

# 太极集团 (600129)

## 国企改革效果初显, 公司开启“十四五”发展新篇章

买入 (首次)

2023 年 04 月 18 日

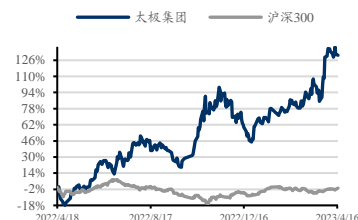
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	14,051	17,184	20,286	23,696
同比	16%	22%	18%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	350	599	841	1,146
同比	167%	71%	40%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.63	1.08	1.51	2.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	68.94	40.23	28.66	21.04

### 股价走势



关键词: #实控人变化 #产品结构变动带来利润率上升

### 投资要点

- 投资逻辑:** 公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系, 现已发展成为 OTC 品牌前列。2021 年国药正式入主成为公司实控人, 有望实现管理效率提升、业务全面优化。OTC 品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段, 麻精特色化药与区域商业体系作为辅线并行发展, 稳健增长。公司发布“十四五”战略规划, 通过内生发展、外延扩张, 力争营收达到 500 亿, 销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩与估值双提升通道。
- 国药入主, 公司迎来提质增效、盈利能力提升:** 国药入主后逐步完成阶段性转型: 1) 治理结构改革优化, 引入经验丰富的高管梯队; 2) 精简优化组织架构, 提升运营效率, 推进以利润为考核目标的绩效考核机制; 3) 聚焦主业, 形成以中药智造为主、麻精特色化药和区域商业为辅的战略方向, 剥离两非两资, 减少负债; 4) 对标及协同国药集团, 中药化药有望加速放量, 商业网络从西南龙头走向全国市场等。2022 年, 公司实现扭亏为盈, 业绩呈现向上拐点, 2023 年力争 20% 以上收入增长。
- OTC 战略性品种仍具提价空间, 化药大品种有望增厚公司业绩:** 2022 年, 公司核心中药大品种实现高速放量: 藿香正气口服液 15.67 亿 (+70%)、急支糖浆 5.26 亿 (+89%)、通天口服液 2.88 亿 (+53%)、鼻窦炎口服液 2.14 亿 (+67%), 营销改革+OTC 品牌重塑效果显著。公司“十四五”目标确保战略品种每年收入增长 30% 以上, 其它品种每年收入增长高于行业平均水平。2023 年公司加强品牌品类规划, 全力突破重点市场, 力争医药工业实现营业收入同比增长 30%。
- 医药商业优化布局, 在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显:** 公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系, 营收稳步增长。公司构建商业“1+2+3”管理框架, 调整区域布局, 着力提质增效。2023 年公司力争医药商业营业收入同比增长 20%。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年, 公司营业收入分别为 171.84/202.86/236.96 亿元, 归母净利润为 5.99/8.41/11.46 亿元, 对应当前市值的 PE 为 40X/29X/21X。考虑到公司经营改革稳步推进, 未来有望迎来业绩高增长与估值提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司改革进展或不及预期; 市场推广或不及预期; 医药行业政策不确定性风险等

### 市场数据

收盘价(元)	43.29
一年最低/最高价	14.60/45.30
市净率(倍)	7.87
流通 A 股市值(百万元)	24,107.80
总市值(百万元)	24,107.80

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.50
资产负债率(% ,LF)	80.10
总股本(百万股)	556.89
流通 A 股(百万股)	556.89

### 相关研究

## 内容目录

1. 国药入主，太极集团开启发展新阶段 .....	4
1.1. 二十余年发展积淀，“太极”品牌中国驰名 .....	4
1.2. 收入利润增速显著回升，“十四五”战略下业绩有望换挡提速 .....	6
2. 国药入主助力企业发展转型，“十四五”战略明晰发展方向 .....	8
2.1. 公司治理结构改革优化，精英管理团队注入新鲜血液 .....	9
2.2. 聚焦中药主业，整合协同国药资源，剥离非核心资产轻装上阵 .....	10
2.2.1. 聚焦工业“6+1”领域，剥离“两非两资”资产提升效率 .....	10
2.2.2. 整合资源，发挥协同，促进与国药集团的合作 .....	11
2.2.3. 逐步解决同业竞争，优质资产重组存在可能性 .....	11
3. 品牌 OTC 放量潜力大，化药有望继续稳健增长 .....	11
3.1. 品牌 OTC 产品优势显著，潜力品种有望加大放量 .....	13
3.2. 处方药独家品种市场领先，化药收入有望稳健增长 .....	19
4. 医药商业改革初见成效，2023 年力争收入 20% 增长 .....	21
5. 盈利预测与投资评级 .....	22
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	太极集团股权结构图（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	5
图 3:	2012-2022 年公司营业收入及增速.....	6
图 4:	2012-2022 年公司归母净利润及增速.....	6
图 5:	2012-2022 年公司收入构成.....	7
图 6:	2012-2022 年公司各项费用率.....	7
图 7:	2022 年公司销售费用及管理费用（亿元）的调整.....	7
图 8:	2012-2022 年公司销售毛利率与销售净利率.....	8
图 9:	2019-2022 年公司应收账款天数和存货周转天数情况.....	8
图 10:	公司所有制改革流程.....	8
图 11:	2018-2022 年人均创收/创利（万元）情况.....	10
图 12:	2018-2022 年员工人数及人均薪酬（万元）情况.....	10
图 13:	医药工业板块收入及增速.....	12
图 14:	医药工业板块毛利率.....	12
图 15:	公司产品线定位和分类.....	12
图 16:	藿香正气各剂型零售端市场格局.....	14
图 17:	OTC 端重塑品牌，打造“藿小香”品牌 IP.....	14
图 18:	太极藿香正气口服液历年销售额及增速.....	14
图 19:	藿香正气口服液产销情况.....	14
图 20:	止咳祛痰中成药零售市场规模（亿元）.....	16
图 21:	止咳祛痰类中成药零售市场格局.....	16
图 22:	2015-2022 年急支糖浆产销量与库存量（万瓶）.....	16
图 23:	2017-2022 急支糖浆销售额（亿元）及增长率.....	16
图 24:	2017-2022 急支糖浆平均单价（元/盒）.....	17
图 25:	精准品牌定位，打造“急支豹”品牌 IP.....	17
图 26:	2017-2022 蜜炼川贝枇杷露零售及院内市场销售额（百万元）.....	17
图 27:	2017-2022 强力枇杷露零售及院内市场销售额（百万元）.....	17
图 28:	通天口服液销售额及增速.....	18
图 29:	通天口服液中标情况.....	18
图 30:	益保世灵历年销售额及增长情况.....	19
图 31:	2022 年样本医院注射用头孢唑肟钠竞争格局.....	19
图 32:	美菲康销售额（亿元）及增速.....	20
图 33:	思为普销售额（亿元）及增速.....	20
图 34:	公司医药商业营业收入及增速.....	22
图 35:	公司医药商业毛利率情况.....	22
表 1:	太极集团重点产品群.....	13
表 2:	2025 年藿香正气口服液销售额（亿元）敏感性分析.....	15
表 3:	2025 年急支糖浆销售额（亿元）敏感性分析.....	18
表 4:	公司营业收入、毛利拆分.....	22
表 5:	可比公司.....	23

## 1. 国药入主，太极集团开启发展新阶段

### 1.1. 二十余年发展积淀，“太极”品牌中国驰名

太极集团成立于 1993 年，是集医药研发、工业生产、医药商业、大健康产业于一体的全国性医药产业链完整的大型企业集团。公司品牌“太极”（TAIJI）已成为中国首批驰名商标，OTC 品牌药企第一名；旗下“桐君阁”为百年老字号，桐君阁传统丸剂制作技艺已进入国家“非物质文化遗产”保护名录。

公司前身是四川涪陵制药厂，1993 年改组成立太极实业股份有限公司，并于 1997 年在上交所挂牌上市。经过多次资产重组，截至 2022 年 12 月 31 日，公司已经有 63 家参控股子公司，形成医药研发与制造、医药商业、大健康产业三大业务板块。2020 年，公司完成股东增资，引入中国医药集团有限公司，2021 年上半年，公司实际控制人由涪陵区国资委变更为国药集团，公司将从法人治理结构改革、组织机构优化、管理效率提升、主营业务聚焦等诸多方面开启新的发展篇章。2021 年 1 月 1 日，公司发布《“十四五”战略规划概要（2021 年-2025 年）》，标志着公司进入发展新阶段。

