

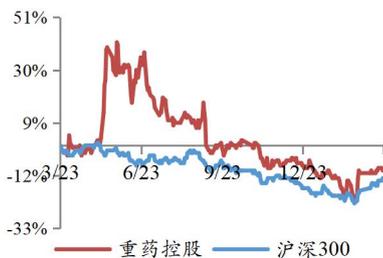
## 西南地区医药商业重点企业，国企改革推进公司发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-03-05

收盘价（元）	5.03
近 12 个月最高/最低（元）	7.88/4.40
总股本（百万股）	1,728
流通股本（百万股）	1,728
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	87
流通市值（亿元）	87

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

● **立足西南发展，商业网络辐射全国，医疗器械类业务凸显成长性**  
重药控股是服务于医药全产业链的现代医药流通企业，是“中央和地方”两级药品器械储备单位，也是国内仅有的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；同时公司持续布局“互联网+医药”智能平台。公司目前在全国医药商业行业中位列前五，位居西部第一，营销网络覆盖全国 31 个省、市、自治区。公司收入规模持续增长。2017-2022 年，公司收入从 230.45 亿元上升至 678.29 亿元，CAGR 为 24.10%；2023 前三季度，收入达到 583.84 亿元，同比增长 15.54%。2018 年，公司开始逐步发展医疗器械板块业务，2018-2023H1，医疗器械类业务占公司总收入的比例从 5.38% 提升至 16.37%，截至 2023H1，公司有序推进器械 SPD 项目建设，目前已开展器械项目共计 14 个，销售规模约 5.5 亿元，器械类业务凸显高成长性。

● **公司“十四五”规划布局清晰，立足重庆大本营，逐步辐射全国**  
2020 年公司提出“一千两双三百城、三化四能五路军”的“十四五”战略规划，力争 2025 年实现千亿收入目标，完成全国商业网络覆盖 300 余个区域；业务上实现批发零售一体化，逐步进军器械试剂、专业药房、中药保健品、第三方储配、新兴业务五个细分市场。

公司持续巩固重庆大本营优势。公司的重庆事业部在区县下设 30 个批发子公司，800 余人服务区县市场，配送 10000 余家终端客户，销售规模超过 60 亿元，市场份额稳居重庆地区前茅。同时公司持续向全国市场布局，2016-2022 年，重庆市以外的收入占比从 20.85% 上升至 62.84%，并且公司积极在全国范围内并购优质企业，2022 年，公司在湖南、河南和北京新增了三个公司的收购；2021 年在内蒙古、浙江和重庆完成了优质标的收购，同时在上海和浙江搭建了分公司，填补空白市场，巩固了西南地区的纵深覆盖。

● **国企改革持续推进，或有利于公司长期发展**

2024 年 2 月 6 日，重药控股、中国医药发布公告：重药控股间接控股股东重庆化医控股（集团）公司正在与中国医药控股股东中国通用技术（集团）控股有限责任公司开展战略整合事宜。根据中国医药公告显示本次整合或将导致重庆医药的控股股东和实际控制人变更为通用技术集团。中国医药业务涉及医药健康全产业链，目前构建了以国际贸易为引领、以医药工业为支撑、以医药

商业为纽带的贸、工、技、服一体化产业格局。改革或有益于公司主业持续优化发展。

### ● 投资建议

公司收入整体稳步增长，我们预计公司 2023~2025 年收入分别 796.33/910.72/1033.22 亿元，分别同比增长 17.4%/14.4%/13.5%，归母净利润分别为 6.99/10.26/12.18 亿元，分别同比增长-26.6%/46.9%/18.6%，对应估值为 12/8/7X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ● 风险提示

医疗改革不断深化的风险、资金需求加大的风险、应收账款规模扩大的风险、管理难度加大的风险

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67829	79633	91072	103322
收入同比 (%)	8.5%	17.4%	14.4%	13.5%
归属母公司净利润	952	699	1026	1218
净利润同比 (%)	-5.3%	-26.6%	46.9%	18.6%
毛利率 (%)	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
ROE (%)	8.9%	6.1%	8.2%	8.9%
每股收益 (元)	0.55	0.40	0.59	0.70
P/E	9.24	12.44	8.47	7.14
P/B	0.83	0.76	0.70	0.63
EV/EBITDA	8.76	9.36	8.22	7.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1.构建国内领先“医药+互联网”平台，商业网络覆盖全国 .....	5
2.立足西南、布局全国、放眼世界，十四五规划清晰 .....	9
2.1 重庆大本营优势明显，主营业务稳定增长 .....	9
2.2 步伐迈向全国，业务多元化发展 .....	12
2.3 放眼世界，交通与政策助力进口药物分销 .....	16
2.4 十四五规划进展顺利，千亿目标可期 .....	17
3.迎来国企改革红利期，控股股东变化带来公司更上一层楼 .....	18
3.1 国企改革，将市值管理纳入考核范围 .....	18
3.2 改革春风吹起，重药控股拟变央企更上一层楼 .....	19
4 盈利预测与投资建议 .....	23
4.1 盈利预测与估值分析 .....	23
4.2 投资逻辑与建议 .....	24
风险提示: .....	25
财务报表与盈利预测 .....	27

## 图表目录

图表 1 重药控股介绍 .....	5
图表 2 公司历史沿革 .....	6
图表 3 公司股权结构 (截至 2023 年三季报) .....	6
图表 4 重药控股高级管理人员情况 .....	7
图表 5 重药控股 2017-2023Q3 营业总收入情况 (亿元, %) .....	8
图表 6 重药控股 2018-2023Q3 归母净利润情况 (亿元, %) .....	8
图表 7 重药控股 2017-2023Q3 毛利率和净利率 (%) .....	8
图表 8 重药控股 2017-2023Q3 费用结构 (%) .....	8
图表 9 重药控股 2018-2023H1 各类产品收入占比 (%) .....	9
图表 10 重药控股 2022 年产品收入占比 (%) .....	9
图表 11 公司重庆市内销售网络覆盖 .....	10
图表 12 2018-2022 年公司仓储总面积变化 (万平方米) .....	11
图表 13 重药控股 2017-2023H1 医药批发收入、增速 (亿元、%) .....	12
图表 14 重药控股 2017-2023H1 零售收入、增速 (亿元、%) .....	12
图表 15 公司重庆市内、外收入占比 .....	12
图表 16 公司 2018-2023H1 收购标的 .....	13
图表 17 公司主要物流中心分布 .....	14
图表 18 重药控股 2018-2023H1 医疗器械收入、增速 (亿元、%) .....	15
图表 19 重药控股 2018-2023H1 医疗器械、药品类毛利率 (%) .....	15
图表 20 2018-2023H1 重药控股净利润拆分 (亿元) .....	15
图表 21 重庆铁路口岸进口流程图 .....	16
图表 22 渝新欧铁路示意图 .....	17
图表 23 “一优五强” 利润贡献战略部队 .....	18
图表 24 央企经营指标考核内容变化 .....	19
图表 25 中国医药介绍 .....	19
图表 26 中国医药发展历程 .....	20
图表 27 中国医药 2017-2023Q3 营业总收入情况 (亿元, %) .....	21
图表 28 中国医药 2017-2023Q3 归母净利润情况 (亿元, %) .....	21
图表 29 中国医药 2023H1 各行业收入占比 .....	21
图表 30 2017-2022 年中国医药、重药控股与医药流通上市公司财务费用率对比 .....	22
图表 31 业绩拆分 (百万元) .....	23
图表 32 可比公司估值表 .....	24

# 1.构建国内领先“医药+互联网”平台，商业网络覆盖全国

重药控股是服务于医药全产业链的现代医药流通企业，经营范围涵盖药品、医疗器械、中药饮片、保健产品的医院纯销、商业批发、零售连锁、终端配送、仓储物流及供应链增值等服务，是“中央和地方”两级药品器械储备单位。公司布局互联网智能平台多年，走在国内“互联网+医药”企业前列。公司目前已位居全国医药商业行业前五，拥有全级次分、子公司 200 余家，员工 13800 余人，营销网络覆盖全国 31 个省、市、自治区。在医药商业板块，2020 年公司从 2018 年的全国第 12 位上升至第 5 位，是西部唯一进入全国前五的企业。

