

聚焦主业，业绩有望恢复增长

——嘉事堂(002462)调研简报

核心观点

事件：

近期我们调研了嘉事堂，就公司经营情况与董秘进行了交流，并参观了公司的现代物流配送中心。

投资要点：

1、上半年业绩概况：公司 2011 年 H1 实现销售收入 7.71 亿元，同比增长 25.59%；归属于母公司的净利润 3015 万元，同比增长 18.46%；扣非后净利润为 3015 万元，同比增长 40.85%，基本每股收益 0.19 元。

2、药品批发业务推动公司上半年业绩快速增长。

上半年公司的医药批发营收为 6.8 亿，同比增 47.1%，毛利率提升 0.33 个百分点。这部分主要包括医院纯销、社区配送和商业调拨三块。商业调拨上半年销售收入约 0.5 亿，医院纯销和社区配送的销售收入相当，均约为 3.1 亿左右。

医院纯销：公司去年年底在北京新一轮中标的两万多个品种中，获得了 7472 个品种的配送资格，位列北京市医药商业企业第二名（首位是国药股份）。预计公司的医院纯销市占率到年底有望达到 5% 左右。

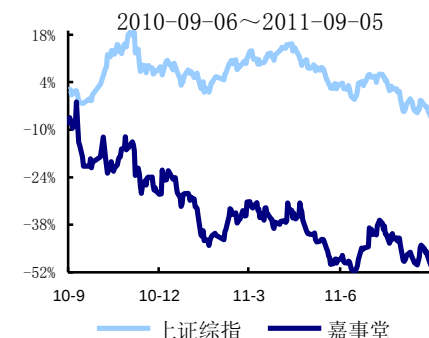
社区配送：目前具备为北京市 18 个区县社区医院提供药品零差价统一配送服务的医药商业企业只有 2 家，公司是 2 家之一，另一家是北京医药股份公司。公司负责配送的是海淀、门头沟和石景山三个区的社区配送，其中仅海淀区的用药量即达到整个北京市社区医院的 30%，因此我们预计公司在社区配送的市场份额约为 40% 左右。社区配送的品种以基药为主，大约占比是 95%。

商业调拨：由于商业调拨业务的毛利相对较低，公司未来准备继续控制商业调拨的规模，仅保留拥有总代理权的调拨。

3、药品零售未来以稳定增长为主。

药品零售业务上半年营收 7034.7 万，同比下降 13.81%，毛利率同比下降 2.2 个百分点。公司的药品零售是通过自家的连锁药店来完成的，目前公司的连锁药店主要集中在北京地区，共有 170 多家，其中医保定点连锁药店有 6 家。医保定点报销对药店的资历要求较为严格，我们认为未来国家再批复新的医保定点报销药店可能性不大。连锁药店做药品零售的毛利率比较稳定，一般在 36-37% 之间。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	19615.91
52周内股价区间(元)	9.98-32.39
总市值(亿元)	24.98
总资产(亿元)	14.27
每股净资产(元)	6.39
目标价	6个月 12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-新股研究-嘉事堂(002462):募投项目推动公司快速发展》
2010-07-29

财务数据与估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1134	1342	1660	1997
同比增速(%)	17.44	18.36	23.70	20.30
净利润(百万)	43	49	67	90
同比增速(%)	2.30	15.05	37.80	33.59
EPS(元)	0.18	0.20	0.28	0.37
P/E	59	51	37	28

研究员：潘蕾

电话：010-84183157

Email：panlei@guodu.com

执业证书编号：S0940511030001

联系人：王寅

电话：010-84183363

Email：wangyin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

公司未来继续新开连锁药店的动力不足，主要原因是一个新开药店的培育至少需要 3 年时间，即药店正常运营三年后才能达到盈亏平衡，前期投入较大。

4、现代物流配送有望成为公司未来利润增长点。

仓储配送业务上半年营收 1256.3 万元，同比增长 156.2%，毛利率为 54.45%，是公司所有业务中毛利率最高的一块。公司是华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流企业，也是北京地区 4 家符合 GSP 标准的企业之一，公司的物流业务主要为第三方服务，服务的主要客户有十家左右，国内企业以同仁堂、同济堂、天士力为主，国外企业主要是拜耳和诺华。物流配送的成本主要是运输费和设备折旧费（按 10 年折旧），运输费占成本的比例相对更高，汽油涨价和人工价格上涨的成本公司可转嫁给第三方，因此物流配送这部分毛利率相对稳定。

