



买入（首次）

所属行业：医药生物/医药商业
当前价格(元)：4.87

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

重药控股（000950.SZ）：中西部医药流通龙头，“十四五”千亿目标可期

投资要点

● **投资逻辑:**1) 新一轮国企改革东风将至，有望助力国企经营改善，估值重塑。2) 近几年收入目标均超额完成，“十四五”千亿目标收入可期。3) 公司净利率提升空间大，随着业务结构优化及控费，净利率有望逐步提升。4) 医疗器械营收规模持续扩大，DTP 药房有望助力零售板块“十四五”弯道超车。

● **新一轮国企改革东风将至，有望助力国企经营改善，估值重塑。**1) **20-22 年国企改革三年行动圆满收官，效果突出：**2021 年全国国有企业营业收入、利润总额较 2020 年分别增长 18.7%、26.3%，经营改善效果突出；2) **医药行业国企估值向上空间大，市值占比处于相对底部：**截至 23 年 3 月 3 日，民营企业估值 26.3 倍，国有企业估值 22.9 倍，国企估值仍有较大上升空间。截至 22 年底国企市值占比仅为 18.2%；3) **2023 年，新一轮国企改革拉开帷幕：**用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流。

● **近几年收入目标均超额完成，“十四五”千亿目标收入可期。**1) **超额完成收入目标，十四五规划目标指日可待：**公司 2019 预期收入 285-290 亿（实际 338 亿）、2020 年预期收入 400-445 亿（实际 452 亿）、2021 年预期收入 580 亿（实际 625 亿）、2022 年预期收入 630-670 亿（实际 678 亿）；2023 年公司预算收入为 740-800 亿，按十四五规划，公司将实现 1000 亿收入目标、预计公司 2022-2025 年营收与利润 CAGR 分别为 13.8%、14.3%，公司盈利能力有望提升。

● **公司净利率提升空间大，随着业务结构优化及控费，净利率有望逐步提升：**1) **公司毛利率同行领先、净利率提升空间大：**重药控股 2022 年毛利率为 8.6%，2020-2022 年公司净利率分为 2.5%/2.1%/1.7%，扣除重庆药友利润贡献后净利率分别为 1.8%/1.6%/1.3%，与同行业均值相比低 1%，主要系公司财务费用率在行业中较高。2) **业务结构优化及控费助力提升净利率：**随着公司逐步控费以及扩大高毛利业务比例，净利率有望逐步提升。

● **医疗器械营收规模持续扩大，DTP 药房有望助力零售板块“十四五”弯道超车。**医疗器械业务营收规模持续扩大，2022 年实现营收 95.1 亿元，占比 14.0%；医疗器械体量持续增长，收入结构持续优化。截至 2022 年年底，零售共有门店约 800 家，其中 DTP 药房近 110 家，其中 DTP 处方药房销售同比增长 28.7%。2022 年医疗器械毛利率为 12.2%，医药零售毛利率为 22.1%，均高于药品毛利率 7.7%，我们预计公司高毛利业务占比持续提升，盈利能力稳步提高。

● **投资建议：**重药控股从重庆市流通企业成长为全国布局的流通龙头企业，成长性强，公司历史均超额完成业绩指标，十四五规划：1000 亿收入指日可待，且在新一轮国企改革的背景下，随着公司控费+业务结构优化，盈利能力有望持续提升，我们预计 23-25 年公司归母净利润将分别达到 7.1/10/11.6 亿元，对应 PE 分别为 11/7.7/6.7，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**区域竞争加剧风险，带量采购可能影响行业增速，疫后复苏不及预期

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.53	-6.90	-7.44
相对涨幅(%)	-3.01	-4.47	0.16

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,728.18		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,728.18	营业收入(百万元)	62,521	67,829	80,050	90,583	101,654
52 周内股价区间(元):	4.40-7.88	(+/-)YOY(%)	38.3%	8.5%	18.0%	13.2%	12.2%
总市值(百万元):	8,416.26	净利润(百万元)	1,005	952	707	1,006	1,160
总资产(百万元):	65,052.42	(+/-)YOY(%)	13.7%	-5.3%	-25.7%	42.3%	15.3%
每股净资产(元):	6.37	全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.55	0.41	0.58	0.67
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	9.2%	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
		净资产收益率(%)	10.2%	8.9%	6.1%	7.9%	8.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 从重庆到全国，公司已成长为全国布局的流通龙头企业	5
1.1. 聚焦医药流通，多业务协同发展	5
1.2. 营收及利润稳健增长，医疗器械业绩亮眼	6
2. 流通行业：两票制持续推动行业集中度提升	9
2.1. 终端市场持续扩容，疫情压制行业增速	9
2.2. 两票制持续推动中游集中度提升	10
2.3. 国企改革三年行动圆满收官，新一轮国企改革东风将至	11
3. 中西部医药商业龙头，“十四五”千亿目标可期	12
3.1. 医药流通毛利率行业领先，医疗器械、DTP 药房未来可期	12
3.2. 仓储物流中心建设持续落地，SPD 供应链建设有序前压	15
3.3. 通过参股医药与器械生产企业，提升公司盈利能力	15
4. 盈利预测	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 2017-2022 年公司取得流通子公司情况 (个)	5
图 3: 2022 年公司按地域分类的经营情况 (亿元)	5
图 4: 公司股权结构 (截至 2023 年三季报)	6
图 5: 2018-2023H1 公司营业收入、增速 (亿元、%)	6
图 6: 2018-2023H1 公司归母净利润、增速 (亿元、%)	6
图 7: 2018-2022 年公司行业营业收入构成 (%)	7
图 8: 2022 年公司行业营业收入构成 (亿元)	7
图 9: 2018-2022 年公司产品营业收入构成 (%)	7
图 10: 2022 年公司产品营业收入构成 (亿元)	7
图 11: 2018-2023H1 公司毛利率及净利率 (%)	8
图 12: 2018-2022 年公司各产品毛利率 (%)	8
图 13: 2018-2023H1 公司费用率变化情况 (%)	8
图 14: 2018-2023H1 公司财务费用率情况 (%)	8
图 15: 2018-2023H1 公司资产负债率情况 (%)	8
图 16: 2018-2023H1 公司应付/收账款周转天数	8
图 17: 医药流通行业产业链	9
图 18: 中国医药流通行业发展历程	9
图 19: 我国历年七大类医药商品销售总额 (亿元, %)	10
图 20: 2020 年中国医药商品销售渠道构成 (%)	10
图 21: 2015-2022 年全球/中国医疗器械市场规模 (千亿元)	10
图 22: 2022 年中国与全球药械比水平	10
图 23: 我国医药批发企业数量变化 (万家)	10
图 24: 我国医药批发百强企业市场份额变化 (%)	10
图 25: 2020 年中国医药流通行业批发市场代表企业市场份额 (%)	11
图 26: 我国医药民营/国有企业利润总额 (亿元, %)	12
图 28: 医药行业民营/国有企业市值占比 (%)	12
图 29: 2018-2022 年公司医药批发收入、增速 (亿元、%)	13
图 30: 2018-2022 年公司医药批发毛利率 (%)	13
图 31: 2018-2022 年公司间医药流通毛利率 (%)	13
图 32: 2018-2023H1 年公司间销售净利率 (%)	13
图 33: 2018-2022 年公司医疗器械收入、增速 (亿元、%)	14

