

2021年 07 月 30 日

证券研究报告·公司研究报告

太极集团 (600129) 医药生物

当前价: 19.10 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国药入主太极落地，业绩将迎来拐点

投资要点

- **公司亮点:** 1) 管理层及实控人焕然一新，公司大股东变为国药集团，实际控制人由涪陵区国资委转变为国务院国资委，管理层完成换届选举，混改取得实质性进展；2) 开源节流政策有序推进，未来 3 年将培育 5 个上 10 亿元的品种；3) 太极集团将和国药集团子公司中国中药形成战略协同，未来三年复合增速将达到 120% 以上。
- **国药入主太极取得实质性进展，看好后续国药系整合协同发展。** 国药通过旗下子公司中国中药有限公司控股太极有限，实际控制人由涪陵区国资委转变为国务院国资委。2021 年 5 月，董监高实现换届选举，公司总经理、财务总监、人力总监均来自国药集团，高管人员大幅精简，未来公司将借助国药系的管理、渠道、研发优势实现快速发展，太极集团未来将和国药集团子公司中国中药形成战略协同。我们预计 2021 年公司收入端增速将超过 15%，其中工业板块增长 18%，扣非归母净利润预计全年预计能够实现超 2 亿元，2022 年能够实现超 5 亿元的扣非归母净利润。
- **开源节流有望改善经营业绩。** 公司未来在管理机制、考核机制、营销体系方面将进行重大变革，从开源和节流两个方向改善业绩：**1) 开源：**聚焦 10 亿元品种打造，公司目标规划在 3 年左右出 5 个上 10 亿元的品种，其中包括太极急支糖浆、沉香化气片、通天口服液、鼻窦炎口服液、洛芬待因缓释片（思为普）都具有重大潜力；独家品种价格优化，通天口服液、鼻窦炎口服液在 2018 年进入了国家基药目录，鼻窦炎口服液、通天口服液和急支糖浆都实现了产品及价格体系优化升级。盐酸羟考酮缓释片和盐酸吗啡缓释片（24 小时渗透泵型）预计 2022 年有望上市。**2) 节流：**盘活资产降低财务费用：2020 年年末公司账面房地产 38 亿元，其中成都、绵阳两处的土地资产目前已经大幅升值。此外，强化销售人员绩效考核，调整优化对经销商宽松的政策，销售费用率有望大幅下降。
- **盈利预测。** 鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.40 元、0.92 元、1.28 元。
- **风险提示：** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11207.80	12908.85	15184.73	17870.78
增长率	-3.74%	15.18%	17.63%	17.69%
归属母公司净利润 (百万元)	66.07	225.44	513.57	714.41
增长率	-6.72%	241.24%	127.80%	39.11%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.40	0.92	1.28
净资产收益率 ROE	1.01%	5.07%	10.08%	12.04%
PE	160	47	21	15
PB	3.33	3.08	2.77	2.44

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)	5.57
流通 A 股(亿股)	5.57
52 周内股价区间(元)	12.16-22.06
总市值(亿元)	106.37
总资产(亿元)	136.17
每股净资产(元)	5.86

相关研究

目 录

1 国药入主，开启国药十四五宏伟战略	1
2 品牌与渠道优势明显，潜力品种打开成长空间	2
2.1 核心产品：藿香正气口服液品牌优势显著	3
2.2 潜力品种：着力打造 10 亿元独家中药品种	5
2.3 化药：抗生素类影响有限，麻醉用药开拓新市场	6
3 国药战略性入主太极，开启十四五宏伟战略	9
3.1 理清股权结构，国药实现控股	9
3.2 人员优化，股权激励保障业绩	9
3.3 开源节流，业绩释放可期	10
4 财务分析：经营业绩改善明显	12
5 盈利预测	13
6 风险提示	14

图 目 录

图 1: 重庆太极实业(集团)股份有限公司发展史	1
图 2: 公司主要的子公司	1
图 3: 藿香正气口服液销售额 (亿元)	3
图 4: 藿香正气口服液	3
图 5: 2020 中国城市公立、县级公立市场中成药感冒用药市场份额	4
图 6: 2018 年中国城市零售药店终端中成药肠道用药市场	4
图 7: 桐君阁药店大致分布区域	5
图 8: 国大药房大致分布区域	5
图 9: 2015-2019 我国呼吸系统疾病中药销售额及增速	5
图 10: 2019 年呼吸系统疾病中市场分类	5
图 11: 吗啡样本医院销售额 (亿元)	7
图 12: 2020 年吗啡市场占有率	7
图 13: 洛芬待因缓释片的样本医院销售额 (万元)	7
图 14: 2012-2020 年样本医院羟考酮销售额及增速	8
图 15: 2020 年羟考酮各种剂型占比	8
图 16: 2009-2018 年样本医院抗感染药物销售额及增速	8
图 17: 2018 年抗感染药物各品种占比情况	8
图 18: 国药控股后股权结构变动	9
图 19: 公司业务收入及增速	12
图 20: 公司归母净利润及增速	12
图 21: 2016-2020 年公司各板块收入 (单位: 亿元)	12
图 22: 2019 年公司各板块毛利占比 (单位: 亿元)	12
图 23: 公司费用率情况	13

表 目 录

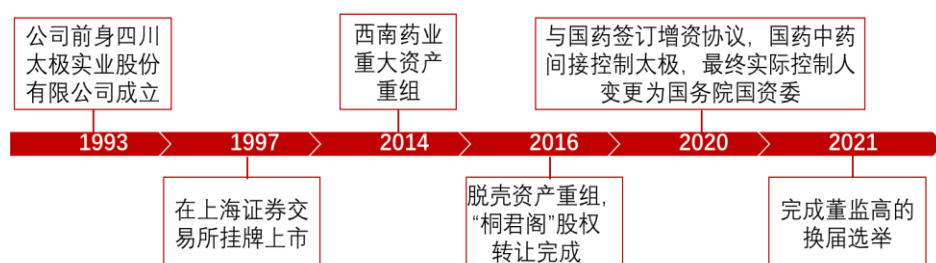
表 1: 公司的核心品种及销售额 (单位: 亿元)	2
表 2: 藿香正气液获批情况	3
表 3: 藿香正气口服液同类竞品的价格对比	4
表 4: 部分止咳化痰药物价格及适应症比较	6
表 5: 公司高管变动情况	10
表 6: 分业务收入及毛利率	13
附表: 财务预测与估值	15

1 国药入主，开启国药十四五宏伟战略

公司主要从事中成药、西药、保健用品加工、销售，医疗包装制品加工，医疗器械销售等。公司的主要产品为藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、小金片、鼻窦炎口服液、六味地黄丸等中药产品。“太极” (TAIJI) 为中国首批驰名商标，OTC 品牌药企第一名；“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。

