

## 药品业务增速加快，受益行业整合

### 投资要点

- **事件:** 公司 2017 上半年实现营业收入 65.4 亿元 (+27.8%)，归母净利润 1.4 亿元 (+23.1%)，扣非归母净利润 1.48 元 (+28.7%)。公司预计 2017 年 1-9 月归属上市公司股东净利润 1.7-2.21 亿元，同比增速 0-30%。
- **业绩符合预期，毛利率结构性下滑。** 占公司收入比重 97% 的药品批发业务实现营业收入 65 亿元 (+29%)。其中，我们估计器械业务占比约 2/3，保持 30% 左右较快增长；药品业务占比约 1/3，保持 20% 左右稳健增长。由于耗材配送平台业务增速较快、北京地区药品配送业务增速加快（该两项业务毛利率较低），药品批发业务毛利率同比下降 0.83 个百分点，整体毛利率下降 1.45 个百分点。
- **药品配送：创新 GPO、PBM 等业务模式，受益北京阳光采购。** 1) 先后与首钢总医院、鞍钢总医院、721 医院、核工业医院、航空总医院开展药品、医疗器械供应链合作，实施统采统配；与中国人寿保险股份有限公司签署战略合作协议，试点推进药品福利管理（PBM）合作模式，成功与蚌埠、鄂州市人民政府签署合作协议。新业务模式将带动公司市占率进一步提升。2) 公司药品批发业务集中于北京地区，优势为基药配送，从 2012 年起作为 5 家基药配送商之一覆盖 8 个区县（与海淀区签订独家配送协议）。在已开展的阳光招标采购中标品种近 30000 个，新标的执行将扩大公司在医院纯销的市场份额。
- **器械流通的行业整合者，受益两票制、集采等行业政策。** 公司自 2013 年积极布局高值耗材配送企业，在全国心内科高值耗材市场处于领先地位，从 2014 年开始初步形成覆盖全国的配送网络，业务涉及 27 省的 900 多家三级医院。医疗器械行业增速约 20%，为增长较快的细分市场，在两票制、器械耗材集中采购的行业背景下，公司作为龙头，增速有望维持在 30% 以上。
- **盈利预测与投资建议。** 由于北京阳光采购药品降价幅度较大，我们下调了公司的盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.16 元、1.46 元、1.84 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、25X、20X。跟公司历史估值对比，目前处于中等水平，考虑到公司 17 年迎来北京市阳光采购、两票制的行业整合等催化剂，维持“买入”评级，给予 2018 年 32 倍 PE，目标价 46.72 元。
- **风险提示：** 药品降价超预期风险，医疗器械降价超预期风险。

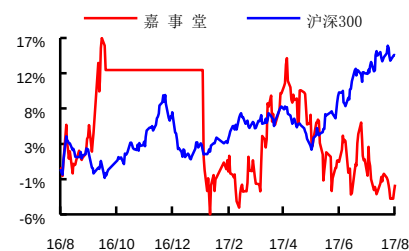
| 指标/年度          | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 10971.58 | 14179.66 | 17875.67 | 22557.05 |
| 增长率            | 33.80%   | 29.24%   | 26.07%   | 26.19%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 223.10   | 290.49   | 364.82   | 461.25   |
| 增长率            | 28.98%   | 30.21%   | 25.59%   | 26.43%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.89     | 1.16     | 1.46     | 1.84     |
| 净资产收益率 ROE     | 13.97%   | 15.06%   | 16.43%   | 17.70%   |
| PE             | 41       | 32       | 25       | 20       |
| PB             | 3.15     | 2.75     | 2.37     | 2.02     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
 联系人: 张肖星  
 电话: 021-68415020  
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 2.51        |
| 流通 A 股(亿股)   | 2.49        |
| 52 周内股价区间(元) | 35.57-44.07 |
| 总市值(亿元)      | 92.37       |
| 总资产(亿元)      | 81.60       |
| 每股净资产(元)     | 8.33        |

