

混改有望推进迎来价值重估，品牌OTC有序营销焕发新生

——太极集团（600129）深度报告

2017 年 12 月 28 日

强烈推荐/首次

太极集团

深度报告

报告摘要：

我们认为，公司优质资产众多，目前已经进入了业绩拐点阶段，未来在混改持续推进的情况下，存量业务有望释放潜力迎来价值重估，而未来的增量空间同样巨大。

仅仅从存量的角度去考虑，公司现有的优质资产众多，我们认为，在混改推进后未来有望释放潜力，迎来价值重估：

◆ **工业板块：**公司工业板块 2017 年有望实现 45-50 亿收入，其中以品牌 OTC 和高毛利的单独立定价品种为主，净利润率的潜力应在 10-15% 之间，现有的收入体量即能够对应 4.5-7.5 亿的利润潜力，工业板块存量的改善有望支撑 90-150 亿市值。

◆ **商业板块：**公司旗下的桐君阁大药房、太极大药房是川渝地区第一的药房，具有约 1300 家直营药房和 1 万多家加盟药店，综合实力排名全国第 6 位。参考同业公司的直营药店数量及 PS 后，考虑到公司药房覆盖地区主要为西南地区，与一心堂药房覆盖地区重合度较大，药店规模、盈利能力等方面具有更客观的可比性，我们估计公司商业板块具有 17-30 亿的潜在价值亟待挖掘。

从增量上来看，公司工商业板块向好趋势明显，买太极并不仅仅是买存量的价值重估：

◆ **工业板块：**在针对现有的品牌 OTC 品种在药店渠道进行有序营销，保证各渠道环节的利润，并启动百万例真实案例的研究将藿香正气液覆盖诊所，未来工业板块 2018-2020 年整体收入有望实现 30% 以上的复合增长，同时由于藿香正气液提价预期强烈，2019 年公司利润增长有望迎来爆发。

◆ **商业板块：**公司计划继续巩固川渝市场第一大药房的地位，布局县级市场，未来三年有望达到 2500 家直营药店，随着渠道下沉后规模效应的逐渐显现，净利润率将显著提升。

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.03、2.83、4.55 亿元，同比增长分别为 -87.84%、173.64%、60.89%，我们认为，公司优质资产众多，在重庆市国改大刀阔斧推进的背景下，公司混改有望推进，优质资产有望释放巨大潜力，给予“强烈推荐”评级，我们给予 2018 年 40 倍 PE，即对应 110 亿市值，考虑到增发摊薄的情况，对应目标价 19.80 元。

风险提示：混改不达预期

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入（百万元）	7,164.63	7,788.06	9,066.85	11,256.5	14,081.8
增长率（%）	2.97%	8.70%	16.42%	24.15%	25.10%
净利润（百万元）	230.55	849.27	103.31	282.70	454.82
增长率（%）	-187.33	268.36%	-87.84%	173.64%	60.89%
净资产收益率（%）	22.80%	66.43%	7.24%	17.26%	22.99%
每股收益（元）	0.54	2.00	0.24	0.66	1.07
PE	28.73	7.81	64.50	23.57	14.65
PB	6.55	5.19	4.67	4.07	3.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：缪牧一

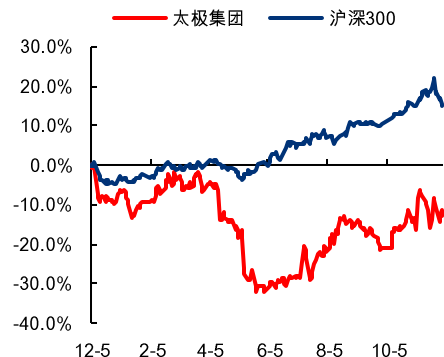
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	12.25-20.25
总市值（亿元）	68.73
流通市值（亿元）	68.73
总股本/流通 A 股（万股）	42689/42689
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.81

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 太极集团：重庆市涪陵区国有企业，混改推进优质资产亟待价值重估	4
1.1 业务横跨工商业的重庆市涪陵区国有企业	4
1.2 公司业绩拐点已现，重庆市国企改革持续推进，优质资产价值即将重估	6
1.2.1 经历 7 年扣非净利润亏损，太极集团业绩终临拐点	6
1.2.2 重庆市国改大刀阔斧，公司混改有望推进	7
1.2.3 公司工商业版块优质资产众多，混改推进后有望释放潜力	8
1.2.4 股价在定增价附近，与增持价倒挂，具备安全边际	8
2. 工业板块：品牌 OTC 借力有序营销逐步放量，处方药格局良好维持业绩贡献	9
2.1 有序营销下品牌 OTC 焕发新生，“篮子工程”逐步放量增厚利润	10
2.1.1 拳头品种：“品种优势+有序营销”双轮驱动，藿香正气口服液有望量价齐飞	10
2.1.2 篮子工程：借力有序营销体系逐步放量，协同藿香正气液提振业绩	12
2.1.3 储备品种：研发管线品种丰富，芪灯名目胶囊潜力巨大	15
2.2 处方药增速稳健，持续贡献利润	15
2.2.1 益保世灵：单独定价竞争优势明显，有望持续贡献现金流	15
2.2.2 其他品种：独家品种竞争格局良好，终端销售增速稳健	16
3. 商业板块：川渝龙头存量价值低估，精耕细作未来增量可期	17
4. 潜力板块：冬虫夏草潜力巨大	19
5. 盈利预测	20
6. 风险提示	20

表格目录

表 1：主要控股参股子、孙公司情况	5
表 2：公司定增募投项目	9
表 3：公司骨干产品一览	10
表 4：太极藿香正气口服液国外市场拓展展望	12
表 5：阿胶市场主要生产产商 2015 年情况	15
表 6：注射用头孢唑肟钠同规格同省份中标价格比较（1.0g/支，山西省，2017/8/1）	16
表 7：可比公司零售药店及市值情况（截止 12/1/2017）	18
表 8：公司盈利预测表	19