图表 1 重药控股介绍

重药控股在全国同行业排名														
✓ 全国医药批发企业 1.3 万家，2020 年公司从 2018 年的全国第 12 位上升至第 5 位，是西部唯一进入全国前五的医药流通企业。 ✓ “十三五”期间重药五年营业收入 CAGR18.23%、利润总额 CAGR24.44%，经营性利润 CAGR33.69%。														
2018 年排名			2019 年排名				2020 年排名				2022 年排名			
排名	企业名称	销售规模 (亿元)	排名	企业名称	销售规模 (亿元)	同比	排名	企业名称	销售规模 (亿元)	同比	排名	企业名称	销售规模 (亿元)	同比
1	中国医药集团	3609	1	中国医药集团	4444	23%	1	中国医药集团	4806	8%	1	中国医药集团	5521	6%
2	上海医药集团	1466	2	上海医药集团	1631	11%	2	上海医药集团	1682	3%	2	上海医药集团	2320	8%
3	华润医药商业	1320	3	华润医药商业	1522	15%	3	华润医药商业	1511	-1%	3	华润医药商业	2270	17%
4	九州通医药	870	4	九州通医药	992	14%	4	九州通医药	1108	12%	4	九州通医药	1404	15%
5	广州医药	398	5	广州医药	460	16%	5	重药控股	452	34%	5	重药控股	678	8%
6	深圳海王	370	6	深圳海王	400	8%	6	广州医药	426	-7%	6	南京医药	502	11%
7	瑞康医药	338	7	南京医药	370	19%	7	深圳海王	399	0%	7	广州医药	491	5%
8	南京医药	312	8	华东医药	354	15%	8	南京医药	397	7%	8	深圳海王	378	-8%
9	中国医药	310	9	中国医药	353	33%	9	中国医药	393	11%	9	华东医药	377	9%
10	华东医药	307	10	瑞康医药	352	4%	10	华东医药	337	-5%	10	中国医药	376	4%
11	安徽华源医药	266	11	重药控股	338	32%	11	安徽华源	285	-2%	11	浙江英特	306	15%
12	重药控股	257	12	安徽华源	291	9%	12	瑞康医药	270	-23%	12	嘉事堂	262	2%

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

## 历经蛰伏，公司成功上市迎坦途

### ● 1950~2017：底蕴深厚，上市前公司历史悠久

公司前身中国医药公司西南分公司于 1950 年成立，1994 年改制为股份有限公司。2015 年重药集团提出“十三五”战略规划，提出“以重庆为核心，夯实西部、挺进中原、走向全国”的目标。2017 年公司完成资产重组，剥离传统制药业务，变更为纯医药商业企业，借壳重庆建峰成功上市。同年，公司通过“渝新欧”铁路，完成了药品规模进口的第一单。

### ● 2018~2019：完成混改，龙头入资优化股权结构

2018 年，公司重组，在深交所恢复上市。2019 年完成公司控股股东重大重组，引入中国医药与重庆市国资委共同控股母公司重庆医药健康产业有限公司。公司与中国医药强强联合，搭建资源共享、网络互补、信息互通的新合作模式，经营规模开始快速增长。

### ● 2020~2024：持续发展，公司目标明确勇于进取

2020 年，公司制定了“一千两双三百城、三化四能五路军”的“十四五”规划，作为公司未来五年发展方向的索引。在扩大药品批发板块优势的同时，公司还在布局器械板块和新兴业务，力图拓宽公司的利润来源，紧跟医疗行业发展的新机遇。

2024 年 2 月 5 日，重庆市与通用技术集团签署战略合作框架协议，协议聚焦于

医药、医疗健康等方面。公司作为重庆市规模最大的国有控股上市公司，将在重庆市未来医药产业的战略规划中起到重要作用，推动重庆生物医药产业高质量发展。

图表 2 公司历史沿革



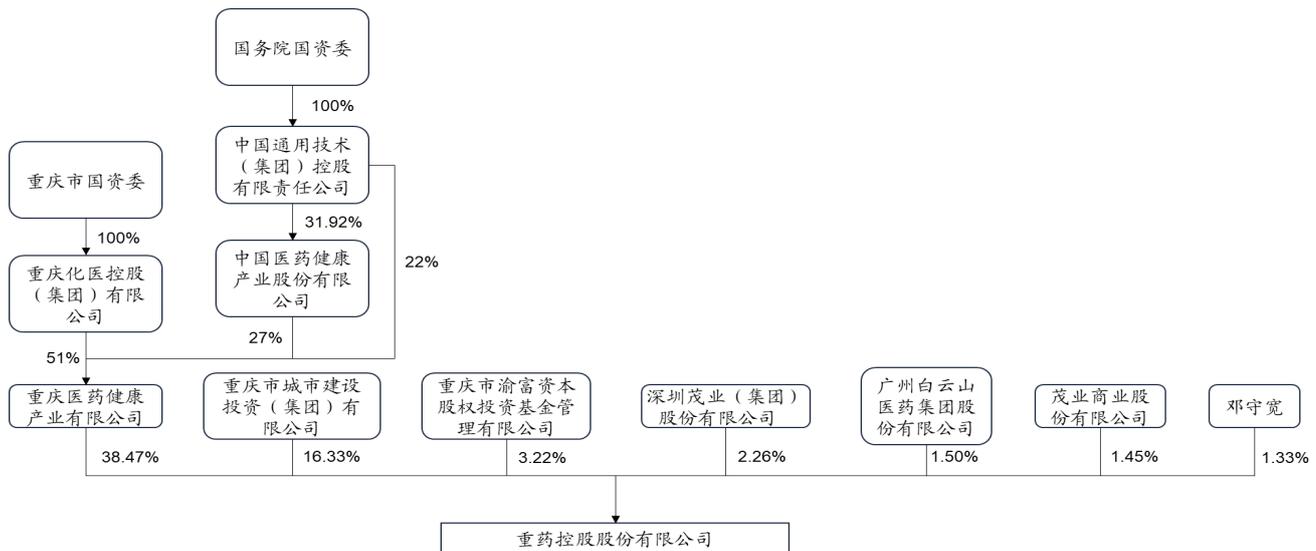
资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

2019年，公司控股股东重庆医药健康完成了一项重大重组，将中国通用及其子公司中国医药引入，共持有大股东重庆医药健康产业有限责任公司49%的股份，而重庆医药健康产业有限责任公司直接持有重药控股38.47%的股份。其中，中国通用技术是中国医药的大股东，直接持有中国医药31.92%的股份，间接持有9.63%的股份。因此，中国通用集团共持有重庆医药健康33.22%的股份。收购完成后，公司在西南地区的影响力扩展至全国。

重庆医药健康剩余51%的股份由重庆市国资委全资子公司重庆化医控股持有。这次重组在资本层面为公司赋予了强大的后盾，也为在全国范围内拓宽业务版图奠定了坚实基础。

2024年2月，通用技术集团正在与重庆化医开展关于重庆医药的战略整合，公司股东重庆医药的实际控制人可能变更为通用技术集团。截止目前，通用技术集团持有重庆医药22%股权，中国医药持有重庆医药27%股权。

图表 3 公司股权结构 (截至 2023 年三季度)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司管理层背景多元化，行业内经验丰富，年龄架构合理。公司现任董事长袁泉先生于 2023 年 4 月 25 日开始任期。袁泉先生毕业于中国药科大学，博士学历，从事医疗行业 20 余年，行业经历丰富，同时具备多年医药集团管理经验。