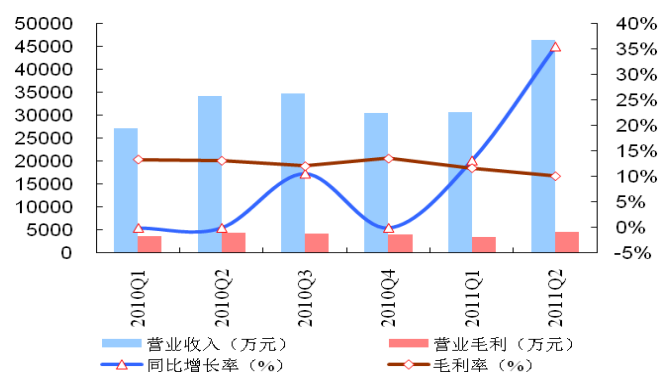
物流工程第一期建的仓库目前总仓储量是 20 万件以上，第二期的仓库中仅一个 4 层高的立库仓储量即达到 30 万件。物流三期工程已经开始实施了，主要是对前两期项目进行优化，以提高仓储量和配送速度。三期优化完成后，一期仓库的仓储量将达到 30 万件，二期仓库的仓储量和配送速度均会有明显提升。

5、剥离药品生产聚焦主业，对外投资以“VC+PE”模式为主。

公司已将药品生产业务完全剥离，逐步聚焦医药商业主业。上半年用 753.65 万元收购了嘉事佰明 100%的股权，另外还投资了 1530 万收购重庆晟大 51%的股权。公司对外投资主要采取“VC+PE”的模式，我们预计公司下半年投资重点可能在医疗器械企业。

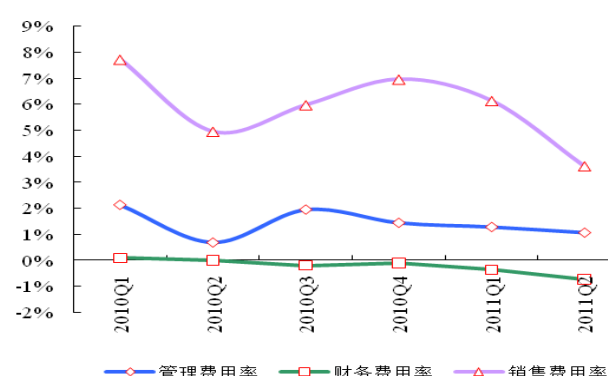
6、盈利预测：我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.28 元和 0.37 元，当前股价对应的动态 PE 分别为 37 倍和 28 倍，参照可比公司国药股份，公司估值偏高，我们暂时不做投资评级。

图 1: 公司分季度业绩情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 2: 公司分季度三项费用情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

表：利润表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1134	1342	1660	1997
增长率(%)	17.44	18.36	23.70	20.30
营业成本	981	1,172	1,441	1,726
毛利率(%)	13.49	12.68	13.18	13.54
营业税金及附加	6	6	7	9
资产减值准备	2	2	3	4
销售费用	76	80	95	110
管理费用	15	20	25	29
财务费用	0	(2)	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	56	65	89	119
增长率(%)	11.07	15.80	35.98	33.59
期间费用率(%)	8.04	7.33	7.20	6.97
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	1	0	0
利润总额	56	65	89	119
增长率(%)	2.21	14.82	36.85	33.59
减：所得税	14	16	21	28
实际税负比率(%)	24.67	24.52	24.00	24.00
净利润	43	49	67	90
增长率(%)	2.30	15.05	37.80	33.59
减：少数股东损益	0	0	0	0
属于母公司的净利润	42	49	67	90
同比增长	2.57	14.44	38.24	33.59
每股收益(元)	0.18	0.20	0.28	0.37
市盈率(倍)	59	51	37	28

资料来源：公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			