..... | 15 |

## 一、公司基本情况

### 1. 公司股权结构

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司大股东共青团中央虽然是非政府性的社会团体，但其主要任务、机构编制和领导职数均由中央机构编制管理部门直接确定，在很大程度上行使着部分政府职能；公司前十大股东中多为国有法人股股东，国资背景为公司未来发展提供了有力保障。

### 2. 公司主营业务

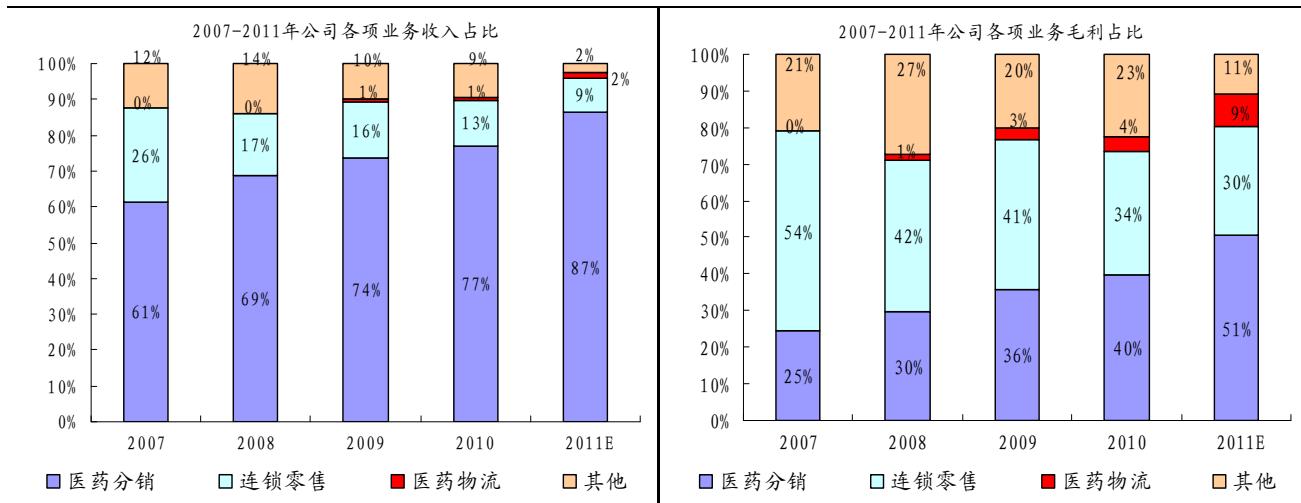
公司作为北京市的医药商业龙头企业之一，以医药分销、连锁零售和医药物流三大业务为主营，其中，医药分销业务是公司收入和利润的主要来源。

表 1：公司主营业务与主要客户明细表

| 主营业务 | 主要客户                       |
|------|----------------------------|
| 医药分销 | 社区医院配送                     |
|      | 医疗批发（医院纯销）                 |
|      | 商业调拨                       |
| 医药零售 | 北京市3个区（海淀区、石景山区、门头沟区）的社区医院 |
| 医药物流 | 北京市二、三级医院<br>其他分销商         |
| 医药零售 | 北京地区171家直营连锁药店             |
| 医药物流 | 药品生产企业、医药商业企业              |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 2：2007-2011E 年公司各项业务收入和毛利占比



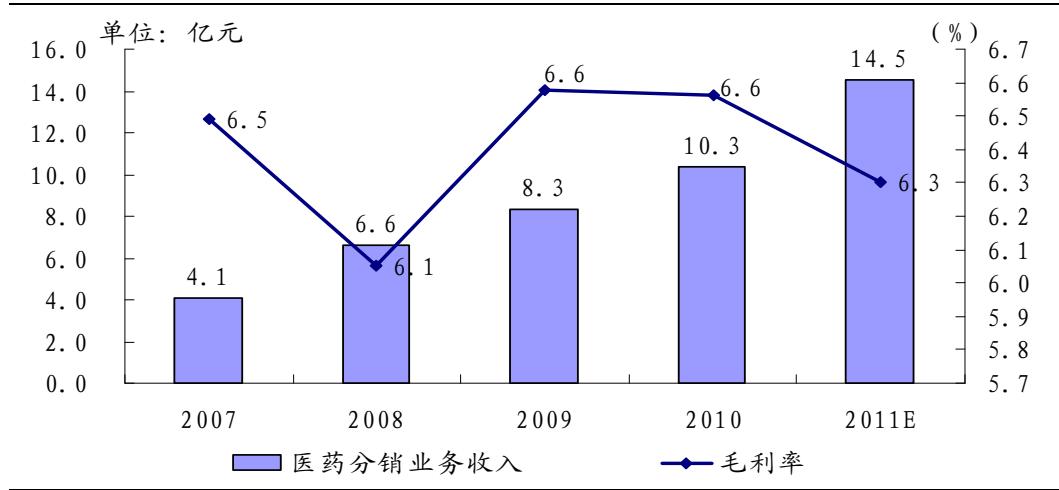
注：“其他”中包括2011年初出售的制药业务；

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 二、医药分销业务

近年来公司的医药分销业务快速发展，销售收入从07年的4.06亿元增长至2010年的10.34亿元，复合增长率达36.52%；2011年上半年，医药分销业务占公司收入和毛利润的比重分别为88%和55%，成为公司收入和利润的主要来源。