**图表 4 重药控股高级管理人员情况**

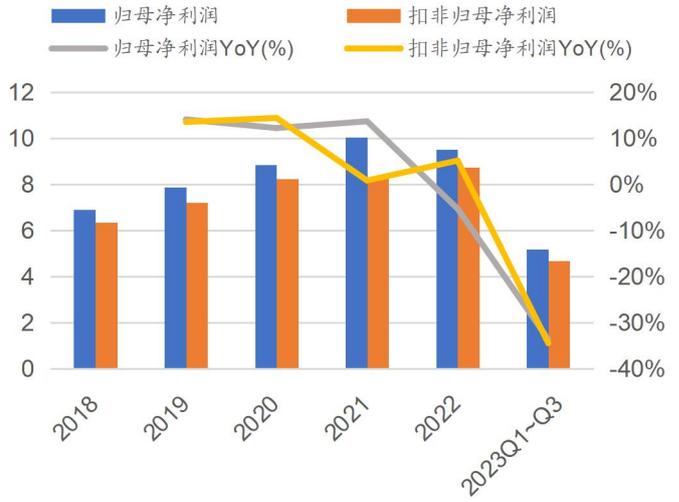
姓名	职务	个人简介
袁泉	董事长	袁泉先生，55 岁，中国药科大学博士。历任贵州省人民医院儿科医师；贵州省医药(集团)有限责任公司董事长；重庆医药(集团)股份有限公司总经理；重庆医药健康产业有限公司副董事长；重药控股股份有限公司党委副书记、总经理等职务。现任重药控股股份有限公司党委书记、董事长；重庆医药(集团)股份有限公司党委书记、董事长；重庆药友制药有限责任公司非执行董事；西南大学博士生导师。
刘伟	董事、总经理	刘伟先生，49 岁，研究生学历。历任重庆医药股份有限公司和平物流中心常务经理；重庆医药(集团)股份有限公司副总经理；重药控股股份有限公司党委委员、副总经理。现任重药控股股份有限公司、重庆医药(集团)股份有限公司党委副书记、总经理。
李少宏	董事、常务副总经理	李少宏先生，54 岁，研究生学历，主管药师。历任重庆医药股份有限公司医药贸易中心副经理、重庆医药(集团)股份有限公司副总经理、党委委员，重庆医药新特药品有限公司董事长、重庆科瑞制药(集团)有限公司董事长、江西医药物资有限公司董事长、重庆医药工业研究院有限责任公司董事。现任重药控股股份有限公司及重庆医药(集团)股份有限公司党委委员、董事、常务副总经理。
邱天	财务总监、董事会秘书	邱天先生，38 岁，研究生学历，高级会计师，中国注册会计师。历任德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)高级审计员，重庆化医控股(集团)公司财务部副部长，重庆医药(集团)股份有限公司财务部部长、副总会计师。现任重药控股股份有限公司财务总监、董事会秘书，重庆医药(集团)股份有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**2017 年开始，公司营收保持上升态势。**2017-2022 年，公司营收从 230.45 亿元上升至 678.29 亿元，CAGR 为 24.10%。2019-2021 年，公司通过多笔并购不断扩大销售规模，推动营收增长，三年的同比增速分别达到 31.16%、33.61%和 38.26%。2022 年开始，营收增速放缓，目前主要来源于纯销业务的增长。2023 前三季度，公司营收达到 583.84 亿元，同比增速 15.54%。

**公司利润总体趋势稳健增长。**2018-2021 年公司归母净利润保持增长，从 6.91 亿涨至 10.05 亿，同比增速 13%左右。2022 年有小幅下滑，降至 9.52 亿元。2023 年前三季度公司归母净利润下降至 5.18 亿元，同比-33.62%。主要因为应收账款增加，账期延长，计提的信用减值损失增加。

图表 5 重药控股 2017-2023Q3 营业总收入情况(亿元,%) 图表 6 重药控股 2018-2023Q3 归母净利润情况(亿元,%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

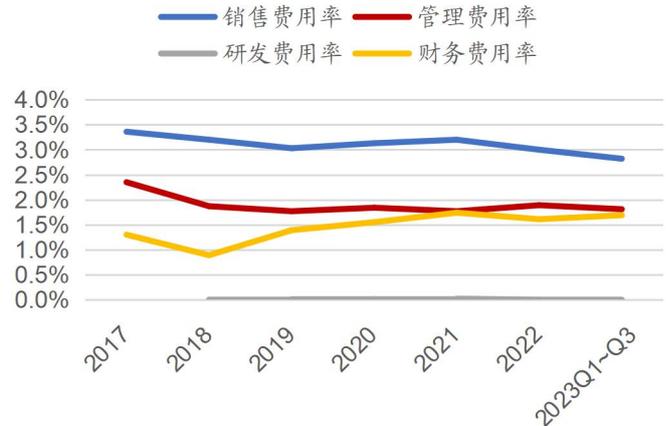
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

**2020 年开始公司毛利率呈下降趋势。**受医药流通企业毛利率整体下行影响,公司毛利率从 2020 年的 9.36% 降至 2022 年的 8.58%。2023 年前三季度公司毛利率降低至 8.15%。公司净利率持续走低,2017 年公司净利率为 5.00%,2022 年净利率下降至 1.71%。2023 年前三季度的净利率为 1.07%。

**公司费用率相对稳定。**2017-2022 年,公司销售费用率有小幅降低,从 3.36% 下降至 3.00%,2023 年前三季度的销售费用率为 2.82%。2018 年后公司管理费用率稳定在 2.00% 以下,2023 年前三季度的管理费用率为 1.81%。公司研发费用率一直处于较低水平,不到 0.02%。财务费用率 2018 年开始缓慢上升,2022 年的财务费用率为 1.61%,较 2018 年上升 0.72 个百分点。2023 年前三季度的财务费用率为 1.69%。

图表 7 重药控股 2017-2023Q3 毛利率和净利率 (%)

图表 8 重药控股 2017-2023Q3 费用结构 (%)



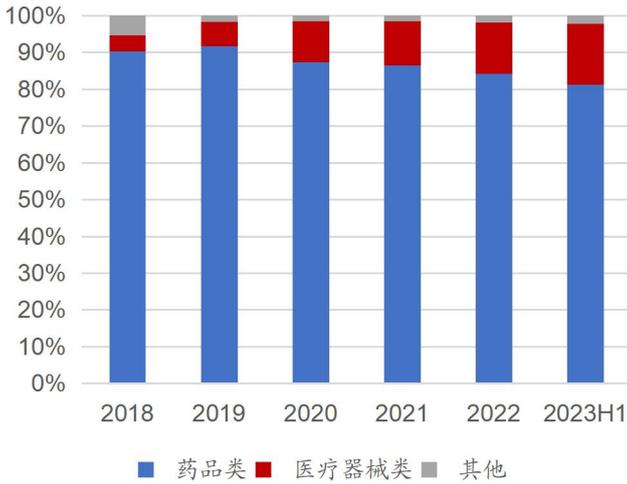
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

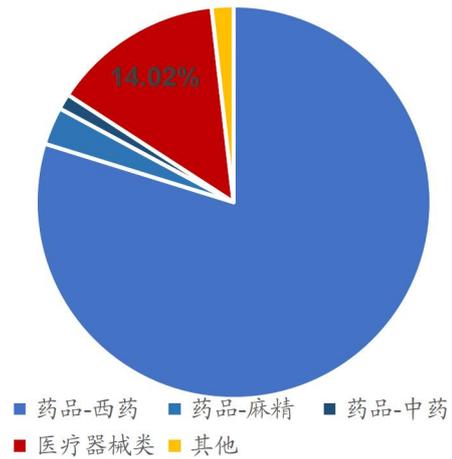
公司逐步优化产业结构,医疗器械业务成为新增长点。2018 年开始,公司医疗

器械的收入占比不断增长。2022 年重药控股药品的营收为 571.10 亿元，占全年营收的 84.20%；器械的营收为 95.14 亿元，占比 14.02%，相较 2018 年上升了 12.07 个百分点。2023H1 医疗器械的营收占比继续上升至 16.37%。器械类业务毛利率高于传统的药品类业务，器械类业务占比不断提升利于持续优化公司盈利能力，2023H1 公司医疗器械的毛利率为 12.10%，药品类为 7.50%。

图表 9 重药控股 2018-2023H1 各类产品收入占比 (%)



图表 10 重药控股 2022 年产品收入占比 (%)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 2.立足西南、布局全国、放眼世界，十四五规划清晰

### 2.1 重庆大本营优势明显，主营业务稳定增长

**公司持续巩固重庆大本营优势。**公司的重庆事业部在区县下设 30 个批发子公司来增强本地优势，共 800 余人服务区县市场，配送 10000 余家终端客户，销售规模超过 60 亿元。公司在重庆的市场份额稳居龙头。公司充分发挥本地纯销网络覆盖优势，2022 年重庆市内二级及以上医疗机构覆盖率达 95% 以上，纯销客户数量 348 家，市场份额保持在 60% 以上。

**公司将全国采购中心设于重庆。**采购中心主要负责重庆总部药品、器械及相关产品的全过程管理，以及协调上游大客户在市外省级平台或重大三级公司的产品开户和上量协调工作，充分发挥重庆总部以及股东中国医药的优势。

图表 11 公司重庆市内销售网络覆盖



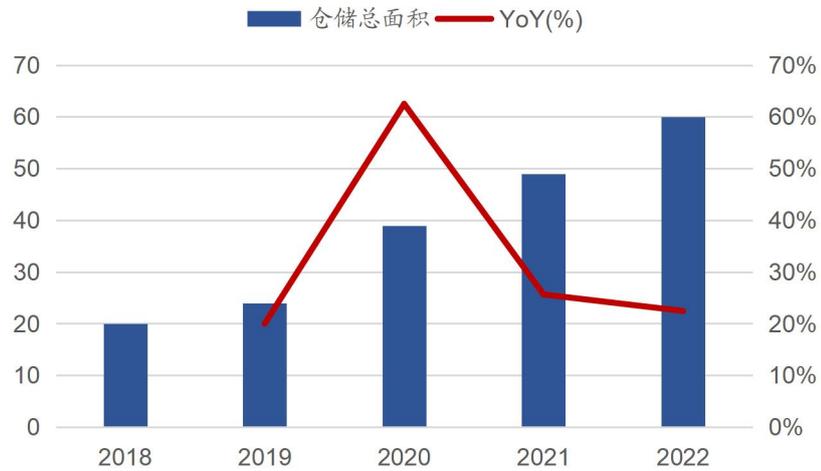
资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司仓储能力领先。**公司拥有国内一流的现代物流综合基地，总仓储面积超过 60 万平方米，较 2018 年增加 40 万平方米。重庆市内土主物流基地已建设一、二期，总面积 10.5 万平方米，存储量 90 万件商品；重庆以外，公司自建多级区域性物流节点。