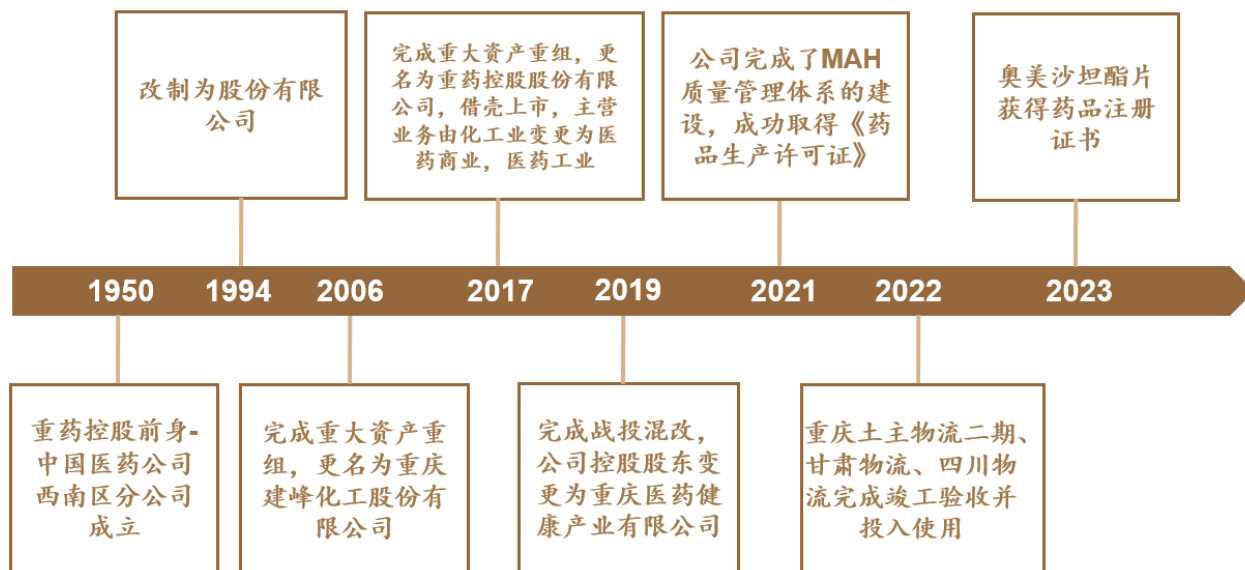
图 34: 2018-2022 公司医疗器械毛利率 (%)	14
图 35: 2018-2022 年公司医药零售收入、增速 (亿元、%)	14
图 36: 2018-2022 年公司医药零售毛利率 (%)	14
图 37: 2020-2025E 全球处方药市场销售预测 (亿美元)	14
图 38: 2022 年全国跨省定点销售药店数量 (万家)	14
表 1: 2023 年中央企业“一利五率”目标	12
表 2: DTP 药房与传统药房对比	14
表 3: 目前市场上 SPD 的合作模式	15
表 4: 2018-2022 年重庆药友贡献投资收益 (亿元)	16
表 5: 盈利预测 (亿元)	16
表 6: 可比公司估值 (数据截至 2024.2.5)	16

1. 从重庆到全国，公司已成长为全国布局的流通龙头企业

1.1. 聚焦医药流通，多业务协同发展

聚焦医药流通，医药、医疗器械研发等多领域布局。公司是服务于医药全产业链的大型国有控股现代医药流通企业，同时从事医药研发(MAH)、医疗器械生产，并投资参与医药工业；公司是中央和地方两级药品医疗器械定点储备单位，也是国内三家经营麻醉药品和第一类精神药品的全国性批发企业之一；2022年营业收入678.3亿元，利润总额14.7亿元。公司制定“十四五”目标：2025年规划营业收入1000亿元，预计2022-2025年CAGR为14%。

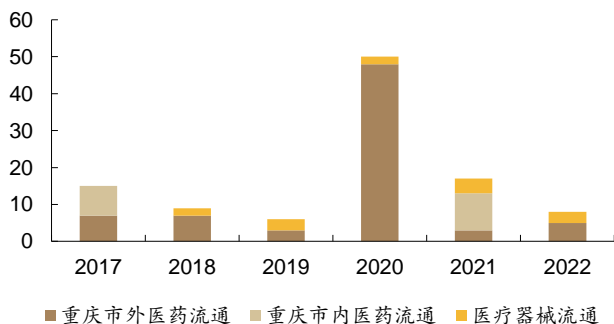
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

西南医药流通巨头，从西部走向全国。公司企业规模、市场覆盖居中国同行业第一阵营第五位，西部第一位；公司通过并购+新设子公司，逐渐从西南区域性流通企业转变为全国性流通企业。2022年，公司重庆市外营收430.2亿元，占比63.4%，同比增长11.2%；重庆市内营收248.1亿元，占比36.6%，同比增长4.8%。其中四川、陕西、重庆等地区销售规模超60亿元，贵州地区销售规模超50亿元，湖北、河南等地区销售规模超30亿元。

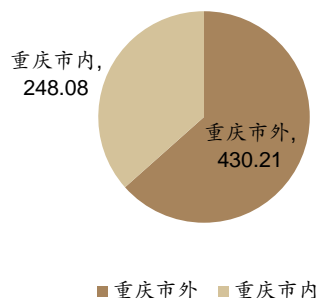
图 2：2017-2022 年公司取得流通子公司情况（个）



资料来源：公司年报，德邦研究所

注：陕西科信医药有限责任公司为2017年取得的重庆市外医药流通子公司，

图 3：2022 年公司按地域分类的经营情况（亿元）

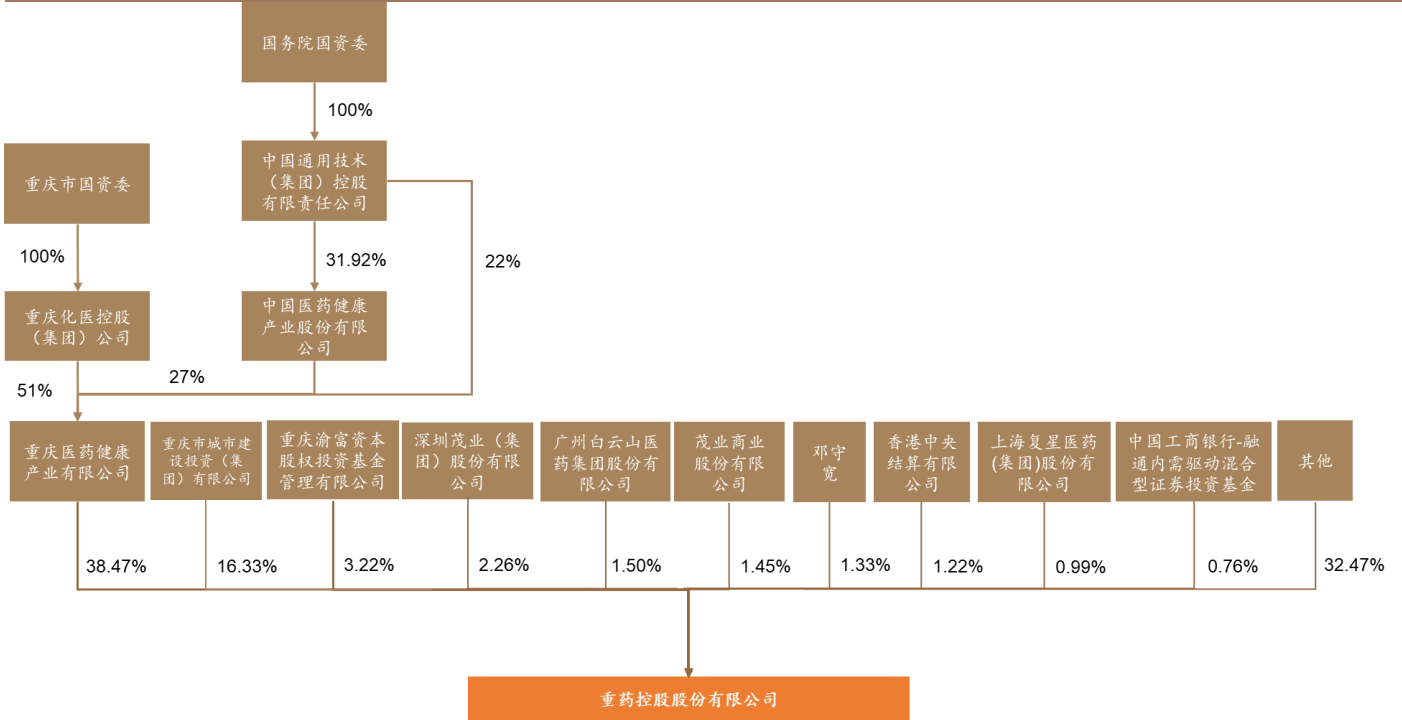


资料来源：公司年报，德邦研究所

重庆市外医疗器械流通子公司均被视为医疗器械流通子公司

重庆市国资委控股，股权结构稳定。2019年11月，公司控股股东重庆医药健康产业有限公司引入中国通用集团和中国医药作为战略投资者，占股49%，完成混合所有制改革，进一步优化股权结构。重庆市国资委为最大控股股东，间接持股19.45%；国务院国资委为第二大控股股东，间接持股18.69%。