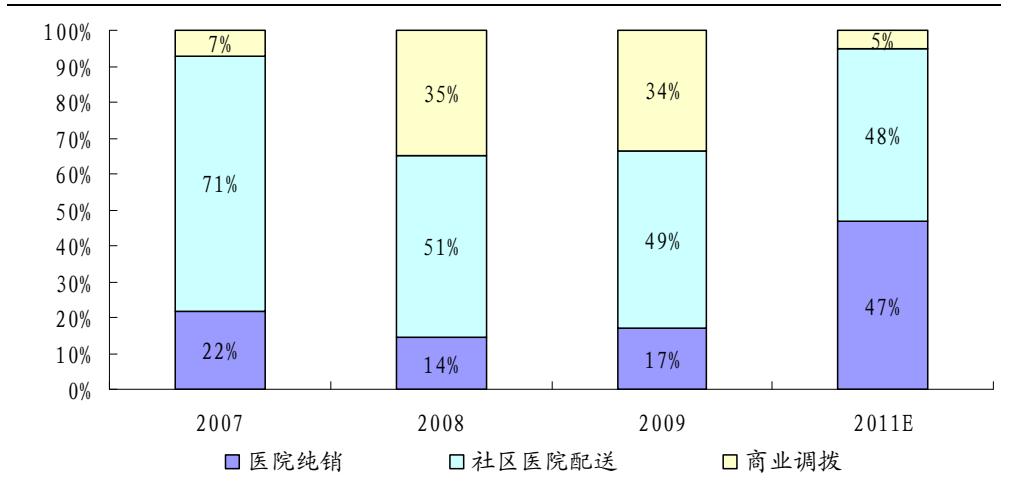
图 3：2007年-2011E年医药分销业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

医药分销业务具体分为社区医院配送、医院纯销和商业调拨三项子业务，近年来社区医院配送和医院纯销业务占比快速提升。

图 4：2007年-2011E年医药分销三项子业务占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1. 社区医院配送

### 配送资质：

2006年12月北京市进行医疗改革，对社区卫生服务机构实行药品集中采购、统一配送、零差价销售模式，经过公开遴选，公司从240家医药批发企业招标中脱颖而出，成为最终的两家配送商之一，承担海淀、石景山、门头沟3个区的社区卫生服务机构药品配送工作，原先签订的合同期限为一年，之后一直顺延执行至今。

### 盈利模式：

公司从中标的制药企业直接采购药品，利润来自制药企业以商业折扣的形式支付的“配送费”，直接扣减公司的实际采购成本；“配送费”按销售额支付，一般为销售额的5%，一些销量较大的药品可获得额外的“配送费”，最高能额外获得3%；公司社区医院配送业务的毛利率近7%。

### 市场份额与竞争格局：

北京市共有社区卫生服务机构2600余家，零差价统一配送市场的整体规模约20亿元；公司承担海淀、石景山、门头沟3个区的配送工作，其中海淀区的配送额占全市配送总额的30%左右，而另外两个区市场相对较小，公司上半年社区医院配送业务收入约3.4亿元，我们预计该业务全年收入近7亿元，占全市社区药品配送市场的份额约为35%；北京医药股份有限公司取得了剩余15个区的配送资格，其市场份额约65%。

**未来发展与增长点:**

上一轮招标结果自07年执行至今已近5年，公司与北京医药股份的竞争格局基本稳定；行业内有消息称新一轮的招标或在年底启动，我们认为，股东背景或使公司在招标中具有政府资源优势，加之上市以后品牌知名度的提升，公司有望在下一轮社区医院配送商招标中获得更多区县的配送资格。

除了零差价药品，社区卫生服务机构还有非零差价药品的销售，目前北京市社区医院非零差价药品配送的市场规模约10亿元，处于完全市场化竞争状态；公司在保证零差价药品配送业务稳步增长的同时，“非零”市场开发也初见成效，未来公司将利用已有的客户资源努力进一步拓展“非零”药品配送业务。

**2. 医疗批发（医院纯销）**

医疗批发是指公司向二、三级医院以及社区医院以外的其他卫生服务中心、诊所批发药品的商业行为，公司的医疗批发业务以二、三级医院的药品批发为主，也称为医院纯销，目前公司在全市二、三级医院开户率达86%。