**子公司重药物流在配送方面表现卓越。**重药物流直接管理约 9 万余平方米的仓库。公司在重庆市具备强大的配送能力，直接负责 96 辆封闭式医药专业货运车辆，包括 60 辆专用冷藏车以及 2 辆海关监管车，单日最高可实现 6 万件药品配送。公司药品配送效率高、种类完备，重庆市主城区内可实现 2 小时内，市郊地区 4 小时内送达；冷藏品和疫苗在重庆市和贵州省的全面覆盖，四川省内基本覆盖。针对医院的紧急送货需求，重庆市除城口县的各级客户都能在 24 小时内送达。

**公司先进的信息化建设推动物流产业发展。**公司利用智能物流技术手段，与大型综合医院合作，实现库房前移，与区域医疗中心优势互补，构建中央库房，实现集中配送。这些举措共同提高了药品流转配送效率，降低了居民用药成本。公司将持续推进批零一体化系统和供应链管理平台的建设，促进物流板块全国推广。

图表 12 2018-2022 年公司仓储总面积变化 (万平方米)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司医药批发收入维持稳健增长。**2017-2022 年，公司医药批发营收逐年增长，从 196.99 亿元增长至 650.14 亿元，CAGR 达到 26.97%。2022 年，公司纯销业态实现收入 545.27 亿元，分销实现 104.88 亿元，较 2021 年均有增长。未来随公司上下游合作持续开展以及物流建设的推进，批发业务将持续增长。2023H1 公司已实现 390.32 亿元批发收入，同比增速 24.37%。

**零售业务驱动公司商业板块增长。**公司零售端同样在 2017-2022 年期间保持增长，收入从 14.09 亿元上升至 26.43 亿元。2022 年公司零售端实现收入 26.43 亿元，同比增速高达 16.64%，超过当年批发板块收入增速的两倍。

**公司持续扩张零售网络。**2022 年新增零售药房 51 家，其中 26 家 DTP 专业药房。同时公司不断丰富药品零售渠道，整合资源赋能细分市场。线下方面，公司持续加强 DTP 药房建设，提供专业健康管理服务团队，2022 年 DTP 处方药房销售同比增幅 28.72%。线上公司开展零售 C 端平台建设，率先从美团、天猫等公域平台引流至私域平台——“和平健康商城”，聚焦客户需求，同步线下提供更便利、更专业的购药、健康管理服务。**互联网平台的拓展将促进零售板块加速增长**，2022 年线上平台实现销售 9000 余万元，较前一年同期增长 119%。

图表 13 重药控股 2017-2023H1 医药批发收入、增速 (亿元、%)

图表 14 重药控股 2017-2023H1 零售收入、增速 (亿元、%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2.2 步伐迈向全国, 业务多元化发展

公司全国范围开拓市场, 重庆市收入占比不断降低。2016 年开始, 公司在保证重庆市内收入增长的同时, 不断提升重庆市外的收入占比。2016-2022 年, 重庆市外营收占比从 20.85% 上升至 62.84%。

图表 15 公司重庆市内、外收入占比



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

公司不断通过并购扩大市场范围。2023H1, 公司完成六家医药流通领域公司的收购, 其中三个与器械相关, 三个为药物批发相关。2022 年, 公司在湖南、河南和北京新增了三个公司的收购; 2021 年在内蒙古、浙江和重庆完成了优质标的收购, 同时在上海和浙江搭建了分公司, 填补空白市场, 巩固了西南地区的纵深覆盖。目

前公司营销网络共覆盖全国 31 个省、市、自治区，拥有全级次分子公司 200 余家，实现了各地优质资源的高效协调。

**图表 16 公司 2018-2023H1 收购标的**

时间	投资公司名称	主要业务	投资方式
2023H1	重庆医药集团湖北盛适邦医疗器械有限公司	医疗用品及器材批发	收购
	重药控股湖南博瑞药业有限公司	西药批发	收购
	重庆医药互诚科技有限公司	医疗用品及器材批发	收购
	重药控股天津生物制品有限公司	西药批发	收购
	重药康阳先锋(北京)生物医药有限公司	西药批发	收购
	重庆惠生百川商务信息咨询中心(有限合伙)	投资与资产管理	收购
	重庆重药医疗设备有限公司	医疗用品及器材批发	收购
2022	重药控股(湖南)有限公司	药品及医疗器械的批发	收购
	重庆医药集团新乡有限公司	药品批发	收购
	重药万维(北京)医药有限公司	药品批发	收购
2021	重庆医药集团内蒙古天和医药	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重药控股蒙东(通辽)医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团杭州医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆金泉供应链管理有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团四川供应链管理有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团长圣医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团周口有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	重庆医药集团大足医院管理有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团许昌医疗器械有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
重药(山东)生物科技有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设	
2020	重药控股安徽有限公司	医疗器械的批发零售	收购
	重药控股吉林省天华医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团(天津)医药商业有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	四川人福医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	宁夏众欣联合方泽医药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团郑州有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	四川同源医药贸易有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆重药惠生进口产业有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	重药控股内蒙古有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	重庆医药集团香港有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	重庆医药集团诺康湖北大药房有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
2019	重庆医药集团(宁夏)有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团铭维医疗器械有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重药控股(大连)有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购

	重药控股(海南)有限公司	药品及医疗器械的批发零售	收购
	重庆医药集团中药有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	贵州重药医疗器械有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
	重庆医药集团忆通医疗器械(湖北)有限公司	药品及医疗器械的批发零售	新设
2018	甘肃重药医药有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重庆医药集团颐和健康产业有限公司	投资与资产管理	收购
	重庆医药集团宜宾医药有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重庆医药集团新疆有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重庆医药集团河南有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	河南重药医疗器械有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	湖北鼎康生物科技有限公司	医疗器械批发等	收购
	重庆科博生物技术有限责任公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重庆医药湖北利源医药有限公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重药控股黔南有限公司	药品、医疗器械批发等	新设
	重庆医药集团华默生医药科技有限公司	药品、医疗器械批发等	新设
	重庆科博生物技术有限责任公司	药品、医疗器械批发等	收购
	重庆医药(集团)甘肃欣特健康科技有限公司	药品、医疗器械批发等	收购

资料来源: iFind, 公司公告, 华安证券研究所

**公司物流能力辐射全国。**公司在国内多地区具备配送能力,目前已拥有 25 个省级物流中心。其中甘肃物流中心仓库面积 1.9 万平方米,最大存储量约 28 万箱;湖北物流中心仓库面积 2.84 万平方米,最大存储量约 33 万件。公司物流资源以重庆为中心,从西南覆盖至全国。同时公司与航空、中铁快运、邮政、京东、顺丰等专业货运单位达成长期战略合作,具备全国配送能力。

图表 17 公司主要物流中心分布



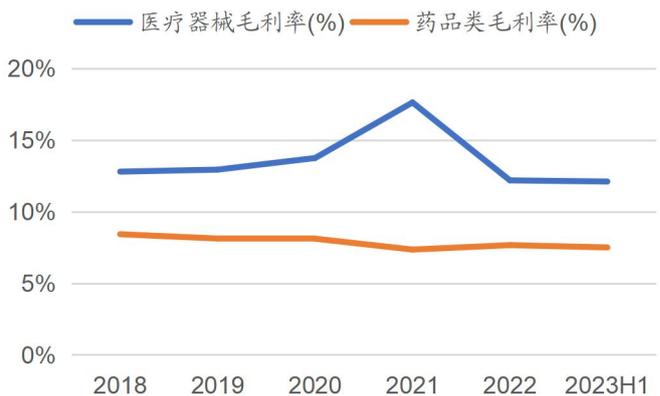
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

