嘉事堂（002462） 推荐

行业：医药商业

器械板块助推高增长，新业务有望加速推进

公司是北京地区医药商业龙头企业。在药品流通与高值耗材业务持续快速发展的同时，公司不断与医疗机构开展多种形式的医药供应链延伸服务：现有 GPO 业务稳步推进，中航 GPO 项目签约落地，PBM 项目平台公司成立，后续有望加速推进。物流平台稳步建设，为公司医药流通板块与新业务模式拓展提供有力支持。

投资要点：

- **高值耗材持续高增长推动业绩。**16 家医疗器械公司上半年营业收入达到 20 亿，和去年同期相比增长 70%，推动公司医药批发板块增长 39.30%。未来随着全国物流网络布局的推进将为器高值板块提供有力支持，以及子公司的区域小规模并购，高值耗材板块仍将保持较高增长速度。
- **中航 GPO 业务实质性开展，带来 12-16 亿增量规模。合资平台公司成立，PBM 业务有望加速推进。**公司与中航医疗健康产业有限公司签署合作协议，将以航空总医院为起点，将首钢 GPO 业务模式复制到航空总医院。未来随着业务在中航系统医疗机构的全面铺开，将带来 12-16 亿的市场增量。公司分别在湖北和安徽成立控股子公司嘉事君安与嘉事天诚，将作为蚌埠与鄂州的 PBM 项目推进主体平台，负责两地具体 PBM 业务的推进，平台的建立有望使公司的 PBM 业务提速推进。
- **北京新一轮阳光招标采购，公司有望较大幅度提高市场占有率。**北京新一轮阳光采购招标工作预期将于年内执行。与上一轮招标采购相比，公司今年拿到了更多上游药品的配送资格，销量最高的十家外企产品，公司有配送资格的占据了 8 家。公司有望在新的一轮阳光采购招标中大幅度的提升市场占有率。
- **投资建议：在两票制等行业政策推进中，中小流通企业有望被加速整合，我们看好公司作为区域性行业龙头的在整合中的不断受益和新型业务的持续拓展，首次覆盖，给予推荐评级。**公司作为北京地区医药商业龙头公司，随着医药商业的持续整合，公司将是巨大的受益者。医疗器械板块快速增长，GPO 业务持续推进，PBM 业务有望加速开展，未来成长空间巨大。不考虑增发摊薄，我们预计 16~18 年 EPS 分别为 0.88、1.10、1.36 元，对应 PE 为 43、34、28 倍，考虑到公司创新业务的持续开展，给予公司一定的估值溢价，给予 16 年 50 倍 PE，目标价 44.00 元，首次覆盖，推荐评级。
- **风险提示：**行业政策风险、心内高值耗材增速回落风险、新业务推广不及预期风险与药品器械降价风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8200	11196	14876	18533
收入同比(%)	47%	37%	33%	25%

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 44.00

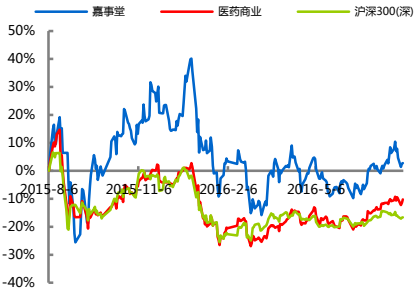
当前股价： 37.65

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	251
流通股本(百万股)	197
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	74
成交量(百万股)	1.32
成交额(百万元)	49.57

股价表现



相关报告

归属母公司净利润	173	219	275	341
净利润同比(%)	-24%	27%	25%	24%
毛利率(%)	12.8%	11.8%	11.3%	11.1%
ROE(%)	12.1%	11.1%	12.2%	13.1%
每股收益(元)	0.69	0.88	1.10	1.36
P/E	54.53	43.01	34.31	27.66
P/B	6.59	4.76	4.18	3.63
EV/EBITDA	22	19	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部

一、 器械板块发展动力十足，半年报业绩维持高速增长

器械业务持续快速增长助力公司医药批发板块增长 39.30%。各子公司增资后资金充裕推动业务持续拓展，16 家医疗器械公司上半年营业收入达到 20 亿，增长 70%，依然维持比较高的增长速度。医药配送业务实现收入 21.6 亿 ,较去年同期增长 11.3%。由于器械板块两家平台公司的发展较快但毛利相较其他器械公司低 ,导致整个医药批发业务板块毛利率下降 1.7 个百分比，同期医药连锁和物流板块维持稳健增长。应收账款增长 20.14%，显著低于营收增速，经营性现金流较去年同期相比改善明显，销售费用率与管理费用率均有小幅增长。总体上公司整体运营风险降低，运营效率持续提高。

