



盘踞西南辐射全国，做全国领袖药店

增持

——桐君阁（000591）研究报告——

内容摘要:

- **竞争优势。**公司作为西南地区医药商业龙头企业，经过数年的发展已经成为拥有全球药房最多的上市公司。另外，在网络、品牌、终端、优惠政策优势的合力作用下，2010年的销售收入占成渝地区的20%左右（在川渝地区医药商业中占有绝对竞争优势），规模效应奠定了其低成本竞争优势。
- **顺势强力整合，将成为提高利润增速的必经阶段。**自09年开展与集团战略合作以来，销售收入年增长率高达25%、合作厂家也由初始的9家企业增加至30家左右，销售收入从4.8亿元提升至15.8亿元。2012年，公司将进一步扩大合作企业范围，加大合作力度；公司现逐步从“药店家数扩张阶段”过渡到“以提高资产质量为主药店扩张为辅的阶段”。从11年开始公司通过零售业态整合、纯销业态整合以及同质商品清理，从而提高资源运转效率增强其盈利能力，挥别增收不增利的时代。
- **强化总部管理、战略规划清晰。**桐君阁通过成立采购中心、营运中心、信息中心、实行总部管控的模式，从而强化总部管控。据保守估计将在12年将降低采购成本6000万元；根据千亿太极的整体规划：2011-2015年，商业总销售年复合增长率将达17.95%，其中零售年均增长25.54%，批发年均增长34.08%，调拨年均增长11%，进出口年均增长27.37%，工业产品销售年均增长19.1%，中药材销售年均增长21.76%。
- **估值分析。**据我们对其核心业务预测：11年、12年、13年的EPS分别为0.04元、0.12元、0.24元，对应的PE分别为171X、57X、28.5X。我们认为，利润增速主要来自以下两点：1) 药店数量增速的放缓，从而销售费用快速下降（11年销售费用增速高达40%，至3.5亿）；资源整合、新增药店扭亏，盈利能力增强；公司收入的正常增长（近5年复合增长率约18%），增厚其业绩。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**1) 公司销售费用的下降低于我们预期；2) 整合效果与新增药店的扭亏速度低于我们预期。

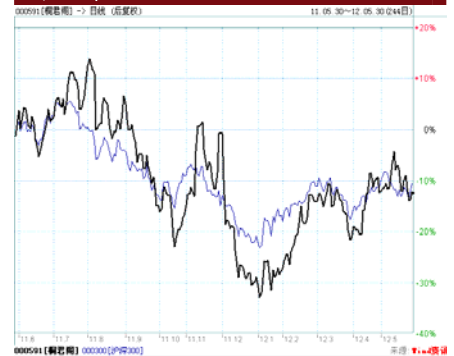
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(亿股)	2.75
流通A股(亿股)	2.75
52周内股价区间(元)	7.07-9.66
总市值(亿元)	18.81
总资产(亿元)	26.31
每股净资产(元)	1.88
当前价(元)	6.84

	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(百万)	3828	4344	4783	5644	6660
增长率(%)	10	13	10	18	18
净利润(百万)	20	17	11	33	66
增长率(%)	-7	-13	-40	200	100
每股收益(元)	0.10	0.09	0.04	0.12	0.24
市盈率	---	---	171	57	28.5

目 录

一、公司概况	1
(一) 公司概况.....	1
(二) 股权结构.....	1
(三) 竞争优势.....	2
二、医药商业模式演变探索	2
(一) 药流通企业现状.....	2
三、公司运行现状	4
(一) 桐君阁医药商业运营.....	4
(二) 医药工业运营状况.....	9
四、大力度业务整合，提高盈利能力	10
(一) 与集团战略合作稳步深入.....	10
(二) 零售业态整合.....	10
(三) 纯业态整合.....	10
(四) 物流业态的整合.....	11
(五) 追求高附加值产品，促使医药商业模式转变.....	11
五、估值分析与风险提示	12

插图目录

图 1: 股权结构图	1
图 2: 中国医药流通行业发展阶段	2
图 3: 业务分类	5
图 4: 物流业态	5
图 5: 零售业态	5
图 6: 纯销业态	6
图 7: 重庆地区网络覆盖图	7
图 8: 四川地区网络覆盖图	7
图 9: 医药商业收入占公司收入比重	8
图 10: 医药商业利润贡献率	8
图 11: 医药工业占比	9
图 12: 医药工业毛利率	9
图 13: 三级采购管理模式	11
图 14: 存货变动趋势 (单位: 亿元)	12
图 15: 公司 PE-Band	13
图 16: 公司 PB-Band	13

表格目录

表 1: 桐君阁医药经销体系	1
表 2: 竞争优势	2
表 3: 典型医药商业公司简析	3
表 4: 全球医药商业市场占有率	4
表 5: 卡地纳收入构成	4
表 6: 桐君阁 2011-2015 销售规划 (单位: 万元)	6
表 7: 集团合作成果	10
表 8: 核心增速预测	12

一、公司概况

（一）公司概况

桐君阁是经重庆市人民政府批准，由桐君阁药厂、重庆中药材站等十三家中药工商企业联合组建而成的大型企业集团。公司于1996年2月在深交所上市，1998年与重庆太极实业股份有限公司进行资产重组，已经成为太极集团重要的商业战略平台。