插图目录

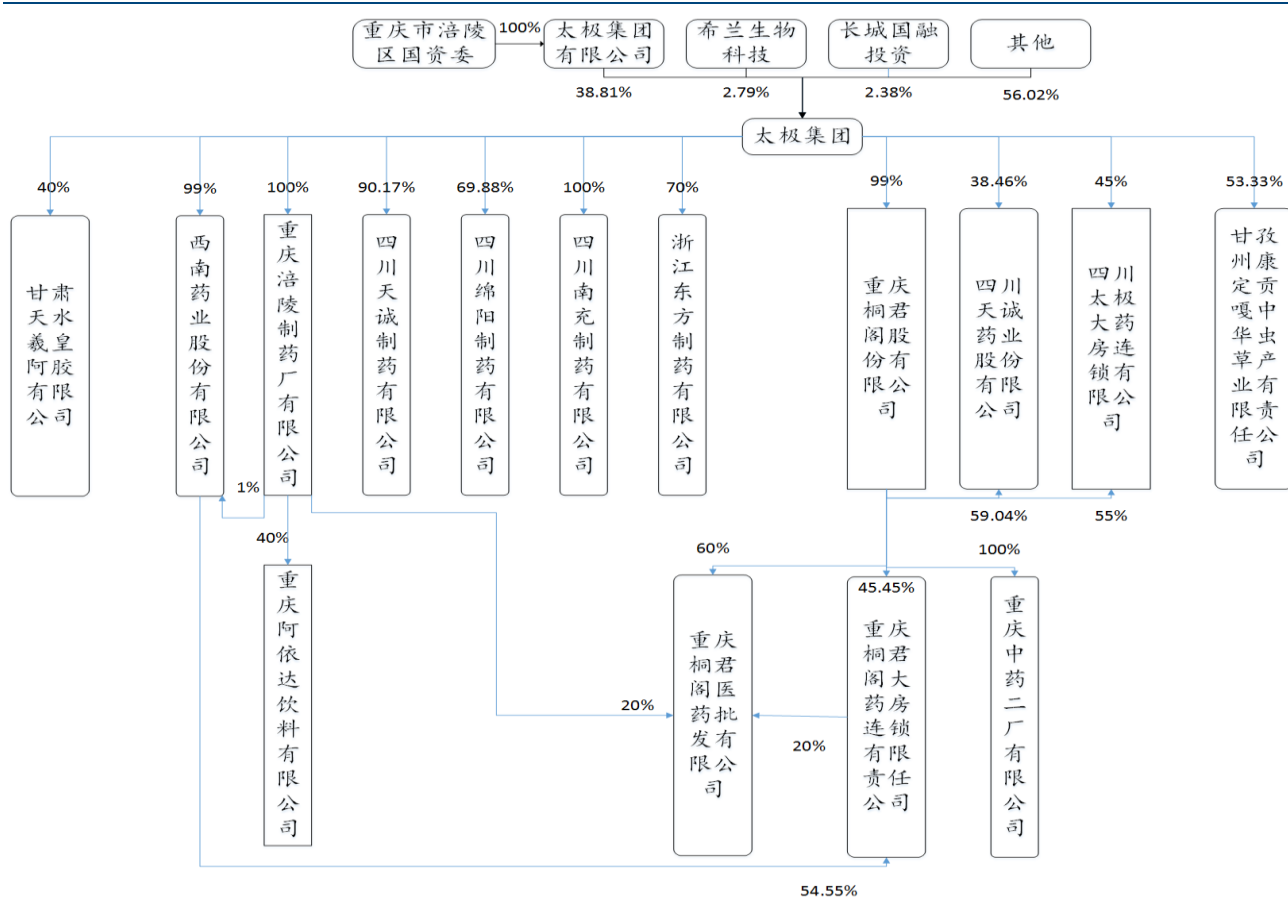
图 1: 太极集团主要股权结构.....	4
图 2: 公司收入、毛利构成情况（分业务）	6
图 3: 公司扣非净利润（亿元）、三费情况	6
图 4: 公司收入及利润增长情况.....	7
图 5: 太极集团重组方案（2016 年初完成）	7
图 6: 止咳药构成市场份额及销售渠道分布	13
图 7: 公司虫草产业情况.....	19

太极集团：重庆市涪陵区国有企业，混改推进优质资产亟待价值重估

业务横跨工商业的重庆市涪陵区国有企业

太极集团成立于 1993 年，于 1997 年 11 月 18 日在沪市上市。公司最大股东为太极集团有限公司，实际控制人为重庆市涪陵区国资委。公司优质资产极多，旗下拥有五十余家控股、参股子孙公司，业务范围涵括中成药、化药、流通、零售、虫草种植等。

图 1：太极集团主要子公司股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

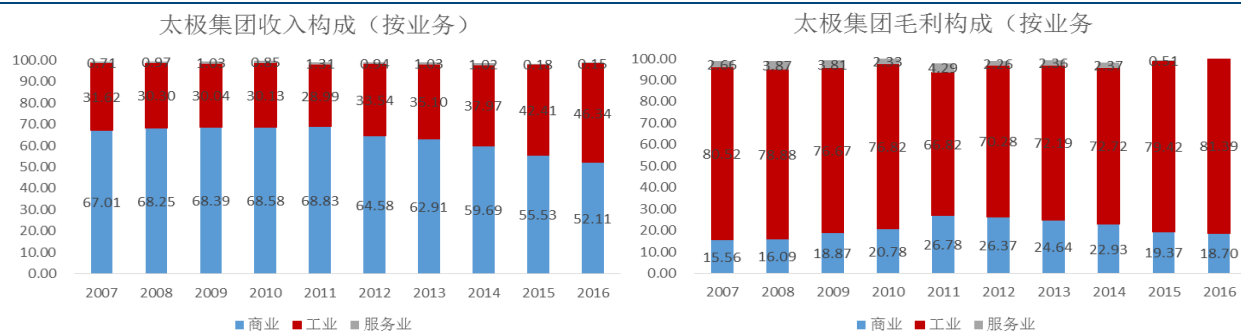
表 1：主要控股参股子、孙公司情况

公司名称	主营业务
重庆涪陵制药厂有限公司	口服液及糖浆剂生产基地，拥有亚洲最大糖浆剂生产线、国内最大口服液生产线、世界上最先进的塑瓶生产线、加拿大自动数粒分装生产线。2017 年年产口服液 20 亿支（每支 10ml）、糖浆剂 1 亿瓶（每瓶 100ml），中药提取中心年加工药材 10 万吨。
西南药业股份有限公司	西南最大的化学制剂生产企业、国家麻醉药品定点生产厂家、中国化学医药重点企业，拥有 500 余个生产批文，年产片剂 100 亿片，年产针剂 10 亿支，在缓控释技术、速释技术、透皮技术、滴丸和缓释滴丸技术方面处于国内领先的地位
重庆中药二厂有限公司	创建于公元 1908 年（清光绪 34 年），拥有“中华老字号”、“国家级非物质文化遗产”等殊荣的中成药生产企业。现有批准文号 251 个，其中国家中药保护品种 11 个，独家品种 20 个，进入国家基本药物目录产品 61 个，2010 年版药典品种 109 个。
四川绵阳制药有限公司	60 年药品生产历史，是西南地区知名中成药企业，以浓缩丸生产独具特色，被权威人士誉为“浓缩丸制造专家”。
四川太极制药有限公司	四川省最大中成药厂、活血化瘀类药物生产基地。
四川天诚制药有限公司	从事抗癌药物、降血糖药物、注射剂研制及生产的国家高新技术企业。
四川南充制药厂有限公司	糖浆剂及川贝类产品生产基地。
浙江东方制药有限公司	儿科用药、妇科药、肝类药物生产基地。
四川天诚药业股份有限公司	酒剂、膏剂生产基地。
甘孜州康定贡嘎中华虫草产业有限责任公司	中、藏药材种植、研究开发、农副土特产品的经营以及科技旅游资源开发、经营。
甘肃天水羲皇阿胶有限公司	占地 518.6 亩，年产阿胶 900 吨，是中国首个运用基因技术检测驴皮真伪的阿胶生产企业。
重庆桐君阁股份有限公司	化学药品、化学原料药、化学药制剂、中成药、中药材、中药饮片、抗生素、生化药品、生物制品、诊断药品，化学试剂、医疗器械等为主，集中药饮片加工于一体。
重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	首批首家通过全国 GSP 认证，中国医药商业百强企业。2016 年公司脱壳后进行扁平化管理，转型为经营实体单位。重庆市中药经营品种最全、医疗机构配送覆盖范围最广的企业，在传统中药经营上一直占据龙头地位。
重庆桐君阁医药批发有限公司	国内知名的大型医药连锁企业，旗下拥有桐君阁大药房、太极大药房、西部医药商城三大专业零售连锁公司，2016 年零售市场排名第 8。
重庆阿依达饮料有限公司	大型医药零售连锁企业，中国药品零售百强企业、成都市首批通过国家 GSP 认证的药品零售企业。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司业务横跨工商业，工业主要包括以藿香正气液为首的品牌 OTC 品种以及已获得单独定价的注射用头孢唑肟钠为首的化药，而商业主要包括川渝地区最大的零售药房桐君阁和部分流通企业。从收入端来看，2016 年公司工、商业占比分别为 46.34%、52.11%，而从毛利的角度来看，工、商业占比分别为 81.39%、18.70%。

