



从西部走向全国的流通行业新龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 首次进口药械口岸落地重庆,“渝新欧”铁路助力对接欧洲药品进口,加快仓储物流建设,2022年处理物流量增至300亿。2)“内生增长+外延扩张”双驱动,西南地区龙头地位稳固,计划2025年覆盖全国300个地级市。3)高毛利的医疗器械业绩增速超预期,力争2025年实现医疗器械收入200亿。
- **依托“区位+药检+成本”三大优势,抓住进口总代新机遇,加快仓储物流建设。** 1) 2018年重庆成为全国第4个开放的首次进口药品和生物制品口岸,2021年重庆开放化学药品首次进口口岸,潜在进口药械代理市场潜力巨大。2)“中欧班列+医药保税仓”吸引外企深度合作,公司的和平物流中心于2018年投运,阿斯利康与辉瑞在库房内日均货量分别为10万件、6万件。3)公司的物流布局完善,已具备辐射全国的配送服务能力,2022年5月,土主(二期)竣工投产,预计年处理量可增至300亿元,大幅提升公司整体物流处理能力。
- **立足重庆,夯实西部,挺进中原,走向全国。** 区域龙头地位稳固,“内生增长+外延并购”推进全国销售网络稳步扩张。目前公司在重庆、青海、甘肃、西藏等地区的市占率位列第一。在重庆市实现三级甲等80%覆盖,二级医院60%覆盖。截至2021年末,公司拥有全级次控股子公司200余家,批发业务辐射范围达27个省(市),十四五规划提出“三百城”的战略目标:除了完成空白省会布局以外,在全国300余个地级市完成新设或并购企业的目标。
- **战略优化产品结构,高毛利的医疗器械类业绩增速超预期。** 2021年医疗器械收入为75.6亿(+51.9%),2018-2021年医疗器械收入CAGR高达89.4%。2021年医疗器械毛利为13.3亿(+94.7%),毛利占比提升至23.3%,2018-2021年医疗器械毛利CAGR高达110.9%。2021年通过并购2家子公司、新设4家公司,加强全国范围内医疗器械流通市场的业务拓展。公司力争2025年实现医疗器械收入200亿,2020-2025年复合增速为32.1%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年公司归母净利润年复合增速为10.7%。公司具有批零一体化优势,目前正处于全国商业布局高速扩张期,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 联营企业投资收益波动风险;并购企业不达预期;融资成本升高;终端医院回款不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	62520.76	71907.22	82703.32	97504.83
增长率	38.26%	15.01%	15.01%	17.90%
归属母公司净利润(百万元)	1005.44	1130.52	1237.76	1362.73
增长率	13.69%	12.44%	9.49%	10.10%
每股收益EPS(元)	0.58	0.65	0.71	0.78
净资产收益率ROE	10.97%	10.92%	11.01%	10.94%
PE	9	8	7	6
PB	0.88	0.80	0.73	0.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.43
流通A股(亿股)	17.28
52周内股价区间(元)	4.62-6.57
总市值(亿元)	87.34
总资产(亿元)	489.60
每股净资产(元)	5.46

相关研究

目 录

1 重药控股：西部领先的医药流通企业	1
1.1 股权结构：股东混改完成，助推产业布局.....	1
1.2 业绩表现：业绩持续高速增长，资金运营短期承压.....	2
2 公司亮点：不断成长壮大的医药健康产业集团	5
2.1 抓住重庆药械进口机遇，加快全国仓储物流建设.....	5
2.2 深扎西南地区，内生+外延推进全国网络布局.....	10
2.3 产品结构日益优化，医疗器械强势发力.....	12
3 核心业务：集中度提升带来向上的市场空间	14
3.1 批发业务：两票制政策推动行业集中提升，SPD 院内物流开发增量市场.....	14
3.2 零售业务：政策利好产业升级加速，全渠道抢占处方外流市场.....	17
3.3 产业链延伸：联营企业业绩稳健，参与医药工业与研发.....	22
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测.....	23
4.2 相对估值.....	24
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 重药控股历史沿革情况.....	1
图 2: 重药控股销售体系矩阵式管理构架.....	1
图 3: 重药控股股权结构图 (截至 2022H1)	2
图 4: 2017-2022H1 营业收入及增速.....	2
图 5: 2017-2022H1 扣非归母净利润及增速.....	2
图 6: 2017-2022H1 各板块营业收入情况.....	3
图 7: 2017-2022H1 各板块毛利率情况.....	3
图 8: 2017-2022H1 各产品营业收入情况.....	3
图 9: 2017-2022H1 各产品毛利率情况.....	3
图 10: 2017-2022H1 公司期间费用率.....	4
图 11: 2017-2022H1 公司净利率及毛利率.....	4
图 12: 重药控股应收账款周转天数及应付账款周转天数.....	5
图 13: 应收应付剪刀差天数同业对比.....	5
图 14: 2017-2022H1 资产负债率同业对比.....	5
图 15: 2017-2021 年应收账款/营业收入比率同业比较.....	5
图 16: 重庆首次进口药品和生物制品口岸获批历程.....	6
图 17: “渝新欧”班列路线图.....	7
图 18: 2016-2021 年我国从欧洲进口药品金额及增速情况.....	7
图 19: 渝新欧铁路线具备运输时间和运输成本优势.....	7
图 20: 全国药品进口口岸分布情况.....	8
图 21: 2019 年安徽省公立医院进口药品代理商情况.....	8
图 22: 2019 年天津市公立医院进口药品代理商情况.....	8
图 23: 重药控股和平物流中心.....	9
图 24: 公司主要的已建或在建物流中心情况.....	9
图 25: 混改后的全国销售网络布局.....	11
图 26: 2018-2021 年公司商业平台及子公司数量进展.....	11
图 27: 2017-2022H1 主营业务收入结构(亿元).....	13
图 28: 2017-2022H1 主营业务利润结构(亿元).....	13
图 29: 2015-2025E 全球医疗器械市场规模及增速.....	13
图 30: 2016-2025E 中国医疗器械市场规模及增速.....	13
图 31: 2018-2021 年重药控股医疗器械类公司的新设及收购进展.....	14
图 32: 2012-2020 年医药批发企业数量及增速.....	15
图 33: 2016-2021 年中国医药批发行业 Top100 市场份额.....	15
图 34: 两票制对龙头企业的影响.....	15
图 35: 各地区市场规模情况.....	16
图 36: 各地区市占率情况.....	16
图 37: 营业收入的区域构成情况.....	16
图 38: 批发业务营收情况同业比较.....	17
图 39: 公司 SPD 项目开展情况.....	17

图 40: 2013-2021 年零售药店销售规模及增速	18
图 41: 2012-2021 年中国医药零售药店数量及连锁化率	18
图 42: 医院处方药逐步流向零售及基层	18
图 43: 公司 DTP 项目开展情况	19
图 44: 2018-2020 年药品零售渠道规模情况	20
图 45: DTP 药房具有整合产业链需求的特性	20
图 46: 公司“医+药健康服务平台”建设情况	22
图 47: 紧抓医、患服务构建的业务营销闭环	22

表 目 录

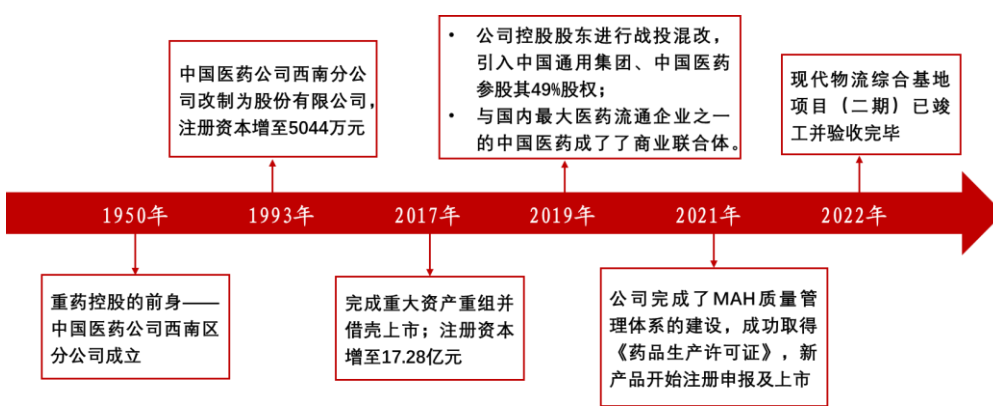
表 1: 药品进口口岸设置的相关政策	6
表 2: 截至 2021 年末公司省级物流仓储中心分布情况	10
表 3: 2018-2021 年重药控股收购或新设立企业情况	11
表 4: 重药控股医疗器械业务收入预测	14
表 5: 医药批发行业相关政策一览	15
表 6: 医药零售行业相关政策一览	18
表 7: DTP 药房市场类型及代表企业	21
表 8: 2017-2021 年重庆药友净利润贡献情况	23
表 9: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元)	24
表 10: 可比公司估值表 (截至 2022 年 9 月 2 日)	25
附表: 财务预测与估值	26

1 重药控股：西部领先的医药流通企业

1.1 股权结构：股东混改完成，助推产业布局

公司成立于 1950 年，由原中国医药公司西南区分公司在改制基础上发起设立。公司于 2017 年完成重大资产重组并剥离制药业务，变更为纯医药商业企业，主营业务涵盖药品、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服务，营销网络覆盖全国 31 个省（市、自治区）。公司制定十四五战略规划的战斗目标：2025 年预计实现营业收入 1000 亿元。

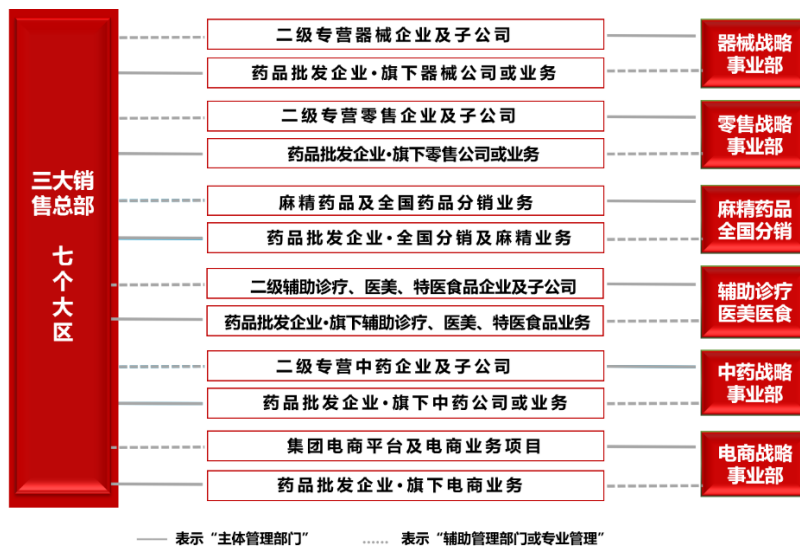
图 1：重药控股历史沿革情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的企业规模、市场覆盖居西部领先。致力于“以重庆为核心，夯实西部大本营，挺进中原，走向全国”的发展战略。集团业务在全国拥有 3 大销售总部（含七个派出大区），同时建立各细分业态的战略事业部（含器械战略事业部、零售战略事业部、麻精药品全国分销、辅助诊疗医美医食、中药战略事业部、电商战略事业部）。

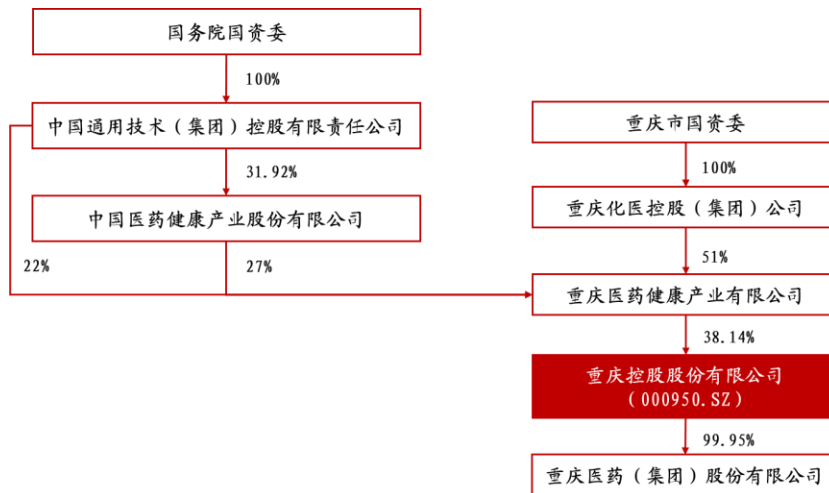
图 2：重药控股销售体系矩阵式管理构架



数据来源：公司公告，西南证券整理

重庆市国资委控股，股权集中且稳定。2019年11月，公司控股股东完成混合所有制改革，引入中国通用集团和中国医药作为战略投资者，参股其49%的股权。由此，子公司重庆医药与中国医药成立了销售规模超700亿元的商业联合体，开启了强强联合、资源共享、网络互补的合作模式。目前重药控股是重庆化医集团控股（51%）、中国通用及子公司中国医药联合参股（49%）的重庆医药健康产业有限公司的控股子公司，重庆医药（集团）股份有限公司是经营投资平台。重药集团旗下共拥有202家控股、参股子公司。截至2022年第二季度，公司股权结构如下图所示：