二、 中航 GPO 业务带来 12-16 亿增量，PBM 业务有望加速推进

1. GPO 业务持续推进，中航 GPO 项目带来 12-16 亿增量

所谓集团采购合作（Group Pruichasing Organization，GPO），是指医院等医疗服务机构统一委托给集团采购组织进行代理采购，通过与医药供货商进行价格协商，实现定点生产、定点采购、带量采购，最终借助规模化效应打造出稳定医药的供应体系、降低采购成本。**①医保资金压力大，GPO 业务发展空间巨大。**“十一五”期间，国家医保部门持续扩大医疗保障范围 ,提高保障力度。筹资和支出近 5 年复合增长达到了 30%和 33%。但随着全面医保覆盖人群的扩大和医疗需求的持续提升，国内多地医保资金面临较大兑付压力。2014 年以来，我国医保基金的手指平衡压力初步显现。未来国内医药采购价格整体承压较大 ,医保控费力度、控费范围将持续扩大。**②嘉事堂-国内 GPO 业务开拓者。**作为医药商业公司，依托原有上游客户资源，具有先天的较强议价能力与渠道配送管理能力。2013 年公司率先学习美国医药商业运营模式，在国内与诸多医院合作开展集团采购业务。公司先后与首钢总医院、鞍钢总医院、721 医院、核工业医院开展药品、医疗器械供应链合作，实施统采统配，依靠配送的专业性与规模化效应为合作医院平均降低采购成本 10%以上。而排他性配送协议，使得合作机构的所有商业配送业务收入都将计入公司，有利于公司商业销售额的稳定增长。

中航 GPO 业务体量巨大，分布全国，利于嘉事堂 GPO 业务的全国拓展。中航医疗产业管理有限公司是中航工业旗下医疗健康产业专业化发展平台 ,是中航工业整合旗下医疗机构成立的大型医疗集团。公司拥有医疗机构 54 家（其中三级医院 9 家、二级医院 18 家、一级医院或社区卫生机构 27 家），分布于 19 个省 30 个市县，总床位 1.3 万张 ,年门诊急诊量 600 万人次 ,年住院量 40 万人次 ,其潜在 GPO 业务规模在 12-16 亿之间。

公司业务优势：①经验丰富。公司在与首钢总医院等医疗机构合作过程中，积累了丰富的 GPO 业务经验，今年上半年与首钢业务销售收入已达到 3.2 亿元，相较去年增长 6.6%，未来有望在中航医疗系统中快速复制。**②众多高性价比供应商。**多年的医药商业流通业务，公司筛选了 1000 多家高性价比的供应商企业，与上游供货商具有较强的议价能力，可以为医院平均节省平均 10%的费用支出。

合作协议签订，中航 GPO 业务实质性开展。6 月 12 日，公司与航空总医院签署了《航空总医院药品供应合作协议书》，合作业务正式开展。航空总医院用药规模在 2 亿元左右，将为公司的 GPO 业务带来新的增量。

2. PBM 业务持续探索，今年有望加速推进。

医药流通企业具有推进 PBM 业务先天优势。医药流通企业在推进 PBM 业务中，在上游议价能力，医保控费业务，处方药优化能力与业务转化为盈利的能力具有先天的优势，对于产业链更加熟悉，把控能力更强。而广义上的 GPO 业务与 PBM 业务有相同之处，公司在推进 GPO 业务中的经验可以部分复制到 PBM 业务中来。

与中国人寿合作，探索新型支付模式流程。中国人寿作为主流保险公司，具有较强的市场公信力，丰富的保险运营经验与赔付能力，更加容易获得社保部门的认可。医药公司联合大型商业保险公司共同开展 PBM 业务在国外有非常成熟的案例可参考，也顺应国家医改政策方向。我们认为未来医保资金的控费主体变为保险公司，将更加高效的进行处方审查和支付流程控制，提高医保控费的效率和质量。通过中国人寿医保支付平台数据，结合当地医院通病种用药情况、同类药品使用情况、医保支付情况等，实现三医联动，将合理控制费用支出，推动公司商业模式及主营业务发展。

子公司成立，业务平台搭建完毕。公司分别在湖北和安徽成立控股子公司嘉事君安与嘉事天诚作为业务主体，并在蚌埠设立嘉和事兴医疗器械物流有限公司提供物流服务，业务平台已经搭建完毕。我们认为在理顺两地原有业务之后，蚌埠、鄂州市的 PBM 项目相关工作将加速推进。未来公司将依托药品供应链管理系统数据对药品采购、使用情况进行分析、结合临床用药，对不合理用药建立预警、干预机制，真正实现在医疗服务的各个环节的进行合理监控。

三、 器械板块业绩贡献巨大，全国物流中心持续布局

1. 器械板块中心内高值耗材业务继续保持快速增长

公司于 2011 年开始通过收购的方式进入心内科高值耗材领域，目前控股公司已达 16 家，直销网络覆盖全国 27 个省（直辖市），900 余家三级医院，合作厂家涵盖强生、美敦力等国内外著名企业。公司已经完成了全国范围内的医疗器械布局，在心内科高值耗材领域已经处于国内领先地位，业务涵盖支架、起搏器、瓣膜等心内科品种以及其他科室品种。2015 年 8 月份公司完成各器械子公司增资工作，总注册资本达到了 10 亿元。显示出了公司与下属子公司个人股东对于公司高值耗材板块发展的巨大信心，同时充足的现金也有利于各子公司快速开展业务。目前市场下仍存在众多规模较小的心内科耗材公司，未来公司将以各子公司为主体，持续推进行业的整合，扩大公司市场占有率。