图4：公司股权结构（截至2023年三季报）

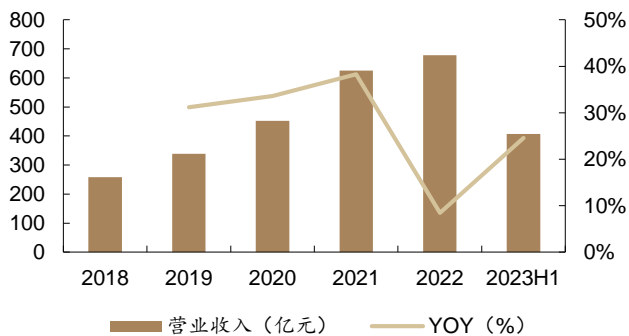


资料来源：公司公告，ifind，德邦研究所

1.2. 营收及利润稳健增长，医疗器械业绩亮眼

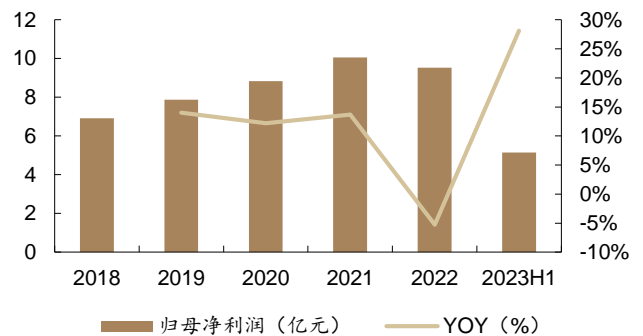
公司营业收入及利润稳健增长。2022年公司实现营业收入678.3亿元，同比增长8.5%，归母净利润9.5亿元，同比下降5.3%。2023H1公司实现营业收入407.15亿元，同比增长24.61%，归母净利润5.14亿元，同比增长28.10%。近年来公司营收及利润均保持稳定增长，2018-2022年公司营收及归母净利润CAGR分别为27.3%和8.3%。

图5：2018-2023H1公司营业收入、增速（亿元、%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

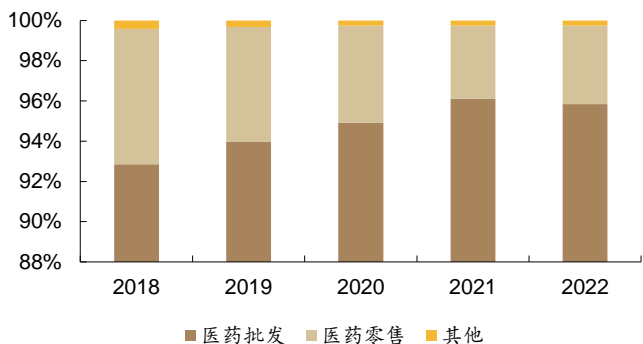
图6：2018-2023H1公司归母净利润、增速（亿元、%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

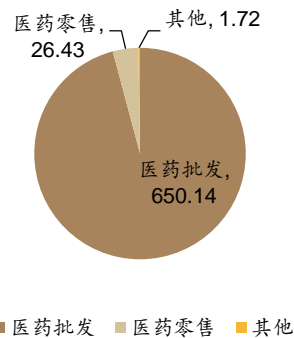
公司核心收入板块为医药批发，2018 年及以后均超 90%。公司营业收入按行业分可分为医药批发与医药零售，其中医药批发为公司核心收入板块，2018 年及以后收入占比均超 90%，且占比整体逐年上升。2022 年公司医药批发营收为 650.1 亿元，占总营收的 95.8%；公司医药零售板块营收为 26.4 亿元，占总营收的 3.9%。

图 7：2018-2022 年公司行业营业收入构成 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

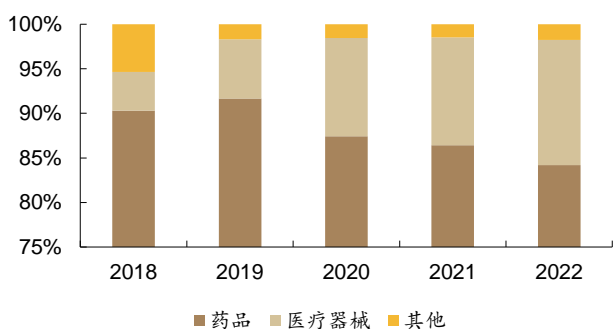
图 8：2022 年公司行业营业收入构成 (亿元)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

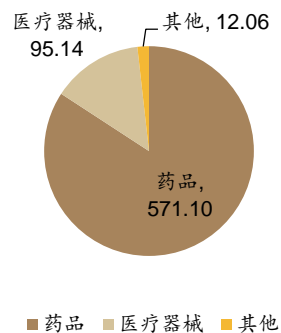
药品收入为核心，医疗器械为增长点，收入结构有望持续优化。收入结构上看，公司产品主要包括药品、医疗器械与其他。其中药品及医疗器械为公司核心收入来源。医疗器械业务营收规模持续扩大，2022 年实现营收 95.1 亿元，占比 14.0%；药品 2022 年实现营收 571.1 亿元，占比 84.2%。近年来公司持续围绕原有业务，深化布局医疗器械等业务，医疗器械体量持续增长，收入结构有望持续优化。

图 9：2018-2022 年公司产品营业收入构成 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

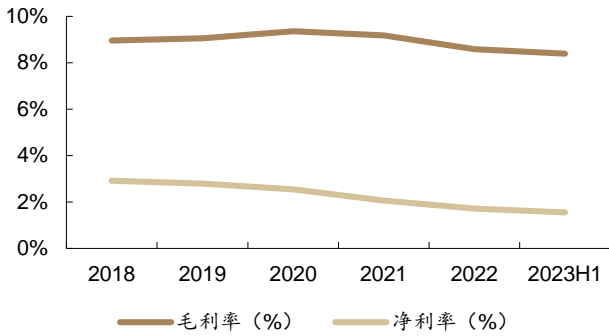
图 10：2022 年公司产品营业收入构成 (亿元)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

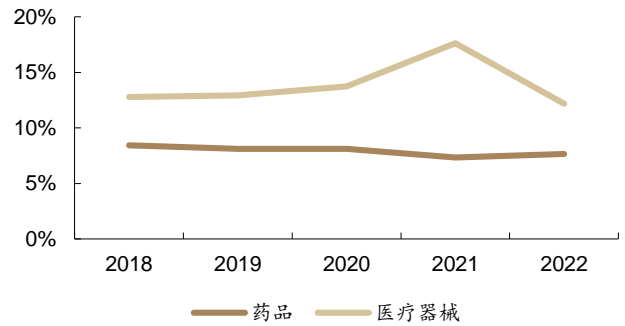
毛利率及净利率保持稳定，医疗器械毛利率较高。分产品看，公司医疗器械毛利率较高，2018-2023H1 毛利率始终维持在 10% 以上，且近年来整体呈上升趋势，2022 年毛利率为 12.2%。药品毛利率相对较低，2022 年毛利率为 7.7%。总体看，2022 年公司总体毛利率及净利率分别为 8.6% 和 1.7%，毛利率下降的原因主要为国家集采、医保控费等政策的推进，促使药品价格下调。

图 11: 2018-2023H1 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

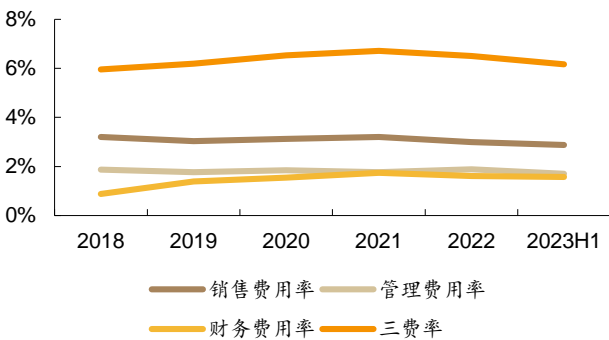
图 12: 2018-2022 年公司各产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

