



医药流通体制改革的受益者

——嘉事堂（002462）三季度财报点评

2013年10月24日

强烈推荐/维持

嘉事堂

财报点评

分析师	陈恒	执业证书编号 S1480510120015
	010-66554018	chenheng@dxzq.net.cn
联系人	张文录	
	010-66554022	zhang-wl@dxzq.net.cn

事件：

10月24日，公司发布了三季报，2013年前三季度，公司实现营业收入24.02亿元(+31.14%)，归属于上市公司股东的净利润8703万元(+41.91%)，扣非后净利润6804万元(+23.81%)，EPS0.34元，符合预期。

三费控制良好，前三季度销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为3.35%、0.94%、0.01%，销售费用率、管理费用率较去年下降0.52%、0.15%，财务费用率上升0.34%；前三季度毛利率8.98%，较去年上升0.29%。

公司分季度财务指标

指标	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入(百万元)	565.86	555.25	660.99	615.39	722.44	723.4	864.74
增长率(%)	48.82%	80.37%	42.61%	32.57%	27.67%	30.28%	30.83%
毛利率(%)	8.55%	8.59%	8.69%	8.22%	9.18%	8.94%	8.80%
期间费用率(%)	6.40%	4.78%	2.90%	4.43%	6.59%	5.34%	3.09%
营业利润率(%)	1.78%	3.48%	5.27%	3.85%	1.93%	3.44%	4.45%
净利润(百万元)	19.62	14.41	26.82	18.15	9.49	19.56	46.53
增长率(%)	59.12%	54.17%	28.86%	29.22%	-51.63%	35.76%	73.47%
每股盈利(季度,元)	0.08	0.06	0.11	0.07	0.03	0.08	0.17
资产负债率(%)	30.94%	31.91%	37.84%	36.63%	41.26%	41.90%	42.01%
净资产收益率(%)	1.80%	1.30%	2.37%	1.62%	0.84%	1.71%	3.94%
总资产收益率(%)	1.24%	0.88%	1.48%	1.02%	0.49%	1.00%	2.29%

观点：

- 医疗流通体制正在发生重大的变化，药品零差率将继续深入，医院的盈利中心变成了负担重心，医院要与流通企业深度合作，并让渡一部分利益给医药流通企业。嘉事堂公司和北京地方公立医院有着良好的合作关系，拥有强大的股东背景，将是北京医药流通体制改革的最大受益者之一。
- 嘉事堂素与北京市十余家大型公立医院在药事服务上有着密切的合作关系。药事流向管理、药房库房设

计改建等，保证公司纯销业务上量的同时，为将迎来的药品流通体制变革打下坚实的根基。

- 首钢 GPO 模式让双方共赢，但这只是公司敲开医院药事服务大门的开始，这种模式具有可复制性。 GPO 的供货方能力体现在能留给医院方面的利润空间和提供服务的质量，公司在与国药控股和华润医药等的较量中先下一城。我们认为胜出的主要原因其一是公司与上游制药企业有很强的谈判能力，挤出了足够的利润空间，其二是公司与地方卫生局、药监部门和医院间建立的良好关系。此模式可以复制。
 首钢总公司下所属医院 2012 年配送额 9639 万，80%发生在首钢公司下属社区医院，首钢医院等大型医院供货金额很小。8 月份除社区外配送已经增长到 2000 万，预计 2014 年除社区医院外北京地区药品与耗材采购规模将超过 4 个亿，预计明年底将进入首钢外地医院，预计 2015 年将达到 8 亿元以上。
- 公司多个业务处于快速增长阶段，大型公立医院的纯销、社区配送、首钢总公司 GPO 项目、总后配送、医疗器械配送和第三方物流等。

新一轮北京社区医院的配送在今年 9 月份已经展开。 2009 年时公司获得北京社区配送资格，嘉事堂入围海淀、石景山、门头沟三个区的基药配送业务，其中海淀区是独家配送，占 18 区县社区配送总量的 30%；这次公司获得 8 个社区的配送资格，海淀独家，稳定时预计将占到基药配送量的 45%。

大型公立医院方面。 2011 年前，公司医院纯销主要集中在二甲级以下医院，近一两年公司在三级以上医院做了大量的工作，除个别医院外基本实现开户。

医疗器械批发业务。公司在高值医疗耗材领域进行了快速的扩张，从 2011 年组建嘉事盛世公司（母公司控股 51%）到目前刚刚收购武汉、上海和深圳等三家公司（母公司 31% 股权+嘉事盛世公司 20%），代理产品主要是围绕心内科，包括电生理、起搏器、支架和瓣膜等产品，厂商主要是强生、美敦力、圣犹达等国际优秀医疗器械制造商。高值医疗耗材占比医药市场比重比较小，北京地区约占医药市场的 3%，但增长速度较快，行业具有小、乱、散的特点。小，单一品种高值医疗耗材市场一般在上亿元到十几亿元不等，市场较小；乱，行业法律法规不健全，市场销售渠道乱象；散，市场分散，没有龙头企业，99% 的企业营业额都在亿元以下的规模。

7 月 8 日，北京市药监局启动北京市医疗器械第三方物流试点工作。今年重点对骨科、心脏（内、外）科、血液处理和人工器官、一次性耗材及体外诊断试剂等高风险产品开展三方物流企业试点。预计未来一年时间内对医疗器械行业的流通也会有重要文件出台，器械流通企业的估值将上移。公司此阶段进行快速的收购扩张是一个非常好的时期。 第一，因为较小的医疗器械销售企业和上游生产商谈判能力弱，代理权是一个大问题，企业小，融资能力差，有被整合的诉求，这是双方建立合作的原因之一；第二，公司所收购的企业均主要是代理心内科的产品，把众多小企业整合起来后对终端医院有很强的话语权。

结论：

嘉事堂在北京市场的份额目前只有 5% 左右，我们长期看好嘉事堂在北京区域市场地位的攀升。预测 2013-2015 年 EPS 为 0.450/0.63/0.80 元，对应 PE 为 33/24/19 倍，给予推荐评级。目标价 18 元。

盈利预测表

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,801	2,554	3,440	5,457	7,088
增长率（%）	31	42	35	59	30
扣非后净利润（百万元）	64	65	96	127	173

增长率 (%)	31	35	48	33	36
每股盈利 (元)	0.20	0.27	0.45	0.63	0.80
PE	30	29	33	24	19
PB	1.81	1.75	2.9	2.6	2.30
ROE (%)	6.0	6.0	9.1	9.65	11.6

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究五年，医药生物行业资深研究员。

联系人简介

张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士，军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士，医药行业从业经验七年，具有医药行业研发、销售与股票股权投资经历，2013 年加盟东兴证券，任医药生物行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。