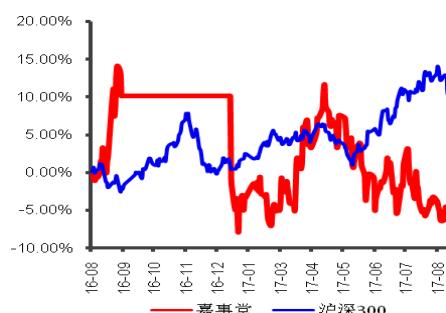


嘉事堂（002462）：药品器械业务齐头并进，从区域向全国扩张
推荐(首次)
医药
当前股价：36.99 元
报告日期：2017 年 8 月 29 日
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,972	14,055	18,071	22,927
(+/-)	33.80%	28.10%	28.57%	26.87%
营业利润	545	708	897	1,159
(+/-)	36.65%	29.88%	26.59%	29.24%
归属母公司	223	289	366	473
净利润				
(+/-)	36.06%	29.55%	26.59%	29.24%
EPS（元）	0.89	1.15	1.46	1.89
市盈率	42	33	26	20

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	25,053/24,932
流通市值（亿元）	125.17
每股净资产（元）	3.55
资产负债率（%）	46.19

股价表现（最近一年）


资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-64731011

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

● 公司是具有创新活力的高成长企业

公司上市初期仅是北京地区的一家中小医药商业企业，2010 年上市以后，公司通过业务模式创新，大力发展战略性新兴产业，实现了快速增长，2010–2016 年公司营业收入年复合增长率达 41.9%，扣非后净利润年复合增速达 30.6%，2016 年公司在全国医药商业企业排名已跃升至第 20 位。

● 公司药品销售受益于北京阳光采购等政策的落实

公司药品销售目前主要集中在北京地区，是北京第四大医药商业企业，第二大社区配送商，当前北京医改力度大，取消药品加成，实行药品阳光采购，加快分级诊疗等，有利于北京药品流通行业集中度的提升，2016 年公司药品销售规模约 49 亿元，在北京的市场占有率不足 5%，今年以来公司药品销售增速逐渐加快，未来在北京的市场份额有望进一步提升。

● 公司开始全国性的药品销售业务扩张

公司 2017 年 3 月收购成都蓉锦医药股权，7 月与四川省投资促进局签署《战略合作框架协议》，拟设立公司西南地区总部、建设物流中心、并参与当地公立医院改革，目标 5 年内实现销售收入 50 亿元。此次是公司在北京以外的首次区域性药品流通领域的战略布局，未来公司药品销售业务的外延式发展有望成为公司新的增长动力。

● 公司器械销售业务持续高增长

公司 2011 年开始发展器械销售业务，2016 年器械销售规模已达 58 亿元，短短几年实现了跨跃式的发展；目前公司器械销售业务仍主要集中在心内科高值耗材领域，未来公司将逐渐向骨科、神经等领域拓展；当前整个器械销售板块的行业增速和盈利能力都显著高于药品板块，但行业集中度偏低，公司凭借其器械领域深度整合的优势正积极抢占更大的市场份额，预计未来几年公司器械销售快速发展势头不减。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2017–2019 年实现归属于母公司净利润分别为 2.89 亿元、3.66 亿元、4.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.15 元、1.46 元、1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 33/26/20 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。



正文目录

公司是具有创新活力的央企.....	4
公司上市以来业绩实现快速增长.....	5
药品纯销业务受益于北京阳光采购政策的落实.....	7
社区配送业务受益于分级诊疗制度的推进.....	8
公司 GPO 模式可复制性强.....	10
开始向全国拓展药品流通业务.....	11
器械销售板块持续高增长.....	12
盈利预测与估值	14
风险提示	15



图表目录

图表 1 公司主要发展历程	4
图表 2 2010-2016 年公司收入增长情况	5
图表 3 2010-2016 年公司扣非后归母净利润增长情况	5
图表 4 公司北京地区收入占比逐渐下降	6
图表 5 2010-2016 年公司各项盈利指标情况	6
图表 6 2010-2016 年公司期间费用率情况	6
图表 7 北京市医药分开改革方案概况	7
图表 8 北京市药品阳光采购方案概况	7
图表 9 2010-2016 年北京药品流通行业销售额增长情况	8
图表 10 北京市分级诊疗制度方案概况	9
图表 11 公司首钢 GPO 项目销售收入增长情况	10
图表 12 蓉锦医药承诺的 2017H2-2020 年销售收入情况	11
图表 13 蓉锦医药承诺的 2017H2-2020 年扣非净利润情况	11
图表 14 我国医疗器械市场规模增长情况	12
图表 15 公司器械耗材销售规模增长情况	13
图表 16 2009-2016 年我国 PCI 手术量增长情况	14
图表 17 公司主要板块收入预测	15
表附录：三大报表预测值（百万元）	16



公司是具有创新活力的央企

公司前身是成立于 1997 年的嘉事实业有限责任公司，1998 年确定医药经营为主营业务，更名为嘉事堂药业有限责任公司，2001 年整体改制为股份公司，2010 年公司在中小板上市。嘉事堂药业第一大控股股东为团中央直属企业中国青年实业发展总公司，目前持有公司股份 16.72%。其它主要股东有：全国政协中协宾馆、北京海淀区国资委、北京朝阳区国资委、北京丰台区国资委、北京房山区国资委、北京石景山区国资委、上海张江高科技园区开发股份公司等，国资合计持股比例达 31.88%。