**医疗器械收入稳定增长, 利润率高。**医疗器械类是公司第二大类经营产品, 业

绩成长显著, 2018-2022 年器械类收入从 11.12 亿增长至 95.14 亿元。2023H1 公司的医疗器械实现收入 66.67 亿元, 同比增长 65.66%, 主要来源 22 年及 23 年新并入的器械类公司。公司已与上游生产商建立稳定合作, 下游持续推进器械 SPD 项目建设, 预计该板块将持续增长。同时器械毛利率较高, 从 2018 年开始稳定在 12% 以上。2023H1 器械毛利率为 12.10%, 超过药品类 4.60 个百分点。

图表 18 重药控股 2018-2023H1 医疗器械收入、增速 (亿元、%)

图表 19 重药控股 2018-2023H1 医疗器械、药品类毛利率 (%)

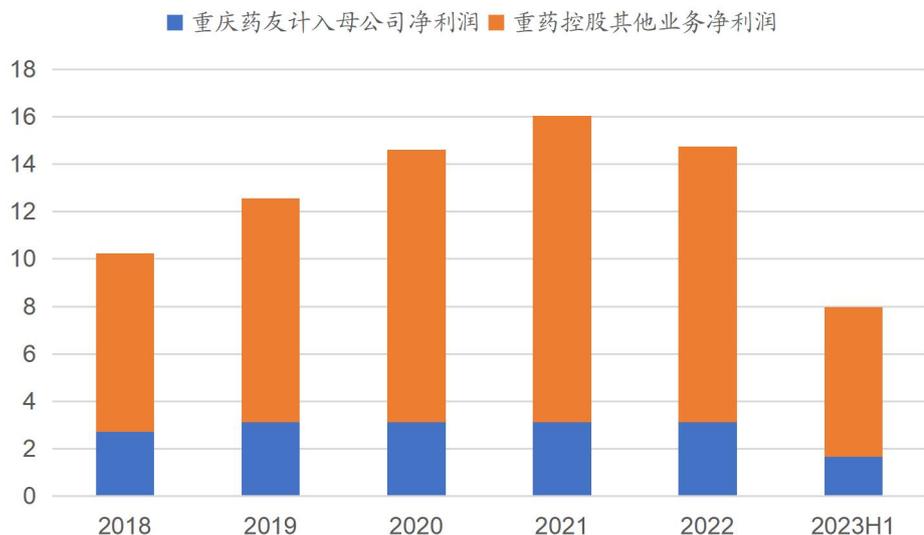


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司通过投资参股进入工业端, 提升利润。目前公司在工业端主要参股化药、生物药、现代中药、器械、IVD、AI、高质耗材等行业, 其中联营企业重庆药友对利润贡献最大。重庆药友主要从事原料药及制剂产品的生产, 其拥有一套完整的医药产业链。截止 2023H1, 公司共持有重庆药友 38.67% 的股权。2018-2022 年, 重庆药友为公司稳定贡献净利润 20% 左右。2022 年, 重庆药友实现营业收入 50.63 亿元, 净利润 8.05 亿元, 为公司贡献 3 亿元左右。在医疗器械方面, 公司先后参股一家器械 AED 企业与一家三类医疗器械企业, 其产品均在国内外具备领先水平。

图表 20 2018-2023H1 重药控股净利润拆分 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.3 放眼世界，交通与政策助力进口药物分销

2021年2月，国家药品监督管理局批准重庆成为全国第四个、西部首个可以办理化学药品首次药品进口备案的口岸城市。公司自身在运输和物流方面拥有显著的成本优势，重庆口岸的开放让公司再享有就地清关的地理优势。本次口岸的开放将大大加快推进药品的进口分销。

药品进口口岸的开放首先提升了通关效率：口岸采取了一系列措施简化通关流程，如实施“先放后检”制度、推进电子口岸建设等，缩短了货物运输时间，降低了企业物流成本。其次改善了药品监管环境，口岸加强了监管协同，推动食品药品、海关、检验检疫等部门联合开展监管工作，提升了药品市场监管水平。口岸的开放为重庆吸引了更多药企、国际药品，为公司批发、配送业务发展提供更大的助力。

图表 21 重庆铁路口岸进口流程图



资料来源：重庆市人民政府口岸和物流办公室，华安证券研究所

渝新欧铁路有助于公司以低价，快捷的优势持续提升进口量。渝新欧中欧班列是最早的中欧班列，2011年启动，长约11,000公里贯穿亚欧大陆，经过哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰等国家，最终抵达欧洲。随“一带一路”的影响力不断提升，中欧班列数量与货物种类逐步增加，以重庆为起点的中欧班列已经成为了西部地区铁路口岸的全国首发，累计班列数量全国第一，货值占全国往返欧洲班列的85%。2019年8月15日，渝新欧铁路药品进口完成首单提货入库；货物到港、报验报关，到提货入库仅用10小时，药品进口效率显著提升。公司将利用国内外渠道全力拓展进口药品全国总代业务，进口药品全国总代及分销，2022年公司计划新增1-2个全国进口药品总代理产品。

图表 22 渝新欧铁路示意图



资料来源：国务院新闻办公室，华安证券研究所

## 2.4 十四五规划进展顺利，千亿目标可期

2020 年公司提出了“一千两双三百城，三化四能五路军”的“十四五”战略规划；“五路军”指器械试剂、专业药房、中药保健品、第三方储配、新兴业务与药品批发形成“一优五强”的利润贡献战略部队。

“一千”指 2025 年实现收入超千亿。2020 年公司实现营收 452 亿，2021 年 625 亿，2022 年 678 亿，维持 13.81% 的增速即可在 25 年完成千亿目标。截止 23 年 Q3，公司已收入 583 亿，增速 15.54%，超额完成目标值得期待。

“两双”指内生、外延双轮驱动。公司在十四五期间，不断巩固自身在医药批发上的优势，同时公司也在扩展商业体系，建设器械流通板块，参股药品生产、器械研发企业，向外挖掘新的利润增长点。“三百城”指全国商业网络覆盖 300 余个区域。地域上公司在全国三百多座城市进行网络布局，推进全国省级空白市场二级公司的覆盖。

“三化”指批发零售一体化、产品全面化、业务数字化。公司于十四五期间同步发展批发与零售，拓宽产品管线，搭建数字化平台提升物流及企业营运效率。“四能”指营销业务、供应链、医药 AI、辅助临床四个方面的服务能力。公司看准四个方向不断提高自身能力，打造可持续的现代医药流通企业。

“五路军”指器械试剂、专业药房、中药保健品、第三方储配、新兴业务五个细分市场。这五个市场具有较大的市场空间，将为公司利润提供有力补充。公司为了加速这五大细分领域的发展，先后成立了器械、零售、中药、电商战略事业部，以此加强各细分业态发展战略的组织力量与统筹力度，抢先占据市场份额。

图表 23 “一优五强” 利润贡献战略部队



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3. 迎来国企改革红利期，控股股东变化带来公司更上一层楼

### 3.1 国企改革，将市值管理纳入考核范围

国企改革推进十年，逐步搭建市场化经营机制。2013年，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》颁布，标志国企改革正式开始。2020年《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》发布，标志改革已经进入务实笃行、纵深发展的阶段。2020-2022年，超过95%的国资委改制企业完成现代企业制度改革，期间不断建设市场化经营机制，推行经理层成员任期制和契约化管理；同时形成以资本为主的监管体制，逐步解放企业的自主经营决策权。企业改革成果显著，截至23年底，央企资产总额达到86.6万亿元，同比增长6.4%，负债率保持在65%以下，劳动生产率、营业现金比率全年稳步上升。

2023年国有企业进入深化改革的新阶段，更加重视对现代产业体系建设的重视。2023年6月，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，改革深化方向得到明晰。国企将以市场化方式进一步整合重组，新方案要求企业自身定位在中高端产业链，提升核心竞争力，增加医疗卫生、健康养老、应急保障等公共服务的有效供给。上市央企未来应全面提升盈利能力、经营能力及成长能力。

2024年1月24日，国务院新闻办公室举行的发布会中，国务院国资委有关负责人表示，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核。此举旨在引导央企负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。国家要求央企负责人兼顾价值创造与价值实现，保证企业内在价值与市场价值同步稳定增长。

未来央企将持续推进“一利五率”的考核目标。2023年1月，国资委将央企主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。今年市值管理融入考核目标，考核体系得到进一步完善。

