

分析师 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn

执业证书编 S0490200010013

联系人 邹朋 (8621)68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

嘉事堂：深耕北京市场，谋求全面发展

事件描述

嘉事堂药业股份有限公司拟首次公开发行不超过 4,000 万股，发行后公司总股本不超过 16,000 万股。

本次发行全部募集资金将用于以下3个项目：1）医药物流二期建设项目；2）连锁药店扩展项目；3）医药批发业务扩展项目。通过本次募集资金，公司将在北京新设55家连锁药店，通过打造旗舰店的形式来加强公司的品牌建设。同时通过物流二期项目的建设，来突破药品储存和运输的瓶颈，加强公司在医药物流领域的竞争力，同时也在物流上保障公司连锁药店的扩张。依托医药物流容量的扩大，公司也将进一步夯实医药批发业务。

事件评论

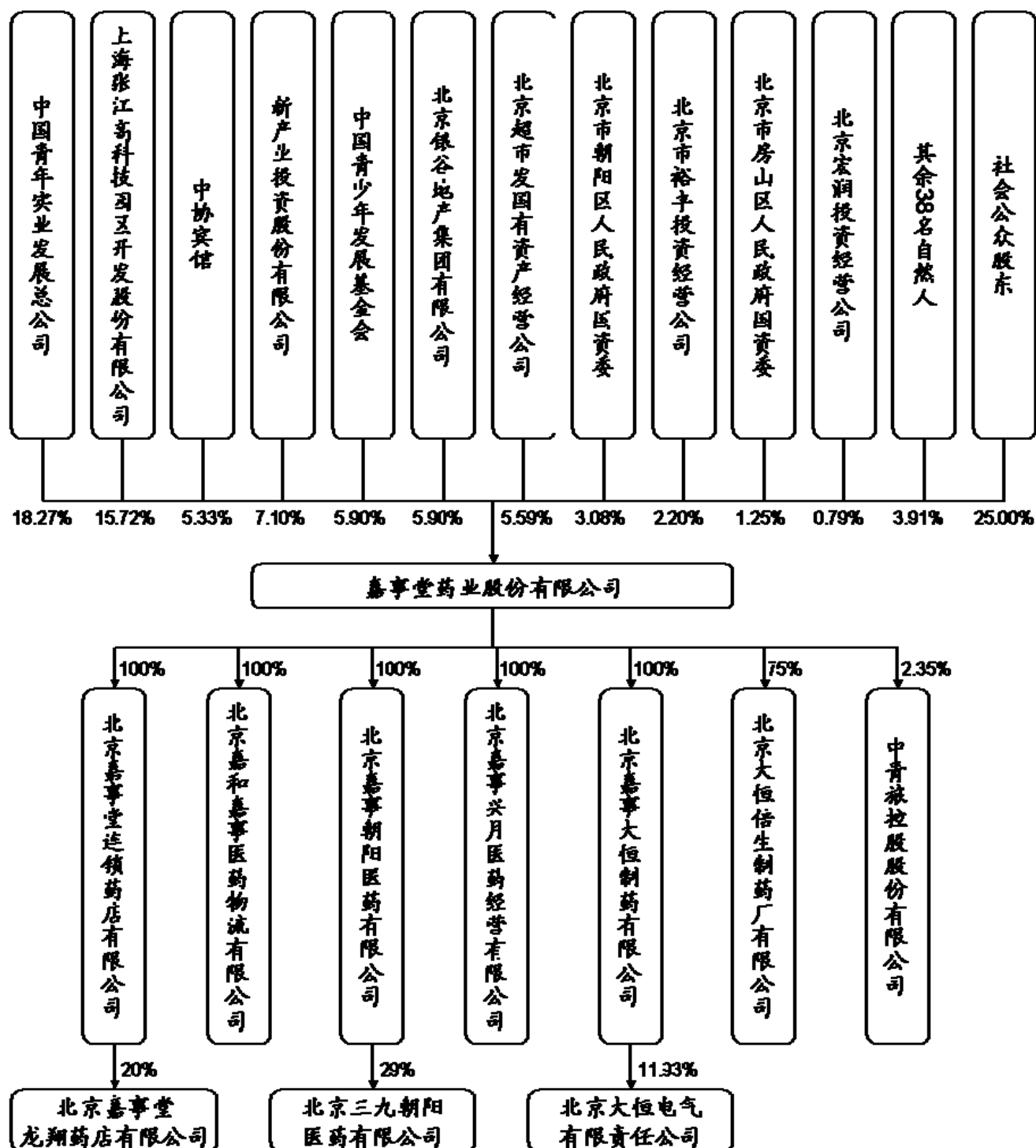
公司概况：立足于北京市场的现代医药商业公司

公司于 2003 年 9 月 29 日经国务院国资委批准设立，以中国青年实业发展总公司、上海张江高科技园区开发股份有限公司、新产业投资股份有限公司、中科联控股集团有限公司、北信投资控股有限责任公司、中协宾馆、北京超市发国有资产经营公司、李朝晖和白石峰为发起人，以发起设立方式设立。

