

太极集团调研纪要

张静含

021-33830502-765

jhzhang@cebm.com.cn

贾雅希

010-8518 8170-8606

yxjia@cebm.com.cn

核心提示

太极集团完成资产重组之后，经营风格焕然一新。①通过销售渠道改革理顺销售终端激励机制，一改往日零售终端混乱无序的低价竞争局面。②核心品种藿香正气口服液价格不变承诺期限将至，新一轮提价有可能带来又一波销售收入增长。③净利资产重组之后，公司费用率下降明显，所有权改革若能在今年内完成，经营效率有望进一步提高。④公司优良资产众多，目前57亿元市值底部空间有限。

销售渠道改革理顺销售终端激励机制

公司产品大多是低价产品，销售终端也以零售药店为主。长期以来，公司产品在一些零售药店存在进货渠道混乱、相互低价竞争的情况，导致销售公司产品并不能为零售药店带来显著受益，终端销售力度薄弱。自2016年3月起，公司进行了销售渠道改革。一方面进行省级经销权竞标，建立太极集团→省级总代理→二级经销商→零售药店的四级经销体系，同时通过监控产品流向并配合惩罚条款严格杜绝了“窜货”现象。不仅保证了各地区产品的终端统一定价，也保证了各级经销商及零售药店的利润与产品销量正向相关，理顺了销售激励机制。

经过一年的销售渠道改革，公司产品销售有了明显提升。例如，九州通获得藿香正气口服液广东省2016年到2018年的总经销权后，2016年广东省藿香正气口服液销售额1.2亿元，与2015年的8千万相比，提升约50%。根据公司年报，2016年主要产品藿香正气口服液两种规格的合计销售数量提升了22%。

藿香正气口服液仍有提价空间

2016年，公司医药工业收入36亿元，其中藿香正气口服液销售额超过10亿元，是公司销售收入最高的产品。藿香正气产品历史悠久，知名度高。虽然说明书中记录的适应症仅感冒一项，但实际生活中应用十分广泛，具有很大的市场空间。

藿香正气口服液价格便宜，是《国家发改委定价范围内的低价药品清单》内品种。2014年10月，公司上调藿香正气出厂价20%，实现终端价9元/5支/盒，并承诺三年内不再进行价格调整。调整后藿香正气的日服用价格依然只有3.6元/2支/天，低于发改委规定的日均价格5元的低价药标准。如今，三年承诺期限即将到期，藿香正气有可能通过新一轮提价进一步提升销售收入。

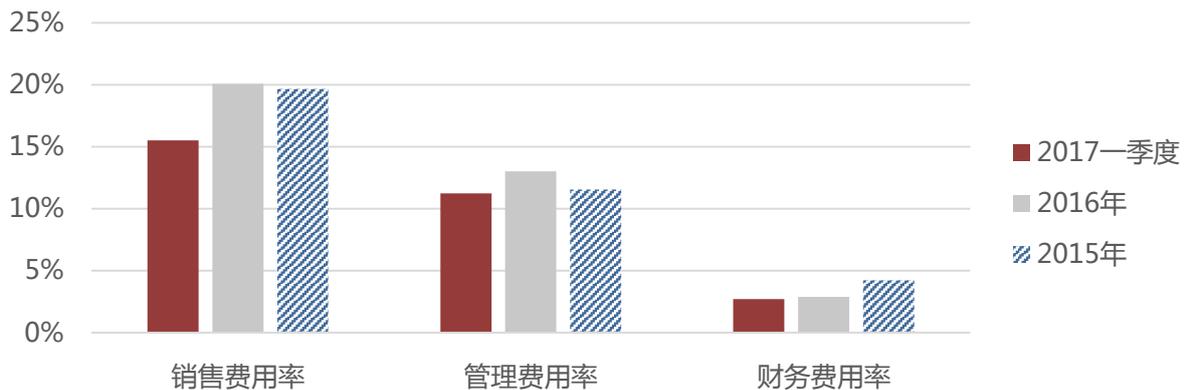
同时，公司对藿香正气加大了推广力度，一方面加强了地面推广活动，另一方面在中央新闻频道

投放广告。通过以上努力，藿香正气有望在2017年完成14~16亿元销售收入，并在2018年实现20亿元销售收入。

资产重组提高公司经营效率，降低费用率

2016年，公司完成了桐君阁、西南药业的壳资源整合，不仅解决了三家上市公司之间的关联交易和同业竞争问题，同时消除了上市公司融资障碍，并获得了脱壳资金。桐君阁及西南药业的业务并入太极集团，也减少了共有的后台人员设置，减少了管理成本。2017年一季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为15.5%、11.3%、2.7%，与2016年相比均有下降。

图表 1: 太极集团 2015 年至 2017 年一季度销售费用率、管理费用率、财务费用率



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

同时，公司正在筹划混合所有制改革，并计划今年内实现股权转让。若能够实现高级管理人员持股，则公司的经营效率有望进一步提高。

土地价值保底，公司估值底部空间有限

太极集团持有大量出让地块，按照市价计算总价值约47亿元。而根据6月26日太极集团收盘价计算，公司总市值约57亿元。加之公司的其他资产，我们判断公司目前的市值底部空间有限。

图表 2: 太极集团土地市价

子公司	获得方式	土地性质	面积 (亩)	单价 (万元/亩)	市价 (亿元)
太极股份	出让	农业	485	4	0.19
	出让	城镇混合住宅	66	70	0.46
	出让	种植业	187	4	0.07
	出让	工业 (技改)	119	70	0.83
	划拨	综合	804	--	--
涪陵制药厂	出让	商住	326	500	16.28
	出让	商业旅游	110	500	5.52
	出让	工业	1781	70	12.47
	出让	住宅	10	500	0.51
	出让	林业	5647	8	4.52
桐君阁	出让	工业	206	70	1.44
西南药业	出让	工业	666	70	4.66
合计					46.96

数据来源：公司公告，莫尼塔研究

近期报告

- 2017年06月19日 医保目录谈判范围品种市场前景解析（二）
- 2017年06月06日 康柏西普市场格局大猜想
- 2017年05月18日 医保谈判目录大揭秘，重点品种市场前景分析（一）
- 2017年05月02日 小品种维生素景气行情持续，兄弟科技盈利提速
- 2017年04月13日 涨价、扩产、升级，兄弟科技进入发展新阶段
- 2017年04月12日 原料药业务推动东北制药扭亏为盈
- 2017年03月27日 维生素C高价将持续——专家会议纪要
- 2017年03月27日 消费品流通行业迎来整合潮流，流通企业进入发展快速路
- 2017年03月20日 医保谈判目录大猜想
- 2017年03月15日 维生素涨价行情持续 东北制药利润将大幅提升
- 2017年03月06日 消费、终端两大新兴源动力——九州通调研纪要
- 2017年02月27日 加成取消势如破竹，药房托管又遇春风

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://>

Email: cebmservice@cebm.com.cn