图 2：公司收入、毛利构成情况（分业务）



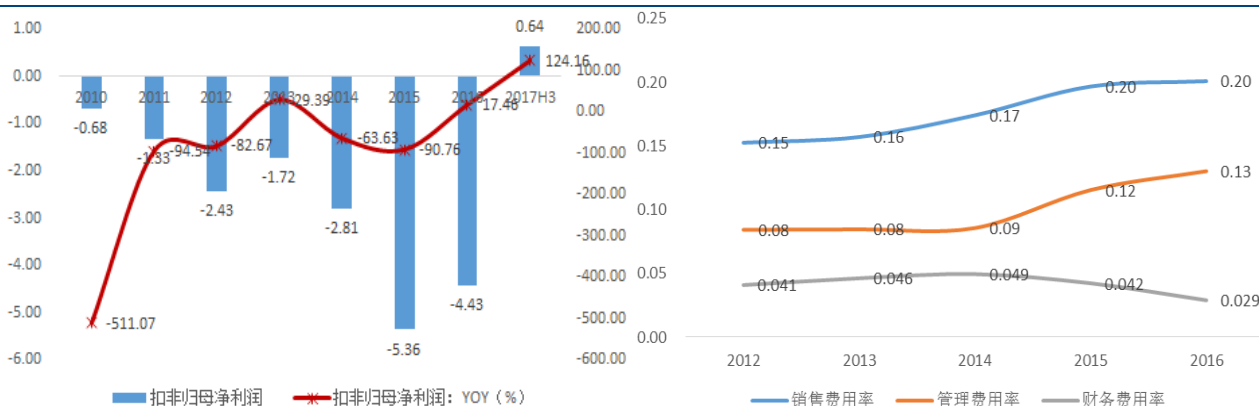
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司业绩拐点已现，重庆市国企改革持续推进，优质资产价值即将重估

1.1.1 经历 7 年扣非净利润亏损，太极集团业绩终临拐点

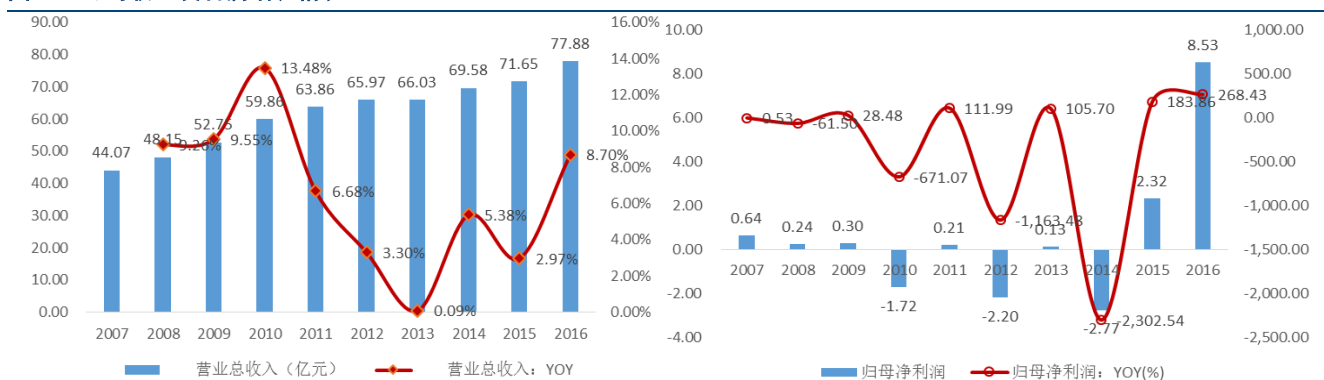
自 2010 年以来公司扣非净利润因为各种历史原因一直亏损，而在 2017 年公司开始扭亏为盈，业绩拐点已现。公司 17 年上半年扣非净利润 0.30 亿元，同比增长 114%（去年同期扣非净利润亏损 2.1 亿元），第三季度扣非净利润 0.64 亿元，同比增长 124%，业绩大幅改善极为明显。我们认为，随着公司对现有产品有序营销的持续推进、混改的不断落地、以及后续资产负债率的下降（定增、股权及资产处置，公司现有 3.2 万亩土地和 77 万方房产，实际价值远远高于其账面价值），公司优质资产将不断释放潜力，业绩逐季改善可期。

图 3：公司扣非净利润（亿元）、三费情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司收入及利润增长情况

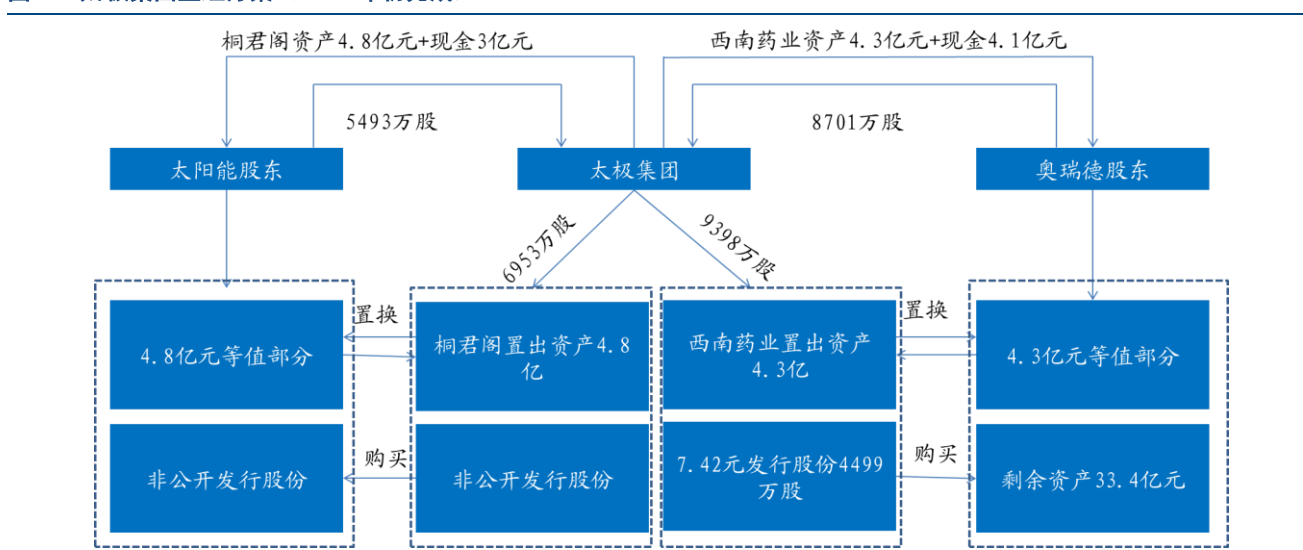


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1.2 重庆市国改大刀阔斧，公司混改有望推进

子公司脱壳重组已完成，太极集团整装静待混改。公司已于 2016 年年初完成重组，处置了西南药业、桐君阁两个壳资源后，公司获得现金偿还贷款，并在资本市场上重新获得融资能力后启动了新一轮的定增，公司经营管理持续向好，只待混改东风。

图 5：太极集团重组方案（2016 年初完成）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

重庆市混改大刀阔斧推进，公司后续有望受益。根据重庆日报的报道，自 2016 年 3 月起，重庆市先后出台了《重庆市深化市属国有企业改革实施方案》的纲领性文件以及《关于市属国有重点企业功能界定与分类的通知》《重庆市深化市管企业负责人薪酬制度改革实施意见》《重庆市市属国有企业负责人履职待遇、业务支出管理暂行办法》等 27 个配套文件。

从 2016 年国企改革白皮书《2016 国企改革发展年度报告——探索中国特色国企改革之路》来看，重庆市的混改推进显著，目前已在重庆机电集团下属长江轴承公司、

重庆能源集团下属能投科技公司、市水务资产公司下属三峰环境公司等 7 家二、三级企业，开展混合所有制员工持股试点。此外，市城投集团、重庆交通开投集团、重庆三峡担保集团等企业积极探索落实重大事项决策权、选人用人权、薪酬分配权“三项职权”改革试点。我们认为，太极集团作为重庆市涪陵区的重点区属单位，后续混改的推进值得期待。

