

华泰联合证券
2010-08-19华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

批发和零售贸易/药品连锁零售

公司研究 / 深度研究

嘉事堂 (002462)

深耕京城，畅享医改

未评级/首次评级

股价：RMB21.86

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhzq.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhzq.com

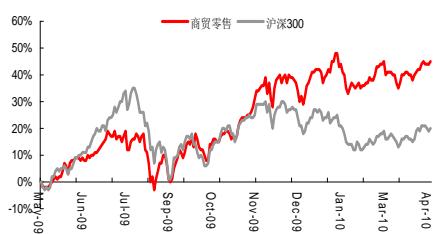
- 从国际医药商业发展历史来看，集中度提升和强者恒强是行业大势所趋，在新医改政策的推动下，我们认为中国医药商业整合即将或已经来临，类似于美国 1995-2000 年期间行业集中度大幅提升的黄金五年有可能重现。在这期间，具备领先供应链管理能力、强大物流配送体系和优秀管理团队的公司必将脱颖而出，迅速壮大。
- 嘉事堂是以现代物流为依托，扎根于北京的医药分销和零售企业。公司是北京第二大社区医院分销商及二级以上医院 10 家候选分销商之一；公司在北京地区拥有直营连锁药店 171 家，医药直营零售网络规模排名第一。此外公司拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心。
- 我们看好公司未来在医药批发业务的发展前景，依托丰富的客户资源和先进物流体系，公司不仅有望巩固其在社区医院配送商的地位，更有极大概率全面进军二级以上医院和总后配送这两块份额巨大的新市场，是最受益于北京新医改政策的医药商业企业，业绩弹性巨大。
- 公司 2005 年初前瞻性地兴建医药物流配送中心，占据医药商业发展的制高点。目前公司配送中心在华北地区规模最大、现代化程度最高，不仅极大地支持了公司自身批发业务，还向拜耳、天士力、联邦制药、贵州同济堂等药企提供第三方物流配送，获得新的利润增长点。
- 此次公司计划 IPO4000 万股，募集资金主要投向物流二期项目、连锁药店扩展和医疗批发三个项目。借北京新医改推进和 IPO 的东风，公司有望再现 2006 年的收入和利润快速增长态势。我们预计公司 2010-2012 年收入增速将达到 44%、61% 和 24%，2010-2012 年扣非后净利润分别为 4532 万元、6089 万元和 8303 万元，以 2009 年为基数三年复合增长率达到 29.2%。
- 我们比较了国际、国内医药商业股估值情况，处于市场集中度提升和利润水平快速增长期间的医药商业公司普遍受到追捧。国内公司 2009 年静态 PE 达到 51.1 倍，动态 PE 也达到 36 倍，美国前两大公司在 1990-2000 年市场集中度提升时估值中值分别达到 40 和 50 倍 PE。公司首日上市市场热度极高，但目前估值水平较高，提示估值风险。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	160
流通 A 股 (百万股)	32
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	700

与上证指数对比走势图



经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,133.6	1,631.7	2,634.2	3,276.1
(+/-%)	17.4	43.9	61.4	24.4
归属母公司净利润(百万元)	42.4	45.3	60.9	83.0
(+/-%)	2.6	6.8	34.4	36.3
EPS(元)	0.27	0.28	0.38	0.52
P/E(倍)	78.9	75.5	55.6	41.0

资料来源：华泰联合证券

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测。2009 年及以后 EPS 为根据新发股本计算
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

估值及询价建议

盈利预测

根据我们的预测，公司 2010-2012 年按新发股本计算的 EPS 分别为 0.28、0.38 和 0.52 元，以 2009 年为基础三年复合增长率为 29.2%。

表 1：2010-2012 公司分项业务 EPS 预测

EPS	2009	2010E	2011E	2012E
社区+二级以上医院		0.14	0.23	0.32
医药零售连锁		0.08	0.08	0.10
第三方物流		0.03	0.04	0.07
其他		0.03	0.03	0.03
合计	0.24	0.28	0.38	0.52

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所。2009 年 EPS 为扣除非经常性损益后，扣非前 EPS=0.27。

DCF 估值及相对估值

DCF 估值结果

我们根据联合 DCF 模型，预测了嘉事堂 2010-2019 年的三表状况，进而预测了十年的 FCFF，通过 DCF 折现，我们认为公司合理价值为 13.35 元。

表 2：DCF 模型下 WACC 值计算

假设	比率	假设	比率
行业平均资产 Beta	0.92	Kd	7.50%
无风险利率	2.50%	T	25.00%
风险溢价	9.00%	Ka	10.82%
		股票 Beta	0.99
公司股价	NA	Ke	11.40%
发行在外股数	160.0		
股票市值(E)	NA	E/(D+E)	60.00%
		D/(D+E)	40.00%
有息负债总额(D)	3.0	WACC	9.09%
现金和投资	554.5	TV 增长率%	1.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

表 3：嘉事堂 DCF 敏感性分析表

		TV 永续增长率						
WACC		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	6.1%	19.69	20.94	22.42	24.20	26.36	29.04	32.48
	7.1%	16.33	17.19	18.19	19.34	20.70	22.33	24.32
	8.1%	13.80	14.42	15.11	15.90	16.82	17.88	19.13
	9.1%	11.83	12.28	12.79	13.35	13.99	14.72	15.56
	10.1%	10.27	10.60	10.98	11.39	11.86	12.38	12.96
	11.1%	8.99	9.25	9.53	9.85	10.19	10.57	11.00
	12.1%	7.94	8.14	8.36	8.60	8.86	9.15	9.47

资料来源：华泰联合证券研究所

相对估值结果

目前国内上市的医药分销企业包括国药股份、南京医药、上海医药、一致药业和华东制药等。根据报告截止日估值，这些公司以 PE、PEG 和 PS 等估值方法下估值水平如表 4 所示。

