



分析师：魏贇

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 (2017Q2)

报告日股价 (元)	36.87
12mth A 股价格区间 (元)	35.57-44.07
总股本 (百万股)	250.53
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	91.92
每股净资产 (元)	8.33
PBR (X)	4.43
DPS (Y2016, 元)	10 派 1.50

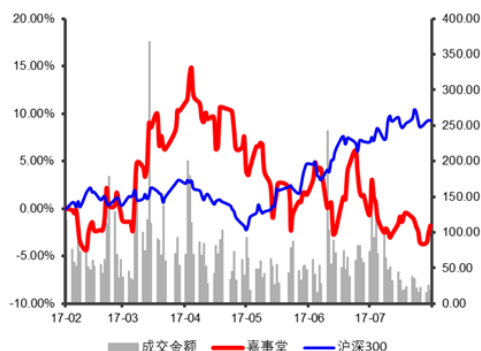
主要股东 (2017Q2)

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 (2017Q2)

医药批发	98.01%
医药连锁	1.01%
医药物流	0.98%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY17-CT28

首次报告日期：2017年04月28日

相关报告：

《嘉事堂 (002462) 2016 年年报及 2017 年一季报点评：北京区域业绩稳健增长 省外业务保持外延式并购》

北京区域业务受益于阳光采购稳健增长 西南区域业务布局持续推进

■ 公司动态事项

8月10日，公司发布2017年中报。

■ 事项点评

批发业务持续较快增长，毛利率水平小幅下降

公司2017年H1实现营业收入65.36亿元，同比增长27.84%。分季度来看，2017年Q1、Q2收入分别同比增长25.0%、30.4%，第二季度收入增速有所提升；分业务来看，医药批发业务收入占比为98.01%，是公司收入的主要来源，2017年H1实现收入64.06亿元，同比增长28.22%，销售毛利率为9.60%，同比下降0.83pp。器械业务方面，公司的18家医疗器械销售子公司2017年H1实现收入39.93亿元，同比增长33.9%，实现净利润1.80亿元，同比增长18.7%。GPO业务方面，公司2017年上半年与首钢总公司的实际销售收入达3.12亿元，与上年同期持平。

公司2017年H1实现归母净利润1.43亿元，同比增长23.13%。公司2017年H1期间费用率为4.78%，同比下降1.18pp，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.02%、1.15%、0.61%，同比分别下降0.99pp、持平、下降0.19pp。

北京区域收入增长稳健，持续受益于北京药品阳光采购

分地区来看，北京地区2017年H1实现收入30.70亿元，同比增长17.30%，毛利率为8.58% (-1.21pp)。北京市公立医疗机构自今年4月起实施药品阳光采购，公司受益于本轮阳光采购，配送品规已超过3万个，是北京地区配送品种最多的企业之一。此外，公司是北京社区医疗机构的主要配送商之一，承担北京市海淀、石景山、门头沟三个区的社区医疗药品配送一级配送商任务，本轮阳光采购将基层医疗机构与二三级医院的药品采购平台合二为一，未来随着分级诊疗制度的推进，公司有望占据更多的北京区域市场份额，带动公司业绩快速增长。

北京以外区域收入维持较高增速，西南地区成为公司业绩的新增长点

北京以外地区2017年H1实现收入34.18亿元，同比增长35.35%，毛利率为10.55% (-1.86pp)。公司于2017年7月与四川投促局签订《战略合作框架协议》，在四川省设立嘉事堂西南总部并建立物流中心。我们认为，本次战略合作协议计划5年实现收入50亿元，与此前计划收购的成都荣锦的收入承诺相匹配（成都荣锦承诺2017H2-2020年实现销售

—2017年05月02日

收入不低于5.5亿元、12.5亿元、15亿元、18亿元），西南地区已成为公司北京以外地区业务扩张的重要增长点，北京以外地区有望维持较高的收入增速。

■ 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；北京以外地区扩张不及预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.15、1.44元，以8月9日收盘价36.87元计算，动态PE分别为31.94倍和25.58倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为26.46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，药品品规数、覆盖医院数有望持续增长，带动北京区域业绩稳健增长；2）公司7月份与四川投促局签订战略合作协议，与此前第一季度收购成都荣锦具有较高的协同性，西南地区有望成为公司北京以外区域业绩的新增长点，有利于公司维持北京以外区域配送业务较高增速。未来六个月内，维持“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	289.23	361.05	435.69
年增长率	28.98%	29.64%	24.83%	20.67%
每股收益（元）	0.89	1.15	1.44	1.74
PER（X）	41.40	31.94	25.58	21.20

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	796	1,093	1,330	1,592
存货	1,181	1,451	1,743	2,084
应收账款及票据	4,160	5,025	6,149	7,231
其他	218	229	279	309
流动资产合计	6,355	7,798	9,500	11,217
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	353	341	330	318
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	34	30	26
其他	632	618	601	587
非流动资产合计	1,024	994	963	933
资产总计	7,380	8,793	10,463	12,149
短期借款	1,697	1,987	2,343	2,573
应付账款及票据	2,547	3,205	3,775	4,588
其他	195	137	218	190
流动负债合计	4,438	5,329	6,336	7,351
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	6	2	3	4
非流动负债合计	6	2	3	4
负债合计	4,444	5,331	6,339	7,355
少数股东权益	954	1,196	1,499	1,864
股东权益合计	2,935	3,461	4,125	4,795
负债和股东权益总计	7,380	8,793	10,463	12,149

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	410	289	361	436
折旧和摊销	41	28	29	30
营运资本变动	(389)	(536)	(797)	(654)
经营活动现金流	116	171	87	396
资本支出	4	(11)	(14)	(13)
投资收益	2	0	0	0
投资活动现金流	(173)	(11)	(14)	(13)
股权融资	11	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(38)	(87)	0	(131)
融资活动现金流	316	137	164	(120)
净现金流	259	297	237	262

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,972	13,661	16,620	19,900
营业成本	9,774	12,126	14,715	17,631
营业税金及附加	25	35	42	49
营业费用	410	451	548	657
管理费用	128	164	206	240
财务费用	81	147	191	220
资产减值损失	10	23	23	26
投资收益	2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	545	716	894	1,078
营业外收支净额	7	0	0	0
利润总额	552	716	894	1,078
所得税	142	184	230	278
净利润	410	532	664	801
少数股东损益	187	242	302	365
归属母公司股东净利润	223	289	361	436

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	33.80%	24.52%	21.66%	19.74%
EBITDA 增长率	29.69%	36.34%	24.96%	19.30%
EBIT 增长率	30.73%	37.95%	25.65%	19.72%
净利润增长率	28.98%	29.64%	24.83%	20.67%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	5.96%	6.52%	6.70%	6.68%
EBIT/总收入	5.70%	6.32%	6.53%	6.53%
净利率	2.03%	2.12%	2.17%	2.19%
资产负债率	60.22%	60.63%	60.58%	60.53%
流动比率	1.43	1.46	1.50	1.53
速动比率	1.17	1.19	1.22	1.24
总资产回报率 (ROA)	5.56%	6.05%	6.34%	6.59%
净资产收益率 (ROE)	11.26%	12.77%	13.75%	14.87%
EV/营业收入	1.7	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	18.9	12.6	10.4	9.0
PE	41.4	31.9	25.6	21.2
PB	4.7	4.1	3.5	3.2

分析师承诺

魏贇 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。