公司成立于 1993 年，1997 年在上海证券交易所挂牌上市，2014-2016 年太极集团出售“西南药业”和“桐君阁”完成脱壳重组。2020 年公司控股股东与国药签订增资协议，中国中药间接持有公司 29.82% 的股份，公司实际控制人由涪陵区国资委变更为中国医药集团有限公司，最终控制人变更为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：重庆太极实业(集团)股份有限公司发展史



数据来源：公司官网，西南证券整理

上中下游产业一体化布局全面。公司目前有 73 家参控股子公司，中成药板块主要子公司包括涪陵制药厂、四川绵阳制药厂，化药板块主要是西南药业，商业板块主要是重庆桐君阁股份有限公司及太极大药房连锁有限公司，除此以外还有一些中药材种植的公司、旅游康养、天胶相关产业等公司。

图 2：公司主要的子公司



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 品牌与渠道优势明显，潜力品种打开成长空间

药品品种丰富，核心产品持续放量。公司产品进入国家基药和医保目录品种数量多。公司现有中西药品规 1500 多个，全国独家生产品种 75 个、国家中药保护品种 50 多个、国家基药品种 366 个（其中独家品种 7 个），共有 412 个品种（740 个批准文号）进入了 2020 版国家医保目录，（其中独家品种 21 个）；获国家专利 210 项。

年销售额逾亿元的品种 19 个，过千万的品种逾 100 个。2019 年公司有 10 亿元级别的大单品包括藿香正气口服液和注射用头孢唑肟钠（益保世灵）。单品年销售过 4 亿元的产品有洛芬待因缓释片（思为普）等 3 个；单品年销售过 3 亿元的产品有天麻素注射液、盐酸托烷司琼注射液等 5 个；单品年销售过 2 亿元的产品有氯化钠注射液、急支糖浆、小金片、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液等 9 个；单品年销售过 1 亿元的产品有罗格列酮钠片（太罗）、盐酸吗啡缓释片（美菲康）、复方甘草片、鼻窦炎口服液、复方板蓝根颗粒、阿莫西林胶囊、六味地黄丸、注射用多索茶碱、葡萄糖注射液、通天口服液等 19 个。

表 1：公司的核心品种及销售额（单位：亿元）

产品线	产品名称	适应症	20 年收入	是否进入医保	是否为基药	是否 OTC	竞争优势
消化系统	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	6.89	是	是	是	独家剂型
	沉香化气片	肝胃气滞，脘腹胀痛，胸膈痞满，不思饮食，噯气泛酸	1	否	否	是	独家品种
	双苓止泻口服液	小儿腹泻，发热，腹痛，口渴，尿少		是	是(重庆基药)	是	独家品种
呼吸系统	急支糖浆	用于外感风热所致的咳嗽，慢性支气管炎急性等	2.1	是	是	双跨	独家品种
	鼻窦炎口服液	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	0.94	是	是	是	国家独家专利品种
心脑血管	通天口服液	活血化痰，祛风止痛，治疗缺血性中风恢复期适应症和偏头痛	1.34	是	是	双跨	独家品种
抗感染	注射用头孢唑肟钠（益保世灵）	抗菌	14	是	否	否	原研及单独定价、独家授权生产
内分泌	罗格列酮钠片(太罗)	用于治疗 2 型糖尿病	1.76	是	否	否	独家品种
神经系统	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	3.56	是	否	否	独家剂型
	盐酸吗啡缓释片（美菲康）	强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛	1.8	是	是	否	独家品种、管制麻醉
	散列通（复方对乙酰氨基酚片（2））	解热镇痛，用于头痛、牙痛等各类疼痛及发热	0.5	是	否	是	国内首仿上市
	天麻素注射液	够缓解神经衰弱，并且治疗神经衰弱综合征以及血管性神经性头痛	3	是	否	否	
抗肿瘤	盐酸托烷司琼注射液	癌症化疗引起的恶心和呕吐;治疗手术后的恶心和呕吐	3	是	否	否	
	多西他赛注射液	先期化疗失败的晚期或转移性乳腺癌		是	否	否	
	紫杉醇注射液	卵巢癌，乳腺癌，非小细胞肺癌		是	是	否	

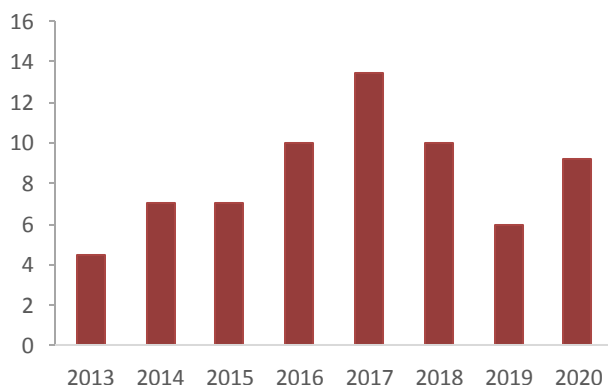
产品线	产品名称	适应症	20 年收入	是否进入医保	是否为基药	是否 OTC	竞争优势
散结	小金片	散结消肿，化瘀止痛，用于阴疽初起，皮色不，肿硬作痛，多发性脓肿，癰瘤，瘰癧，乳岩，乳癖等	2.57	是	是	否	独家剂型
补益	六味地黄丸	肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，虚汗遗精，消渴	1	是	是	否	特色剂型
	太极天胶	补血滋阴，润燥，止血	0.5	否	否	是	独家技术

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 核心产品：藿香正气口服液品牌优势显著

核心产品品牌优势显著。藿香正气口服液是太极集团拳头产品，用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，以及脘腹胀痛、呕吐泄泻。该产品被列入基药并进入医保，2020 年收入为 6.89 亿。藿香正气口服液属于独家剂型，竞争优势明显；被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》试行第四至第八版医学观察期推荐治疗中成药，在 2020 年度中国非处方药产品排名中，藿香正气口服液荣获 2020 年度中国非处方药“黄金品种”及“中成药感冒暑湿类”第一名。

图 3：藿香正气口服液销售额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：藿香正气口服液



数据来源：公司官网，西南证券整理

独家品种优势，市场占有率第一。市场上最大的竞品为藿香正气的不同剂型，如胶囊、片剂、滴丸和含酒精的藿香正气水。太极藿香正气口服液在市场上属于独家剂型，藿香正气口服液主要采取加水回流蒸馏法和水煎煮法，浸出制剂不含乙醇，不含糖。夏季出租车司机及驾驶员、孕妇、老年人、儿童更适合藿香正气口服液，而其他剂型藿香正气水会导致查酒驾时酒精超标。目前获得藿香正气口服液生产批文的厂商有两家，一个是北京亚东生物，另一个是太极集团涪陵制药厂。但从市场上销售情况来看，几乎 100% 的市场份额都是太极牌藿香正气口服液所占领。太极牌藿香正气口服液是市场上独家销售，优势十分明显。