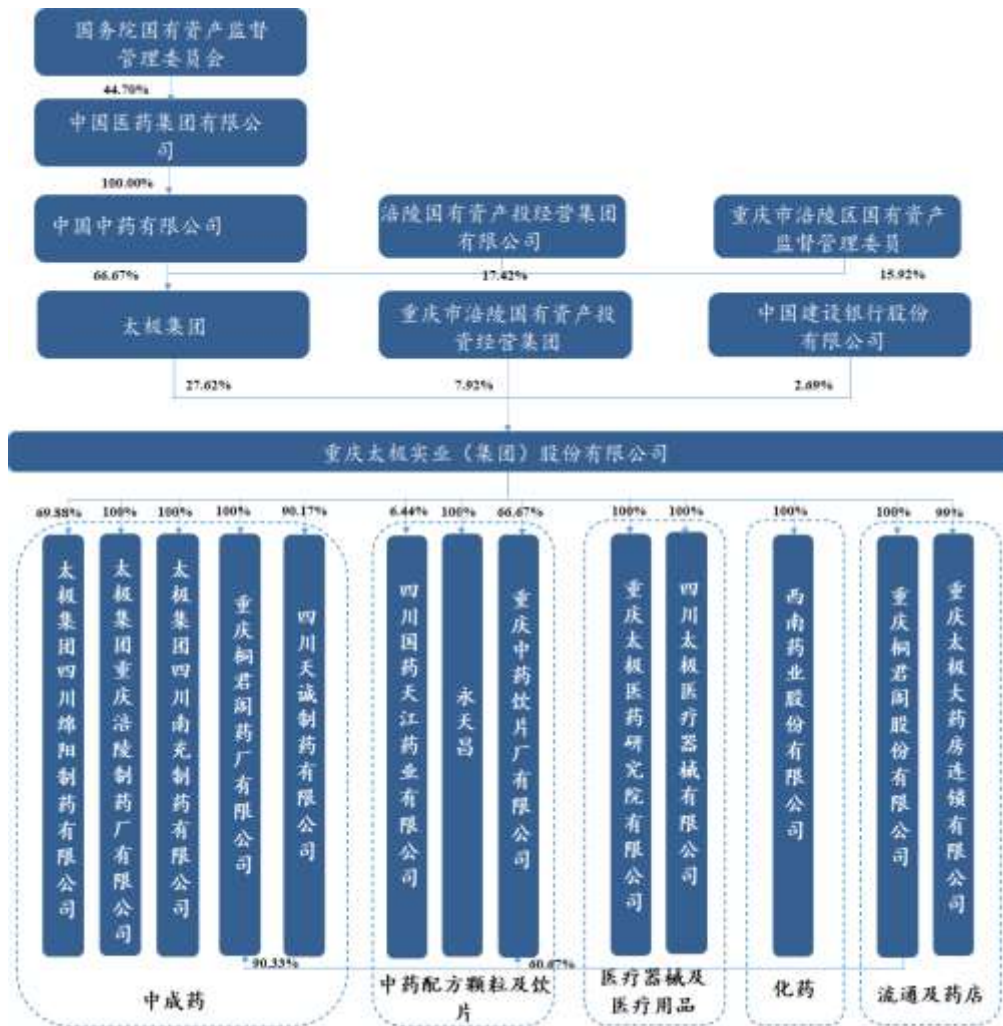
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

经过股权改革，公司实控人变更为中国医药集团有限公司，最终控制人为国务院国资委。截至 2022 年 12 月 31 日，太极集团、重庆市涪陵国有资产投资经营集团、中国建设银行股份有限公司-工银瑞信前沿医疗股票型证券投资基金为公司前三大股东，分别持有公司 27.62%、7.92%、2.69% 股权；中国医药通过中国中药、太极集团间接持有公司的股份。公司实控人由涪陵区国资委变更为国务院国资委。

图2: 太极集团股权结构图 (截至 2022 年 12 月 31 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司业务包括医药工业、医药商业、大健康三大业务板块，医药工业主要包括中成药、化药等。从收入及战略方向上来看，医药工业与医药商业为重要的两大业务板块。

医药工业方面，截至 2022 年年报，公司拥有西南药业股份有限公司、太极集团重庆涪陵制药有限公司、太极集团重庆桐君阁药厂有限公司、太极集团四川绵阳制药有限公司等 13 家制药厂；现有中西药品种批文 1242 个、全国独家生产品种 86 个、获国家专利 278 项。公司产品主要涵盖了消化系统、呼吸系统、心脑血管、全身性抗感染药物、内分泌系统药物、神经系统药物、大健康产品等领域，以治疗性大众中西普药（尤其是基药品种和医保品种）为基础性产品线，组成了治疗领域广泛的产品群。公司上榜“2021 年度中国非处方药生产企业综合统计排名”第二名，子公司重庆桐君阁药厂拥有“中华老字号”、“国家级非物质文化遗产”等荣誉。

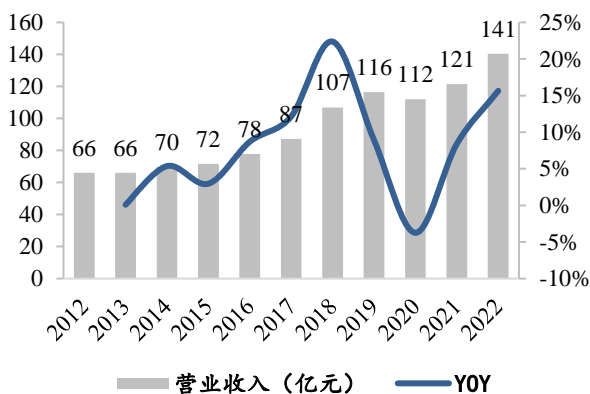
医药商业方面，截至 2022 年年报，公司拥有重庆桐君阁股份有限公司等 20 多家医

药商业公司，经营品规达 5 万余个；业务涵盖药品批发、配送、零售、进出口等，业务覆盖川渝 100 多个市、区、县，2 万多个直接配送终端。公司医药商业系统是西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，拥有立足川渝、辐射全国重点城市的强大市场网络。

## 1.2. 收入利润增速显著回升，“十四五”战略下业绩有望换挡提速

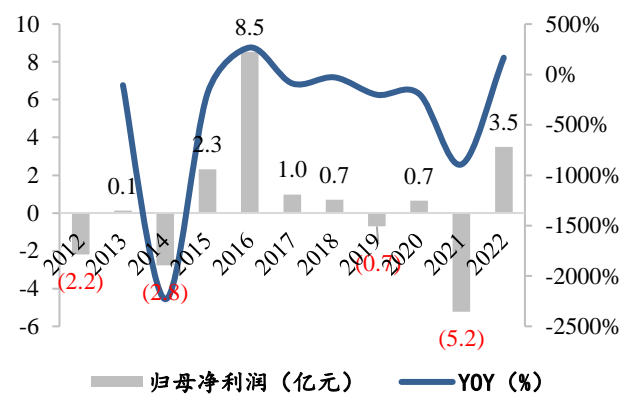
公司国企改革成效初显，利润端迎来向上拐点。2012 以来公司收入规模逐步扩大，但多年出现增收不增利。2022 年在“十四五”战略规划引领下，以提质增效为抓手，以高质量发展为目标，公司营业收入和经营性净利润创出历史新高。2022 年公司收入 140.51 亿元，同比增长 15.65%；公司归母净利润 3.50 亿元，比上年同期-5.23 亿元增加 8.73 亿元；扣非归母净利润达 3.67 亿元，比上年同期-6.97 亿元增加 10.64 亿元。公司发布“十四五”战略规划，通过内生和外延，力争“十四五”末营业收入达到 500 亿元，销售净利率不低于医药行业平均水平。国药集团入主背景下，公司将大力推进改革，优化经营，我们认为公司已经进入业绩显著增长提速的发展阶段。

图3：2012-2022 年公司营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

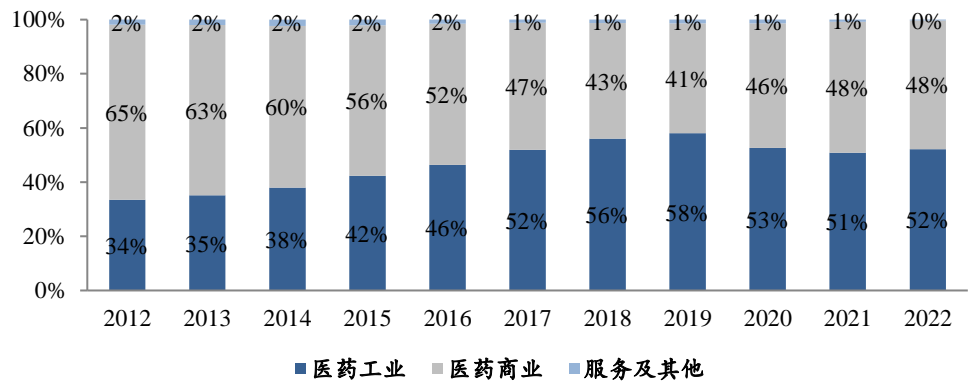
图4：2012-2022 年公司归母净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

医药工业收入仍占据主导地位，受疫情及辅助用药影响而阶段性下降，未来将在战略性品种放量及营销升级下加快提升。公司医药工业主要包括中药和化药，收入占比至 2019 年提升至 58%，2020、2021 年受疫情等影响下降较多，2022 年回升至 52%，销售收入 87.85 亿元，比上年同期增长 14.22%，通过找准营销增长赛道，建立品牌营销标杆，实现销售突破性增长。医药商业在疫情考验下全力担负当地政府防疫物资储备和供应保障的任务，并加快新零售商业布局，优化品类结构，业绩贡献提升。

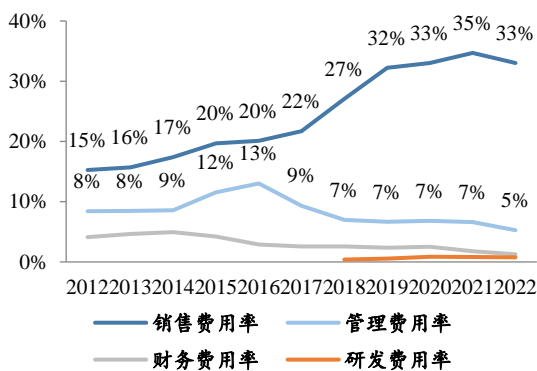
图5：2012-2022 年公司收入构成



数据来源：wind，东吴证券研究所

**2022 年公司费用率整体呈下降趋势，提质增效成效体现。**公司此前采用的传统招商模式效率低下，2017 年推进有序营销，2021 年销售整合优化。2022 年公司销售费用率下降到 33.04%，较 2021 年下降 1.66pct，整合效果明显，主要系办公会务及差旅费、运输及车辆使用费有较大的降低。通过改善公司治理，管理费用明显下降，2022 年管理费用率 5.27%，下降 1.36pct，其中办公会务及差旅费、车辆使用费、业务招待费等下降明显。此外，公司由于资产负债率偏高而导致财务费用较高，随着 2021 年公司开始剥离非主业资产，同时大幅回收现金，财务费用率由 2021 年的 1.77% 下降至 2022 年的 1.27%，经营风险降低。