长期以来，公司专注于以医药批发、零售为主营业务模式的医药商业经营，在满足公司自身医药批发、零售需求的基础上，积极开展第三方医药物流配送业务，在北京地区取得较为明显的行业地位和竞争优势。2007 年公司通过收购两家制药公司进入制药领域，形成了目前以医药商业为主导、以医药物流为依托、辅以医药工业的经营格局。

公司本次拟向社会公开发行4,000 万股，发行后总股本16,000 万股，发行后社会公众股占总股本比例为25.00%，中国青年实业发展总公司持有公司发行后18.27%股份，为公司实际控制人。

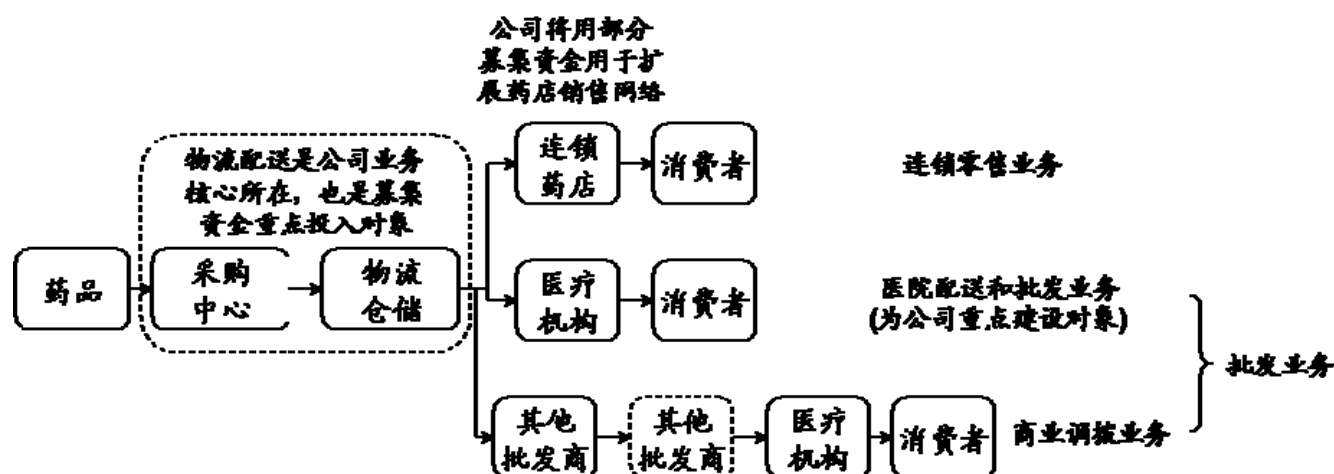
图 1: 发行后公司股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司目前主要的收入来源为事医药零售和医药批发业务，同时第三方物流业务近几年也得到了迅速的发展，但占比较小。在医药零售业务方面，公司主要提供直营连锁药店的服务，由总部对各店铺实施人、财、物及商流、物流、信息流等方面的统一经营。公司在医药批发业务方面与药品生产企业、社区医院、二、三级医院、药店结成紧密的同盟伙伴关系，依托于公司自身物流平台，为各医药终端提供药品批发服务。