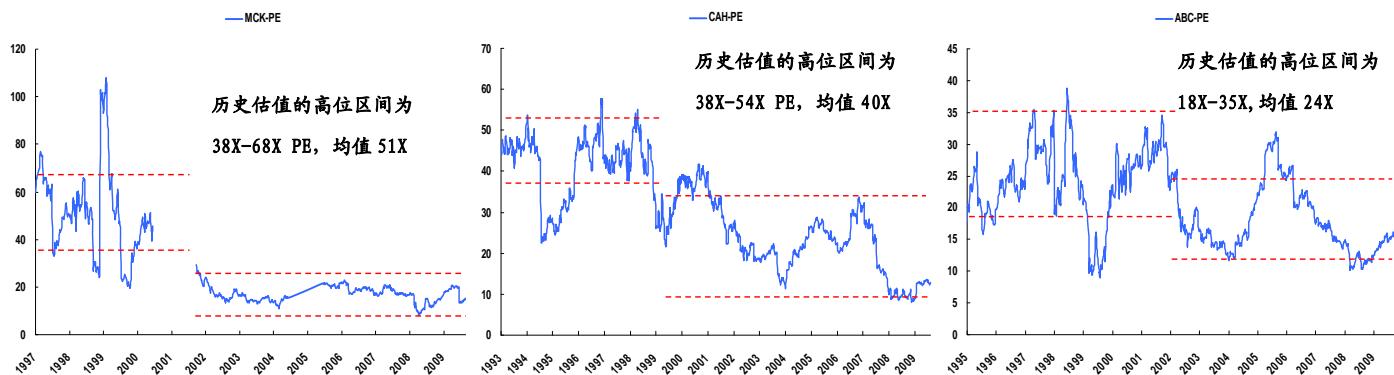
表 4：2009-2011 国内医药商业公司市场估值状况

	市值(亿本币)	2009EPS	2010EPS	2011EPS	CAGR	2009PE	2010PE	2011PE	2009PEG	2009PS	2010PS	2011PS
国药股份	102.94	0.47	0.62	0.77	27.78%	45.43	34.73	27.82	1.64	1.98	1.61	1.32
南京医药	37.49	0.15	0.22	0.30	39.76%	70.19	48.87	35.94	1.77	0.27	0.23	0.19
上海医药	317.63	0.30	0.60	0.73	56.18%	53.13	26.45	21.78	0.95	1.62	0.86	0.71
一致药业	85.38	0.67	0.90	1.17	32.09%	44.22	32.90	25.35	1.38	0.78	0.63	0.50
华东医药	102.00	0.87	0.82	1.01	7.79%	27.01	28.72	23.25	3.47	1.30	1.13	0.95
平均						48.0	34.3	26.8	1.84	1.19	0.89	0.73

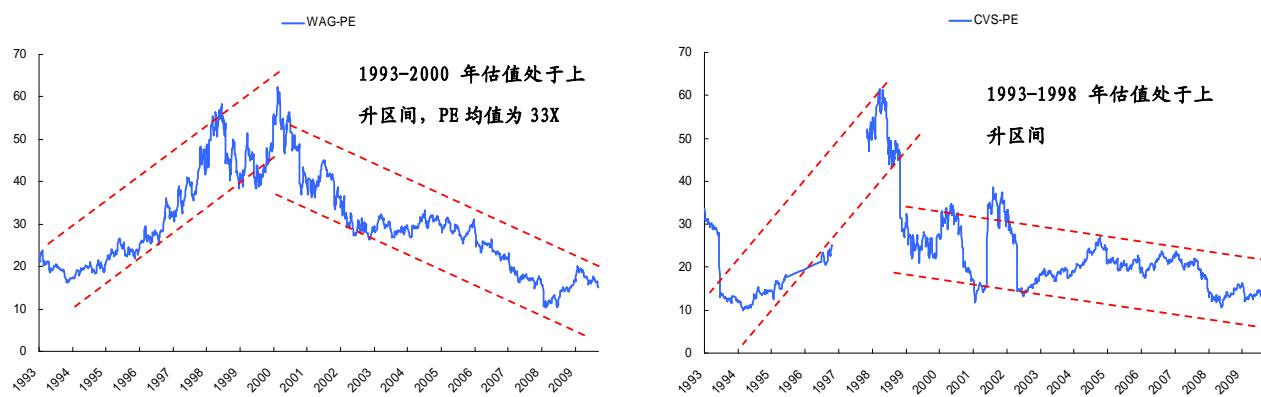
资料来源：华泰联合证券研究所

我们同样比较了美国前三大医药分销商 Mckesson Corp、Cardinal Health、Amerisourceberge 及前两大医药零售商 CVS 及 Walgreen 的历史估值情况，希望从中得到借鉴。

值得注意的是，从 1990-2000 年阶段，伴随美国医药分销行业集中度的快速提升，这五家企业的估值都处于其历史上的高位区间或处于明显的上升通道；而随着 2000 年之后美国医药市场集中度达到顶峰，市场对于这些公司的偏好程度逐渐下降，随之而来的是估值水平的下滑。

图 1：MCK、CAH、ABC 历史估值情况


资料来源：Capital IQ，华泰联合证券研究所

图 2：WAG 与 CVS 历史估值情况


资料来源：Capital IQ，华泰联合证券研究所

询价建议

从估值国际国内比较来看，处于市场集中度提升、利润水平快速增长期间的医药商业公司普遍受到追捧，其中国内公司 2009 年静态 PE 达到 48 倍，动态 PE 也达到 34 倍，而美国前三大公司在历史上溢价期间估值水平也分别达到 40-50 倍。

考虑到公司近几年来的快速成长，以及目前二级市场对于新股普遍给予溢价，我们认为公司最终的询价区间对应 2009 年扣除非经常性损益后 48-50 倍 PE 较为合理，即 11.52-12.00 元，对应 10 年 41-43 倍动态 PE。

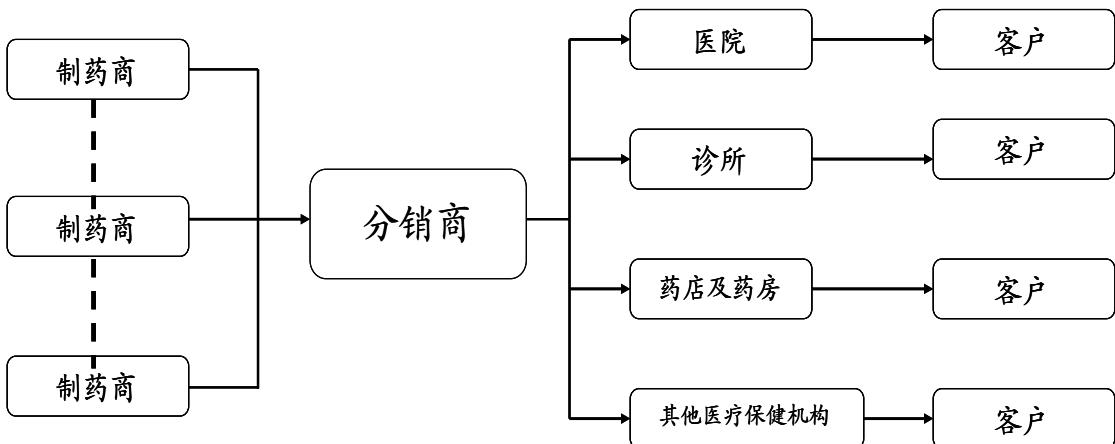
医药分销：规模化和集中度提升是大势所趋

医药产业链中关键环节

医药分销市场衔接上游制药商与下游零售商如医院配药处、连锁药房、独立社区药房、社区诊所及其他零售终端。从具体工作职责来看，分销商负责从分散的上游制造商处将各式药品运送至众多终端零售网点，以降低供应商的销售费用，同时减轻制造商向众多零售商付费及收款的压力；另一方面，下游零售网点可以稳定地从分销商处获得药品供应，也能节省交易成本、提高经营效率。

分销商在采购、储存、转售与运输药品方面积累了丰富的营运经验，并体现出规模效应，使得其在医药供应链中占据了举足轻重的地位。

图 3：中国医药分销价值链



资料来源：华泰联合证券研究所

中游渠道价值更加显著

事实上分销商作为连接上下游的通路商，在许多行业都普遍存在，在医药行业中，不仅有国药控股这样的全国性大分销商，也有嘉事堂、南京医药等区域分销龙头；在IT领域，四大分销巨头联强国际、神州数码、英迈国际和伟仕控股占据了国内IT分销50%市场份额；而手机分销行业的天音控股、中邮普泰、爱施德等市场份额也超过了50%。