在全国销售渠道布局基本完成的情况下，下属子公司依托公司的财务与渠道支持，未来将继续拓展其他合作医院，扩大销售品种，并且依托目前高值心内科耗材的成功经

验与平台，开拓骨科等其他科室器械产品业务。

2. 医药物流保持高速增长，物流中心建设持续布局。

医药物流上半年实现收入 4859 万元，同比增长 26.89%，毛利率 38.72%，同比增长 2.68 个百分比。目前公司在北京地区拥有京东、京西两大药品专业物流，海淀区拥有最为现代化的医疗器械物流配送中心，全国已在北京、上海、广州、安徽、四川布局七家医药和医疗器械物流中心，仓储面积达到 10 万平米，并相继获得第三方物流资格，开展招商工作。未来随着新建物流中心发展成熟，其盈利能力将显著增强。同时为了满足 GPO 与 PBM 业务未来的业务推广对于物流的要求，公司计划在全国建成 13 家医药物流中心，仓储面积突破 25 万平米，为业务开展形成有利支撑，而第三方物流业务的开展，也可能成为公司利润的潜在增长点。

四、 北京新一轮阳光采购即将开始，公司有望提升市场占比

北京新一轮阳光招标采购预期有望在年底执行。与上一轮招标采购相比，公司今年拿到了更多上游药品的配送资格，产品的覆盖率已经从以前的 20%提高到了目前的 70-80%，销量最高的十家外企产品，公司有配送资格的占据了 8 家。公司有望在新的一轮阳光采购招标中大幅度的提升市场占有率。

五、 风险提示

(一) **行业政策风险：**两票制等行业政策存在不及预期风险。

(二) **心内高值耗材增速回落风险：**公司心内高值耗材前期增长较快，基数不断增大，未来增速存在回落的风险。

(三) 新业务推广不及预期风险。

(四) 配送药品和器械存在降价的风险。药品器械降价将直接影响公司的业务利润。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4881	6522	8551	10370
现金	537	537	537	537
应收账款	3145	4376	5906	7237
其它应收款	49	0	0	0
预付账款	105	145	193	242
存货	941	1350	1789	2219
其他	104	115	126	135
非流动资产	1006	506	491	474
长期投资	2	0	0	0
固定资产	338	341	334	322
无形资产	42	42	42	42
其他	624	123	114	109
资产总计	5887	7028	9042	10844
流动负债	3685	4115	5649	6857
短期借款	1503	915	1682	2021
应付账款	1721	2706	3431	4256
其他	461	494	537	580
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	3685	4115	5650	6857
少数股东权益	771	933	1137	1391
股本	240	251	251	251
资本公积	358	737	737	737
留存收益	833	992	1267	1608
归属母公司股东权益	1431	1980	2255	2596
负债和股东权益	5887	7028	9042	10844

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-310	-154	-692	-223
净利润	301	382	479	594
折旧摊销	34	16	16	16
财务费用	80	68	75	116
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-732	-636	-1281	-968
其它	9	17	19	18
投资活动现金流	-198	482	0	0
资本支出	67	0	0	0
长期投资	-156	-11	0	0
其他	-287	472	0	0
筹资活动现金流	607	-329	692	223
短期借款	448	-588	767	339
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	11	0	0
资本公积增加	0	379	0	0
其他	159	-130	-75	-116
现金净增加额	99	0	0	0

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8200	11196	14876	18533
营业成本	7147	9870	13195	16478
营业税金及附加	23	31	42	52
营业费用	429	560	721	853
管理费用	111	148	193	232
财务费用	80	68	75	116
资产减值损失	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	399	506	636	790
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	403	511	641	795
所得税	102	129	162	200
净利润	301	382	479	594
少数股东损益	128	163	204	253
归属母公司净利润	173	219	275	341
EBITDA	512	590	727	923
EPS（元）	0.72	0.88	1.10	1.36

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	47.2%	36.5%	32.9%	24.6%
营业利润	-1.8%	26.8%	25.6%	24.2%
归属于母公司净利润	-24.2%	26.8%	25.4%	24.0%
获利能力				
毛利率	12.8%	11.8%	11.3%	11.1%
净利率	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%
ROE	12.1%	11.1%	12.2%	13.1%
ROIC	11.0%	12.7%	11.5%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	62.6%	58.5%	62.5%	63.2%
净负债比率	40.79%	22.23%	29.76%	29.47%
流动比率	1.32	1.59	1.51	1.51
速动比率	1.07	1.26	1.20	1.19
营运能力				
总资产周转率	1.57	1.73	1.85	1.86
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	4.75	4.46	4.30	4.29
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.88	1.10	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.24	-0.61	-2.76	-0.89
每股净资产(最新摊薄)	5.71	7.90	9.00	10.36
估值比率				
P/E	54.53	43.01	34.31	27.66
P/B	6.59	4.76	4.18	3.63
EV/EBITDA	22	19	15	12

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

张镭，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。
孙明达，吉林大学博士，医药行业两年从业经验。

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，旨为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