公司属于国企平台，但公司经营机制非常灵活，通过不断的业务创新实现了快速发展。公司上市初期，只是北京地区的一家中小医药商业企业，通过创新发展 GPO、PBM 等商业模式，大力发展战略器械耗材业务，目前已发展成为全国性的医药商业企业，2016 年销售收入规模在全国医药商业中排名 20 位，且位次逐年提高。公司目前业务涵盖医院纯销、社区销售、医用耗材、医药物流、连锁零售等几大模块，其中药品纯销和器械销售为核心业务，约占公司销售收入的 98%以上。

图表 1 公司主要发展历程

时间	事件
1997 年	公司前身嘉事实业成立
1998 年	确定医药为主业，改名为嘉事堂
1999 年	整合北京部分区属国有医药经营公司资产，扩大连锁业务
2004 年	投资建设北京通州次渠现代医药物流中心
2006 年	中标北京社区医疗药品配送商招标，负责北京 235 家社区医疗单位药品配送业务
2009 年	进入北京市新一轮地方医疗药品招标配送商前 10 名，全面拓展二三级医院销售业务
2010 年	公司在深交所中小板上市；公司在北京新一轮医疗单位药品配送商招标中，药品配送数量名列第二
2011 年	成为北京基本药物 5 家指定配送商之一，开始拓展全国高值医用耗材销售网络建设
2012 年	北京新一轮基药物配送 5 家中标企业之一，取得北京 8 个城区基药配送业务
2013 年	与首钢合作试水 GPO 业务
2015 年	与中国人寿、安徽蚌埠市和湖北鄂州市签署医保服务合作协议开启 PBM 业务探索
2016 年	投资西安欣森，进一步拓展公司在陕西省药品 GPO 业务



2017年 投资成都蓉锦公司，和四川省投资促进局签署《战略合作框架协议》，拓展四川省的医药流通市场

资料来源：wind，华鑫证券研发部

公司上市以来业绩实现快速增长

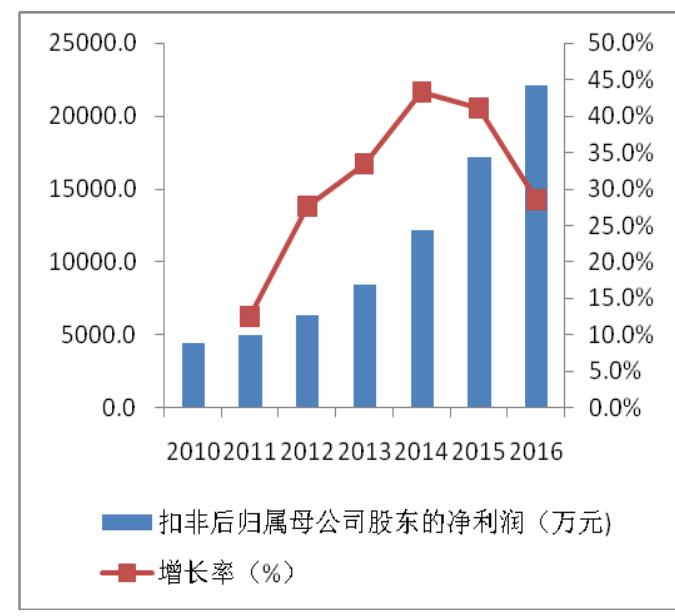
公司2010年上市以来，业绩实现了高速增长，营业收入规模由2010年的13.4亿元增长到2016年的109.7亿元，收入规模增加了8倍多，年均复合增长率达41.9%；公司归属于母公司股东的扣非后净利润由2010年的4435.7万元增长到2016年的22054.5万元，扣非后净利润规模增加了近5倍，年均复合增长率达30.6%。

