

嘉事堂 (002462)

公司研究/简评报告

三季报业绩符合预期，各板块势头良好

简评报告/医药

2017 年 10 月 23 日

一、事件概述

10 月 23 日，公司发布 2017 年三季报：前三季度营收、归母净利润、扣非净利润分别为 102.22 亿、2.00 亿、2.06 亿，同比增长 29.02%、17.76%、22.19%，EPS 为 0.80 元，符合市场预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 2.81 亿、1.14 亿、7196 万，同比增长-0.46%、31.41%、14.56%。

二、分析与判断

收入稳定增长，利润端暂受阳光采购过渡期影响

前三季度公司营收稳定增长，尤其是 Q3 收入增速 31.16%，相较前两个季度有明显提升，我们判断主要原因是 4 月北京新标执行后，公司市占率进一步提升；以及北京医改社区分流明显，而公司基层医院覆盖率高受益；Q3 扣非净利润 5838 万，同比仅增长 8.38%，我们判断主要是因为 4 月北京实施阳光采购，部分药品高进低销导致毛利率下降；以及新一轮招标后医院换标和药品降价影响所致。预计随着药品分销和配送逐步适应新政策，毛利率和净利润增速将在年底至明年年初有所回升。

药品纯销受益阳光采购及两票制，发展势头良好

公司过去几年凭借优秀的综合服务能力，在基层市场及基药业务上增长迅速，上半年在北京地区规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率均超过了 95%，随着阳光采购及两票制的落地，将进一步提升市场占有率和业务规模。此外，药品 GPO 业务方面，公司 2013 年就在北京地区首钢所属医疗机构开展 GPO，2017 年前三个季度实际销售收入达 4.82 亿元，其中第三季度实现 1.64 亿元。

与四川政府签订合作协议，加快布局西南各省

在实现对蓉锦医药收购的基础上，今年 7 月公司与四川省政府签订合作协议。约定将在四川省内设立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。另一方面，公司将积极与地方政府沟通合作，在地方政府的支持下，采用“公司+基地+农户”等符合地方经济发展需要的方式，积极创建中药材 GAP 基地，建立药材采购联动机制。本次合作预计 5 年内将为公司带来 50 亿的销售收入。

心内高值耗材配送全国领先，业务广度还将继续拓展

公司 2013 年以来开展的心内科高值耗材配送业务已在全国居于领先地位，未来还将依托现有销售渠道，将进入其他产品领域。随着全国网络不断完善，公司在全国 30 个省份（直辖市）的各级医院都有着较高覆盖率。10 月 16 日，公司公告拟收购浙江商漾及浙江同瀚各 51% 的股权，预计收购完成后可有效开展并扩大公司在浙江及周边地区医疗器械和耗材的业务，进一步加强与华东各供应商的合作。

三、盈利预测与投资建议

公司北京地区商业配送业务以及高值耗材业务基础良好，以及从地区到全国的业务布局，将确保公司未来业绩保持稳定增长。预计 17-19 年 EPS 分别为 1.13、1.43、1.80 元；对应 PE 分别为 31X、25X 和 19X，首次覆盖，给与“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

两票制及阳光采购等政策落实低于预期；外延并购低于预期。

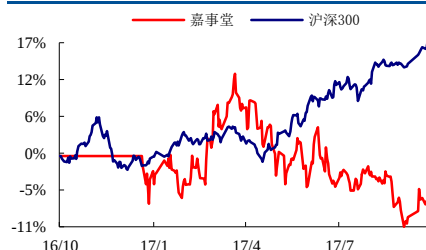
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 41.95—45.45 元

交易数据 2017-10-20

收盘价（元）	34.96
近 12 个月最高/最低	43.1/34.1
总股本（百万股）	251
流通股本（百万股）	249
流通股比例（%）	99.52
总市值（亿元）	88
流通市值（亿元）	87

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号：0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号：S0100116010026

电话：021-60876731

邮箱：caimingzi@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,972	14,196	18,244	23,104
增长率 (%)	33.8%	29.4%	28.5%	26.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	223	282	358	451
增长率 (%)	29.0%	26.5%	26.7%	26.1%
每股收益 (元)	0.89	1.13	1.43	1.80
PE (现价)	39.3	31.0	24.5	19.4
PB	4.4	3.9	3.3	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,972	14,196	18,244	23,104
营业成本	9,774	12,707	16,265	20,656
营业税金及附加	25	35	46	58
销售费用	410	592	857	1,040
管理费用	128	170	237	300
EBIT	634	691	839	1,050
财务费用	81	64	56	60
资产减值损失	10	2	1	1
投资收益	2	3	3	3
营业利润	545	619	786	993
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	552	627	795	1,002
所得税	142	157	199	250
净利润	410	471	596	751
归属于母公司净利润	223	282	358	451
EBITDA	674	718	865	1,076

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	796	1374	1112	874
应收账款及票据	4112	4711	6055	7667
预付款项	139	199	250	313
存货	1181	1412	1798	2280
其他流动资产	79	79	79	79
流动资产合计	6355	7833	9370	11310
长期股权投资	2	3	4	5
固定资产	353	343	338	335
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1024	945	920	890
资产合计	7380	8778	10290	12200
短期借款	1697	1697	1697	1697
应付账款及票据	2377	2923	3668	4647
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	4438	5366	6282	7440
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	4444	5372	6288	7447
股本	251	251	251	251
少数股东权益	954	1142	1381	1681
股东权益合计	2935	3406	4002	4753
负债和股东权益合计	7380	8778	10290	12200

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	33.8%	29.4%	28.5%	26.6%
EBIT 增长率	29.2%	9.0%	21.4%	25.1%
净利润增长率	29.0%	26.5%	26.7%	26.1%
盈利能力				
毛利率	10.9%	10.5%	10.9%	10.6%
净利润率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.2%	3.5%	3.7%
净资产收益率 ROE	11.3%	12.5%	13.6%	14.7%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.1
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	120.2	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	39.6	40.6	40.3	40.3
总资产周转率	1.7	1.8	1.9	2.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.1	1.4	1.8
每股净资产	7.9	9.0	10.5	12.3
每股经营现金流	0.5	2.4	(0.8)	(0.7)
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	39.3	31.0	24.5	19.4
PB	4.4	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	14.3	12.7	10.8	8.9
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	410	471	596	751
折旧和摊销	50	29	27	26
营运资金变动	(421)	28	(883)	(1,020)
经营活动现金流	116	601	(196)	(179)
资本开支	38	(62)	(9)	(15)
投资	(138)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(173)	56	11	17
股权募资	404	0	0	0
债务募资	81	0	0	0
筹资活动现金流	316	(79)	(76)	(76)
现金净流量	259	578	(262)	(238)

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。