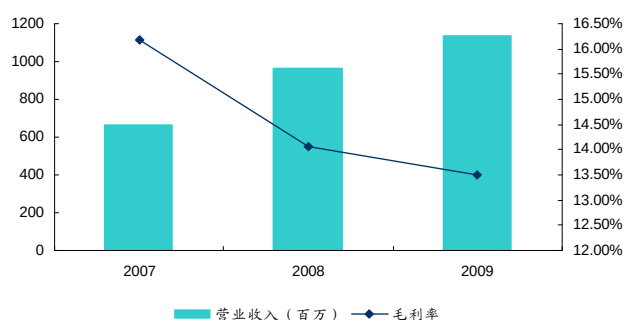
图 2: 公司医药零售和批发业务流程图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

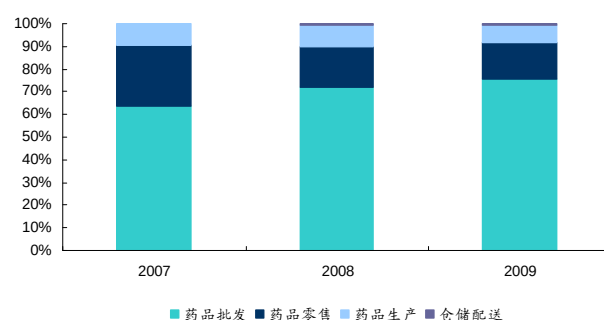
2007-2009 年公司营业收入保持稳定增长，其中营业收入复合增长率为 30.77%，营业收入主要的增长点为药品批发业务，其占营业收入的比重也在逐年增加，由 2007 年的 63.51% 增长为 2009 年的 75.43%，由于医药批发业务的毛利率较低，其占比的增加也导致了公司毛利率的逐年下降。

图 3: 公司历年主营业务收入及毛利率



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 4: 公司各项业务收入占比



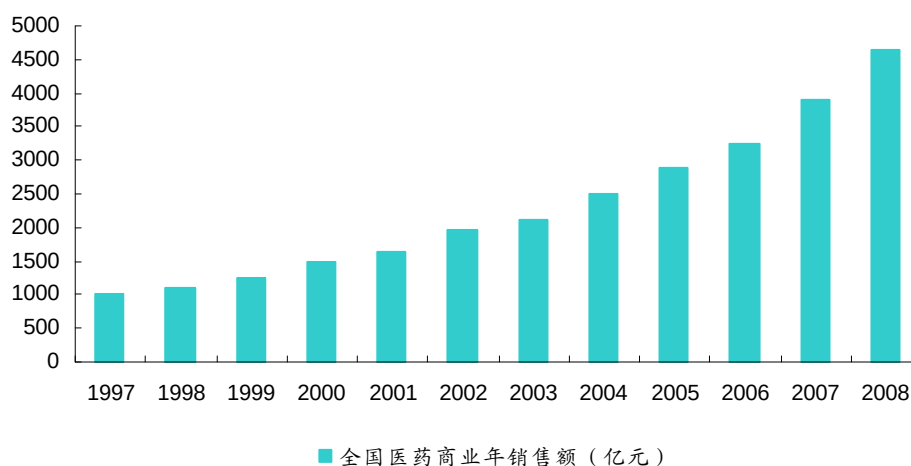
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

医药商业行业分析：发展迅速，竞争激烈

医药商业行业发展迅速

国家医疗卫生事业投入的增加和覆盖城乡居民的医疗保险制度的建立，使得医药商业销售增长迅速。1997 年到 2008 年，我国医药商业企业销售总额由 999 亿增长到 4,700 亿，年复合增长率约为 15%