图6：2012-2022 年公司各项费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：2022 年公司销售费用及管理费用（亿元）的调整

	2021	2022	yoy	
销售费用	办公会务及差旅费	1.61	1.30	-19.33%
	折旧租赁及仓储费	1.13	1.25	+10.88%
	车辆使用费	0.10	0.04	-62.05%
管理费用	职工薪酬	5.19	4.67	-10.05%
	资产折旧及摊销费	1.42	1.29	-9.01%
	办公会务及差旅费	0.52	0.44	-15.39%
	车辆使用费	0.15	0.10	-36.62%
	业务招待费	0.05	0.04	-28.93%
咨询及保险费	0.16	0.17	9.76%	

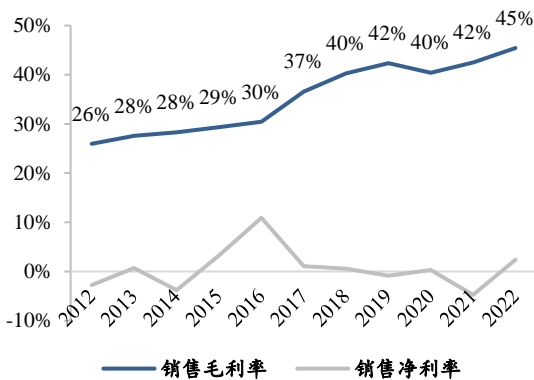
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**研发投入加大，发力创新药研发和主力品种二次开发。**公司注重研发创新并不断加大研发投入，研发费用率逐步提高。公司已成功研发新药 40 余个、获国家新药证书 30 余个、生产批件 70 余个、临床批件 20 余个。2022 年公司获得 4 类化学药产品注册证书

2 件；一致性评价 2 件；新增立项近 20 项，新产品立项取得新突破，GLP-1 激动剂 SPTJS22001 立项并加速推进。未来公司将发力创新药研发和主力品种二次开发，做强重点品类，规划“十四五”末全公司投入强度超过 5%（工业销售占比）。

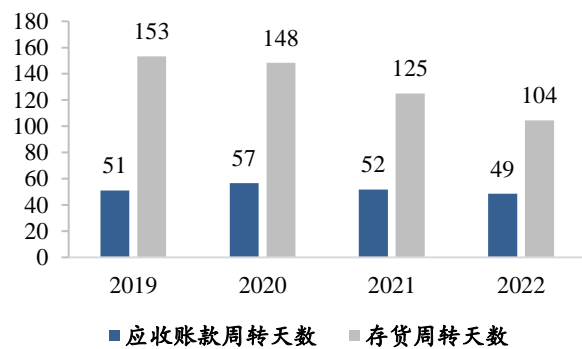
**盈利能力改善，营运能力持续加强。**公司在医药工业板块采取集中采购以及扁平化自营模式控制成本，且医药工业板块占比逐渐提高，2022 年公司整体毛利率为 45.43%，2020 年以来销售毛利率水平持续高于 40%，呈逐步上升态势；2022 年销售净利率达 2.42%，实现扭亏为盈，公司提质增效成效初现，盈利能力开始回升。公司 2022 年存货、应收账款周转天数均有所下降，营运能力持续加强。

图8：2012-2022 年公司销售毛利率与销售净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：2019-2022 年公司应收账款天数和存货周转天数情况



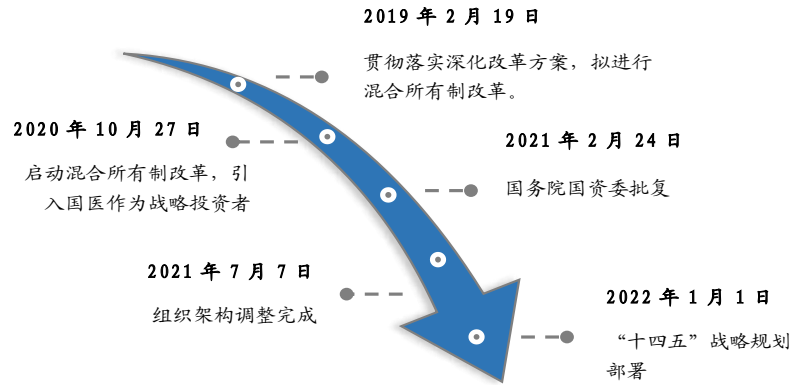
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 国药入主助力企业发展转型，“十四五”战略明晰发展方向

**混合所有制改革稳步推进，公司实控人更改为中国医药。**2019 年 2 月 19 日太极集团贯彻落实重庆市政府关于深化全市国企国资改革方案，拟进行混合所有制改革。2020 年 10 月 27 日，公司发布公告，太极集团有限公司启动混合所有制改革，原实控人涪陵区国资委向太极引入中国医药集团有限公司或其下属企业作为战略投资者。2021 年 2 月 25 日获得国务院国资委批复，增资完成后，公司股权结构由涪陵区国资委 100%控股，变更为涪陵区国资委持股 15.9%，涪陵国投持股 17.4%，中国医药集团间接持股 66.7%。太极集团混合所有制改革，引入中国医药集团有望提高公司效率、激发企业活力，“十四五”战略规划部署进一步加快和国药集团协同对接。

图10：公司所有制改革流程





数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**“十四五”战略规划启动，打造世界一流中药企业。**2022年1月1日，公司发布“十四五”规划概要，提出公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，销售净利率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业。公司通过加大重点产品发展、革新营销机制等多方面举措推动企业高质量发展，整合资源、规范治理，加快和国药集团协同对接。

公司在经历混改之后，业绩改善已然体现。2022年营业收入和经营性净利润创出历史新高。公司2023年力争收入20%以上增长，其中，医药工业力争实现营业收入同比增长30%，医药商业营业收入同比增长20%。展望未来，我们认为随着国药集团入主，从企业治理结构、组织架构、营销、研发、生产等各方面均有望实现显著提升，公司业绩有望加速提升。

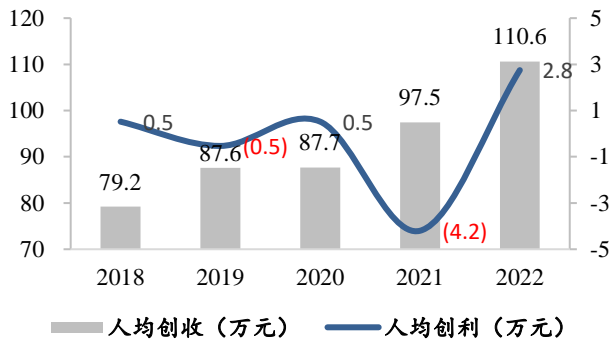
## 2.1. 公司治理结构改革优化，精英管理团队注入新鲜血液

2021年5月20日，公司完成董高监换届选举，管理层进一步精简。从换届前后情况来看，董事会变动较大，董事长仍为李阳春先生，剩余9个董事席位中，除了张忠喜先生之前任职于太极集团，其他董事成员皆为外部引进，其中陈中游先生、赖波先生来自涪陵国投，另外6名来自国药集团，包括中国中药控股有限公司总裁程学仁先生、副总裁赵东吉先生、3名董事，以及曾任江阴天江药业有限公司董事长、总经理兼党委书记的俞敏先生。高管变动较小，国药集团派俞敏先生任新总经理，刘尊义先生任新财务总监，李鸿坚先生任党委副书记兼人力总监，剩余高管成员皆多年深耕于太极集团。按照国企改革三年行动要求，公司将深化法人治理结构改革，优化组织机构，来自国药集团的人才队伍将为公司注入新鲜血液。此外总部人员也进行相应的调整，数量减少20%，加强人员考核，保证效率和工作质量。为进一步优化公司组织结构，提高管理效率，职能部门由29个调整为20个。

“十四五”规划强调以规范治理，提升公司整体组织力。公司实现管控模式从事务型向“战略+运营”转型，深入推进劳动用工改革、人事制度改革、分配激励改革、三项

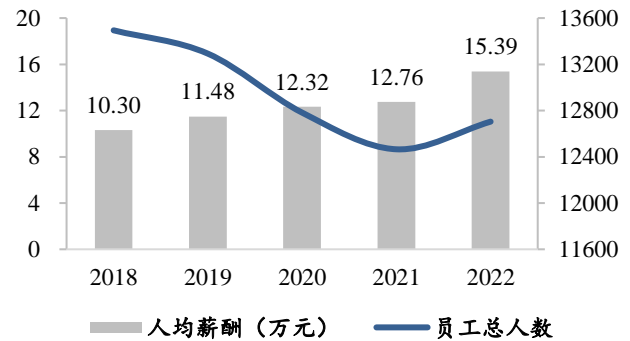
制度改革，打造素质过硬的人才队伍，提升公司发展的组织力。此外为壮大科研人才队伍，“校招、社招、全球招”科研人才，公司建立科研人员技术与管理职业发展双通道制度，提高薪酬待遇，并实施股权激励、分红激励等激励机制。公司制定了《提质增效专项工作考核办法》，设定效益目标达成率、利润贡献率等指标，确保公司收入和利润双增长。基于良好的组织架构调整以及人才激励措施，2022年，人均创收创利均显著提升，且员工薪酬也有所提升，二者之间有望形成正向循环。