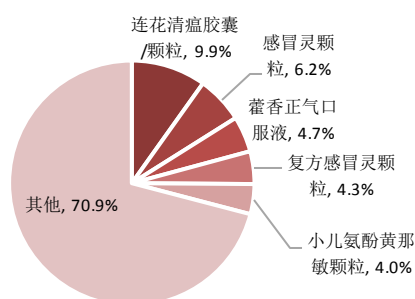
表 2：藿香正气液获批情况

产品名称	批准文号	批准时间	规格	生产厂家
藿香正气口服液	国药准字 Z50020409	2010-4-19	10ml/支	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
藿香正气口服液	国药准字 Z11020483	2010-6-1	10ml/支	北京亚东生物制药有限公司

数据来源：药源网、西南证券

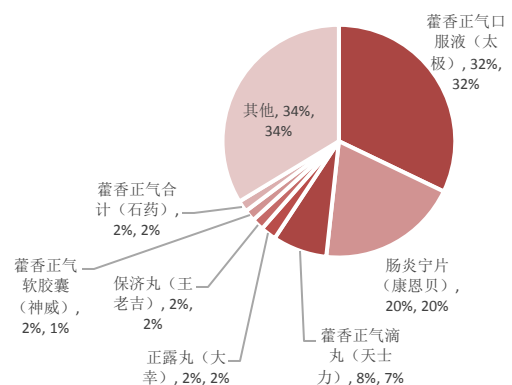
中成药感冒用药前三，中成药肠道用药市场第一。我国抗感冒类用药市场规模快速增长，到 2020 年 OTC 感冒药市场规模达到 440 亿元，增速达到 8%。感冒是世界上最普遍且患病率较高的疾病，我国大部分感冒患者选择自我康复或者自行购买感冒药来治疗，而不是通过医生开处方来进行治疗，因此 OTC 感冒药市场潜力大，在 OTC 药物市场规模中占比最高，占比达到 17%。根据米内网 2020 中国城市公立、县级公立市场中成药感冒用药市场统计，藿香正气口服液在中成药感冒用药市场中占比为 4.7%，排名第三。此外，太极藿香正气口服液也是零售药店肠道用药的市占率第一品牌。2018 年太极藿香正气口服液市占率达 32.12%，天士力的滴丸占 7.56%，神威药业的软胶囊占 1.58%，石药江西金芙蓉的合剂占 1.59%。

图 5：2020 中国城市公立、县级公立市场中成药感冒用药市场份额



数据来源：米内网，西南证券整理

图 6：2018 年中国城市零售药店终端中成药肠道用药市场



数据来源：米内网，西南证券整理

提价仍然具有空间。藿香正气口服液是基药目录药品，藿香正气口服液日均治疗费用可以达到 5 元，目前售价为 22~25 元（10 支/盒），日均费用仅不到 2.5 元，仍然还有大幅提价的潜在空间，我们认为未来 1-2 年内提价的概率较大。

表 3：藿香正气口服液同类竞品的价格对比

通用名	规格	最高零售价 (元/盒)	日治疗费用 (元/天)	生产厂家
藿香正气口服液	10ml*10 支/盒	23	2.3	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
藿香正气滴丸	2.6g/6 袋	18	3	天士力医药集团股份有限公司
藿香正气水	10ml*10 支/盒	33	3.3	北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂
藿香正气水	10ml*10 支/盒	18	1.8	云南白药集团股份有限公司
藿香正气软胶囊	24 粒/盒	24	1	神威药业集团有限公司

数据来源：阿里健康、京东健康，西南证券整理

有序营销优化价格体系。公司从 2018 年开始开启了有序营销战略，摆脱过去一个省多个经销商的模式，在过去经销商体系混乱情况下无法深入了解经销环节的产品库存及价格，导致价格体系和存货周转体系效率低下。目前采取的有序营销战略下，一个省挑选一个优秀的总经销商，由这个经销商在向终端零售终端推广。通过有序营销模式，藿香正气口服液有望在价格上保持一致，便于公司管理和推广。

优势区域有望借助国药渠道扩展到全国。目前藿香正气口服液主要销售区域来自川渝地区，国药控股太极之后，将借助国大药房的渠道，并结合桐君阁大药房的自身优势，实现全国快速布局。截至 2020 年底，国大药房也在全国有将近 7660 家，覆盖全国 20 个省/直辖市。

公司长期以来希望在省外广东、浙江、江苏、湖南和东三省等省大规模推广，未来有望借助国药的渠道力量打开省外市场。

图 7：桐君阁药店大致分布区域



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：国大药房大致分布区域



数据来源：公司官网，西南证券整理

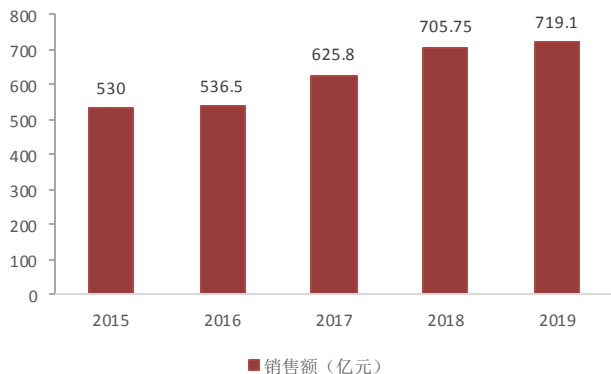
2.2 潜力品种：着力打造 10 亿元独家中药品种

➤ 太极急支糖浆

太极牌急支糖浆属于双跨品种，属于独家品种，主要用于外感风热所致的咳嗽，症见发热、恶寒、胸膈满闷、咳嗽咽痛；急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述症候者。急支糖浆的主要成分有鱼腥草、金荞麦、四季青、麻黄、紫菀、前胡、枳壳、甘草等。急支糖浆在 2020 年实现了 2.1 亿元的收入。

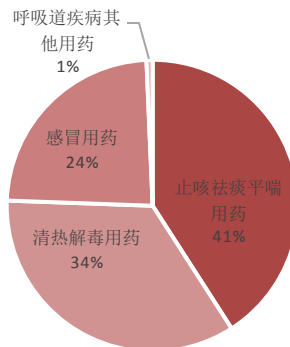
据国家卫生部统计，我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达 5,000 多万人，城乡居民咳嗽患病率在 15% 以上。据米内网数据显示，2015-2019 年，医院终端和零售终端呼吸系统疾病用中药的销售总额表现为逐年增长趋势。2019 年销售额为 719 亿元，其中止咳平喘用药占比最高达到 41%、清热解毒用药达到 34%。我国止咳化痰类药物市场以中成药为主，近几年中成药所占比重均在 75%~78% 左右，且比重不断增加，显示出止咳化痰类中成药良好的成长性。