图 5：1997-2008 年全国医药商业年销售额增长情况

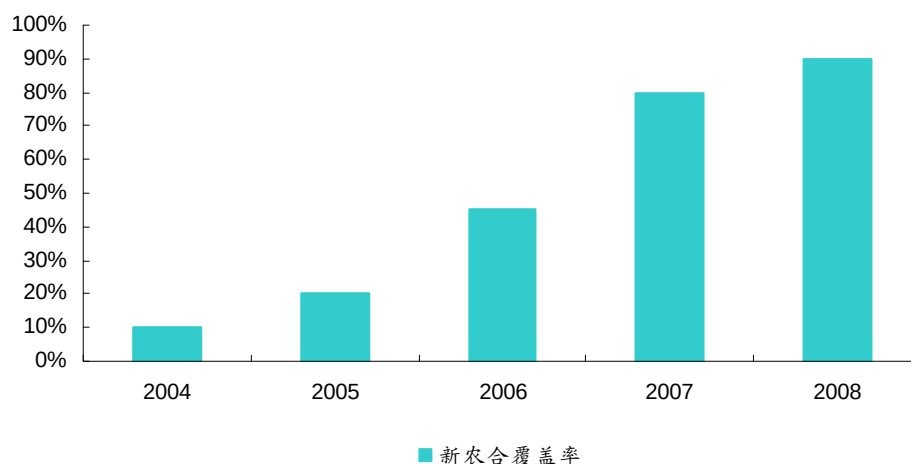


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前新医改的推行，无疑又是行业发展的一次契机。新医改确定是国家对基层医疗的投入，新农合的覆盖率已经达到 90%以上，城乡医疗救助制度覆盖到全国所有困难家庭。社区医疗的启动，使得社区医疗中心的数量大幅增加，社区医疗和第三终端的份额也在不断提升，这些都对拉升医药消费也起着明显的作用。

随着医改的深入，医保覆盖的人群比例仍会逐年上升，伴随着经济的增长，医药行业的总体市场规模将会进一步扩大，这就对医药商业的发展提出了更高的要求，也必将会带来国内医药商业企业的高速发展。

图 6：2004 年以来新农合覆盖率增长迅速

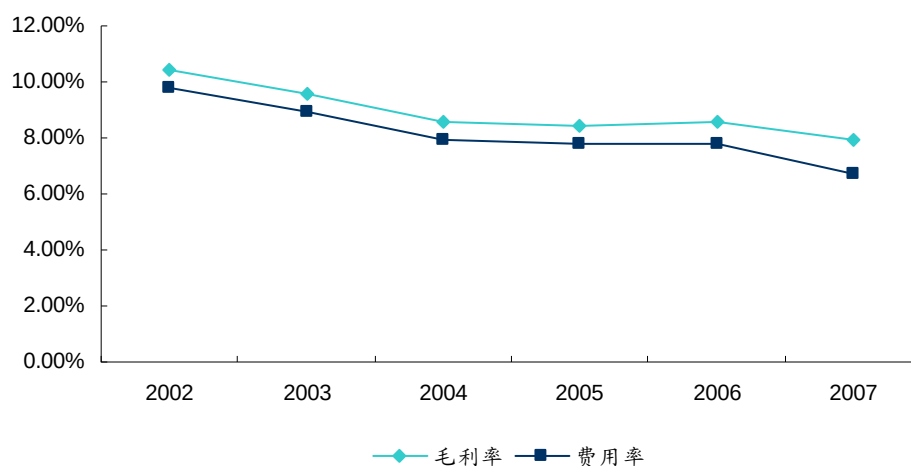


资料来源：卫生部、

医药商业行业竞争激烈

2004 年 4 月 1 号开始实施新的《药品经营许可证管理办法》，标志着多年来管制严格的医药分销行业对国内资本全面放开，我国医药商业行业进入了全面竞争的时代。随着竞争的加剧，医药商业行业的毛利率呈现逐年下降的趋势，但是随着企业运作的优化，销售的费用率也在逐年下降，行业整体的利润率呈上升趋势。