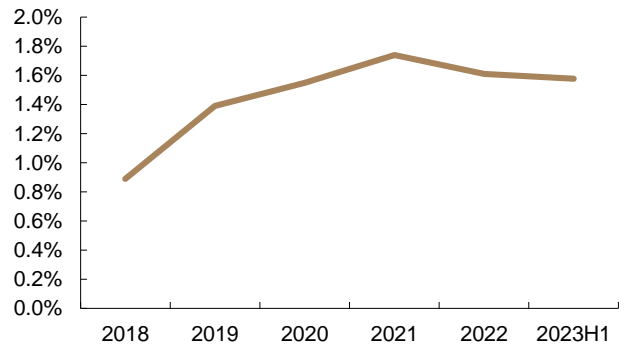
总体费用率维持稳定, 财务费用率改善空间大。2018-2023H1 看, 公司三费率整体呈现稳定趋势, 其中 2022 年管理费用同比增加 15.5%, 主要系销售规模扩张等各类管理费用增加。财务费用较高, 主要系近年来并购扩张, 债务性融资相应增加。我们预计随着公司业务稳定, 财务费用或有显著下降。

图 13: 2018-2023H1 公司费用率变化情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

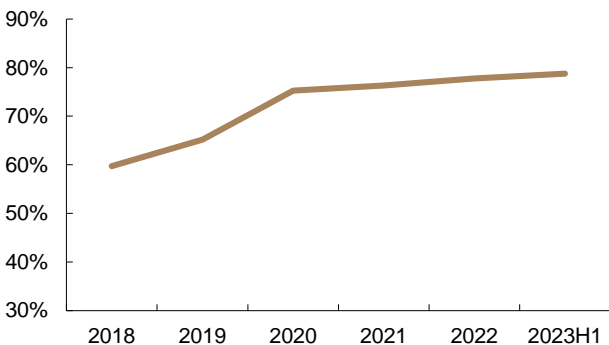
图 14: 2018-2023H1 公司财务费用率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

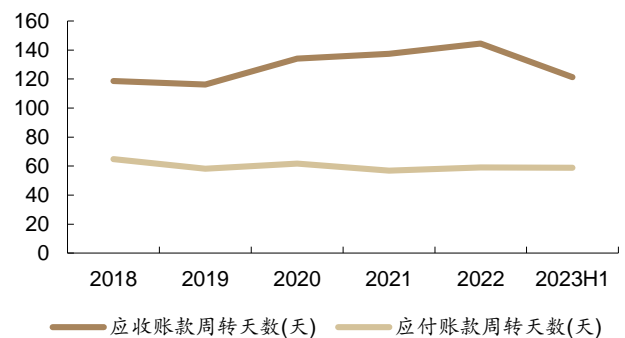
资产负债率及应收账款周转天数较高, 资金运营短期承压。2022 年公司的资产负债率为 77.8%, 应收账款周转天数为 144.5 天, 资金运营效率较低, 主要系公司近年来外延式并购以及疫情影响公立医院回款周期延长。我们预计, 随着疫情结束, 并购公司与医院盈利能力提升, 资金运营有望改善。

图 15: 2018-2023H1 公司资产负债率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 16: 2018-2023H1 公司应付/收账款周转天数

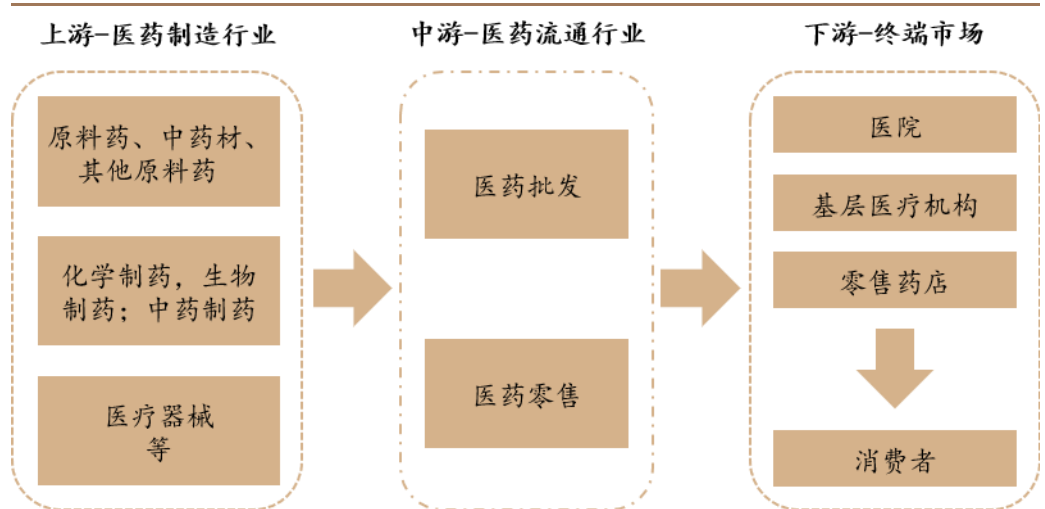


资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 流通行业：两票制持续推动行业集中度提升

医药商业位于行业产业链的中游，主要负责医药商品在市场上的流通，通过购进、销售、调拨、储运等经营活动，供应给下游终端市场。医药商业主要分为批发和零售两大流转环节。

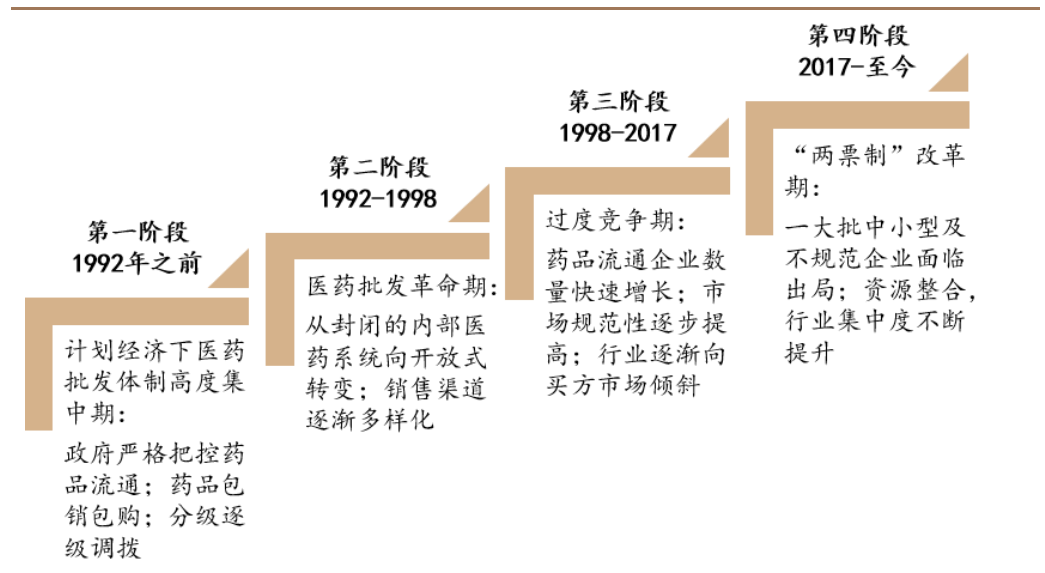
图 17：医药流通行业产业链



资料来源：观研天下，德邦研究所

国内医药流通行业发展历经四个阶段：1) 第一阶段：计划经济下医药批发高度集中期；2) 医药批发改革期：销售渠道逐渐多样化；3) 过度竞争期：药品流通企业数量快速增长，行业规范性逐步提高，行业向买方市场倾斜；4) 两票制改革期：一大批中小型及不规范企业面临出局，资源整合，行业集中度不断提升。

图 18：中国医药流通行业发展历程



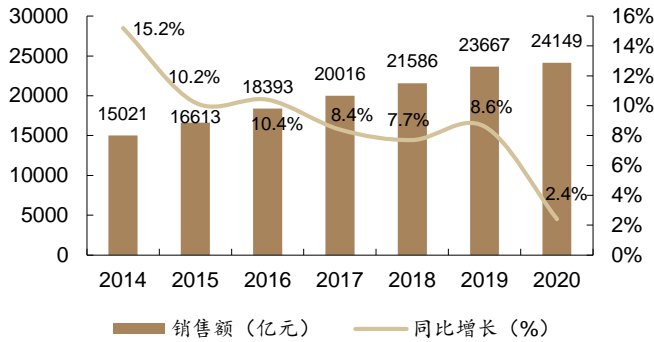
资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