**配送资质:**

公司在2010年北京地区新一轮的二、三级医院药品配送招标中，获得了7472个品种的配送资格，列北京市医药商业企业第二名；共涉及1500余家药品生产厂家的产品，配送工作已于今年中期全面启动。

**盈利模式:**

公司根据各医院招标的中标产品，从定制制药企业直接采购，或通过其他批发商调拨定制制药企业的产品，采购价格由公司与制药企业或其他供应商协商确定；公司利润一方面来自于制药企业或供应商以商业折扣的形式支付的“配送费”，直接扣减公司的实际采购成本，另一方面来自于制药企业的促销返利；公司医院纯销业务的毛利率约6%。

**市场份额与竞争格局:**

北京市二、三级医院年药品配送额约250-300亿元，现有药品批发企业300余家；新一轮的二、三级医院配送招标改变了原先政府主导的思路，变为由中标药品生产企业决定商业企业配送权，而中标生产企业在选择配送商时会考虑配送商的网络覆盖能力、品牌信誉、物流配套等综合实力；公司获得7472个品种配送资格列北京市医药商业企业第二名，北京医药股份有限公司获得品种约12000个，国药控股股份有限公司获得品种约5000个。

上半年公司医院纯销业务收入约3亿元，我们预计公司该业务全年收入近7亿元，市场份额约3%。

### 未来发展与增长点：

我们认为，随着北京市新一轮二、三级医院配送工作的全面启动、新医改的全面推行，公司医院纯销业务的快速增长将成为公司未来三年营业收入和利润增长的主要动力。

公司在上市之初就对医院纯销业务确立了“确保取得5%以上市场份额，力争取得8%以上的市场份额，实现销售收入突破20亿元”的目标；我们预计2011年公司的医院纯销业务销售收入约7亿元，则公司该业务07-11年的复合增长率达67%，09-11年复合增长率达122%；我们预计2012年公司该业务销售收入将超过10亿元，市场份额达到4%；2013年可以达到市场份额5%的目标。

此外，北京总后（解放军总后勤部）医疗机构的药品配送也属于医院纯销业务范畴；2009年公司成为北京总后医疗机构中标药品配送商，但配送工作至今尚未启动；北京总后医疗机构配送市场规模近50亿元，公司11年中报的“下半年工作重点”中包括“为总后医疗招标、社区配送招标做好准备”，未来公司若能从此市场中分得一杯羹，将成为公司业绩的另一增长点。

### 3. 商业调拨

商业调拨是指公司作为一级经销商，将采购的药品调拨至其他医药商业公司的商业行为。

#### 盈利模式：

公司直接从制药企业采购的药品，之后将药品调拨至其他医药商业企业供其再次调拨或批发，从中赚取厂家的返利或者佣金；公司的利润主要来自于制药企业的促销返利，少部分来自于进销差价。

#### 未来发展：

公司从去年开始控制商业调拨业务规模，今年上半年收入已降至4000万左右，主要由于之前公司规模较小，调拨业务可以快速扩大公司规模、并以大销量获得厂家的高返利，近两年公司社区医院配送和医院纯销业务实现快速增长，公司已不需要通过调拨业务冲量，未来此业务所占比重将很小，不会再成为发展重点。

### 4. 医药分销市场的主要竞争者

公司的医药分销业务集中主要在北京地区，目前北京市有医药商业企业240余家，公司医药分销业务的主要竞争对手包括北京医药股份有限公司、国药集团药业股份有限公司（国药控股股份有限公司的子公司）、北京九州通医药有限公司、北京普仁鸿医药销售有限公司、北京市京新龙医药销售有限公司等大中型医药商业企业。

表 2：公司医药分销业务的主要竞争者情况

| 竞争企业   | 控股股东   | 2010年销售额 | 毒、麻一级经销商 | 行业地位  |
|--------|--------|----------|----------|---|
| 北京医药股份 | 华润医药集团 | 约170亿    | 否        | 北京市、华北地区规模最大                                    |
| 国药集团   | 国药控股   | 约60亿     | 是        | 国药控股是国内最大的药品、医疗保健产品分销商                          |
| 北京九州通  | 九州通集团  | 约28亿     | 否        | 2010年净利润约4400万                                  |
| 普仁鸿    | 双鹭药业   | 约15亿     | 否        | 2010年净利润约4400万                                  |
| 京新龙    | 新龙药业集团 | 约20亿     | 否        | 06年成为5家获得北京市社区医院配送资质企业之一<br>(最后只用了嘉事堂和北京医药股份两家) |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