图 7: 2002-2007 年毛利率和费用率变化情况



资料来源：中国医药商业协会，长江证券研究部

公司在医药连锁零售、医药批发和医药物流业务领域均面临激烈的竞争

在药品零售行业方面，截至到 2007 年，年销售额在 10 亿元以上的中国药品零售连锁企业有 13 家，与 2006 年相比增加 2 家，其中年销售额在 20 亿以上的企业有 2 家。2008 年药品零售连锁企业销售前 100 强总额合计 521 亿元，相比 2007 年的 449 亿元，增加 71 亿元，同比增长 15.85%，而销售额超过 20 亿元的零售连锁企业则增加到了 5 家。目前公司的零售药店全部在北京地区，因此公司在药品零售行业的竞争也主要集中在北京。

表 1: 公司连锁零售业务在北京竞争情况:

企业名称	北京地区药店数量	北京地区直营店数量
北京金象大药房	193	99
北京医保全新大药房	45	36
同仁堂药店	109	63
嘉事堂药房	171	171

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在医药批发业务方面，公司面临的竞争同样主要集中在北京。目前北京有 240 余家医药商业企业，其中以北京医药股份有限公司和国药集团药业股份有限公司实力最为强劲，他们继承了历史上原有国有企业的上下游资源优势，而且还具有毒、麻醉类药品特许经营的优势。在北京地区的销售规模均超过 30 亿元。目前公司的医药批发业务在北京属于第二集团，同属第二集团的公司还有科园信海、普仁鸿等 5-8 家企业，第二集团的销售规模都在 10 亿元以上。

在医药物流方面，公司的主要竞争对手是位于北京的国药物流、北药股份和北京九州通医药有限公司。公司与 2005 年开始兴建一期医药物流工程，投资 6,000 余万元，建筑面积 11,296.34 平方米，最大存储量达 24 万箱，日处理能力 5,200 箱。相对于竞争对手的规模，一期工程仍有一定差距，公司目前正在兴建二期工程，工程完工后，将成为北京市规模最大、现代化程度最高的现代医药物流企业。

公司竞争优势

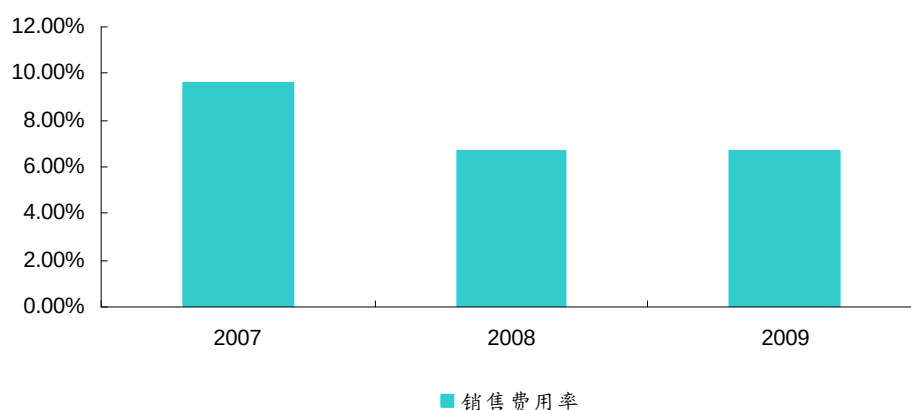
加强物流能力，强化核心竞争力

公司投资 6000 余万元建设的物流一期工程，在兼顾本公司药品零售、批发业务之外，主要为国内外药品生产企业、药品批发企业、药品零售企业、医疗机构及药品相关产业提供第三方医药物流服务，配送半径为北京市及周边 300 公里范围以内区域，储存与配送规模可达 30 亿元。目前公司正在建设物流二期工程，募集到的资金也会投入一部分到该工程的建设，公司希望通过加强自己的物流能力，形成在北京的区域优势。