2.1. 终端市场持续扩容，疫情压制行业增速

终端市场持续扩容，近三成通过批发企业销售，疫情压制行业增速。2019年，我国七大类医药商品销售总额达到 23667 亿元，同比增长 8.6%，2014-2019 年的 CAGR 为 9.5%，2020 年受疫情影响，增速放缓，仅增长 2.4%。从 2020 年我国医药商品销售渠道分布来看，对批发企业销售额 6881 亿元，占销售总额的

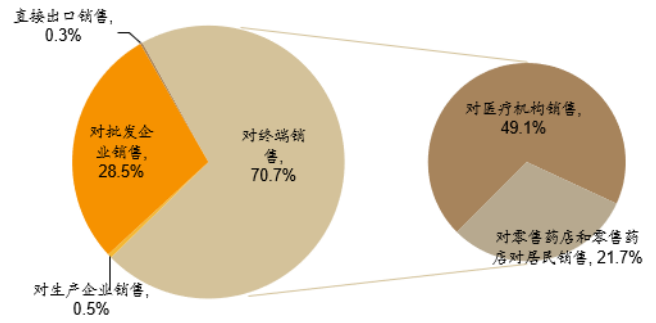
28.5%；对终端销售额 17079 亿元，占销售总额的 70.72%。

图 19：我国历年七大类医药商品销售总额（亿元，%）



资料来源：商务部，前瞻产业研究院，德邦研究所

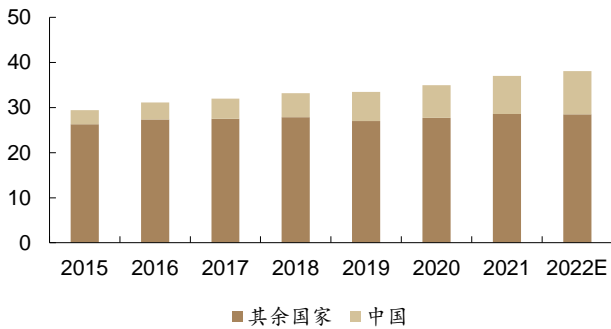
图 20：2020 年中国医药商品销售渠道构成 (%)



资料来源：药监局，前瞻产业研究院，德邦研究所

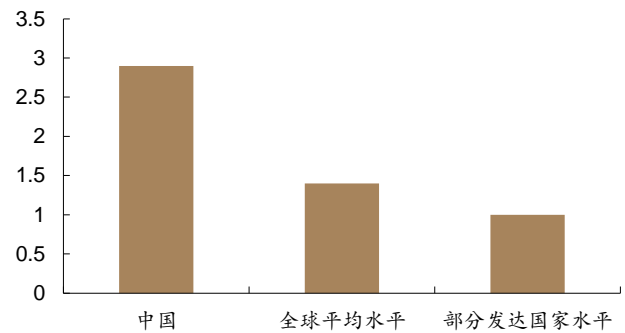
我国医疗器械市场发展空间较大。根据罗兰贝格数据，2022 年全球医疗器械市场规模预测为 38100 亿元，2015-2022 年全球医疗器械市场 CAGR 预测为 3.8%。2022 年中国医疗器械市场规模预测为 9600 亿元，同比增长 14.3%，2015-2022 年中国医疗器械市场 CAGR 预测为 17.5%。从药械比角度看，我国目前药械比水平与全球平均药械比水平差距较大，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

图 21：2015-2022 年全球/中国医疗器械市场规模（千亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，案头研究，罗兰贝格，德邦研究所

图 22：2022 年中国与全球药械比水平



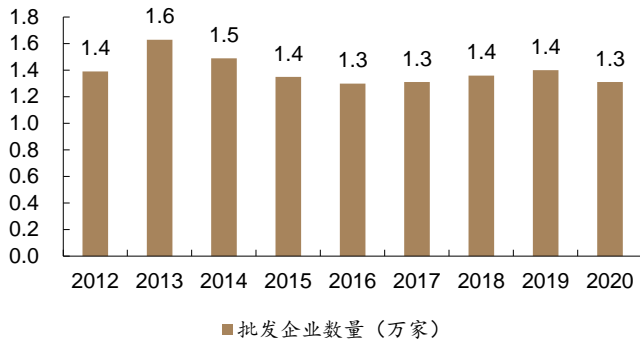
资料来源：弗若斯特沙利文，案头研究，罗兰贝格，德邦研究所

2.2. 两票制持续推动中游集中度提升

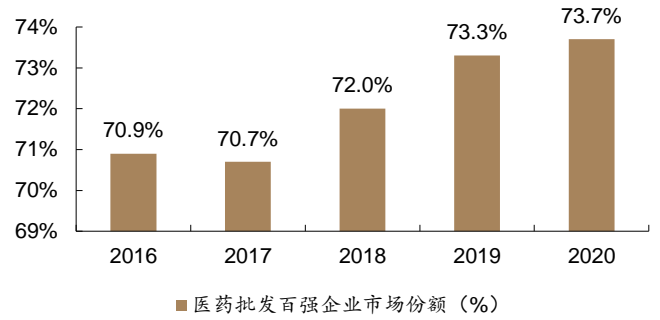
2017 年开始实行两票制后，医药流通行业集中度持续提升。1) 从数量上看：医药批发企业数量较为平稳，2019 年为 1.4 万家；2) 从医药批发百强企业市场份额来看，从 2017 年开始，份额持续提升，从 2017 年的 70.7% 提升至 2019 年的 73.3%。

图 23：我国医药批发企业数量变化（万家）

图 24：我国医药批发百强企业市场份额变化 (%)



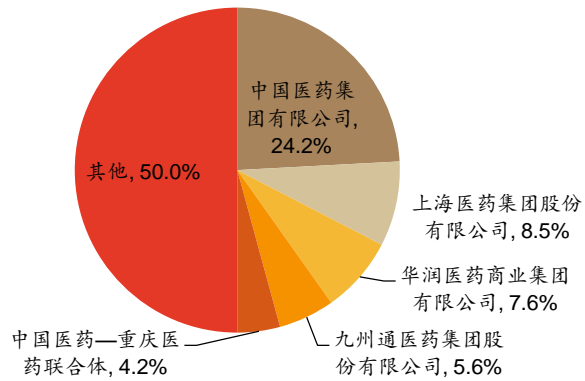
资料来源：商务部，前瞻产业研究院，德邦研究所



资料来源：中国医药商业协会，前瞻产业研究院，德邦研究所

重药控股已成长为全国医药流通企业。从格局来看，2020年中国医药集团占据批发市场份额为24.15%，为行业龙头，其次为上海医药，占据8.45%的份额；华润医药（7.59%）、九州通（5.57%）、中国医药-重庆医药联合体（4.24%）。

图 25：2020 年中国医药流通行业批发市场代表企业市场份额 (%)