图 9：2015-2019 我国呼吸系统疾病中药销售额及增速



数据来源：米内网，西南证券

图 10：2019 年呼吸系统疾病中市场分类



数据来源：米内网，西南证券

太极急支糖浆具有消炎、止咳、祛痰三者疗效相结合，并且其适应症更加适用于治疗急性支气管炎，感冒后咳嗽、慢性支气管炎急性发作等呼吸系统疾病。枇杷膏和蛇胆川贝液通常只针对咳嗽、咽干喉痒等适应症，与同类的产品如京都念慈庵枇杷膏、蛇胆川贝液相比，太极急支糖浆的适应症范围更广。

表 4：部分止咳化痰药物价格及适应症比较

通用名	适应症	规格	最高零售价	生产厂家
太极急支止咳糖浆	清热化痰、宣肺止咳。用于外感风热所致咳嗽，症见发热、恶寒、咳嗽咽痛；剂型支气管炎、慢性支气管炎	120ml	16 元	太极集团涪陵中药厂
京都念慈庵枇杷膏	润肺祛痰、止咳平喘、咽喉干哑	300ml	37 元	香港京都念慈庵总厂
蛇胆川贝液	风热咳嗽、祛痰散结	10ml*6	12 元	白云山潘高寿

数据来源：阿里健康、京东健康、西南证券

➤ 通天口服液

通天口服液的适应症有偏头痛、紧张型头痛、缺血性中风恢复期；其药物及制备工艺荣获国家发明专利，入选《国家基本医疗保险药品目录》品种和国家中药保护品种。该产品有大病种领域、独家品种、疗效显著等属性，2020 年的收入为 1.34 亿元，我们预计未来将极有可能打造 10 亿元品种。

➤ 鼻窦炎口服液

鼻窦炎口服液是国家专利独家品种，用于治疗鼻塞不通、流黄稠涕、急慢性鼻炎、副鼻窦炎，该产品 2020 年的收入为 0.94 亿。根据《中国慢性鼻窦炎诊断和治疗指南（2018）》，鼻窦炎的药物治疗主要分为鼻用/口服糖皮质激素、大环内酯类药物、抗菌药物、抗组胺药和抗白三烯药、黏液溶解促排剂、减充血剂、中药、鼻腔冲洗。关于鼻窦炎最早记载见于《黄帝内经》之《素问·气厥证》“鼻渊者，浊涕下不止也”。根据现代临床试验数据显示，鼻窦炎口服液对于慢性鼻窦炎具有非常良好的效果，配合其他疗法能够显著防治鼻窦炎。

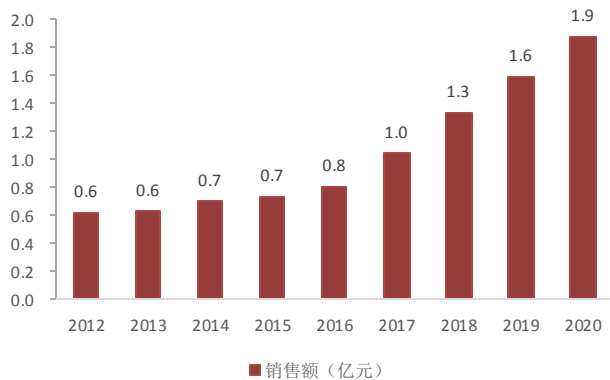
2.3 化药：抗生素类影响有限，麻醉用药开拓新市场

公司控股子公司西南药业是中国西南地区唯一的麻醉药及精神类药品定点生产企业。太极拥有西南最大麻醉药品工业基地，形成自产自销的商业模式。化药制剂的主要产品包括抗感染药物和神经系统药物两大类，如益保世灵、洛芬待因缓释片、散列通、芬尼康和盐酸吗啡缓释片。抗感染药物和神经系统药物 2020 年收入分别为 13.9 亿和 2.7 亿，麻精药品 7 亿元。其中，盐酸吗啡缓释片（美菲康）做为独家品种属于管制麻醉，用于晚期癌症病人镇痛。该产品进入医保并被列为基药，2020 年收入为 1.8 亿。

➤ 盐酸吗啡缓释片（美菲康）

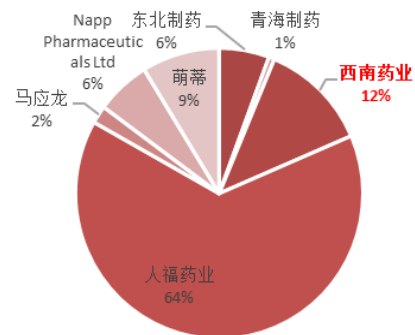
盐酸吗啡缓释片属于独家剂型，优势较为突出，并且进入基药目录和医保目录，有利于在院内放量。2020 年全国样本医院吗啡销售额 1.9 亿元，我们预计实际销售大约接近 20 亿元左右，2020 年美菲康的销售额超 1.8 亿元，市场占有率为 12%。目前公司正在研发盐酸吗啡缓释片（24h 渗透泵型），可以实现一天一次给药，具有更长的药效，预计 2022 年将能够获批，扩充吗啡相关产品线。

图 11：吗啡样本医院销售额（亿元）



数据来源：PDB，西南证券整理

图 12：2020 年吗啡市场占有率

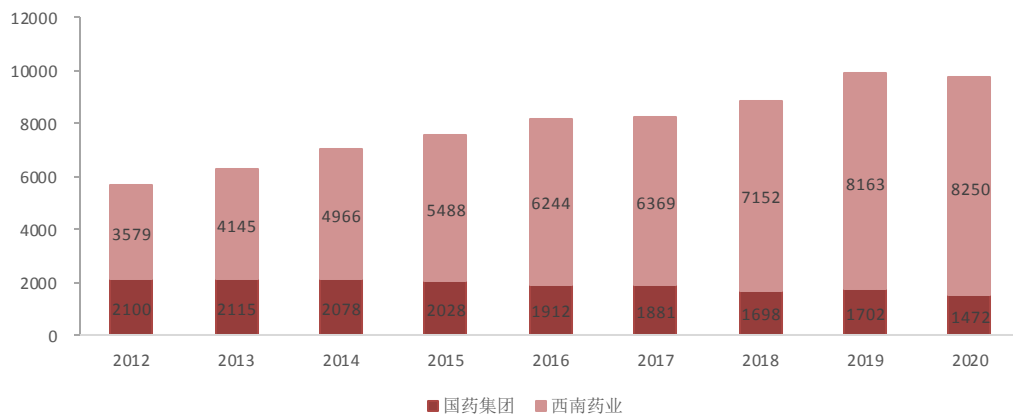


数据来源：PDB，西南证券整理

➤ 洛芬待因缓释片（思为普）

洛芬待因缓释片适用于减轻中度疼痛，如关节痛、神经痛等。对缓解类风湿关节炎、骨关节炎、脊柱关节病、痛风性关节炎、风湿性关节炎等各种慢性关节炎的急性发作期或持续性的关节肿痛症状效果较为明显。关节炎、关节痛病状多见于老龄阶段，2018 年我国 65 岁人口占比已经达到了 9.7%，对应老龄人口为 1.3 亿。据预测我国老龄人口峰值为 4-5 亿，可见关节痛疼类药物市场增长空间很大。2020 年洛芬待因缓释片样本医院的销售额达到 9722 万元，目前市场仅有西南药业和国药集团有获批上市，西南药业洛芬待因缓释片（思为普）2020 年销售收入为 3.56 亿元，市场份额达到 85%。

