

生物医药行业 公司研究报告

嘉事堂 (002462)

评级: 增持

收盘价 (元) 9.42

目标价 (元) 10.50

市场数据

52 周内最高价 (元)	18.48
52 周内最低价 (元)	7.11
市净率	2.04
总股本 (亿股)	2.40
流通 A 股 (亿股)	1.93
流通 B 股或 H 股 (亿股)	0.00
总市值 (亿元)	22.03
流通 A 股市值 (亿元)	17.74
流通 B 股或 H 股市值 (亿元)	0.00

相对股价表现



生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中

心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

强大物流支持配送业务 药事增值服务提升配送规模

投资要点:

- **近期业绩增长迅速, 引发市场关注:** 2011年, 公司实现销售收入18亿元, 同比增长34.26%, 归属于母公司的净利润6368万元, 同比增长31.19%。2012年一季度, 实现销售收入5.55亿元, 同比增长80.37%, 归属于母公司的净利润1431万元, 同比增长53.08%。公司业绩增长主要来自于医院纯销业务的快速增长, 自2011年起, 公司逐步拓展北京市的二级以上医院, 基本实现了全覆盖。2012年, 将是医院市场放量的阶段, 预计医院纯销业务仍将维持快速增长的势头。
- **重点关注公司的盈利模式和经营范围的变化:** 公司逐渐剥离了工业, 专注商业领域, 集中资金和精力打造强大的物流基地和网络。利用已有的物流优势, 为医院进行库房改造、库房外移、药房托管和院内药品流程化管理等增值服务, 这些增值服务的价值就是带来了医院纯销市场的放量增长。同时, 公司进入医疗器械和进口药品代理等高毛利市场, 大大提升公司盈利能力。
- **我们看好公司的创新盈利模式和强大的物流优势:** 我们非常看好公司通过为医院提供增值服务来增加配送量的盈利模式, 这一模式不仅能够提高药品配送业务量, 也增强了客户的依赖度和粘性。药房托管是公立医院改革的趋势之一, 公司具有前瞻性的布局能够抢占市场的先机。医药商业集中度提高是个必然的趋势, 未来能够胜出的一定是具有规模和物流优势的龙头企业, 公司具有强大的物流优势, 且北京地区的区域性企业, 长期植根于北京市场, 具有一定的区域优势, 将在这一轮市场整合中胜出。新增的物流基地为公司的后续发展和壮大提供了强有力的保障。
- **短期看医院纯销, 长期看药房托管和高端药品代理:** 短期来看, 公司的收入和利润增长主要来自于医院纯销的增长。长期来看, 医院药房的托管、国外产品代理和医疗器械代理是利润主要增长点。
- **盈利预测:** 预计未来三年的营业收入分别为29.79, 45.42和63.20亿元; 归属于母公司净利润分别为0.83, 1.14和1.46亿元; 每股收益分别为0.35, 0.48和0.61元, 给予30倍PE, 增持评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1341.67	1801.38	2978.94	4542.59	6320.10
收入增幅(%)	18.36%	34.26%	65.37%	52.49%	39.13%
净利润	48.54	63.68	83.39	114.38	145.58
净利增幅(%)	14.44%	31.19%	30.94%	37.17%	27.28%
毛利率(%)	12.68%	9.48%	8.85%	8.75%	8.65%
ROE(%)	4.75%	6.01%	7.51%	9.68%	11.45%
摊薄 EPS(元)	0.202	0.265	0.347	0.477	0.607

近日，我们拜访了嘉事堂公司董事长丁元伟和董秘王新侠，对公司的经营情况和战略规划进行了解，丁董事长主要从行业形势判断、嘉事堂的定位以及嘉事堂所采取的策略这三方面阐述了公司的战略意图，我们认为公司的自我定位非常清晰，物流管理优势明显，对医院药房的改革策略步骤明确，前瞻性的战略部署将给公司未来几年发展带来重大改变，看好公司未来的药房托管业务带来配送量的增加。具体纪要如下：

1. 医药商业行业形势判断

公立医院改革，医药分家，对医药商业来说是一个空前绝后的好机会，全国 300 多家试点医院执行零加价，北京将从友谊医院和朝阳医院两家开始试点。机会将体现在以下几点：第一，未来很大的可能是，一家或两家商业企业托管一个医院的所有药品销售。对于北京市而言，会优先选择北京市当地的国企，这对嘉事堂而言更是一个机会。北京市场，主要是国药、华药、上药、嘉事堂；第二，未来通过重组实现集中度的提升；第三，配送市场的瓜分，将会是一个终极的变化，而不是过去的拉锯战。药店的管理存在问题和漏洞，不可能承担医院药房的职能，因此，对于医药商业公司是一个很大的机遇；第四，行业毛利率会有所提升，商业企业的话语权提升了，物流的价值和重要性将得到体现。