一般来说，分销商所处的行业进入壁垒越小、行业上下游越集中，分销商在整个产业链就越弱势，体现为必须承担更多的存货风险和承担更多的应收账款。我们认为，与其他行业的分销商相比，医药分销商的渠道地位相对较强势，溢价能力较强：

1. 医药行业上下游都较为分散

在上游的医药生产环节，由于药品生产批文会批给若干家生产单位，同类药品生产企业的数量得不到控制，导致企业陷入重复投入产能过剩局面，因此行业上游的集中度一直较低。

目前行业内处于下游零售渠道的医药企业共有 14 万家左右，这些零售企业销售品类同质性严重、即便是最大的零售企业销售占比也很小，竞争非常激烈，在近似完全竞争的下游市场，集中度也必然很低。

2. 中游分销渠道存在进入壁垒

2009 年 1 月，由卫生部、国家发改委等六部委联合签署的《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》明确指出，“药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标。由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次。”

在新的采购体系下，中游分销商具有较强的进入壁垒，最终能够在招投标中胜出的分销商不仅与药品生产企业保持良好的合作关系，其在物流配送上也需要具备相当强的实力。

集中度提升乃大势所趋

目前中国医药分销企业约有 1 万家，实际从事医药分销的公司及组织大约有 20 万家，企业数量众多，规模小。但根据中国医药商业协会统计的近几年发展数据来看，2008 年分销规模超过 100 亿元的大型医药企业达到 6 家，超过 50 亿元的大型医药企业 10 家，超过 10 亿元的有 77 家，市场集中度提升趋势明显。

分销商获得的毛利率水平相对稳定，但随着分销规模的扩大，在期间费用增长幅度可控的情况下，分销商的规模效应体现为费用率的下降和净利率的提升。从国外行业发展来看，分销企业寡头垄断是普遍现象，分销商规模越大，竞争力越强。

从 1990 年起至今，美国前三大医药分销商 (McKesson Corp、Cardinal Health、AmerisourceBergen) 的市场份额已经达到 97%；日本的前三大医药分销商 (Mediceo、Alfresa、Suzukene) 占据了 70% 的市场份额，欧盟三大医药批发企业占区域市场份额也达到 65%。回顾这些国家医药分销市场集中度提高的过程，有一些经验可以借鉴：

1. 努力地向产业链上下游延伸

在日本东京，中等以上的医院基本不设自己的医药仓库，而是由物流企业来管理，但医院对物流企业都有很高要求，一般来说物流企业要为医院配 6-8 个配送中心，这些中心全部与医院信息接轨。

库房托管能为医院节省宝贵的医疗面积，还可以提高药品储存质量，医院得以从低效率的库房管理中解放出来。而配送商藉此可以更好地掌握医院药品的需求状况，参与医院的采购量、采购周期和库存量控制的管理等。

通过这些努力，中游分销企业和下游医院的合作关系更加紧密，物流企业提高产业链运营效率，加强了自身的重要性并实现了价值回报。

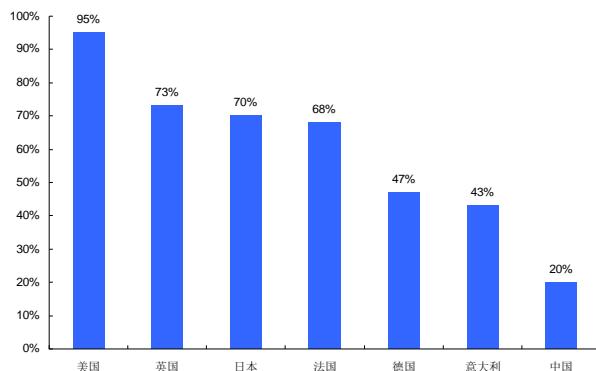
2. 先进的物流配送体系不可或缺

物流配送是现代医药商业发展的制高点，拥有高效率、反应迅速的物流配送中心是提高供应链管理能力和实现产业链的纵向延伸的必要条件。国外许多医药商业企业都是以强大的、反应迅速的配送中心作为公司核心竞争力的重要体现。

随着不少区域分销规模发展到一定程度，通过并购实现规模扩大的内生要求愈发强烈，而新医改方案的出台将成为行业整合的催化剂。我们认为，中国医药商业行业

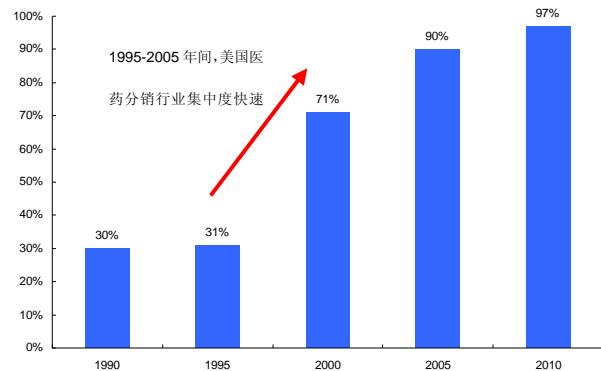
全面的整合即将或已经来临，类似于美国 1995-2000 年期间行业集中度大幅提升的黄金五年有可能出现。在这期间，具备领先供应链管理能力、强大物流配送体系和优秀管理团队的公司必将脱颖而出，迅速壮大。

图 4：主要国家医药分销 CR3 市场份额



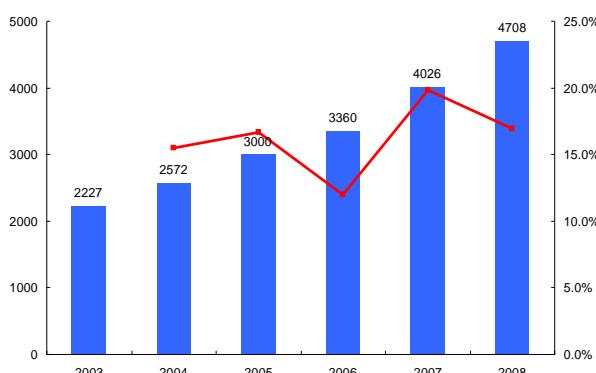
资料来源：国药控股招股书，Kaiser Foundation，华泰联合证券研究所

图 5：美国医药分销 CR3 市场份额



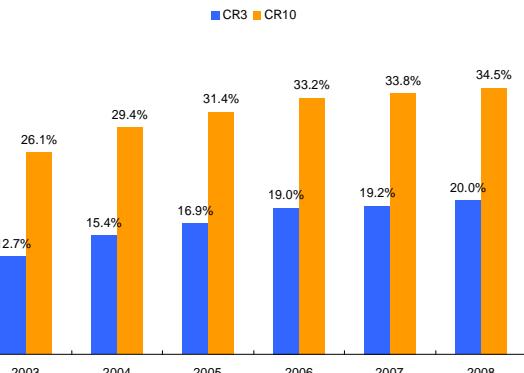
资料来源：美国医药商业协会，Kaiser Foundation，华泰联合证券研究所