图 3：重药控股股权结构图（截至 2022H1）

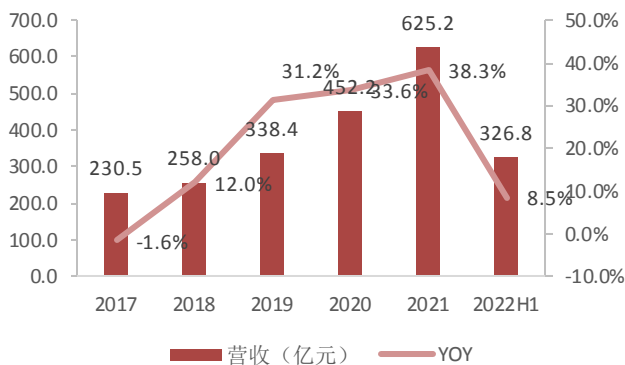


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

1.2 业绩表现：业绩持续高速增长，资金运营短期承压

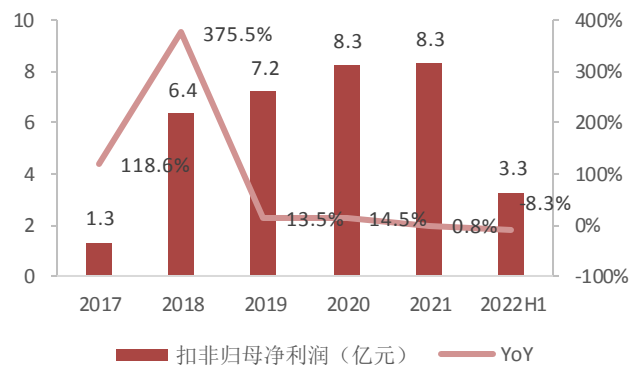
业绩持续高速增长。公司2021年实现营收为625.2亿元，同比增长38.3%；归母净利润为10.1亿元，同比增长13.7%；扣非归母净利润为8.3亿元，同比增长0.8%。公司自2017年借壳上市以来，营收规模稳健增长，2017-2021年收入CAGR为28.3%。2017年由于公司完成重大资产重组并处置大量长期股权投资产生了7.9亿元的投资收益，故当年归母净利润产生大幅增长，2017年归母净利润为11.1亿元，同比增长318.4%，剔除异常投资收益的影响后，2017年扣非归母净利润为1.3亿元，同比增长118.6%。

图 4：2017-2022H1 营业收入及增速



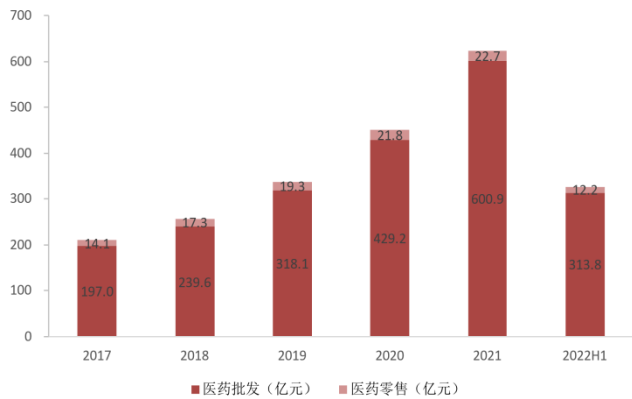
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2017-2022H1 扣非归母净利润及增速

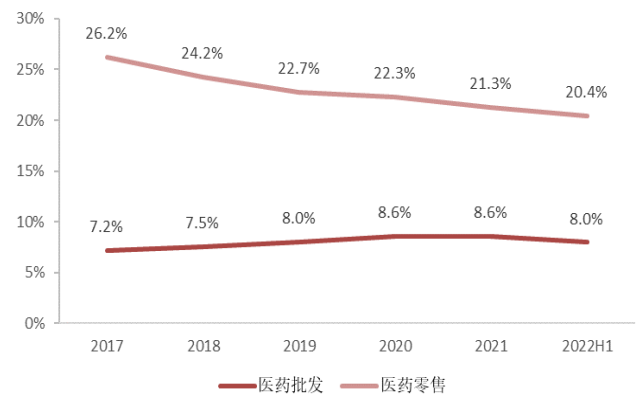


数据来源：公司公告，西南证券整理

分板块看，医药批发业务作为公司的核心板块，收入贡献高于 90%。公司于 2017 年进行业务调整，剥离制药业务，当前主营业务模式可分为医药批发（纯销和分销）与医药零售，其中批发收入占比历年均超 90%，且占比逐年上升。具体来看，2021 年公司批发板块营收为 600.9 亿元（+40%），占总营收的 96.4%，其中纯销业务收入为 499.3 亿元（+41%），占总营收的 80.1%；分销业务收入为 101.6 亿元（+35.3%），占总营收的 16.3%。2021 年公司零售板块营收为 22.7 亿元（+3.9%），占总营收的 3.6%。2021 年批发板块毛利率平稳波动在 8.6%；零售板块的毛利率为 21.3%，同比下降 1.1pp。

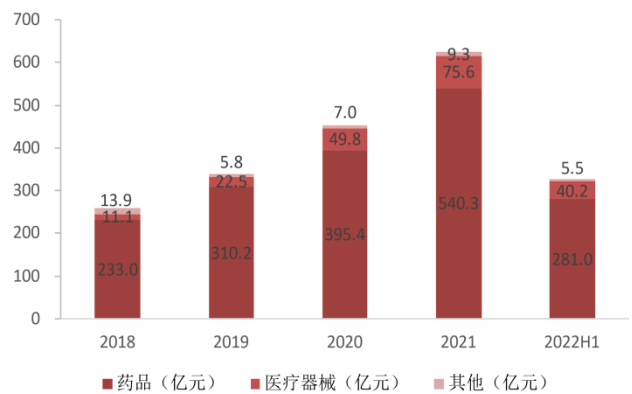
图 6：2017-2022H1 各板块营业收入情况


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

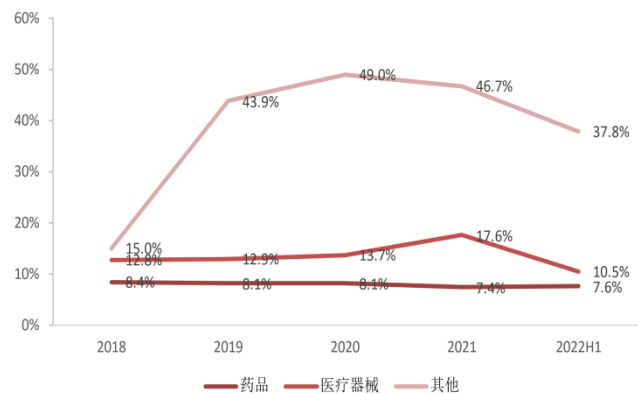
图 7：2017-2022H1 各板块毛利率情况


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

分产品看，药品类收入稳居高位，器械类增速亮眼。2021 年药品类实现收入为 540.3 亿元，同比增长 36.7%，2018-2021 年药品收入 CAGR 为 32.4%；医疗器械类实现收入为 75.6 亿元，同比增长 51.9%，2018-2021 年医疗器械类收入 CAGR 为 89.4%。公司持续深化医药行业的高技术定制化服务，通过 SPD 项目和院外仓建设，提升药品、器械的市场份额。公司 2021 年新增 5 家医疗器械子公司，重点发力医疗器械，高毛利的医疗器械品类发展势头强劲。

图 8：2017-2022H1 各产品营业收入情况


数据来源：Wind，西南证券整理

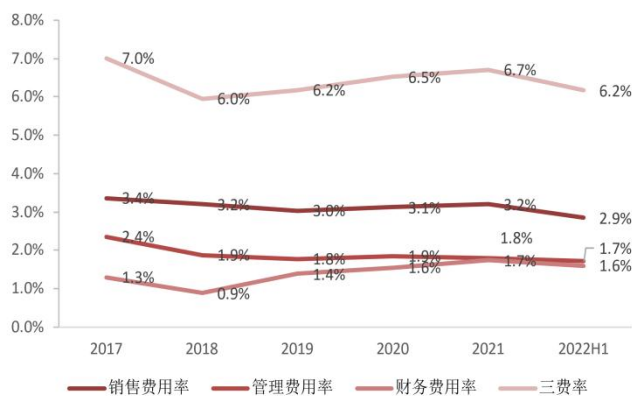
图 9：2017-2022H1 各产品毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

期间费用率平稳波动。2021年销售费率为3%，同比下降0.2pp；管理费率和财务费率保持平稳，分别稳定在1.8%、1.7%。整体来看，2018-2021年财务费用上涨明显，主要原因是近年来收入持续高速增长，外延式并购扩张，银行贷款不断增加，应收账款证券化业务持续推进，利息支出相应增加。后疫情时代，随着行业复苏趋势和公司营收变现能力的持续加强，其财务费率有望得到改善。

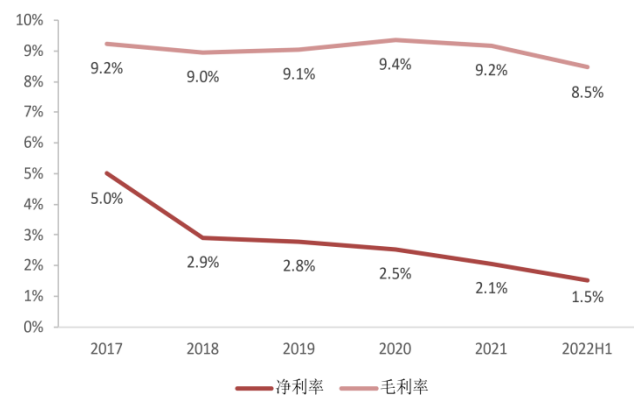
受集采降价政策影响，毛利率及净利率呈现下降趋势。2021年公司毛利率为9.2%，同比下降0.2pp；净利率为2.1%，同比下降0.4pp。主要来自于药品的毛利下滑，以“4+7”药品带量采购为标志的国家集采自2018年起经历了七批的采购和扩容，全国范围内先后有200余个品种中选，药价平均降幅超过50%。

图 10: 2017-2022H1 公司期间费用率



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 11: 2017-2022H1 公司净利率及毛利率



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

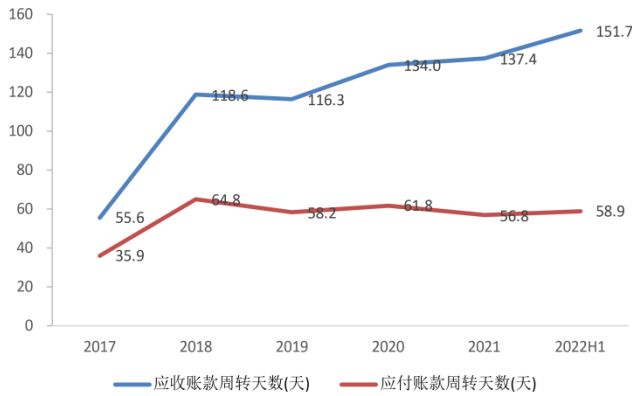
资产负债率及应收账款业内居高，资金运营短期承压。2021年公司的资产负债率为76.3%；应收账款/营业收入比率为42.1%；应收应付剪刀差天数为80.5天，资金运营效率处于同业较低水平。主要原因有以下4点：1) 政策影响：受医药行业“两票制”、“零加成”、“4+7”等政策影响，应收账款账期延长，公司的债务融资规模逐年增加，相应导致公司的资产负债率提高。2) 疫情影响：医药流通企业的下游客户主要是各大终端医院，回款周期较长，疫情导致公立医院回款周期延长。3) 外延式并购：公司近年来在辽宁、海南、安徽、吉林等地实施多笔并购项目，包括天士力营销、四川人福医药、长圣医药等多项大规模收购。4) 近年来营业收入持续高速增长，经营资金占用增加，导致融资规模增加。随着医改政策逐步落地，并购公司盈利能力提升，资金情况有望好转。