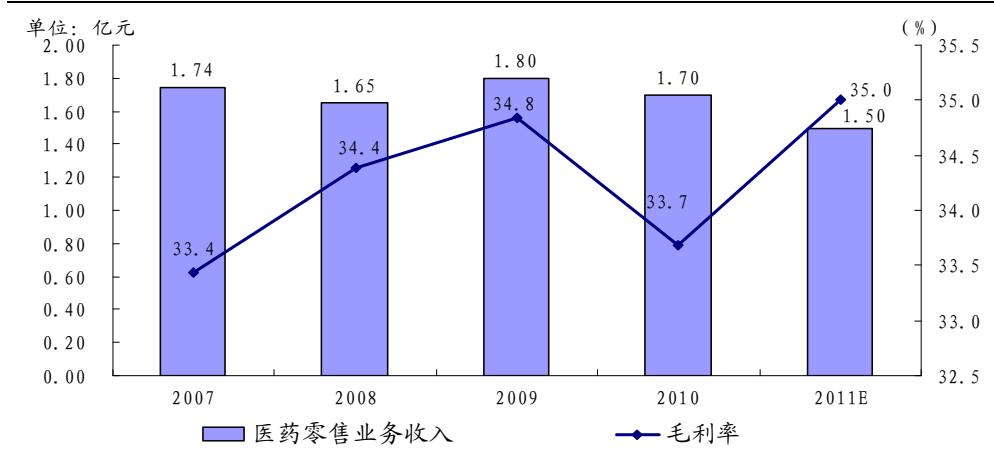
商业企业医药分销业务的优势和竞争力主要体现在上游供应商资源、下游客户网络、配套物流能力、充足资金支持四方面；北京医药股份和国药集团在这四方面都具有突出的优势，加之央企背景使他们在竞争中长期处于有利地位；北京九州通、普仁鸿、京新龙等销售规模在10亿以上的中型商业企业，在以上四方面各有所长，在新医改中将迎来快速发展壮大的新机遇；公司虽然目前规模较小，但在社区医院和医院纯销的过往招标中表现优异，正处于快速增长期。

### 三、医药零售业务

公司在北京地区拥有规模最大的直营连锁药店网络，171家直营连锁门店全部在北京地区；其中，朝阳区、海淀区各有门店近50家，石景山、丰台、房山各区的门店数量近20家。

07年以来，公司医药零售业务收入维持在1.7亿左右，今年上半年收入7000万，全年来看低于往年；我们认为零售业务收入下滑主要由于公司采取稳定门店数量、提升单店盈利能力的战略所致，零售业务毛利率已从07年的33.44%提升至今年中期的36.88%。

图 5：2007年-2011E年医药零售业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1. 业务经营模式：

公司连锁零售业务的利润主要来自医药进销差价，少部分来自医药供应商支付的促销费；公司连锁零售业务的毛利率约为36%。

## 2. 医药零售市场主要竞争者：

由于公司连锁门店全部在北京地区，因此公司医药零售业务的竞争者也集中于北京市场；目前北京地区连锁药店数量较多、网点分布相对较广的连锁零售企业主要有北京金象大药房、北京医保全新大药房和同仁堂药店，这3家医药零售企业采用直营店和加盟店并举的方式进行医药零售业务。

表 3：公司医药零售业务的主要竞争者情况

| 竞争企业      | 控股股东        | 北京地区<br>药店数量 | 北京地区<br>直营店数量 | 医保定点<br>药店数量 | 网上药店 |
|-----------|-------------|--------------|---------------|--------------|------|
| 北京金象大药房   | 复星医药股份有限公司  | 200余家        | 102           | 15           | 有    |
| 北京医保全新大药房 | 北京医药股份有限公司  | 127          | 31            | 2            | 无    |
| 同仁堂药店     | 北京同仁堂股份有限公司 | 109          | 63            | 18           | 无    |
| 嘉事堂       | 中青实业        | 171          | 171           | 8            | 有    |

注：药店数量可能略有出入； 资料来源：公司公告、《2010-2011年中国药店排行榜》、北京市社保局、东海证券研究所

公司自成立以来对药品零售业务一直坚持发展直营门店，主要原因是与加盟店相比，总部对直营店的控制能力更强，通过中央控制信息系统总部能够及时了解药店的库存情况、销售情况，使药品配送更加及时有效，在保证药品质量监管的同时降低了经营风险，也有利于公司品牌形象的提升。

此外，公司是26家具有“互联网药品交易服务资格”的企业之一，目前医药电子商务受到商业模式、物流配送等因素的制约，大多数网上药店盈利能力并不理想；公司虽然开通了网上药店业务但并不是发展重点，配送由顺丰速递完成省去了配送队伍的建设，我们认为，短期内电子商务都不会成为公司的发展重点和业绩增长点。

## 3. 未来发展与增长点：

今年5月商务部出台了“十二五”全国药品流通行业发展规划纲要，《规划》对于行业具体发展目标中包括：“到2015年，全国药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额70%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二。”