图表 24 央企经营指标考核内容变化

指标	利	率	目标
2021-2022 “两利四率”	净利润	营业收入利润率	“两增一控三提高”：“两增”是增利润总额，增净利润，并且是指两个利润的增速要高于国民经济的增速；“一控”指的是要把资产负债率控制在 65% 以内；“三提高”，营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%，研发经费投入也要进一步的提高。
	利润总额	资产负债率	
		研发投入强度	
		全员劳动生产率	
2023-2024 “一利五率”	利润总额	资产负债率	“一增一稳四提升”：一增即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；一稳即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、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。
	净利润	净资产收益率	
	归母净利润同比增长	全员劳动生产率	
		研发投入强度	
		科技产出效率	
	营业现金比率		

资料来源：人民日报，国务院国有资产监督管理委员会，华安证券研究所

## 3.2 改革春风吹起，重药控股拟变央企更上一层楼

### 3.2.1 中国医药：全国优秀医药流通企业

2024 年 2 月 6 日，重药控股、中国医药发布公告：重药控股间接控股股东重庆化医控股（集团）公司正在与中国医药控股股东中国通用技术（集团）控股有限责任公司开展重庆医药健康产业有限公司战略整合事宜。根据中国医药公告显示本次整合或将导致重庆医药的控股股东和实际控制人变更为通用技术集团。

中国医药健康产业股份有限公司（中国医药）是一家由通用技术集团控股的上市公司，目前构建了以国际贸易为引领、以医药工业为支撑、以医药商业为纽带的贸、工、技、服一体化产业格局。公司业务涉及医药健康全产业链，不断推动业务协同发展。公司将工业产品有机融入商业渠道，同时拥有国际市场窗口优势，内外贸一体化的经营网络助力公司搭建起品牌优势。

图表 25 中国医药介绍



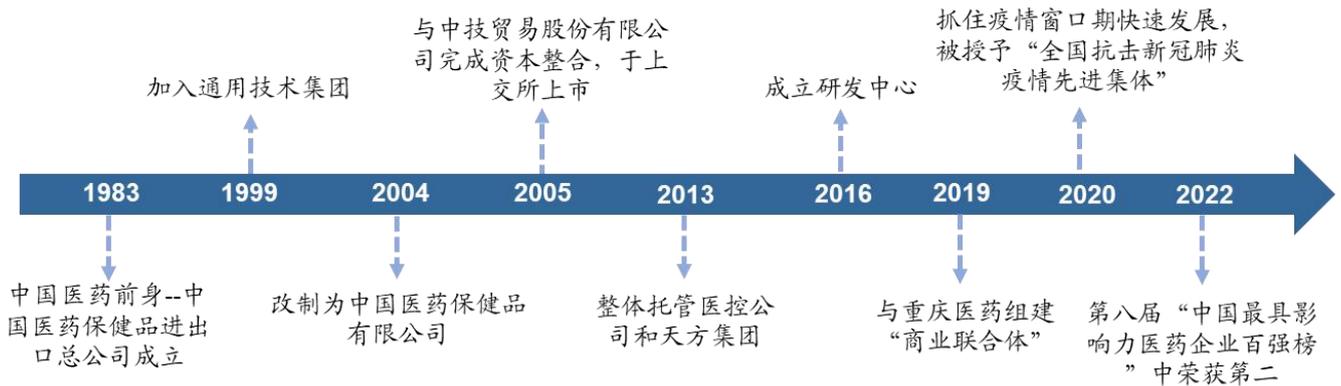
资料来源：公司官网，华安证券研究所

中国医药前身为 1983 年成立的中国医药保健品进出口总公司，1999 年经过医药资产重组，加入通用技术集团。2004 年改制为有限责任公司，更名为中国医药保健品有限公司。2005 年公司与中技贸易股份有限公司完成资本整合，并于上交所

成功上市。2013 年根据通用技术集团战略部署,整体托管医控公司和天方集团。2016 年公司成立研发中心,逐步推进核心品种研发、仿制药一致性评价工作。2019 年公司与重庆医药组建“商业联合体”,积极整合上游业务资源,丰富经营范围。2020 年面对疫情,公司在确保国内防疫物资供应的基础上高效推进相关进出口业务,国际贸易板块实现逆势增长,被授予“全国抗击新冠肺炎疫情先进集体”荣誉称号。2022 年公司在“第八届中国最具影响力医药企业百强榜”荣获第二名。

目前公司已经成为通用技术集团旗下唯一的医药及医疗器械生产经营平台,各大业务板块均实现稳定增长。

图表 26 中国医药发展历程

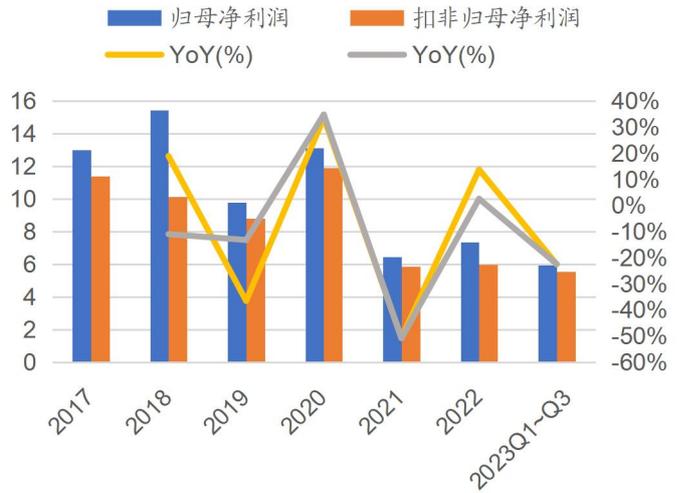
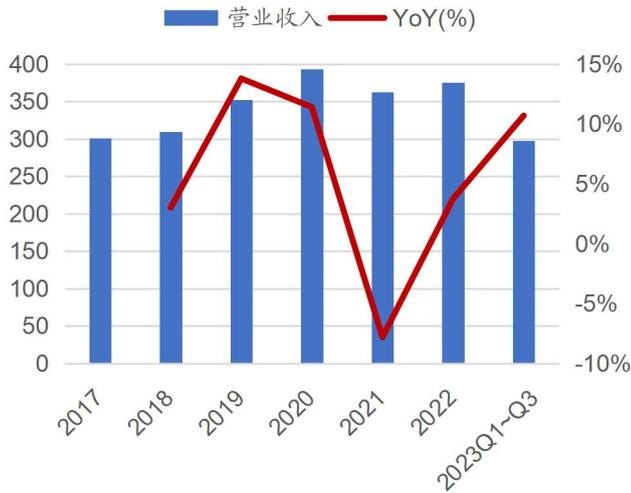


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

**公司营收总体趋势稳定增长。**2017-2020 年公司营收维持上升,从 301.02 上升至 393.12 亿元。2021 年营收出现较大下滑,主要受海外疫情形势变化影响,国际贸易业务大幅下降,同比-33.16%。2021 年后公司营收开始恢复增长,2023 年上半年国内终端复苏更加明显,2023 前三季度营收同比增速 10.70%。

**2021 年公司利润经历大幅下降,优化资产结构后有望重新焕发光芒。**2021 年受带量采购、防疫业务等因素影响,当年公司归母净利润同比下降 50.65%。2022 年公司不断拓延主业深度,探索创新业务模式,归母净利润得以实现同比 13.76% 的增长。2023 年公司持续调整业务结构,处置无效低效资产,优化资产结构并不断加强品种建设,前三季度归母净利润虽同比下降 22.51%,但伴随全球市场的复苏,公司的品牌优势及全产业链覆盖仍具竞争力。

图表 27 中国医药 2017-2023Q3 营业总收入情况(亿元,%) 图表 28 中国医药 2017-2023Q3 归母净利润情况(亿元,%)



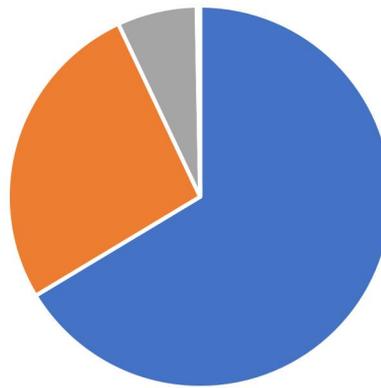
资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

公司聚焦医药商业、医药工业和国际贸易几大核心业务板块。医药商业板块收入占比最大, 2023H1 期间占比 66.34%。同时商业板块利润贡献最多, 公司持续加强客户和产品品种开发力度, 2023H1 实现营业利润 4.84 亿元, 同比增长 10.82%。国际贸易为公司第二大板块, 占比营收 26.67%。2023 年受业务结构变化、高毛利业务规模下降影响, 国际贸易板块 2023H1 实现营业利润 2.60 亿元, 同比下降 45.58%。医药工业板块营收占公司 2023H1 总收入的 6.70%。工业板块是公司利润增速最大的板块, 2023H1 实现营业利润 1.05 亿元, 同比增长 34.94%。