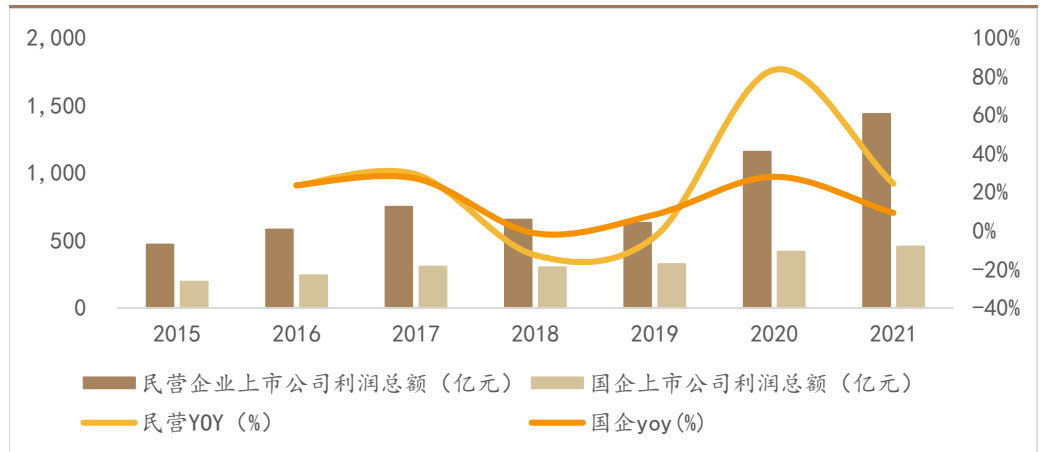


资料来源：中国医药商业协会，前瞻产业研究院，德邦研究所

2.3. 国企改革三年行动圆满收官，新一轮国企改革东风将至

顶层设计落地，国企改革三年行动是可衡量、可考核的具体施工图。2020-2022年国企改革三年方案是对于党中央、国务院“1+N”顶层设计、政策体系的落实，是具体施工图。2022年国企改革三年行动顺利收官，实现了“强治理”、“增活力”和“优布局”三个明显成效。2020年以来，央企战略性新兴产业年均投资增速超过20%，营业收入占比达35%以上，高质量发展动力更加充沛，国企“两非”“两清”清退任务基本完成，以市场化方式盘活存量资产3066.5亿元。从2012年至2022年，央企资产总额从31.4万亿元增长到81万亿元，营业收入从22.3万亿元增长到39.6万亿元，利润总额从1.3万亿元增长到2.6万亿元；2022年企业全员劳动生产率增至76.3万元/人，10年来增长84.2%；累计上缴税费约占全国税收收入的七分之一，向社保基金划转国有资本1.21万亿元。

图 26: 我国医药民营/国有企业利润总额 (亿元, %)



资料来源: wind, 德邦研究所

新一轮国企改革东风将至, 着力打造有中国特色的现代资本市场和估值体系。未来的国企改革将重点抓好三方面工作: 1) 加快优化国有经济布局结构, 增强服务国家战略的功能作用; 2) 加快完善中国特色国有企业现代公司治理, 真正按市场化机制运营; 3) 加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制, 加快打造创新型国有企业。2023 年 1 月 5 日, 国资委提出, 2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”, 相较于 2022 年目标的变化为用净资产收益率 (ROE) 替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率, 引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流。

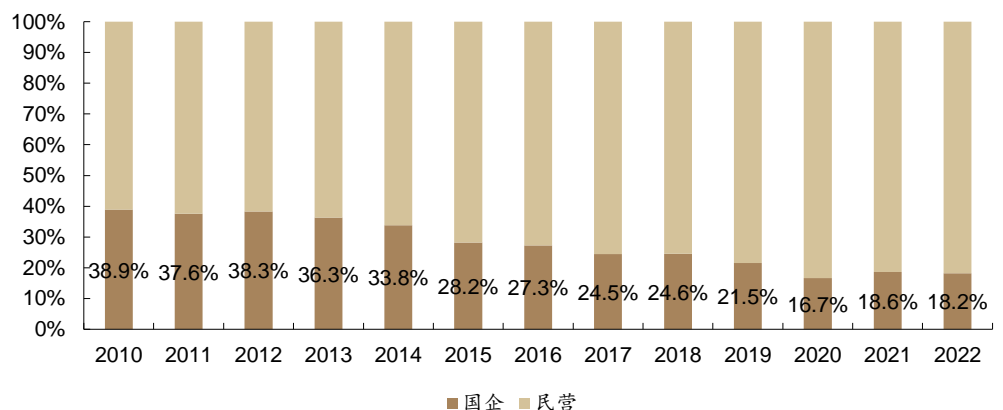
表 1: 2023 年中央企业“一利五率”目标

“一增”	确保利润总额增速高于全国 GDP 增速, 力争取得更好业绩;
“一稳”	资产负债率总体保持稳定;
“四提升”	净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

资料来源: 国资委, 德邦研究所

从医药民营/国有企业历史市值占比来看, 国企市值占比一路下跌, 截至 2010 年底, 国企市值占比 38.9%, 随着医药民营企业的蓬勃发展, 国企市值占比在 20 年底降至底部 (16.7%), 截至 22 年底国企市值占比仅为 18.2%。

图 27: 医药行业民营/国有企业市值占比 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

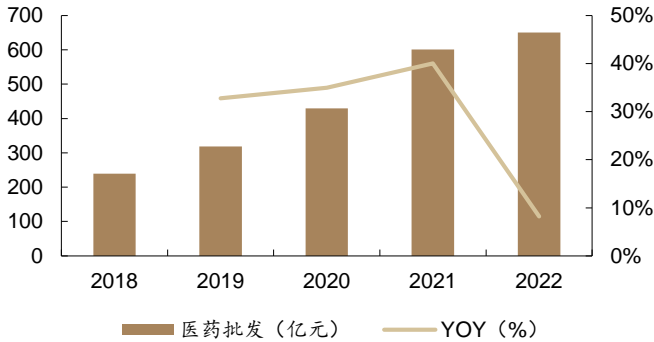
注: 市值统计时间为历年的 12 月 31 日

3. 中西部医药商业龙头, “十四五” 千亿目标可期

3.1. 医药流通毛利率行业领先, 医疗器械、DTP 药房未来可期

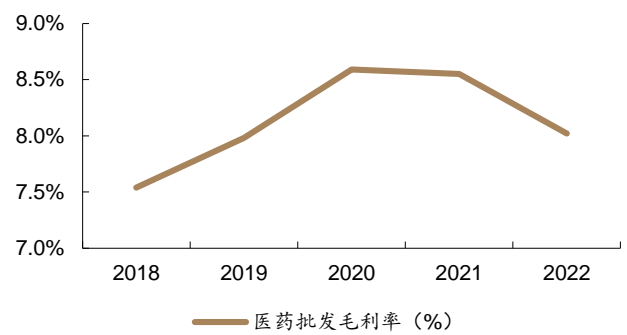
医药批发收入持续增长，毛利率稳定。根据销售环节可分为纯销和分销，公司批发业务以纯销为主。2022年公司二级及以上等级纯销客户数量近7000家，纯销实现营业收入545.3亿元，同比增长9.2%。2022年公司分销实现营业收入104.9亿元，同比增长3.3%。整体来看，2022年公司医药批发收入为650.1亿元，同比增长8.2%，2018-2022年CAGR为28.3%，2022年医药批发毛利率为8.0%，随着行业集中度不断提升和疫后复苏，我们预计公司批发业绩持续向好。

图 28：2018-2022 年公司医药批发收入、增速（亿元、%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

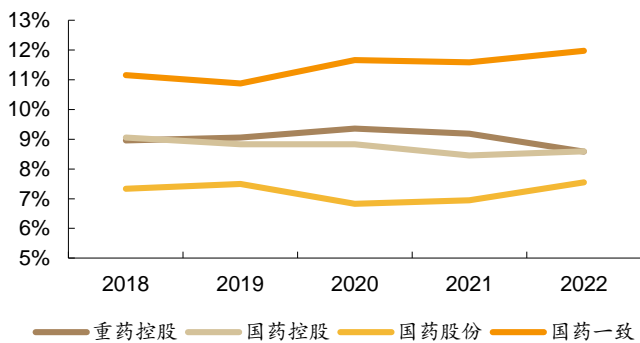
图 29：2018-2022 年公司医药批发毛利率（%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

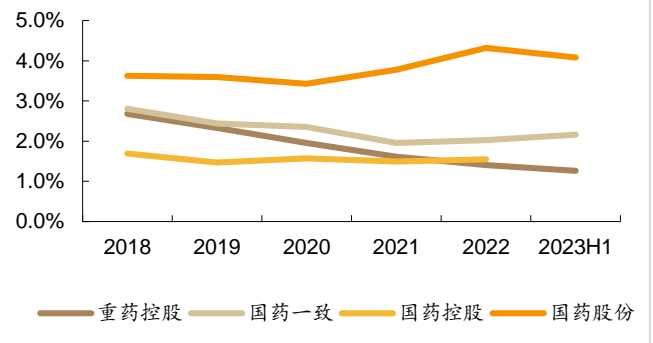
医药流通毛利率处于行业中上游水平，净利率提升空间大。公司批发业务以纯销为主，而目前分销业务主要以中西部地区为主。公司为70000余家医疗机构提供医药批发服务和综合药事服务解决方案，为上游供应商提供多维度增值服务。2022年公司医药流通毛利率为8.6%，略微下降，主要系集采政策影响。公司净利率在同行间较低，提升空间大，主要系财务费用高，我们预计随着业务结构优化及控费，净利率有望逐步提升。