2009年我国药品零售市场规模突破1500亿，药店数量达38.14万家，药品零售百强企业销售总额约630亿元，在整个药品零售市场中占比约41%；至09年末，国内共有药品零售连锁企业1994家，连锁直营药店14.45万家，连锁加盟药店8.90万家，社会单体药店14.78万家，连锁药店占全部零售门店的比重约为61.2%。（数据摘自中国药品零售发展研究中心《2010年度中国药品零售业发展报告》）

我们认为，不论从行业现状还是政策导向上看，药品零售连锁行业的发展都需要走规模化、集约化的道路，产业整合、集中度提升将成为行业未来5年的发展主题，公司的成功上市为其连锁业务的扩张提供了充足的资本支持；但公司上市之后并没有盲目的进行门店扩张，而是选择在现有门店数量基础上着力提升单个门店盈利能力，我们认为，此战略更符合公司现在的发展阶段和业务结构。

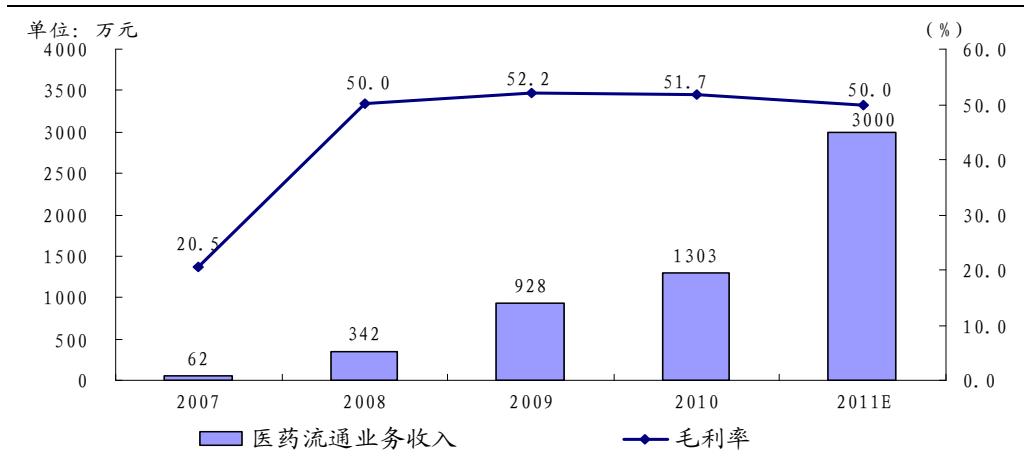
近年来公司通过店内品类结构调整、建立特色门店、增加特色服务、构建新的价格体系等方式，不断提升单店盈利能力、降低营业成本；公司医药零售业务毛利率已从07年的33.44%提升至今年中期的36.88%，远高于药品零售竞争力百强连锁企业（2009年）27.83%的平均毛利率；我们认为未来2-3年公司仍将以稳定门店数量、提升门店盈利能力的战略增加医药零售业务利润。

#### 四、医药物流业务

公司拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心，总储位3.9万个，日出入库箱数超过3万箱，年配送能力超90亿元；拥有冷库2000立方米，是北京最先进的药品冷链专业物流配送中心。

公司05年开始经营与医药批发、零售相关的医药物流业务，在满足公司自身需求的基础上开展了第三方医药物流配送服务；此业务开展以来增速迅猛，销售收入从07年的62万元增至2010年的1300万元，今年上半年收入已接近去年全年水平。

图 6：2007年-2011E年第三方医药物流业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

##### 1. 业务经营模式：

公司的第三方医药物流配送服务，是为制药企业、其他医药商业企业、医院提供符合GSP标准的仓库并进行仓储、分拣、搬运、运输及配送的服务，商品在各环节过程中所有权不发生转移，公司利润来自向客户收取的服务费；公司医药物流业务的毛利率约为53%。

公司医药物流业务主要分为仓储、分拣、搬运、运输及配送服务。其中，仓储服务主要为制药企业和其它医药企业提供的仓储服务，公司按照储位和存储时间收取仓储服务费；分拣业务主要是针对零售业务客户或医院客户的配送要求，对药品进行分拣及重新装箱的活动收取服务费用；搬运业务主要是按照客户要求对药品仓储和运输过程中的上架、下架操作收取服务费用；运输和配送业务的收费体现为公司在承担药品配送任务时，向客户收取服务费用。

## 2. 医药物流市场主要竞争者：

公司是北京市5家获得GSP认证的药品物流企业之一，另外4家包括国药集团医药物流有限公司、北京医药股份有限公司物流配送中心、北京九州通医药有限公司医药物流中心和北京金象大药房医药连锁有限责任公司物流配送中心；除金象大药房以外的4家企业都提供第三方药品配送服务。