图11: 2018-2022年人均创收/创利(万元)情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图12: 2018-2022年员工人数及人均薪酬(万元)情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 聚焦中药主业，整合协同国药资源，剥离非核心资产轻装上阵

### 2.2.1. 聚焦工业“6+1”领域，剥离“两非两资”资产提升效率

公司坚定不移聚焦医药健康主业，“十四五”战略的核心主线：现代中药智造，打造具有科技创新、智能制造等多优势的现代中药；并行辅线：打造以麻精药为特色的化药与生物药生产基地；打造川渝地区医药商业领军企业。医药健康主业将聚焦“6+1”重点领域：消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节药物+大健康养生产品；锚定12个产品赛道：糖尿病及代谢综合症、恶性肿瘤、中医脾胃症、感冒、慢阻肺、冠心病及高脂血症、高血压及心衰、脑卒中、急慢性疼痛、感染性疾病、免疫性疾病、抑郁症。做强品类、做优品牌、做大品种，骨干产品与普药销售队伍协同作战，确保战略品种每年增长30%以上，其它品种每年增长高于行业平均水平。

公司所涉资产板块众多，自2021年起将对低效、无效的企业、资产和投资加快处置进度，提升经营质量。“十四五”期间规划完成“两非”企业（非医药、非盈利）、“两资”资产（无效、低效资产）优化处置和合理运作，公司目前有大健康、旅游、康养等相关资产，一方面通过梳理处置资产回收现金，为公司提供现金流用以偿还借款，从而降低公司财务风险。另一方面，也将更加聚焦主业的发展。公司已制定“两非”企业的处置计划，逐步开展闲置资产的审计评估及处置工作。

### 2.2.2. 整合资源，发挥协同，促进与国药集团的合作

工业方面，太极集团拥有众多优质资产，有望通过整合国药集团产业资源，加强公司品牌 OTC 产品、精麻类产品集群、特色处方药、零售药店等业务之间的协同效应，实现优质资产价值的逐步释放。此外，在大健康养生产品方面，有望借助太极丰富的补益类产品资源和国药集团优势进口资源，建立健全补益类中成药、药食同源中药饮片和配方颗粒、智能化可穿戴式医疗设备、保健食品、特医食品、中药日化品、轻医美产品和生物健康品等大健康养生产品库。

商业方面，太极集团业务主要辐射西南地区，国大药房有助于扩大全国市场。截至 2022 年 6 月末，国大药房拥有门店 9137 家，布局国内 20 个省、自治区、直辖市，形成覆盖华东、华北、华南沿海城市群的药店网络，并逐步扩散进入西北、中原和内陆城市群，保持销售规模行业领先。集团打造新模式、新业态、新理念的“成渝双城圈”大型医药基地，成为国药集团在中国西部地区的战略增长极，同时太极集团商业网络有望借助国药集团的力量将业务在全国内铺开，进一步拓宽全国市场。

### 2.2.3. 逐步解决同业竞争，优质资产重组存在可能性

公司于 2020 年 10 月 31 日发布的《重庆太极实业（集团）股份有限公司详式权益变动报告书》指出，国药中药及其控股股东、实际控制人国药集团已经分别作出如下承诺：“1、本公司与上市公司除存在前述同业竞争情形外，不存其他同业竞争情形；2、本公司承诺在本次交易完成后的五年内，通过包括但不限于资产置换、资产出售、设立合资企业、变更主营业务、资产注入、委托管理等方式，逐步解决同业竞争问题。”

2023 年 1 月 17 日公司公告为解决同业竞争，减少关联交易，重庆太极实业(集团)股份有限公司拟以协议方式受让公司控股股东太极集团有限公司和重庆太极药用动植物资源开发有限公司持有重庆太极中药材种植开发有限公司 99.38%和 0.62%的股权，受让金额累计 881.14 万元，受让完成后，公司将持有中药材种植公司 100%股权；重庆太极实业(集团)股份有限公司拟以协议方式受让控股股东太极集团有限公司持有重庆中药材有限公司 100%的股权，受让完成后，公司将持有中药材公司 100%股权。

## 3. 品牌 OTC 放量潜力大，化药有望继续稳健增长

**医药工业板块收入稳定增长，毛利率水平维持高位。**自 2012 年以来，太极集团医药工业板块收入稳步上升，至 2019 年已经实现收入 67.56 亿元，2012-2019 年均复合增长率达 17%。2020 年由于疫情及政策影响有所下滑，2021 年收入显著回升，同比增长 30%，2022 年工业收入 87.85 亿元，同比增长 14%，其中现代中药实现收入 51.02 亿元，同比增长 22%；化药实现收入 36.83 亿元，同比增长 14.2%。得益于公司采用的扁平化的自营模式减少了流通环节，自有工业产品保持较高毛利，医药工业板块毛利率自 2012

年以来维持在 50%以上，2022 年毛利率提升至 64%。

**中药调价缓解成本压力，促进市场可持续发展。**2021 年底，集团考虑到近年来主要原料、辅料、包装价格持续上升，为缓解公司成本持续上升压力，决定将藿香正气口服液出厂价平均上调 12%，并对藿香正气口服液的终端零售价做出相应调整。此外中药材川芎、茯苓、牛黄、黄芪、甘草等大幅涨价，通天口服液、鼻窦炎口服液、安宫牛黄丸等在中药材价格持续上升的背景下均有提价可能性。另一方面，公司的品牌 OTC 品种独具特色，有望在营销升级推动下进一步打开提价空间。

图13: 医药工业板块收入及增速

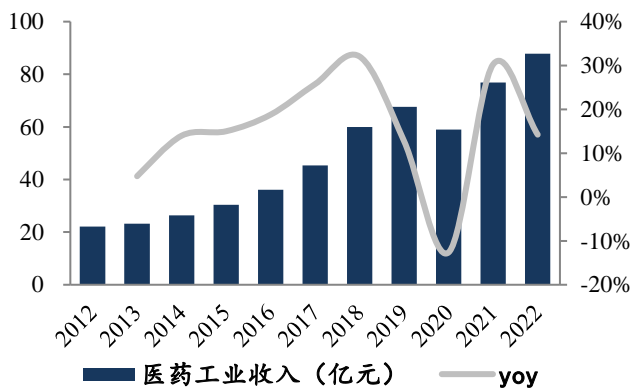
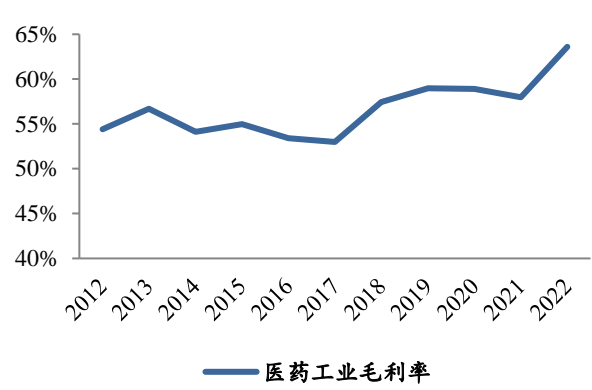


图14: 医药工业板块毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司拥有治疗领域广泛的产品群，形成三大战略性产品线、六大成长性产品线、基础性产品线。公司三大战略性产品线主要以消化系统药物、呼吸系统药物、心脑血管药物为主，藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液等品牌 OTC 产品均为驰名商标，有望在有序营销之下，实现大品种继续放量，同时带动六大成长性产品线、基础性产品线的增长。

图15: 公司产品线定位和分类



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司实施主品战略，加强规模型产品集群建设，重点产品凭借高知名度和口碑，实现收入稳步增长。通过规模性产品销售，积极带动其他产品销售。2021年，公司销售排名前100的品种，销售收入同比增长18%，其中，34个品种收入增幅超过30%，单品销售过亿元的产品有13个。藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、思为普等骨干产品销售保持良好增长，并充分发挥大品种“敲门砖”作用，确保规模型产品集群的持续发展。2022年，藿香正气口服液15.67亿(+70%)、急支糖浆5.26亿(+89%)、通天口服液2.88亿(+53%)、鼻窦炎口服液2.14亿(+67%)，营销改革及OTC品牌重塑效果明显，核心大品种快速放量。此外，公司将创新营销思路，深挖休睡眠产品，实现“老药新做”“老树开新花”，2020年，公司休睡眠产品全年实现销售收入5897万元，同比增长48%；2021年，公司进一步完善产品线，增加新品新规23个（含休睡眠品种10个），休睡眠产品的再开发有望进一步丰富收入来源。

表1：太极集团重点产品群

产品线	产品名称	特点	2022年销售收入	同比增长	是否进入医保
消化系统	藿香正气口服液	不含酒精、口感好、疗效明显； 国家中药保护品种、独家剂型	15.67亿元	70%	是
	沉香化气片	独家品种	-	-	否
	双苓止泻口服液	独家品种	-	-	是
呼吸系统	急支糖浆	独家品种	5.26亿元	89%	是
	鼻窦炎口服液	国家独家专利品种	2.14亿元	67%	是
心脑血管	通天口服液	独家品种	2.88亿元	53%	是
内分泌	罗格列酮钠片(太罗)	独家品种，自主定价	-	-	是
神经系统	洛芬待因缓释片(思为普)	独家剂型	5.13亿元	15%	是
	盐酸吗啡缓释片(美菲康)	独家品种、管制麻醉	2.3亿元	9%	是
散结	小金片	独家剂型	3.42亿元	30%	是
补益	六味地黄丸	特色剂型	1.07亿元	28%	是