1.1.3 公司工商业板块优质资产众多，混改推进后有望释放潜力

仅仅从存量的角度去考虑，公司现有的优质资产众多，我们认为，在混改推进后未来有望释放潜力，迎来价值重估：

- ◆ **工业板块：**公司 2016 年工业板块收入 36 亿元，而 2017 年有望实现 45-50 亿收入（H1 工业板块增长 70.60%），而其中以品牌 OTC（藿香正气液、急支糖浆、通天口服液等）和高毛利的单独定价品种注射用头孢唑肟钠为主，净利润率的潜力应在 10-15% 之间，现有的收入体量即能够对应 4.5-7.5 亿的利润潜力，工业板块存量的改善有望支撑 90-150 亿市值。
- ◆ **商业板块：**公司旗下的桐君阁大药房、太极大药房是川渝地区第一的药房，具有 1300 家直营药房和 1 万多家加盟药店，综合实力排名全国第 6 位。根据 2017 年中报披露情况，一心堂、益丰药房、老百姓的直营药房数量分别为 4713 家、1783 家、1924 家，截至 2017 年 12 月 1 日公司市值分别为 99.43 亿元、149 亿元、165 亿元，考虑到公司药房覆盖地区主要为西南地区，与一心堂药房覆盖地区重合度较大，药店规模、盈利能力等方面具有更客观的可比性，根据一心堂直营药房数量以及 PS 我们估计公司存量的商业板块具有 17-30 亿的潜在价值亟待挖掘。

从增量上来看，公司工商业板块向好趋势明显，买太极并不仅仅是买存量的价值重估：

- ◆ **工业板块：**在针对现有的品牌 OTC 品种在药店渠道进行有序营销，保证各渠道环节的利润，并启动百万例真实案例的研究将藿香正气液覆盖诊所，未来工业板块 2018-2020 年整体收入有望实现 30% 以上的复合增长，同时由于藿香正气液在提价预期强烈，未来公司利润增长有望迎来爆发。
- ◆ **商业板块：**公司计划继续巩固川渝市场第一大药房的地位，布局县级市场，未来三年有望达到 2500 家直营药店，随着渠道下沉后规模效应的逐渐显现，净利润率将显著提升。

1.1.4 股价在定增价附近，与增持价倒挂，具备安全边际

公司定增稳步推进，目前已获得证监会批文，股价离增发价 15.35 元/股较近，具备安全边际。公司拟发行不超过 130,081,433 股，募集不超过 19.97 亿元，用于“太极集团膜分离浓缩系列创新工艺及新产能建设项目”等项目。

公司 12 月 27 日公告控股股东太极集团有限公司在 12 月 11 日至 12 月 26 日止，累计增持 6,196,981 股，增持总金额为 9997.64 万元，均价为 16.13 元/股，和目前股价倒挂，具备安全边际。

表 2：公司定增募投项目

项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
太极集团膜分离浓缩系列创新工艺 及新产能建设项目	150000	115000
太极集团科技创新中心项目	20000	19775
太极天胶原料养殖基地建设项目	20000	9900
补充流动资金及偿还银行贷款	55000	55000
合计	245000	199675

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

工业板块：品牌 OTC 借力有序营销逐步放量，处方药格局良好维持业绩贡献

公司工业板块业务主要包括中、西成药的生产和销售，旗下拥有西南药业股份有限公司、太极集团重庆涪陵制药厂有限公司、太极集团重庆桐君阁药厂有限公司等 12 家制药厂，具有丰富的品种储备。

公司产品以消化系统药物（藿香正气液）、呼吸系统药物（急支糖浆）、五官科类药物（鼻窦炎口服液）、中风康复类药物（通天口服液）、延缓衰老药物（补肾益寿胶囊）等为**品牌 OTC 产品线**；以抗肿瘤药物、心脑血管药物、全身性抗感染药物、内分泌系统药物、神经系统药物、功能性保健食品为**六大成长性产品线**；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。

◆ **OTC 品种**：公司具备丰富的 OTC 品种储备，2016 年太极集团首创“有序营销”入选“有序营销”篮子的首个产品，太极藿香正气液连续 2 年取得 40% 大幅增长。太极集团有序营销从根本上推动了太极集团长子产品藿香正气液的销售。通过藿香正气液建立起来的“篮子工程”未来将太极集团诸多品牌 OTC 产品（如急支糖浆、通天口服液等）的销售全面带动起来，通过有序营销实现全面放量，协同藿香正气液提振业绩。

◆ **处方药**：公司多个品种均为独家品种或独家剂型，市场竞争格局较好，凭借公司强大销售能力，未来三年内有望保持 25-40% 的增速稳健增长，为公司持续贡献利润。其中益保世灵由于单独定价，在终端销售推广优势明显，有望为公司持续贡献现金流。

表 3：公司骨干产品一览

产品名称	治疗领域	基药类型	医保类型	OTC	其他
藿香正气口服液	用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒	国家基药	国家乙类	是	独家剂型*
急支糖浆	用于外感风热所致的咳嗽，慢性支气管炎急发等	国家基药	国家乙类	是	独家品种
通天口服液	活血化瘀，祛风止痛，治疗缺血性中风恢复期适应症和偏头痛	否	国家乙类	是	独家品种
天胶（太极阿胶）	补血滋阴，润燥，止血	否	否	是	独家技术
复方对乙酰氨基酚片（散列通）	解热镇痛，用于头痛、牙痛等各类疼痛及发热	地方基药	国家乙类	是	国内首仿上市
鼻炎炎口服液	芳香通窍、解表排脓、疏散止痛，对于鼻塞不通、流黄稠涕、急慢性鼻炎、副鼻窦炎疗效显著	地方基药	国家乙类	是	独家品种
补肾益寿胶囊	能调节老年人免疫功能趋于正常	地方基药	地方乙类	是	独家品种
注射用头孢唑肟钠（益保世灵）	抗菌	否	国家乙类	否	原研及单独定价 独家授权生产
罗格列酮钠片（太罗）	用于治疗 2 型糖尿病	地方基药	国家乙类	否	独家品种
小金片	散结消肿，化瘀止痛，用于阴疽初起，皮色不，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，瘰癧，乳岩，乳癖等	国家基药	国家乙类	否	独家剂型
洛芬待因缓释片（思为普）	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	否	国家乙类	否	独家剂型
神经节苷脂（GM1）	用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤，帕金森疾病等	地方基药	地方乙类	否	品牌药

资料来源：东兴证券研究所

有序营销下品牌 OTC 焕发新生，“篮子工程”逐步放量增厚利润

2.0.1 拳头品种：“品种优势+有序营销”双轮驱动，藿香正气口服液有望量价齐飞

太极藿香正气口服液，公司拳头品种，OTC 甲类中成药，纳入 2012 版国家基本药物目录，主要适应症为外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，胃肠型感冒等。该品种具备口服液独家剂型，是目前中国市场占有率最高的中成药产品，同时受益公司营销改革，成为首个入选有序营销篮子的品种，使得未来的百亿市场成为可能。

1) 品种优势：品牌效应、独家剂型与低价药提价三重叠加

- ◆ **品牌效应：**藿香正气口服液连续 30 年入选中华人民共和国药典，可以畅通进入全世界大约 30 个国家。其原处方历经千年，药品的有效性、安全性历经数十亿人验证，在有序营销后，是目前中国市场占有率最高、在百万个终端唯一统一零售价的**中成药**。同时“太极（TAIJI）”作为中国首批驰名商标，OTC 品牌药企第一名，有力推动藿香正气口服液在国内外市场构建起巨大的品牌优势，在终端认可度、终