### 相关研究

1. 嘉事堂 (002462): 业绩高增长，受益北京阳光采购、器械流通整合 (2017-04-27)
2. 嘉事堂 (002462): 收购器械子公司少数股权，增厚上市公司利润 (2017-01-12)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2016A          | 2017E          | 2018E           | 2019E           | 现金流量表 (百万元)       | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 10971.58       | 14179.66       | 17875.67        | 22557.05        | 净利润               | 410.00         | 506.09         | 640.03         | 809.20         |
| 营业成本          | 9774.38        | 12678.28       | 15973.63        | 20144.74        | 折旧与摊销             | 40.50          | 63.60          | 74.10          | 85.89          |
| 营业税金及附加       | 24.92          | 35.25          | 44.07           | 55.04           | 财务费用              | 80.60          | 96.47          | 124.94         | 161.76         |
| 销售费用          | 410.16         | 531.74         | 672.13          | 852.66          | 资产减值损失            | 9.81           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 128.30         | 165.82         | 209.04          | 263.78          | 经营营运资本变动          | -693.75        | -917.27        | -939.55        | -1221.93       |
| 财务费用          | 80.60          | 96.47          | 124.94          | 161.76          | 其他                | 269.14         | -1.89          | -2.09          | -2.32          |
| 资产减值损失        | 9.81           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>116.30</b>  | <b>-253.00</b> | <b>-102.57</b> | <b>-167.39</b> |
| 投资收益          | 1.90           | 1.89           | 2.09            | 2.32            | 资本支出              | 6.51           | -130.00        | -130.00        | -130.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 其他                | -179.92        | 1.89           | 2.09           | 2.32           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-173.41</b> | <b>-128.11</b> | <b>-127.91</b> | <b>-127.68</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>545.29</b>  | <b>673.98</b>  | <b>853.95</b>   | <b>1081.40</b>  | 短期借款              | 193.60         | 471.30         | 645.40         | 822.99         |
| 其他非经营损益       | 6.95           | 5.47           | 5.72            | 5.84            | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>552.24</b>  | <b>679.45</b>  | <b>859.67</b>   | <b>1087.24</b>  | 股权融资              | 389.33         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 142.24         | 173.37         | 219.64          | 278.04          | 支付股利              | -62.63         | -80.78         | -105.18        | -132.09        |
| 净利润           | 410.00         | 506.09         | 640.03          | 809.20          | 其他                | -204.37        | -96.47         | -124.94        | -161.76        |
| 少数股东损益        | 186.90         | 215.59         | 275.22          | 347.96          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>315.93</b>  | <b>294.05</b>  | <b>415.28</b>  | <b>529.14</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 223.10         | 290.49         | 364.82          | 461.25          | <b>现金流量净额</b>     | <b>258.82</b>  | <b>-87.06</b>  | <b>184.80</b>  | <b>234.07</b>  |
|               |                |                |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2016A          | 2017E          | 2018E           | 2019E           | 财务分析指标            | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金          | 796.04         | 708.98         | 893.78          | 1127.85         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 4298.79        | 5728.87        | 7153.42         | 9024.51         | 销售收入增长率           | 33.80%         | 29.24%         | 26.07%         | 26.19%         |
| 存货            | 1181.03        | 1531.90        | 1930.07         | 2434.06         | 营业利润增长率           | 36.65%         | 23.60%         | 26.70%         | 26.63%         |
| 其他流动资产        | 79.23          | 102.40         | 129.09          | 162.89          | 净利润增长率            | 36.06%         | 23.44%         | 26.47%         | 26.43%         |
| 长期股权投资        | 1.71           | 1.71           | 1.71            | 1.71            | EBITDA 增长率        | 30.06%         | 25.16%         | 26.25%         | 26.22%         |
| 投资性房地产        | 7.84           | 7.84           | 7.84            | 7.84            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 353.01         | 433.89         | 504.27          | 562.86          | 毛利率               | 10.91%         | 10.59%         | 10.64%         | 10.69%         |
| 无形资产和开发支出     | 513.56         | 512.40         | 511.25          | 510.09          | 三费率               | 5.64%          | 5.60%          | 5.63%          | 5.67%          |
| 其他非流动资产       | 148.35         | 135.03         | 121.70          | 108.38          | 净利率               | 3.74%          | 3.57%          | 3.58%          | 3.59%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>7379.55</b> | <b>9163.03</b> | <b>11253.14</b> | <b>13940.20</b> | ROE               | 13.97%         | 15.06%         | 16.43%         | 17.70%         |