图表 2 2010-2016年公司收入增长情况



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 3 2010-2016年公司扣非后归母净利润增长情况

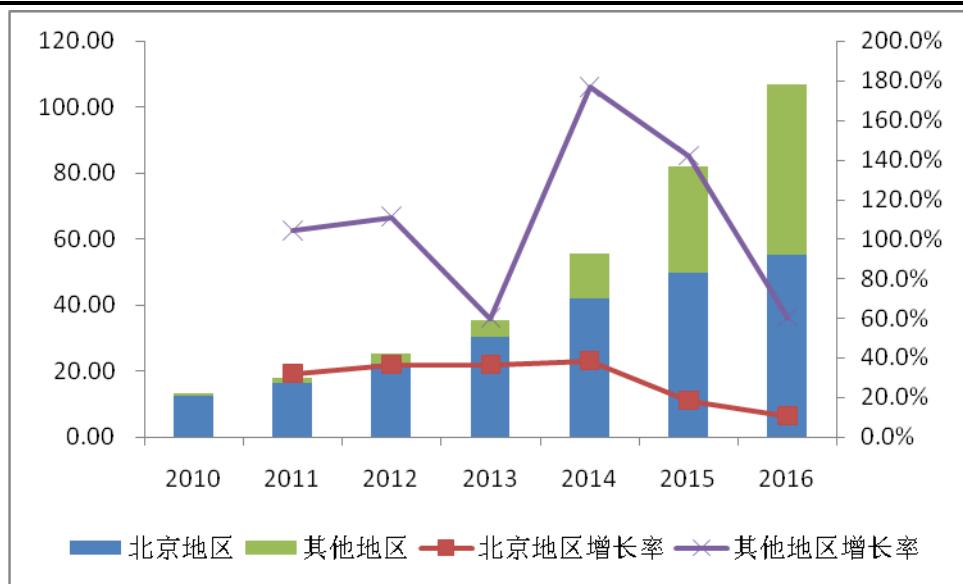


资料来源：wind，华鑫证券研

公司上市初期，主要从事北京地区的药品批发零售业务，北京以外的地区几乎无业务开展，短短几年时间，公司通过发展全国性的器械耗材分销业务，2016年北京以外的地区收入规模已经达到51.9亿元，收入占比接近50%。公司体现出很强的外延扩张能力，预计未来几年北京以外的地区收入占比将进一步提高。



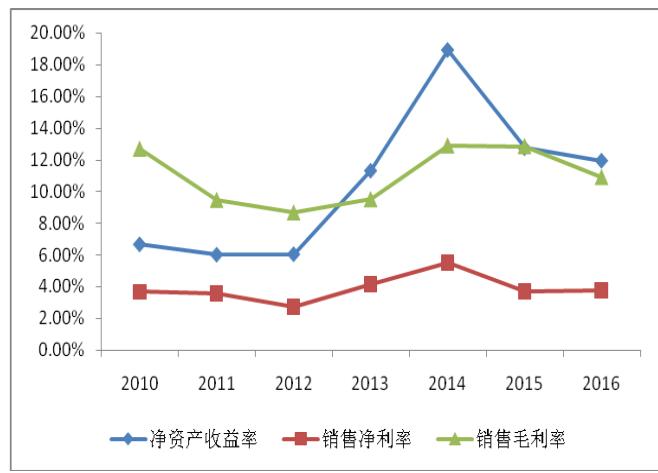
图表 4 公司北京地区收入占比逐渐下降



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

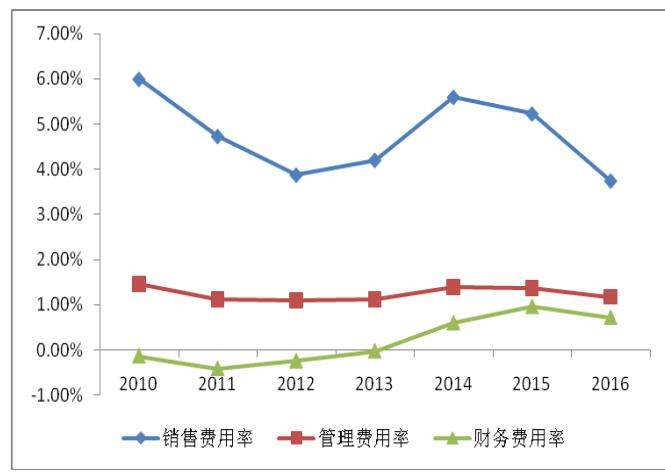
公司上市以来，通过创新性发展，快速实现了业务模式的多元化，在业绩实现高增长的同时，各项经营指标稳健向好，销售毛利率等指标明显高于行业平均水平；而公司销售费用率、管理费用率等指标整体呈逐渐下降趋势，显示出公司良好的经营效率。

图表 5 2010–2016 年公司各项盈利指标情况



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 6 2010–2016 年公司期间费用率情况



资料来源：wind，华鑫证券研发部



药品纯销业务受益于北京阳光采购政策的落实

公司药品批发业务目前主要集中在北京市场，包括面向二三级医院的纯销和社区医院的基药配送。经过多年的发展，公司药品配送业务在北京市场的份额逐年提升，在规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率均超过 95%，在业内建立了良好的品牌和口碑，目前已发展成为北京地区第四大医药流通商业公司。

公司在历次招标中不断扩大区域和品种覆盖范围，2009 年公司在招标中获得 7745 个药品的配送资格，2016 年在新一轮招标中，公司中标品种达 27000 多个，位列北京前五，进入北京第一医药商业集团。

2016 年北京市开始启动阳光招标采购，根据《北京市医药分开综合改革实施方案》，2017 年 4 月 8 日起，北京正式实施药品阳光采购。药品阳光采购平台不再由政府部门集中招标，而是通过市场杠杆，引导全市近 4000 家各级各类医疗机构进入阳光采购平台，通过竞争议价的方式，确定药品品种与价格，按需采购；阳光采购动态联动全国省级药品集中采购最低价；鼓励规范集团采购、医疗联合体采购、区域联合采购等。

图表 7 北京市医药分开改革方案概况



资料来源：北京市卫计委，华鑫证券研发部

图表 8 北京市药品阳光采购方案概况



资料来源：北京市卫计委，华鑫证券研发部

过去北京药品流通市场份额比较分散，此次北京医改新政如取消药品加成、两票制、阳光采购等政策措施的落地，必将影响到药品配送商的利润，加剧市场竞争和分化，一批中小医药流通企业可能被淘汰出