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：小金片、六味地黄丸为2021年数据

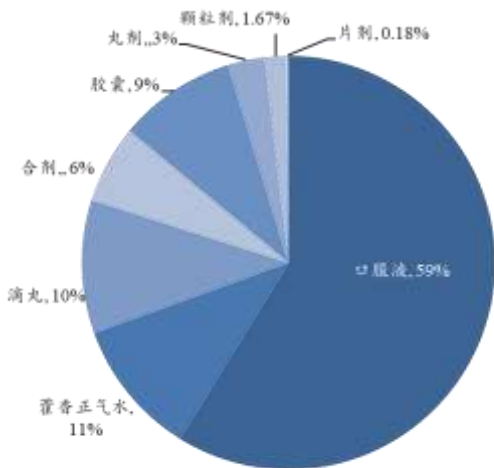
### 3.1. 品牌 OTC 产品优势显著，潜力品种有望加大放量

#### ➤ 藿香正气口服液：独家剂型叠加品牌效应，明星产品地位稳固

临床价值受卫健委认可，“太极”品牌效应强，“口服液”剂型优异，公司几乎独占市场。太极藿香正气口服液主要用于解表化湿，理气和中。用于外感风寒、内伤湿滞或

夏伤暑湿所致的感冒，症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻等。相较于其他藿香正气类药物而言，公司的口服液剂型不含乙醇、口感较好、易吸收、见效快，患者用药依从性好。在 2022 年度中国非处方药产品排名中，藿香正气口服液荣获“中成药·感冒暑湿类”第一名和“2022 年度中国非处方药黄金大单品”称号；并且先后列入国家卫健委发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》试行第四至第九版医学观察期推荐治疗中成药。从市场竞争格局来看，其他剂型的厂商众多，零售市场中口服液剂型占比 50% 以上。

图16：藿香正气各剂型零售端市场格局



数据来源：东吴证券研究所

图17：OTC 端重塑品牌，打造“藿小香”品牌 IP

**市场定位：**祛暑、祛湿、祛暑湿  
**品牌 IP：**藿小香  
**宣传口号：**祛暑祛湿，来一瓶！  
**品牌活动：**太极劳动防暑节



**15.67亿元**  
**同比增长70%**

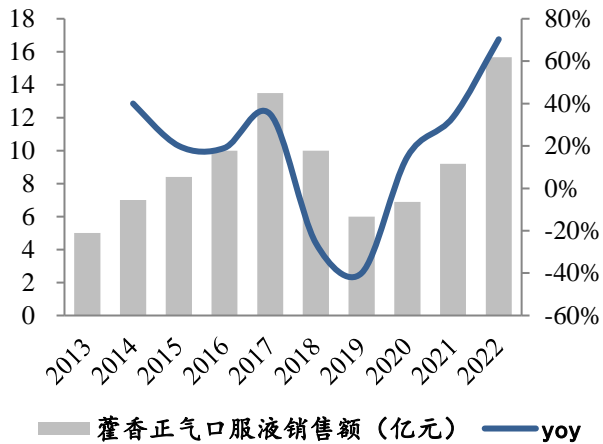


数据来源：东吴证券研究所

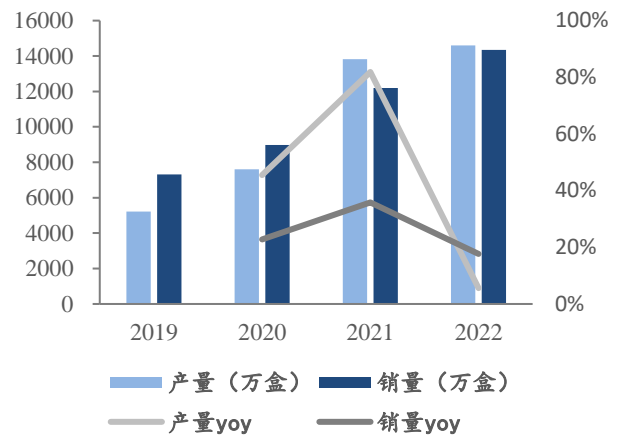
**产品提价、产能提升与营销升级，太极藿香正气液超级大品种有望继续快速放量。**2020 年，公司在太极医药城修建的藿香正气口服液智能化生产线已调试完成。投产后藿香正气口服液和急支糖浆等骨干品种的提取将实现全智能控制，产能提升 120%。2021 年，公司两个规格的藿香正气液(10ml\*10\*70、10ml\*5\*120)总生产量较上年增长 81.88%；两个规格的产品销售量分别同比增长 41.99%、27.38%；2022 年，藿香正气液产销增速较 2021 年有所回落，产能趋于稳定。公司拥有遍布全国的药品营销网络，持续创新营销模式和运行机制，明确藿香正气口服液“祛暑、祛湿、祛暑湿”的市场定位，打造品牌 IP “藿小香”，重塑品牌形象，加大动销、品类破圈，推动销售突破。2022 年藿香正气口服液实现销售收入 15.67 亿元，同比增长 70%。

图18：太极藿香正气口服液历年销售额及增速

图19：藿香正气口服液产销情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**加大临床研发创新，市场空间有望进一步打开。**为进一步拓展藿香正气液的临床应用及发挥优势，公司加大对其研发力度，开展多个研发项目。公司已完成藿香正气口服液“以证统病”治疗湿疹及肠易激综合征项目的上市后再评价研究；藿香正气口服液治疗胃肠型感冒 RCT 研究完成总结报告及统计报告；大样本前瞻性临床研究表明，藿香正气口服液与金蒿解热颗粒联用可有效提高对于感冒等呼吸道疾病的预防作用。随着新适应症拓展成功，未来公司藿香正气液市场空间有望进一步打开。

我们预计 2023-2025 年藿香正气口服液销量年复合增速在 20%-50% 区间，每年提价的年复合增速在 3%-10% 之间。当销量年复合增速达 30%，每年提价 6% 时，2025 年藿香正气口服液的销售额有望超 40 亿元；当销量年复合增速达 40%，每年提价 6% 时，2025 年藿香正气口服液的销售额有望超 50 亿元。在产品提价、产能扩张与营销升级下，我们认为 2023-2025 年公司藿香正气液有望成长为 OTC 超级大品种，此外，藿香正气口服液的增长也有望带动同品类其他产品的增长。

表2：2025 年藿香正气口服液销售额（亿元）敏感性分析

销量增速 \ 提价幅度	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
3%	26.04	29.59	33.44	37.62	42.13	46.99	52.20	57.79
4%	26.81	30.46	34.43	38.73	43.37	48.37	53.74	59.49
5%	27.59	31.35	35.43	39.85	44.63	49.78	55.30	61.22
6%	28.38	32.25	36.45	41.00	45.92	51.21	56.90	62.99
7%	29.20	33.17	37.49	42.17	47.23	52.67	58.52	64.79
8%	30.02	34.11	38.55	43.37	48.57	54.17	60.18	66.62
9%	30.86	35.07	39.63	44.58	49.93	55.68	61.87	68.49
10%	31.72	36.04	40.74	45.82	51.32	57.23	63.58	70.39

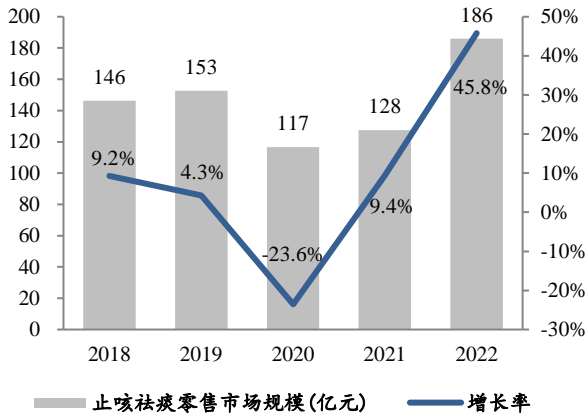
数据来源：东吴证券研究所测算。

注：标红为东吴证券研究所医药团队预期；销量增速及提价幅度均为年复合增速

➤ 急支糖浆：库存出清，市场规模增长指日可待

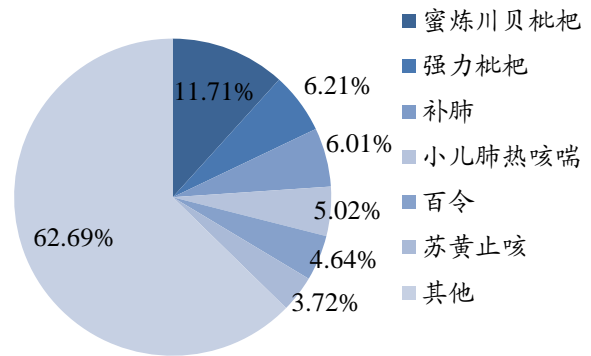
止咳祛痰类产品市场规模大，竞争格局较为分散。根据中康开思的统计，2022年市场规模快速增长，达到186亿元。从市场格局看，止咳祛痰类中成药市场主要产品包括蜜炼川贝枇杷、强力枇杷等，产品多样但格局分散。