图 13：洛芬待因缓释片的样本医院销售额（万元）

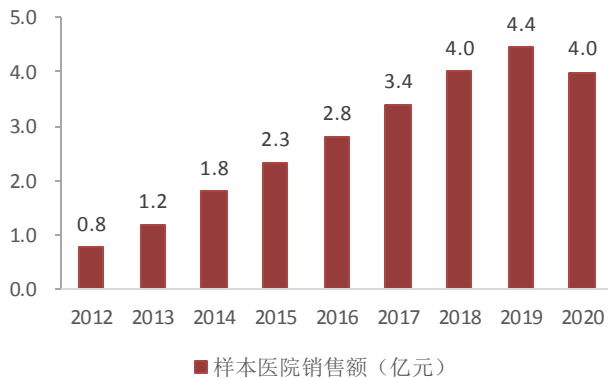


数据来源：PDB，西南证券整理

➤ 盐酸羟考酮缓释片

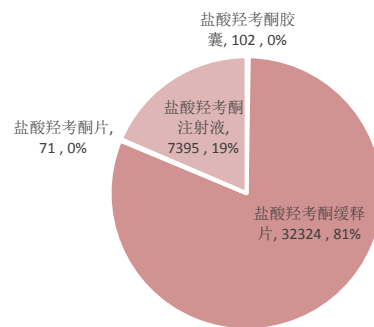
在研品种盐酸羟考酮缓释片属于麻醉镇痛药，用于缓解中度到重度疼痛，纳入国家第二类精神药品管理。2020 年受到疫情影响，羟考酮的样本医院销售额达到 4 亿元，产品正处于快速放量增长的趋势。目前国内仅有萌蒂（中国）制药有限公司 1 家药企获批上市，公司产品预计一年左右能够上市，预计上市后竞争格局良好。

图 14：2012-2020 年样本医院羟考酮销售额及增速



数据来源：PDB，西南证券整理

图 15：2020 年羟考酮各种剂型占比

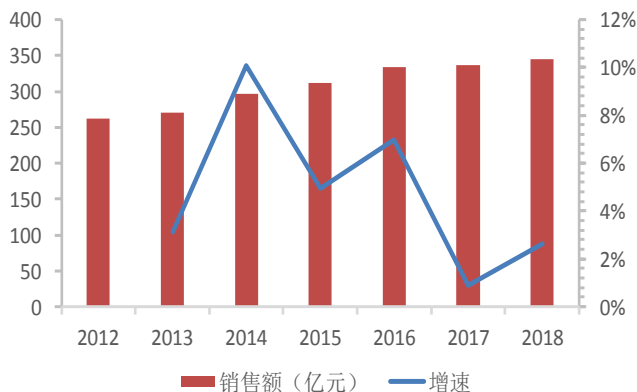


数据来源：PDB，西南证券整理

➤ 注射用头孢唑肟钠（益保世灵）

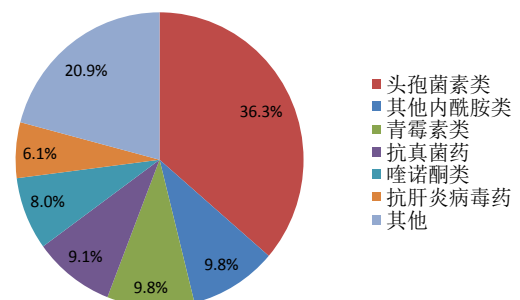
我国样本医院抗感染药物市场规模突破 300 亿元，尽管由于“限抗”政策增速放缓，但我国庞大的抗生素市场中，头孢菌素类抗生素仍然是试产占有率第一的抗生素类药。2018 年头孢菌素类在抗感染类药物的市场占有率达到 36%。

图 16：2009-2018 年样本医院抗感染药物销售额及增速



数据来源：PDB，西南证券整理

图 17：2018 年抗感染药物各品种占比情况



数据来源：PDB，西南证券整理

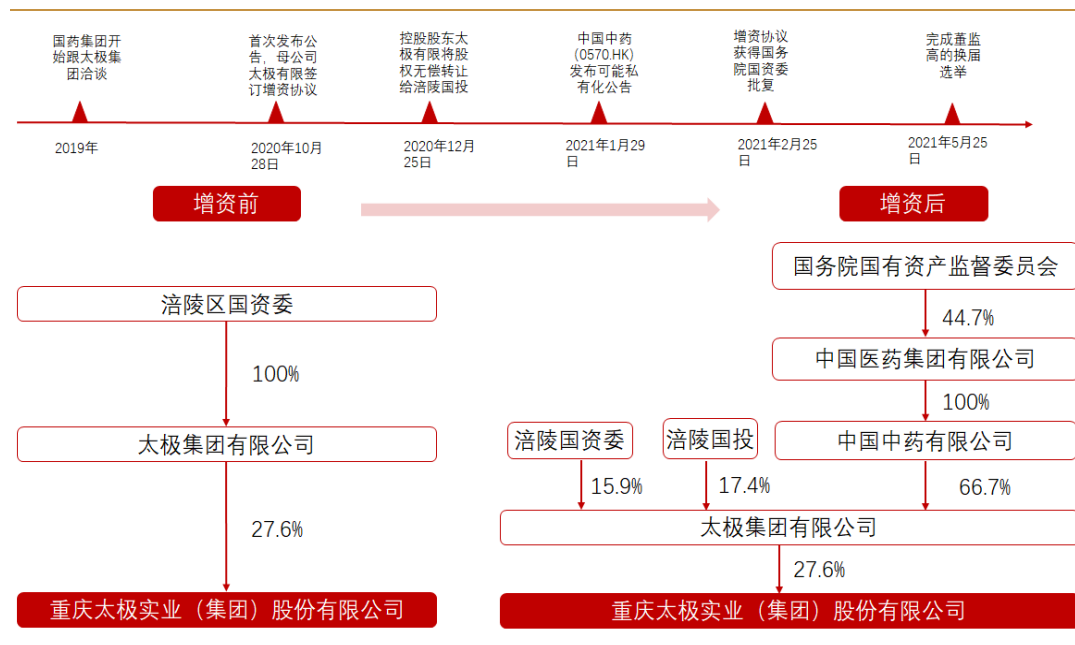
注射用头孢唑肟钠（益保世灵）能抑制病菌感染人体，用于治疗腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染等疾病。头孢唑肟为第三代头孢菌素，其对革兰阴性菌作用及抗菌谱比第二代更为优越更为广泛。目前益保世灵仍然作为原研药享受单独定价，目前尚未有通过仿制药一致性评价的品种，短期内受到集采的概率不大。