端选择方面的竞争优势得天独厚。

- ◆ **独家剂型：**藿香正气类药物已有千年历史，自宋代古方藿香正气散开始，用于治疗暑湿感冒、风寒感冒、肠胃感冒等症状，目前国内有多种剂型，包括藿香正气水、藿香正气口服液、藿香正气片、藿香正气颗粒、藿香正气滴丸、藿香正气胶囊、藿香正气软胶囊、藿香正气合剂等。从剂型性质来看，酏剂剂型含有乙醇，口感较差，且易与头孢类药物发生中毒反应，胶囊、颗粒等固体剂型体内吸收速度较慢，合剂剂型含有生姜，在口感方面具有较强辛辣感；公司口服液剂型在制备中经过脱醇流程不含乙醇，安全有效性有保障，同时口感提高，对老人、妇女和孩童等都具有更好的顺应性。从生产厂家来看，目前正气水、胶囊剂、片剂等口服剂型大多具有 10 家以上生产企业，竞争强度大，而目前市场上口服液剂型生产企业主要有北京亚东生物和太极集团涪陵制药厂，但太极牌藿香正气口服液几乎占据 100% 的市场份额，已成为市场上销售的独家制剂，优势明显。
- ◆ **提价空间：**藿香正气口服液是基药目录中唯一的低价药，根据低价药政策，藿香正气口服液可以在日治疗费 5 元以内随成本浮动提价，目前藿香正气液目前的日用金额仅为 3.3 元，未来提价空间巨大。

2) 营销优势：有序营销迅速推进提高效率，百万真实世界研究推动诊所铺货

◆ 有序营销体系建立助推药店销售

为优化销售模式，减少流通环节，加强销售成本管控，增加销售收入，公司在坚持主品战略基础上，调整产品结构，优化代理模式，突破销售人员本地化制约等销售模式改革，逐步建立了有序销售体系。这是一种能够平等地协调顾客、经销商、生产商三者之间的互动关系，力图达到各司其职、共同发力，实现共赢的分享经济模式。

此前，公司在传统招商模式下效率低下。传统招商模式多以“坐商”和“行商”为主，公司业务人员采用的是一种被动式的营销，通过广告和邮寄资料吸引各级代理商主动来电话咨询产品，然后订货、发货、完成合作，后期要做的只是电话催货、跟进销售进度等，很难主动了解代理商的经营情况和市场同类厂家或产品的经营情况，在付出了大量人力、财力成本情况下不能真正的把握、深挖市场，对产品终端价格与药店铺货率难以把控。

有序营销助推藿香正气液销售。在有序营销体系中，各级经销商“各司其职”：省级总经销商挑选优秀二级经销商合作，二级经销商积极向零售终端推销，零售终端则与经销商、工业厂家联合开展活动，进行消费者培育。太极藿香正气液是太极集团有序营销模式成功营运的首个案例，目前终端价格正价率可达 95%，药店铺货率可达 95%。

◆ 百万例真实案例研究带动诊所销售

2017 年 8 月 12 日，太极集团启动藿香正气液百万例真实案例研究。旨在通过超大样本的真实世界临床研究，进一步揭示其作用特点和疗效优势，为临床合理用药和深度开发提供循证医学证据。2018 年至 2019 年，全国将有超过 10 万名医生参与该项研究，每个医生会贡献至少 10 个案例，这 100 万个案例是全球史无前例的，也将会

成为全球首个规模最大的社会化营销平台。这上百万的真实世界大数据将会给太极藿香正气液走向世界提供大量真实的科学数据，将太极藿香正气液打造为中华第一药高速发展的火车头。

藿香正气液百万例真实世界研究将会带动更多的医生、消费者、渠道在该平台上对号入座，形成新的销售效应，将有力推动品种的诊所铺货率，由目前的 30% 左右提高到 2018 年的 50-60%，未来有望达到 90% 以上。

3) 销售潜力：国内外市场开拓齐头并进，打造百亿级黄金单品

藿香正气口服液作为公司拳头品种，具备品牌效应、独家剂型、低价药提价三重优势叠加，价格上涨能够带来利润增厚；同时受益于公司逐步完善的有序营销体系与大力推进的百万例真实世界研究项目，实现迅速放量，终端药店、诊所铺货率有望快速提高，实现量价齐飞。

- ◆ **国内市场：**公司藿香正气口服液 2015 年销售额突破 7 亿元，2016 年销售额突破 10 亿，2017 上半年销售额达到 5.57 亿，增速稳健预计 2017 全年销售额达到 14 亿，近两年同比增长率有望达到 40%。目前藿香正气液 50%-60% 的销售额在川渝地区，未来可开发空间仍然巨大。该品种具备多重竞争优势，结合公司战略规划，我们预计 2018 年销售额达到 20 亿，2019 年结合涨价预期销售额有望达到 30 亿，未来国内市场有望实现 50 亿以上的销售规模。
- ◆ **国外市场：**公司目前正积极拓展海外业务，力争在 50 个热带国家销售太极藿香正气液，让太极藿香正气液以优质的疗效，过硬的安全性和高质量的质量标准进入国际市场，未来远期有望在海外实现 50 亿以上的销售额。

表 4：太极藿香正气口服液国外市场拓展展望

目标地区	覆盖人数	预计销售
印度尼西亚、马来西亚、新加坡、香港、澳门、台湾等东南亚十国	6 亿	30 亿
阿曼、阿联酋、卡塔尔、以色列、埃及、伊拉克等中东国家	5 亿	5 亿
入斯里兰卡、巴基斯坦、尼泊尔、孟加拉国、印度等南亚市场	6 亿	5 亿
埃塞俄比亚、苏丹、赞比亚等 10 个非洲国家，	5 亿	5 亿
秘鲁、墨西哥、阿根廷、古巴、巴西等葡语系国家	5 亿	5 亿
英国、法国、德国及美日市场	10 亿	5 亿

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

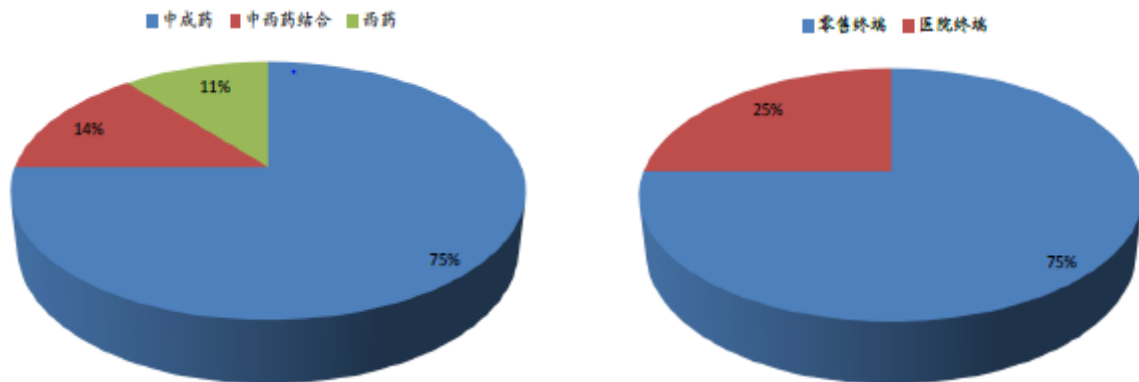
2.0.2 篮子工程：借力有序营销体系逐步放量，协同藿香正气液提振业绩

公司具备丰富的 OTC 品种储备，包括 2016 年销售额过 10 亿品种藿香正气口服液、过 4 亿品种急支糖浆、过亿品种通天口服液、复方对乙酰氨基酚片（散列通）、过 5000 万品种天胶（太极阿胶）、鼻窦炎口服液、补肾益寿胶囊等。之前的传统营销模式存在代理结构复杂、营销成本大、产品结构混乱、终端价格与铺货量难以把控等诸多掣肘之处，在有序营销的改革逐步逐步完成之际，公司诸多优质 OTC 品种销售潜力有望得到进一步释放，增厚公司利润。

