

嘉事堂 (002462)

业绩基本符合预期, 期待 PBM 业务新进展

---嘉事堂 2015 三季度报点评

	丁丹 (分析师)	杨松 (研究助理)
	0755-23976735	010-23976065
	dingdan@gtjas.com	yangsong@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880114080037

本报告导读:

公司前三季度收入 58.02 亿, 同比增长 51.34%, 扣非净利润 1.30 亿, 同比增长 46.87%, 基本符合预期, 公司未来将积极拓展中国版 PBM 业务, 维持公司增持评级。

投资要点:

业绩基本符合预期, 维持增持评级。前三季度收入 58.02 亿, 同比增长 51.34%, 扣非净利润 1.30 亿, 同比增长 46.87%, 符合我们业绩前瞻预测。单季度收入 21.2 亿, 同比增长 46.27%, 单季度归母净利润 4214 万, 同比增长 26.25%, 收入利润增速基本符合我们业绩前瞻的预期。公司正积极 PBM 业务, 有望打造成为中国版 PBM, 维持公司 2015-2017 年 EPS 为 0.75/1.05/1.43 元的预测, 维持增持评级, 维持目标价 54.9 元。

基数效应及阶段性费用增加影响单季利润, 全年业绩高增长无忧。1) 公司正积极开展医药电商、中国版 PBM 业务、北京招标准备工作, 单季度销售费用增加近 4000 万, 同比增长 57.3%, 同时为拓展耗材业务, 公司补充了较多流动资金, 导致财务费用增加约 1000 万, 同比增长 78.3%, 两项费用均远超净利润增速。2) 受益于耗材并表整合, 公司 2014 年 Q3 扣非净利润同比增长 67.79%, 明显快于 2014 半年报 14.88% 的增速, 即 2014 年 Q3 相对基数较高; 3) 由于单季绝对体量小受阶段性费用波动影响大, 预计四季度费用平稳, 全年业绩高增长无忧。

期待 PBM 业务有新进展。公司已与中国人寿、安徽蚌埠市和湖北鄂州市签署医保服务合作协议, 积极探索、创新地方政府基本医保控费合作。公司将利用集中采购 (GPO) 加信息化优势, 打造中国版 PBM。预计蚌埠和鄂州整体基本医保对应市场规模超 10 亿, 两地业务正在稳步推进中, 随着公司拓展更多地级市项目, PBM 业务有望成为公司利润增长第三极。

风险提示: PBM 推进进度低于预期, 北京招标进度低于预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,544	5,572	8,269	10,922	12,985
(+/-)%	39%	57%	48%	32%	19%
经营利润 (EBIT)	141	314	406	557	738
(+/-)%	61%	122%	28%	37%	32%
净利润	130	228	181	253	343
(+/-)%	100%	75%	-21%	40%	36%
每股净收益 (元)	0.54	0.95	0.75	1.05	1.43
每股股利 (元)	0.14	0.45	0.15	0.21	0.29

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.0%	5.7%	4.9%	5.1%	5.7%
净资产收益率 (%)	11.0%	17.7%	12.7%	15.5%	18.0%
投入资本回报率 (%)	8.5%	11.5%	10.4%	12.1%	13.9%
EV/EBITDA	63.6	32.8	25.3	19.3	14.9
市盈率	77.3	44.1	55.5	39.8	29.4
股息率 (%)	0.3%	1.1%	0.4%	0.5%	0.7%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 54.90

上次预测: 54.90

当前价格: 41.93

2015.10.20

交易数据

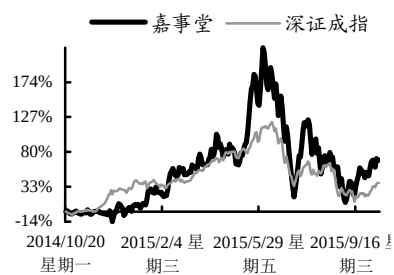
52 周内股价区间 (元)	21.43-86.00
总市值 (百万元)	10,063
总股本/流通 A 股 (百万股)	240/196
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	608.48
日均成交值 (百万元)	244.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,390
每股净资产	5.79
市净率	7.2
净负债率	79.40%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.52	0.16
Q2	0.15	0.21
Q3	0.14	0.18
Q4	0.14	0.20
全年	0.95	0.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	-19%	69%
相对指数	-2%	-6%	31%

相关报告

《PBM 业务实现突破》2015.08.26

《商业模式创新再布局: PBM》2015.08.04

《经营稳步向上, 业绩增长亮眼》2015.04.16

《药品耗材持续高增长, 一季度业绩超预期》2015.03.25

《主业增长符合预期, 期待电商新进展》

模型更新时间: 2015.10.20

股票研究

必需消费

医药

嘉事堂 (002462)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 54.90

上次预测: 54.90

当前价格: 41.93

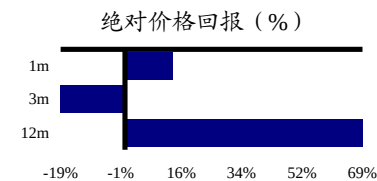
公司网址

www.cachet.com.cn

公司简介

公司是北京市直营药店规模最大的企业, 国内药品经营企业中规模化、现代化、专业化的医药物流中心。

专注于以医药批发、零售为主营业务模式的医药商业经营, 在北京地区取得较为明显的行业地位和竞争优势, 连锁零售在北京地区拥有数百家全资直营药店, 连续多年被评为全国医药零售二十强企业。



