



分析师：魏赟

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070016

基本数据 (2017Q1)

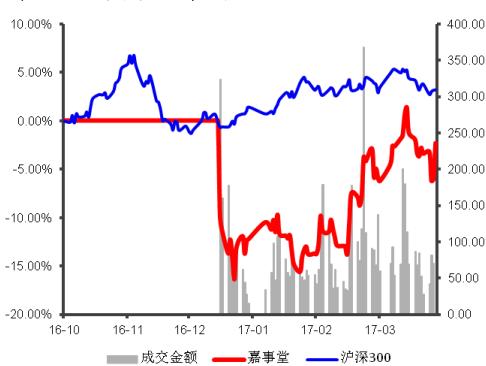
报告日股价 (元)	41.54
12mth A 股价格区间 (元)	33.67-44.07
总股本 (百万股)	250.53
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	103.57
每股净资产 (元)	8.19
PBR (X)	5.07
DPS (Y2016, 元)	无

主要股东 (2017Q1)

中国青年实业发展总公司	16.72%
北京海淀置业集团有限公司	5.09%
中协宾馆	4.86%

收入结构 (2016Y)

医药批发	97.70%
医药连锁	1.35%
医药物流	1.26%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

报告编号：WY17-CT14

首次报告日期：2017年04月28日

相关报告：

《嘉事堂 (002462) 2016 年三季报点评：三季度维持业绩高增长 GPO 业务布局有望开始放

北京区域业绩稳健增长 省外业务保持外延式并购

■ 公司动态事项

4月27日，公司发布2016年年度报告及2017年一季报。

■ 事项点评**北京区域收入增长稳健，持续省外并购推动业绩较快增长**

公司2016年全年实现营业收入109.72亿元，同比增长33.80%；实现归母净利润2.23亿元，同比增长28.98%；同时公司发布2017年一季报，实现营业收入30.31亿元，同比增长25.02%；实现归母净利润7,106.02万元，同比增长30.47%。

分地区来看，北京地区2016年实现收入54.96亿元，同比增长10.67%，毛利率为8.39% (+1.89pp)。北京市政府于2017年3月发布《北京市医药分开综合改革实施方案》，要求自4月8日起实施药品阳光采购。公司积极参与北京地区阳光采购招标工作，获得配送品种超过2.7万个，进入北京第一医药商业集团。

北京以外地区的收入同比增速在2014-2016年分别为176.6%、141.9%、74.8%，收入占比在2014年-2016年分别为24.2%、39.4%、47.6%，北京以外地区收入增速明显高于北京地区收入增速，成为公司业绩的主要增长点。

公司于2016年10月公告披露收购西安欣森医药（后更名为陕西嘉事堂医药）51%股权。陕西嘉事堂医药于2016年第四季度完成并表，11-12月实现收入3,326.71万元，净利润34.01万元。此外，公司于2017年3月公告披露拟收购成都荣锦51%股权。成都荣锦2016年1-10月实现收入6.41亿元，净利润1,345万元，成都荣锦承诺2017H2-2020年实现销售收入不低于5.5亿元、12.5亿元、15亿元、18亿元，实现扣非净利润不低于1,100万元、2500万元、3000万元、3600万元。公司通过收购西安欣森、成都荣锦，旨在进一步扩张陕西省、四川省的药品配送业务，预计在2017年合并报表后有利于公司业绩保持较快的同比增速。

收购 12 家器械子公司少数股东股权，增厚公司业绩

公司于2016年12月底公告披露拟发行2,054万股募集8.48亿元收购12家器械子公司的少数股东股权，发行价格为41.30元/股。12家子公司承诺2016-2019年净利润合计不低于2.38亿元、2.87亿元、3.47亿元、4.18亿元。

我们认为：1) 本次增资完成后，公司对12家器械子公司的持股比例将增加至75%，有利于提高公司对器械子公司的控制力；2) 12家器械子公司2015年合计实现收入29.38亿元，净利润1.75亿元，本次收购

对应2015年少数股东损益约为0.44亿元，根据收购价测算出对应的PE约为19.4倍；3)根据业绩承诺测算，12家器械子公司2016-2019年净利润增速分别不低于36.1%、20.7%、20.6%、20.7%，有利于公司业绩保持较快增速。

GPO业务持续深入，未来有望成为公司新的业绩增长点

GPO业务方面，公司2016年与首钢总公司的实际销售收入达6.61亿元，同比增长5.59%，公司与中航医疗签订战略合作协议书，2016年6月公司与航空总医院签署《航空总医院药品供应合作协议书》，为公司与中航医疗的GPO项目合作奠定了良好开局。

公司在GPO业务运营上具有丰富经验，公司于2013年5月与首钢总公司签订合作协议，就首钢所属医疗机构的药品、医用耗材等供应链管理进行全面合作，自2013年6月起在北京地区首钢所属医疗机构开始履约，至今公司已有3年以上GPO模式运营经验；公司2016年持续推进GPO项目，设立子公司开展蚌埠、鄂州PBM项目，与中航签订战略合作协议，与西安北方医院2017年正式开展GPO合作，辽宁地区加强厂商普药深度合作。我们认为，未来公司有望复制“首钢”GPO模式推向全国市场，成为公司业绩的新增长点。

■ 风险提示

北京区域市场竞争加剧的风险；药品招标、医保支付等行业政策风险；GPO业务拓展不及预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，给予“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.15、1.44元，以4月27日收盘价41.54元计算，动态PE分别为35.99倍和28.83倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为27.51倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为：1)公司是北京地区的大型医药商业公司，其北京区域业务未来将持续受益于阳光采购，此外，公司其他区域业务通过持续推进的外延式并购，有望保持较快增速；2)公司已建立了国内最大的高值医疗器械销售网络，其直销网络遍布全国27个重点地区、900多家重点医疗机构，2016年公司又公告收购12家器械子公司股权，在增厚公司业绩的同时，不断加速整合子公司业务，提高公司器械业务的经营效率；3)公司不断尝试、探索、复制GPO、PBM等新型业务模式，有望将PBM业务、GPO业务推向全国，成为公司新的业绩增长点。未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,971.58	13,661.36	16,619.80	19,900.49
年增长率	33.80%	24.52%	21.66%	19.74%
归属于母公司的净利润	223.10	289.18	361.02	435.82
年增长率	28.98%	29.62%	24.84%	20.72%
每股收益 (元)	0.89	1.15	1.44	1.74
PER (X)	46.65	35.99	28.83	23.88

注: 有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	10,971.58	13,661.36	16,619.80	19,900.49
二、营业总成本	10,428.19	12,945.54	15,726.17	18,821.70
营业成本	9,774.38	12,125.86	14,714.91	17,630.54
营业税金及附加	24.92	34.52	42.05	48.61
销售费用	410.16	450.82	548.45	656.72
管理费用	128.30	163.94	206.41	239.56
财务费用	80.60	147.59	191.20	220.02
资产减值损失	9.81	22.81	23.14	26.25
三、其他经营收益	1.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.90	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	545.29	715.82	893.63	1,078.79
加: 营业外收入	8.05	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.10	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	552.24	715.82	893.63	1,078.79
减: 所得税	142.24	184.38	230.18	277.87
六、净利润	410.00	531.44	663.46	800.92
减: 少数股东损益	186.90	242.26	302.44	365.10
归属于母公司所有者的净利润	223.10	289.18	361.02	435.82
七、摊薄每股收益(元)	0.89	1.15	1.44	1.74

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贊 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。