同时通过物流中心的建设，公司增强了与供应商和终端客户的对话能力，减少了经营的流通环节，提高效率，降低了成本，增强了公司的竞争力。强大的物流网络，不仅使得公司的期间费用率逐年降低，也使得公司对上下游企业的议价能力得以增强，这些都对提高公司的利润有着显著的意义。

2006 年，正式依托自己优秀的医药物流平台，公司在北京 240 多家医药批发企业中脱颖而出，取得了北京社区医院药品配送商资格，目前承担着北京市三个社区的配送任务，这也成为公司稳定的市场资源。

图 8：依托物流平台的建设，公司销售费用率逐年下降



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

北京市场连锁零售网络优势

北京地区医药商业的消费量和消费潜力位居其他省市前列，同时北京医药市场政府监管力度较大，这使得北京医药市场较为规范，具有良好的经营环境。公司扎根北京市场，经过多年的耕耘，已经在北京形成了一个较为完备的零售网络体系。目前公司在北京拥有 171 家零售药店，分布在北京的海淀、丰台、宣武、朝阳、石景山和房山等区域。公司的 171 家药店全部为直营店，直营店的数量在北京医药零售连锁企业中排名第一。

公司始终坚持发展直营店的策略，与加盟店相比，直营店受公司总部直接控制，总部能够通过中央信息系统了解各分店药品的库存情况、销售情况以及消费的喜好，据此来决定对各药店的配送情况，大大提高了公司的营运效率。

公司此次募集资金后，公司将进一步扩大在北京的销售网络，计划新开 55 家药店，并打造 4 家旗舰店来树立公司品牌形象。目前公司在医药商业的产业链较为完备，具备了向北京周边地区辐射网络的能力。

募投项目进一步强化核心竞争力

公司募集资金将投向医药物流二期项目建设、连锁药店扩展和医药批发业务扩展等 3 个项目，项目总投资额 41,205.68 万元，使用募集资金投资 20,980.14 万元，

表 2：公司募投项目情况情况：

项目名称	总投资额(万元)	使用募集资金投资额(万元)	项目建设期
医药物流二期建设项目	10,949.85	10,949.85	2 年
连锁药店扩展项目	6,511.88	6,030.29	单店 3-6 个月，募集资金到位后 2 年内全部开设完毕
医药批发业务扩展项目	23,743.95	4,000.00	
合计	41,205.68	20,980.14	

资料来源：招股说明书,长江证券研究部

本次募集资金投入的重点是医药物流二期项目，该项目规划 16,888.55 平方米，项目达产后，配送能力将在一期工程的基础上扩大两倍，并增加了低温恒温库，可以满足需冷藏储存、运输的高端药品的仓储和配送服务。二期项目建成投入使用后，将全部用于第三方医药物流服务，这也符合未来医药商业行业的发展趋势。

风险提示

- 业务区域过于集中的风险：**目前公司的连锁零售业务，医药批发业务均主要在北京开展，物流业务也主要集中在北京市范围内，公司业务高度依赖北京市场，若北京市场出现波动，对公司的经营和发展会产生影响。
- 药品安全风险：**医药商业行业对药品安全的要求非常高，若在流通环节出现问题，影响到药品的使用安全，公司将要承担相应的责任。
- 招标风险：**公司的利润主要来自于社区医院配送和医疗批发业务，公司未来批发业务的规模和效益将取决于公司参加北京市社区医院和医疗机构（尤其是二级以上医院）的批发配送商资质遴选、招标结果，如果公司不能在招标时取得良好的成绩，则会对公司批发业务产生不利影响。

盈利预测

关键假设

- 1、公司主导业务所在市场不会发生重大变化，业务稳定增长
- 2、公司综合毛利率保持基本稳定

表 3: 公司产品销售假设 (单位: 万元):