图 6：中国医药分销市场收入增长情况



资料来源：中国医药商业联合会，华泰联合证券研究所

图 7：中国医药分销 CR3 与 CR10 市场份额



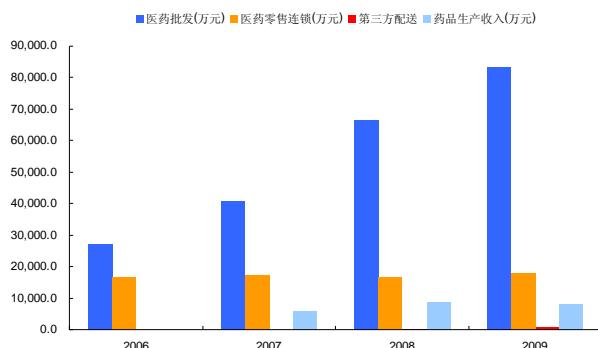
资料来源：中国医药商业联合会，华泰联合证券研究所

嘉事堂：三大竞争优势助力公司腾飞

嘉事堂是以现代物流为依托，扎根于北京的医药分销和零售企业。公司是北京第二大社区医院分销商以及二级以上医院分销 10 家候选企业之一；此外公司在北京地区拥有直营连锁药店 171 家，是北京地区直营零售网络规模最大的医药商业企业。

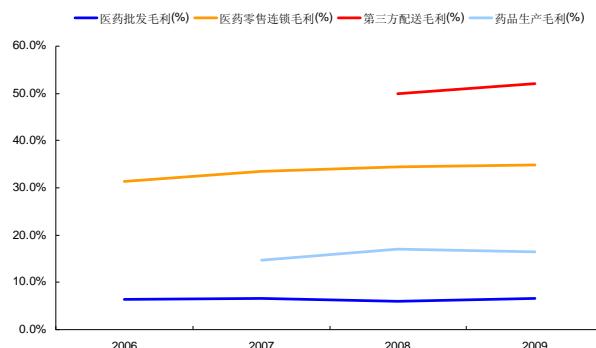
截止 2009 年底，公司分销、零售、第三方物流和医药工业收入分别为 8.3 亿元、1.8 亿元、928 万元和 8258 万元。从收入结构来看，分销是公司主要收入和利润来源，而随着物流中心二期工程的投入使用，高毛利的第三方物流业务为公司贡献的收入和利润将出现较大增长。

图 8：嘉事堂主营业务收入构成



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 9：嘉事堂主营业务毛利率



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

表 5：嘉事堂主营业务盈利模式及客户列表

主营业务		主要客户	盈利模式	备注
医药批发	社区医院配送	北京地区社区医院。公司是北京市海淀区、石景山区、门头沟区的社区医院药品配送商，占据北京社区医院药品分销的 30% 市场份额。	制药企业以商业折扣形式返还给公司的“配送费”，个别一些销量比较大的药品，经公司与制药企业协商，可获得额外的“配送费”。	配送费率一般为 5%-8%
	医疗批发	北京二级以上医院。公司入围 09 年北京二级以上医院“10+2”候选分销商，从而全面进军二级以上医院分销市场，获取更大市场份额。	利润一方面来自于进销差价，另一方面则来自制药企业的促销返利。	
	商业调拨	其他分销商。	商业调拨的利润主要来自于制药企业的促销返利，少部分来自于进销差价。	
医药零售		北京地区零售客户。公司在北京地区拥有 171 家直营连锁药店，是北京地区直营零售网络规模最大的医药商业企业。	公司连锁零售业务的利润主要来自于医药进销差价，少部分系医药供应商支付的促销费。	
第三方物流		制药企业、医药商业企业等。现有客户及意向客户包括拜耳、天士力、联邦制药、贵州同济堂等。	根据其他制药企业、其他医药商业企业、医院提供符合 GSP 标准的仓库进行仓储、分拣、搬运、运输及配送服务。	
医药工业		医药商业企业、医院、药房等。	公司收购的嘉事大恒（前身为大恒榕业）及大恒倍生生产药品，销售给医药商业企业、医院和药房等赚取利润。	

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

虽然公司目前的分销规模与国药控股、南京医药等相比较小，但公司在零售网络、物流配送能力方面已经具备了竞争优势，公司的管理团队高瞻远瞩，此次上市后通过持有股权实现管理层激励，这些因素不仅可以保障公司在北京地区医药分销的优势地位，更为公司以后实现跨区域扩张奠定了基础。

拥有丰富的客户资源

公司在北京地区拥有丰富的客户资源：是北京第二大社区医药分销商，占社区医院分销市场 30%份额；公司是北京二级以上医院 10 家候选配送商之一，将全面进军总量超过 200 亿的二级以上医院分销市场；此外，公司也是解放军后勤总部医疗配送中标商之一。

公司自成立之初一直专注于医药批发和零售业务，与药企及医院建立了良好的合作关系，2006 年底，在分销规模并不占优势的前提下，公司依托现代医药物流的设施和专业化的配送服务，在市政府、区政府两轮遴选+社区医院一轮投票中胜出，不仅获得了北京市社区卫生服务市级药品统一配送商资质，并成为两家最终配送商之一，是公司发生质变的标志性事件。公司由此取得了北京市海淀区、石景山区、门头沟区的社区医院药品配送业务资质，并占据了北京市社区医院配送市场的 30%份额，进入北京医药商业骨干企业行列。

除此之外，公司在 2009 年成为北京总后（解放军总后勤部）医疗单位 40 家中标配送商之一。北京二级以上医疗机构集中采购、配送实施后，公司将获取更多的优质客户资源，并拉大与竞争对手的差距。

表 6：北京新医改进程

时间	医改事项	医改结果
2006-11-29	北京市社区卫生服务市级药品统一配送商遴选启动：对北京市 240 余家医药商业企业公开评分和遴选，最终为北京 18 个区社区医院寻找最优配送商。	第一轮确定北京医药、国药集团、北京丰科城医药、嘉事堂、北京市京新龙医药 5 家公司取得“2006 年度北京市社区卫生服务市级药品统一配送商”资格；第二轮确定嘉事堂药业取得海淀区、石景山区、门头沟区社区医院药品配送业务资质，北京医药股份取得了北京市剩余 15 个区的社区医院药品配送业务资质。
2006-12-25	北京社区医院药品统一配送、零差价销售工作正式开始实施。	
2009-11-27	北京市医疗机构药品集中采购工作启动。	
2009-12-3	在药品集中采购招标工作进行的同时，开展医疗机构药品集中采购配送商遴选工作，将遴选出 10 家大型现代化经营企业，作为 2010 年北京市医疗机构药品集中采购配送商，并选择 2 家企业作为备选配送商。	遴选共两阶段：第一阶段由北京药监局对配送商遴选申报材料进行初步审查，筛选出符合参选条件的企业共计 33 家；第二阶段由北京市政府通过抽签选出的 45 名专家，对上述 33 家企业投票、打分，选出“10+2”的配送商资质企业，遴选工作在 2009 年 12 月 22 日结束，目前遴选结果尚未正式公布。
2010-03-17	北京市委常委会讨论通过了《北京市 2010-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》。	具体实施方案将在近期公布、实施。

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

具备现代化物流体系

公司 2005 年初前瞻性地兴建物流配送中心，占据医药商业发展的制高点。目前公司配送中心在华北地区规模最大、现代化程度最高。与竞争对手相比，由于建设时间早、设备先进，中心运营效率高且成本低，不仅极大地支持了公司自身批发业务，还向拜耳、天士力、联邦制药、贵州同济堂等药企提供第三方物流配送，获得新的利润增长点。