52 周价格范围

21.43-86.00

市值 (百万)

10,063

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

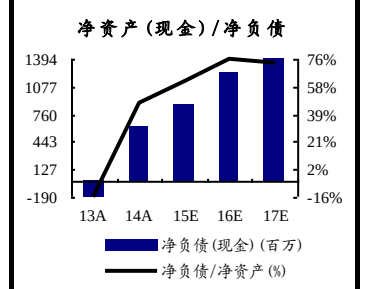
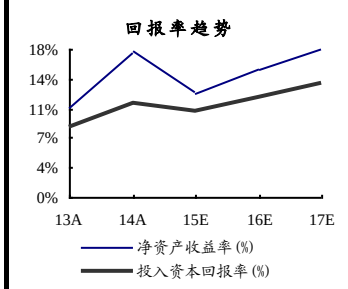
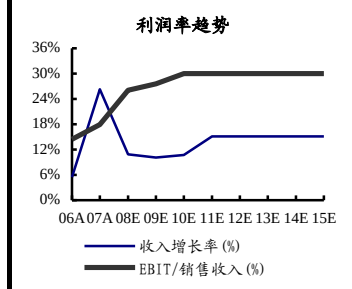
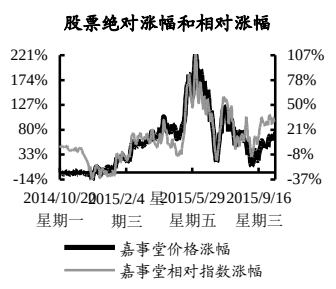
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,544	5,572	8,269	10,922	12,985
营业成本	3,207	4,854	7,233	9,541	11,319
税金及附加	8	14	21	27	33
销售费用	149	312	480	638	715
管理费用	40	78	129	159	179
EBIT	141	314	406	557	738
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	140	0	0	0
财务费用	1	-34	-78	-101	-120
营业利润	165	407	326	455	617
所得税	48	104	83	115	156
少数股东损益	16	78	62	87	118
净利润	130	228	181	253	343
货币资金、交易性金融资产	303	449	400	400	400
其他流动资产	1,870	3,165	4,712	6,235	7,409
长期投资	2	2	2	3	3
固定资产合计	320	378	449	502	549
无形资产及其他资产	293	553	552	550	549
资产合计	2,788	4,547	6,115	7,690	8,910
流动负债	1,454	2,873	4,263	5,590	6,475
非流动负债	31	0	0	0	0
股东权益	1,187	1,287	1,432	1,635	1,909
投入资本(IC)	1,388	2,724	3,119	3,737	4,225
NOPLAT	108	237	303	416	552
折旧与摊销	17	22	39	47	53
流动资金增量	174	-123	157	195	290
资本支出	11	70	100	100	100
自由现金流	309	206	600	759	996
经营现金流	-191	-796	-127	-219	16
投资现金流	-11	-69	-101	-101	-101
融资现金流	121	1,011	178	320	84
现金流净增加额	-81	146	-49	0	0
收入增长率	38.8%	57.2%	48.4%	32.1%	18.9%
EBIT 增长率	61.3%	122.4%	28.5%	37.0%	32.4%
净利润增长率	99.6%	75.2%	-20.6%	39.6%	35.5%
利润率					
毛利率	9.3%	12.6%	12.3%	12.4%	12.6%
EBIT 率	4.0%	5.7%	4.9%	5.1%	5.7%
净利率	3.7%	4.1%	2.2%	2.3%	2.6%
净资产收益率(ROE)	11.0%	17.7%	12.7%	15.5%	18.0%
总资产收益率(ROA)	4.7%	5.0%	3.0%	3.3%	3.8%
投入资本回报率(ROIC)	8.5%	11.5%	10.4%	12.1%	13.9%
存货周转天数	51	50	45	45	45
应收账款周转天数	125	96	110	110	111
总资产周转天数	283	294	266	253	247
净利润现金含量	-1.68	-5.32	-1.06	-1.32	0.07
资本支出/收入	0.3%	1.3%	1.2%	0.9%	0.8%
资产负债率	53.3%	63.2%	69.7%	72.7%	72.7%
净负债率	-16.0%	47.1%	60.7%	75.9%	73.0%
PE	77.3	44.1	55.5	39.8	29.4
PB	8.5	7.8	7.0	6.2	5.3
EV/EBITDA	63.6	32.8	25.3	19.3	14.9
P/S	2.8	1.8	1.2	0.9	0.8
股息率	0.3%	1.1%	0.4%	0.5%	0.7%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		