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
药品批发	40,643.42	66,426.34	83,347.51	105017.86	131272.33	164090.41
增长率		63.44%	25.47%	26.00%	25.00%	25.00%
毛利率	6.49%	6.05%	6.58%	6.70%	6.80%	6.90%
药品零售	17,434.48	16,468.36	17,969.16	20125.46	23144.28	27773.13
增长率		-5.54%	9.11%	12.00%	15.00%	20.00%
毛利率	33.44%	34.38%	34.84%	35.00%	35.00%	35.00%
药品生产	5,858.66	8,767.68	8,258.45	8671.37	9365.08	10301.59
增长率		49.65%	-5.81%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	14.65%	16.94%	16.37%	16.00%	16.00%	16.00%
仓储配送	62.46	341.54	928.16	2320.40	5104.88	9699.27
增长率		446.81%	171.76%	150.00%	120.00%	90.00%
毛利率	20.46%	50.01%	52.16%	50.00%	50.00%	50.00%
其他收入	2,291.28	4,518.26	2852.70	3137.97	3451.77	3796.94
增长率		97.19%	-36.86%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	60.29%	49.74%	60.09%	60.00%	60.00%	60.00%
总计	66290.30	96522.18	113355.98	139273.06	172338.34	215661.35
增长率		45.61%	17.44%	22.86%	23.74%	25.14%
综合毛利率	16.17%	14.07%	13.49%	13.29%	13.43%	13.83%

数据来源: 长江证券研究部

盈利预测

我们预计嘉事堂 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.30 元、0.40 元和 0.55 元, 同比增长 14%、33%、38%, 考虑到国内医药商业上市公司平均估值水平, 给予 2010 年 EPS 29-34 倍估值, 对应股价区间在 8.7 元至 10.2 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1134	1393	1723	2157	货币资金	212	459	413	395
营业成本	981	1208	1492	1858	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	153	185	231	298	应收账款	189	232	287	359
% 营业收入	13.5%	13.3%	13.4%	13.8%	存货	112	138	171	213
营业税金及附加	6	7	8	11	预付账款	11	14	18	22
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	76	95	115	142	流动资产合计	531	851	898	1000
% 营业收入	6.7%	6.8%	6.7%	6.6%	可供出售金融资产	156	156	156	156
管理费用	15	18	22	28	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	0	1	-1	-1	投资性房地产	14	14	14	14
% 营业收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	154	239	313	367
资产减值损失	2	1	1	1	无形资产	45	43	41	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	56	64	85	117	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	5.0%	4.6%	4.9%	5.4%	资产总计	917	1318	1437	1591
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	61	0	0	0
利润总额	56	64	85	117	应付款项	228	281	347	432
% 营业收入	5.0%	4.6%	4.9%	5.4%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	14	16	21	29	应付职工薪酬	3	4	4	6
净利润	43	48	64	88	应交税费	3	3	4	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	9	53	49	40
的净利润	42.4	48.0	63.8	87.6	流动负债合计	304	340	405	484
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	13	13	13	13
EPS（元/股）	0.27	0.30	0.40	0.55	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	36	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	50	49	50	65	负债合计	353	353	418	497
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	562	962	1017	1091
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	3	3
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	564	965	1019	1094
固定资产投资	-56	-94	-87	-72	负债及股东权益	917	1318	1437	1591
其他	41	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15	-94	-87	-72		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.265	0.300	0.399	0.548
股权融资	0	360	0	0	BVPS	4.68	8.02	6.35	6.82
银行贷款增加（减少）	11	-61	0	0	PE	33.95	30.03	22.58	16.43
筹资成本	16	-8	-9	-12	PEG	1.24	1.10	0.83	0.60
其他	-36	0	0	0	PB	1.92	1.12	1.42	1.32
筹资活动现金流净额	-9	291	-9	-12	EV/EBITDA	20.07	13.05	10.41	7.81
现金净流量	26	247	-46	-18	ROE	7.6%	5.0%	6.3%	8.0%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

邹朋，武汉大学生命科学学院硕士毕业，一年半医药相关行业经验，目前从事生物医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。