

2024 年 05 月 02 日  
重药控股 (000950.SZ)

SDIC

## 纯销业务增长稳健，管线深化有望带来增长弹性

■ 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。

2023 年全年，公司实现营业收入 801.19 亿元，同比增长 18.12%；归母净利润 6.55 亿元，同比下滑 31.22%，扣非归母净利润 5.83 亿元，同比下滑 33.45%；经营活动产生的现金流量净额 5.09 亿元，同比增长 77.92%，全年现金流得到显著优化。2024 年一季度，公司实现营业收入 196.24 亿元，同比增长 0.02%；归母净利润 1.03 亿元，同比下滑 37.99%，扣非归母净利润 0.92 亿元，同比下滑 37.94%。

■ 纯销业务稳健，分销收入加速增长，零售网络持续拓宽。

从渠道角度来看，2023 年全年，1) **纯销业务**：实现收入 635.94 亿元，同比增长 16.63%，保持稳健增长态势。客户端公司二级及以上等级纯销客户数量超 7800 家，目前公司配送网络已延伸至各区县级医疗机构、乡镇卫生院、社区和街道卫生服务中心、社会药店、单体药店等基层终端，终端业务主要以电商为载体，开展 B2B、B2C、O2O 等医药电商业务，23 年全年电商板块重药云商线上平台交易额突破 15 亿元，同比增长 52%。2) **分销业务**：实现收入 132.24 亿元，同比增长 26.09%。公司销售客户遍布全国 31 个省、直辖市及自治区，数量约 3.1 万家，目前公司分销业务主要以中西部地区为主，其中，全国分销业务主要从事麻精药品全国批发、进口药品全国总代及分销、进出口国际贸易业务，销售客户遍及全国各地 420 余家。3) **零售业务**：实现收入 30.34 亿元，同比增长 14.80%。零售网络持续拓宽，23 年净增零售药房 228 家，新增北京、新疆区域覆盖，截至 2023 年末，零售药房数量破千家，包括直营社区药房 818 家，加盟社区药房 57 家，社区药房收入 11.06 亿元，占零售板块收入比例 36.45%，直营 DTP 专业药房 147 家，加盟 DTP 药房 12 家，DTP 专业药房收入 19.28 亿元，占零售板块收入比例 63.55%。

■ 西药收入稳健增长，麻精、中药、器械有望带来较大增长弹性。

(1) **药品**：2023 年实现收入 656.34 亿元，同比增长 14.93%。其中，1) 西药类收入 616.74 亿元，同比增长 13.95%，全年新增上游客户 700 余家、品种 6000 余个、新产品落户 40 余个。此外，公司积极探索医美、特医食品及兽药等新业务领域，全年新兴业务实现收入 2.02 亿元，同比增长 105%，并大力推进服务创新，全年与 79 个厂家共计签署

### 公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6 个月目标价 6.11 元  
股价 (2024-04-30) 5.45 元

交易数据

总市值(百万元)	9,418.61
流通市值(百万元)	9,418.61
总股本(百万股)	1,728.18
流通股本(百万股)	1,728.18
12 个月价格区间	4.4/7.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.7	7.4	-19.9
绝对收益	4.6	18.5	-30.5

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

220 余个合约销售项目；2) 麻精类实现收入 26.81 亿元，同比增长 27.29%，公司目前是麻精药品第二大批发商，经营品规丰富，商业合作客户 400 余家；3) 中药类实现收入 12.79 亿元，同比增长 45.72%，其中，中药饮片销售 8.19 亿元，占比 64.06%。

(2) **器械**：23 年全年器械板块实现收入 124.78 亿元，同比增长 31.16%。公司与国际知名医疗器械生产商建立长期稳定的商业配送关系，是国内知名品牌的指定配送商，截止 2023 年末，公司已完成在 16 省市设立器械平台公司，叠加持续拓展器械新兴业务市场，器械板块有望实现持续快速增长。

### 目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 6.11 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 13.45%、11.37%、10.78%，净利润的增速分别为 61.15%、14.56%、14.37%；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 6.11 元，相当于 2024 年 10 倍的动态市盈率。

目 风险提示：医药行业政策变动的风险，医药流通业务布局进度不及预期，零售药房拓展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	67,829.0	80,119.1	90,892.4	101,223.7	112,139.0
净利润	952.3	655.0	1,055.4	1,209.1	1,382.8
每股收益(元)	0.55	0.38	0.61	0.70	0.80
每股净资产(元)	6.16	6.51	7.06	7.63	8.29