公司 2005 年 2 月投资约 6000 万元兴建物流中心一期项目，是符合 GSP 标准的规模化、现代化、专业化的医药物流中心，年配送药品价值约 30 亿元，目前一期项目 1/3 配送产能服务公司自身批发及零售业务，剩余产能为第三方药企或商业企业提供配送。

2009 年 10 月，公司开始兴建物流中心二期项目，总投资约 1.1 亿元（募投项目），预计今年 7 月份就能投入使用，由于公司在 04 年筹备一期项目购地时为二期项目预留了土地，因此两期配送中心位于同一处，相互协作效率较高。二期项目整体引进日本大福医药物流成套设备及信息系统，建成后公司新增配送能力 60 亿元，主要提供第三方物流配送服务。

公司之所以在过去几年中的各级配送商遴选中名列前茅，与公司拥有先进的物流配送中心和专业化的管理密不可分。目前除嘉事堂以外，北京地区符合 GSP 标准的物流企业有国药物流北京公司、北京医药、和北京九州通三家。由于目前北京近郊地区土地紧张，新设配送中心的拿地成本较高、建设周期较长；此外，国药物流和北京医药配送中心已经饱和，难以提供第三方医药物流服务，而与九州通物流相比，公司在高端客户资源开发和运营成本控制方面具有一定优势。

表 7：北京地区四家医药商业企业物流中心比较

医药商业企业	年配送额	物流中心面积及储位数	主要配送客户	经营状况
嘉事堂	一期+二期共 90 亿元	2.8 万平（其中冷链仓库 2000 立方米），3.9 万个储位（含零分拣）。	第三方物流配送客户包括拜耳、天士力、联邦制药、贵州同济堂。	一、二期项目为 04 年拿地，土地成本低。二期项目整体引进日本大福医药物流成套设备及信息系统，其中冷链仓库为华北最大。
国药物流 北京公司	80 亿元	1.6 万平，1.2 万个储位。	主要为自身业务服务。	2005 年底建成投入运营，目前仓库基本达到饱和。
北京医药	80 亿元	1.2 万平，2.5 万个储位（含零分拣）。	主要为自身业务服务。	嘉事堂二期投产之前，北药物流是北京最大的医药流通企业，其物流中心主要用来满足自身业务需求，目前已基本饱和。
北京九州通	-	3.2 万平，3.1 万个储位（含零分拣）。	配送客户中高端客户比例很低。	2008 年底建成投入使用，营销网络覆盖北京及周边地区。

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

高瞻远瞩的管理团队

与所有行业的成功者相同，嘉事堂的快速发展源于管理层对行业的深刻理解和前瞻性判断，公司在 2005 年初分销规模仍然较小的情况下，敢于投入巨资兴建物流配送中心的魄力和勇气难能可贵。公司在几个关键时点，如社区医院和二级以上医院招标中脱颖而出，不仅证明了公司的质变，更是对管理层专业管理的认可。

公司主要管理层持有上市公司 180.9 万股，作为国有背景的企业，管理层通过持股实现激励难能可贵。这种激励制度可以更好地调动管理人员的积极性，将公司利益与管理人员的利益趋同，有利于公司长期发展。

表 8：嘉事堂主要高管薪酬及持股

高管	职务	年薪酬（万元）	持股数（股）
许帅	董事、总经理	37.37	409,679
王英	副总经理	32.64	405,359
李铁军	副总经理	32.56	405,359
博世俊	副总经理	13.61	97,315
王新侠	财务总监、董事会秘书	18.85	136,767
翁先定	监事会主席-	2.40	355,068

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

未来发展前景：受益医改，加速发展

我们看好公司未来发展前景，依托丰富的客户资源和先进物流体系，公司有望全面进军二级以上医院和总后配送这两块份额巨大的新市场，是最受益于北京新医改政策的医药商业企业，业绩弹性巨大。我们预计公司 2010-2012 年主营业务收入达到 16.3 亿元、26.3 亿元和 32.8 亿元，净利润为 4532 万元、6089 万元和 8303 万元。

表 9：2010-2012 公司分项业务收入及净利润预测

		2010E	2011E	2012E
主营业务收入	社区+二级以上医院	104,272.16	199,344.51	259,571.94
	医药零售连锁	19,406.69	24,000.00	26,880.00
	第三方物流	1,500.00	2,000.00	3,000.00
	商业调拨	29,480.28	29,480.28	29,480.28
	药品生产	8,506.20	8,591.26	8,677.18
净利润	社区+二级以上医院	2,312.74	3,573.74	5,147.44
	医药零售	1220	1,316.00	1,557.00
	第三方物流	480.00	660.00	1,020.00
	商业调拨	58.96	58.96	58.96
	药品生产	460	480	520

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

医药批发：二轮驱动，快速增长

公司的医药批发业务包括社区医院配送、医疗批发和商业调拨三部分，截止 2009 年底，社区医院配送占医药批发收入的 49%，是主要的收入来源，而一旦公司全面进军二级以上医院配送市场，医疗批发收入占比将有望大幅增长。

社区医院配送：份额仍有望扩大

公司 06 年底成为北京两家社区医院配送商之后，承担海淀区、石景山区、门头沟区的社区医院药品配送。截止 2009 年底，与公司签约的社区医院共 404 家，配送量占北京社区医院配送市场份额 30%。

我们预计 2010 年以后社区配送业务收入仍有较大提升空间，这主要由于两个原因：

1. 新医改政策推动基层医疗投入增加

过去 3 年，社区医疗在新医改政策支持下对药品消费需求激增，第三终端和社区药品市场合计份额从 2006 年的 12.52% 增长到 2008 年的 19.04%。政府增加医改投入后，更多药品开始享受 15% 补贴，消费者在社区医院购买药品的选择余地增加，进而推动社区医院用药需求的快速增长。

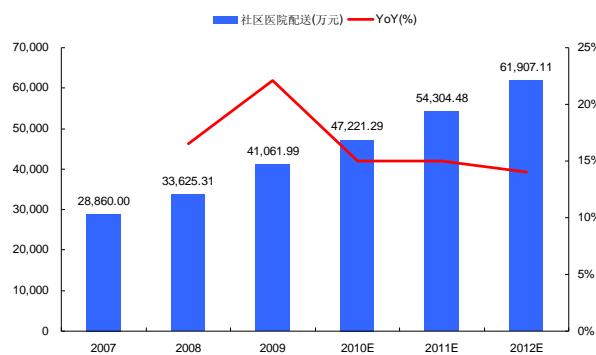
嘉事堂 09 年向社区医院配送的药品共 300 多个品类、近 1200 种品规，2010 年上半年就已经新增了将近 700-800 个品规，增量大部分来源于政府 15% 补贴带来的社区医院可选药品种类增加。

2. 新一轮社区医院招标可能增加公司市场份额

新一轮北京社区医院招标可能会在二级以上医院招标之后推出，公司有可能借机实现向北京其他十五个区拓展业务。而对于上一轮招标中签约的三个区，由于公司已经与区内社区医院实现信息系统对接、提升了双方的合作效率，一般来说这几个区的市场份额下降可能性不大。