1) 医改政策逐步落地：2019年1月国务院发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》明确规定，医疗机构需按合同规定与流通企业及时结算，同时医保将支付不少于30%的预付款给医疗机构，以降低流通企业的交易成本。2020年医保局发布的《关于开展第二批国家组织药品集中采购》提出，医保基金对医疗机构提前支付，医疗机构应及时回款，鼓励医保与企业直接结算。2020年3月，国务院发布的《关于深化医疗保障制度改革的意见》提出，以医保支付为基础，建立招标、采购、交易、结算、监督一体化的省级招标采购平台，推进医保基金与医药企业直接结算。各地区积极响应，探索医保基金与药企直接结算的机制，逐步落地政府医改政策，部分地区如天津等地已落实“30日内付款必须回款”的政策。

2) 并购公司盈利能力提升：随着新收购企业与主营业务的加速融合，上下游延伸产业链，扩大全国的销售网络布局，将成为新的业绩增长点。

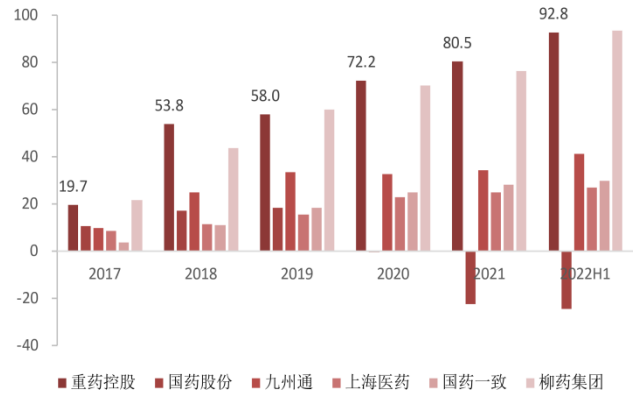
3) 提升精细化管理及融资能力: 未来公司在资产和财务风险管控上, 将通过加强内部管控、优化资产结构、提高资金周转率、拓宽融资渠道(发行中期票据、超短期融资券、发行ABS、发行应收账款债权融资)等多种方式保障公司发展资金需求。

图 12: 重药控股应收账款周转天数及应付账款周转天数



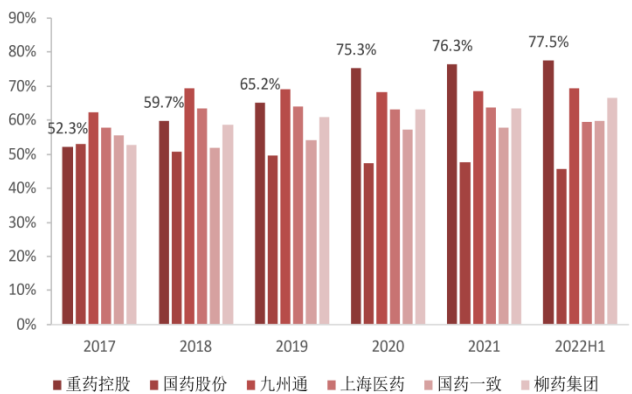
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 应收应付剪刀差天数同业对比



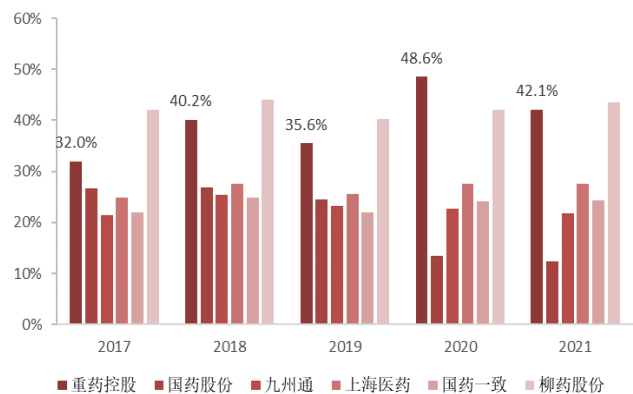
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2017-2022H1 资产负债率同业对比



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2017-2021 年应收账款/营业收入比率同业比较



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

2 公司亮点: 不断成长壮大的医药健康产业集团

2.1 抓住重庆药械进口机遇, 加快全国仓储物流建设

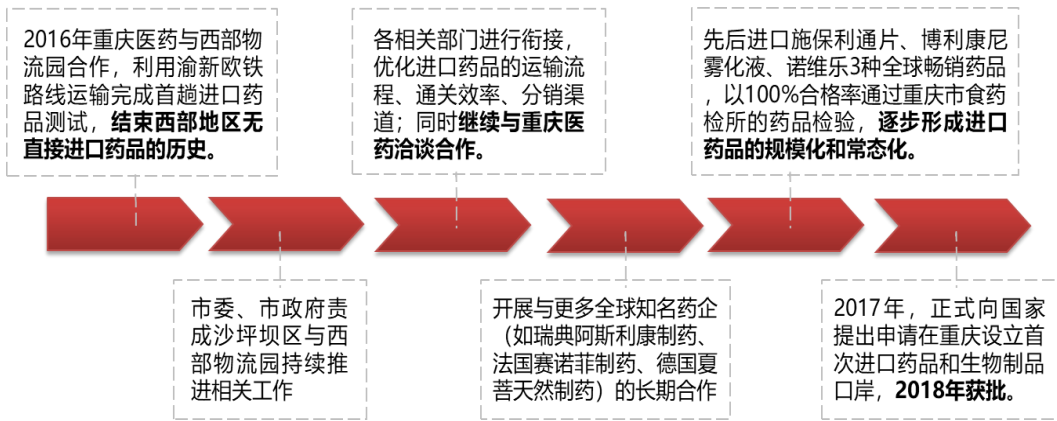
2.1.1 “区位+药检+成本”三大优势齐发, 重庆为全国第四个药品首次进口口岸

区位优势: 首次进口药品口岸落地重庆, 进口药品代理市场未来可期。以前全国仅有北京、上海、广州 3 个城市可进口首次在中国境内销售的药品和生物制品, 且国外制药公司基本都将首次出口中国时的药品流通企业选作国内代理商, 导致药品进口资源大量集聚在北上广三地。2018 年 11 月, 国务院决定增开重庆作为全国第 4 个“首次进口药品和生物制品口岸”, 改变了全国进口药械代理三足鼎立的格局。2021 年 2 月, 重庆再次获批成为继北上广后全国第四个、西部地区首个办理“化学药品”首次药品进口备案的口岸城市。重庆作为“一

带一路”与长江经济带互联互通枢纽、西部大开发战略重要支点，其进口药品代理市场潜力巨大。

药检优势：重庆进口检验速度较快。重庆作为新增的第四个首次进口口岸，中西部重点城市的日常进口检验量不到北上广的十分之一，检验配套人员及设施充足，相较于北上广三地，重庆具备检验效率高的优势，节约进口药械通关的时间成本，整个检验流程约为 15-30 天，重药集团全程跟进检验报告的进展。进口药品得以更快融入市场，加速了市场供货率，对于有效期要求较高的药品来说，具有重要意义。

图 16：重庆首次进口药品和生物制品口岸获批历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：药品进口口岸设置的相关政策

时间	文件名	具体内容	政策影响
2018.11	《国务院关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》	由药监局、海关总署负责，支持在重庆自贸试验区设立首次进口药品和生物制品口岸。	使重庆成为继北上广后第四个可进口首次在中国境内销售的药品和生物制品（如疫苗、血制品、血液筛查试剂等品种）的城市。
2019.1	《国家药监局关于同意重庆口岸药品监督管理局增设生物制品进口备案职能的批复》	同意重庆口岸药品监督管理局增设生物制品进口备案职能。	重庆口岸药品监督管理局具备生物制品进口备案手续办理资质。
2019.3	《重庆市人民政府关于贯彻落实国务院支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》	由市药监局牵头，争取增设生物制品进口功能尽快落地；做好首次进口药品通关及检验相关准备工作；对首次入境药品和生物制品进行严格监管。	确定完成时限为 2019 年 9 月底前，促成政策尽快落地。
2021.2	《国家药监局关于同意重庆市药品监督管理局增加化学药品首次药品进口备案职能的公告》	同意重庆市药品监督管理局增加化学药品首次药品进口备案职能。	重庆成为继北上广后全国第四个、西部地区首个办理化学药品首次药品进口备案的口岸城市。

数据来源：药监局，重庆自贸区官网，西南证券整理

成本优势：“渝新欧”地理优势和运输成本优势日益凸显。中欧班列“渝新欧”累计班列数量全国第一，货值占全国各地往返欧洲班列 85% 份额。2021 年渝新欧铁路线开行量超过 4800 班，占全国比例超 30%，运输箱量超 40 万标箱，开行线路已可通达欧洲上百个城市。虽然目前铁路运输并非进出口贸易最主要的运输方式，但是渝新欧铁路线拥有强大的物流成本优势和优于海运的时间成本优势。相较于空运，中欧班列的运输时间仅比空运多 10

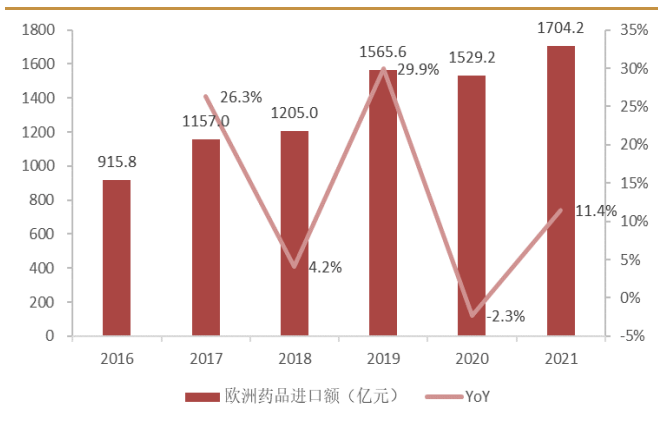
天，但中欧班列温控运输的费用比空运节约 50%，非温控运输费用比空运节约 70%；相较于海运，运输费用二者相当，但中欧班列的运输时长比海运快 45 天。所以渝新欧铁路线在药械进口贸易中发挥重要运输作用，重庆的区位优势也更加凸显。

图 17：“渝新欧”班列路线图



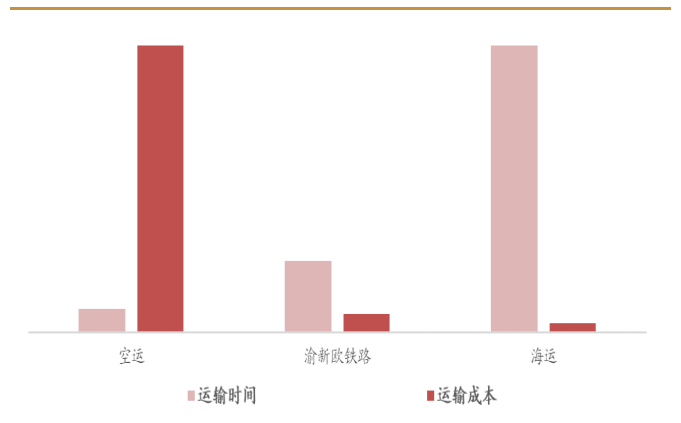
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2016-2021 年我国从欧洲进口药品金额及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：渝新欧铁路线具备运输时间和运输成本优势

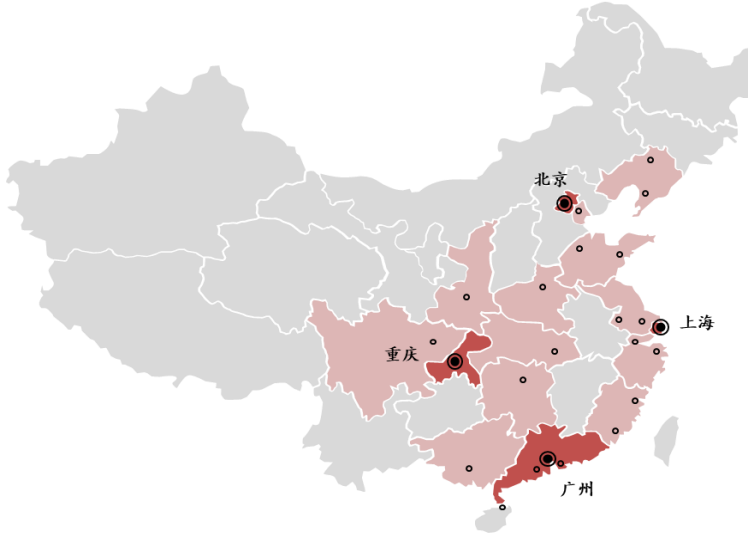


数据来源：Wind，西南证券整理

借鉴北上广行业龙头进口总代理业务发展史，设立药品首次进口口岸是医药流通龙头成长的充分条件。2019 年以前我国有北京、上海、广州三个首次进口药品和生物制品口岸，进口新药均需通过北上广三地辗转流通到全国各地，国药、上药、华润等全国性流通企业依靠口岸优势抢占了大部分进口药品代理市场。以上海医药为例，2018 年上药收购康德乐中国后成为全国最大的进口药品代理、分销商，同年国内获批上市的 20 种进口新药中，上药获 15 种药品的全国总代权，年度药品分销收入增长约 20%；2019 年上药新增 17 种进口新药的全国总欧代权，实现 16% 的分销收入增长率，代理数量与收入增长是相关的。从安徽省和天津市公布的 2019 年公立医院进口药品代理商分布情况来看，上药、国药、华润三家企业合计享有 30%-50% 的市场份额。重药控股的进口药品代理市场份额占比极低，截至 2022