表 4：公司医药物流业务的主要竞争者情况

| 竞争企业 | 位置  | 面积、储位        | 年配送额 | 主要客户及经营状况                      |
|------|-----|--------------|------|--------------------------------|
| 国药物流 | 大兴区 | 2万平, 1.2万个   | 80亿  | 以满足自身批发业务需求为主；配送半径为北京及周边500公里； |
| 北药股份 | 宣武区 | 3.3万平, 2.5万个 | 80亿  | 以满足自身批发业务需求为主；                 |
| 九州通  | 大兴区 | 3.2万平, 3.1万个 | 40亿  | 中高端客户比例较低；营销网络覆盖华北、东北地区；       |
| 嘉事堂  | 通州区 | 2.8万平, 3.9万个 | 90亿  | 客户包括拜耳、诺华、天士力、同济堂、珠海联邦、李时珍医药等  |

资料来源：公司公告，SFDA，东海证券研究所

由于国药物流和北药股份的自身业务量较大，两家公司的物流中心能够提供给第三方物流服务的储位有限；而与九州通相比，公司在高端客户资源开发和运营成本控制方面具有一定优势。

## 3. 未来发展与增长点：

公司于05年初兴建了物流一期工程，年配送额约30亿元，其中1/3配送产能服务公司自身业务，其余产能用于提供第三方服务；08年底接近饱和后公司于09年开始兴建二期项目，10年中期达产后新增配送能力60亿元，全部用于提供第三方物流配送服务；10年年报显示，“刚建成运营的二期项目商业前景远超出预期，储位很快将再次呈现饱和状态”，今年6月公司启动了物流三期工程、预计明年初完工，三期力图优化二期项目的业务结构、提升经营效率，最终达到100亿以上的仓储、配送能力。

国家药监局在《关于药品生产企业异地设立药品储存仓库试点的通知》中规定，医药生产企业在异地销售本企业生产的药品时，必须将药品储存于经过GSP认证的合格医药仓库中；在09年公布的《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》中明确规定“委托的药品配送企业必须具备现代物流能力”、并且要求“药品配送只允许委托一次”。随着监管部门日益严格的监管措施，将迫使医药生产企业在异地销售药品时与当地经过GSP认证的物流企业合作，更多的市场份额将会向包括公司在内的少数几家第三方物流企业转移。

我们认为，公司第三方医药物流业务的发展迎合了药品流通行业的发展趋势和质量要求，仓储、配送能力的快速提升及时地满足了客户需求的增长；随着各级医疗机构以及监管部门对于医药分销企业配套物流能力要求的不断提升，现代化、专业化的物流体系已成为公司在招标遴选中的核心竞争力之一；虽然该业务收入基数较低但毛利率高达50%以上，我们认为，未来3年公司第三方医药物流业务仍将保持快速增长的势头，将成为公司新的利润增长点。

## 五、医药商业上市公司对比

目前，沪深两市共包括以医药商业为主业的上市公司13家。

表 5：13家医药商业为主的上市公司对比

| 证券简称        | 大股东            | 2011/12/20 |             | 2007-2010年<br>复合增长率 (%) |               | 2011年3季度     |             | 2011/12/20<br>TTM |                   |
|-------------|----------------|------------|-------------|-------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------------|-------------------|
|             |                | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 营业收入                    | 扣非后<br>净利润    | 毛利率          | 期间费<br>用率   | 资产<br>负债率         | 市盈<br>率           |
| 上海医药        | HKSCC NOMINEES | 11.27      | 303.04      | 39.03%                  | 165.62%       | 18.15        | 13.40       | 57.81             | 15.33 0.61        |
| 武汉健民        | 华方医药科技         | 15.66      | 24.02       | 14.91%                  | 93.59%        | 20.35        | 15.10       | 21.23             | 29.32 1.63        |
| 嘉事堂         | 中青实业           | 8.66       | 20.78       | 26.49%                  | 43.58%        | 12.68        | 7.33        | 28.20             | 36.82 1.29        |
| 英特集团        | 浙江华辰投资         | 10.04      | 20.83       | 25.20%                  | 40.56%        | 5.45         | 3.58        | 81.42             | 10.63 0.26        |
| 浙江震元        | 绍兴市旅游集团        | 10.20      | 12.78       | 16.34%                  | 36.46%        | 11.90        | 9.68        | 50.31             | 47.00 0.79        |
| 一致药业        | 国药控股           | 24.80      | 71.46       | 23.84%                  | 35.19%        | 8.72         | 6.23        | 82.06             | 22.09 0.49        |
| 九州通         | 上海弘康实业         | 10.92      | 155.12      | 17.66%                  | 30.05%        | 6.48         | 4.24        | 50.75             | 43.44 0.65        |
| 国药股份        | 国药控股           | 13.05      | 62.48       | 18.31%                  | 28.49%        | 8.84         | 3.81        | 60.41             | 21.98 0.95        |
| 瑞康医药        | 张仁华            | 27.80      | 26.08       | 38.91%                  | 28.35%        | 8.30         | 4.15        | 79.99             | 34.58 0.91        |
| 华东医药        | 中国远大集团         | 28.39      | 123.23      | 14.25%                  | 20.74%        | 19.51        | 13.31       | 69.97             | 32.87 1.16        |
| 第一医药        | 上海新路达          | 8.36       | 18.65       | 8.04%                   | 13.72%        | 17.50        | 13.68       | 44.70             | 52.62 1.50        |
| 南京医药        | 南京医药集团         | 4.49       | 31.14       | 17.96%                  | 下降            | 7.10         | 6.79        | 84.91             | - 0.19            |
| 桐君阁         | 重庆太极实业         | 5.67       | 15.57       | 11.72%                  | 下降            | 9.95         | 9.47        | 76.86             | 109.03 0.33       |
| <b>行业平均</b> |                |            |             | <b>20.97%</b>           | <b>48.76%</b> | <b>11.68</b> | <b>8.24</b> | <b>58.97</b>      | <b>37.98 0.83</b> |