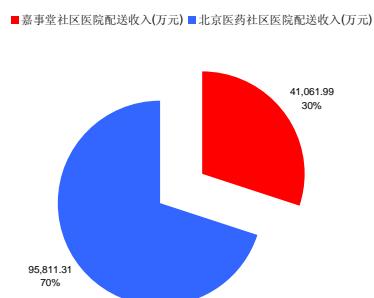
基于此，我们预测公司社区配送业务 2010-2012 年收入增长分别为 15%、15% 和 14%。由于社区配送的毛利率（即配送费率）一般是 5%，部分大额配送可能费率能达到 8%，因此我们预计社区配送毛利率基本保持平稳。

图 10：2007-2012E 嘉事堂社区医院配送收入

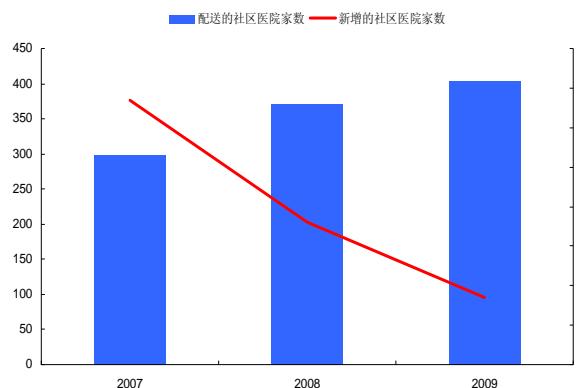


资料来源：华泰联合证券研究所

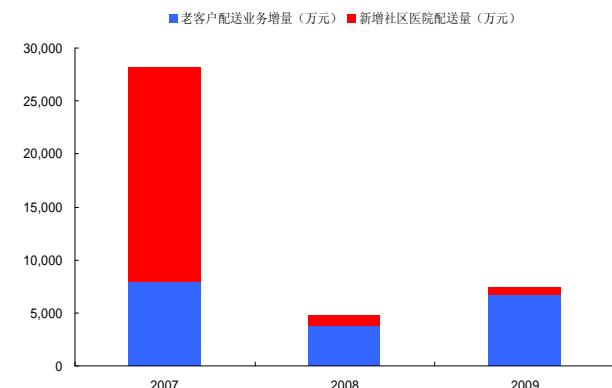
图 11：截止 2009 年底北京社区医院配送市场份额



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12: 2007-2009 嘉事堂配送社区医院数


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 13: 2007-2009 嘉事堂社区配送增量结构


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

医疗批发：进军新市场，分享大蛋糕

2009 年北京市二级以上医院约 180 家，根据北京市卫生局公布的数据，这些医院一年采购药品额为 180 亿元，但实际采购额很可能远超此数，达到 300 亿元。对于任何一家医药配送商来说，能够进军这一市场均意义重大。

在此次招标之前，共有约 240 家医药商业企业为二级以上医院提供分销和配送服务，市场集中度很低，单个企业份额不大，但随着招标方案的出台，这一局面将会极大改善：从评选标准来看，方案对候选企业的现代物流能力、经营规模等多方面提出了要求，最终获得配送资格的企业将共同分享二级以上医院药品分销这一块大蛋糕。

表 10: 2009 年北京市医疗机构药品集中采购配送商评定标准

评定项目	评定标准
经营面积	企业 2008 年度全年营业收入总额，以《企业所得税年度纳税申报表》数据信息为准。
仓库面积	企业经北京市药品监督管理部门验收合格的仓库建筑面积；委托第三方物流进行配送的，按照该企业 2008 年度经营规模核算该项分值。
纳税数额	企业 2008 年度在北京市所缴纳的增值税和所得税总额。
执业药师数量	经北京市药品监督管理部门批准，注册在本企业的执业药师人数。
2006 年中标品种数量	企业在 2006 年度北京市医疗机构集中采购中各组招标和竞价配送品规合计总量。
现代物流能力	企业经北京市药品监督管理部门验收合格的药品现代物流设施；委托第三方物流进行配送的，按照委托企业 2008 年度经营规模核算该项分值。
配送车辆	企业自有或实际租用的货物运输车辆总量；委托第三方物流进行配送的，按照委托企业 2008 年度经营规模核算该项分值。
信息化水平	企业是否按照药品监督管理部门的要求，通过药品安全追溯系统如实上传数据。
不良记录	企业自 2008 年 1 月 1 日以来，被药品监督管理部门立案查处的违法违规经营行为。

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

目前在北京地区分销实力较强的企业主要有北药股份、国药股份、国控北京、国控北京华鸿、北京普仁鸿、北京科园信海、北京美康永正等，尽管与排名前两位的北

药股份和国药系相比，公司规模并不够大，但我们仍然相信公司能够获得较大份额，主要基于以下两点：

1. 加强药事服务、绑定下游客户

所谓药事服务，指的是“以集成化供应链管理能力为基础，以专业药学服务为特征，为客户提供包括药品管理、药房管理、药学服务在内的多项服务。”在这一模式下，依据专业分工的原则，分销商可以承接原先医院作为成本中心、运营效率较低的药品供应、药学服务、药房管理。与传统的批发业务模式相比，依托现代物流，输出药事服务模式有助于公司与医疗机构建立全面紧密的合作关系，从而大幅度提高在合作医疗机构的市场份额。

今年以来，由于二级以上分销配送体系将迎来重大调整，公司未雨绸缪，已经主动联系了部分二级以上医院并签订了药事服务意向合同。这些与公司签订药事服务的医疗机构均有可能成为公司医疗批发业务的主要增长点。

2. 先进物流配送体系值得信赖

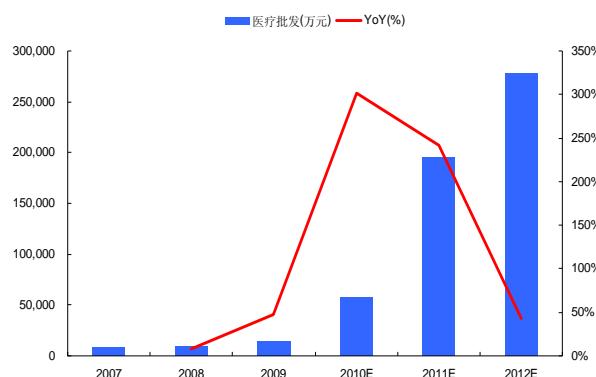
对于医院来说，合作分销商的物流配送体系越先进，他们获得药品的质量就更有保障、库存周转也会更快、信息系统对接也更容易。有关嘉事堂物流配送体系，我们在前文已有较多描述，兹不累述。

除此之外，根据招股书的披露，公司于 2009 年成为北京总后（解放军总后勤部）医疗单位 40 家中标配送商之一，我们预计未来总后配送将成为公司收入的另一增长点。

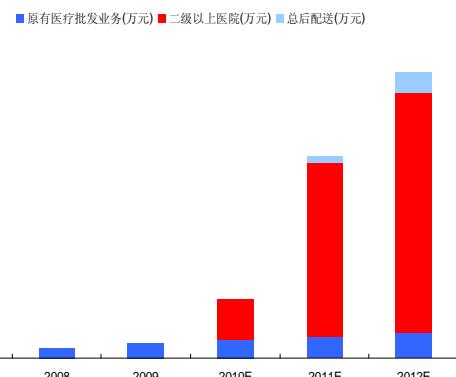
基于此，我们根据以下假设预测了公司 2010-2012 年医疗批发业务经营情况：