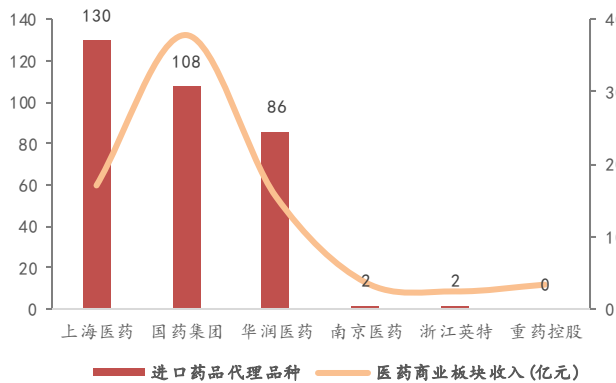
年，公司拥有 1 项进口药品的全国总代权，随着公司持续推进洽谈进口总代品种，发挥重庆药械进口的“三大优势”，其未来市场空间广阔。

图 20：全国药品进口口岸分布情况



数据来源：药监局，西南证券整理。注：我国目前允许药品进口的口岸城市包括北京、天津、上海、大连、青岛、成都、武汉、重庆、厦门、南京、杭州、宁波、福州、广州、深圳、珠海、海口、西安、南宁、苏州、济南、长沙、郑州、沈阳；其中北京、上海、广州、重庆为可首次进口口岸。

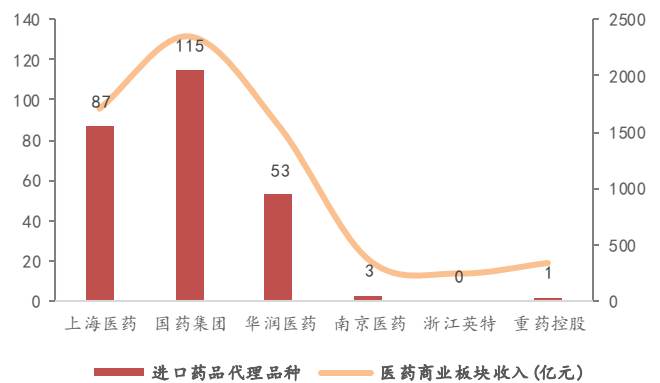
图 21：2019 年安徽省公立医院进口药品代理商情况



数据来源：安徽省药监局，西南证券整理

注：安徽和天津作为较早落地“两票制”政策的省级行政单位，截至 2019 年末分别公示了 818、832 种公立医院进口药品的代理商分布情况。

图 22：2019 年天津市公立医院进口药品代理商情况



数据来源：天津市药监局，西南证券整理

2.1.2 物流仓储布局持续深化，打造西部分仓服务最大供应商

重庆医药集团和平物流有限公司是集团下属专业医药仓储配送企业。和平物流肩负着集团内部营销网络相匹配的物流配送体系建设及营运管理，致力于打造西部最大的第三方分仓和医药物流业务，物流公司直接管理集团重庆市主城区内符合 GSP、欧盟和北美药械仓储管理规范的 8 万平米中心库及分布于全国各省级配送中心的 41.2 万平方米物流仓库。物流公司主体和平物流中心位于重庆西部物流园，其冷库和冻库系统是全国第一，是公司投资近 3.8 亿（一期）建设的现代物流中央配送中心。占地 130 亩，分两期建成，一期总面积 57982.7 m²，二期总面积 46946 m²。物流中心能存储约 60 万件药品；日均处理订单 5000，订单行 2 万余行；日均处理出入库各 2 万件，峰值 3.5 万件以上。

图 23: 重药控股和平物流中心



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

物流布局完善, 助推进出口业务实现新突破。从重庆口岸首次进口的药品将通过重庆医药的分拨基地与其他口岸进行对接。公司以先进的物流配送体系支撑公司医药商业业务发展并开展三方物流业务, 拥有国内一流的现代物流综合基地, 土主一期的年处理物流量近 200 亿元, 较原设计 250 亿元的处理能力已接近饱和。同时在重庆以外自建多级区域性物流节点, 仓储总面积超过 49.2 万平方米, 拥有封闭式医药专业货运车 800 余辆。并利用院内智能物流技术手段, 与大型综合医院开展合作, 实现库房前移; 与中小型医院及区域医疗中心优势互补, 构建中央药房, 实现集中配送, 提高药品流转配送效率。

提速中西部物流基地建设, 新建基地陆续竣工投产。截至 2022 年 5 月, 公司已完成重庆土主物流 (二期), 宁夏、甘肃、武汉三个省级物流项目的竣工验收, 尚有四川物流中心在建。2022 年 5 月, 西部现代物流综合基地项目 (二期) 已竣工并验收完毕, 已正式投产运营, 土主二期年处理量可达 100 亿元, 出货量达 490 万项, 该基地的投产有助于扩充土主物流基地的整体物流处理能力。此外, 公司对湖南、贵州物流设施设备进行整体改造升级, 全力打造省级配送平台, 提高协同配送能力建成。

图 24: 公司主要的已建或在建物流中心情况



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 2：截至 2021 年末公司省级物流仓储中心分布情况

区域	省级物流仓储中心	仓库面积 (万平方米)
西南区域	重庆、四川 (成都)、贵州 (贵阳)	13.6
西北区域	甘肃 (兰州)、宁夏 (银川)	3.5
中部区域	湖北 (武汉)、湖南 (长沙)	4.1
合计	7 个	21.2

数据来源：公司公告，西南证券整理

抓住重庆药械进口机遇，公司“土主保税仓”降低时间及资金成本优势凸显。和平物流中心位于“渝新欧”铁路起点近 500 米处，是重庆海关认定的医药保税仓，在降低时间成本及资金成本方面发挥较强的竞争优势。作为医药保税仓，不仅具有保税功能，且客户可直接运输货物至仓库内就地清关，极大程度缩减时间成本。同时比起仓外，仓内每托盘存储费用要低至少 4 元，全年可为客户节约 25% 及以上的租金成本。

“中欧班列+医药保税仓”吸引外企与公司进行深度合作，公司在重庆地区的物流仓储中心于 2018 年投运，2019 年即出现供不应求的现象。目前阿斯利康与辉瑞两大主要客户合计约占 1/3 仓位，阿斯利康与辉瑞在库房内日均货量分别为 10 万件、6 万件，库房标准已达到欧标和美标。公司具备辐射全国的配送服务能力，为其抢抓重庆口岸机遇进行发展提供了良好条件和有力支撑，两个国际龙头企业的进驻起到了很好的示范作用，助推公司稳坐国内外医药企业西部分仓服务的最大供应商。

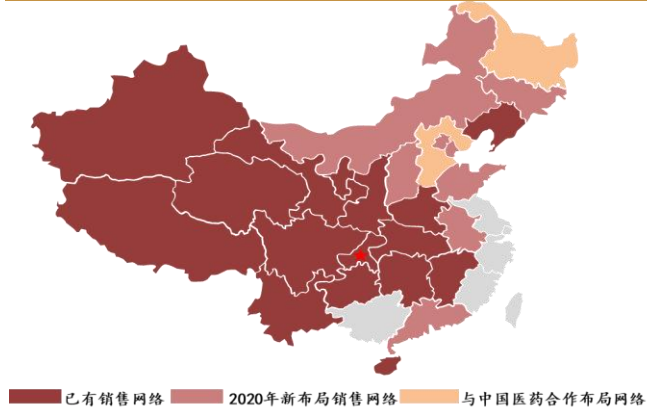
对接欧洲药品进口市场，代理+物流齐发力。2019 年公司首次获得某品牌药品全国总代权，实现公司进口药品全国总代权零的突破。公司利用麻精药品一级批发商的全国分销网络优势实现全国分销，该品牌药品已在全国 26 个省份实现销售。同时，公司积极跟进十余个其他品牌药品总代项目落地。公司利用重庆的口岸优势和“渝新欧”铁路线的运输成本优势，采用产品进口、分销代理、成立合资公司、研发合作等多种方式打通国际化合作渠道，精准对接欧洲药品进口市场，持续洽谈进口总代品种；同时大力拓展三方物流业务，完善全国物流网络布局，争取新引进国际知名药企在渝设置分仓，有望在 3 年内实现海外业务新突破，实现进出口业务与全国分销平台融合发展。

2.2 深扎西南地区，内生+外延推进全国网络布局

西南地区龙头地位稳固，终端覆盖率不断提高。公司作为西南地区医药流通领域的龙头企业，旗下的零售连锁品牌“和平药房”在重庆地区享有较高知名度，其批发与零售业务均在资源、渠道方面具有较大的区域优势。在“两票制”政策背景下，公司深入扩展医院终端业务，目前公司营销网络覆盖全国 31 个省（市、自治区），在重庆、青海、甘肃、西藏等省市的市占率位列第一，其中在四川、陕西、重庆的销售规模超 50 亿元。在核心销售区重庆市内，医疗机构覆盖率稳居第一，已实现三级甲等医疗机构 80% 覆盖，二级医院 60% 覆盖，“大本营”地位优势突出。

商业并购稳步推进，中西部布局基本完成，加速全国网络布局。2020 年，安徽、吉林、内蒙古等空白区域的投资项目陆续完成；天津天士力营销集团的并购项目有序推进，并购成功后新增北京、广东、山东、天津、山西区域的市场覆盖。2021 年，公司完成内蒙古天和、重药长圣、重药杭州投资并购项目的落地；通过设立分公司的模式搭建了浙江、上海两个省级平台。目前正积极推进江苏、广西、福建、黑龙江等省级空白市场。截至 2021 年末，公

公司拥有全级次控股子公司 200 余家，实现全国 27 个省、市、自治区及香港特别行政区的布局，实现了区域网络下沉，持续夯实区域性竞争优势，加快推进全国商业网络布局战略的落地。

图 25：混改后的全国销售网络布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2018-2021 年公司商业平台及子公司数量进展

	医药商业省级平台（个）	全级次控股子公司（家）
2018	14	-
2019	16	-
2020	25	165
2021	27	200

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2018-2021 年重药控股收购或新设立企业情况

年份	企业名称	主营业务	合并类型	交易金额/注册资本（万元）	持股比例
2021	重庆医药集团内蒙古天和医药有限公司	药品批发及零售	收购	4466.8	70.0%
	重庆医药集团杭州医药有限公司	药品批发	收购	955.5	51.0%
	重药金泉（重庆）供应链管理有限公司	医疗用品及器材批发	收购	-	51.0%
	重庆医药集团四川供应链管理有限公司	医疗用品及器材批发	收购	-	51.0%
	重庆医药集团长圣医药有限公司	药品批发	收购	5955.0	51.0%
	重庆医药集团周口有限公司	医疗用品及器材批发	新设	2000.0	51.0%
	重庆医药集团许昌医疗器械有限公司	医疗用品及器材批发	新设	1000.0	51.0%
	重药（山东）生物科技有限公司	医疗用品及器材批发	新设	500.0	67.0%
2020	重药控股安徽有限公司	药品批发	收购	26618.4	51.0%
	重药控股蒙东（通辽）医药有限公司	药品批发	收购	2848.6	51.0%
	重药控股吉林省天华医药有限公司	药品批发	收购	8705.9	70.0%
	重庆医药集团（天津）医药商业有限公司	药品批发	收购	145780.4	100.0%
	四川人福医药有限公司	药品批发	收购	36200.0	70.0%
	宁夏众欣联合方泽医药有限公司	药品批发	收购	5778.8	100.0%
	重庆医药集团郑州有限公司	药品批发	收购	15058.3	100.0%
	四川同源医药贸易有限公司	药品批发	收购	-	51.0%
	重庆重药惠生健康产业有限公司	商业服务	新设	1000.0	99.0%
	重药控股内蒙古有限公司	药品批发	新设	1000.0	51.0%
	重庆医药集团香港有限公司	药品批发	新设	-	100.0%
	重庆医药集团诺康湖北大药房有限公司	药品零售	新设	100.0	100.0%
2019	重庆医药集团（宁夏）有限公司	药品批发	收购	6221.2	70.0%