1) 急支糖浆：独家品种借力有序营销逐步放量，未来三年有望保持 30%以上增速

- ◆ 急支糖浆，止咳祛痰平喘用药，主治清热化痰，宣肺止咳，治疗急慢性支气管炎及感冒后咳嗽。作为公司独家中成药 OTC 品种，已纳入 2012 版国家基药目录和 2017 年新版医保目录，并于 2014 年逐步开始的新一轮招标中，在福建、甘肃、广西、海南、湖北、湖南、吉林、江苏、江西、辽宁、内蒙古、宁夏、山东、山西、陕西、上海、四川、重庆 18 省份中标。
- ◆ 急支糖浆根据适应症归属于呼吸系统疾病用药中的止咳药，据 2008 年统计，我国呼吸系统疾病两周患病率大概是 5%，仅次于循环系统疾病，据 CMMS 调查统计，全国约 30%人口左右在近一年内都使用过止咳药，涉及人口数量约 5 亿人。呼吸系统疾病属于常见病、多发病，近年来因大气污染、老龄化等影响，居民患病率逐年上升，止咳药在我国市场巨大。止咳药市场份额中，按产品类别划分，中成药占据 75%左右的市场份额；按照销售终端划分，OTC 市场占据 75%左右的市场份额。

图 6：止咳药构成市场份额及销售渠道分布



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

- ◆ 急支糖浆，作为独家中成药 OTC 品种，纳入国家基药目录和国家医保目录，在 18 省份新一轮招标中标，终端市场竞争优势明显，在止咳药中是单品种销量全国第一，2016 年销售额突破 4 亿元，急支糖浆有望进一步通过有序营销实现全面放量，预计未来三年将保持 30%的增速。

2) 通天口服液：独家品种借力有序营销逐步放量，未来三年有望保持 30%以上增速

- ◆ 通天口服液，神经系统用药，主治活血化瘀，祛风止痛，治疗缺血性中风恢复期适应症和偏头痛。作为公司独家中成药 OTC 品种，已纳入黑龙江、四川、重庆等地地方基药目录和 2017 年新版医保目录，并于 2014 年逐步开始的新一轮招标中，在甘肃、广西、海南、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江苏、江西、内蒙古、山西、上海、四川、重庆 14 省份中标。
- ◆ 通天口服液根据适应症归属于神经系统用药中的头痛药（偏头痛），随着中国中老年人口大幅增加，工作节奏加快，中风发病率上升，头痛日益成为医疗机构日常门

诊最为常见的主诉症状之一，接近 40% 的人每年有严重的头痛发作。作为安全有效的纯植物抗中风药、抗偏头痛药——太极通天口服液具有巨大的市场空间。

- ◆ 通天口服液，作为独家中成药 OTC 品种，纳入地方基药目录和国家医保目录，在 14 省份新一轮招标中标，终端市场竞争优势明显，2016 年销售额破亿，通天口服液有望进一步通过有序营销实现全面放量，预计未来三年将保持 30% 的增速。

3) 散列通：国内首仿上市借力有序营销逐步放量，未来三年有望保持 30% 以上增速

- ◆ 散列通（复方对乙酰氨基酚片），解热镇痛及非甾体抗炎用药，主治头痛、牙痛等各类疼痛及发热，是具有悠久历史的经典配方药物。作为公司化药 OTC 品种，国内首仿上市，已纳入江苏、浙江、重庆等 9 省地方基药目录和 2017 年新版医保目录，并于 2014 年逐步开始的新一轮招标中，在北京、福建、广西、海南、湖北、湖南、吉林、江苏、江西、辽宁、内蒙古、宁夏、山西、上海、四川、云南、浙江、重庆 18 省份中标。
- ◆ 散列通根据适应症归属于神经系统用药中的解热镇痛药，受中国中老年人口大幅增加，中风发病率上升，工作节奏加快，日常作息不规律，户外活动增加等因素影响，头痛、牙痛等各类疼痛及发热已经成为医疗机构日常门诊最为常见的主诉症状，作为解热镇痛非甾体抗炎药物中的经典配方制剂，散列通在同类品种中市场占有率、销售额一直处于前列。
- ◆ 散列通，作为独家化药 OTC 品种，纳入多省地方基药目录和国家医保目录，在 18 省份新一轮招标中标，2016 年销售额破亿，散列通有望进一步通过有序营销实现全面放量，预计未来三年将保持 30% 的增速。

4) 天胶：优质阿胶借力有序营销逐步放量，未来三年有望保持 50% 以上增速

- ◆ 天胶（太极阿胶），补气补血类用药，用于补血滋阴，润燥，止血。作为公司品牌 OTC 品种，采用公司首创的基因技术检测驴皮真伪，并用传统方法熬制阿胶，尤其是利用大西北天山雪水熬制，并且在洁净空气长达 3 个月冷风干燥结块，使太极阿胶品质优良，与众不同，目前主要在川渝地区销售。
- ◆ 阿胶具有生血作用，可用于失血贫血、缺铁贫血，再生障碍贫血及年老体弱、儿童、孕妇的滋补，并对儿童、青少年的生长发育具有改善作用；长期服用阿胶，还可营养皮肤，使肌肤光洁润滑并具弹性。在“单独二胎”和全面放开二胎政策落地后，我国迎来一个出生率的小高峰。阿胶有助于怀孕前期调理，滋阴补血，营造健康的受孕环境，一直备受推崇。随着生活水平逐渐提高，人们的医疗保健意识也逐渐提高，加之作为品牌 OTC 在质量方面有强大保证，太极阿胶拥有巨大的市场潜力。
- ◆ 太极阿胶，通过公司首创的基因技术检测驴皮真伪，为高品质的阿胶提供了巨大保障，在鱼龙混杂的阿胶市场中具有明显的竞争优势，目前太极阿胶体量尚小，成长潜力巨大，太极阿胶 2016 年销售额突破 6000 万元，2017 年上半年实现销售额 8000 万元，同比增长 218%，太极阿胶有望进一步通过有序营销实现全面放量，我们预计未来三年将保持 50-60% 的增速。

表 5：阿胶市场主要生产产商 2015 年情况

	太极集团	东阿阿胶	福牌阿胶	同仁堂	佛慈制药
进入时间	2012	1952	1950	2006	2012
终端零售价 (元/公斤)	3596	4730	2190	3638	2760
设计产能/实际产量 (吨)	100/28	3000/1500	4000/2300	200	60
销售规模(亿元)	0.56	45.3	30	1.5	0.6

资料来源：东兴证券研究所

2.0.3 储备品种：研发管线品种丰富，芪灯名目胶囊潜力巨大

经过多年发展，公司拥有较好的科研体系，太极集团中药提取分离纯化创新技术平台成为国内多项先进技术集成应用的典范，为中药新药研究、药品二次开发和产业化提供了技术平台，为国内领先。公司近年加大研发投入，构建起品种丰富的研发管线，时刻准备着为公司产品线注入新生血液。

公司在研项目 60 余项，推进芪灯明目胶囊、KDC 等重点项目临床研究工作。其中“KDC”与北京大学合作研究研制，小试表明，该提取物具有与阿伐他汀相等的降血脂作用，而无其副作用。

芪灯明目胶囊小试表明，可缩小糖尿病人眼底黄斑水肿，该品种获四川省空置十年的四川省科技进步特等奖，未来有望成为利润过亿的品种。芪灯明目胶囊，用于治疗糖尿病人眼底黄斑水肿，该品种获四川省空置十年的四川省科技进步特等奖，目前研发已进入临床 III 期。根据国际糖尿病联盟（IDF）的统计数据，2015 年我国糖尿病患者人数已经达到 1.09 亿人，约占西太平洋地区患病人数的 71%，相比于 2013 年增加 1120 万人，呈现快速增长态势。IDF 预计到 2040 年，我国糖尿病患者数量将达到 1.51 亿人，相比于 2015 年增加近 50%。糖尿病视网膜病变(DiabeticRetinopathy, DR)是糖尿病后期的严重并发症之一。在全部糖尿病患者中，发 DR 者达 50%以上。糖尿病病程是引起 DR 的主要因素，病程越长，眼底发病率也越高，病程 5 年以下者 28%；6-10 年者 36.4%；11-15 年者 58%；15 年以上者 72.7%。芪灯明目胶囊的患者人群庞大，未来有望成为过亿利润的品种。