- ✓ 2009 年北京二级以上医院采购药品总量 200 亿元，2010-2012 年复合增长率为 20%；
- ✓ 2010-2012 嘉事堂占二级以上医院市场份额分别为 5%、6% 和 7%，份额上升源于公司药事服务带来的配送客户增加；
- ✓ 预计二级以上医院招标名单于今年 8 月份公布，考虑到医院与新分销商之间的对接、消化原有库存一个月左右的周期，9 月份开始公司医疗批发收入有明显增长。
- ✓ 与社区配送业务一样，医疗批发业务的毛利率主要为配送费率，因此未来几年毛利率保持平稳态势。

则公司 2010-2012 年医疗批发收入分别为 5.7、14.5 和 19.7 亿元。

图 14: 2007-2012E 嘉事堂医疗批发收入


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 15: 2007-2012E 嘉事堂医疗批发收入构成


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

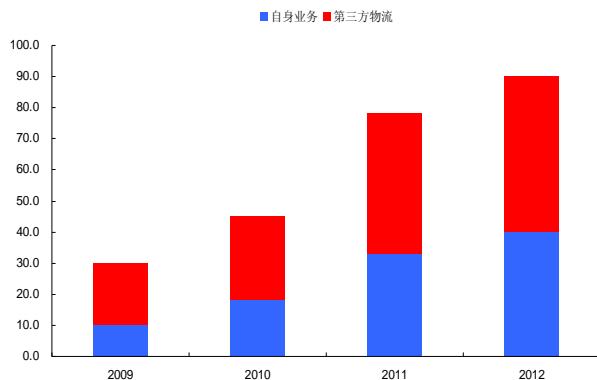
第三方物流：从战略项目到新增长点

公司在 2005 年兴建配送中心时，对第三方物流定位为战略业务，建设物流中心主要出于提升自身竞争力的需求。但随着这几年的发展，公司建立了与拜耳、天士力、联邦制药等高端客户的合作关系，随着二期物流中心投产，公司目前的配送产能瓶颈得以突破，高毛利的第三方物流将成为公司接下来 3-5 年内新的利润增长点。

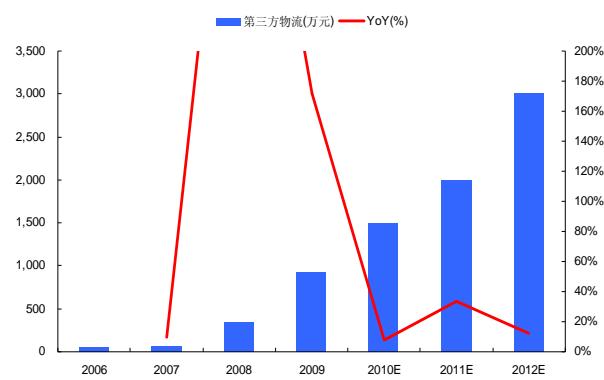
公司二期物流中心总投资 1.09 亿元，建成后仓库全年恒温恒湿，内设 8 巷道高架自动堆垛系统、自动分拣合流系统、快速拣选系统等现代化设备的 24 米高的自动化立体仓库；拥有 2 万多个储位，近万个箱零拣选位。最大库存量超过 60 万箱；日处理订单能力超过 2 万行，日出库箱数超过 2 万箱；整体引进日本大福医药物流成套设备及信息系统，库内作业实现无纸化，可实现全程的网上处理。此外公司还在二期物流中心内建造了总面积 2000 立方米的华北最大冷链仓库、引进全套日本设备，以满足冷藏储存、储运高端药品的仓储和配送需求。

公司二期项目预计于今年 7 月份完工，建成后新增配送产能 60 亿元，全部用于向第三方物流提供配送服务。考虑与客户的磨合期，二期项目不能立刻满负荷运营，我们预计公司 10-12 年物流配送中心的年配送额分别为 45、78 和 90 亿元。

参考一期项目的收费情况，我们预计 2010-2012 年公司第三方物流配送业务收入为 1500、2000、3000 万元。

图 16: 2009-2012E 嘉事堂物流中心配送产能


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 17: 2006-2012E 嘉事堂第三方物流收入


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

医药零售：树立品牌、志在长远

嘉事堂从 1998 年开始经营医药商业以来，就一直致力于打造“嘉事堂”的连锁药店品牌。2005-2006 年公司合并了嘉事裕丰、嘉事宏润、嘉事兴月和嘉事朝阳四家公司后，连锁门店数量快速增长，零售业务规模进一步扩大。截止目前公司在北京地区拥有 171 家直营连锁药店，从数量和规模来看是北京地区最大的连锁零售药商，药店主要分布在海淀、丰台、朝阳、石景山和房山五个区。

公司一直高度重视连锁药店拓展，在我们看来有四层目的：

1. 追求规模效应下的必然选择

作为连锁行业，规模效应在终端药店上同样非常明显，在强大的物流中心支持下，公司可以管理多至 500 家直营门店，目前这一规模虽然领先竞争对手，但远未达到极限，上升空间巨大。

2. 品牌建设、加强市场影响力的重要途径

由于掌握了整个药品生产、批发、零售环节的最终端，公司可以直接了解消费者的最终需求，在消费者心中树立品牌形象；通过向上游企业回馈消费者需求、提出药品生产建议等服务，也可以加深其对上游的影响力。

3. 医保定点药店扩编，零售市场增长的重大机遇

北京目前有 4000 多家药店，其中医保定点药店只有 120 家，且报销手续繁琐而近乎形同虚设。新医改方案明确了“所有零售药店均应配备和销售基本药物”的方针，因此随着新医改的实施，零售药店将在医保方面享有与定点医院公平的待遇，实现医保与药品零售行业的衔接，从而增加零售药店医保消费。

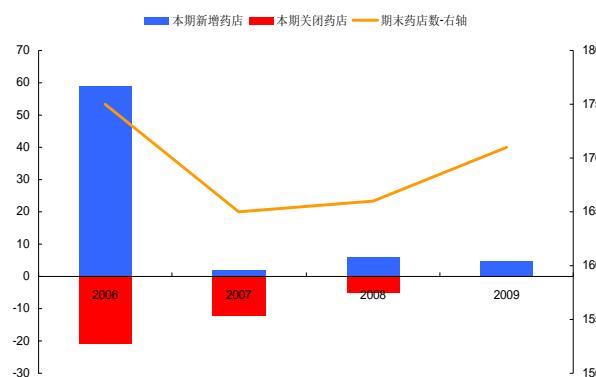
4. 日后承接药房托管的重要载体

从国际医药行业格局来看，大多数国家都实行医药分业，医生只负责开方与诊疗，消费者购药渠道通常在零售药店。在医疗用药总量中，医院用药一般在 20% 左右，即便是在医院用药比例较高的日本，这一比例也仅为 38%，但目前中国医院药品销量高达 80%。虽然这一格局改变的时间可能会很漫长，但一旦发生改变后，具备庞大终端