桐君阁主营业务为医药商业，上市后按照业态分布的方式将旗下14家商业企业分为两大医药商业经销体系。

表1：桐君阁医药经销体系

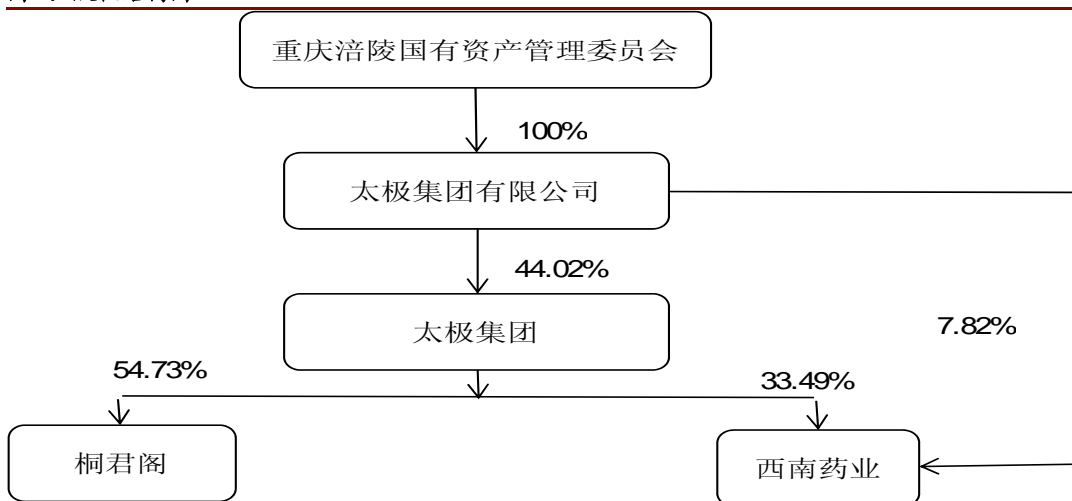
业态	旗下企业	经营范围
中间商	桐君阁医药批发公司	主要从事药品批发业务。
	桐君阁销售分公司	主要从事桐君阁药店药品销售管理。
	重庆中药材分公司	主要从事药店中药材销售管理。
零售商	桐君阁大药房连锁有限责任公司	主要从事桐君阁加盟药店管理。

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

桐君阁的业态划分不仅有有利于管理，同时有利于充分发挥各个不同部门的比较优势。经过长时间的积累，公司已经形成拥有药房数量最多的上市公司，药房数量成为低成本竞争优势的杀手锏。公开资料显示，截至2011年年底，公司拥有零售药店7730家，直营药房1602家，连续7年蝉联中国药店总数榜首。

（二）股权结构

图1：股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

重庆涪陵国有资产管理委员会自上市以来一直是桐君阁的实际控制人，桐君阁与西南药业同属于太极集团。实际运作过程中，西南药业与桐君阁存在稳定的关联交易。

(三) 竞争优势

桐君阁的竞争优势主要体现在低成本，通过提高市场占有率扩大企业规模，充分享受区域优势、规模效应。低成本优势的医药商业企业的法门体现在扩张，2011 年的公司管理层讨论中已经提出 2012 年及其之后的扩张路线与战略执行。除了通过扩张规模享受规模经济效应以外，其它方式也为企业实现低成本优势奠定了基础。

表 2: 竞争优势

优势	实现方式
终端	零售药店 7730 家，其中直营药房 1602 家，连续 7 年蝉联中国药店总数榜首，全球药房数量第一
品牌	桐君阁品牌为中国百年老字号，是国家商务部扶持的医药流通重点企业
产业链	拥有太极集团强有力的医药工业后盾；拥有零售、调拨、医院批发、进出口等丰富的商业业态
网络	拥有中国西部地区最完善的医药商业网络和最成熟的医药物流配送体系，无缝覆盖 1.2 亿人口的川渝市场，有效辐射 3 亿人口的西南市场
政策	享受西部大开发、三峡库区、直辖市、国家级综合配套改革试验区等多重财税金融优惠以及国家大力扶持中医药事业发展的产业优惠政策

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

桐君阁通过扩张企业规模的方式强化其自身优势，终端、品牌、产业链、网络、政策得天独厚的优势为企业强化竞争优势奠定了坚实的基础。

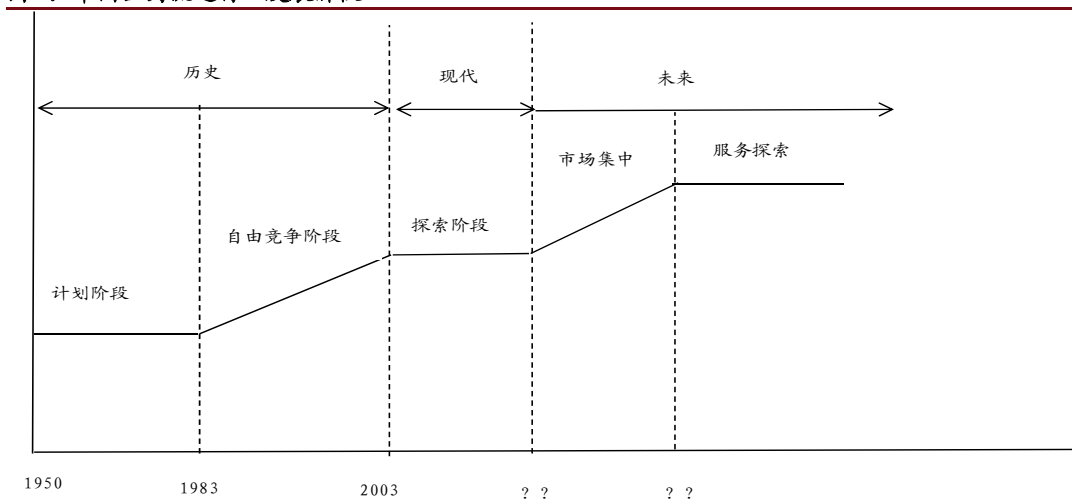
二、医药商业模式演变探索

(一) 药流通企业现状

1、中国医药流通行业发展阶段

中国医药商业发展经过了三个过程，计划经济阶段的医药商业、自由竞争阶段与改革探索阶段。三个发展过程中产生了不同的商业模式，不同的商业模式下也实现了医药商业中的优胜劣汰。

图 2: 中国医药流通行业发展阶段



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

中国医药商业发展经历了三个阶段，当前的医药流通行业正处于改革探索阶段，成为中国医药流通行业发展的第二个春天。全球人口老龄化已经当下出现的各种矛盾加快了医药商业改革速度。当前正处于改革探索的阶段，在此阶段相关组织机构出台政策相对密集的时期。