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	9.9	14.4	8.9	7.8	6.8
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
净利润率	1.4%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%
净资产收益率	8.9%	5.8%	8.7%	9.2%	9.7%
股息收益率	1.1%	0.0%	2.0%	2.3%	2.6%
ROIC	9.0%	6.9%	9.9%	10.3%	10.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 1. 盈利预测

**关键假设：**重药控股为国内西部地区医药商业领军企业，在重庆、青海、陕西、甘肃、贵州、宁夏等地区优势明显，公司业务管线覆盖医药批发（包含纯销、分销两部分）、医药零售、医药工业等。我们认为，下一阶段公司有望以资源整合为锚，加速走向全国。我们预计 2024 年-2026 年公司医药批发板块收入增速为 13.38%、11.09%、10.38%；医药零售板块收入增速为 12.00%、15.00%、18.00%。基于上述假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 13.45%、11.37%、10.78%，净利润的增速分别为 61.15%、14.56%、14.37%。

## 2. 估值分析与投资建议

我们选取上海医药、国药股份、国药一致作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 估值水平为 11.67 倍。考虑到公司作为西部地区医药商业领军企业，正在加速走向全国，整体医药商业板块或将持续加速，叠加公司深化新管线开拓有望持续带来增量。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 6.11 元，相当于 2024 年 10 倍的动态市盈率。

表1：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平			数据来源
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
上海医药	601607.SH	664	51.79	57.16	62.86	12.81	11.61	10.56	国投证券预测
国药一致	000028.SZ	196	17.63	19.42	21.33	11.09	10.07	9.17	国投证券预测
国药股份	600511.SH	262	23.59	26.11	28.80	11.12	10.04	9.10	国投证券预测
平均						11.67	10.57	9.61	
重药控股	000950.SZ	94	10.55	12.09	13.83	8.92	7.79	6.81	国投证券预测