处方药增速稳健，持续贡献利润

2.1.1 益保世灵：单独定价竞争优势明显，有望持续贡献现金流

益保世灵，即注射用头孢唑肟钠，是日本藤泽公司原研专利产品，公司具有国内独家销售权。用于敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病。是第三代头孢类产品的佼佼者，耐药率最低，综合抗菌力最强，是临床抗感染治疗的必然选择。

益保世灵得益于单独定价（以山西省为例，显著高于同类品种），在终端销售推广方面优势明显，有望为公司持续贡献现金流。2016 年销售过 4 亿元，2017 年上半年实现销售 2.83 亿元，比去年同期增长 27%，我们预计未来三年实际销量有望维持 15-20%。

表 6：注射用头孢唑肟钠同规格同省份中标价格比较（1.0g/支，山西省，2017/8/1）

药品通用名	生产企业	中标价格
注射用头孢唑肟钠	西南药业股份有限公司	59.68
注射用头孢唑肟钠	浙江亚太药业股份有限公司	33.52
注射用头孢唑肟钠	山西振东泰盛制药有限公司	29.88
注射用头孢唑肟钠	国药集团致君（深圳）制药有限公司	26.86
注射用头孢唑肟钠	石药集团中诺药业（石家庄）有限公司	26.08
注射用头孢唑肟钠	海口市制药厂有限公司	26.08
注射用头孢唑肟钠	悦康药业集团有限公司	14.8

资料来源：米内网，东兴证券研究所

2.1.2 其他品种：独家品种竞争格局良好，终端销售增速稳健

1）太罗（罗格列酮钠片）

公司独家品种，单一服用本品，并辅以饮食控制和运动，可控制 2 型糖尿病患者的血糖，该品种公司与军事科学医学院共同获得国家科技进步二等奖。2016 年销售过亿元，2017 年上半年实现销售 7,800 万元，比去年同期增长 30%，预计三年内有望保持 20%左右增速。

2）思为普（洛芬待因缓释片）

公司独家剂型，主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛等，该品种具有速释缓释协同控制、无依赖性、低耐受性等优势。2016 年销售 1.8 亿元，2017 年上半年实现销售 0.98 亿元，比去年同期增长 22%，预计三年内有望保持 20%左右增速。

3）神经节苷脂（GM1）

公司品牌药，主要用于血管性或外伤性中枢神经系统损伤、帕金森氏病等，该品种纯度高达 99%，耐受性高，疗效与进口产品相当，是唯一能通过血脑屏障并对中枢神经进行修复的高效药物。2016 年销售 1.8 亿元，2017 年上半年实现销售 1 亿元左右，比去年同期增长 22%，预计三年内有望保持 15%以上增速。

4）美菲康（盐酸吗啡缓释片）

公司独家品种，为强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛。该品种已成为国内有代表性的癌症三阶梯镇痛拳头品种之一。2016 年销售 1.2 亿元，2017 年全年预计实现销售 1.5 亿元左右，比去年同期增长 25%，预计三年内有望保持 20%以上增速，

5) 小金片

公司独家剂型，主要用于散结消肿，化瘀止痛。是治疗乳腺增生、乳腺炎、乳腺癌、前列腺增生、甲状腺肿大等疾病的经典名方。**2016 年销售 0.8 亿元，2017 年全年预计实现销售 1.2 亿元左右，比去年同期增长 50%，预计三年内有希望保持 30-40% 的高速增长。**

从整体来看，我们预计公司 **2017-2019 年工业板块收入为 45.9、58.5、74.5 亿元，按 2 倍 PS 计算（即净利率 10%、PE20 倍）则分别对应 91.8、117.0、149 亿市值潜力。**

表 7：公司工业板块收入拆分

	2016 年 收入	2017 年 收入	2017 年 增速	2018 年 收入	2018 年 增速	2019 年 收入	2019 年 增速
工业板块	36.00	45.90	27.50%	58.48	27.41%	74.55	27.48%
藿香正气液	10.00	14.00	40.00%	20.00	42.86%	28.00	40.00%
益保世灵	4.40	6.00	36.36%	7.20	20.00%	8.64	20.00%
急支糖浆	3.10	4.00	29.03%	5.20	30.00%	6.76	30.00%
洛芬待因片	1.80	2.20	22.22%	2.64	20.00%	3.17	20.00%
神经节苷脂	1.80	2.20	22.22%	2.53	15.00%	2.91	15.00%
太罗	1.50	1.72	14.67%	2.06	20.00%	2.48	20.00%
通天口服液	1.00	1.20	20.00%	1.56	30.00%	2.03	30.00%
美菲康	1.20	1.50	25.00%	1.80	20.00%	2.16	20.00%
散列通	1.00	1.20	20.00%	1.56	30.00%	2.03	30.00%
小金片	0.80	1.20	50.00%	1.68	40.00%	2.27	35.00%
天胶	0.60	1.00	66.67%	1.60	60.00%	2.40	50.00%
其他	8.80	9.68	10.00%	10.65	10.00%	11.71	10.00%

资料来源：东兴证券研究所

商业板块：川渝龙头存量价值低估，精耕细作未来增量可期

公司子公司桐君阁以医药零售为核心业务，经过多年精耕细作，已经发展为川渝地区医药商业龙头，旗下拥有重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司、四川太极大药房连锁有限公司两大零售药房板块。其中重庆桐君阁大药房连锁有限公司是全国首批首家通过国家 GSP 认证的药品零售经营企业和首批跨省经营的大型药品零售连锁企业，是全国十大连锁药店之一；成都西部医药经营有限公司是西部地区最大的医药物流中心。

1) 从存量角度来看，公司现有资产价值明显低估

◆ 目前公司旗下桐君阁大药房、太极大药房综合实力排名全国第六位，药店总数量已

达 1.2 万家，其中直营药房约 1300 家。截至 2017 年 12 月 1 日，公司总市值 68.73 亿元。

- ◆ **对比同行业可比公司：**根据 2017 年中报披露情况，一心堂、益丰药房、老百姓的直营药房数量分别为 4713 家、1783 家、1924 家，截至 2017 年 12 月 1 日公司市值分别为 99.43 亿元、149 亿元、165 亿元，考虑到公司药房覆盖地区主要为西南地区，与一心堂药房覆盖地区重合度较大，药店规模、盈利能力等方面具有更客观的可比性，根据一心堂直营药房数量以及 PS 我们估计公司存量的商业板块具有 17-30 亿的潜在价值亟待挖掘。

表 8：可比公司零售药店及市值情况（截止 12/1/2017）

公司名称	直营药房	药房覆盖地区	收入规模（2017E）	总市值（亿元）	PS（倍）
一心堂	4713	四川、重庆、云南、广西、山西等地区	75 亿	99.43	1.33
益丰药房	1783	湖南、湖北、江西、上海、江苏等地区	49 亿	149	3.04
老百姓	1924	湖南、陕西、浙江、江西、广西、山东、河北、广东、天津、上海、湖北、河南、北京、江苏、安徽等地区	77 亿	165	2.14
桐君阁 （太极集团）	1300	重庆、四川等西南地区为主	14 亿	合理市值 17-30 亿	1.2-2.0