2009年，中国医药商业收归商务部管理后，被称作为三不管的医药商业在并购等方式下集中度有大幅提高。商务部出台的相关政策直接指向一些大分销集团，并且明确提出了提高行业集中度的相关制度政策。“省级招标，统一配送”的政策导致品种资源向大型区域分销龙头企业集中，龙头企业也利用区域分销的以及品种优势，进一步提高市场占有率，从而导致区域性的中小医药商业企业成为龙头分销商的囊中之物。桐君阁作为重庆地区的医药商业龙头，在商业部出台的相关政策刺激下充分享受了政策红利，医药商业的毛利率从2008年开始呈现平稳增长，2011年再创历史新高，医药商业毛利率高达9.02%左右。

表3：典型医药商业公司简析

项目	主营业务	地域分布
桐君阁	医药零售连锁和医药批发业务	重庆市各区，四川省成都、德阳、自贡、泸州、广元、南充、西昌、攀枝花、绵阳、江油、安县，天津市和平区、河西区
医药行业龙头	上海医药 原料药、医药制剂、保健品等的研发、生产、经营销售	国内
	国药一致 药品的研发、生产，中西成药、中药材、生物制品、生化药品、保健品、医疗器械的批发销售和连锁零售	国内
同区域	重庆和平药房 医药连锁零售	重庆市，四川省，贵州省
	重庆康济药房 医药连锁零售	重庆市
	重庆市万和药房 医药连锁零售	—
	四川德仁堂药业 医药连锁零售	四川省成都、德阳、内江、南充、泸州、雅安、简阳等地市
同行业(主营业务一致)	云南鸿翔一心堂 医药零售连锁和医药批发业务	云南、广西、四川、贵州、山西等
	海王星辰 医药零售连锁和医药批发业务	深圳、广州、大连、上海、杭州、苏州、宁波、成都、青岛、潍坊、昆明、天津等
	国药控股大药房 医药零售连锁和医药批发业务	北京、上海、天津、沈阳、银川、深圳、广州等

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

总而言之，医药商业经过上述三个阶段的发展，我们发现医药商业经历了传统医药商业模式、发展终端队伍的医药商业模式、新兴医药商业模式。新兴医药商业模式又称之为“快批”，通过提高周转率的方法实现利润规模。

2、国际医药流通行业发展趋势

➤ **全球医药商业市场占有率现状。**中国医药商业企业数量最多，全球市场占有率最低，前三大企业在中国境内的市场占有率相对于美国、欧盟等国家也十分低。中国医药企业的集中度相对较低也为中国医药企业发展提供了空间，同时也成为医药企业在未来一段时间内进行并购提供了广阔的市场空间。未来中国医药流通行业的发展趋势将是提高市场集中度，前30大医药流通企业中的部分企业将可能脱颖而出。

表 4: 全球医药商业市场占有率

地区	数量	全球市场占有率	前三家本国市场占有率
美国	70	45%	96%
欧盟	N/A	24%	65%
日本	147 家	16%	67%
中国	1.7 万家	2%	21.50%

数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

- **美国商业模式的演变。**我们发现在美国医药流通市场上前三大医药商业仅使用 5-6 年的时间将市场占有率从 30% 提升至 70%。前三大医药商业企业中最引人注目的当属美国的第一大医药批发商麦肯森与第二大医药批发商卡地纳，上述两家企业完全由“传统医药批发配送商”转型为“医药通路方案提供者”。卡地纳收入构成中含有产品配送、医药服务、医疗器械三项业务，产品配送为企业贡献了 38%，中国大量的医药商业企业的产品配送依然是利润的主要来源。未来的医药流通企业的发展也可能逐步向美国前三大医药流通企业靠拢，实现多元化经营，真正实现服务多花样。

表 5: 卡地纳收入构成

1999 年	营业额 (%)	利润贡献 (%)
产品配送	72.8	38
医药服务	8.4	33.1
医疗器械	18.8	29.7

数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

综上所述，美国医药发展的路径将成为中国医药流通行业未来发展的方向，美国医药流通行业发展阶段出现的相关问题也将在中国医药流通行业出现。因此，通过比较中美两国医药流通行业发展阶段已经发展阶段出现的政策，将有利于研究未来中国医药流通行业可能出台的相关政策。

三、公司运行现状

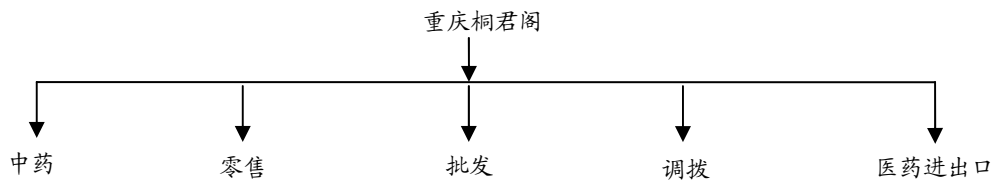
(一) 桐君阁医药商业运营

(1) 桐君阁业态模式

桐君阁的收入中配送占 67% 左右，相比美国前三大医药流通企业卡地纳的 38% 依然有 50% 左右的调整空间。较大的空间为桐君阁实现战略调整与业务转型提供了场地，同时企业的历史积累也为其转型成功提供了坚实的基础。

桐君阁形成了包括医药商业、医药工业、医药促销广告业务三大业务，医药商业收入占营业收入的 90% 左右，成为公司重点发展的业务。医药商业的运营存在多种运营模式，桐君阁的运营模式如下。