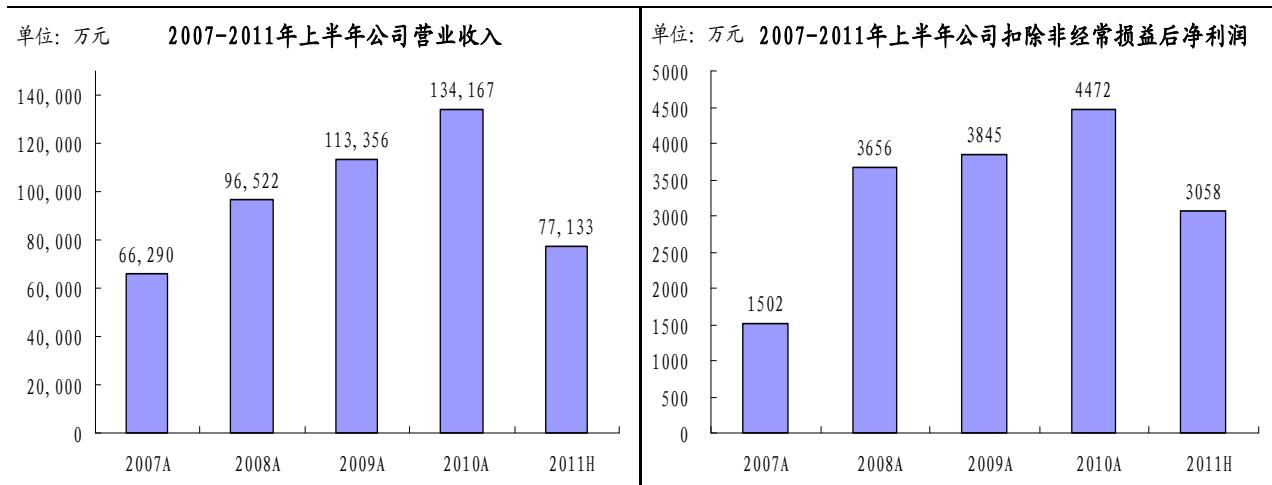
资料来源：Wind, 东海证券研究所

在13家以医药商业为主业的上市公司中，公司2007至2010年营业收入复合增长率列第四位，扣除非经常性损益后归属母公司净利润复合增长率居第三位，公司成长性较好；2011年3季度，公司销售毛利率、期间费用率优于行业平均水平，资产负债率远低于行业平均值，公司盈利能力、负债情况较好。

## 六、公司经营情况分析

近年来，公司营业收入和扣非后净利润均保持稳定增长（07年公司出售中青旅股票获得投资收益1.85亿元，观察扣非后净利润更为客观）；07-10年公司营业收入复合增长率达26.49%，扣非后净利润复合增长率达43.58%。