资料来源：Wind，国投证券研究中心，备注：市值对应 2024 年 4 月 30 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	67,829.0	80,119.1	90,892.4	101,223.7	112,139.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	62,008.8	73,810.4	83,340.7	92,759.3	102,663.8	营业收入增长率	8.5%	18.1%	13.45%	11.37%	10.78%
营业税费	188.6	218.9	244.3	276.7	304.7	营业利润增长率	-8.1%	-29.8%	66.1%	13.3%	14.7%
销售费用	2,033.8	2,213.5	2,345.0	2,581.2	2,837.1	净利润增长率	-5.3%	-31.22%	61.15%	14.56%	14.37%
管理费用	1,279.7	1,486.4	1,670.7	1,882.8	2,075.9	EBITDA 增长率	-2.7%	-7.8%	36.9%	12.0%	12.5%
研发费用	3.2	0.4	2.4	2.7	2.2	EBIT 增长率	-5.2%	-9.2%	40.9%	12.7%	13.2%
财务费用	1,094.2	1,302.0	1,481.5	1,660.1	1,850.3	NOPLAT 增长率	-7.7%	-11.5%	36.4%	12.4%	12.9%
资产减值损失	-144.4	-468.3	-450.0	-480.0	-550.0	投资资本增长率	15.6%	-4.9%	7.7%	7.7%	7.2%
加:公允价值变动收益	2.3	16.2	16.0	17.0	21.0	净资产增长率	8.0%	22.0%	7.7%	7.4%	7.9%
投资和汇兑收益	293.3	301.5	299.2	298.0	299.6						
<b>营业利润</b>	1,435.0	1,007.1	1,672.9	1,896.1	2,175.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	37.5	1.4	19.4	19.5	13.4	毛利率	8.6%	7.9%	8.3%	8.4%	8.4%
<b>利润总额</b>	1,472.5	1,008.5	1,692.4	1,915.5	2,189.0	营业利润率	2.1%	1.3%	1.8%	1.9%	1.9%
减:所得税	309.5	236.0	397.7	454.0	523.2	净利润率	1.4%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>净利润</b>	952.3	655.0	1,055.4	1,209.1	1,382.8	EBITDA/营业收入	4.0%	3.1%	3.7%	3.8%	3.8%
						EBIT/营业收入	3.6%	2.8%	3.5%	3.5%	3.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	10	10	8	7	5
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	95	84	77	79	81
货币资金	7,422.2	9,148.8	10,725.3	12,653.0	15,026.6	流动资产周转天数	239	232	224	227	231
交易性金融资产	6.9	-	6.0	7.0	8.0	应收帐款周转天数	150	143	134	134	136
应收帐款	29,610.5	34,089.7	33,372.7	41,870.3	42,856.9	存货周转天数	37	35	35	36	36
应收票据	406.9	429.8	535.0	560.1	631.4	总资产周转天数	284	271	258	256	256
预付帐款	2,373.6	1,584.7	2,714.0	2,399.3	3,087.4	投资资本周转天数	127	113	100	97	94
存货	7,862.5	7,924.6	9,976.3	10,216.1	11,903.4						
其他流动资产	1,025.8	1,399.2	1,155.4	1,193.5	1,249.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.9%	5.8%	8.7%	9.2%	9.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.0%	1.2%	1.9%	1.9%	2.0%
长期股权投资	2,968.8	3,083.6	3,198.5	3,313.4	3,428.7	ROIC	9.0%	6.9%	9.9%	10.3%	10.8%
投资性房地产	172.5	191.5	210.6	229.6	248.7	<b>费用率</b>					
固定资产	2,085.2	2,168.8	1,947.8	1,725.7	1,503.6	销售费用率	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%
在建工程	169.6	1.8	-148.2	-308.2	-478.2	管理费用率	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
无形资产	310.7	378.9	400.0	420.4	439.6	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	2,776.5	3,122.3	2,841.0	2,650.8	2,594.4	财务费用率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>资产总额</b>	57,191.6	63,523.7	66,934.3	76,930.9	82,499.3	四费/营业收入	6.5%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%
短期债务	14,772.1	13,866.5	15,290.5	16,488.5	19,094.4	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	16,279.0	20,090.4	20,789.0	24,844.2	25,725.7	资产负债率	77.8%	75.6%	74.9%	76.4%	76.1%
应付票据	2,756.4	4,028.4	3,514.2	4,863.7	4,470.0	负债权益比	350.0%	309.6%	298.1%	323.6%	318.5%
其他流动负债	6,866.7	4,875.1	4,726.5	5,489.5	5,030.4	流动比率	1.20	1.27	1.32	1.33	1.38
长期借款	1,499.6	2,847.8	3,392.8	4,142.9	5,135.9	速动比率	1.00	1.09	1.09	1.14	1.16
其他非流动负债	2,307.5	2,308.0	2,072.4	2,229.3	2,203.3	利息保障倍数	2.25	1.72	2.13	2.14	2.18
<b>负债总额</b>	44,481.3	48,016.3	49,785.5	58,058.2	61,659.6	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	2,058.7	4,261.5	4,500.7	4,753.1	5,036.1	DPS(元)	0.06	-	0.11	0.13	0.14
股本	1,743.4	1,728.2	1,728.2	1,728.2	1,728.2	分红比率	10.9%	0.0%	18.0%	18.0%	18.0%
留存收益	8,996.0	9,604.5	10,469.9	11,461.4	12,595.3	股息收益率	1.1%	0.0%	2.0%	2.3%	2.6%
<b>股东权益</b>	12,710.4	15,507.4	16,698.8	17,942.7	19,359.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.55	0.38	0.61	0.70	0.80
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	6.16	6.51	7.06	7.63	8.29
净利润	1,163.0	772.5	1,055.4	1,209.1	1,382.8	PE(X)	9.9	14.4	8.9	7.8	6.8
加:折旧和摊销	264.3	295.4	249.9	256.7	262.9	PB(X)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
资产减值准备	144.4	468.3	450.0	480.0	550.0	P/FCF	6.7	-409.5	10.9	7.0	5.0
公允价值变动损失	-2.3	-16.2	16.0	17.0	21.0	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用	1,123.4	1,340.1	1,481.5	1,660.1	1,850.3	EV/EBITDA	8.9	8.8	6.9	6.4	5.9
投资损失	-293.3	-301.5	-299.2	-298.0	-299.6	CAGR(%)	7.9%	29.2%	0.1%	7.9%	29.2%
少数股东损益	210.7	117.5	239.2	252.4	283.0	PEG	1.2	0.5	86.9	1.0	0.2
营运资金的变动	-1,245.2	-2,395.4	-2,501.2	-2,787.1	-3,030.3	ROIC/WACC	1.2	0.9	1.3	1.4	1.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	285.8	508.5	691.8	790.2	1,020.2	REP	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-191.2	-358.4	339.8	387.3	360.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,179.9	252.5	545.0	750.2	993.0						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034