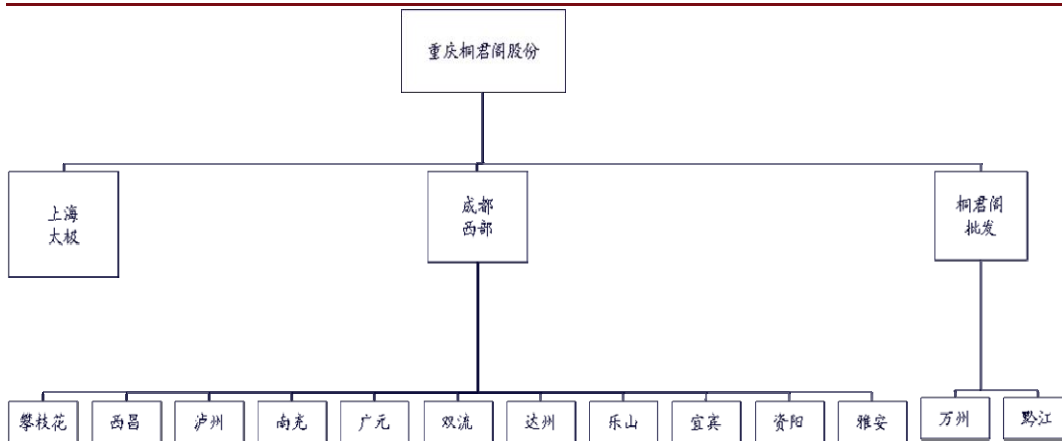
图 3: 业务分类



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 3 可以看出, 桐君阁的医药商业主要包括医药调拨、零售、纯销与医药进出口四大细分业务。桐君阁在上述基础上选择使用业态管理的模式实现医药商业的精细化管理, 公司目前拥有物流业态、零售业态、纯销业态、进出口业态、中药业态, 具体的业态模式如下:

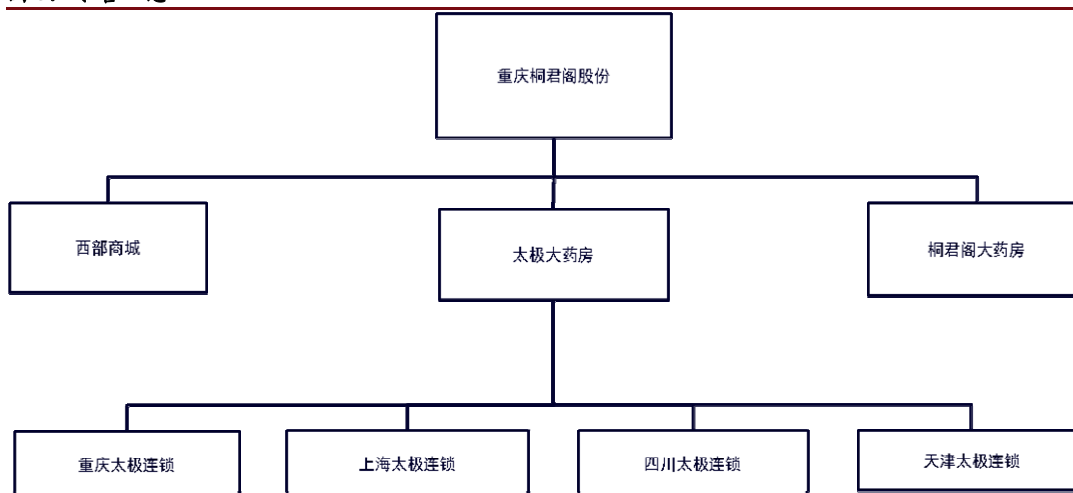
图 4: 物流业态



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

桐君阁物流业态主要成立了上海太极、成都西部医药经营有限公司以及桐君阁批发三个中心实现不同地区的医药产品调拨, 缩短调拨时间, 降低运营成本。

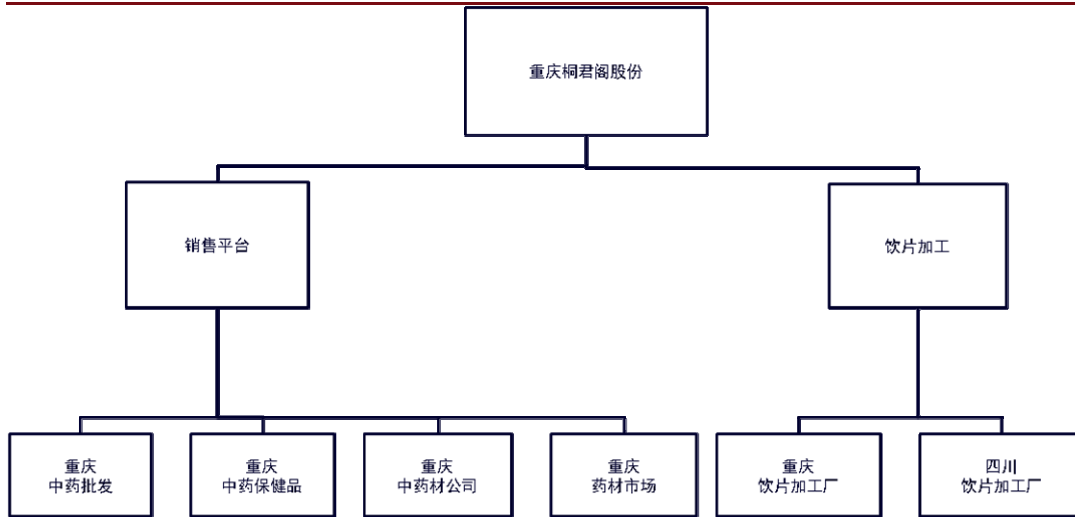
图 5: 零售业态



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

为了实现2015年零售销售收入50亿的目标,公司对零售业务采用了零售业态的管理模式。零售业态管理模式有助于降低零售运营成本。

图 6: 纯销业态



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

纯销业态的模式主要是为了扩大地区的市场份额,做大市场规模存货周转率,从而实现薄利多销的盈利模式。进出口业态则建立重庆市医药保健品进出口有限公司,通过该平台实现进出口医药的经营。根据《规划纲要》,桐君阁根据医药流通企业的现状与发展趋势以及公司自身的实际情况,公司对上述业务作了未来5年的规划。

表 6: 桐君阁 2011-2015 销售规划 (单位: 万元)

业态	10 年销售额	占比	15 年销售额	占比
零售	160321	18.30%	500000	25.00%
其中: 直营零售	85716	9.79%	235000	11.75%
批发	92302	10.54%	400000	20.00%
调拨	593515	67.76%	1000000	50.00%
进出口	29827	3.41%	100000	5.00%
总销售	875965	100.00%	2000000	100.00%
其中: 工业	83464	9.53%	200000	10.00%
其中: 中药材	93406	10.66%	250000	12.50%