2. 嘉事堂的定位

公司认为，医改彻底执行以后，药房托管将由 5-8 家企业承担，嘉事堂的定位就是成为这 5-8 家之一。理由有如下几点：第一，公司是一级上市公司，融资能力较强，目前只有嘉事堂和国药股份是一级的，其他商业公司都是上市公司下属的二级或三级公司，融资能力相对更弱；第二，公司的资金优势，目前贷款为零，今年一季度收入 5.5 亿，10 亿资金的周转没有任何问题。银行信用一直非常好，能够拿到更高的授信额度；第三，公司具有先进的物流技术和设备，配送的客户优质，包括拜耳、诺华、联邦制药、天士力等国内外大型医药工业企业。二期物流基地建设已经完成，三期物流基地今年四季度将试运行，达到可运行状态，5 亿元收入的医院，可以实现托管 5 家。

3. 嘉事堂采取的策略

嘉事堂通过与医院建立合作关系来逐步实现自己的药房托管战略部署，主要通过四种方式的合作，包括库房改造、库房外移、门诊药房托管、院内药品的流程自动化和现代化管理。

库房改造是指医院与公司签订库房改造协议，2-3 个月的时间对其进行改造，实现库房的人员效率、资金占用和空间利用等方面的优化，实现库房无纸化操作。通过这种改造协议的签订，公司在一些医院的销售排名因此进入前三。

库房外移是指公司为医院提供库房存储药品，目前在做尝试，公司提供相当于免费的库房使用，而相对应的医院的条件就是提高配送量。这一块目前可能涉及不正当竞争，暂时还没有推广开来。库房外移其实也是药房托管的一个过渡阶段，

门诊药房托管，目前存在的一个问题就是政府层面的执行，随着药品加成的取消，药房托管是一个趋势，但是目前药品加成取消之后的补贴机制不到位，药房托管的发展也因此受到一定的影响。未来就看医改执行的力度和进展情况。公司认为 2-3 年内会完成这一改革，今年年内至少会出现一家医院的改变。

院内药品的流程自动化和现代化管理，可以帮助医院对院内药品实现监控，加强管理，自动化和现代化都将有助于医院管理效率的提升。

这四个阶段的医院合作是循序渐进的，随着公立医院改革的不断深化，将逐步实现。目前，公司已经在做门诊药房的改造了。

4. 嘉事堂未来的增长和规划

嘉事堂未来期望建成以分销为核心、物流为依托、器械和国外品种代理为盈利主要来源的一个商业公司。

分销部分，医疗纯销部分增长迅速，通过医院合作的方式，大大提升了

医院药品的配送量。去年，主要在做医院市场的开拓，与各家医院建立合作关系，基本覆盖了北京市的二三级医院。今年，则主要是医院配送的放量。公司对销售经理的考核也非常明确，公司在该医院的配送金额排名进入前十。社区医院的重新招标年内可能执行，有望增加北京市几个大区的配送额。

物流部分，3 期物流基地都建成之后，将有 3.5 万平米的物流基地投入使用，年配送额达到 120 亿左右。

医疗器械方面，公司主要代理强生的电生理产品，净利润率达 5%，未来希望建成一个具有全国性网络的高端心脏类产品销售体系。去年年底才注册公司，器械销售收入比较低，只有一百多万。今年会增长得较快。

国外产品代理，公司对这块业务非常看好，由于进口药品的价格高，市场份额大，北京市场占比达到 30%，盈利能力强。目前在计划中，预计年内能够实现。

工业部分，公司在去年已经全部剥离，公司在产品研发方面不具有优势，果断放弃并集中精力和资金在更有前途的物流基地建设上。

短期来看，公司的收入和利润增长主要来自于医院纯销的增长。长期来看，医院药房的托管、国外产品代理和医疗器械代理是利润主要增长点。

5. 盈利预测

5.1. 主要假设

1. 2012-2014 年销售收入增长率分别为 65.37%、52.49%和 39.13%;
2. 2012-2014 年毛利率分别为 8.85%、8.75%和 8.65%;
3. 2012-2014 年销售费用率分别为 4.10%、4.20%和 4.30%;
4. 2012-2014 年管理费用率分别为 1.05%、1.10%和 1.12%;

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1133.56	1341.67	1801.38	2978.94	4542.59	6320.10
增长率(%)	17.44%	18.36%	34.26%	65.37%	52.49%	39.13%
归属母公司股东净利润	42.42	48.54	63.68	83.39	114.38	145.58
增长率(%)	2.57%	14.44%	31.19%	30.94%	37.17%	27.28%
每股收益(EPS)	0.177	0.202	0.265	0.347	0.477	0.607
每股股利(DPS)	0.060	0.060	0.133	0.132	0.181	0.230
每股经营现金流	0.209	-0.207	0.203	-0.208	0.231	-0.113
销售毛利率	13.49%	12.68%	9.48%	8.85%	8.75%	8.65%
销售净利率	3.75%	3.65%	3.54%	2.81%	2.52%	2.31%
净资产收益率(ROE)	7.55%	4.75%	6.01%	7.51%	9.68%	11.45%
投入资本回报率(ROIC)	13.37%	14.88%	9.90%	15.58%	17.25%	20.21%
市盈率(P/E)	51.94	45.39	34.60	26.42	19.26	15.13
市净率(P/B)	3.92	2.16	2.08	1.98	1.86	1.73
股息率(分红/股价)	0.007	0.007	0.015	0.014	0.020	0.025

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖

出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。