图表 29 中国医药 2023H1 各行业收入占比

■ 医药商业 ■ 国际贸易 ■ 医药工业 ■ 其他业务



资料来源: iFind, 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2.2 改革成效未来可期

资产整合, 医药商业产业链进一步完善。

中国通用技术(集团)成立于 1998 年, 是中央直接管理的国有重要骨干企业, 2018 年 12 月获批成为国有资本投资公司试点企业, 拥有沈阳机床、环球医疗、中国医药、中纺标 4 家上市公司, 其中两家处于医疗行业。

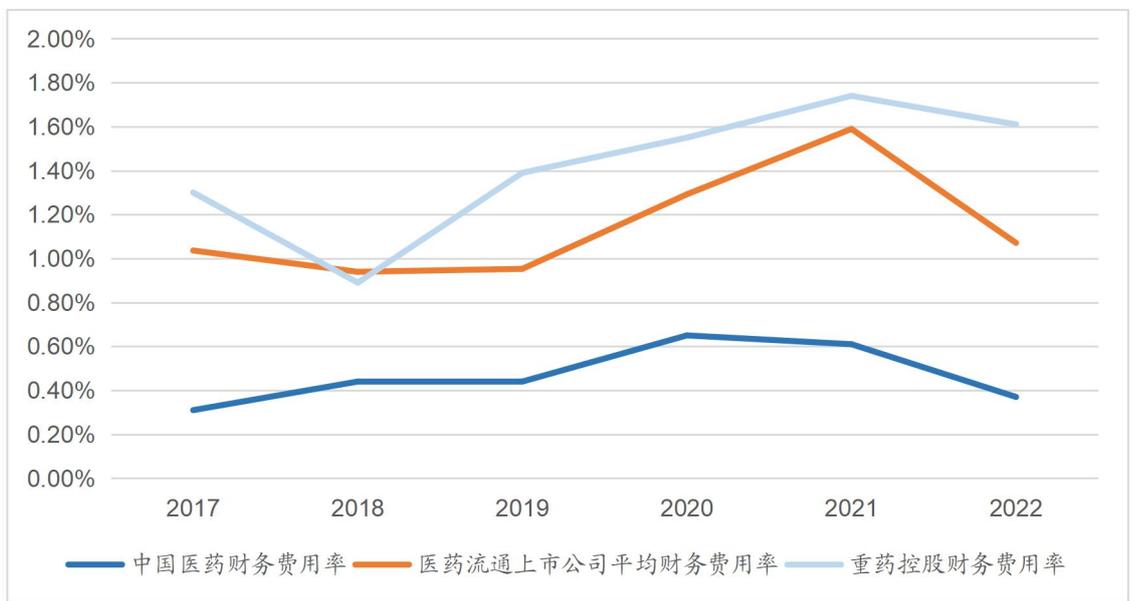
中国通用技术集团有可能通过成功入主重庆医药，进一步推动与重药控股和中国医药的资产整合。此举有望使其成为第三家医药上市公司的母公司，扩大医药业务版图。通用技术集团在全国 30 个省市设有 92 家医药商业分支机构和 403 家医疗机构，遍布 27 个省市。尽管如此，重药控股也指出，目前尚未确定具体方案，一旦方案敲定，还需获得主管部门批准，最终实施仍存一定不确定性。

截至目前，重庆医药健康产业有限公司持有重药控股约 6.65 亿股股份，占总股本的 38.47%。重庆化医控股（集团）、中国通用技术（集团）、中国医药分别持有重庆医药健康产业有限公司 51%、22%、27% 的股权。回顾历史，这已是通用技术集团第二次在重药控股布局。2019 年，在央企混改蓬勃发展的大环境下，中国通用技术集团与子公司中国医药联合控股，以 41 亿元的总成交价收购了重庆医药 49% 的股权。在中国通用技术集团的支持下，重药控股的商业网络逐步从区域扩展至全国，截至 2022 年，其分销网络已覆盖全国 31 个省市自治区，纯销业务遍及全国 28 个省市自治区，服务的医疗机构超过 70000 家。

### 重药控股：财务费用率有望持续优化，盈利能力持续提升

目前，重药控股财务费用率略高于行业内平均水平，2023 前三季度重药控股财务费用率为 1.61%，高出行业平均 0.54 个百分点，高出中国医药 1.24 个百分点。中国医药财务费用率整体保持较低水平，中国医药财务费用率低于医药流通上市公司的平均水平，2017-2022 年，中国医药的财务费用率比医药流通行业平均水平至少降低 0.5 个百分点。2022 年中国医药的财务费用率为 0.37%，相比行业平均水平低 0.7 个百分点。2023 前三季度继续优化，下降至 0.23%。未来，如果双方顺利完成整合，将可能有利于重药进一步优化费用率，提升盈利能力。

图表 30 2017-2022 年中国医药、重药控股与医药流通上市公司财务费用率对比



资料来源：iFind，华安证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测与估值分析

我们将公司的业绩拆分为药品类、医疗器械类和其它类三个板块进行预测。公司在国企改革的背景下，重药控股作为中央和地方两级药品医疗器械定点储备单位，23-25年营业收入预计将稳步增长，其中：

1) 药品类板块：作为公司收入主要来源，在经历2022年的行业性波动够，随着药品行业及医疗需求的恢复推进，后续公司的药品板块收入预计维持稳定，预测2023-2025年增速分别为14.8%、11.1%、9.4%收入增速。毛利率维持稳定在7%左右。

2) 医疗器械类板块：作为公司核心发展的板块，近年来快速发展，器械业务服务壁垒相对较高、毛利也更高，在公司全国化推进下，预计2023-2025年能维持25-30%的增速，毛利率维持在10%。

图表 31 业绩拆分 (百万元)

			2022A	2023E	2024E	2025E
百万元	营业收入		67, 829	79, 633	91, 072	103, 322
		(+/-%)	8.5%	17.4%	14.4%	13.5%
	营业成本		62, 009	73, 215	83, 608	94, 880
		毛利率	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
	<b>一、药品类</b>		<b>57, 110</b>	<b>65, 577</b>	<b>72, 879</b>	<b>79, 751</b>
		YOY	5.7%	14.8%	11.1%	9.4%
		占公司收入百分比	84.2%	82.3%	80.0%	77.2%
		毛利率	7.7%	7.0%	7.0%	6.8%
	<b>二、医疗器械类</b>		<b>9, 514</b>	<b>12368</b>	<b>15831</b>	<b>20263</b>
		YOY	25.8%	30.0%	28.0%	28.0%
		占公司收入百分比	14.0%	15.5%	17.4%	19.6%
		毛利率	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	<b>三、其他</b>		<b>1, 206</b>	<b>1, 688</b>	<b>2, 363</b>	<b>3, 308</b>
		YOY	30.1%	40.0%	40.0%	40.0%
		占公司收入百分比	1.8%	2.1%	2.6%	3.2%
		毛利率	38.0%	35.0%	33.0%	30.0%

资料来源：ifind，华安证券研究所

#### 可比公司估值

重药控股作为国内排名前列的医药流通企业，为保证可比公司业务类型和发展规模更具可比性，我们选取申万行业 III 级医药商业板块，且业务结构相似、市场地位相当的可比公司：国药股份、国药一致、柳药集团。参照 ifind 一致预测，截至 2024 年 3 月 5 日收盘价，可比公司对应 2024 年的预期 PE 平均水平为 9x，我们预测重

药控股 2024 年预期 PE 为 8x。

图表 32 可比公司估值表

	股票	股票	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
可比公司	600511.SH	国药股份	235	19.64	20.41	22.23	24.25	12	12	11	10
	000028.SZ	国药一致	165	14.87	16.30	18.62	21.10	11	10	9	8
	603368.SH	柳药集团	74	7.02	8.34	10.00	11.95	12	9	7	6
	平均值							12	10	9	8
公司	000950.SZ	重药控股	87	9.52	6.99	10.26	12.18	9	12	8	7

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

### 国内医药商业重点企业，立足西南商业网络辐射全国

重药控股是服务于医药全产业链的现代医药流通企业，是“中央和地方”两级药品器械储备单位，也是国内仅有的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；同时公司持续布局“互联网+医药”智能平台。公司目前在全国医药商业行业中位列前五，位居西部第一，营销网络覆盖全国 31 个省、市、自治区。