3 国药战略性入主太极，开启十四五宏伟战略

3.1 理清股权结构，国药实现控股

母公司太极有限混改启动，公司实际控制人变更为国务院国资委。2020年10月28日，公司发布公告称，母公司太极集团有限公司（以下简称“太极有限”）启动混合所有制改革，原实际控制人涪陵区国资委向太极有限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。太极有限签订《关于对太极集团有限公司的增资合作协议》，增资完成后，太极有限的股权结构将由涪陵区国资委 100% 控股变更为：涪陵区国资委持股比例 15.9%，涪陵国投持股比例 17.4%，中国中药持股比例 66.7%。中国医药集团有限公司成为太极有限控股股东，并通过太极有限控制上市公司，从而上市公司的实际控制人从涪陵区国资委变为国务院国资委。

图 18：国药控股后股权结构变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 人员优化，股权激励保障业绩

大刀阔斧精简高管，核心高管已经顺利完成交接。2021年5月20日，公司完成对董事长、高管人员的换届选举。从董事会换届后的成员来看，一共当选 10 名董事。公司董事长李阳春先生提名选拔俞敏先生为总经理，刘尊义先生为公司财务总监。

俞敏总经理曾是中国中药下属核心子公司江阴天江药业有限公司董事长。财务总监刘尊义是来自于国药集团核心管理层。此次主要核心领导及董事会成员换届选举完成后，国药集团已经成功搭建起一套领导班子，国药实现对公司经营、财务、人力的控制，扫清未来改革发展路上的障碍。

表 5：公司高管变动情况

姓名	职位	介绍
俞敏	副董事长、 总经理	男,1973 年出生,中共党员,上海财经大学市场营销专业本科,长江商学院工商管理硕士研究生,1994 年参加工作,历任深圳市三九医药贸易公司华东大区经理,广告办主任,深圳市三九医药贸易公司现代中药产品总监,副总经理,宁波药材股份有限公司总经理,党委副书记,三九集团企管部经理,深圳市三九现代中药公司常务副总,总经理,江阴天江药业有限公司董事长,总经理兼党委书记,江阴天江中医门诊部有限公司董事长,山西国新天江药业有限公司董事长,现任太极集团有限公司副董事长,党委副书记。
刘尊义	财务总监	男,1971 年出生,高级会计师,中央财政金融学院农业财政与信用专门化本科;1993 年参加工作,历任北京通县医疗器械厂财务主管,中科华会计师事务所审计项目经理,信永中和会计师事务所审计项目经理,中国医药集团总公司审计主任助理,中国生物技术股份有限公司审计部副主任,主任,兰州兰生血液制品有限公司财务总监,兰州生物技术开发有限公司财务总监,兰州生物制品研究所有限责任公司财务总监,太极集团有限公司财务总监。

数据来源：公司公告，西南证券整理

第一期员工持股计划落地，彰显管理层信心。2020 年 4 月公司发布第一期员工持股计划的公告，此次员工持股计划参与人数不超过 3500 人，其中拟参与的董监高人员 23 人。此次员工持股计划彰显公司管理层与员工对公司未来发展的信心，同时也迈出了员工股权激励的第一步，我们预计公司未来将进一步响应国企改革号召，逐步推出后续股权激励计划，以此激发公司员工的积极性。

3.3 开源节流，业绩释放可期

3.3.1 开源：聚焦 10 亿元品种，产能利用率提升

➤ 10 亿元品种打造，休眠品种上市

公司目前除了太极藿香正气口服液、注射用头孢唑肟钠（益保世灵）两个品种是上 10 亿元的品种以外，其他重磅潜力品种也着力打造成为 10 亿元品种。公司目标规划在 3 年左右出 5 个上 10 亿元的品种，其中包括太极急支糖浆、沉香化气片、通天口服液、鼻窦炎口服液、盐酸吗啡缓释片（美菲康）都具有重大潜力。此外，公司现有中西药品种批文 1500 多个，主要在售品种仅有 500 个左右，目前公司销售人员约 2000 余名，销售人员的效率还有较大提升空间，通过休眠品种的打造，将进一步提质增效。

➤ 产品提价放量

价格优化：公司的主要中药独家品种提价预期明显。并且通天口服液、鼻窦炎口服液都在 2018 年进入了国家基药目录。今年鼻窦炎口服液、通天口服液和急支糖浆都实现了产品及价格体系优化升级，幅度都在 60% 以上。

➤ 国药注入品种实现产能释放

国药后续注入新品种，提升产能利用率。公司近年来在地方政府的政策支持下，扩建了全自动化的生产工厂，其中桐君阁药厂打造中成药制造“智能工厂”，中药二厂打造“数字化车间”。2020 年完成涪陵制药厂颗粒剂和胶囊剂、天诚制药口服液、南充制药颗粒剂等包装生产线的升级改造。公司目前生产产能充足，我们预计国药集团旗下部分品种未来将会和太极集团实现整合，提升太极的产能利用率。

3.3.2 节流：盘活资产，严管费用

➤ 降低财务费用

2020年年底公司资产负债率达到78%，2020年财务费用高达2.8亿元。我们预计国药实现控股之后将着力解决负债率过高的问题，主要通过三种方式：处置土地资产、盘活非主营业务相关资产回笼现金、增资扩股扩大注册资本偿还。

第一、盘活巨额土地资产，偿还短期借款。2020年公司已经通过了两块土地的转让议案，分别是位于成都和重庆两块土地，共计金额为8.6亿元，2020年公司短期借款从32亿元下降至22.6亿元，极大降低公司财务负担。2020年年末公司账面固定资产超过30亿元，其中成都、绵阳两处的土地资产目前已经大幅升值，短期出售可大幅回笼资金超过20亿元。截至2021年3月31日，公司的账面短期借款为22.6亿元，如果土地资产卖出，基本能够偿还清短期借款。

第二、国药第一轮增资已经落地，后续增资扩股可期。国药此次增资太极，增加的资金总金额为19.3亿元，注入到上市公司的控股股东太极有限，太极有限目前债务二十多亿，注入资金将用于还清母公司的债务情况。

第三、聚焦主业，处置非主营业务相关的资产。公司目前旗下有药店和流通、大健康、旅游、康养、天胶等相关资产，鉴于公司未来将聚焦工业主业经营，未来也将逐渐剥离非主营业务相关资产。