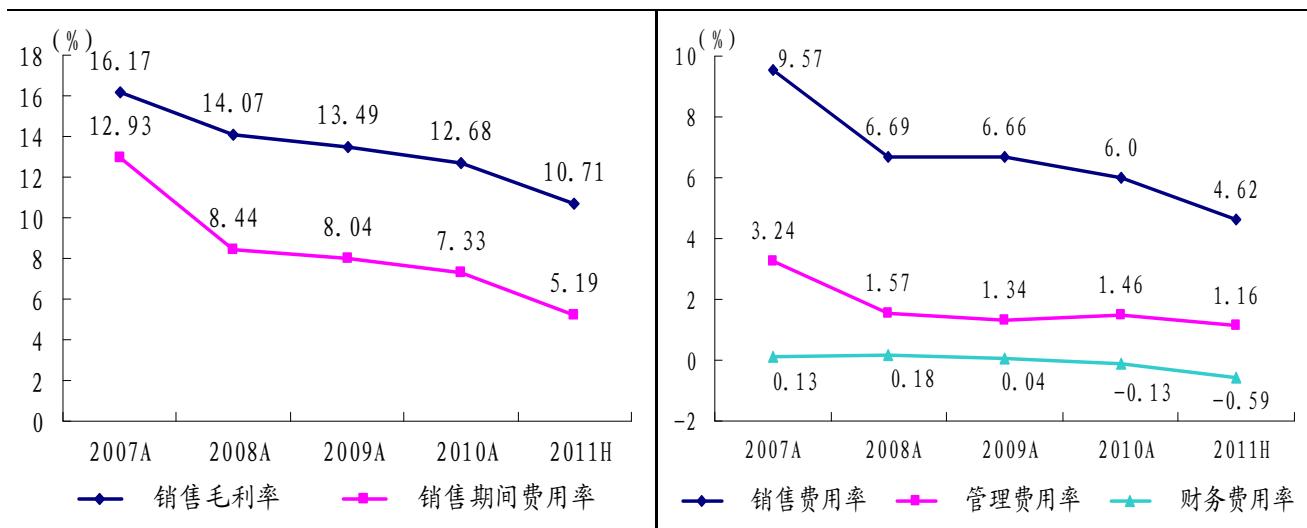
图 7：2007-2011年上半年公司营业收入及扣非后净利润



资料来源：公司公告，东海证券研究所

由于公司毛利率较低的医药分销业务近年来快速增长，使公司的整体毛利率被逐年被拉低；同期公司的期间费用控制情况良好，三项费用率逐年降低。

图 8：2007-2011年上半年公司销售毛利率及期间费用情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 七、盈利预测与评级

### 1. 盈利预测

重要假设：公司2011-2013年医药批发业务增速分别为40%、26%、23%；连锁零售业务增速分别为-10%、1%、1%；第三方物流业务收入增长150%、100%、70%；毛利率、期间费用率略高于中期水平。

表 6：嘉事堂（002462）盈利预测表

|           | 2008   | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(万元)  | 96,522 | 113,356 | 134,167 | 167,228 | 209,116 | 256,523 |
| 增长率       | 45.6%  | 17.4%   | 18.4%   | 24.6%   | 25.0%   | 22.7%   |
| 营业利润(万元)  | 5,074  | 5,636   | 6,526   | 8,330   | 10,446  | 12,423  |
| 增长率       | -76.1% | 11.1%   | 15.8%   | 27.6%   | 25.4%   | 18.9%   |
| 净利润(万元)   | 4136   | 4242    | 4854    | 6158    | 7807    | 9278    |
| 增长率       | -77.4% | 2.6%    | 14.4%   | 26.9%   | 26.8%   | 18.8%   |
| 每股净资产(元)  | 1.97   | 2.34    | 4.26    | 4.44    | 4.67    | 4.94    |
| 每股收益(元)   | 0.17   | 0.18    | 0.20    | 0.26    | 0.33    | 0.39    |
| 市盈率(P/E)  | 0.0    | 0.0     | 111.5   | 33.7    | 26.6    | 22.4    |
| 市净率(P/B)  | 0.0    | 0.0     | 5.3     | 2.0     | 1.9     | 1.8     |
| EV/EBITDA | 1.3    | 1.8     | 77.9    | 26.9    | 21.2    | 17.8    |

数据来源：东海证券研究所

### 2. 估值与评级

我们预测公司2011-2013年的EPS分别为0.26元、0.33元、0.39元，目前公司上市之初的高溢价现在已经基本释放完毕，我们认为公司属于快速发展阶段的中型商业企业，在社区医院配送和第三方物流等业务上具有独特的优势，我们给予公司6个月目标价为9.24元，维持“增持”评级。

### 3. 风险提示

社区医院配送、医院纯销业务发展慢于预期的风险；

未来的药品配送商遴选工作中，公司中标情况低于预期的风险；

物流三期工程完成后储位再次饱和、不能满足第三方物流业务快速发展的风险。

**作者简介**

**李惜浣：**东海证券医药行业分析师，主要研究化学制剂、动物疫苗及部分生物制剂。  
**重点跟踪公司：**双鹤药业、嘉事堂、昆明制药、康美药业、新华医疗、升华拜克、通化东宝等。

**评级定义**

|               |  |
|---------------|--|
| <b>市场指数评级</b> | 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%<br>看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间<br>看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%  |
| <b>行业指数评级</b> | 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%<br>标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间<br>低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |
| <b>公司股票评级</b> | 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%<br>增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间<br>中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间<br>减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间<br>卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15% |

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

| 北京 东海证券研究所          | 上海 东海证券研究所           |
|---------------------|----------------------|
| 中国 北京 100089        | 中国 上海 200122         |
| 西三环北路87号国际财经中心D座15F | 世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F |
| 电话：(8610) 66216231  | 电话：(8621) 50586660   |
| 传真：(8610) 59707100  | 传真：(8621) 50819897   |