资料来源：各公司半年报，东兴证券研究所

2）从增量角度看，精耕细作未来增量可期

公司坚持终端为王，立足零售、扎根配送、畅通物流的方针，以桐君阁为载体，大力发展直营和加盟药店，全力实施医药商业并购战略，快速扩大医药零售市场份额，未来几年将在零售板块精耕细作。

- ◆ **第一，公司将精耕细作川渝市场。**未来三年将在县级市场各布局药房，川渝直营药房达到 2500 家左右，新增药房大部分以药诊所为主，继续巩固川渝市场第一大药房地位。
- ◆ **第二，未来三年加快推进太极大药房在全国布点（加盟药店）。**公司目前已完成 15 个省市 2000 多家太极大药房的授权经营，从 2018 年开始将以持股 20% 的方式积极新办太极大药房，利用民营企业优势逐步完成在全国 30 个省市的布点。
- ◆ **第三，全面规范现有加盟药房的管理。**公司从 2018 年开始，全面进行智能化监管，绝对不能销售假劣药品，全面提升公司配送的比例。

潜力板块：冬虫夏草潜力巨大

早在 1000 多年前，虫草的药用及滋补价值，就在藏药典籍中有所记载，而被中医所认识并成为中医药不可多得的珍贵药材，则有 700 多年的历史。虫草因性甘平，保肺益肾，对于提升和调节人体机能奇效，更为现代人所推崇和追求。

太极集团康定虫草基地始建于 1958 年，2005 年正式投入使用，占地 2000 余亩，是我国唯一的国家级冬虫夏草产业化示范基地，也是世界上最早从事虫草可持续利用研究，技术最先进的单位。

太极集团冬虫夏草野生抚育技术被列为国家保密技术，领先全世界 30 年。国家发改委、国家科技部、国家中医药局、太极集团先后拨款 1 亿元，用于虫草产业化研究。该项目目前已建成康定基地室内培植厂房面积 2200 平方米，菌种繁育场 3 亩，虫种繁育场 200 平方米，可繁育、接种商品杆菌幼虫 3000 万头。

根据公司战略规划，预计到 2021 年，太极集团将在西藏、青海、四川建成冬虫夏草种园基地 12000 亩，启动一万户农牧民自留高山牧场海拔 3000 米以上野生抚育冬虫夏草工程，年产冬虫夏草 20 吨以上，项目成功实施后，有望给公司带来 20 亿元左右收入，6 亿元左右的毛利。

图 7：公司虫草产业情况



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

综上，我们认为公司混改有望持续推进，而在混改完成后公司工业板块和商业板块潜力将会释放，迎来存量上的价值重估以及新的增量。我们分别给予公司工业板块、零售版块、流通版块 2、1.5、0.2 倍 PS，2017-2019 年的市值潜力分别为 120、150、190 亿元。

表 9：公司各潜力版块分部估值法

板块	2017 收入	PS	对应市值	2018 收入	PS	对应市值	2019 收入	PS	对应市值
工业板块	45.90 亿	2	91.8 亿	58.5 亿	2	117.0 亿	74.6 亿	2	149.1 亿
零售版块	14.00 亿	1.5	21.0 亿	18.2 亿	1.5	27.3 亿	22.8 亿	1.5	34.1 亿
流通版块	34.50 亿	0.2	6.9 亿	38.0 亿	0.2	7.6 亿	41.8 亿	0.2	8.4 亿
合计			119.7 亿			151.9 亿			191.6 亿

资料来源：东兴证券研究所

盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.03、2.83、4.55 亿元，同比增长分别为 -87.84%、173.64、60.89%，我们认为，公司优质资产众多，在重庆市国改大刀阔斧推进的背景下，公司混改有望推进，优质资产有望释放巨大潜力，给予“强烈推荐”评级，我们给予 2018 年 40 倍 PE，即对应 110 亿市值，考虑到增发摊薄的情况，对应目标价 19.80 元。

风险提示

混改不达预期

表 10：公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表			单位：百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	5740	4918	5639	6904	8555	营业收入	7165	7788	9067	11256	14082		
货币资金	2357	1418	1651	2050	2565	营业成本	5062	5419	6183	7546	9363		
应收账款	838	905	1054	1308	1637	营业税金及附加	59	84	99	123	153		
其他应收款	212	258	301	374	467	营业费用	1409	1565	1533	1889	2363		
预付款项	264	284	307	335	370	管理费用	827	1015	899	1104	1381		
存货	1724	1829	2087	2547	3160	财务费用	303	226	215	242	262		
其他流动资产	17	38	28	28	28	资产减值损失	-7.13	31.41	15.00	15.00	15.00		
非流动资产合计	4290	4502	4802	4600	4410	公允价值变动收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	53	34	34	34	34	投资净收益	800.33	1312.86	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1796	2123	2812	2526	2251	营业利润	312	761	123	338	544		
无形资产	1165	1155	1039	924	808	营业外收入	67.79	142.85	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	48	9	9	9	9	营业外支出	9.87	29.09	0.00	0.00	0.00		
资产总计	10030	9420	10441	11505	12965	利润总额	369	875	123	338	544		
流动负债合计	8061	6763	7208	7861	8792	所得税	139	25	20	55	89		
短期借款	3003	3019	3152	3215	3361	净利润	231	849	103	283	455		
应付账款	1064	1020	1148	1401	1739	少数股东损益	-1	-4	0	0	0		
预收款项	414	252	252	252	252	归属母公司净利润	232	853	103	283	455		
一年内到期的非	280	149	149	149	149	EBITDA	1917	2305	565	781	996		
非流动负债合计	662	1381	1816	2015	2204	BPS（元）	0.54	2.00	0.24	0.66	1.07		
长期借款	98	869	869	869	869	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	单位：百万元			
应付债券	0	0	0	0	0					2018E	2019E		
负债合计	8723	8144	9024	9875	10996	成长能力							
少数股东权益	290	-9	-9	-9	-9	营业收入增长	2.97%	8.70%	16.42%	24.15%	25.10%		
实收资本（或股	427	427	427	427	427	营业利润增长	-219.39%	144.20%	-83.77%	173.64%	60.89%		
资本公积	320	208	208	208	208	归属于母公司净利	-87.89%	173.64%	-87.89%	173.64%	60.89%		
未分配利润	-284	512	565	710	942	获利能力							
归属母公司股东	1018	1285	1426	1638	1978	毛利率(%)	29.35%	30.41%	31.81%	32.96%	33.51%		
负债和所有者权	10030	9420	10441	11505	12965	净利率(%)	3.22%	10.90%	1.14%	2.51%	3.23%		
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润（%）	2.31%	9.06%	0.99%	2.46%	3.51%		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	22.80%	66.43%	7.24%	17.26%	22.99%		
经营活动现金流	-60	-106	337	464	571	偿债能力							
净利润	231	849	103	283	455	资产负债率(%)	87%	86%	86%	86%	85%		
折旧摊销	1303	1319	226	202	190	流动比率	0.71	0.73	0.78	0.88	0.97		
财务费用	303	226	215	242	262	速动比率	0.50	0.46	0.49	0.55	0.61		
应付帐款的变化	0	0	-149	-254	-328	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.80	0.91	1.03	1.15		
投资活动现金流	586	369	462	-15	-15	应收账款周转率	8	9	9	10	10		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.98	7.47	8.36	8.83	8.97		
长期股权投资减	0	0	474	0	0	每股指标（元）							
投资收益	800	1313	0	0	0	每股收益(最新摊	0.54	2.00	0.24	0.66	1.07		
筹资活动现金流	-442	-466	-566	-50	-42	每股净现金流(最	0.20	-0.48	0.55	0.93	1.21		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.38	3.01	3.34	3.84	4.63		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.73	7.81	64.50	23.57	14.65		
资本公积增加	-138	-112	0	0	0	P/B	6.55	5.19	4.67	4.07	3.37		
现金净增加额	84	-203	233	399	515	EV/EBITDA	4.01	4.03	16.26	11.32	8.51		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。