年份	企业名称	主营业务	合并类型	交易金额/注册资本 (万元)	持股比例
	重庆医药集团铭维医疗器械有限公司	医疗用品及器材批发	收购	1836.0	51.0%
	重药控股(大连)有限公司	药品销售	收购	5100.0	51.0%
	重药控股(海南)医药有限公司	药品销售	收购	2431.0	51.0%
	重庆重药惠生健康产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资	新设	50000.0	99.8%
	重庆医药集团中药有限公司	药品销售	新设	10000.0	100.0%
	贵州重药医疗器械有限公司	医疗器械销售	新设	1000.0	51.0%
	重庆医药集团忆通医疗器械(湖北)有限公司	医疗器械批发及零售	新设	1000.0	51.0%
2018	甘肃重药医药有限公司	药品批发	收购	11729.0	75.0%
	重庆医药集团宜宾医药有限公司	药品批发	收购	20180.0	90.0%
	重庆医药(集团)新疆有限公司	药品批发	收购	7137.0	90.0%
	重庆医药集团河南有限公司	药品批发、医疗器械销售	收购	3862.0	51.0%
	河南重药医疗器械有限公司	医疗器械、医疗耗材销售	收购	-	67.0%
	湖北鼎康生物科技有限公司	医疗器械销售	收购	29016.0	51.0%
	重庆科博生物技术有限责任公司	研究和试验发展	收购	900.0	51.0%
	重庆医药湖北利源医药有限公司	药品批发	新设	1000.0	67.0%
	重药控股黔南有限公司	药品批发	新设	5000.0	70.0%
	重庆医药集团华默生医药科技有限公司	生物医药技术开发、咨询、转让	新设	15000.0	51.0%
	重庆医药集团供应链管理有限公司	供应链管理、药品销售经营	新设	2000.0	100.0%
	重庆医药集团席勒医疗设备有限公司	医疗器械、仪器仪表销售	新设	3000.0	50.0%
	重庆医药集团和平物流有限公司	普通货运、货物专用运输、仓储服务	新设	35000.0	100.0%
	重庆医药(集团)甘肃欣特健康科技有限公司	药品批发、医疗器械销售	新设	1000.0	75.0%
	重庆医药萍乡有限公司	药品批发	新设	1000.0	51.0%

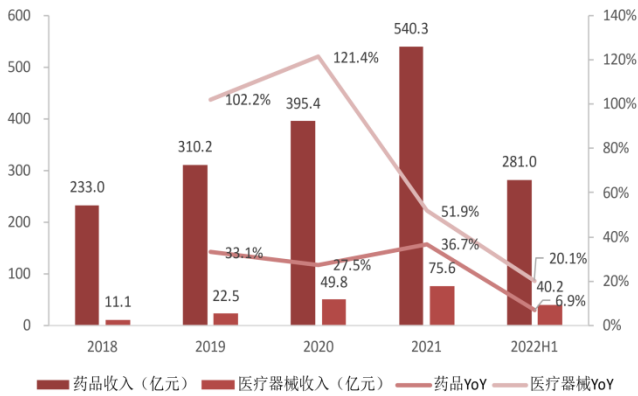
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司基于“内生增长+外延扩张”双驱动的成长模式，在巩固西南地区医药流通龙头地位的同时实现了省外业务的高速增长，目前已基本完成中、西部地区的框架搭建，全国销售网络布局也日渐成熟。公司在“十四五”规划中的目标收入规模为 1000 亿，并提出“三百城”的战略目标：除了完成空白省会布局以外，在全国 300 余个地级市完成新设或并购企业的目标，是流通领域内少有的逆势环境下仍有能力积极寻求扩张的企业，具备稀缺性。

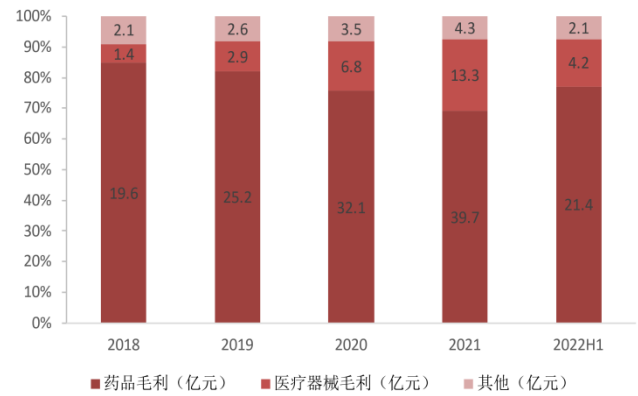
2.3 产品结构日益优化，医疗器械强势发力

产品品规丰富，主要分为药品和医疗器械两大类。截至 2021 年末，公司医药商业板块经营各类商品品规共计 10 万多个，包括药品、医疗器械、中药保健品、化妆品等多样化的品种组合；是中国三家经营特殊药品的全国性批发企业之一，也是“中央和地方”两级药品器械储备单位；与 7000 余家国内外供应商保持紧密合作关系，与多家世界 500 强医药企业保持长期稳定的战略合作关系，与多家国家工信部排名前 100 强生产企业建立长期良好合作关系，是众多国内外知名企业在重庆乃至西部的首选一级经销商。

战略布局高毛业务, 医疗器械业绩增速亮眼。 医疗器械类流通业务作为公司的高毛业务, 近年来业绩增速表现超预期。收入方面, 2021 年医疗器械收入为 75.6 亿元, 同比增长 51.9%, 收入占比提升至 12.1%, 2018-2021 年医疗器械收入 CAGR 高达 89.4%。利润方面, 2021 年医疗器械毛利为 13.3 亿元, 同比增长 94.7%, 毛利占比提升至 23.3%, 2018-2021 年医疗器械毛利 CAGR 高达 110.9%。

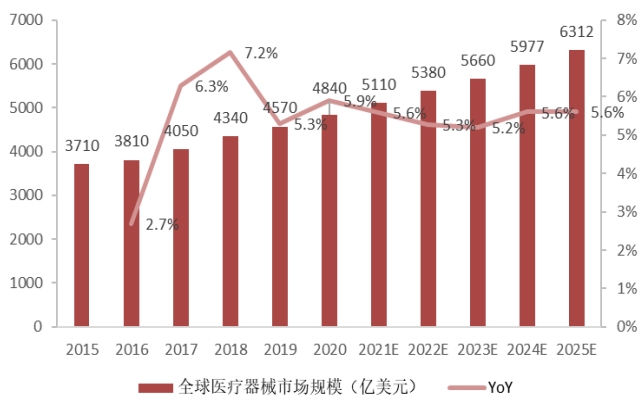
图 27: 2017-2022H1 主营业务收入结构(亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 2017-2022H1 主营业务利润结构(亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中国医疗器械流通行业整体发展势头强劲, 但集中度较低。 根据弗若斯特沙利文数据, 2020 年全球医疗器械市场规模为 4840 亿美元, 同比增长 5.9%, 2015-2020 年全球医疗器械市场 CAGR 为 6.2%。2020 年中国医疗器械市场规模约为 7232 亿元, 同比增长 16%, 2015-2020 年中国医疗器械市场 CAGR 为 18.2%。中国成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场, 预期 2025 年中国医疗器械市场规模将突破万亿级别, 2020-2025 年中国医疗器械市场规模增速有望达到 14%。2020 年我国器械流通行业规模 7232 亿元, 对应的经营企业却达到近 70 万家, 平均每家销售规模仅为 103.3 万, 行业整合的空间较大, 行业集中度有望提升。

图 29: 2015-2025E 全球医疗器械市场规模及增速


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

图 30: 2016-2025E 中国医疗器械市场规模及增速


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

公司通过“新设+并购”方式, 推动医疗器械类高速发展。 目前器械耗材领域的“集采”和“两票制”已箭在弦上, 行业面临终端利润下降、集中度提高、产品可及性和渗透率提升的整体趋势, 器械流通企业纷纷加速行业整合步伐, 通过收购和新设企业等方式投资布局全

国销售渠道。公司将医疗器械业务作为其战略发展方向之一，以重药器械为核心，2021年新控股2家子公司重药金泉、重药四川供应链，新设4家公司重庆医药集团周口、重庆医药集团许昌、重药山东、重药上海，加强全国范围内医疗器械流通市场的业务拓展，着力寻求新的利润增长点。预期2022年公司的医疗器械类销售规模突破100亿，达到“十四五规划”医疗器械细分市场奋斗目标“200亿”的半程节点，2020-2025年公司医疗器械收入CAGR有望达到32.1%，远超中国医疗器械市场对应5年复合增速14%。

图 31：2018-2021 年重药控股医疗器械类公司的新设及收购进展



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：重药控股医疗器械业务收入预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
重药控股医疗器械类业务收入(亿元)	75.6	100	130	160	200
yoy(%)	51.9%	32.3%	30.0%	23.1%	25.0%
中国医疗器械市场规模(亿元)	8317	9381	10619	12149	13900
yoy (%)	15.0%	12.8%	13.2%	14.4%	14.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，首次进口药品口岸优势+“渝新欧”铁路运输优势，立足西南、布局全国的强势扩张策略，以及对产品结构优化的战略布局这三大亮点为重药控股成长壮大为全国医药流通龙头企业提供了多重支持，未来两年有望迎来公司爆发式增长。

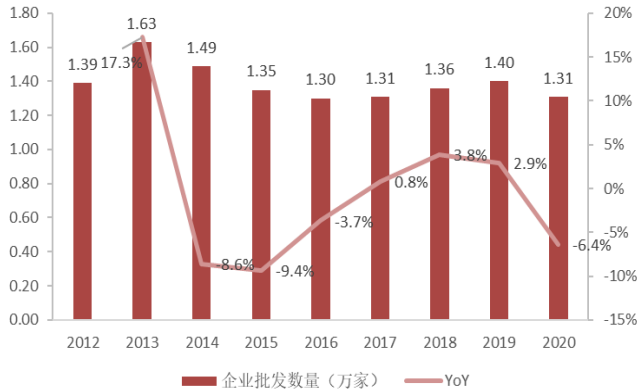
3 核心业务：集中度提升带来向上的市场空间

3.1 批发业务：两票制政策推动行业集中提升，SPD 院内物流开发增量市场

受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。带量采购、两票制、医保控费等政策相继全国落地，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，大中型批发企业正加速兼并淘汰小型企业，中长期内行业集中度提升趋势不变。2015-2020年，我国医药批发企业总量变化平稳波动，截至2020年末，全国医药批发企业数量约1.31万家。2021年，中国医药批发行业Top100市场份额

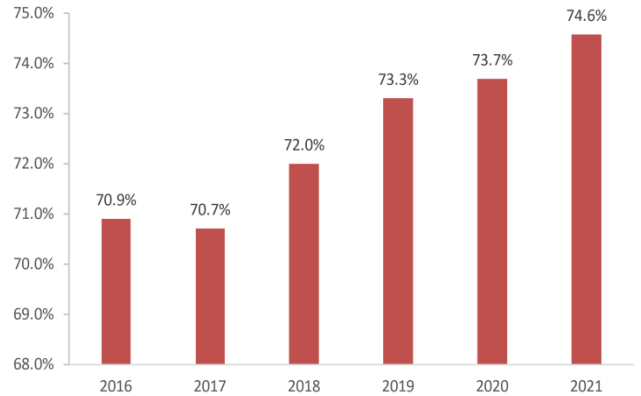
占市场总规模的 74.6%，同比提升 0.9pp。公司作为营收规模排名全国前十的区域龙头企业，在行业集中趋势下未来市场前景较好。