图 30：2018-2022 年公司间医药流通毛利率（%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

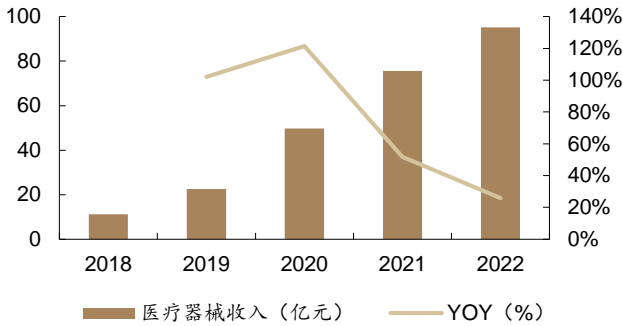
图 31：2018-2023H1 年公司间销售净利率（%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

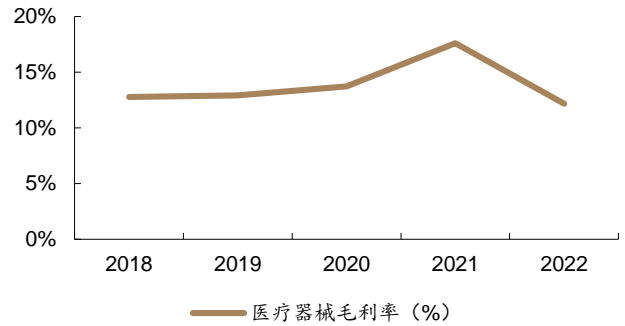
医疗器械毛利率较高，或为新增长点。2022年公司的医疗器械类销售收入为95.1亿，2022-2025年公司医疗器械收入CAGR有望达到28.1%。医疗器械类毛利率较高，稳定在10%以上。虽然可能会受到集采政策的影响，但公司已通过并购和新设医疗器械子公司来提升公司市占率，我们预计公司医疗器械持续向好。

图 32: 2018-2022 年公司医疗器械收入、增速 (亿元、%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

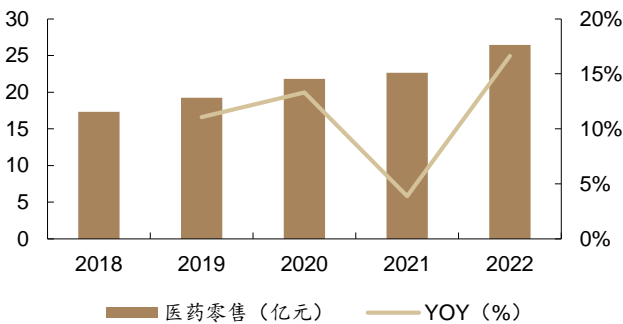
图 33: 2018-2022 年公司医疗器械毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

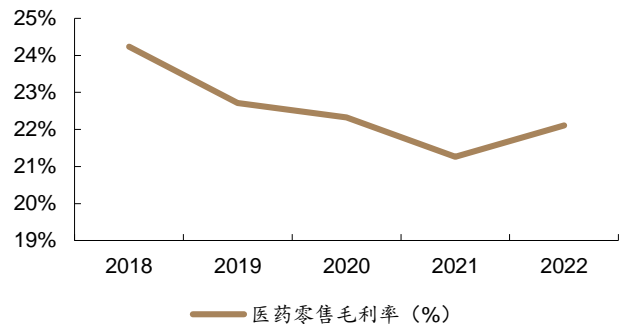
互联网助力医药零售, 增值服务驱动业绩增长。公司零售板块以自营零售药房为主、加盟药房为辅, 2022 年实现营业收入 26.43 亿元, 同比增长 16.6%。公司零售板块毛利率较高, 2022 年为 22.1%。公司开启零售 C 端平台建设, 建立慢病社群管理体系, 实现线上线下一体化运营, 2022 年线上平台实现销售 9000 余万元, 较前一年同期增长 119%。

图 34: 2018-2022 年公司医药零售收入、增速 (亿元、%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 35: 2018-2022 年公司医药零售毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

DTP 药房持续推进, 处方外流贡献业绩。“十四五”零售业绩增长以 DTP 药房为切入点, 或可实现弯道超车。2022 年公司新增零售药房 51 家, 其中 DTP 专业药房 26 家、社区健康药房 13 家、加盟药房 13 家, 新增“双通道”药房 21 家。截至 2022 年年底, 共有零售门店约 800 家, 其中 DTP 药房近 110 家, 其中 DTP 处方药房销售同比增长 28.7%。

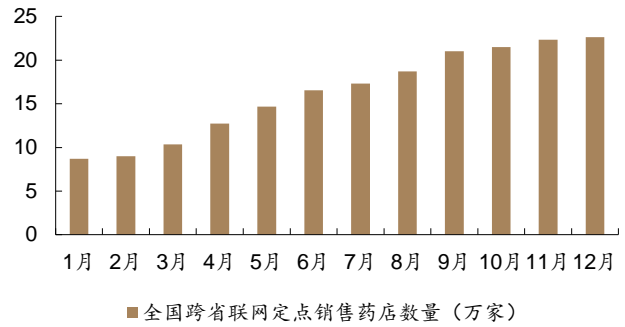
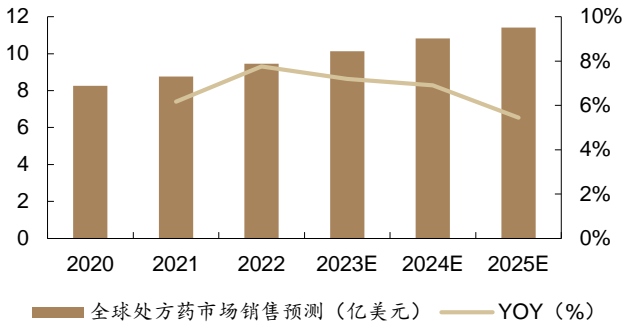
表 2: DTP 药房与传统药房对比

	传统药房	DTP 药房
药品品种	非处方药和部分处方药	高端新特药和处方药
提供服务	以销售药品为中心, 加以简单的用药咨询、测量血压等	以患者为中心, 提供一对一的专业药学服务和不间断地健康管理服务
药师	一般销售职员, 内部药师较少	配备执业药师
经营理念	零售渠道终端销售	连接药企、医院和患者的平台
经营成本	相对较低	需较高成本

资料来源: 华经产业研究院, 大木智库, 德邦研究所

图 36: 2020-2025E 全球处方药市场销售预测 (亿美元)

图 37: 2022 年全国跨省定点销售药店数量 (万家)



资料来源：智研咨询，德邦研究所

资料来源：国家医保局，《第一药店财智》，桂润康，德邦研究所

3.2. 仓储物流中心建设持续落地，SPD 供应链建设有序前压

从西南走向全国，打造辐射全国物流体系。公司目前已拥有省级物流仓储中心 25 个。2022 年重庆土主物流二期、甘肃物流、四川物流完成竣工验收并投入使用，武汉物流整体进度完成 90% 以上。截至 2022 年末公司下属 20 余家公司拥有第三方储配资质，并逐步开展第三方储配业务。

持续推进 SPD 供应链项目建设，拓展器械 SPD 业务。2022 年公司在全国 14 个省开展项目约 80 个，服务医疗机构近 70 个，实现营业收入约 100 亿元；全年共推进 8 个器械 SPD 项目，其中四川 3 个，辽宁 2 个，陕西 1 个，广州 2 个；公司积极拓展三方储配业务，2022 年公司下属共 13 家子公司开展第三方储配业务，累计为约 130 家三方货主单位提供服务，全年三方储配收入约 4600 万元。

表 3：目前市场上 SPD 的合作模式

A 模式：单一集配份额模式	医院将耗材份额集中到一家配送商，并要求该配送商完成院内物流配送的服务工作，包括投入院内物流人员，SPD 软件，硬件等
B 模式：平台服务费模式	医院选择一家 SPD 平台运营商，医院不承诺该运营份额，但允许该运营商向医院的配送商收取 SPD 平台服务费，相应的，该运营商承担院内物流配送工作，包括投入院内物流人员，SPD 软件，硬件等。由于运营商身份的不同，分为 B1,B2 两种情况。B1 称为纯第三方平台服务费模式
C 模式：若干集配份额+平台服务费模式	医院将耗材份额集中到几家配送商。通常 5-10 家不等，第一家份额最大，依次递减。医院要求第一家配送商完成院内物流配送的服务工作，包括投入院内物流人员，SPD 软件，硬件等，其他配送商按照份额比例向第一家配送商缴纳服务费用
D 模式	由医院自主付费购置 SPD 系统