局，而大型医药流通企业对上游药品生产企业具有一定的议价能力，且能够通过规模化优势降低配送成本，相比中小企业受新政冲击影响较小，市场份额有望得到进一步提升，北京医药流通行业整体集中度将得到提升。

公司作为北京地区的一线医药商业企业，抓住此次北京医改政策带来的发展契机，凭借自身优势和业界良好口碑，在抢占药品市场配送份额的同时，通过提供智慧药房、库房托管、药品信息系统升级等药事增值服务增强医院客户的粘性，提升药品配送业务整体利润水平。2016年北京市药品流通行业销售总额达1530亿元，2016年公司药品批发业务收入约49亿元，市场份额不足5%，未来仍有很大的提升空间。

图表 9 2010-2016 年北京药品流通行业销售额增长情况



资料来源：wind，华鑫证券研发部

社区配送业务受益于分级诊疗制度的推进

随着北京医改政策的推进，2016年《北京分级诊疗制度建设2016-2017年度的重点任务》出台，通过提高报销品种数量、提高社区报销比例，推动慢性病用药下沉等提高社区医院的就医频次，患者向基层医院分流的趋势开始显现。

过去基层社区卫生服务中心使用的药品目录和二三级医院的用药目录存在较大的差异，这在很大程度上阻碍了患者向基层医院分流的意愿，此次按照北京市政府工作的总体部署，阳光采购工作坚持以基层为重点，扩充基层医疗机构药品目录品种。将原基层医疗卫生机构与二三级医院的药品采购平台合二为一，通过“一个平台，上下联动”，实现基层医疗卫生机构与二三级医院采购目录的上下一致，为分级诊疗制



度奠定基础，方便患者就医取药。其中，重点对四类慢病(高血压、糖尿病、冠心病、脑血管病等四类慢性疾病)药物实施优先原则，统一大医院与基层医疗卫生机构的采购和报销目录，符合条件的患者在基层医疗卫生机构可享受2个月的长处方便利，有序分流三级医院门诊量。此项政策的落实执行，将加速用药患者，尤其是老年慢性病患者向基层社区医疗机构的分流，从而推动整个社区用药市场的扩容。

图表 10 北京市分级诊疗制度方案概况



资料来源：北京市卫计委，华鑫证券研发部

公司是北京地区的5家基药配送商之一，承担着北京16个区中9个区的基药配送任务，目前已成为北京第二大社区配送服务商，2016年社区基药配送实现收入16亿元左右。未来随着整个基层社区用药市场规模的不断增长，公司作为社区配送的龙头企业将明显收益，公司社区配送业务增速有望进一步加快。

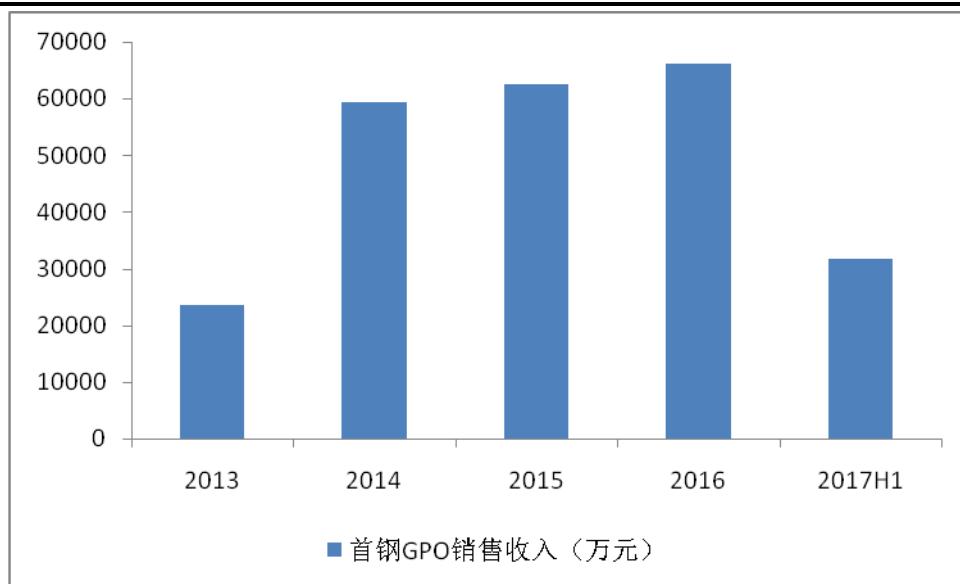


公司 GPO 模式可复制性强

GPO 即集中采购组织，起源于美国，是指通过集中购买来向上游议价，降低药品、医疗设备、耗材和外包服务等产品和服务采购价格的中介组织。GPO 的优势在于通过大规模集中采购，在保证产品质量的前提下，提升向上游企业的议价能力，降低采购成本和交易成本。

公司于 2013 年开始与首钢合作试水 GPO 模式，双方共建药品集中采购平台，嘉事堂作为首钢集团旗下全部医疗机构唯一的药品、器械、耗材等的主供应商，通过集中采购平台，向首钢下属所有医疗机构集中供应配送全部其所需药品和医用耗材等。该模式可以为首钢集团医院平均降低采购成本 10% 左右，而对公司来讲可以每年带来一块稳定的业务收益，属于双赢模式。2017 年上半年首钢集团 GPO 项目实现销售收入 31797 万元。

图表 11 公司首钢 GPO 项目销售收入增长情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

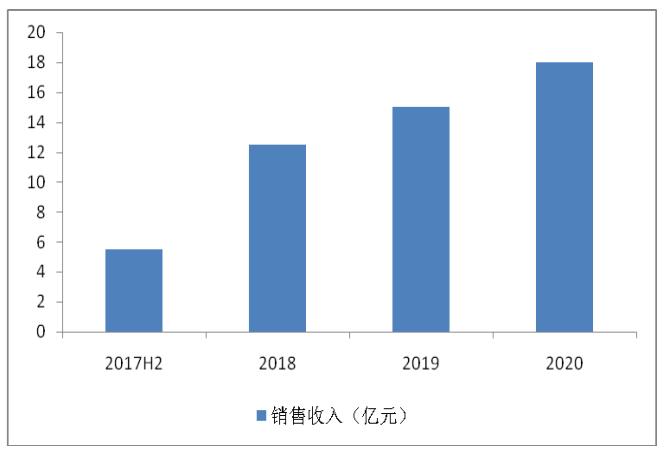
GPO 模式可复制性强，近两年公司先后与鞍钢集团、中航医疗等机构签署 GPO 战略合作协议。目前首钢、鞍钢每年都给公司带来稳定的收益，2016 年公司 GPO 总收入约 8 亿元。中航医疗体量较大，旗下拥有医疗机构 54 家，分布于 19 个省 30 个市县，预计项目正式落地后，将可为公司增加年收入 10 亿元以上。在当前公立医院改革，取消药品加成的大背景下，公立医院降低药品采购成本的动力会更强，GPO 模式迎来良好的发展契机，公司作为国内践行 GPO 模式的医药商业领域的先驱者，未来几年有望通过大力发展 GPO 模式业务抢占更大的市场份额。



开始向全国拓展药品流通业务

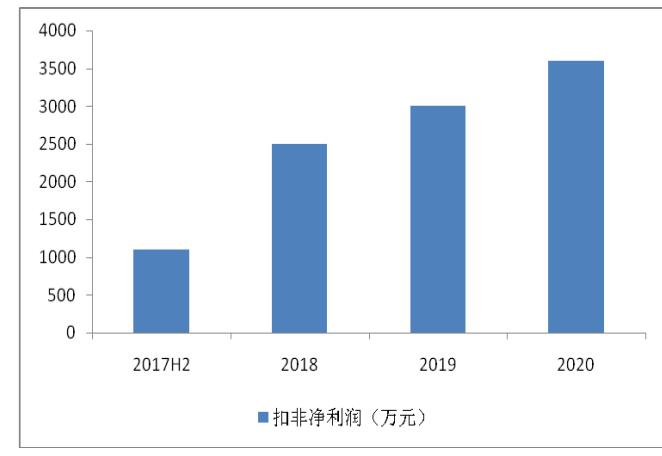
公司药品销售流通业务当前主要集中在北京地区，随着公司整体规模的壮大，公司有必要进一步拓展自己的业务领域和范围，在两票制推行的大背景下，公司开始加快异地扩张步伐。2017年3月公司公告，拟以9945万元现金对价收购成都市蓉锦医药贸易有限公司51%的股权，对应2017年承诺利润估值约为9倍，收购价格合理。蓉锦医药是西南地区大型的医药物流企业，覆盖省内3000多家二三级城市的医药单位，同时与国内3000多家主要药品生产企业建立了直接购销或战略合作关系，具备完善的营销配送网络，2015年公司位居全国批发企业主营业务收入排名第97位。

图表 12 蓉锦医药承诺的 2017H2–2020 年销售收入情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 13 蓉锦医药承诺的 2017H2–2020 年扣非净利润情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2017年7月底公司公告，公司和四川省投资促进局共同签署《战略合作框架协议》，内容包括：1.设立嘉事堂药业股份有限公司西南总部和建设物流中心，并在四川参与公立医院改革，设立医疗医药产业投资基金，提供公立医院药品、耗材供应链增值服务；2.三医联动建立地方基本医疗医保控费模式，为四川地方政府提供一体化的医保控费方案，建立地方基本医疗医保控费模式，通过引入第三方控费企业合作，医疗、医保、医药三医联动，促进医药分家和医保控费市场化运作；3.推动中医药创新种植、研究、生产平台建设，有组织、有计划、有重点的发展道地大宗中药材的规范化种植基地建设，产地加工与采收采购、中药研发等，推动四川省中医药产业的做大做强。目标在5年内实现销售收入50亿元。

从年初收购蓉锦医药股权，到此次签署战略合作协议，显示出公司在西南地区的长远发展规划，尤其是做大做强在四川省医药商业的坚定决心。预计公司将以蓉锦医药的原有业务作为基础，加强配送网络建设，在西南地区尤其是四川省内大力发展药品、器械、耗材的配送分销业务，西南地区有望成为公司未来



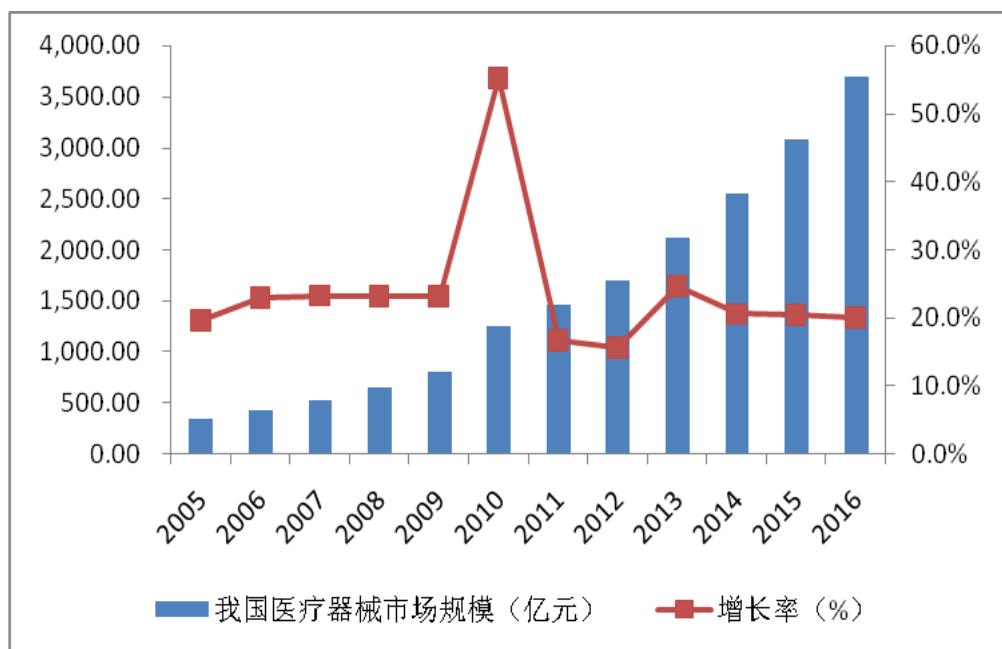
几年的一大增长点。公司此次在西南地区的战略布局，是在北京以外的第一个区域性医药流通领域的布局，凸显公司发展成为全国性医药商业企业的战略意图，预计未来几年公司在全国其他区域的发展布局也有望陆续落地，药品流通领域的外延式发展将成为公司未来几年的一大看点。

器械销售板块持续高增长

据统计，我国医疗器械市场规模已经由 2005 年的 353 亿元增长到 2016 年的 3700 亿元，10 年间增长了约 10 倍，行业年均增速保持在 20%以上，显著高于同期药品市场的行业增速。

我国医疗器械行业的快速发展，为器械流通领域带来广阔的发展机遇。当前我国医疗器械行业整体呈现“多、小、散、乱、弱”的市场格局，目前国内医疗器械商业公司有近 19 万家，对应国内 3000 多亿的市场规模，平均每家企业的销售规模也就几百万元，市场集中度非常低，市场不规范、竞争效率低下等问题长期存在，随着国家对医疗器械行业的重视，以及一系列相关行业法律法规的陆续出台，医疗器械行业规范化、集中化、效率化将成为行业大的发展趋势。

图表 14 我国医疗器械市场规模增长情况

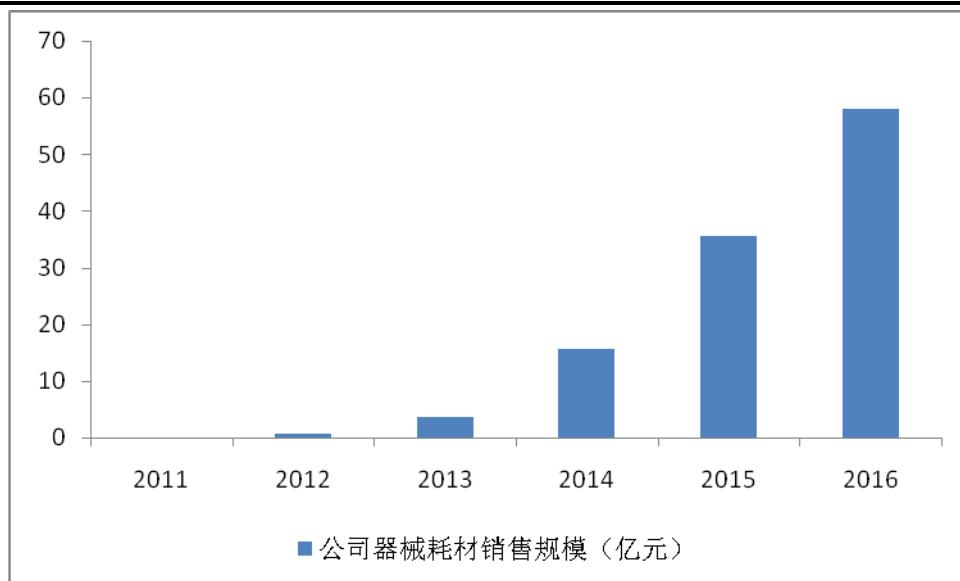


资料来源：wind，华鑫证券研发部



公司于 2011 年组建北京嘉事盛世医疗器械有限公司，开始以心内科高值耗材为重点布局医疗器械的配送业务，经过近两年的发展，公司发现器械高值耗材领域具备广阔的市场空间，于 2013 年正式确立了“北京医药+全国心内耗材”的发展战略，开始积极并购心内科高值耗材配送企业，两年时间内公司通过收购控股 14 家省级分销平台医疗器械经销商，初步建成了全国性的器械耗材配送网络。截至目前，公司下属的医疗器械子公司已达 18 家，形成了医疗器械板块集团化采购配送优势，基本完成了医用高值耗材全国性的销售渠道布局，和国内外知名医疗器械厂商国内知名三甲医院都拥有长期合作关系，业务覆盖全国 30 个省 900 多家三级医院，奠定了公司在心内高值耗材细分市场的龙头地位。2016 年公司器械分销板块实现销售收入约 58 亿元，同比增长 60% 左右。

图表 15 公司器械耗材销售规模增长情况

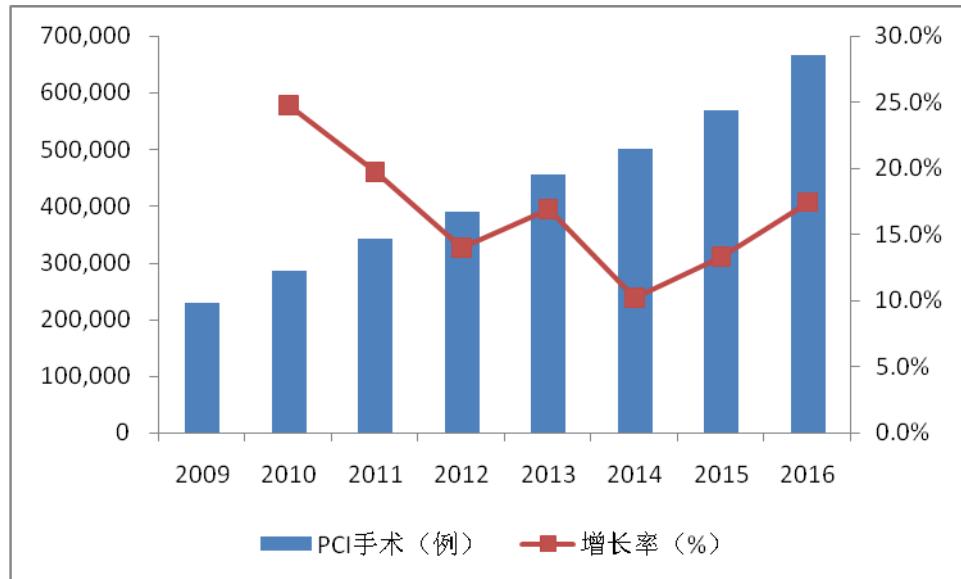


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

当前公司器械配送业务主要集中在心内科领域，心内科器械耗材占比在 90% 以上，公司与强生、美敦力、雅培、圣犹达、波科、乐普、微创等国内外著名心血管企业都建立了良好的合作关系。以常见的心脏支架手术（PCI）为例，我国 PCI 手术量由 2009 年的 22.8 万例增加到 2016 年的 66.6 万例，手术量规模增加了近 2 倍，以平均每个患者植入 1.5 个支架估算，当前我国心脏支架植入数量在 100 万个左右，对应的市场销售规模在百亿以上。随着我国老龄化进程的加速，心血管疾病发病率的提升，PCI 手术向二三线城市医院的普及等因素，我国心血管器械耗材销售规模仍将保持快速增长。



图表 16 2009-2016 年我国 PCI 手术量增长情况



资料来源：全国介入心脏病学论坛，华鑫证券研发部

当前药品行业的两票制已陆续在各省市开始执行，器械行业的两票制预期也在不断升温，公司作为上市医药商业公司中较早介入器械领域的领先者，目前已通过旗下分布在全国各地的器械子公司开始积极布局，通过兼并当地的中小器械企业，与当地医院强化医疗器械采购配送方面的合作等，不断抢占市场份额，扩大市场占有率。同时，公司在目前以代理心内科器械为主以外，开始逐步向骨科、消化、神经外科等领域拓展，未来可看市场空间巨大。

盈利预测与估值

暂不考虑其他外延式并购等因素的影响，我们预测公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 140.55 亿元、180.71 亿元、229.27 亿元，同比增长 28.10%、28.57%、26.87%；实现归属于母公司净利润分别为 2.89 亿元、3.66 亿元、4.73 亿元，同比增长 29.55%、26.59%、29.24%；对应的 EPS 分别为 1.15 元、1.46 元、1.89 元，对应 PE 分别为 33/26/20 倍。给予“推荐”评级。



图表 17 公司主要板块收入预测

单位：亿元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
医药批发	52. 99	79. 35	106. 86	137. 21	176. 65	224. 16
增长率	59. 4%	49. 7%	34. 7%	28. 4%	28. 8%	26. 9%
医药连锁	1. 36	1. 42	1. 47	1. 54	1. 62	1. 70
增长率	-1. 4%	4. 4%	3. 5%	5. 0%	5. 0%	5. 0%
医药物流	0. 99	1. 23	1. 39	1. 81	2. 44	3. 42
增长率	86. 8%	24. 2%	13. 0%	30. 0%	35. 0%	40. 0%
营业收入	55. 34	82. 00	109. 72	140. 56	180. 71	229. 28
增长率	57. 4%	48. 2%	33. 8%	28. 1%	28. 6%	26. 9%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

风险提示

1. 北京阳光采购等政策执行不达预期；
2. 公司药品流通业务外延并购整合不达预期；
3. 公司器械耗材销售不达预期；
4. 公司快速扩张带来的管理风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	727.85	702.76	903.53	1146.35	营业收入	10971.58	14055.13	18070.66	22926.96
应收和预付款项	4298.79	4942.10	5972.01	6842.79	减：营业成本	9774.38	12564.35	16197.06	20620.18
存货	1181.03	1611.05	1872.19	2379.40	营业税金及附加	24.92	35.51	46.86	57.93
其他流动资产	79.23	79.23	79.23	79.23	营业费用	410.16	491.93	605.37	733.66
长期股权投资	1.71	1.71	1.71	1.71	管理费用	128.30	182.72	252.99	275.12
投资性房地产	7.84	6.81	5.77	4.73	财务费用	80.80	60.08	60.71	69.07
固定资产和在建工程	353.01	343.97	349.94	368.91	资产减值损失	9.81	12.33	12.33	12.33
无形资产和开发支出	513.56	507.78	502.01	498.23	加：投资收益	1.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	135.44	68.81	2.19	2.19	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7298.25	8284.22	9688.58	11321.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1696.80	1512.79	1812.70	2105.93	营业利润	545.29	708.21	896.54	1158.66
应付和预收款项	2657.65	3334.57	3860.41	4426.52	加：其他非经营损益	6.95	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	552.24	708.21	896.54	1158.66
其他负债	8.75	8.75	8.75	8.75	减：所得税	142.24	177.05	224.13	289.67
负债合计	4363.00	4856.11	5681.87	6541.20	净利润	410.00	531.16	672.40	869.00
股本	250.53	250.53	250.53	250.53	减：少数股东损益	186.90	242.13	306.52	396.14
资本公积	737.16	737.16	737.16	737.16	归属母公司股东净利润	223.10	289.03	365.88	472.86
留存收益	993.46	1224.19	1516.28	1893.77					
归属母公司股东权益	1981.14	2211.88	2503.96	2881.45	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	954.10	1196.23	1502.75	1898.88	收益率				
股东权益合计	2935.25	3408.11	4006.71	4780.34	毛利率	10.91%	10.61%	10.37%	10.06%
负债和股东权益合计	7298.25	8284.22	9688.58	11321.54	三费/销售收入	5.84%	5.23%	5.09%	4.70%
					EBIT/销售收入	5.75%	5.44%	5.28%	5.34%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/销售收入	6.12%	6.29%	5.97%	5.62%
经营性现金净流量	118.52	323.33	101.41	200.07	销售净利率	3.74%	3.78%	3.72%	3.79%
投资性现金净流量	-173.41	-50.00	-70.00	-90.00	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	315.93	-298.23	169.37	132.75	ROE	11.26%	13.07%	14.61%	16.41%
现金流量净额	281.04	-24.90	200.78	242.82	ROA	8.84%	9.25%	9.84%	10.81%
					ROIC	12.80%	12.88%	14.53%	15.77%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	增长率				
EBIT	630.62	764.33	953.29	1223.77	销售收入增长率	33.80%	28.10%	28.57%	28.87%
EBITDA	671.13	884.47	1078.43	1289.29	净利润增长率	36.06%	29.55%	26.59%	29.24%
NOPLAT	463.57	573.25	714.97	917.83	总资产增长率	25.13%	13.24%	17.24%	16.85%
净利润	223.10	289.03	365.88	472.86	资本结构				
EPS	0.89	1.15	1.46	1.89	资产负债率	59.78%	58.76%	58.65%	57.78%
BPS	7.91	8.83	9.99	11.50	投资资本/总资产	61.00%	59.54%	60.06%	60.82%
PE	42.20	32.57	25.73	19.91	带息债务/总负债	38.89%	31.15%	31.90%	32.19%
PB	4.75	4.28	3.76	3.27	流动比率	1.44	1.51	1.56	1.60
PS	0.86	0.87	0.52	0.41	速动比率	1.15	1.16	1.21	1.22
PCF	79.43	29.12	92.84	47.06	股利支付率	28.07%	20.17%	20.17%	20.17%
EV/EBIT	18.85	15.86	13.35	10.97	收益留存率	71.93%	79.83%	79.83%	79.83%
EV/EBITDA	17.71	13.71	11.80	10.41	资产管理效率				
EV/NOPLAT	25.84	21.15	17.80	14.82	总资产周转率	1.50	1.70	1.87	2.03
EV/IC	2.67	2.46	2.19	1.95	固定资产周转率	31.08	47.81	64.55	82.20
ROIC-WACC	12.80%	11.49%	13.13%	14.40%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.007	0.006	0.008	0.010	存货周转率	2.67	3.01	3.20	3.57

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



研究员简介

杜永宏：华鑫证券研究员，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>