### 公司产业结构逐步优化，医疗器械类业务凸显成长性

公司收入规模持续增长。2017-2022 年，公司收入从 230.45 亿元上升至 678.29 亿元，CAGR 为 24.10%；2023 前三季度，收入达到 583.84 亿元，同比增长 15.54%。2018 年，公司开始逐步发展医疗器械板块业务，2018-2023H1，医疗器械类业务占公司总收入的比例从 5.38% 提升至 16.37%，截至 2023H1，公司有序推进器械 SPD 项目建设，目前已开展器械项目共计 14 个，销售规模约 5.5 亿元，器械类业务凸显高成长性。

### 公司“十四五”规划布局清晰，立足重庆大本营，逐步辐射全国

2020 年公司提出“一千两双三百城、三化四能五路军”的“十四五”战略规划，力争 2025 年实现千亿收入目标，完成全国商业网络覆盖 300 余个区域；业务上实现批发零售一体化，逐步进军器械试剂、专业药房、中药保健品、第三方储配、新兴业务五个细分市场。

公司持续巩固重庆大本营优势。公司的重庆事业部在区县下设 30 个批发子公司，800 余人服务区县市场，配送 10000 余家终端客户，销售规模超过 60 亿元，市场份额稳居重庆地区前茅。同时公司持续向全国市场布局，2016-2022 年，重庆市以外的收入占比从 20.85% 上升至 62.84%，并且公司积极在全国范围内并购优质企业，2022 年，公司在湖南、河南和北京新增了三个公司的收购；2021 年在内蒙古、浙江和重庆完成了优质标的收购，同时在上海和浙江搭建了分公司，填补空白市场，巩固了西南地区的纵深覆盖。

### 国企改革持续推进，或有利于公司长期发展

2024年2月6日，重药控股、中国医药发布公告：重药控股间接控股股东重庆化医控股（集团）公司正在与中国医药控股股东中国通用技术（集团）控股有限责任公司开展重庆医药健康产业有限公司战略整合事宜。根据中国医药公告显示本次整合或将导致重庆医药的控股股东和实际控制人变更为通用技术集团。中国医药业务涉及医药健康全产业链，目前构建了以国际贸易为引领、以医药工业为支撑、以医药商业为纽带的贸、工、技、服一体化产业格局。改革或有益于公司主业持续优化发展。

### 投资建议

公司收入整体稳步增长，我们预计公司2023~2025年收入分别796.33/910.72/1033.22亿元，分别同比增长17.4%/14.4%/13.5%，归母净利润分别为6.99/10.26/12.18亿元，分别同比增长-26.6%/46.9%/18.6%，对应估值为12/8/7X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示：

#### ● 医疗改革不断深化的风险：

国家出台了《关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》等一系列行业相关政策，随着带量采购常态化、器械带量采购政策的一系列举措，减轻了人民群众用药负担，但也大幅压缩了药品流通企业的利润空间，流通企业毛利率下行趋势明显。对此，公司加强对医改形势的研究，丰富产品结构和全国重点区域的市场布局，保证药品纯销的稳定增长、同时协同发展零售业务、医疗器械业务及相关细分市场业务。

#### ● 资金需求加大的风险：

随着企业经营规模及市场网络的不断扩大，形成阶段性的资金需求压力。公司努力提高现金管理水平，提高对资金需求及其波动性预测能力并充分准备应对措施，公司开展了应收账款无追索权保理、应收账款资产证券化、超短期融资券等项目，拓展了融资渠道，保障经营资金需求。

#### ● 应收账款规模扩大的风险：

随着公司经营规模的不断扩大，应收账款同步有所上升。公司下游客户多为等级医疗机构，应收账款发生坏账风险较低。但是如果公司主要客户的财务状况出现恶化，或者其经营情况、商业信用发生重大不利变化，公司大额应收账款产生坏账的可能性将增加，从而可能对公司的经营成果造成不利影响。公司高度重视应收账款风险管控工作，加强下游客户特别是公立医疗机构外的其他下游客户的授信管理，加强风险管理培训工作，强化员工的风险意识，提高风险防范能力。

#### ● 管理难度加大的风险：

医药流通行业与公众健康息息相关，以“四个最严”要求为根本导向，各监管部门对药品和医疗器械流通企业进行常态化监督管理。随着医药流通企业规模、市场网络的不断扩大拓深，各级次公司质量管理水平、专业人员能力存在差异，尤其在偏远基层地区医药流通企业的风险管理能力相对薄弱。公司不断进行精细化管理，提升专业化管理能力，强化各环节信息化、标准化、流程化的质量管控，保障药品

的安全、有效、可及。同时，通过搭建先进的信息化管理平台，上线智能审批、财务共享、资金实时监管等智能管控手段，对各级子公司实现实时监管。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	48708	63786	73323	88115	
现金	7422	16822	20138	28382	
应收账款	28481	33236	38113	43178	
其他应收款	1131	1172	1403	1550	
预付账款	2374	2343	2508	2657	
存货	7863	8625	9392	10398	
其他流动资产	1438	1588	1770	1950	
<b>非流动资产</b>	8483	8676	9014	9339	
长期投资	2969	3298	3566	3865	
固定资产	2085	2319	2529	2684	
无形资产	264	248	242	231	
其他非流动资产	3166	2811	2678	2559	
<b>资产总计</b>	57192	72463	82337	97454	
<b>流动负债</b>	40674	52516	61068	74632	
短期借款	14772	23272	28272	38272	
应付账款	11004	12552	14585	16409	
其他流动负债	14898	16692	18210	19951	
<b>非流动负债</b>	3807	6328	6328	6328	
长期借款	1500	3500	3000	2500	
其他非流动负债	2307	2828	3328	3828	
<b>负债合计</b>	44481	58844	67395	80960	
少数股东权益	2059	2233	2490	2794	
股本	1743	1728	1728	1728	
资本公积	2436	2436	2436	2436	
留存收益	6472	7221	8287	9535	
归属母公司股东权益	10652	11385	12452	13699	
<b>负债和股东权益</b>	57192	72463	82337	97454	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	286	190	471	618	
净利润	952	699	1026	1218	
折旧摊销	437	526	532	554	
财务费用	1123	1321	1560	1792	
投资损失	-293	-287	-328	-372	
营运资金变动	-2301	-2406	-2749	-3084	
其他经营现金流	3620	3442	4206	4812	
<b>投资活动现金流</b>	-191	-474	-595	-582	
资本支出	-261	-432	-615	-595	
长期投资	23	-319	-298	-349	
其他投资现金流	47	277	318	362	
<b>筹资活动现金流</b>	1180	9684	3440	8208	
短期借款	2800	8500	5000	10000	
长期借款	-3108	2000	-500	-500	
普通股增加	0	-15	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	1489	-801	-1060	-1292	
<b>现金净增加额</b>	1274	9400	3316	8244	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	67829	79633	91072	103322	
营业成本	62009	73215	83608	94880	
营业税金及附加	189	221	253	287	
销售费用	2034	2548	2732	2996	
管理费用	1280	1513	1730	1963	
财务费用	1094	1216	1350	1515	
资产减值损失	-40	-14	-7	-11	
公允价值变动收益	2	0	0	0	
投资净收益	293	287	328	372	
<b>营业利润</b>	1435	1106	1625	1927	
营业外收入	48	0	0	0	
营业外支出	10	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1472	1106	1625	1927	
所得税	309	232	341	405	
<b>净利润</b>	1163	873	1283	1522	
少数股东损益	211	175	257	304	
<b>归属母公司净利润</b>	952	699	1026	1218	
EBITDA	2689	2673	3249	3693	
EPS (元)	0.55	0.40	0.59	0.70	

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.5%	17.4%	14.4%	13.5%
营业利润	-8.1%	-22.9%	46.9%	18.6%
归属于母公司净利	-5.3%	-26.6%	46.9%	18.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	8.6%	8.1%	8.2%	8.2%
净利率 (%)	1.4%	0.9%	1.1%	1.2%
ROE (%)	8.9%	6.1%	8.2%	8.9%
ROIC (%)	5.1%	3.6%	4.0%	3.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.8%	81.2%	81.9%	83.1%
净负债比率 (%)	350.0%	432.1%	451.1%	490.8%
流动比率	1.20	1.21	1.20	1.18
速动比率	0.94	1.00	1.01	1.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.19	1.10	1.11	1.06
应收账款周转率	2.38	2.40	2.39	2.39
应付账款周转率	5.64	5.83	5.73	5.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.40	0.59	0.70
每股经营现金流薄)	0.16	0.11	0.27	0.36
每股净资产	6.11	6.59	7.21	7.93
<b>估值比率</b>				
P/E	9.24	12.44	8.47	7.14
P/B	0.83	0.76	0.70	0.63
EV/EBITDA	8.76	9.36	8.22	7.70

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师:** 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。