图 32：2012-2020 年医药批发企业数量及增速



数据来源：国家药监局，西南证券整理

图 33：2016-2021 年中国医药批发行业 Top100 市场份额



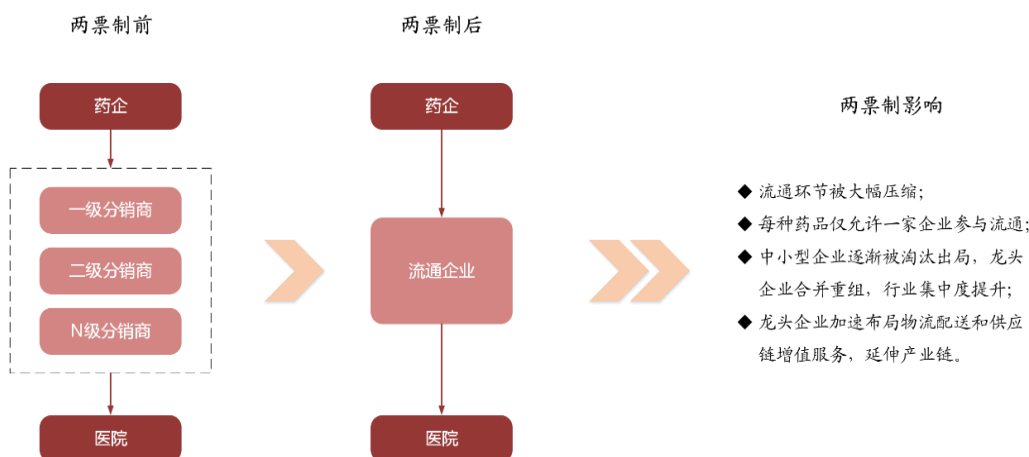
数据来源：中国产业信息网，智研咨询，西南证券整理

表 5：医药批发行业相关政策一览

政策	具体内容	对医药流通企业的影响	公司对策与布局
医保控费+药品价格管理	对纳入政府定价范围内的药品价格进行限价管理。	清单内的药品价格下降，纯销利润降低。	正通过集中采购、压低前段采购成本、开拓市场等渠道适应新政策。
药品购销两票制 疫苗购销一票制	药品仅能开具从药厂到经销商+从经销商到医院的两次发票；疫苗应由生产企业直接向预防控制机构供应。	大幅压缩药品流通环节，分销业务受阻，加剧行业内的竞争、合并、重组、升级，促使医药流通企业向上下游延伸。	纯销方面，聚焦终端客户，实现渠道下沉；分销方面，规避传统竞争路线，关注新的业务模式，探索成立全国分销渠道；同时加速布局物流配送和供应链增值服务。
带量采购	药品招采时实行带量采购，医疗机构应按合同约定及时结算货款，医保基金按不低于 30% 的标准提前预付。	降低企业纯销业务交易成本，缩短回款周期，改善医药流通行业普遍存在的资金周转问题。	在带量采购政策效应完全落地前，配合使用应收账款保理、资产证券化等金融工具缓解短期内的资金周转问题。

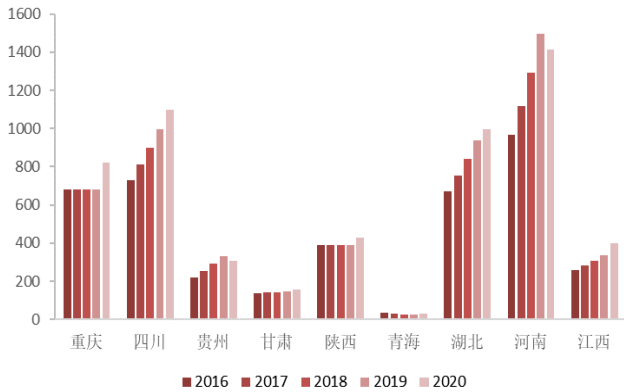
数据来源：卫健委，商务局，国家医保局，西南证券整理

图 34：两票制对龙头企业的影响

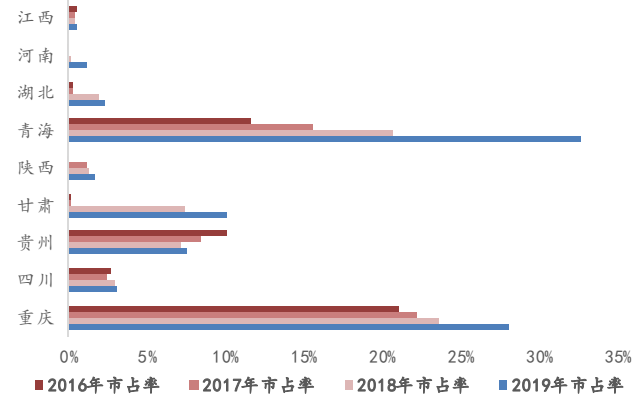


数据来源：西南证券整理

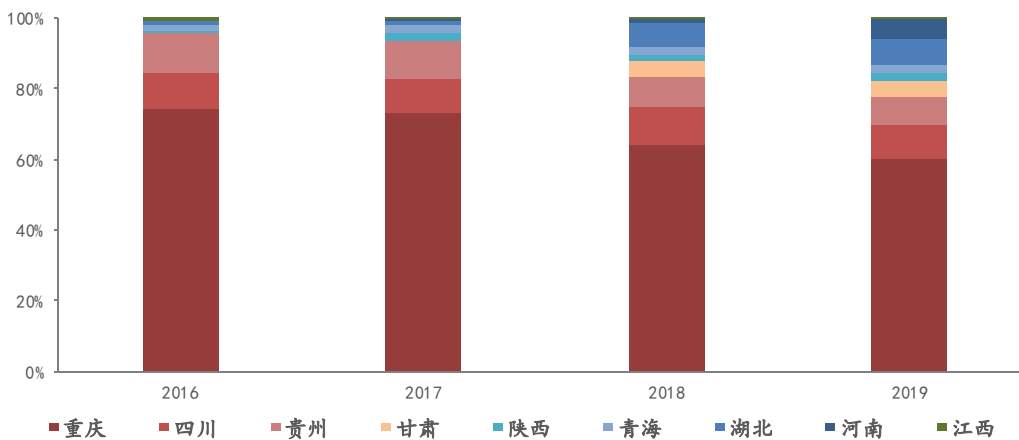
公司在全国的市场份额持续提升，收入结构趋向多元。公司近年来不断推进重庆市外的商业并购项目，全国范围内的大区管理模式已初见成效：中部核心销售区域湖北省的市占率近两年显著提高，河南、湖南、江西等地的销售额同比增速均超两位数，重庆区域与其他区域的营收占比逐渐缩小，区域间的平台联动效应明显增强。随着全国营销网络布局的持续优化，公司在全国范围内的市占率有望得到提升，单一市场经营风险将有所分散。

图 35：各地区市场规模情况


数据来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，西南证券整理

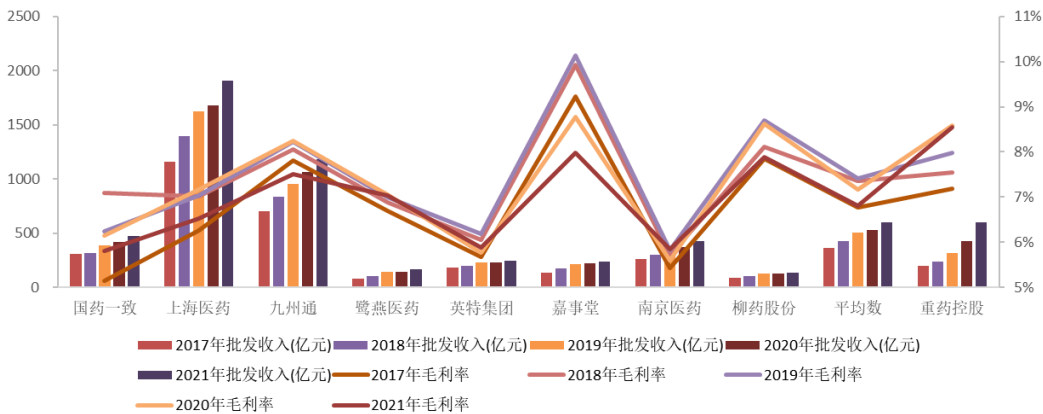
图 36：各地区市占率情况


数据来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，公司公告，西南证券整理

图 37：营业收入的区域构成情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

同业表现良好，公司毛利率高于行业平均。目前医药批发行业已形成以国药集团、上海医药、华润医药、九州通、重药控股为代表的全国性龙头企业和以南京医药、嘉事堂等为代表的区域性龙头企业。公司批发业务毛利率高于行业平均水平，营业收入呈现出两位数以上的年均增速，在医药批发企业中表现较好。

图 38：批发业务营收情况同业比较


数据来源：Wind，西南证券整理。注：上图为同业上市公司年报中披露的批发口径数据，国药股份、瑞康医药等同业上市公司年报中未按批发、零售口径披露收入，故未纳入上表统计范围。

批发板块业务扩展：整合供应链，发展物流延伸服务。完整的供应链体系将给公司带来客户粘性，公司目前已完成渝、津、京、黔、陕、疆、鄂、赣等院内物流项目建设超 50 家，并坚持自主研发、持续产品化，完成自有知识产权的 SPD 平台产品打造。公司布局的 SPD 院内物流项目可实现医院药房管理智能化+药品供应链全程追溯，可使患者取药等候时间缩短 70%，门诊处方量增长 15-20%，实现了“患者、医生、企业”的三赢局面。

图 39：公司 SPD 项目开展情况


数据来源：公开信息、西南证券整理

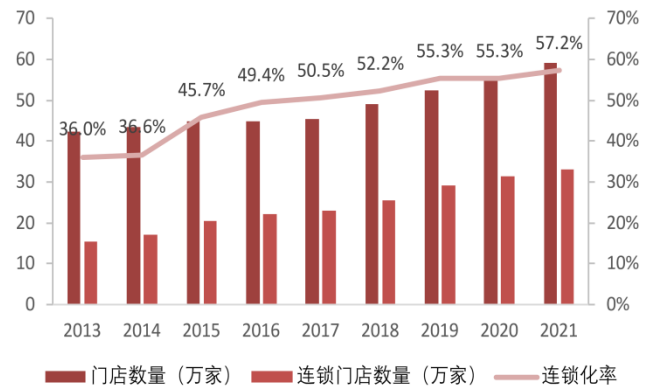
批发业务是公司收入的核心来源，该行业正面临两票制、集采等政策波动，但也处集中度提升的风口。在此契机下，公司积极推进重庆市外的商业并购项目，抢占存量市场；同时整合产业链下游发展院内物流业务，开拓增量市场，我们认为未来公司的批发收入有望迎来快速成长。

3.2 零售业务：政策利好产业升级加速，全渠道抢占处方外流市场

零售行业集中度、连锁率持续提升，产业升级加速。医药零售行业比药品批发具有更高的毛利率，同时受益于药品零加成、降低药占比、处方外流等政策利好，潜在市场规模较大。在处方外流和药店分级分类的趋势下，零售药店的专业性和服务属性日益受到重视，单体药店和小型药店的生存环境将持续恶化，药店连锁率和行业集中度提高，医药零售行业转型升级进程加速。根据米内网数据，2021 年我国零售药店销售规模（含药品和非药品）的销售规模为 7950 亿元，同比上涨 10.9%。根据国家药监局数据，2021 年我国零售药店数量为 59 万家，同比上涨 6.5%，其中连锁药店数量达到 33 万家，同比上涨 5.4%，2021 年连锁化率为 57.2%，同比增加 1.9pp，连锁化率逐年上涨趋势明显。

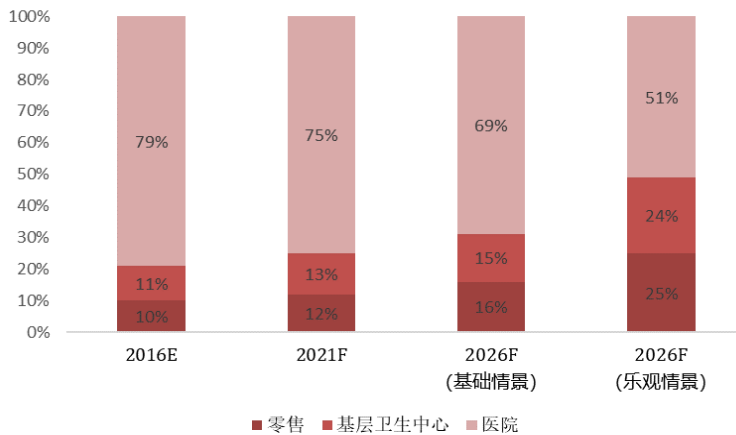
图 40：2013-2021 年零售药店销售规模及增速


数据来源：米内网，西南证券整理。注：销售额数据范围包含实体药店+网上药店，药品+非药品。

图 41：2012-2021 年中国医药零售药店数量及连锁化率


数据来源：国家药监局，西南证券整理

处方外流加速，线上线下融合发展。集采降价、DRGs、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。面对处方外流的大趋势，公司全渠道抢占处方外流市场。**1) 线下渠道：**公司旗下全国知名品牌“和平药房”、“和平新健康药房”拥有分布川渝黔等十六个省市自治区的门店近 800 家，分别抢占 OTC 大健康市场及处方药市场，同时开展 DTP 特药直送、医院输注中心等业务。**2) 线上渠道：**公司构建中国医药商业领先的“医药+互联网”平台，开展 B2C、O2O 等医药电商业务，通过互联网、物联网、人工智能、大数据应用及移动终端等信息技术支撑，开展慢病管理、电子处方流转、院外药事管理、远程诊疗等辅助医疗服务。

图 42：医院处方药逐步流向零售及基层


数据来源：波士顿咨询公司，重药控股，西南证券整理

表 6：医药零售行业相关政策一览

政策	具体内容	对医药流通企业的影响	公司对策与布局
药品零加成+处方外流	取消公立医院药品加成，进行零差率销售；允许门诊患者自主选择医疗机构或零售药房购药；允许有条件网售处方药。	行业潜在市场规模扩大，在医疗服务方面对零售药房提出更高要求。	创新零售营销模式，积极申办“双通道”药房，构建“处方流转+互联网”平台等方式拓展以患者管理及大健康管理为核心的增值服务项目。

政策	具体内容	对医药流通企业的影响	公司对策与布局
集采降价 +集采扩面	进一步实施公立医院药品带量采购、量价挂钩、以量换价，从而降低药价。	医院药价下降，药店与医院价差加大，降低医药零售企业销量和毛利率。	继续发挥批发业务带来的规模优势，提高议价能力和区域市场市占率。
药店分级分类	按照经营条件和合规状况对零售药店进行分类分级，从而确定经营范围，执业药师数量影响分类结果。	短期内加大药品零售企业管理成本，长期内利好业内龙头，加速行业集中度提升。	加大资源整合、外部扩张力度，建立分类分级标准，推进门店提档升级。

数据来源：卫健委，商务局，国家医保局，西南证券整理

● 线下渠道

旗下“和平药房”在川渝地区品牌力强。公司零售业务盈利模式主要是利用自身规模从厂家处获得较低批发价格，赚取进销差价。旗下零售主营品牌和平药房经过 20 余年的连锁经营，在川渝地区已具备较高知名度和品牌影响力，门店扩张布局立足川渝市场，着眼中西部地区。在政策背景下，公司正通过增值服务、多元经营等模式挖掘零售板块业务增长点。

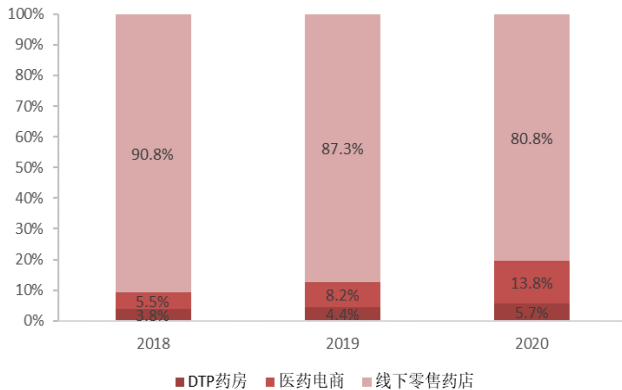
旗下“和平新健康药房”专注 DTP 处方药市场，全国发力：公司旗下“和平新健康”药房与医院 HIS 系统实现联网，抢占“零加成”、“药占比”政策下的处方外流市场，并积极开展特药直送、输注中心、送药到家等业务，通过基于“品牌、体系、运营”统一模式下的 DTP 处方药房全国布局，塑造“和平新健康”专业品牌。截至 2021 年全国范围内已布局 83 家、预计 2022 年再开设 60 家。

DTP 药房：公司十四五期间计划从 DTP 药房切入，发力零售板块。处方外流+消费升级趋势下，DTP 渠道重要性日益凸显。与普通零售药店相比，DTP 药房主要经营抗肿瘤、丙肝、自身免疫系统疾病等方面的新特药，具备专业优势；此外 DTP 药房直接获得制药企业授权，能够满足药企端创新药推广、数据回收以及患者端药事管理。从全国药品不同零售渠道占比来看，线下药店仍是主流，DTP 药房起步较晚占比较小，处于早期的高速扩张阶段，根据米内网数据库，2020 年我国 DTP 药房市场规模为 190 亿元，零售占比为 5.7%，预计 DTP 药房将以 19.2% 的年复合增长率于 2024 年上涨至 383 亿元，零售占比有望提升至 10% 以上。

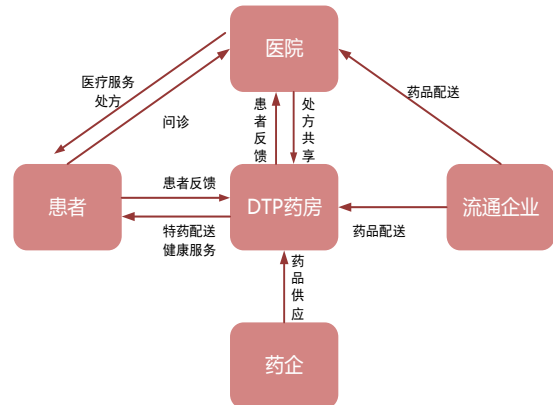
图 43：公司 DTP 项目开展情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：2018-2020 年药品零售渠道规模情况


数据来源：中物联医药物流分会，头豹研究院，西南证券整理

图 45：DTP 药房具有整合产业链需求的特性


数据来源：米内网，西南证券整理

批零一体化的商业公司转型自建 DTP 药房具有更大优势。国内多家医药流通及零售企业已布局 DTP 业务，业务模式已经成熟。根据业务模式，主要划分为三类公司：传统医药商业公司（国药控股、上海医药、华润医药、国药一致、广州医药、柳药股份等）、传统零售连锁药店（国大药房、老百姓、大参林、益丰药房等）、互联网大数据科技公司（邻客智慧药房、思源大药房、圆心大药房）。其中，2020 年商业公司的 DTP 药房规模占 DTP 药房市场规模的 65.7%，商业公司在 DTP 药房市场竞争中占据最高的市场份额。

1) 传统医药商业公司：国药控股 DTP 板块平均利润率约为 5%-6%，在**低利率模式**下实现了全国 30 个省、229 个城市布局。华润医药建立了完整的 DTP 药房管理体系和管理团队，截至 2021 年末，旗下的 211 家 DTP 药房共覆盖全国 76 个以上城市。

2) 传统零售连锁药店：以老百姓为代表的传统零售企业也纷纷成立 **DTP 专项小组/专项业务部**并将其作为战略发展方向。“内生发展+外延扩展”双轮驱动门店加速扩张，抓住处方外流机遇，强化医院周边布局，发挥院边资源优势。截止 2021 年数据，老百姓有 145 家 DTP 药房，2021 年 DTP 销售占比约 10%。

3) 互联网大数据科技公司：邻客作为互联网药房的代表企业，已通过**“自建+收购”**的形式在全国设立 30+ 家 DTP 药房，邻客集合了“大商业、大药房、大诊所、大课堂”四大平台功能，智慧随访是邻客患者服务中的一大优势，与传统 DTP 药房不同，传统 DTP 药房随访由店长或药师完成，零氪科技有专业的随访团队，基于不同的病种和患者群体，按照不同的随访模型和随访流程进行的，随访过程有专业的医学团队进行质量控制，以保证随访的科学性和严谨性。目前，每个智慧药房均标配一支至少 4 人的专业执业药师和经验丰富的临床医师团队。

表 7: DTP 药房市场类型及代表企业

DTP 市场类型	业务特点	代表企业
传统医药商业公司	依托“批零一体化”优势，转型自建 DTP 药房； 具备上下游供应链的成本优势； 具备强大的医院开发市场准入能力； 网络覆盖广，物流配送能力强；	
传统零售连锁药店	承接处方品类广； 连锁药店会员体系稳固； 门店分布广泛；	
互联网大数据科技公司	大数据赋能互联网平台，数字化运营优势显著； 服务模式创新； 自身体系医疗资源丰富	

数据来源：西南证券整理

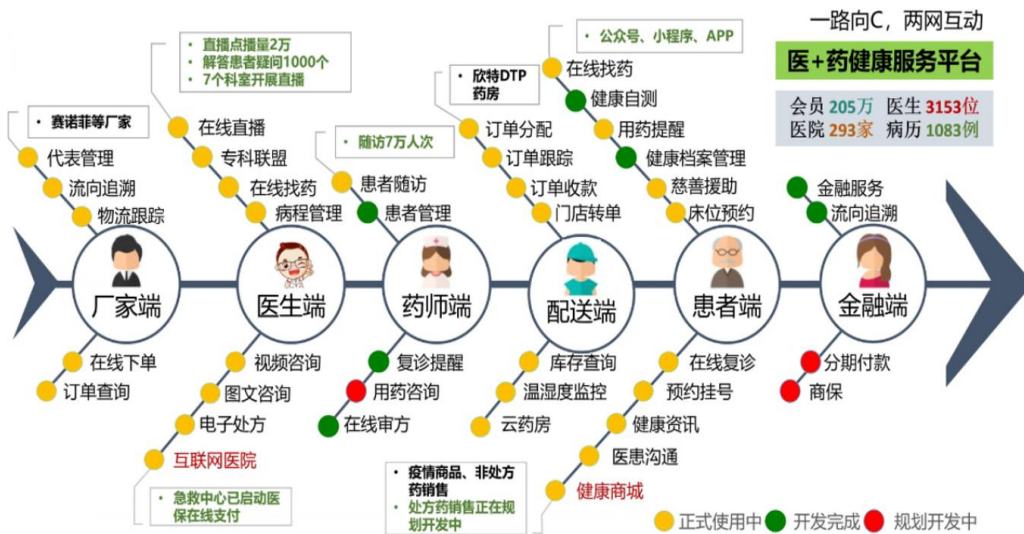
公司依托“批零一体化”优势，借助和医院、药企紧密联系，积极布局 DTP 药房。公司已成立零售战略事业部，旗下的新健康公司（布局院边+院外 DTP 药房）每年均实现 100% 以上的收入增长率；此外公司还与急救中心、重医附二院等医疗终端合作，积极拓展电子处方、互联网医院等创新业务，为 DTP 业务打通渠道。同时，作为国有性质的区域龙头医药流通企业，公司凭借与上游供应商密切的合作关系和完善的物流布局，能够从品种、价格、物流优势等方面更好地承接 DTP 业务，带来新的业绩增长。

● 线上渠道

与公立医院互联网医院开展合作，线上承接医院处方配送，现已合作医院 18 家。儿童医院支持全部品种线上复购，重医附二院支持全部国谈品种上线互联网医院，重医附属永川医院全面启动互联网医院运营。公司与重庆市急救中心、重庆附属第二医院在内的多家医院共建的互联网医院已投入运行。

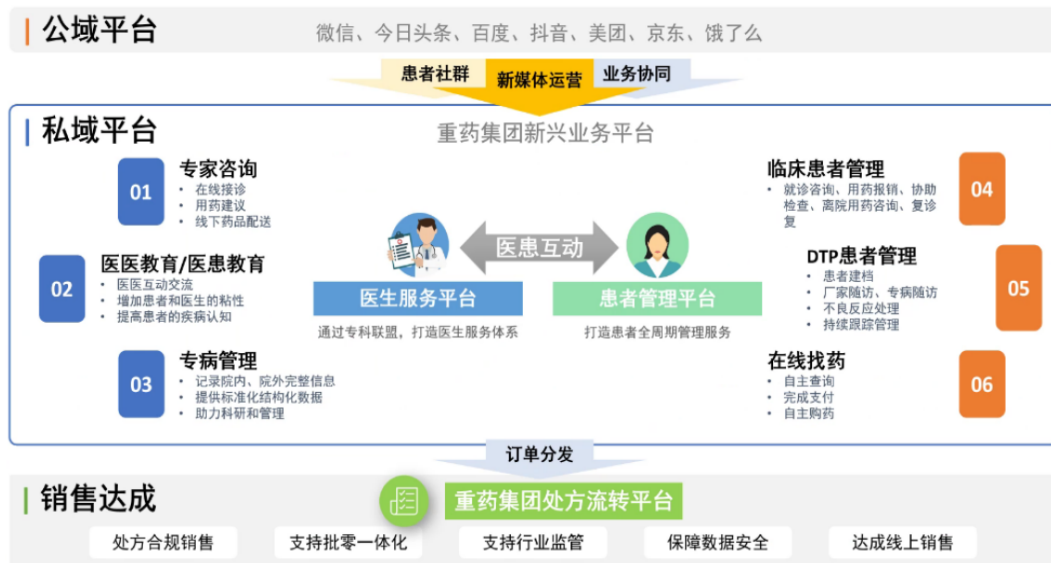
专业化健康服务平台：搭建“和平健康”APP、处方流转平台、专病管理系统等创新服务平台，联合医院、药店、患者多方参与，增强零售终端市场竞争力。以新思维、新技术、新工具赋能传统零售实体，构建 N+1 线上线下结合的和平新零售。运用社群营销、直播、视频等新技术、新工具，实现消费者触达更快、连接沟通更有效，企业效益更快提升。1) 私域流量平台（和平微商城、公众号）：重药和平药房公众号粉丝 80 余万，浏览量 1500 余万；2) 公域流量平台（天猫、美团、饿了么、京东到家、拼多多）：和平药房京东到家、美团、饿了么现已覆盖主城九区门店，未来将继续向区县纵向延伸；3) CRM 会员管理系统：建立慢病管理体系，完全实现线上线下一体化。

图 46：公司“医+药健康服务平台”建设情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 47：紧抓医、患服务构建的业务营销闭环



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 产业链延伸：联营企业业绩稳健，参与医药工业与研发

联营企业重庆药友的主业为制药工业，对公司净利润贡献较高。重庆药友是原料药-制剂一体化的国家级重点高新技术企业。原料药领域，通过美国 FDA、欧盟 EDQM、日本厚生省 PMDA 等 cGMP 认知，主要原料药产品 75% 以上均销往美国及欧洲市场，其中克林霉素系列产品已成为美国市场最大供应商。制剂领域，是中国第一家处方制剂通过加拿大 cGMP 认证的制药企业；固体制剂生产线是西部唯一一家通过美国 cGMP 认证的企业。公司生产的制剂产品已成功登陆美国、加拿大等欧美法规市场。受政策影响 2019 年以来利润增速下滑，

2018-2021 年利润增速为 51.94%/14.33%/0.37%/0.01%。重药控股对其间接持股比例 38.7%，2021 年重庆药友通过投资收益科目为重药控股贡献利润近 3.13 亿元，占重药控股净利润总额的比例约为 24.3%。

表 8：2017-2021 年重庆药友净利润贡献情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
重庆药友净利润(亿元)	4.64	7.05	8.06	8.09	8.09
重药控股净利润(亿元)	11.53	7.51	9.44	11.47	12.91
重庆药友对公司的净利润贡献(亿元)	1.80	2.73	3.12	3.13	3.13
重庆药友对公司的净利润贡献占比(%)	15.57%	36.33%	33.04%	27.30%	24.25%

数据来源：Wind，西南证券整理

坚持项目主导，医药研发工作步伐加快。重药控股通过药品上市许可人（MAH）制度，参与医药工业研发，投资、筛选、培育、报批一批附加值高的化学药品、生物制品、中成药、医疗器械的产品。2017 年，与日本第一三共原研技术转移的方式立项 PLGL 项目，近几年陆续启动了 PRBL、XNKS、AMST 等 9 个高端仿制药品的研发工作。2021 年，公司完成了 MAH 质量管理体系的建设，成功取得《药品生产许可证》，逐步落地新产品注册申报及上市的持续发展计划，初步搭建公司 GVP 质量体系。目前，3 个仿制药项目已提交注册申请，1 款产品全/半自动体外除颤仪已获批上市。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：批发业务

公司是国内外医药企业西部分仓服务的领先供应商，立足西部区域，辐射全国网络。2022 年第一季度国内疫情多点散发，收入和利润短期承压。综合来看，我们认为 2022 年公司批发业务增速略高于行业平均增速，在 2022-2024 年收入增速分别为 15%/15%/18%，毛利率分别为 8.3%/8.2%/8%。

假设 2：零售业务

零售板块正处于新业务开拓期和结构调整期，零售板块营收占比较低，营收规模波动较大，公司将在十四五期间重点发力零售板块，通过“内生增长+外延并购”发展全国 DTP 处方药专业药房和具有一定规模的省级连锁企业，实现零售和批发的两大业态发展匹配，发挥批零一体化优势。我们认为 2022 年公司零售业务趋于行业平均增速，在 2022-2024 年收入增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 20%/19.7%/19.2%。

假设 3：其他业务

公司其他业务稳定发展，我们认为 2022 年公司其他业务在 2022-2024 年收入增速分别为 20%/20%/20%，毛利率维持在 60%波动。

表 9：公司各项业务盈利预测（单位：亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	625.21	719.08	827.04	975.05
yoy	38.26%	15.01%	15.01%	17.90%
营业成本	567.82	655.31	754.53	891.69
毛利率	9.18%	8.87%	8.77%	8.55%
批发业务				
批发总收入	600.88	691.01	794.66	937.70
yoy	39.99%	15.00%	15.00%	18.00%
批发总成本	549.48	633.66	729.50	862.69
批发毛利率	8.55%	8.30%	8.20%	8.00%
零售业务				
零售总收入	22.66	26.06	29.97	34.46
yoy	3.90%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	17.84	20.85	24.06	27.85
毛利率	21.26%	20.00%	19.70%	19.20%
其他业务				
收入	1.67	2.00	2.40	2.89
yoy	43.97%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.50	0.80	0.96	1.15
毛利率	70.06%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 719.1 亿元、827 亿元和 975.1 亿元，归母净利润分别为 11.3 亿元、12.4 亿元和 13.6 亿元，2022-2024 年间公司营收、归母净利润复合增速分别为 16.4%、10.7%。EPS 分别为 0.65 元、0.71 元和 0.78 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 倍。

4.2 相对估值

由于公司业务处于扩张期，现金流尚不稳定，因此我们采用相对估值法对公司价值进行评估。我们选 5 家医药商业上市公司作为可比公司，2022 年 5 家医药商业上市公司的 PE 均值为 9.6 倍。1) 从批发行业看，受集采降价、两票制、医保控费等政策影响，小型企业面临淘汰风险，批发行业集中度有望日益提升。2) 从公司层面看，考虑到近年来公司在全国范围内的商业并购有序推进，新设/并购企业按照 2-3 年过渡期计算，部分新增子公司有望在 2022 年步入盈利期；重庆地区的口岸优势和地理优势有望助推公司实现进口药品代理业务新突破；同时考虑到加速整合供应链，发展 SPD 物流延伸服务，公司内生增速相对同业更快。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表（截至 2022 年 9 月 2 日）

代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601607.SH	上海医药	17.50	1.79	1.55	1.77	2.05	11.09	11.30	9.89	8.52
600998.SH	九州通	11.87	1.31	1.38	1.60	1.94	11.27	8.60	7.42	6.12
600511.SH	国药股份	26.25	2.32	2.58	2.89	3.27	13.56	10.18	9.09	8.04
000028.SZ	国药一致	30.40	3.12	3.44	3.92	4.51	11.85	8.84	7.75	6.75
603368.SH	柳药集团	16.48	1.56	1.80	2.07	2.40	12.24	9.14	7.94	6.87
行业均值							12.00	9.61	8.42	7.26

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

联营企业投资收益波动风险：由于联营的重庆药友提供投资收益在公司业绩中占有较大比例，对公司业绩有较大影响力。

并购企业不达预期的风险：尽管我们认为公司新并购企业均已进入稳定增长期，业绩风险较小，但跨区域的并购扩张仍然面临品牌建设、当地资源整合、跨区管理等问题，存在并购企业业绩表现不达预期的风险。

融资成本升高的风险：公司正处于全国商业布局高速扩张期，外延并购频繁，潜在融资规模较高，不排除未来财务费用率回升、融资成本升高的可能性。

终端医院回款情况不及预期的风险：尽管我们判断随着“带量采购”预付款制度的持续推进，医药流通企业资金周转情况趋势向好，但也可能存在政策落地不及预期，终端医院回款进程和公司现金流改善情况较慢的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	62520.76	71907.22	82703.32	97504.83	净利润	1290.67	1422.51	1583.83	1735.79
营业成本	56782.33	65530.42	75452.45	89168.40	折旧与摊销	206.58	157.68	161.28	164.88
营业税金及附加	159.45	287.63	330.81	390.02	财务费用	1087.65	632.78	661.63	780.04
销售费用	2000.65	2516.75	2894.62	3295.66	资产减值损失	-12.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	1108.12	1581.96	1819.47	2145.11	经营营运资本变动	-1817.29	897.58	-724.07	-895.95
财务费用	1087.65	632.78	661.63	780.04	其他	-504.56	-372.46	-378.37	-384.54
资产减值损失	-12.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	250.16	2738.10	1304.30	1400.21
投资收益	302.69	298.69	298.24	299.13	资本支出	-451.97	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	126.88	71.42	80.91	85.41	其他	-517.54	427.72	279.15	284.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-969.51	347.72	199.15	204.54
营业利润	1560.93	1727.78	1923.49	2110.14	短期借款	2656.36	-472.41	163.89	602.99
其他非经营损益	19.36	13.93	15.74	15.14	长期借款	1204.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	1580.29	1741.71	1939.23	2125.28	股权融资	85.58	0.00	0.00	0.00
所得税	289.61	319.20	355.40	389.49	支付股利	-69.13	-201.09	-226.10	-247.55
净利润	1290.67	1422.51	1583.83	1735.79	其他	-2334.85	-886.29	-361.63	-480.04
少数股东损益	285.23	291.99	346.07	373.06	筹资活动现金流净额	1542.20	-1559.78	-423.84	-124.60
归属母公司股东净利润	1005.44	1130.52	1237.76	1362.73	现金流量净额	822.74	1526.04	1079.61	1480.15
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5664.68	7190.72	8270.33	9750.48	成长能力				
应收和预付款项	28568.43	30047.10	32982.01	36926.09	销售收入增长率	38.26%	15.01%	15.01%	17.90%
存货	6050.80	6988.54	8048.67	9515.24	营业利润增长率	13.82%	10.69%	11.33%	9.70%
其他流动资产	1053.61	295.77	338.31	396.64	净利润增长率	12.49%	10.21%	11.34%	9.59%
长期股权投资	2761.51	2761.51	2761.51	2761.51	EBITDA 增长率	28.36%	-11.80%	9.06%	11.24%
投资性房地产	177.14	177.14	177.14	177.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2150.61	2115.88	2077.55	2035.62	毛利率	9.18%	8.87%	8.77%	8.55%
无形资产和开发支出	1768.69	1731.70	1694.70	1657.71	三费率	6.71%	6.58%	6.50%	6.38%
其他非流动资产	1504.60	1598.65	1692.70	1786.74	净利率	2.06%	1.98%	1.92%	1.78%
资产总计	49700.08	52907.01	58042.93	65007.18	ROE	10.97%	10.92%	11.01%	10.94%
短期借款	11972.41	11500.00	11663.90	12266.88	ROA	2.60%	2.69%	2.73%	2.67%
应付和预收款项	12673.75	14634.40	16852.74	19910.75	ROIC	9.06%	7.53%	8.07%	8.47%
长期借款	4607.71	4607.71	4607.71	4607.71	EBITDA/销售收入	4.57%	3.50%	3.32%	3.13%
其他负债	8679.67	9140.00	10535.96	12350.97	营运能力				
负债合计	37933.54	39882.12	43660.31	49136.32	总资产周转率	1.36	1.40	1.49	1.58
股本	1743.37	1743.37	1743.37	1743.37	固定资产周转率	40.87	43.35	50.98	61.63
资本公积	2436.62	2436.62	2436.62	2436.62	应收账款周转率	2.62	2.66	2.82	3.01
留存收益	5719.80	6649.24	7660.89	8776.07	存货周转率	9.67	10.02	10.01	10.13
归属母公司股东权益	9820.97	10787.32	11798.98	12914.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.84%	—	—	—
少数股东权益	1945.57	2237.56	2583.64	2956.69	资本结构				
股东权益合计	11766.54	13024.89	14382.62	15870.85	资产负债率	76.32%	75.38%	75.22%	75.59%
负债和股东权益合计	49700.08	52907.01	58042.93	65007.18	带息债务/总负债	45.82%	42.39%	39.10%	35.97%
					流动比率	1.30	1.33	1.35	1.35
					速动比率	1.11	1.12	1.13	1.12
					股利支付率	6.88%	17.79%	18.27%	18.17%
					每股指标				
					每股收益	0.58	0.65	0.71	0.78
					每股净资产	5.63	6.19	6.77	7.41
					每股经营现金	0.14	1.57	0.75	0.80
					每股股利	0.04	0.12	0.13	0.14
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2855.15	2518.24	2746.40	3055.06					
PE	8.62	7.66	7.00	6.36					
PB	0.88	0.80	0.73	0.67					
PS	0.14	0.12	0.10	0.09					
EV/EBITDA	6.65	6.47	5.56	4.68					
股息率	0.80%	2.32%	2.61%	2.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn