

## 重药控股（000950）

# 全国流通龙头受益国企改革，业务多点开花 迈向千亿流通

买入（首次）

2025 年 10 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|---------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 营业总收入（百万元）    | 80,119  | 80,562  | 86,722 | 94,147 | 102,150 |
| 同比（%）         | 18.12   | 0.55    | 7.65   | 8.56   | 8.50    |
| 归母净利润（百万元）    | 654.96  | 282.99  | 536.55 | 605.39 | 677.39  |
| 同比（%）         | (31.22) | (54.69) | 89.60  | 12.83  | 11.89   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.38    | 0.16    | 0.31   | 0.35   | 0.39    |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 14.22   | 32.92   | 17.36  | 15.39  | 13.75   |

### 投资要点

- **全国性医药供应链综合服务商，具备院端渠道优势。**公司为国内仅有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，麻精药品的销售网络覆盖全国 31 省。截至 2025H1，公司销售网络已覆盖全国，在多数省市区域市场占有率名列前茅；从渠道看，公司拥有二级及以上纯销客户超 8000 家，高质量的医院销售网络将成为公司承接医院外流业务的有利支撑。
- **实控人变更为央企，资源整合加速，并购成效显著。**2025Q1，公司实控人由重庆市国资委变更为国务院国资委，且公司实际加入通用技术集团。“重药控股-中国医药商业联合体”在市场开发及准入、合同营销、产品资源、渠道资源、品牌塑造等多方面开展合作。我们认为随着实控人变更，公司在融资渠道上将更加便捷，财务状况有望得到改善，应收账款风险下降，且基于央企背景公司有望进一步拓展业务渠道，实现主营医药商业业务及新兴业务的高增。
- **创新零售及新兴业务打造利润高增潜力。**公司当前批发业务占比较高（约 95%），但公司近年来通过加速落地零售创新业务如线上化布局、建立慢病管理体系等，赋能零售板块快速发展，并有望持续提高零售业务占比。此外，公司加大培育新兴业务增长，包括核药、兽药、医美、特医食品等高利润率板块，2025H1 增速亮眼，未来有望推动公司利润结构改变，降低对传统批发业务的依赖，实现整体利润快速增长。
- **首次回购股份，彰显发展信心。**2025 年 7 月 12 日，公司发布回购股份方案公告，2025 年 8 月 14 日，公司首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式实施回购公司股份。截至 2025 年 9 月 30 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 15406600 股，约占公司总股本的 0.8915%；最高成交价为 5.48 元/股、最低成交价为 5.01 元/股，支付总金额为 80998765.98 元（不含交易费用）。
- **盈利预测与投资评级：**公司当前 PB 仅 0.8 倍，远低于行业平均水平，基于央企入主后对公司财务的改善预期，我们认为公司 PB 有较大提升空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.37/6.05/6.77 亿元，对应当前市值的 PE 为 17/15/14 倍，考虑公司零售、工业板块占比提升及新兴业务加速落地带来持续利润高增潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 5.36      |
| 一年最低/最高价      | 4.54/6.67 |
| 市净率(倍)        | 0.80      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,263.07  |
| 总市值(百万元)      | 9,263.07  |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.67     |
| 资产负债率(%，LF) | 75.61    |
| 总股本(百万股)    | 1,728.18 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,728.18 |

### 相关研究

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 全国性医药供应链综合服务商，央企入主提质增效 .....   | 4  |
| 1.1. 重药控股：全国性医药供应链综合服务商 .....     | 4  |
| 1.2. 并购重组后财务状况改善，控费成效显著 .....     | 5  |
| 2. 院端渠道优势凸显，加速落地零售创新 .....        | 7  |
| 2.1. 批发业务为核心基石，分销网络布局全国 .....     | 7  |
| 2.2. 积极承接处方外流，加速落地零售创新 .....      | 10 |
| 3. 央企控股助力资源整合，业务全面有望多点开花 .....    | 11 |
| 3.1. 通用技术入主，央企控股加速资源整合 .....      | 12 |
| 3.2. 主营药品及器械品类全面，加大培育新兴业务生长 ..... | 13 |
| 3.3. 首次回购股份，彰显发展信心 .....          | 16 |
| 4. 盈利预测与估值 .....                  | 16 |
| 5. 风险提示 .....                     | 18 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 公司主营业务.....                 | 4  |
| 图 2: 公司发展历程.....                 | 4  |
| 图 3: 公司股权结构（截至 2025H1）.....      | 5  |
| 图 4: 公司营收及增速情况（亿元）.....          | 5  |
| 图 5: 公司归母净利润情况（亿元）.....          | 5  |
| 图 6: 公司利润率情况（%）.....             | 6  |
| 图 7: 公司三费情况.....                 | 6  |
| 图 8: 我国医药批发企业集中度不断提升.....        | 8  |
| 图 9: 公司批发业务收入及增速（亿元）.....        | 8  |
| 图 10: 公司批发业务收入占比.....            | 8  |
| 图 11: 公司现代医药物流服务体系.....          | 9  |
| 图 12: 公司销售网络全覆盖，具备院端渠道优势.....    | 9  |
| 图 13: 公司零售业务收入及增速（亿元）.....       | 10 |
| 图 14: 公司零售业务收入占比.....            | 10 |
| 图 15: 公司医药研发体系.....              | 11 |
| 图 16: 公司“十四五规划”（2021-2025）.....  | 12 |
| 图 17: 2025Q1 公司实控人变更为国务院国资委..... | 12 |
| 图 18: 公司中药领域布局.....              | 14 |
| 图 19: 公司麻精类药品收入情况（亿元）.....       | 14 |
| 图 20: 公司器械业务收入拆分（2025H1）.....    | 15 |
| 图 21: 公司产品全面化发展（2025H1）.....     | 15 |
| 图 22: 可比公司估值.....                | 17 |
| 表 1: 我国头部医药流通企业业务结构.....         | 7  |
| 表 2: 公司业务品类拆分.....               | 13 |
| 表 3: 公司回购情况.....                 | 16 |
| 表 4: 公司盈利预测.....                 | 17 |

## 1. 全国性医药供应链综合服务商，央企入主提质增效

### 1.1. 重药控股：全国性医药供应链综合服务商

重药控股是一家服务于医药全产业链的央企控股上市公司，同时从事医药流通、医药研发、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。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、仓储物流及供应链增值服务，营销网络覆盖全国。

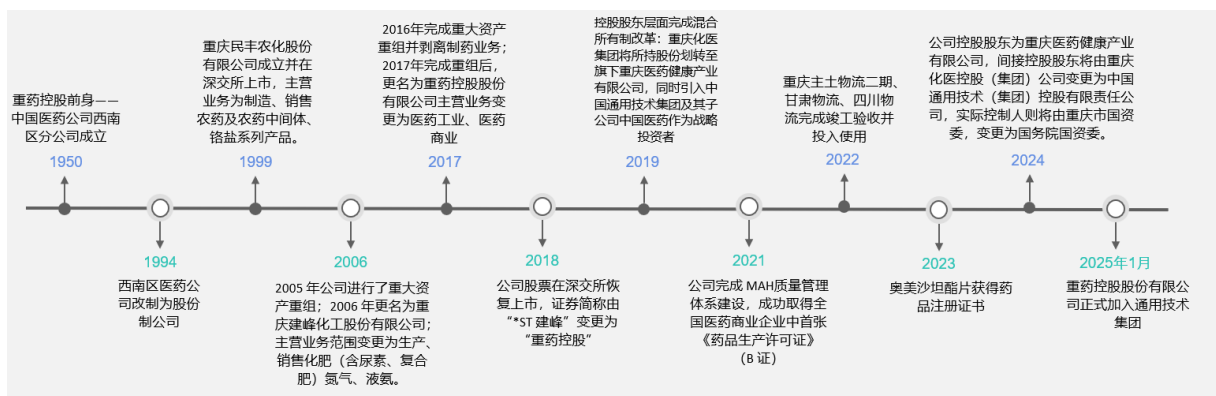
图1：公司主营业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司前身是成立于1950年的中国医药公司西南区分公司，2019年完成公司控股股东战投混改，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。2024年企业规模、市场覆盖居中国同行业第一阵营第五位。拥有全级次分、子公司200余家，员工约14000人，布局在全国32省市自治区。2025年1月，公司实际控股股东正式变更为中国通用技术公司，实控人由重庆市国资委变更为国务院国资委。经过多年发展，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医药供应链综合服务商。

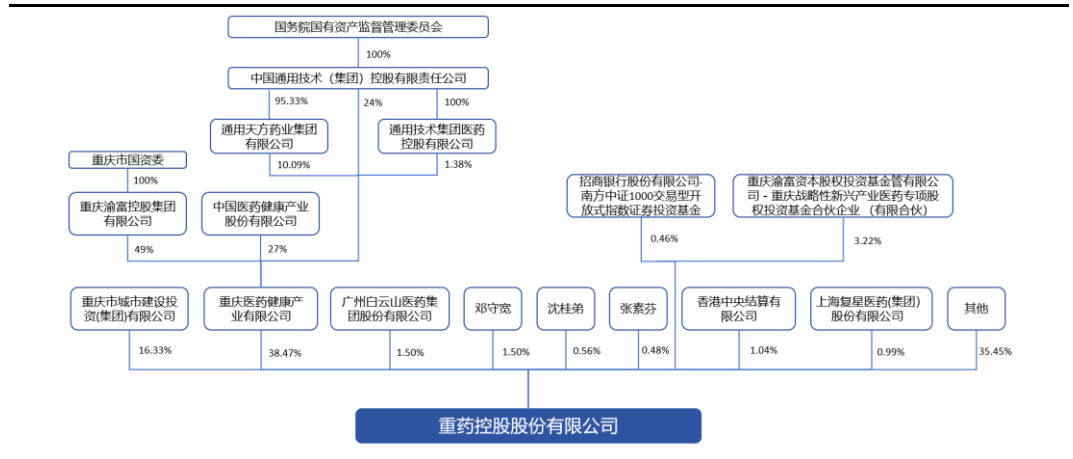
图2：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2025H1, 公司第一大股东为重庆医药健康产业有限公司, 持股比例为 38.47%。2024 年化医集团将其所持健康产业公司 2% 股权无偿划转给中国通用后间接控股股东由重庆化医控股变更为中国通用技术(集团)控股有限责任公司, 实际控制人由重庆市国资委变更为国务院国有资产监督管理委员会。

图3: 公司股权结构 (截至 2025H1)

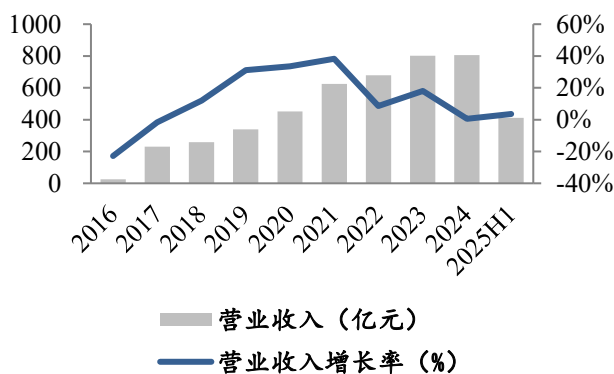


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.2. 并购重组后财务状况改善，控费成效显著

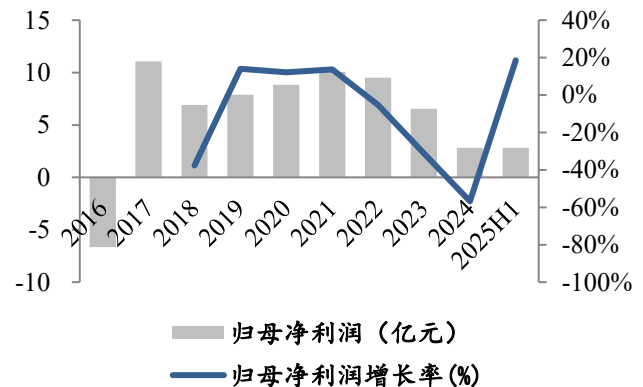
**收入稳步提升，利润 2025Q1 大幅增长。**从收入端看，2017 年并购重组后，公司收入从 230.45 亿元增长至 2024 年 805.62 亿元，对应 CAGR 为 19.58%，2025H1 为 411.88 亿元，同比增长 3.54%。随着下游客户业务增长，公司营业收入规模持续增加。从利润端看，公司 2020-2024 年归母净利润持续下滑，对应 CAGR 为 -20.4%，原因系公司纯销业务规模持续增长，应收账款基数进一步增加，加之公司在西部地区收入占比较大，受区域经济条件影响，应收账款回款时间延长，公司经营资金需求持续增加，带息负债规模扩大，对利润产生了一定影响。但 2025H1 归母净利润为 2.82 亿元，同比大幅增长 18.56%，原因系加强成本费用管控，综合融资成本下降。

图4: 公司营收及增速情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

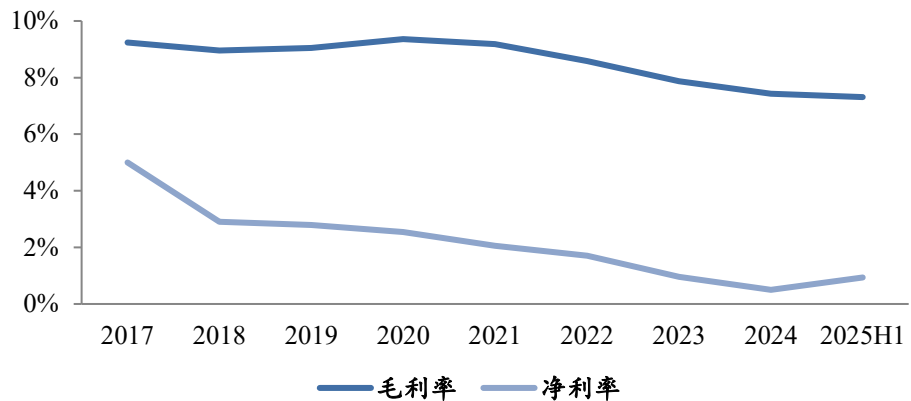
图5: 公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受应收账款及扩张成本影响，公司利润率承压，2025H1 有所回升。公司销售毛利率、净利率分别由 2017 年的 9.24%、5% 下降至 2024 年的 7.43%、0.5%，原因系应收账款规模大，带息负债扩大使财务费用增加，除此之外，公司投入物流建设维护和零售扩张成本也较高。毛利率的波动同样显著。2025H1 净利率为 0.94%，有所回升。

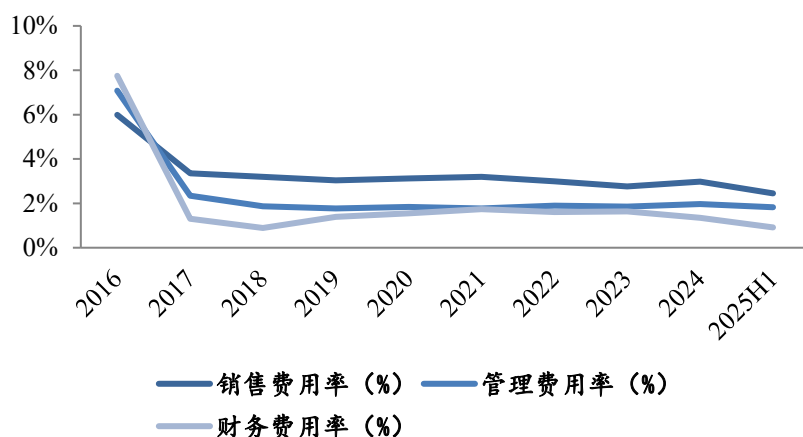
图6：公司利润率情况（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

融资成本下降明显，财务费用率优化。公司期间费用率呈现波动调整态势，反映出公司在费用管控与业务扩张间的动态平衡。自 2017 年并购重组后，高成本的化工资产被剥离，医药流通业务的毛利率和费用结构优于原有化工业务，导致三费率显著下降。2016 年至 2025H1，销售费用率整体呈下降趋势，从 5.99% 降至 2.45%；管理费用率则相对稳定；财务费用率在 2021 年达 1.74% 的高点后逐步回落，2025H1 已回落至 0.92%，原因 1）国家出台货币政策涉及的融资利率呈下降态势；2）公司加入通用技术集团后，信用得到增强，融资渠道显著拓宽，同时公司通过优化融资结构，调整长短期融资结构比，寻求更低的融资成本，2024 年以来融资成本下降趋势明显。

图7：公司三费情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 院端渠道优势凸显，加速落地零售创新

**批零一体化为行业大趋势。**在我国医药流通行业中，批零一体化已成为头部企业的重要战略方向，该模式能够显著提升企业的综合竞争力。1) 批零一体化通过批发与零售业务的协同赋能，实现了供应链的高效整合，如批发业务可为零售门店提供稳定的产品资源和成本优势，而零售终端则能直接触达消费者，反馈市场需求，从而优化库存管理和采购计划，降低物流与运营成本。从行业现状来看，头部企业如国药控股、上海医药、华润医药和九州通均布局了零售业务，并通过零售渠道提升高毛利产品的销售占比。2) 政策层面，国家鼓励医药流通企业向批零一体化转型，例如“两票制”和“带量采购”等政策推动行业集中度提升，促使企业通过整合批发与零售资源来优化服务网络，进一步强化市场地位。**重药控股作为区域性龙头，其 2024 年零售业务占比（4.59%）虽低于批发业务，但未来可通过深化批零协同，在政策红利下挖掘新的增长点。**

表1：我国头部医药流通企业业务结构

| 上市公司 | 2024 年收入（亿元） | 批发业务占比     | 零售业务占比 | 工业业务占比       |
|------|--------------|------------|--------|--------------|
| 国药控股 | 5845.08      | 72.64%     | 6.05%  | 20.10%（医药器械） |
| 上海医药 | 2752.51      | 91.25%（商业） | 3.09%  | 8.62%        |
| 华润医药 | 2576.73      | 79.98%     | 3.93%  | 16.07%       |
| 九州通  | 1518.10      | 95.14%     | 1.95%  | 1.98%        |
| 重药控股 | 805.62       | 95.03%     | 4.59%  | 0.38%（其他）    |
| 南京医药 | 536.96       | 94.72%     | 4.53%  | 0.23%（其他）    |
| 柳药集团 | 53.17        | 79.72%     | 14.75% | 5.09%        |
| 英特集团 | 333.52       | 89.75%     | 9.53%  | 0.72%        |

数据来源：wind，东吴证券研究所

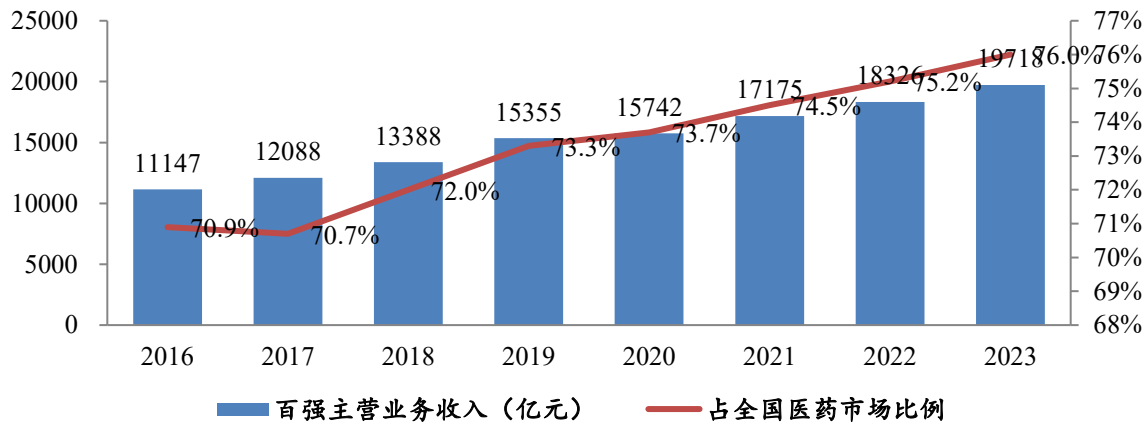
2.1. 批发业务为核心基石，分销网络布局全国

**公司已成为全国性医药供应链综合服务商，销售网络覆盖全国。**根据中国医药商业协会发布的《中国药品流通行业发展报告（2024）》，2023 年药品批发市场销售额为 22902 亿元，公司 2023 年市占率约 3.49%，排名全国第五。近年来公司销售规模持续提高，在全国多个省市区域市场占有率表现突出，在重庆地区拥有大本营绝对优势，在陕西、四川、河南、贵州、湖北、湖南、甘肃等地展现出强大的市场影响力和经营能力。

**行业逻辑：规模效应及合规经营推动集中度提升。**我国 2023 年收入前百的医药批发企业市占率达 76%（同比+2.3pct），其中前五大龙头市占率为 49.8%（同比+5.1pct）。医药批发企业集中度提升是必然趋势，原因 1）医药批发商业模式的收入结构中以“配送费”为主，收费单价低而频次高，因此仓储、物流、统筹能力为核心壁垒，具备规模效应的企业拥有竞争优势。2）自 2018 年两票制后，经销商经营趋向合规化，2024 年国家发布《2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，要求加大医药购销领域商业贿赂治理力度，国家对于医药企业防范商业贿赂风险的合规指引明显加强，

进一步有效净化了医药流通行业市场环境，早期靠“倒票”牟利的中小经销商逐步消失，合规化经营的上市公司或国企将推动行业可持续发展。

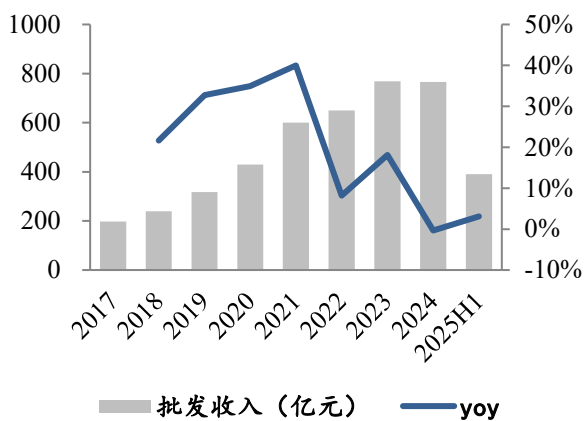
图8：我国医药批发企业集中度不断提升



数据来源：商务部，东吴证券研究所

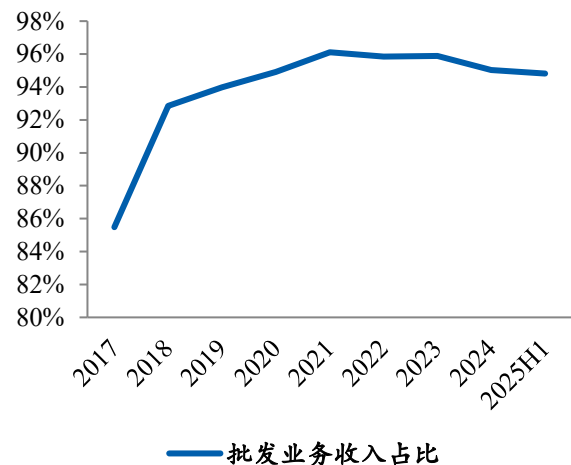
**批发业务收入占比逐步降低。**从收入规模来看，公司批发业务收入从2017年的197亿元快速增长至2024年的766亿元，年复合增长率达21.4%，其中2021年增速高达40%，但2022年增速回落至8.2%，波动较为明显，原因系受疫情、带量采购执行初期的渠道调整和公司战略转型等综合影响。收入占比方面，批发业务始终是公司的核心支柱，占比长期维持在90%以上，2022年以来每年占比逐步降低，已由96.1%降低至2024年的95.0%，2025H1进一步降低至94.81%。

图9：公司批发业务收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司批发业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司拥有国内领先的现代医药物流配送中心。**仓储物流及配送是医药商业的重要支撑，公司是西南省份医药分销配送业务的主力军，拥有10个自建省级现代物流基地、160余个各级仓储中心，总仓储面积超过70万平方米。随着各省级物流中心的建设逐步完成，公司将进一步整合物流自有资源以及社会资源，加快完善省级物流网络布局，构

建以重庆为中心，覆盖西南、辐射全国的既有广度又有纵深的“医药物流”体系。此外，公司同时开展三方物流业务，并探索新兴业务模式，与各大医院开展 SPD 服务，通过开展全方面物流服务，提升供应链整体解决方案能力。

图 11：公司现代医药物流服务体系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拥有高质量医院销售网络，院端渠道具备优势。公司主营医药商业，并以纯销业务为核心业务，截至 2025 年中，公司拥有二级及以上纯销客户 7600 家。随着“医药+互联网”、处方药外流及医保支付方式改革等政策的进一步推进，更多处方药将会从医院逐渐外流至院外 DTP 专业药房，公司大力布局并已拥有 DTP 专业药房 205 家，将为承接医院外流业务提供有力支撑。

图 12：公司销售网络全覆盖，具备院端渠道优势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

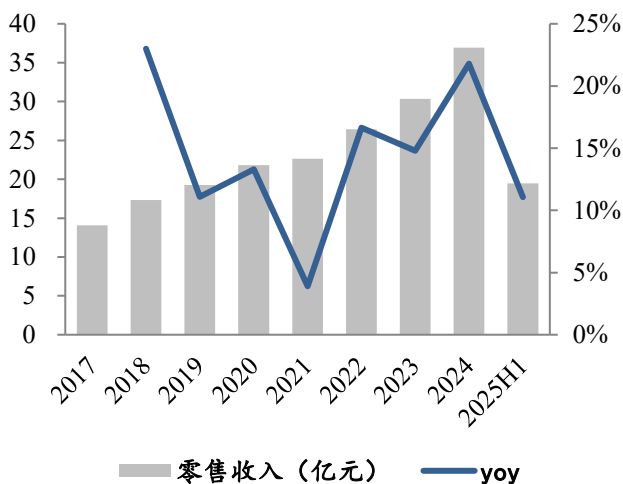
公司是国内仅有三家经营麻醉药品和第一类精神药品的全国性批发企业之一。主要经营麻醉药品、第一类精神药品、第二类精神药品、药品类易制毒化学品单方制剂等，麻精药品的销售网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，其中在四川、重庆、贵州、青海、西藏等 5 个地区具有麻精药品经销优势，拥有面向全国的稳定销售网络，具备广渠道、全覆盖、精服务的全国分销网络体系，确保了麻精药品的稳定供应和高效流通，与全国多家集团性客户、地方龙头性企业达成长期战略合作关系。截至 2024 年底，公司麻精类产品收入占比 3.75%。

## 2.2. 积极承接处方外流，加速落地零售创新

公司零售板块坚持 DTP 处方药房、社区健康药房两大业务协同发展。旗下拥有“和平药房”、“和平新建康”、“诚信大药房”等零售药房品牌，截至 2025 年中，公司零售药房已覆盖全国 22 个省、直辖市及自治区，零售药房包括社区健康药房和 DTP 处方药房，其中社区健康药房 650 家，包含直营社区健康药房 596 家，加盟社区健康药房 54 家；DTP 处方药房 205 家，包含直营 DTP 处方药房 192 家，加盟 DTP 处方药房 13 家。

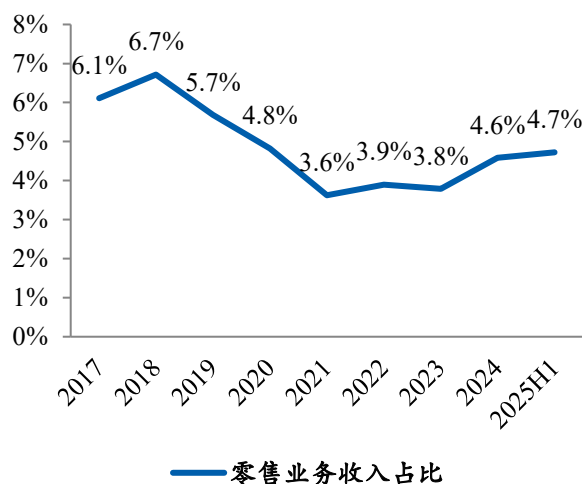
**零售业务逆势增长，积极承接处方外流。**公司零售业务收入从 2017 年的 14 亿元增长至 2024 年的 37 亿元，其中 2020-2022 年受疫情影响增速波动较大，原因系疫情初期防疫物资和家庭备药需求增加，以及 2022 年后受医保控费线下客流减少及行业竞争加剧。疫情后公司零售业务占比不断提升，由 2021 年的 3.6% 提升至 2024 年的 4.6%，2025H1 提升至 4.7%。

图13：公司零售业务收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：公司零售业务收入占比



数据来源：东吴证券研究所

**积极响应国家“门诊统筹”共济政策。**截至 2024 年底，公司有约 700 家零售药房开通门诊统筹服务，并在传统零售药店的基础上，探索“药+ 诊”、“诊+ 药”模式。未来公司将继续加强零售全渠道建设，完善全国网络布局、坚持线 上线下多维营销服务网络，构建患者管理体系，强化专业服务，探索创新经营模式，全渠道、全方位为 顾客提供专

业、多元的健康服务。

**加速落地零售创新业务，赋能公司零售板块发展。**1) 线上方面，通过升级私域平台功能，和平药房、和平新健康公众号、和平健康微信小程序来为顾客提供在线找药购药、患者服务、健康宣教等服务；并开通美团、饿了么、京东等主流电商平台，拓展抖音健康商城以及视频号直播等新媒体渠道，坚持线上、线下融合发展。2) 慢病方面，公司完善慢病社群管理体系，开展慢病管理及药学服务；开发企事业大客户，提供团购个性化健康服务，满足不同客户的健康需求；积极探索与社区、医疗机构共同打造社区健康服务站点的创新模式，促进社区健康生态圈的构建；搭建患者管理平台，为患者提供全方位的健康管理服务，包括健康档案建立、用药指导、病情跟踪、健康咨询等。

**此外，公司在工业及研发上均有布局。**主要参股工业子公司重庆药友，2025H1 取得的投资收益约 1.55 亿元。医药研发方面，奥美沙坦酯片、普瑞巴林胶囊、枸橼酸托法替布片、米拉贝隆缓释片 4 个品种获批生产，其中已有 3 个品种实现商业化销售；其他在研品种处于药学、临床及待申报等不同阶段，在研项目已形成开发梯队。

图15：公司医药研发体系



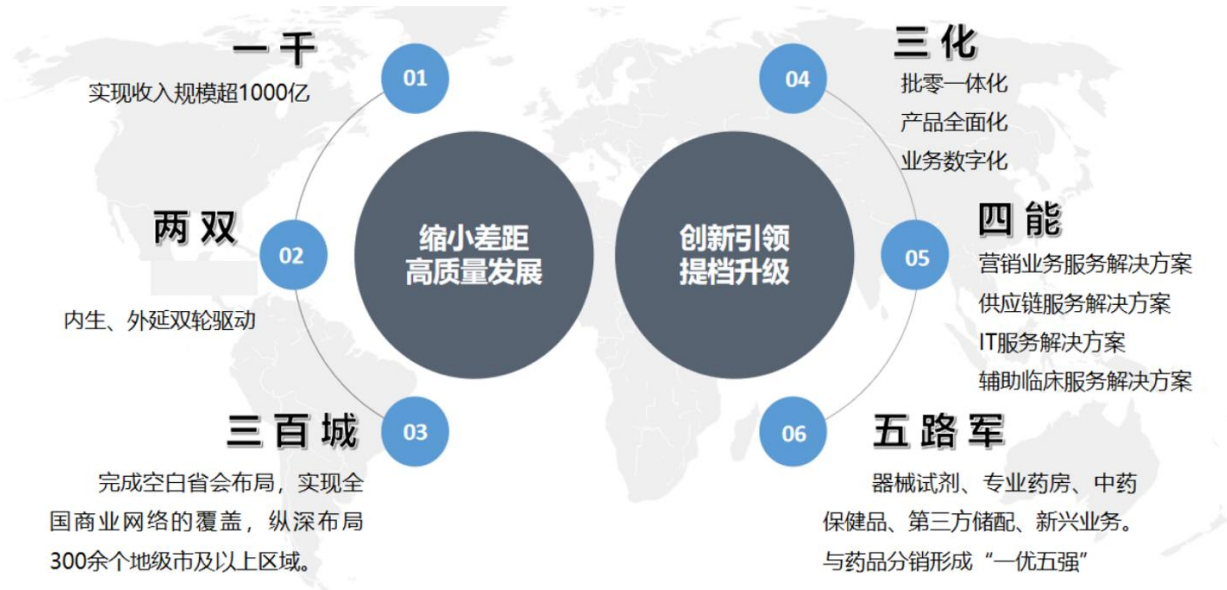
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3. 央企控股助力资源整合，业务全面有望多点开花

**公司目标明确，“十四五”的总战略指导思想为“一千两双三百城、三化四能五路军”。**其中“一千”指销售规模超 1000 亿元，“两双”指内生式增长和外延式扩张双轮驱动，“三百城”指布局完成全国 300 个地级市，“三化”指大力发展“批零一体化、产品全面化、业务数字化”，“四能”指显著提升和培育“营销业务、供应链、IT 和辅助诊疗”的四个服务能力，“五路军”指基于核心分销业务，打造“器械试剂、专业药房、中药健康品、第三方储

配和新兴业务”五个未来重要利润贡献的战略部队。

图16: 公司“十四五规划”(2021-2025)

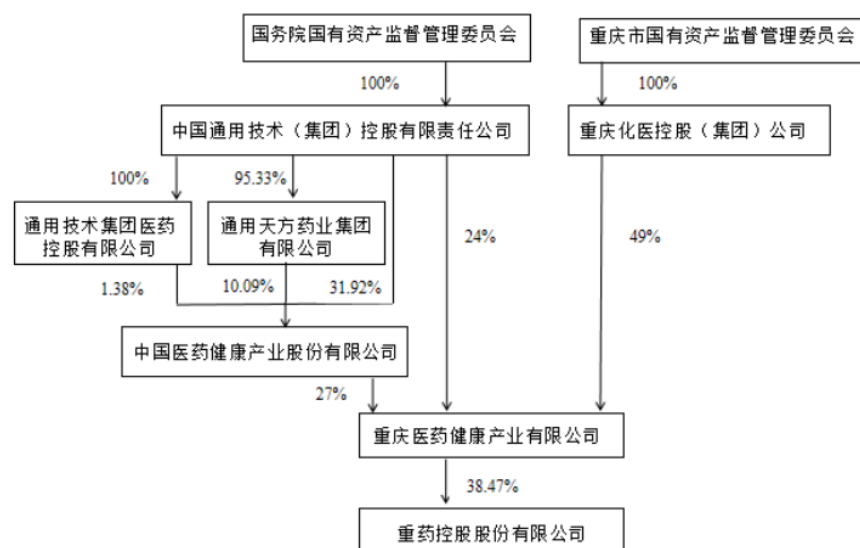


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.1. 通用技术入主，央企控股加速资源整合

正式加入通用技术集团，国企转型央企。2025年1月24日，公司收到控股股东重庆医健的告知函，获悉本次2%国有股权无偿划转已完成工商变更登记手续。本次划转完成后，公司控股股东仍为重庆医健。间接控股股东由重庆化医变更为通用技术集团，实际控制人由重庆市国资委变更为国务院国资委。

图17: 2025Q1 公司实控人变更为国务院国资委



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自加入通用技术集团后，公司加速推进与通用技术集团旗下医疗机构的协同发展，持续提升营销服务能力、供应链服务能力；已在其拥有的 400 余家医疗机构中开户 100 余家，其中 85%以上为等级医院，开展供应链服务 90 余家，同时“重药控股-中国医药商业联合体”在市场开发、市场准入、合同营销、产品资源、渠道资源、品牌塑造等方面开展全方位、多层次合作。我们认为，实控人变更为央企后，公司在融资渠道上将更加便捷，提高资金使用效率，财务成本有望进一步下降。

3.2. 主营药品及器械品类全面，加大培育新兴业务生长

**主营药品及器械，品类全面。**商业业务按经营产品主要分为药品和医疗器械，2024 年营业收入占比分别为 82.11%、15.82%。在医药市场需求下，公司借助信息化技术以及智能化、自动化手段，持续完善药品供应链一体化管理，拓展产品类别和上游资源，为众多医疗机构提供医药批发服务和标准化、专业化、个性化与增值化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，在销售市场不断提升品牌知名度和影响力。

表2：公司业务品类拆分

| 经营产品 | 2024 年收入（亿元） | 收入占比   |
|------|--------------|--------|
| 药品   | 661.47       | 82.11% |
| 其中：  |              |        |
| 中药   | 148.60       | 18.45% |
| 麻精   | 30.22        | 3.75%  |
| 器械   | 127.48       | 15.82% |
| 其他   | 16.67        | 2.07%  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

药品方面，目前公司经营各类商品品规 28 万余个，公司与全球 500 强及创新型企业保持长期稳定的商业合作关系，与工信部排名前 100 强生产企业保持紧密合作，并与多家国际国内知名制药公司签订了战略合作协议，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。药品是主要的经营产品，包含西药、中药、麻精及医美、特医食品、放射性药品等其他全品类大健康产品多种类别。

**1) 中药：**目前公司中药业务以商业销售为主，截至 2024 年末有 140 余家子公司经营中药业务，全年中药板块（含中成药）实现营业收入 148.60 亿元。2024 年公司构建了集中药材种植、中药饮片生产、智慧中药房服务于一体的中医药全产业链生态体系，中药板块一、二、三产全业态发展趋势初显。未来公司中药领域将深化全产业链的布局，加快智慧中药房、产地仓和特色中药饮片的建设。此外，开辟网络爆款“乌梅汤 2.0”销售渠道，助力中药业务创新发展。

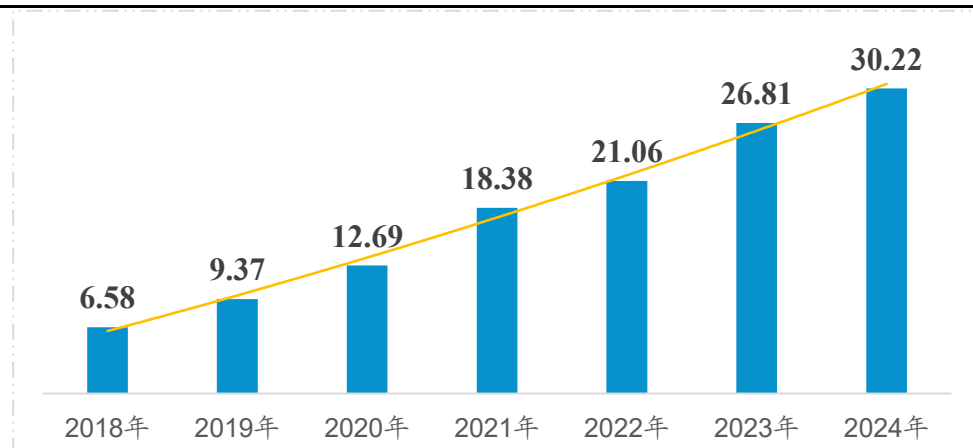
图18: 公司中药领域布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2) 麻精：**2024 年公司麻精板块实现营业收入 30.22 亿元。目前麻醉药品和第一类精神药品全国性批发企业共 3 家，公司是全国性麻精药品批发企业之一，在 15 个省市拥有区域性批发企业 23 家，销售网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，其中在四川、重庆、贵州、青海、西藏等 5 个地区具有麻精药品经销优势。

图19: 公司麻精类药品收入情况（亿元）



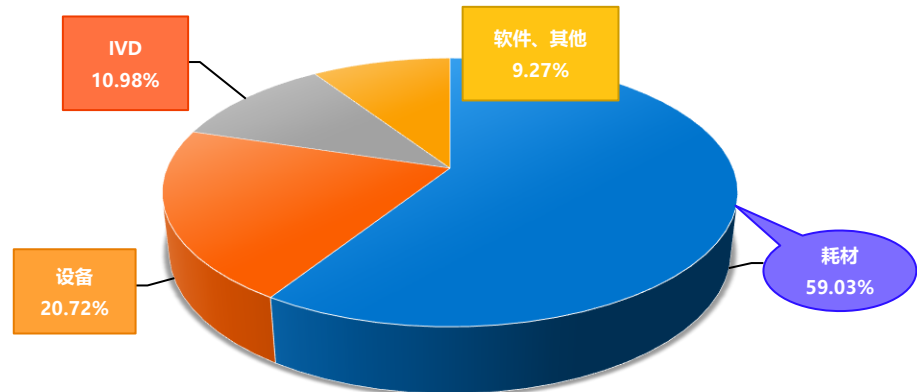
数据来源：wind，东吴证券研究所

**3) 器械：**医疗器械是公司第二大经营产品，2024 年公司器械板块实现营业收入 127.48 亿元。2025H1 实现营业收入 68.84 亿元，毛利率约 10%。下属有 120 余家公司经营器械业务，其中专营器械公司 52 家，药品器械兼营公司 74 家，业务覆盖全国。

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。在器械板块，公司持续加快网络布局，完成涉及 IVD、感控、血站服务等细分专业领域的投资项目 6 个。全力打造供应链运营管理服务能力，大力拓展耗材 SPD 项目，推动业务模式服务化转型。此外器械板块各子公司也并举发力，持续强化营销服

务与新兴业务拓展。

图20：公司器械业务收入拆分（2025H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，公司积极拓展医美产品、特医食品、大健康等新产品市场空间。通过与近2万家国内外供应商的紧密合作，特别是与多家世界500强医药企业和国家工信部排名前100强的药品生产企业建立长期稳定的合作关系，确保了产品线的丰富性与市场竞争力。

图21：公司产品全面化发展（2025H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**平台优势凸显，持续提升营销服务能力。**公司依托全供应链服务能力与全国布局优势，已经组建了直属总部的全国营销团队，构建覆盖全国的学术体系，并与多个厂商达成项目合作，实现精准、高效的市场推广，提升了公司在全国及区域营销能力。

截至2025Q1，公司CSO合约销售在营项目220余个，覆盖11省；其中全国性爱施健速碧林项目完成31省销售，区域性艾地罗项目、喜格迈项目分别实现11省、6省销售。

公司在数字化与 AI 上均有布局，其中 1) 财务苍穹系统、审计预警系统，批零业务、ERP 系统、收款通、物流 WMS 系统等经营管理系统。2) 自建医药电商“重药云商”平台 3) 持续开展 SPD 建设项目、输注中心、三方储配服务、“医+药”健康服务平台，深耕处方流转平台建设等。

3.3. 首次回购股份，彰显发展信心

2025 年 7 月 12 日，公司发布回购股份方案公告：为维护公司全体股东利益，增强投资者信心，稳定及提升公司价值，基于对公司未来发展的信心，公司拟通过集中竞价交易方式回购部分公司股份，回购的股份将用于减少公司注册资本。

表3：公司回购情况

|        | 详情                                                                                                                              |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 回购用途   | 本次回购的股份将用于减少公司注册资本。                                                                                                             |
| 回购金额   | 不低于人民币8000万元（含本数），不超过人民币1亿元（含本数）                                                                                                |
| 资金来源   | 公司自有资金及股票回购专项贷款。                                                                                                                |
| 回购价格   | 不超过人民币 6.6 元/股（含本数）。                                                                                                            |
| 回购数量   | 按本次拟用于回购的资金总额上限及回购价格上限测算，预计回购股份数量约为 15151515 股，约占公司当前总股本 0.88%；按本次拟用于回购的资金总额下限及回购价格上限测算，预计回购股份数量约为 12121212 股，约占公司当前总股本的 0.70%。 |
| 回购方式   | 通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式进行股份回购。                                                                                                   |
| 回购期限   | 自股东会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。                                                                                                     |
| 回购股份种类 | 公司已发行的人民币普通股（A 股）。                                                                                                              |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025 年 8 月 14 日，公司首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式实施回购公司股份。截至 2025 年 9 月 30 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 15406600 股，约占公司总股本的 0.8915%；最高成交价为 5.48 元/股、最低成交价为 5.01 元/股，支付总金额为 80998765.98 元（不含交易费用）

4. 盈利预测与估值

盈利预测：

1) 医药批发：考虑公司全国配送网络覆盖，通用技术入主后有望进一步赋能院内市场增长，公司市占率有望持续提升，假设 2025-2027 年医药批发收入增速为 7%、8%、8%；毛利率为 7%、7%、7%。

2) 医药零售：考虑公司加速落地零售业务创新，包括 DTP 药房、门诊统筹等，我们认为 DTP 药房是承接处方外流及院内创新药的主要阵地，假设 2025-2027 年医药零

售收入增速为 20%、18%、16%；毛利率为 15%、15%、15%。

表4：公司盈利预测

| 亿元   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E    |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入 | 678.29 | 801.19 | 805.62 | 867.22 | 941.47 | 1,021.50 |
| yoy  | 8.49%  | 18.12% | 0.55%  | 7.65%  | 8.56%  | 8.50%    |
| 毛利率  | 8.58%  | 7.87%  | 7.43%  | 7.46%  | 7.51%  | 7.54%    |
| 医药批发 | 650.14 | 768.18 | 765.60 | 819.19 | 884.73 | 955.51   |
| yoy  | 8.20%  | 18.16% | -0.34% | 7.00%  | 8.00%  | 8.00%    |
| 毛利率  | 8.02%  | 7.32%  | 6.99%  | 7.00%  | 7.00%  | 7.00%    |
| 医药零售 | 26.43  | 30.34  | 36.95  | 44.34  | 52.32  | 60.69    |
| yoy  | 16.64% | 14.79% | 21.79% | 20.00% | 18.00% | 16.00%   |
| 毛利率  | 22.11% | 20.91% | 14.92% | 15.00% | 15.00% | 15.00%   |
| 其他   | 1.72   | 2.67   | 3.07   | 3.68   | 4.42   | 5.30     |
| yoy  | 2.99%  | 55.23% | 14.98% | 20.00% | 20.00% | 20.00%   |
| 毛利率  |        | 19.43% | 26.92% | 20.00% | 20.00% | 20.00%   |

数据来源：wind，东吴证券研究所

**公司当前 PB 显著低估。**公司当前 PB 仅 0.8 倍，相比同行上海医药（0.97）、华东医药（3.27）、九州通（1.06）、柳药集团（0.99）、南京医药（1.00）差距较大，核心原因是市场对于公司应收账款的担忧，但我们认为通用技术入股后，有望为公司带来更便捷的融资手段及更高的资金使用效率，财务费用及应收账款均有望改善，因此市场应给予公司更高的 PB 定价。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.37/6.05/6.77 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 17/15/14 倍，并选取业务结构相近（医药批发占比较高）的 A 股流通公司国药一致、华东医药及上海医药为可比公司，2025-2027 年行业平均 PE 为 14/12/11 倍，略低于重药控股。但我们认为公司应享受更高 PE 估值溢价，原因 1）公司近十年持续盈利，且 2025H1 利润增速近 20%；2）公司当前批发业务占比较高，但利润率较低，随着公司零售、CSO 等新业务加速落地，有望改善公司整体利润结构，并实现持续性利润高增；3）国企改革进度应得到充分定价，随着 2025Q1 实控人升级至国务院国资委，控股股东变更为通用技术集团后，公司协同中国医药的资源有望提升工业板块占比，并贡献较高利润。综上，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

图22：可比公司估值

| 证券代码      | 公司   | 市值（亿元） | 公司归母净利润（亿元） |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2024A       | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 000028.SZ | 国药一致 | 132    | 6.42        | 11.89 | 12.57 | 14.03 | 21    | 11    | 11    | 9     |
| 000963.SZ | 华东医药 | 705    | 35.12       | 40.32 | 45.55 | 51.54 | 20    | 17    | 15    | 14    |
| 601607.SH | 上海医药 | 611    | 45.53       | 50.12 | 56.49 | 63.25 | 13    | 12    | 11    | 10    |
|           | 平均   |        |             |       |       |       | 18    | 14    | 12    | 11    |
| 000950.SZ | 重药控股 | 92     | 2.83        | 5.37  | 6.05  | 6.77  | 33    | 17    | 15    | 14    |

数据来源：wind，东吴证券研究所（市值日期：2025 年 10 月 21 日，可比公司利润来源：wind 一致预期）

## 5. 风险提示

### 1) 经营模式风险

公司建立了全国性全渠道供应链服务，对各业务环节提出了较高的要求：需要具备采购与销售环节的定价能力，成本、费用控制能力，物流配送能力；要强化资金管理、库存管理、信用管理及对下属子公司的管理；要不断强化物流、冷链技术、信息技术研发以降低业务成本提供优质服务。一旦上述环节出现问题，公司将面临盈利能力下降的风险。

### 2) 政策风险

公司经营的产品属于特殊商品，容易受到国家以及地方有关政策的影响，特别是医疗卫生、医疗保障、医药流通体制改革的影响。医疗、医保、药品供应三大体制的改革将在深层次上改变医药流通领域的格局，引发医药市场的分化与重组。

### 3) 市场竞争风险

随着两票制的实施，中国医药市场竞争日益激烈。虽然公司与上游供货商与下游客户的业务合作关系是经过公司多年的开发、维护而形成的，但由于市场竞争因素，公司仍无法保证现有上游供货商和下游客户会继续长期维持与公司的业务合作关系，因而市场份额可能会出现下降，对公司业务、财务状况及经营业绩有不利的影响。

### 4) 应收账款发生坏账风险

随着公司的规模及市占率提升，以及公司调整业务结构加大开拓医疗机构市场，应收账款可能有所增长，因此公司存在应收款项可能发生坏账的风险。

## 重药控股三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表 (百万元)       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>57,420</b> | <b>60,141</b> | <b>63,255</b> | <b>66,675</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>80,562</b> | <b>86,722</b> | <b>94,147</b> | <b>102,150</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 9,392         | 7,792         | 6,720         | 5,126         | 营业成本(含金融类)      | 74,573        | 80,248        | 87,081        | 94,445         |
| 经营性应收款项          | 36,116        | 40,517        | 42,646        | 47,586        | 税金及附加           | 198           | 217           | 235           | 255            |
| 存货               | 9,977         | 10,085        | 11,685        | 11,926        | 销售费用            | 2,400         | 2,602         | 2,824         | 3,065          |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 1,584         | 1,691         | 1,836         | 1,992          |
| 其他流动资产           | 1,935         | 1,748         | 2,204         | 2,037         | 研发费用            | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>非流动资产</b>     | <b>9,210</b>  | <b>9,239</b>  | <b>9,263</b>  | <b>9,282</b>  | 财务费用            | 1,084         | 1,283         | 1,331         | 1,363          |
| 长期股权投资           | 3,261         | 3,381         | 3,501         | 3,621         | 加:其他收益          | 35            | 9             | 9             | 10             |
| 固定资产及使用权资产       | 2,557         | 2,490         | 2,417         | 2,341         | 投资净收益           | 402           | 193           | 160           | 89             |
| 在建工程             | 68            | 68            | 68            | 68            | 公允价值变动          | 7             | 0             | 0             | 0              |
| 无形资产             | 312           | 288           | 264           | 240           | 减值损失            | (614)         | 0             | 0             | 0              |
| 商誉               | 1,461         | 1,461         | 1,461         | 1,461         | 资产处置收益          | 11            | 0             | 0             | 0              |
| 长期待摊费用           | 121           | 121           | 121           | 121           | <b>营业利润</b>     | <b>563</b>    | <b>882</b>    | <b>1,009</b>  | <b>1,129</b>   |
| 其他非流动资产          | 1,430         | 1,430         | 1,430         | 1,430         | 营业外净收支          | (5)           | 0             | 0             | 0              |
| <b>资产总计</b>      | <b>66,630</b> | <b>69,380</b> | <b>72,518</b> | <b>75,957</b> | <b>利润总额</b>     | <b>558</b>    | <b>882</b>    | <b>1,009</b>  | <b>1,129</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>44,064</b> | <b>46,224</b> | <b>48,605</b> | <b>51,198</b> | 减:所得税           | 156           | 212           | 252           | 282            |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 17,966        | 17,966        | 17,966        | 17,966        | <b>净利润</b>      | <b>402</b>    | <b>671</b>    | <b>757</b>    | <b>847</b>     |
| 经营性应付款项          | 18,165        | 19,730        | 21,391        | 23,208        | 减:少数股东损益        | 119           | 134           | 151           | 169            |
| 合同负债             | 528           | 562           | 610           | 661           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>283</b>    | <b>537</b>    | <b>605</b>    | <b>677</b>     |
| 其他流动负债           | 7,405         | 7,966         | 8,638         | 9,363         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.16          | 0.31          | 0.35          | 0.39           |
| 非流动负债            | 6,103         | 6,103         | 6,103         | 6,103         | EBIT            | 1,267         | 1,972         | 2,180         | 2,403          |
| 长期借款             | 3,224         | 3,224         | 3,224         | 3,224         | EBITDA          | 1,810         | 2,164         | 2,376         | 2,604          |
| 应付债券             | 1,999         | 1,999         | 1,999         | 1,999         | 毛利率(%)          | 7.43          | 7.46          | 7.51          | 7.54           |
| 租赁负债             | 259           | 259           | 259           | 259           | 归母净利率(%)        | 0.35          | 0.62          | 0.64          | 0.66           |
| 其他非流动负债          | 621           | 621           | 621           | 621           | 收入增长率(%)        | 2.76          | 7.65          | 8.56          | 8.50           |
| <b>负债合计</b>      | <b>50,167</b> | <b>52,327</b> | <b>54,708</b> | <b>57,301</b> | 归母净利润增长率(%)     | (54.69)       | 89.60         | 12.83         | 11.89          |
| 归属母公司股东权益        | 11,327        | 11,783        | 12,388        | 13,066        |                 |               |               |               |                |
| 少数股东权益           | 5,136         | 5,270         | 5,422         | 5,591         |                 |               |               |               |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>16,463</b> | <b>17,053</b> | <b>17,810</b> | <b>18,657</b> |                 |               |               |               |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>66,630</b> | <b>69,380</b> | <b>72,518</b> | <b>75,957</b> |                 |               |               |               |                |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 重要财务与估值指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | (187)   | 73      | 553     | 102     | 每股净资产(元)        | 6.55  | 6.82  | 7.17  | 7.56  |
| 投资活动现金流     | (182)   | (27)    | (60)    | (131)   | 最新发行在外股份(百万股)   | 1,728 | 1,728 | 1,728 | 1,728 |
| 筹资活动现金流     | 48      | (1,646) | (1,565) | (1,565) | ROIC(%)         | 2.42  | 3.73  | 4.00  | 4.32  |
| 现金净增加额      | (321)   | (1,600) | (1,072) | (1,595) | ROE-摊薄(%)       | 2.50  | 4.55  | 4.89  | 5.18  |
| 折旧和摊销       | 543     | 192     | 196     | 201     | 资产负债率(%)        | 75.29 | 75.42 | 75.44 | 75.44 |
| 资本开支        | (249)   | (100)   | (100)   | (100)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 32.92 | 17.36 | 15.39 | 13.75 |
| 营运资本变动      | (2,366) | (2,161) | (1,805) | (2,422) | P/B (现价)        | 0.82  | 0.79  | 0.75  | 0.71  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>