数据来源: 公告, 西南证券研究发展中心

表 6 充分表明桐君阁在未来 5 年时间内的规划, 2015 年销售收入将达到 200 亿元, 成为《规划纲要》提出的 20 家百亿企业之一。公司历史的运营效率表明, 公司在提出转型战略时, 《规划纲要》尚未出炉。转型战略的实施表明公司在医药商业领域精耕习作后的积累, 充分掌握了医药商业当前所处的阶段, 以及医药商业未来一段时间内将可能出现的变化格局。桐君阁于 2010 年已经提出了有关转型的战略与规划, 规划中的相关计划数据在过去十多年中已经得以体现, 在未来的一段时间内公司也将可能实现 2011-2015 销售规划。

(2) 桐君阁医药商业覆盖

桐君阁的医药商业模式确定了公司的医药商业覆盖范围。公开数据显示，截至 2011 年 12 月 31 日，桐君阁所拥有的药店数量为全球第一。数量众多的药店为其构建了其低成本竞争优势，桐君阁的销售网络也覆盖了全国不同地区。同时，桐君阁针对不同地区的发展空间，采用了不同销售覆盖战略。

桐君阁经过数年摸索发展不仅拥有自身的商业模式，同时成为拥有门店数量最多的医药商业企业。西南地区更凸显了桐君阁的竞争优势，公司在西南地区的覆盖密度远高于自身在全国范围内的覆盖密度，也远胜于其它医药商业企业在西南地区建立的覆盖密度。目前，公司已经在重庆、四川两地建立了相关的医药商业分公司，成为成渝地区名副其实的医药商业销售巨头。

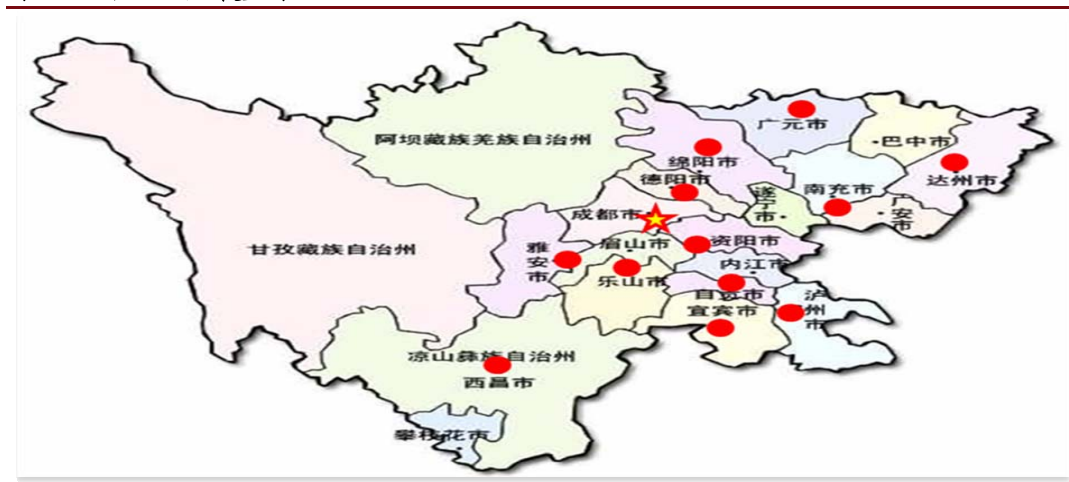
图 7: 重庆地区网络覆盖图



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

桐君阁以重庆市区为中心，辐射重庆周边地区，扩充自身销售渠道，扩大桐君阁的医药商业覆盖范围。除次以外，四川地区也成为桐君阁在西部地区业务重发展地区。根据公开数据，公司也在四川地区建立了医药商业连锁，覆盖相关地区。四川地区的覆盖面积占四川地区的 80% 左右，发达地区几乎均有桐君阁的销售点。

图 8: 四川地区网络覆盖图

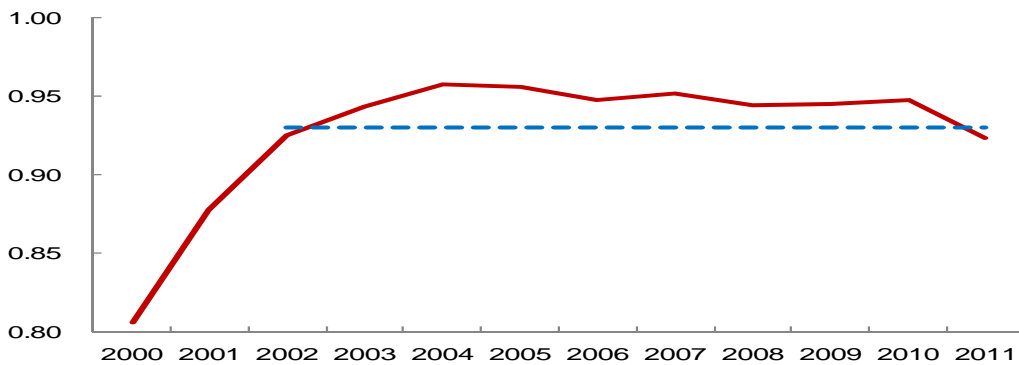


数据来源：公司公告，西南证券研发中心

(3) 桐君阁医药商业收入结构及其利润贡献

桐君阁自上市以来以医药商业为其重点发展业务，医药商业的收入占营业收入的比值为93%，方差为11.82，相比同类型的上市公司，医药商业收入波动并不大。截至2011年12月31日，医药商业的收入为43.88亿元，医药商业的毛利率约为6.30%。自2000年，医药商业占收入比重为93%。医药商业占主营业务收入相对平稳。医药商业利润贡献高到32.08%，医药工业利润贡献也呈现出上升的趋势。桐君阁医药覆盖以及医药商业的战略导致医药商业收入在主营业务收入中的占比相对稳定，如图9所示。

图9：医药商业收入占公司收入比重

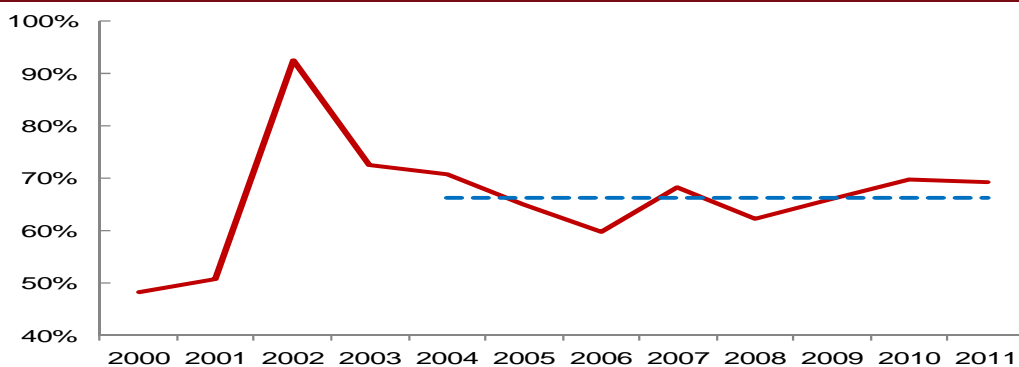


数据来源：公司公告，西南证券研发中心

图9可以看出，除了医药商业收入占比相对稳定以外。我们发现，医药商业收入占比从2000年开始出现了上涨到2002年的93%左右，2003年后的医药收入占比在营业收入占比基本维持在平均值93%以上，并且波动幅度也相对较小。即使在2005年公司启动了广告促销业务后，医药商业收入占比依然处于平均值以上，保持相对平稳的发展水平。公司虽然在发展医药工业、广告促销业务，但是公司依然按照9:1的原则实现其它业务与医药商业的发展格局，保持医药商业的稳定性。医药商业收入占比的相对稳定体现了桐君阁在医药商业领域的专注，也体现了公司战略选择与战略执行的稳定性，稳定的战略也降低了医药商业占比的波动性。

医药商业收入相对稳定以外，医药商业业务的利润贡献也相对稳定。图10表明，医药商业利润贡献率从2003年后，保持相对稳定，平均值为67.08%。除此以外，医药商业利润贡献率的波动幅度也不大，大约为4%左右。医药商业利润贡献率相对稳定归功于医药收入占比的相对稳定，收入占比相对稳定保证了医药商业利润贡献率的相对稳定。

图10：医药商业利润贡献率

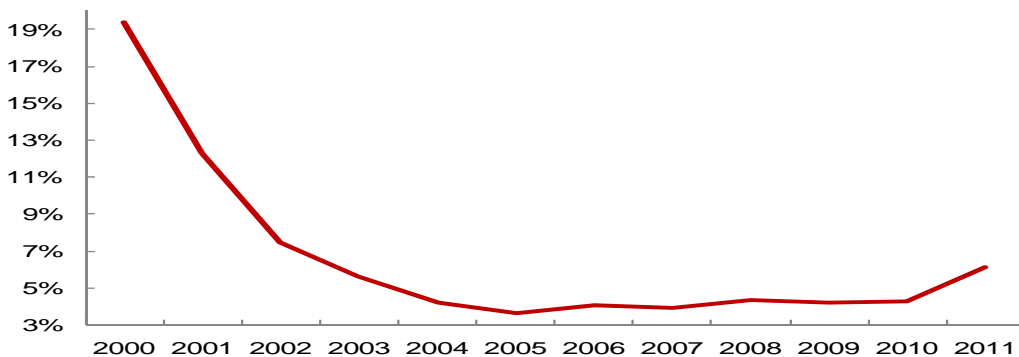


数据来源：公司公告，西南证券研发中心

（二）医药工业运营状况

桐君阁医药工业选择委托加工的模式实现医药产品生产。2012 年公司为了实现董事会的承诺，在李渡工业园建立了医药工业基地，项目投资额达到了 5755 万元，项目依然处于有序的进展过程中，建设期间需要的资金主要来源于银行贷款、关联公司拆借等方式筹集资金。2011 年前，公司专注于医药商业领域业务，从而导致医药工业销售收入占比、医药工业的利润贡献比例相对较小。同时，此前的医药工业采用委托加工方式，我们发现桐君阁固定资产占总资产的比例相对较小，几乎保持不变。2011 年后，公司也开始逐渐加强医药工业的建设，逐步实现一体化经营的模式，充分发挥医药商业领域的竞争优势，提高医药工业的销售收入以及利润贡献率。

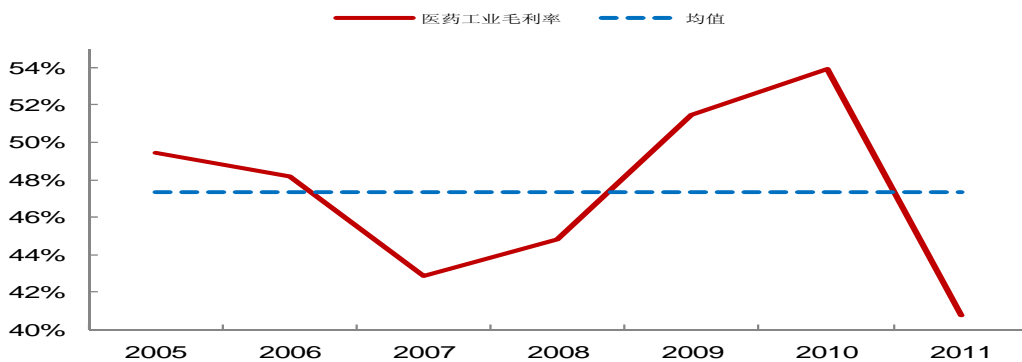
图 11: 医药工业占比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

医药工业收入占营业收入的比例从 2000 年以来处于下降通道，直至 2003 年医药工业收入处于平稳的状态，医药收入占比的均值为 4.3%。2011 年医药工业收入占比有所提高，占比达到了 6.13%。2003 年以后，医药收入占比并不因公司开展医药销售广告业务后降低了收入占比。