康养板块：下属子公司目前拥有重庆长寿湖太极岛(4个岛)、涪陵武陵山国家森林公园、海南屯昌的康养旅游产业基地。未来的方案是处置这部分资产，回笼资金用于偿还负债。

天胶产业：主要由太极集团甘肃天水羲皇阿胶有限公司以及上游内蒙古养驴基地生产经营。该产业上下游配套完善，但是短期内没有形成较为确定的收入利润增长，未来有偿出售相关资产获得相应的资金。

大健康：公司以前在大健康产业方面做出过一些探索，在洗护发方面都打造出独特的产品，比如“乌发露”等产品都在营销推广上具有较好的口碑，未来大健康板块也有望能够实现剥离。

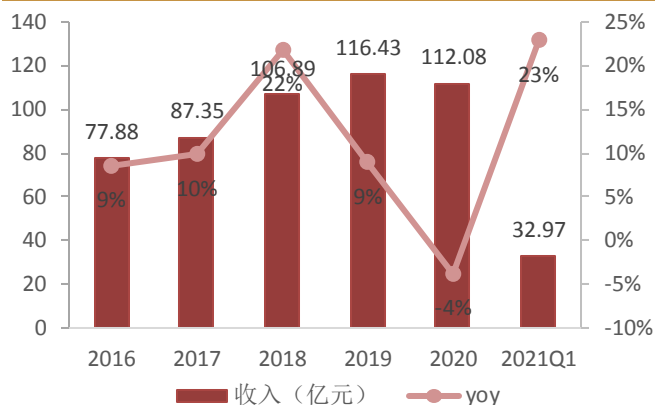
➤ 有序营销，精简人员

公司的发展一直存在销售费用和管理费用过高的问题，2020年公司销售费用为37亿元，销售费用率达到33%，2020年管理费用7.6亿元，管理费用率达到8%。从目前来看，管理层已经实现大幅精简，销售方面也在积极推进有序营销战略，未来营销费用有望大幅缩减。

4 财务分析：经营业绩改善明显

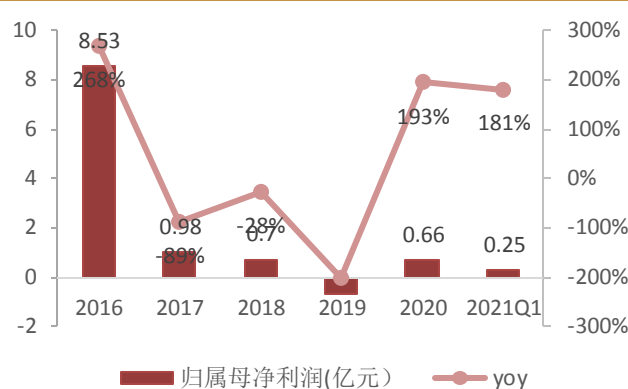
近几年公司总营业收入保持较快增长。公司业务收入呈现稳态增长趋势，从2016-2020年收入的复合增速为10%，2021年Q1在公司历经各项整合调整以后，业绩改善非常明显，2021年Q1收入为33亿元，同比增长23%。2020年归母净利润达到6607万元，同比增长193%，2021年Q1归母净利润为2491万元，同比增长181%。

图 19：公司业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

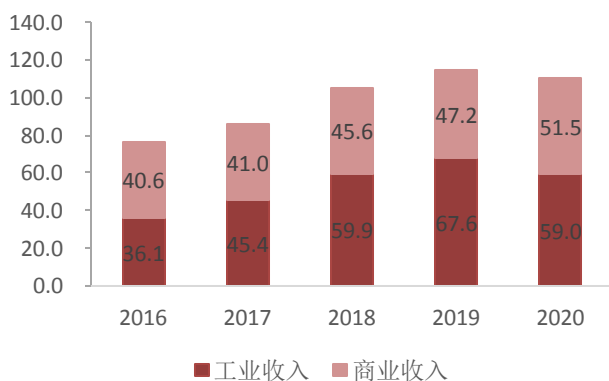
图 20：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

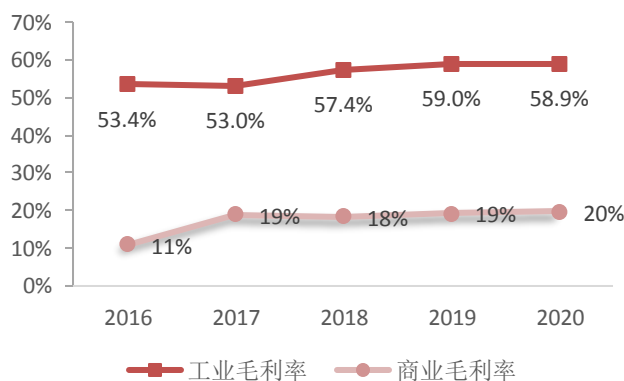
收入分各个业务板块来看，2020年工业板块的收入为59亿元，超过一半以上，其中西南药业下面的化药收入大约为30亿元，其余29亿元来源于中成药及其他中药材。工业板块的毛利率近年来稳步提升，2020年工业板块的整体毛利率为58.9%。商业板块2020年收入约为51.5亿元，其中主要包括零售药店板块、批发、配送及中药材经营四大板块。其余板块占比较小，不足1%。

图 21：2016-2020 年公司各板块收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

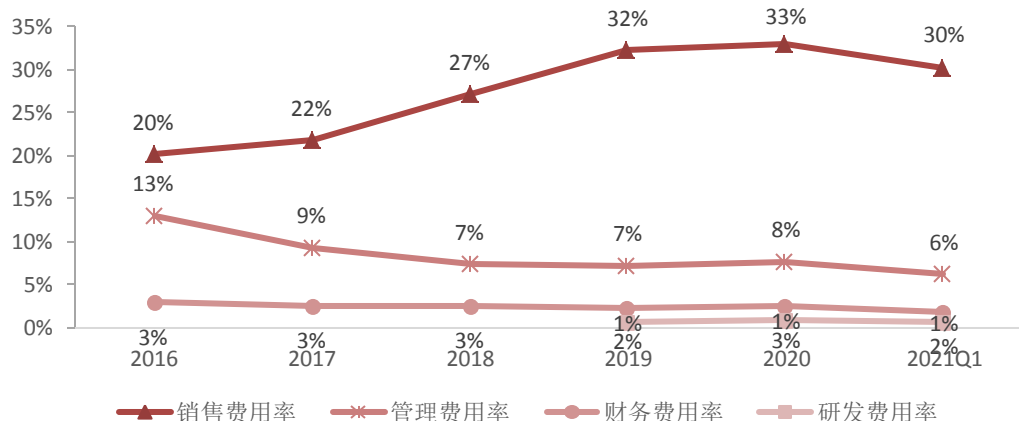
图 22：2019 年公司各板块毛利占比（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

费用管控初显成效，未来有望获益于控费改善经营。2021年公司销售费用率为30%，管理费用率6%，整体费用管控效果初步显现。未来随着公司开源节流政策的推广，以及新管理层的变动，有望能够进一步降低费用，提升净利润率。

图 23：公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测

关键假设：

假设 1：太极藿香正气口服液考虑到公司有序营销政策与国药提供的渠道优势对于产品销售的推动，我们预计销量增长速度分别为 20%、20%和 20%。

假设 2：潜力品种急支糖浆、通天口服液和鼻窦炎口服液未来几年将实现快速放量增长，预计 2021-2023 年将维持 50%的销量增长。

假设 3：西南药业生产的精麻类产品盐酸羟考酮缓释片、吗啡预计未来每年的销量增速为 30%。

表 6：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2022E
工业	收入	59.0	69.7	83.6	100.3
	增速	-13%	18%	20%	20%
	成本	24.3	28.6	33.4	40.1
	毛利率	58.92%	41%	50%	60%
商业	收入	51.5	57.7	66.3	76.3
	增速	9%	12%	15%	15%
	成本	41.4	45.8	52.4	60.3
	毛利率	19.63%	12%	14%	16%
服务	收入	0.5	0.6	0.6	0.7
	增速	-7%	10%	10%	10%
	成本	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率	84.32%	0%	0%	1%
其他	收入	1.0	1.2	1.3	1.5
	增速	-4%	15%	10%	10%

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2022E
	成本	1.1	1.1	1.2	1.3
	毛利率	0%	0%	0%	0%
合计	收入	112.1	129.1	151.8	178.7
	增速	-4%	15%	18%	18%
	成本	66.8	75.6	87.1	101.8
	毛利率	40.4%	53%	65%	77%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 129.1 亿元、151.8 亿元和 178.7 亿元，归母净利润分别为 2.3、5.1 和 7.1 亿元，EPS 分别为 0.4、0.92 和 1.28 元，对应 PE 分别为 47、21 和 15 倍。

6 风险提示

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11207.80	12908.85	15184.73	17870.78	净利润	32.09	173.66	384.03	521.51
营业成本	6678.84	7560.20	8714.33	10182.12	折旧与摊销	291.98	536.76	581.56	595.66
营业税金及附加	113.57	137.25	158.41	186.74	财务费用	280.43	64.54	75.92	89.35
销售费用	3700.51	4130.83	4859.11	5718.65	资产减值损失	-15.64	60.00	60.00	60.00
管理费用	763.46	748.71	880.71	1036.51	经营营运资本变动	-529.23	31.57	-132.93	-175.69
财务费用	280.43	64.54	75.92	89.35	其他	690.17	-62.44	-79.81	-79.69
资产减值损失	-15.64	60.00	60.00	60.00	经营活动现金流净额	749.79	804.10	888.78	1011.14
投资收益	407.17	0.00	20.00	20.00	资本支出	-557.90	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	109.29	0.00	0.00	0.00	其他	-184.16	0.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-742.05	-10.00	10.00	10.00
营业利润	156.66	207.30	456.23	617.41	短期借款	416.33	-1102.58	-595.26	-663.18
其他非经营损益	-3.97	-3.00	-4.43	-3.88	长期借款	669.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	152.69	204.30	451.80	613.54	股权融资	4.21	0.00	0.00	0.00
所得税	120.60	30.65	67.77	92.03	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	32.09	173.66	384.03	521.51	其他	-808.51	-484.62	-75.92	-89.35
少数股东损益	-33.98	-51.79	-129.54	-192.91	筹资活动现金流净额	281.51	-1587.19	-671.19	-752.54
归属母公司股东净利润	66.07	225.44	513.57	714.41	现金流量净额	289.35	-793.10	227.59	268.60
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2083.98	1290.88	1518.47	1787.08	成长能力				
应收和预付款项	3151.46	3195.21	3837.07	4563.89	销售收入增长率	-3.74%	15.18%	17.63%	17.69%
存货	2569.85	2916.75	3367.63	3940.99	营业利润增长率	95.55%	32.33%	120.08%	35.33%
其他流动资产	519.19	362.94	374.28	387.66	净利润增长率	-69.20%	441.20%	121.14%	35.80%
长期股权投资	72.91	72.91	72.91	72.91	EBITDA 增长率	19.55%	10.91%	37.73%	16.94%
投资性房地产	244.25	244.25	244.25	244.25	获利能力				
固定资产和在建工程	4076.19	3589.62	3058.26	2512.80	毛利率	40.41%	41.43%	42.61%	43.02%
无形资产和开发支出	1371.63	1337.53	1303.42	1269.31	三费率	42.33%	38.30%	38.30%	38.30%
其他非流动资产	396.44	390.35	384.26	378.16	净利率	0.29%	1.35%	2.53%	2.92%
资产总计	14485.91	13400.44	14160.55	15157.05	ROE	1.01%	5.07%	10.08%	12.04%
短期借款	3202.26	2099.68	1504.41	841.23	ROA	0.22%	1.30%	2.71%	3.44%
应付和预收款项	3927.43	4333.10	5070.73	5911.66	ROIC	1.52%	3.69%	7.58%	10.37%
长期借款	1486.40	1486.40	1486.40	1486.40	EBITDA/销售收入	6.51%	6.26%	7.33%	7.29%
其他负债	2704.86	2055.80	2289.52	2586.75	营运能力				
负债合计	11320.95	9974.98	10351.06	10826.05	总资产周转率	0.78	0.93	1.10	1.22
股本	556.89	556.89	556.89	556.89	固定资产周转率	3.69	4.07	4.86	6.57
资本公积	2064.55	2064.55	2064.55	2064.55	应收账款周转率	6.35	7.06	7.12	7.11
留存收益	701.87	927.32	1440.89	2155.30	存货周转率	2.39	2.72	2.74	2.76
归属母公司股东权益	3236.47	3548.76	4062.34	4776.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.65%	—	—	—
少数股东权益	-71.52	-123.30	-252.84	-445.75	资本结构				
股东权益合计	3164.96	3425.46	3809.49	4331.00	资产负债率	78.15%	74.44%	73.10%	71.43%
负债和股东权益合计	14485.91	13400.44	14160.55	15157.05	带息债务/总负债	41.42%	35.95%	28.89%	21.50%
					流动比率	0.89	0.98	1.09	1.21
					速动比率	0.62	0.61	0.69	0.76
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.40	0.92	1.28
					每股净资产	5.68	6.15	6.84	7.78
					每股经营现金	1.35	1.44	1.60	1.82
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	729.07	808.61	1113.72	1302.43					
PE	159.73	46.81	20.55	14.77					
PB	3.33	3.08	2.77	2.44					
PS	0.94	0.82	0.69	0.59					
EV/EBITDA	16.87	14.20	9.57	7.47					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn