

谨慎增持

——维持

日期：2017年10月25日

行业：医药商业



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（2017Q3）

报告日股价（元）	35.25
12mth A股价格区间（元）	34.1-43.1
总股本（百万股）	250.53
无限售A股/总股本	100%
流通市值（亿元）	87.88
每股净资产（元）	8.56
PBR（X）	4.12
DPS(Y2016, 元)	10派 1.50

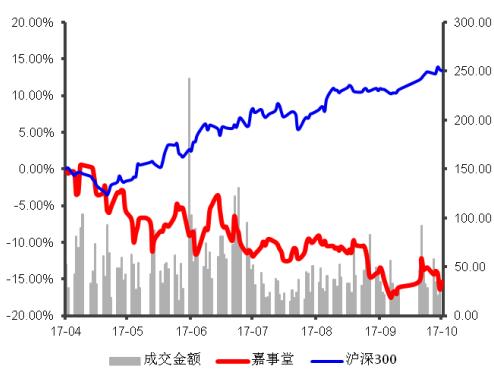
#### 主要股东（2017Q3）

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（2017H1）

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-CT52

首次报告日期：2017年04月28日

相关报告：

《嘉事堂(002462)2017年中报点评：北京区域业务受益于阳光采购稳健增长 西南区域业

嘉事堂（002462）

证券研究报告/公司研究/公司动态

# 收入增速逐季小幅上升

## 器械业务借助外延式扩张完善全国布局

### ■ 公司动态事项

10月23日，公司发布三季报，我们对此予以点评。

### ■ 事项点评

#### 收入增速逐季大幅提升，借阳光采购为契机做大做强北京市场

公司2017年前三季度实现营业收入102.22亿元，同比增长29.02%，分季度看，Q1-Q3公司营业收入增速分别为25.02%、30.38%和31.16%，收入增速逐季大幅提升，我们认为，一方面公司深耕北京区域市场，在北京地区规模以上医院、基层医疗机构覆盖率均超95%，有望持续受益于北京阳光采购带动的药品流通企业整合，市场占有率进一步提升；另一方面，公司致力于拓展外埠区域业务，在全国30个省份（直辖市）的各级医院都有着较高覆盖，今年公司通过收购成都蓉锦51%股权、与四川投促局签订《战略合作框架协议》等方式将西南区域培育成公司外埠区域业务的重要增长点。GPO业务方面，公司2017年前三季度与首钢总公司的实际销售收入达4.82亿元，与上年同期持平。

#### 利润增速低于收入增速，主要受毛利率水平下降拖累

公司2017年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润2.00亿元，同比增长17.76%，实现扣非归母净利润2.06亿元，同比增长22.19%，其中Q3扣非归母净利润同比增速为8.38%，低于同期营业收入增速31.16%，主要原因是销售毛利率同比下降。公司前三季度销售毛利率为9.42%，较去年同期下降1.48个百分点，分季度来看，公司2017年Q1-Q3销售毛利率分别为10.68%、9.58%、8.22%，我们推测，受北京阳光采购影响，公司产品结构调整导致公司整体毛利率水平下降。公司前三季度期间费用率为4.57%，比去年同期下降0.82个百分点，主要是其中销售费用率为2.75%，较去年同期下降了0.82个百分点，管理费用率1.11%，较去年同期上升0.02个百分点，财务费用率0.70%，较去年同期下降0.09个百分点。

#### 收购浙江同瀚、浙江商漾各51%股权，完善器械全国布局

公司10月份公告披露，公司拟收购浙江同瀚51%股权、浙江商漾51%股权。根据公司公告，浙江同瀚是OCD二级代理商，在浙江南部急诊生化、免疫市场占有核心主导地位，急诊市占率达80%以上，是强生体系下浙江省最大的代理商；浙江商漾代理豪洛捷和百瑞吉公司的多项产品，是豪洛捷浙江区域一级经销商，在浙江省女性子宫颈癌

务布局持续推进》

——2017年08月10日

《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》

——2017年05月02日

筛查市场占有核心主导地位，其客户覆盖浙江省90%以上地区级妇保院、80%以上地级以上三甲医院。浙江同瀚2017年1-8月实现营业收入3242.26万元，净利润675.66万元；浙江商漾2017年1-8月营业收入5636.05万元，净利润1022.86万元。根据业绩承诺，浙江同瀚、浙江商漾2018-2021年主营业务收入、净利润增速均不低于20%。我们认为，公司通过收购浙江同瀚、浙江商漾各51%股权，一方面有利于完善公司医疗器械业务的全国布局，另一方面强化了公司与优质供应商之间的合作深度，丰富商品品类的同时增厚公司业绩。

## ■ 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

结合半年报调整公司17、18年实现EPS为1.09、1.33元，以10月20日收盘价34.96元计算，动态PE分别为32.08倍和26.29倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为28.36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，借今年实施的阳光采购为契机，受益于行业整合有望扩大市场占有率，做大做强北京市场；2) 公司持续拓展北京以外区域业务，一方面与四川投促局签订战略合作协议，和今年第一季度收购成都蓉锦具有较高的业务协同性，西南地区有望成为公司北京以外区域业绩的新增长点，另一方面通过收购浙江同瀚、浙江商漾各51%股权进一步完善医疗器械业务的全国布局，强化销售网络的同时丰富产品品类。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	14,195.66	17,688.41	21,703.76
年增长率	33.80%	29.39%	24.60%	22.70%
归属于母公司的净利润	223.10	273.04	333.17	411.11
年增长率	28.98%	22.38%	22.03%	23.39%
每股收益(元)	0.89	1.09	1.33	1.64
PER(X)	39.26	32.08	26.29	21.30

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	2016 A	2017E	2018E	2019E
货币资金	796	1,987	2,123	3,907
存货	1,181	1,701	1,853	2,485
应收账款及票据	4,160	5,394	6,554	8,065
其他	218	282	285	382
流动资产合计	6,355	9,364	10,815	14,840
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	353	330	307	285
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	984	940	899
<b>资产总计</b>	<b>7,380</b>	<b>10,348</b>	<b>11,755</b>	<b>15,739</b>
短期借款	1,697	2,332	2,941	3,286
应付账款及票据	2,547	4,465	4,702	7,688
其他	195	113	172	179
流动负债合计	4,438	6,910	7,815	11,153
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
<b>负债合计</b>	<b>4,444</b>	<b>6,913</b>	<b>7,818</b>	<b>11,157</b>
少数股东权益	954	1,160	1,411	1,733
股东权益合计	2,935	3,436	3,937	4,582
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,380</b>	<b>10,348</b>	<b>11,755</b>	<b>15,739</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	410	273	333	411
折旧和摊销	41	27	27	27
营运资本变动	(389)	29	(1,002)	767
<b>经营活动现金流</b>	<b>116</b>	<b>629</b>	<b>(267)</b>	<b>1,669</b>
资本支出	4	0	0	0
投资收益	2	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>(173)</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
股权融资	11	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(38)	(60)	(83)	(87)
<b>融资活动现金流</b>	<b>316</b>	<b>560</b>	<b>400</b>	<b>112</b>
<b>净现金流</b>	<b>259</b>	<b>1,191</b>	<b>135</b>	<b>1,784</b>

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	14,196	17,688	21,704
营业成本	9,774	12,834	15,980	19,600
营业税金及附加	25	36	45	53
营业费用	410	412	531	651
管理费用	128	156	203	247
财务费用	81	96	125	146
资产减值损失	10	24	25	29
投资收益	2	2	3	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>545</b>	<b>640</b>	<b>782</b>	<b>981</b>
营业外收支净额	7	5	5	6
<b>利润总额</b>	<b>552</b>	<b>645</b>	<b>787</b>	<b>986</b>
所得税	142	166	203	254
净利润	410	479	585	732
少数股东损益	187	206	251	321
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>223</b>	<b>273</b>	<b>333</b>	<b>411</b>
<b>财务比率分析</b>				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	33.80%	29.39%	24.60%	22.70%
EBITDA 增长率	29.69%	16.84%	22.34%	23.44%
EBIT 增长率	30.73%	17.71%	23.16%	24.13%
净利润增长率	28.98%	22.38%	22.03%	23.39%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	5.96%	5.38%	5.28%	5.31%
EBIT/总收入	5.70%	5.19%	5.13%	5.19%
净利润率	2.03%	1.92%	1.88%	1.89%
资产负债率	60.22%	66.80%	66.51%	70.89%
流动比率	1.43	1.36	1.38	1.33
速动比率	1.17	1.11	1.15	1.11
总资产回报率 (ROA)	5.56%	4.63%	4.97%	4.65%
净资产收益率 (ROE)	11.26%	12.00%	13.19%	14.43%
EV/营业收入	1.7	1.1	0.7	0.6
EV/EBITDA	18.9	13.3	11.6	8.5
PE	39.3	32.1	26.3	21.3
PB	4.4	3.8	3.5	3.1

## 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。