图20：止咳祛痰中成药零售市场规模（亿元）



数据来源：CHIS，东吴证券研究所

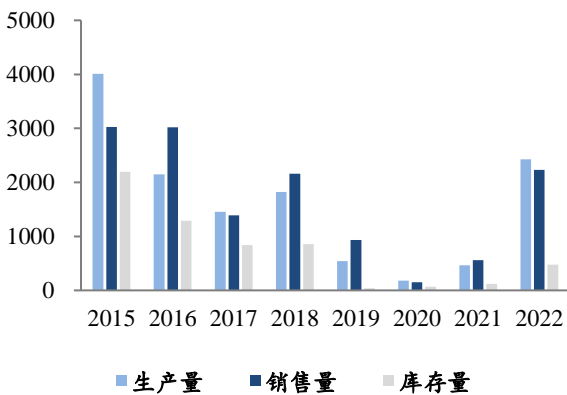
图21：止咳祛痰类中成药零售市场格局



数据来源：CHIS，东吴证券研究所

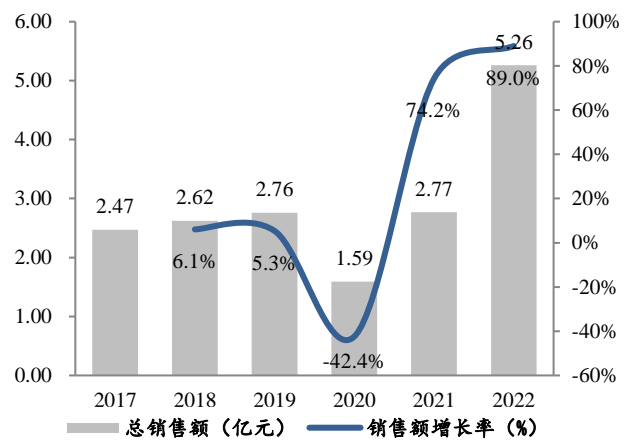
公司急支糖浆库存不断出清，销售收入有望逐步回升。2015-2021年，急支糖浆产量大幅下降，由2015年的4010万瓶下降到2020年的182万瓶，库存量持续减少，公司清理库存效果较好。同时，产品单价的上涨促进了销售额的上升。根据公司公告与中康的统计数据，公司急支糖浆销售额2017-2019年持续上升。2020年疫情影响下，止咳祛痰类药品药店销售受到严格限制，销售收入下滑至1.59亿元。疫情得到有效防控后，2021年销售额大幅回升至2.77亿元，同比增长74%。2022年销售额持续增长至5.26亿元，同比增速89%。

图22：2015-2022年急支糖浆产销量与库存量（万瓶）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：2017-2022年急支糖浆销售额（亿元）及增长率

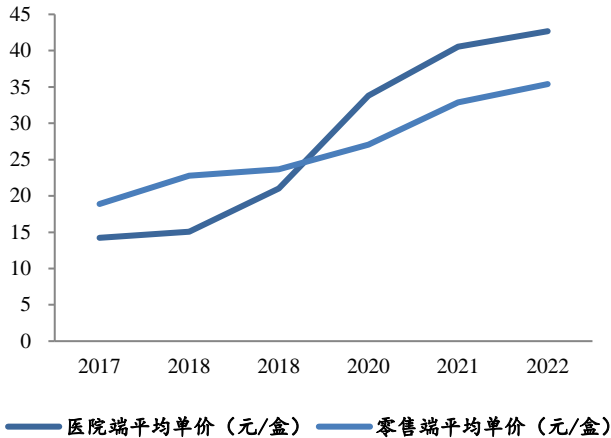


数据来源：CHIS，公司公告，东吴证券研究所

注：2017-2019年销售额来源于CHIS，2020-2022年销售额来源于公司年报



图24: 2017-2022 急支糖浆平均单价 (元/盒)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

图25: 精准品牌定位, 打造“急支豹”品牌 IP

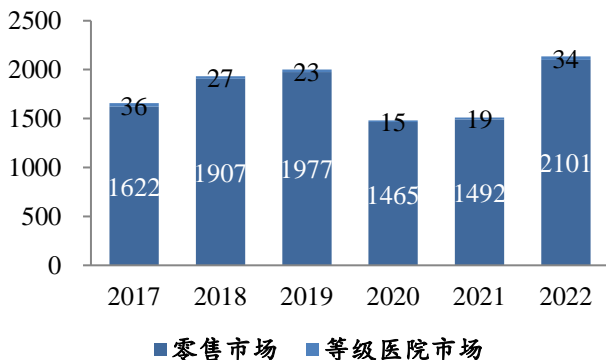
市场定位: 专业止咳  
 品牌 IP: 急支豹  
 宣传口号: 咳嗽非小事, 止咳要趁早  
 品牌活动: 太极劳动防暑节

5.26亿元  
同比增长89%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

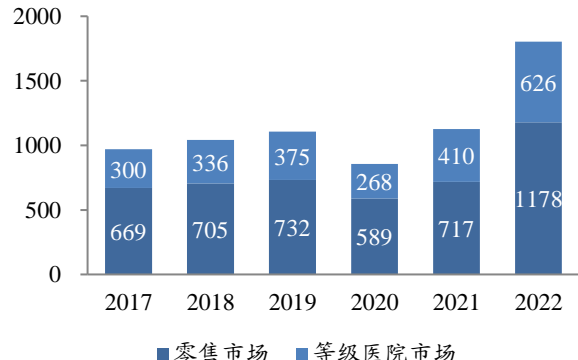
**适应症广泛, 增长空间广阔。**中国止咳化痰类产品市场主要有急支糖浆、川贝枇杷膏、强力枇杷露等。太极急支糖浆同时具备消炎、止咳、化痰三种功效, 可用于急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述证候者。急支糖浆适应症广泛、功效全面。但急支糖浆市场规模仍明显小于同类产品。以蜜炼川贝枇杷膏和强力枇杷露为例, 根据中康的数据, 2022 年, 蜜炼川贝枇杷膏和强力枇杷露的零售和院内市场销售总额分别达到 21 和 18 亿元, 其中前者在零售市场表现突出。未来, 急支糖浆凭借产品自身功效优势, 叠加较大的推广力度、品牌知名度与民众认可度, 市场规模有望进一步提升, 追赶同类产品。

图26: 2017-2022 蜜炼川贝枇杷露零售及院内市场销售总额 (百万元)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

图27: 2017-2022 强力枇杷露零售及院内市场销售总额 (百万元)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

我们预计 2022-2025 年急支糖浆销量年复合增速在 20%-40%区间, 出厂价每年

仅小幅提升。两者均以中位值计算，则 2025 年急支糖浆的销售有望达 12.4 亿元。

表3: 2025 年急支糖浆销售额 (亿元) 敏感性分析

销量增速 \ 提价幅度	20%	22%	25%	28%	30%	32%	35%	38%	40%
1.0%	9.36	9.84	10.58	11.37	11.91	12.46	13.33	14.24	14.87
1.5%	9.50	9.99	10.74	11.53	12.08	12.65	13.53	14.46	15.09
2.0%	9.65	10.14	10.90	11.71	12.26	12.84	13.73	14.67	15.32
2.5%	9.79	10.29	11.06	11.88	12.44	13.03	13.94	14.89	15.54
3.0%	9.93	10.44	11.23	12.05	12.63	13.22	14.14	15.11	15.77
3.5%	10.08	10.59	11.39	12.23	12.81	13.41	14.35	15.33	16.00
4.0%	10.22	10.74	11.56	12.41	13.00	13.61	14.56	15.55	16.24

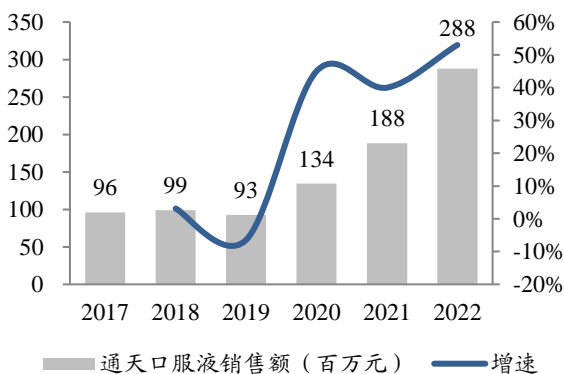
数据来源: 东吴证券研究所测算。

注: 标红为东吴证券研究所医药团队预期; 销量增速及提价幅度均为年复合增速

➤ 通天口服液: 独家品种, 有望重回高增长、大体量

公司独家品种, 进入基药目录后, 在学术营销带动下实现超行业增长。通天口服液是公司成都中医药大学联合研制开发的脑血管类中成药, 具有活血化瘀、祛风止痛的功效, 是公司独家 OTC 品种, 也是国家二级中药保护品种。该产品于 2014 年起陆续在甘肃、广西、海南、黑龙江等多个省级市场区域招标采购中标, 于 2017 年进入国家新版医保目录。通天口服液最早于 2013 年销售过亿, 2018 年进入国家基药目录, 2020 年起, 集团坚持学术营销, 提高产品学术质量, 为终端开发及营销赋能, 2022 年实现销售收入 2.88 亿元, 同比增长 53%, 2020-2022 年均复合增速为 46.6%。从中标价格来看, 2018-2021 年间, 公司产品中标价格明显提升, 主要由于其独家品种与学术营销赋能, 2022 中标价趋于稳定。

图28: 通天口服液销售额及增速



数据来源: 中康开思, 公司年报, 东吴证券研究所

图29: 通天口服液中标情况

中标省份	中标价 (元/盒) / 中标单价 (元/支)	发布时间
湖南	5.5/5.5	2022/08/16
江苏	33/5.5	2022/08/03
云南	55/5.5	2022/07/21
湖北	55/5.5	2022/05/27
甘肃	34/5.66	2022/03/17
黑龙江	84/7	2022/02/21
山西	84/7	2021/12/1
陕西	55 / 5.5	2021/11/24
云南	28.37 / 2.84	2018/8/29
陕西	28.5 / 2.85	2018/6/11

