

嘉事堂（002462）半年报点评

依托物流配送基地拓展盈利空间

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

联系人：刘阳

Email: liuyang@lxzq.com.cn

日期：2013年7月18日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、2013上半年业绩增长较快，期间费用基本稳定

2013年上半年，公司实现营业收入15.88亿元，同比增长30.58%；实现归属于上市公司股东的净利润5984.04万元，同比增长49.17%；扣非后净利润4818.89万元，同比增长22.29%；归属于上市公司股东的净资产11.13亿元，同比增长1.7%；基本每股收益0.25元。收入和利润增长的主要原因是批发纯销业务快速增长。由于补充流动资金使得短期贷款增长，使得财务费用率同比增长0.3个百分点，期间费用率小幅上涨0.37个百分点；由于毛利率较高的医药物流业务增长较快，整体毛利率同比小幅提升0.22个百分点。同时公司预计2013年1-9月份实现归属上市股东净利润为7395-8533万元，同比增长30-50%。

2、物流配送能力逐步扩大，首钢合作创新服务模式

公司主营医药批发、连锁、物流等业务，属于医药商业行业。继2006年成为北京社区配送中标的两家企业之一后，在2012年底的新一轮北京社区招标中成为五家配送商之一。公司新增通州、顺义、延庆等5个区的社区医院配送资格，业务区域由原来的3个增加至8个。除了海淀区外，其余地区不再承诺独家配送资格——即会有其他配送商参与进来，尽管如此，由于公司之前只覆盖3个地区的药品配送工作，因此此次配送范围的大幅扩大将大幅提升公司的药品分销业务量，预计覆盖医院数量增加超过30%。

公司2011年组建嘉世盛世，持股51%，从事医疗器械代理业务。主营高端心脏介入耗材，代理美国强生、德国百多力等知名品牌的介入耗材。嘉事堂自有物流配送中心及其冷链配送体系有利于满足高价值耗材的配送需求；同时可以利用自身的已有的渠道，进入医院供应体系。医疗耗材毛利率高，2013上半年，嘉世盛世已实现收入9240万元，净利润1149万元；而2012年全年收入只有8158万元，净利润753万元。公司在高端器械代理的渠道叠加效应已逐步显现。

作为药事服务模式创新的一种尝试，公司与首钢总公司合作推出的“GPO模式”。如果进展顺利，则可以大幅提高公司的盈利能力；将来如果能成功复制的话，可大幅提升公司成长空间。

作为药品、器械耗材等产品的销售、配送业务的依托，医药物流能力是考察企业的关键因素之一。为了满足业务需求，公司已先后建设了三期医药物流项目。其中三期项目已于2013年5月竣工，已开始逐步贡献业绩。目前公司运营仓储面积已达4万平方米，年配送能力超过百亿元。同时为了填补北京西部地区现代化专业化医药物流空白，降低目前北京西部地区社区、医院配送成本，强化快速反应能力，公司拟在石景山地区建设京西物流项目，以京西医药物流为依托参与行政区域医改，扩大市场规模，有效实施东西两翼布局，推动纯销业务发展。公司物流配送基地的不断扩大，成为公司发展的基石。

3、盈利预测

我们预计公司2013-2015年净利润增速分别为44.7%、36.9%和19.7%，EPS分别为0.39、0.54和0.64元，目前股价对应PE分别为34、25和21。依托不断扩大的物流配送能力，公司的社区配送业务、医疗器械耗材代理业务和首钢模式的创新服务业务等快速增长，将对公司未来几年业绩产生积极的影响，预计未来12个月合理估值为14元，维持对公司的“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 应收账款周转天数90天远高于行业平均60天，随着业务增加，公司应收账款逐年大幅增长致使资金链紧张风险；
- 2) 药品配送业务量、器械销售情况可能低于预期风险；
- 3) 医院二次议价压缩医药流通行业的利润风险；
- 4) 国家出台相关政策抑制行业发展风险。

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	1801.4	2554.1	3303.0	4323.2	5644.5
增速%	34.3%	41.8%	29.3%	30.9%	30.6%
营业成本	1630.6	2332.0	2997.9	3920.6	5116.4
毛利率%	9.5%	8.7%	9.2%	9.3%	9.4%
销售费用	85.2	98.9	128.8	164.3	217.0
管理费用	20.2	27.7	33.0	38.9	56.2
财务费用	-7.4	-6.0	2.0	8.6	26.0
营业利润	69.7	91.7	130.5	176.9	210.5
利润总额	85.4	91.5	130.5	176.8	210.5
归属于母公司的净利润	63.7	65.2	94.4	129.3	154.7
增速%	31.2%	2.4%	44.7%	36.9%	19.7%
基本每股收益（元）	0.27	0.27	0.39	0.54	0.64

资料来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。