规模的零售企业很有可能成为承接药房托管的首选，而这也是公司布局零售业务的长期考量。

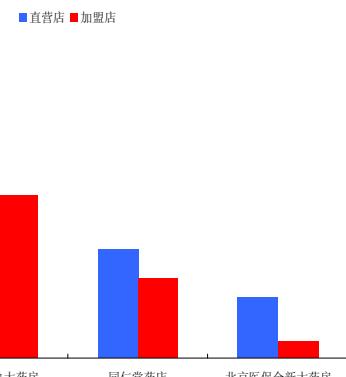
目前在北京市，医药连锁药店有“四大家”之说，除公司外，另外三家规模较大的企业包括北京金象大药房、同仁堂药店和北京医保全新大药房。公司虽然在门店数量上遥遥领先，但从存量门店影响力和区域分布来看，缺少在区域内有影响力的大型旗舰店。

图 18：2009-2009 嘉事堂连锁药店数



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 19：截止 2009 年底北京四大医药连锁商门店数

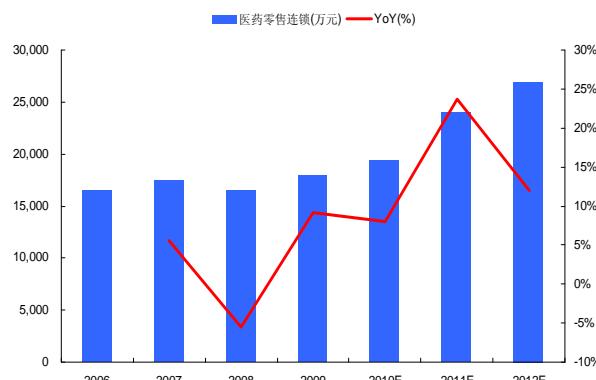


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

为了加强医药连锁的规模优势，公司利用募投资资金 6511 万元，加强旗舰店和弱势区域门店的拓展。在两年内，公司将把 4 家现有店面改造成旗舰店，新开 15 家区域中心店及若干家普通门店等。

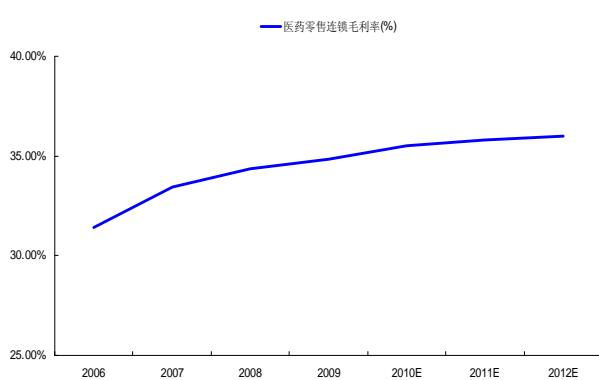
我们预计公司零售业务 2010-2012 年收入分别为 1.94、2.4 和 2.69 亿元，增长率分别为 8%、23.7% 和 12%。受益于规模扩大带来的规模效应和溢价能力提升，零售毛利率保持小幅上升趋势，预计 2010-2012 年毛利率分别为 35.5%、35.8% 和 36.0%。

图 20：2006-2012 嘉事堂连锁药店收入



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 21：2006-2012 嘉事堂连锁药店毛利率



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

表 11：嘉事堂连锁药店扩张计划

门店类型	门店扩张计划与开店标准
旗舰店	将看丹桥、西坝河、樱花园东街和海淀镇等四家公司现有门店改造成为符合旗舰店标准的门店。
区域中心店	在王府井、西单、中关村、朝内大街、朝外大街五个繁华闹市区各租赁物业开设区域中心店，单店规划面积在 200-400 平。
	在亦庄、方庄、亚运村、天通苑、回龙观、上地、望京等居民居住密集的大型生活社区各租赁物业开设区域中心店，单店规划面积在 200-400 平。
	朝阳路珊瑚湾小区、丰台区南三环东路和石景山区杨庄北区石景雅居购置三处房产开设 3 家区域中心店，三家单店面积分别为 400 平、300 平和 400 平，计划投资分别为 1180 万、1050 万和 1000 万元。
普通店	计划在公司药店数量较少的地区租赁物业开设普通店，单店规划面积在 100-200 平。

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

盈利预测
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	531	998	1,300	1,546
应收账款	212	545	591	697
其它应收款	179	244	367	424
预付账款	11	14	22	28
存货	11	15	24	30
其他	112	173	283	352
非流动资产				
长期投资	386	526	523	509
固定资产	103	199	212	205
无形资产	45	44	43	42
其他	234	279	264	258
资产总计	917	1,524	1,823	2,055
流动负债				
短期借款	304	396	633	783
应付账款	61	0	0	0
其他	228	363	592	738
非流动负债				
长期借款	15	33	41	45
其他	36	36	36	36
负债合计	49	39	39	39
少数股东权益	353	435	673	822
股本	120	160	160	160
资本公积	141	581	581	581
留存收益	300	346	407	490
归属母公司股东权:	564	1,089	1,150	1,233
负债和股东权益	917	1,524	1,823	2,055

单位: 百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,134	1,632	2,634	3,276
营业成本	981	1,452	2,369	2,950
营业税金及附加	6	8	13	16
营业费用	74	93	145	168
管理费用	16	22	34	42
财务费用	0	(5)	(11)	(13)
资产减值损失	2	1	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	56	60	81	111
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	56	60	81	111
所得税	14	15	20	28
净利润	43	45	61	83
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	42	45	61	83
EBITDA	68	69	84	112
EPS (元)	0.35	0.28	0.38	0.52

单位: 百万元

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17%	44%	61%	24%
营业利润	11%	7%	34%	36%
净利润	3%	7%	34%	36%
获利能力				
毛利率	13%	11%	10%	10%
净利率	4%	3%	2%	3%
ROE	8%	4%	5%	7%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	39%	29%	37%	40%
净负债比率				
流动比率	1.7	2.5	2.1	2.0
速动比率	1.4	2.1	1.6	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.8	1.9	2.2	2.1
应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.1
每股指标(元)				
每股收益	0.4	0.3	0.4	0.5
每股经营现金流	0.4	0.4	0.3	0.6
每股净资产	4.7	6.8	7.2	7.7
估值比率				
P/E	NA	NA	NA	NA
P/B	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA

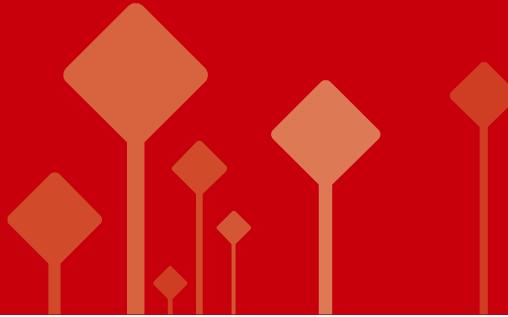
单位: 百万元

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	50	70	45	93
净利润	42	45	61	83
折旧摊销	42	45	61	83
财务费用	0	(5)	(11)	(13)
投资损失	(2)	0	0	0
营运资金变动	24	16	(21)	7
其它	(57)	(32)	(44)	(68)
投资活动现金流	(15)	(152)	(10)	0
资本支出	(64)	(152)	(10)	0
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(78)	(304)	(20)	0
筹资活动现金流	(9)	414	11	13
短期借款增加	0	(61)	0	0
长期借款增加	0	(10)	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	440	0	0
其他	(9)	5	11	13
现金净增加额	26	332	46	106

单位: 百万元

资料来源: 华泰联合证券研究



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com