数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

➤ **鼻窦炎口服液：自营+代理双线发展，儿童剂型有望打开新市场**

鼻窦炎口服液具有疏散风热，清热利湿，宣通鼻窍的功效，用于风热犯肺、湿热内蕴所致的鼻塞不通、流黄稠涕；急慢性鼻炎、鼻窦炎。

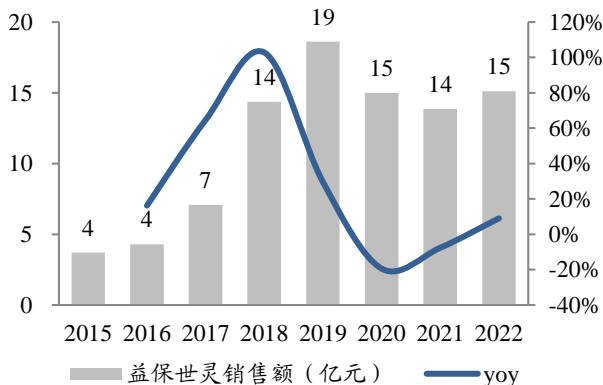
**医院销售带动 OTC 协同发展，鼻窦炎口服液收入稳定增长。**太极集团生产的鼻窦炎口服液已在临床使用接近 50 年，在 2022 年度中国非处方药产品排名中，鼻窦炎口服液荣获“中成药·耳鼻喉科类”第一名；公司抓住契机，克服疫情对医院产品销售的影响，以自营+代理双线发展，优化产品转型升级，优化产品价格体系，鼻窦炎口服液等规模型品种在多个省级市场区域招标采购取得成功，促进了产品渗透提升。此外公司积极开发儿童用鼻窦炎口服液，成功发布“鼻窦炎口服液治疗儿童鼻炎及鼻窦炎临床应用专家共识”，有序推进专家网络建设，全面加速国家级专家库建设。2017-2019 年间，公司鼻窦炎口服液连续收入过亿，2020 年实现销售收入约 9430 万元，2021 年实现销售收入 1.28 亿元，同比增长 28%，2022 年实现销售收入 2.14 亿元，同比增长 67%。未来提速有望继续增长。

**3.2. 处方药独家品种市场领先，化药收入有望稳健增长**

➤ **益保世灵（注射用头孢唑肟钠）：独家授权原研药，具备单独定价优势**

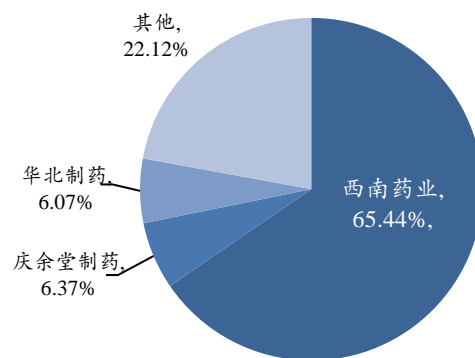
益保世灵由日本安斯泰来株式会社研发，是抗感染领域的重要用药，作为第三代头孢菌素，其对革兰阴性菌及抗菌谱比第二代更为优越更为广泛。**具有药效高、耐药率低、稳定性好等优点。**太极集团旗下西南药业获原研厂家生产和销售的唯一授权，原料由日本原研厂家独家供应，价格高于其他仿制药。2015-2022 年，公司益保世灵的销售额从 3.7 亿元增长至 15.1 亿元，且占据 65% 以上的市场份额。益保世灵目前作为原研药地产化参比制剂，现有仿制药企业还未通过一致性评价，预计未来 2-3 年内集采可能性较小，有望在集采前维持 15 亿以上的体量。

图30：益保世灵历年销售额及增长情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所  
注：2020 年销售额为估算，公司公告并未披露实际数据

图31：2022 年样本医院注射用头孢唑肟钠竞争格局

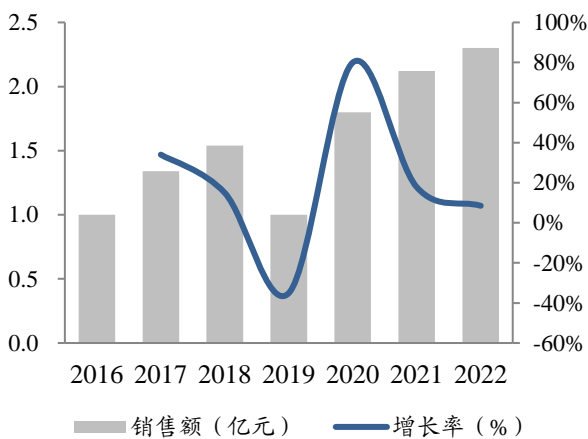


数据来源：东吴证券研究所

➤ **神经系统用药：多为独家剂型，有望稳定放量**

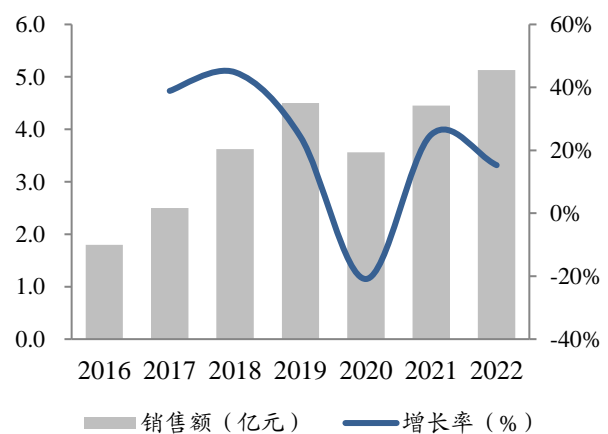
- (1) **美菲康（盐酸吗啡缓释片）：独家剂型，院内市场逐步放量。**疼痛是晚期癌症最常见的症状，尤其是中晚期，疼痛往往逐渐加重，国际公认的最佳疼痛治疗方案是“三阶梯止痛治疗指导原则”，药物治疗是控制慢性癌痛的主要治疗方法。盐酸吗啡缓释片（美菲康）为强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛。2020年公司盐酸吗啡缓释片（24h渗透泵型）获得临床批件，美菲康属于独家剂型，并且进入医保。公司积极应对医改新政，坚持学术营销，以美菲康为代表的医院品种，增长超过行业平均水平。2022年实现销售收入2.3亿元，同比增长8.6%。
- (2) **思为普（洛芬待因缓释片）：独家剂型，具有庞大的患者需求。**洛芬待因缓释片主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，包括癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛等。洛芬待因缓释片和解热镇痛药两者协同可增加镇痛作用，减少单药用量，降低不良反应，可广泛应用于癌痛、术后疼痛及各种中等疼痛的镇痛治疗，可作为二阶梯镇痛临床推荐用药。此外，思为普可用于缓解类风湿关节炎等老年常见病，随着我国老龄化不断加剧，患者需求上升，产品销售规模有望持续增长。2022年，思为普实现销售收入5.13亿元，同比增长15%。

图32：美菲康销售额（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：思为普销售额（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ **太罗（罗格列酮钠片）：独家品种，2型糖尿病市场空间广阔**

与进口产品相比，“太罗”具有显著的性价比优势。2型糖尿病是一种慢性疾病，包括糖尿病肾病等约14种病变，并发症的发生和发展对2型糖尿病患者的健康和经济影

响较大，且糖尿病长期用药不建议随意更换药品种类，因此合理选择治疗药物，对于糖尿病患者来说至关重要。低价获客、长久客源是“太罗”的竞争战略，销售额过亿，未来太罗的二次开发值得期待。

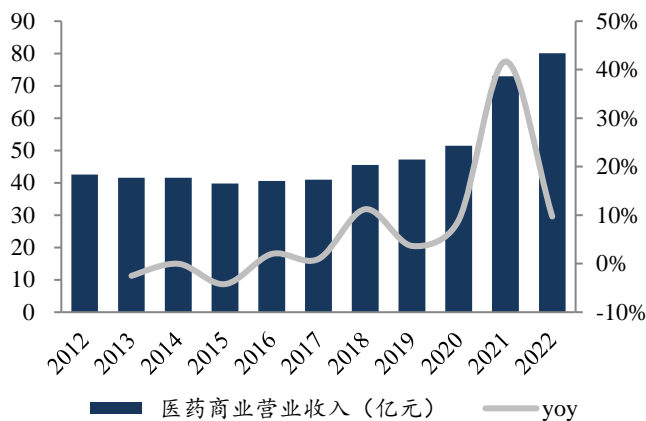
#### 4. 医药商业改革初见成效，2023 年力争收入 20% 增长

**公司拥有完善的医药商业系统，深耕川渝市场。**公司不断加快完善供应链建设，进一步拓宽医院销售网络及渠道。2021 年，公司抓住后疫情时代经济快速恢复窗口期，新开发等级医院 55 家，基层医疗机构 260 家；丰富经营品种，与业内多个品牌厂家充分开展合作，先后引进 130 余家供应商；新增国家集采品种配送权 137 个。稳步发展直营门店，新增直营药房 54 家，新增自动售药柜 89 台。截止 2022 年末，公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，经营品种达 5 万余个，业务覆盖川渝 100 多个市、区、县，2 万多个直接配送终端。公司在重庆、涪陵等地共有配送中心 17 个，总仓储面积约 15 万 m<sup>2</sup>，具备自有冷链配送、箱式配送车辆近 200 辆，配送能力可辐射西南片区终端 10 万家以上。

**公司旗下桐君阁大药房、四川太极大药房发展为川渝地区医药商业龙头，川渝市场有望进一步渗透和巩固。**“太极大药房”和“桐君阁大药房”的综合竞争力在川渝地区稳居第一。零售药房在 2019-2020 年度《中国药店》价值榜 100 强中排名第六，直营连锁 100 强中排名第 11 名。公司推进与一线化药品牌客户的合作力度，深化了新产品引进工作。业务人员勤下市场，进一步稳打稳扎推进区县市场，并持续跟进耗材转配及中药饮片开户等工作，力争实现区域上量。