图 12: 医药工业毛利率



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

医药工业的毛利率相对于医药商业而言较高，自 2005 年开始，医药工业的毛利率平均值达到了 47.35% 左右。桐君阁的医药工业主要采用委托加工的方式实现医药产品的生产与制造，因此我们发现桐君阁的固定资产的比例相对于同行业的医药企业而言较低。

四、大力度业务整合，提高盈利能力

过去几年公司一直处于增收不增利状态，其中最主要原因是公司注重药店数量的大规模扩张，对资产运行效率关注较小。现药店数量已经取得一定突破，目前重点是对现有资源运行效率的整合，从而提高公司运作效率，告别“增收不增利”时代。

（一）与集团战略合作稳步深入

桐君阁通过与集团合作的方式扩大销售收入，实现公司规模扩张。同时，合作也提高了企业与集团的合作信心，并享受了合作成果。表 7 表明，自 2009 年以来，合作的成绩出现了快速增长，无论是与集团中合作的厂家数量还是合作的销售收入增长率都呈现出大幅上涨。

表 7：集团合作成果

时间	家数	收入（亿元）	收入增长率（%）
2009	9	4.8	22
2010	16	8.6	35
2011	30	15.8	26

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

合作的方式提升了公司自身的竞争优势，并且享受到了收入增长盛宴。另外，通过集团合作也暴露了经营上的一些问题，包括业态互动性较弱、各个公司缺乏品类管理意识，普遍存在引进新品盲目等问题，针对上述问题，公司及时采取措施实行零售业态整合、纯销业态整合、物流业态整合。

（二）零售业态整合

零售业态整合包括品牌整合与营运整合。公司将原有的 5 大零售品牌整合成 3 个零售品牌，重新定位桐君阁大药房、太极大药房、西部医药商城的层次。桐君阁大药房将致力于重庆地区的中药、养生、保健三大业务；太极大药房将面向全国市场发展，实现健康、市场的经营格局与理念；西部医药商城则面向大众化的消费群体，实现品种齐全、价格低廉的经营格局。品牌整合的基础上继续通过营运整合，公司于 2011 年实施川渝千家直营药店在总部营运中心的统筹安排下实行统一营运及品牌宣传。

通过零售业态整合后，公司 2011 年在重庆区域，首次尝试将大保健品由以前的 14 套缩减为现在的 6 套，该品类总销售同比增长 30%，汤臣倍健、千林、自然之宝销售增幅均翻番。旗下所有零售网点，在金银花露单品上实行完全排他经营销售，销量及效益均达到 200% 的增幅。

综合而言，零售业态整合有利于公司提升、扩大品牌之间的宣传力的相互影响，间接提升公司的销售收入以及市场口碑。

（三）纯业态整合

桐君阁总部成立医院事业部整合纯业态模式。2011 年 10 月 1 日，桐君阁股份将旗下药品销售分公司、天瑞新特药公司、沙坪坝医药公司、涪陵医药总公司、永川区中药材公司、桐君阁医药批发分公司（医院业务）、万州医药物流中心（医院业务）等 7 家公司医院销售业务正式合并，成立“重庆桐君阁股份医院销售公司”，整合后，年销售规模达到 8 亿元销售，网络覆

盖全重庆，其中拥有 3 甲医院客户 16 家、2 甲医院客户 100 家，县级、乡镇卫生院、社区卫生服务中心及厂矿医院客户 600 余家。

重庆地区纯业态整合初显成效，再观察四川地区的纯业态整合。绵阳药业集团、自贡医药公司、德阳大中药业、德阳荣升药业等 4 家公司自成立以来，销售主营业务均是医院纯销；西部医药及其分中心近年大力拓展第三终端及新农合招投标配送业务，在桐君阁总部总体规划下，正逐步加大 2 甲以上的医院客户开发与关系建设。绵阳药业集团、成都西部等 5 家公司纯销业务年销售规模已达到 6 亿元，在四川片区拥有医疗机构资源达 2374 家，其中三甲医院 20 家，三乙医院 30 家，二甲及以下 800 家。

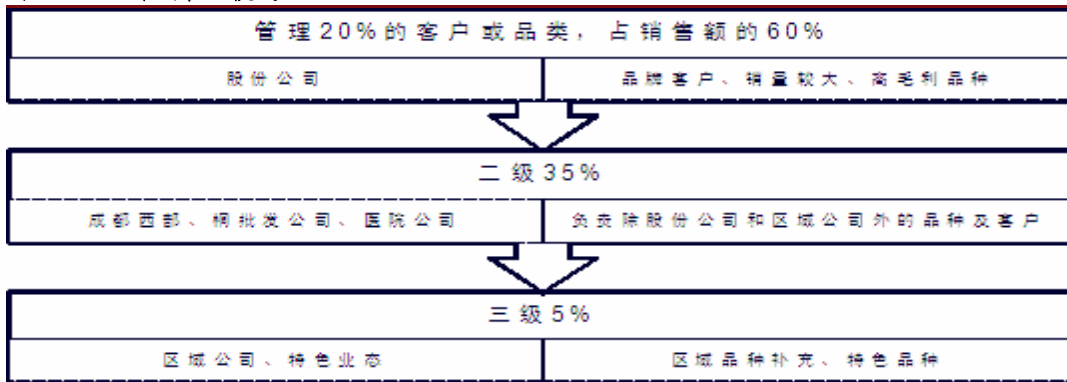
公司纯销网络重组，资源重新优化与配置，更有利发挥内部各公司优势，为上下游客户提供一个便利、高效、专业、完整的医院销售平台。

总而言之，业态整合有利于公司资金等经营要素的相对集中，有利于实现销售与效益的双升，有利于调整产品结构提高公司的市场竞争力与效益，三个有利于进一步强化桐君阁作为区域医药龙头地位的竞争优势，同时也有助于扩大桐君阁的医药商业市场份额，保持在 20% 的市场份额，实现销售收入稳定增长。

（四）物流业态的整合

物流业态整合是进一步加大对纯销业务拓展及销售队伍的配备，由现在的粗放式纯调拨业务逐步转型为向终端（直营终端+非直营终端）、纯销业务（主要是 3 甲以下医疗机构）的业务方向拓展，从而有效拓展基药招投标以及配送业务。业务发展过程中，将更加注重客户选择，公司将选择优质客户，并且由股份公司采购中心统筹各业态资源在内部进行统一运作模式。

图 13：三级采购管理模式



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

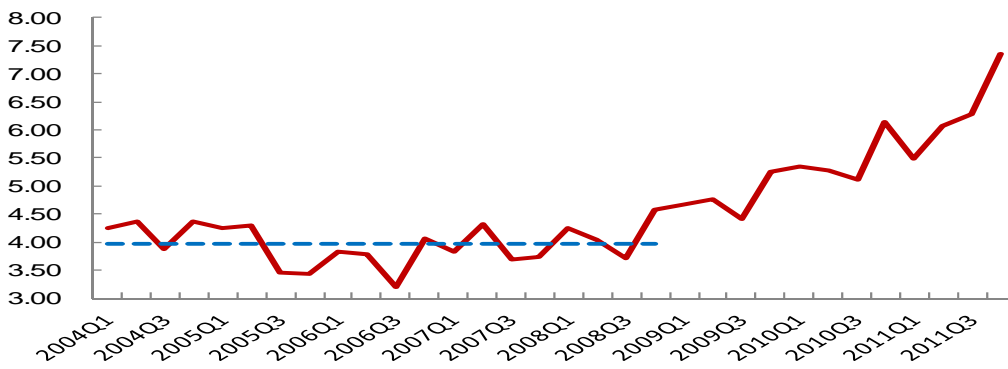
（五）追求高附加值产品，促使医药商业模式转变

桐君阁作为西南的地区医药商业龙头企业，2004 年后医药商业的收入占比比较稳定。观察其存货后发现，从 2004 年至 2009 年第四季度，存货的变动幅度相对较小，存货的变动几乎属于企业运作过程中的季节性变动。2010 年后，公司的存货出现了直线上升的趋势。存货上升并非由于企业的运营效率下降或企业采购成本相对于历史时期大幅提升，存货的提升实际上是由于中国政府出台了《规划纲要》。

规划出台前，企业选择了与集团合作的方式提高企业经营产品的品质与等级。存货价值大

幅增加但存货减值准备尚未大幅提高,充分体现了企业面对行业变革的掌握,存货价值变动与企业管理战略选择路径十分吻合,存货价值变动也彰显出企业转型初步见效。另外,医药商业毛利率的提高并非由于同类医药产品终端价格提升,而是由于医药商业转型所致,充分印证了企业转型的效果。

图 14: 存货变动趋势 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

总结。公司从 11 年开始主要围绕零售、纯业态、物流方面进行整合,截至 11 年末基本构架建设已完成。我们认为: 12 年公司将完成整合,且整合效应也将逐渐释放。

五、估值分析与风险提示

我们对其核心业务预测: 11 年、12 年、13 年的 EPS 分别为 0.04 元、0.12 元、0.24 元,对应的 PE 分别为 171X、57X、28.5X。我们认为,利润增速主要来自以下两点: 1) 药店数量增速的放缓,从而销售费用快速下降(11 年销售费用增速高达 40%,至 3.5 亿);整体资源的整合、新增药店对亏损的消化,增强其盈利能力;公司收入的正常增长(近 5 年复合增长率约 18%),增厚其业绩。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示。1) 公司销售费用的下降低于我们预期; 2) 整合效果与新增药店的扭亏速度低于我们预期。

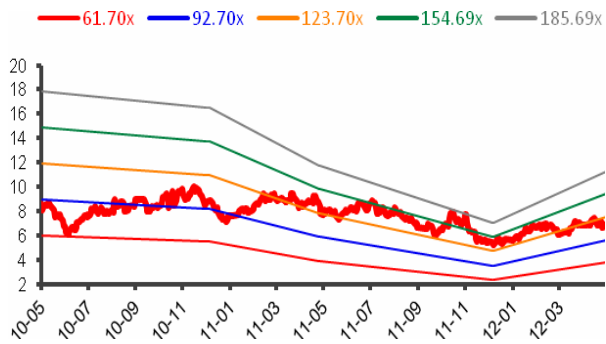
表 8: 核心增速预测

业态	10 年销售额 (百万)	占比	15 年销售额 (百万)	占比
零售	1603.21	18.30%	5000	25.00%
其中: 直营零售	857.16	9.79%	2350	11.75%
批发	923.02	10.54%	4000	20.00%
调拨	5935.15	67.76%	10000	50.00%
进出口	298.27	3.41%	1000	5.00%
总销售	8759.65	100.00%	20000	100.00%
其中: 工业	834.64	9.53%	2000	10.00%
其中: 中药材	934.06	10.66%	2500	12.50%

数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心。

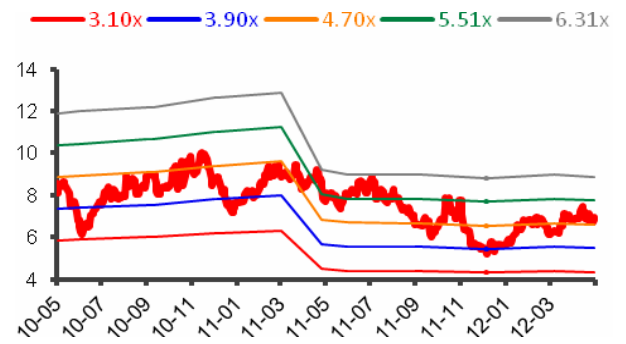
注: 2011 年至 2015 年,桐君阁商业销售年复合增长率将达 17.95%,其中零售年均增长 25.54%,批发年均增长 34.08%,调拨年均增长 11%,进出口年均增长 27.37%,工业产品销售年均增长 19.1%,中药材销售年均增长 21.76%。

图 15: 公司 PE-Band



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 16: 公司 PB-Band



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编: 400023

电话: (023) 63786246

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://www.swsc.com.cn/>