资料来源：健澜科技，德邦研究所

3.3. 通过参股医药与器械生产企业，提升公司盈利能力

公司通过参股医药工业和直接参与医药研发的方式参与医药工业与研发。公司主要参股工业子公司重庆药友，持股 38.67%，2022 年实现营业收入 50.6 亿元，净利润 8.0 亿元。公司下属参股子公司重庆医药集团九隆现代中药有限公司，主要生产中药配方颗粒，或为公司带来利润增长。公司研发板块在 2022 年内完成 1 个品种补充研究资料的提交，1 个品种的上市注册申请。医疗器械方面，与瑞士席勒合资组建重庆席勒，持股 45%，其中 Smart AED 完成了动物实验；Mini AED 完成样机注册检验。持股重庆威逊 40%，生产高端输液器。

表 4：2018-2022 年重庆药友贡献投资收益（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021	2022
收入（亿元）	57.3	61.4	54.3	57.5	50.6
净利润（亿元）	7.1	8.1	8.1	8.1	8.0
贡献投资收益（亿元）	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1

资料来源：公司年报，德邦研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 医药批发：公司作为流通行业中西部区域龙头，渠道覆盖广泛，受益于行业集中度的提升以及布局高毛利的医疗器械，我们预计公司医药批发业务在 23-25 年收入将分别达到 767.2/866.9/970.9 亿元，同比增长 18.0%/13%/12%；

2) 医药零售：公司零售重点布局 DTP 药房，随着处方流出以及进一步的医药分离政策，我们预计公司医药零售业务在 23-25 年收入将分别达到 30.9/35.6/40.9 亿元，同比增长 17%/15%/15%。

表 5：盈利预测（亿元）

亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	452.2	625.2	678.3	800.5	905.8	1016.5
YOY (%)	33.6%	38.3%	8.5%	18.0%	13.2%	12.2%
医药批发	429.2	600.9	650.1	767.2	866.9	970.9
YOY (%)	34.9%	40.0%	8.2%	18.0%	13.0%	12.0%
医药零售	21.8	22.7	26.4	30.9	35.6	40.9
YOY (%)	13.3%	3.9%	16.6%	17.0%	15.0%	15.0%
其他	1.2	1.7	1.7	2.4	3.4	4.7
YOY (%)	4.1%	44.7%	3.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：wind，德邦研究所测算

4.2. 投资建议

重药控股从重庆市流通企业成长为全国布局的流通龙头企业，成长性强，公司近几年均超额完成业绩指标，十四五规划：1000 亿收入指日可待，且在新一轮国企改革的背景下，随着公司控费+业务结构优化，盈利能力有望持续提升，我们预计 23-25 年公司归母净利润将分别达到 7.1/10/11.6 亿元，对应 PE 分别为 11/7.7/6.7，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（数据截至 2024.2.5）

证券代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603368.SH	柳药集团	56.4	8.4	10.0	12.0	6.7	5.6	4.7
600998.SH	九州通	283.8	24.1	27.9	33.1	11.8	10.2	8.6
600511.SH	国药股份	218.1	21.7	24.5	28.0	10.0	8.9	7.8
000028.SZ	国药一致	145.2	16.5	18.7	21.1	8.8	7.8	6.9
601607.SH	上海医药	569.7	51.6	61.9	70.8	11.0	9.2	8.0
	PE 均值					9.7	8.3	7.2
600511.SH	重药控股	77.6	7.07	10.06	11.6	11	7.7	6.7

资料来源：wind，德邦研究所测算

注：除重药控股外，预测数据均采用 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1、**区域竞争加剧风险**：随着两票制推行，流通行业集中度在持续提升，未来流通行业若有新进入者，可能会导致区域竞争加剧的风险。
- 2、**带量采购可能影响行业增速**：随着带量采购持续推进，流通环节利润空间将被压缩，未来随着带量采购范围扩大，产品价格下降，可能对流通行业增速有一定程度的影响。
- 3、**疫后复苏不及预期风险**：疫情期间国内诊疗活动受影响，疫后诊疗复苏有望带动相关药品、耗材、器械等需求，若疫后复苏不及预期，可能对行业增速造成一定程度的影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.41	0.58	0.67
每股净资产	6.11	6.72	7.41	8.18
每股经营现金流	0.16	0.68	0.82	0.50
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.09
价值评估(倍)				
P/E	9.24	11.90	8.36	7.26
P/B	0.83	0.72	0.66	0.60
P/S	0.13	0.11	0.09	0.08
EV/EBITDA	8.76	7.18	6.64	5.90
股息率%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
净利润率	1.7%	1.1%	1.4%	1.4%
净资产收益率	8.9%	6.1%	7.9%	8.2%
资产回报率	1.7%	1.2%	1.6%	1.7%
投资回报率	5.1%	6.6%	6.9%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.5%	18.0%	13.2%	12.2%
EBIT 增长率	1.2%	32.5%	6.0%	13.5%
净利润增长率	-5.3%	-25.7%	42.3%	15.3%
偿债能力指标				
资产负债率	77.8%	77.4%	76.3%	75.6%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	144.5	135.0	130.0	127.0
存货周转天数	40.4	39.0	35.0	32.5
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.5
固定资产周转率	32.5	41.7	51.6	64.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	952	707	1,006	1,160
少数股东损益	211	188	267	308
非现金支出	582	614	397	400
非经营收益	842	834	834	834
营运资金变动	-2,301	-1,161	-1,088	-1,846
经营活动现金流	286	1,182	1,417	856
资产	-261	-48	-48	-48
投资	23	0	0	0
其他	47	287	287	287
投资活动现金流	-191	239	239	239
债权募资	4,038	0	0	0
股权募资	16	-40	0	0
其他	-2,873	-1,227	-1,123	-1,123
融资活动现金流	1,180	-1,267	-1,123	-1,123
现金净流量	1,274	154	533	-28

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 5 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,829	80,050	90,583	101,654
营业成本	62,009	73,564	83,177	93,287
毛利率%	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
营业税金及附加	189	224	254	285
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	2,034	2,241	2,533	2,853
营业费用率%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	1,280	1,470	1,666	1,854
管理费用率%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	3	16	18	20
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	2,251	2,982	3,160	3,586
财务费用	1,094	1,353	1,531	1,719
财务费用率%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
资产减值损失	-40	0	0	0
投资收益	293	287	287	287
营业利润	1,435	1,116	1,557	1,795
营业外收支	37	2	2	2
利润总额	1,472	1,119	1,559	1,797
EBITDA	2,689	3,196	3,377	3,807
所得税	309	224	285	329
有效所得税率%	21.0%	20.0%	18.3%	18.3%
少数股东损益	211	188	267	308
归属母公司所有者净利润	952	707	1,006	1,160

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,422	7,576	8,109	8,081
应收账款及应收票据	28,888	32,062	34,392	38,404
存货	7,863	8,076	8,097	8,747
其它流动资产	4,536	5,205	5,830	6,438
流动资产合计	48,708	52,919	56,427	61,670
长期股权投资	2,969	2,969	2,969	2,969
固定资产	2,085	1,922	1,755	1,584
在建工程	170	170	170	170
无形资产	264	264	264	264
非流动资产合计	8,483	8,320	8,153	7,982
资产总计	57,192	61,239	64,580	69,652
短期借款	14,772	14,772	14,772	14,772
应付票据及应付账款	13,761	16,442	18,123	21,265
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	12,142	12,357	12,563	12,845
流动负债合计	40,674	43,570	45,458	48,882
长期借款	1,500	1,500	1,500	1,500
其它长期负债	2,307	2,307	2,307	2,307
非流动负债合计	3,807	3,807	3,807	3,807
负债总计	44,481	47,377	49,265	52,689
实收资本	1,743	1,728	1,728	1,728
普通股股东权益	10,652	11,615	12,801	14,141
少数股东权益	2,059	2,247	2,514	2,822
负债和所有者权益合计	57,192	61,239	64,580	69,652

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。