**医药商业优化布局，改革初见成效。**公司构建商业“1+2+3”的管理框架，总部商业营运中心统筹战略发展和创新赋能；川渝 2 个省级平台公司整合区域资源；设立医疗、分销、零售 3 大专业委员会，在选品、集采、运营等方面进行引领，提升专业线管理水平和效率。医疗终端方面，各子公司积极拓展，统筹商业集采，抓好厂家谈判和品种进院，强化中药饮片经营优势；零售终端方面，充分发挥品牌采购力，推进“直营+加盟”一体运营，同步提升销量和毛利。2022 年度医药商业收入为 80.06 亿元，较 2021 年同比增加 9.7%，其中，医药分销收入 65.77 亿元，同比增长 9.82%，医药零售收入 14.29 亿元，同比增长 9.33%。毛利率由 2021 年的 8.53% 回升至 2022 年的 9.48%，未来随着规模提升及架构的梳理，毛利率有望稳中有升。

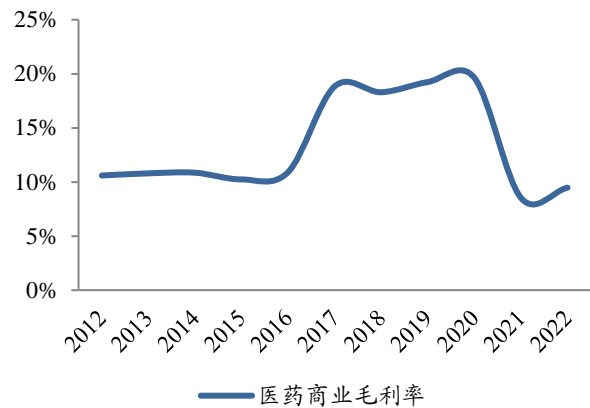
图34: 公司医药商业营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 2021、2022年口径为未内部抵消前收入口径

图35: 公司医药商业毛利率情况



数据来源: 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 关键假设:

- 1、医药工业: 公司进行品牌重塑和产品梳理, 通过骨干产品带动品类的整体发展。我们根据骨干产品 30-50% 的增长 (如 2023 年藿香正气口服液 50% 增长, 鼻窦炎口服液预计 40% 增长, 急支糖浆 30% 增长), 其他产品 10-30% 的增长预测, 按治疗领域拆分, 预计 2023-2025 年, 医药工业收入增速分别为 28.54%、22.55%、20.35%。
- 2、医药商业: 预计 2023 年增长 20%, 其中包含并表两家中药材公司 (重庆太极中药材种植开发有限公司、重庆中药材有限公司), 2024-2025 年公司医药商业板块收入维持 15%/14% 的增长。

表4: 公司营业收入、毛利拆分

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12149.43	14,050.66	17,184.16	20,285.90	23,696.28
yoy	8.40%	15.65%	22.30%	18.05%	16.81%
毛利	5161.77	6382.56	7809.26	9230.24	10838.14
毛利率	42.03%	45.43%	45.44%	45.50%	45.74%
<b>医药工业</b>					
收入	7,691.42	8,785.46	11,293.09	13,839.33	16,655.01
yoy	30.28%	14.22%	28.54%	22.55%	20.35%
毛利率	57.97%	63.60%	60.91%	58.98%	57.93%
<b>医药商业</b>					
收入	7,296.41	8,006.09	9567.28	11002.37	12542.70

yoy	41.70%	9.73%	20%	15%	14%
毛利率	8.53%	9.48%	9.80%	10.00%	10.00%
<b>服务业</b>					
收入	46.60	45.10	36.08	28.86	23.09
yoy	-7.23%	-3.23%	-20%	-20%	-20%
毛利率	29.39%		30.00%	30.00%	30.00%
<b>分部间抵消</b>					
收入	3126.11	2855.60	3712.28	4584.67	5524.53

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计 2023-2025 年, 公司营业收入分别为 171.8/202.9/237.0 亿元, 归母净利润为 5.99/8.41/11.46 亿元, 对应当前市值的 PE 为 40X/29X/21X。选择与公司业务相近的云南白药、华润三九、葵花药业作为可比公司, 考虑到公司经营改革稳步推进, 业务持续优化, 未来有望迎来业绩高速增长与估值提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表5: 可比公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000538.SZ	云南白药	1002.47	30.01	40.87	46.17	52.48	33.40	24.53	21.71	19.10
000999.SZ	华润三九	571.86	24.49	28.55	33.22	39.05	23.35	20.03	17.21	14.65
002737.SZ	葵花药业	154.35	8.67	11.83	12.98	15.60	17.80	13.05	11.89	9.89
	平均值						24.85	19.20	16.94	14.55
600129.SH	太极集团	241.08	3.50	5.99	8.41	11.46	68.94	40.23	28.66	21.04

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 太极集团数据为东吴证券研究所预测数据, 可比公司数据为 wind 一致预期, 预测时间为 2023 年 4 月 17 日

## 6. 风险提示

- (1) 公司改革进展或不及预期: 公司混改及治理结构改革需要时间, 可能出现意外阻力与不适应风险;
- (2) 市场推广或不及预期: 公司 OTC 品种产能扩张、产品提价, 若营销推广不及预期, 将导致收入增长不及预期;
- (3) 医药行业政策不确定性风险: 医药行业受政策影响较大, 药物研发、生产、销售全阶段均在国家严格监管之下, 若政策内容不及预期, 可能产生较大影响;
- (4) 同业竞争问题未合理解决的风险。

## 太极集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>8,158</b>	<b>9,317</b>	<b>10,459</b>	<b>13,385</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,051</b>	<b>17,184</b>	<b>20,286</b>	<b>23,696</b>
货币资金及交易性金融资产	2,612	3,250	4,206	6,110	营业成本(含金融类)	7,668	9,375	11,056	12,858
经营性应收款项	3,114	3,224	3,543	4,366	税金及附加	159	194	229	268
存货	2,171	2,517	2,397	2,532	销售费用	4,642	5,542	6,390	7,346
合同资产	0	0	0	0	管理费用	740	894	1,045	1,185
其他流动资产	261	327	314	376	研发费用	106	223	294	379
<b>非流动资产</b>	<b>6,549</b>	<b>6,481</b>	<b>6,399</b>	<b>6,304</b>	财务费用	179	168	160	142
长期股权投资	33	23	13	3	加:其他收益	55	52	57	66
固定资产及使用权资产	4,078	4,123	4,143	4,139	投资净收益	10	12	14	17
在建工程	740	621	513	417	公允价值变动	-131	0	0	0
无形资产	1,078	1,088	1,098	1,108	减值损失	-64	-40	-40	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	3	4	5
长期待摊费用	36	46	56	66	<b>营业利润</b>	<b>430</b>	<b>815</b>	<b>1,147</b>	<b>1,566</b>
其他非流动资产	586	581	576	571	营业外净收支	13	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>14,707</b>	<b>15,798</b>	<b>16,858</b>	<b>19,688</b>	<b>利润总额</b>	<b>443</b>	<b>823</b>	<b>1,155</b>	<b>1,574</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,438</b>	<b>10,798</b>	<b>10,873</b>	<b>12,396</b>	减:所得税	103	192	270	368
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,928	4,028	4,128	4,228	<b>净利润</b>	<b>339</b>	<b>631</b>	<b>885</b>	<b>1,206</b>
经营性应付款项	2,355	3,327	2,882	3,987	减:少数股东损益	-10	32	44	60
合同负债	1,374	487	575	669	<b>归属母公司净利润</b>	<b>350</b>	<b>599</b>	<b>841</b>	<b>1,146</b>
其他流动负债	2,780	2,955	3,287	3,513	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.63	1.08	1.51	2.06
非流动负债	1,342	1,442	1,542	1,642	EBIT	759	1,008	1,329	1,727
长期借款	504	604	704	804	EBITDA	1,201	1,496	1,831	2,242
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.43	45.44	45.50	45.74
租赁负债	117	117	117	117	归母净利率(%)	2.49	3.49	4.15	4.84
其他非流动负债	722	722	722	722	收入增长率(%)	15.65	22.30	18.05	16.81
<b>负债合计</b>	<b>11,780</b>	<b>12,240</b>	<b>12,415</b>	<b>14,039</b>	归母净利润增长率(%)	166.84	71.37	40.34	36.25
归属母公司股东权益	3,064	3,663	4,504	5,650					
少数股东权益	-137	-105	-61	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,927</b>	<b>3,558</b>	<b>4,443</b>	<b>5,650</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,707</b>	<b>15,798</b>	<b>16,858</b>	<b>19,688</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,801	1,113	1,439	2,396	每股净资产(元)	5.50	6.58	8.09	10.15
投资活动现金流	-349	-437	-434	-431	最新发行在外股份(百万股)	557	557	557	557
筹资活动现金流	-412	-39	-50	-61	ROIC(%)	7.85	9.79	11.51	13.11
现金净增加额	1,040	638	955	1,904	ROE-摊薄(%)	11.41	16.36	18.67	20.28
折旧和摊销	441	488	502	515	资产负债率(%)	80.10	77.48	73.64	71.30
资本开支	-432	-329	-328	-327	P/E(现价&最新股本摊薄)	68.94	40.23	28.66	21.04
营运资本变动	684	-261	-212	403	P/B(现价)	7.87	6.58	5.35	4.27

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