| 短期借款          | 1696.60        | 2167.90        | 2813.31         | 3636.30         | ROA               | 5.56%          | 5.52%          | 5.69%          | 5.80%          |
| 应付和预收款项       | 2565.06        | 3399.49        | 4249.86         | 5361.50         | ROIC              | 11.74%         | 11.62%         | 11.92%         | 12.39%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 6.07%          | 5.88%          | 5.89%          | 5.89%          |
| 其他负债          | 182.64         | 235.07         | 294.57          | 369.88          | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>4444.31</b> | <b>5802.47</b> | <b>7357.73</b>  | <b>9367.68</b>  | 总资产周转率            | 1.65           | 1.71           | 1.75           | 1.79           |
| 股本            | 250.53         | 250.53         | 250.53          | 250.53          | 固定资产周转率           | 31.76          | 37.47          | 41.13          | 45.73          |
| 资本公积          | 737.16         | 737.16         | 737.16          | 737.16          | 应收账款周转率           | 3.04           | 2.98           | 2.93           | 2.94           |
| 留存收益          | 993.46         | 1203.17        | 1462.81         | 1791.96         | 存货周转率             | 9.21           | 9.35           | 9.23           | 9.23           |
| 归属母公司股东权益     | 1981.14        | 2190.86        | 2450.50         | 2779.65         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.77%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 954.10         | 1169.69        | 1444.91         | 1792.87         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2935.25</b> | <b>3360.55</b> | <b>3895.41</b>  | <b>4572.51</b>  | 资产负债率             | 60.22%         | 63.32%         | 65.38%         | 67.20%         |
| 负债和股东权益合计     | 7379.55        | 9163.03        | 11253.14        | 13940.20        | 带息债务/总负债          | 38.17%         | 37.36%         | 38.24%         | 38.82%         |
|               |                |                |                 |                 | 流动比率              | 1.43           | 1.39           | 1.37           | 1.36           |
|               |                |                |                 |                 | 速动比率              | 1.17           | 1.13           | 1.11           | 1.10           |
|               |                |                |                 |                 | 股利支付率             | 28.07%         | 27.81%         | 28.83%         | 28.64%         |
|               |                |                |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                 |                 | 每股收益              | 0.89           | 1.16           | 1.46           | 1.84           |
|               |                |                |                 |                 | 每股净资产             | 11.72          | 13.41          | 15.55          | 18.25          |
|               |                |                |                 |                 | 每股经营现金            | 0.46           | -1.01          | -0.41          | -0.67          |
|               |                |                |                 |                 | 每股股利              | 0.25           | 0.32           | 0.42           | 0.53           |
|               |                |                |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2016A          | 2017E          | 2018E           | 2019E           |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 666.39         | 834.05         | 1052.99         | 1329.05         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 41.40          | 31.80          | 25.32           | 20.03           |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.15           | 2.75           | 2.37            | 2.02            |                   |                |                |                |                |
| PS            | 0.84           | 0.65           | 0.52            | 0.41            |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 15.15          | 12.78          | 10.56           | 8.81            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.68%          | 0.87%          | 1.14%           | 1.43%           |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售    | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰     | 机构销售    | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺     | 机构销售    | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟     | 机构销售    | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售    | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 赵佳      | 地区销售副总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩     | 机构销售    | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监  | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售    | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售    | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售    | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售    | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |