

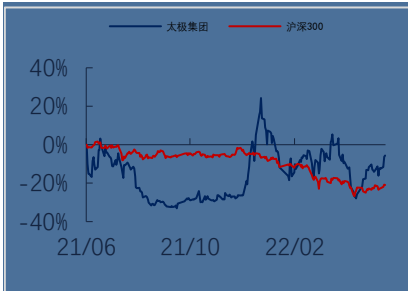


Research and  
Development Center

# 国药入主深化改革，主品战略推动业绩 增长

—太极集团(600129)公司首次覆盖报告

周平 医药行业首席分析师  
S1500521040001  
15310622991  
zhouping@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**太极集团 (600129)**
**投资评级**      **增持**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	22.93
52 周内股价波动区间 (元)	26.56-14.30
最近一月涨跌幅 (%)	8.96
总股本 (亿股)	5.57
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	130.98

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIESCO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 国药入主深化改革，主品战略推动业绩增长

2022 年 06 月 14 日

**报告内容摘要：**

- ◆品种资源丰富，主营业务有所改善。**太极集团主要从事中、西成药的生产及销售，拥有完整的医药产业链，品种资源丰富。2021 年公司主营业务业绩有所改善，2022Q1 公司实现营收 35.05 亿元 (+6.28%)、扣非归母净利润 7119.40 万元 (+104.64%)，其中工业板块收入 21.5 亿元 (+12.6%)，公司深耕 OTC 市场，发挥品牌优势，院内端做好精细化招商及加大学术推广力度，同时建立以利润为导向的考核奖惩制度，层层分解落实指标，充分调动生产经营各环节的积极性。
- ◆国药入主深化改革，有望提高经营管理效率。**2021 年公司正式融入国药集团，顺利完成董、监事及高级管理人员换届选举工作。主动向国药集团对标对表找差距，完善制度体系化建设，重塑对子公司管控模式，建立“战略+运营”管控模式，重新制定公司及各级子公司经理层契约化薪酬和绩效管理辦法，全面推行经理层成员任期制和契约化管理。公司将以加盟国药集团产业集群为新起点，以聚焦中医药核心产业高质量发展为突破口，借助国药集团先进科学的管理模式和强大的医药平台资源优势，加速打造世界中医药产业高地。
- ◆坚持主品战略，推动业绩增长。**2022 年公司重点经营管理工作计划为推动 2022 年实现营收同比增长 15%，力争藿香正气口服液、急支糖浆等战略产品实现超常规大幅度增长 50%，全力打造中国 OTC 第一品牌；处方药市场方面全力实现益保世灵、美菲康、通天口服液、鼻窦炎口服液、洛芬待因缓释片、小金片等临床治疗型产品稳中求进持续性增长 30%。一季度公司主要骨干产品的营收增速均达年初计划指标，毛利率有所提升，盈利能力改善。
- ◆盈利预测与投资评级：**公司品牌和品种资源深厚，国药入主创造契机，公司多方面推进经营整改措施，22Q1 营收保持增长，毛利率有所提升。公司实施主品战略，推进供应链建设与终端开拓，有望实现中长期高质量发展。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 139.11/158.08/180.85 亿元，扣非归母净利润分别为 3.27/4.11/6.94 亿元（由于公司对部分非核心资产进行清理，非经常性损益具备不确定性，财务预测时仅考虑扣非归母净利润），首次覆盖，给予增持评级。
- ◆股价催化剂：**国药入主深化改革，有望提升经营管理效率。
- ◆风险因素：**政策监管风险、市场风险、成本风险、研发风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,208	12,149	13,911	15,808	18,085
增长率 YoY%	-3.7%	8.4%	14.5%	13.6%	14.4%
扣非归母净利润(百万元)	66	-523	327	411	694
增长率 YoY%	193.3%	-891.9%	162.5%	25.7%	68.8%
毛利率%	40.4%	42.5%	43.6%	44.5%	45.4%
净资产收益率ROE%	2.0%	-19.2%	9.4%	9.3%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.94	0.59	0.74	1.25
市盈率 P/E(倍)	112.36	—	39.02	31.04	18.39
市净率 P/B(倍)	2.29	4.59	3.65	2.90	2.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 10 日收盘价

**目录**

一、 公司分析.....	4
1、 公司概况：拥有完整产业链及治疗领域广泛的产品群.....	4
2、 财务分析：2021 年主营业务改善，盈利能力提升.....	4
3、 竞争优势分析：具备产业链优势及品牌知名度.....	7
二、 行业分析：.....	9
1、 人口老龄化及医疗支付意愿提升，中药保健及治疗需求有望增长.....	9
2、 坚持主品战略，大单品藿香正气液业绩增长迅速.....	9
三、 盈利预测、估值与投资评级.....	12
1、 盈利预测和假设.....	12
2、 盈利预测结果.....	12
3、 估值结论与投资评级.....	12
四、 风险因素.....	14
1、 政策监管风险.....	14
2、 市场风险.....	14
3、 成本风险.....	14
4、 研发风险.....	14

**表目录**

表 1：太极集团发展历程.....	4
表 2：按治疗领域划分的公司主营业务基本情况.....	6
表 3：公司各板块重要组成及功能介绍.....	8
表 4：公司主要化药品种基本情况.....	11
表 5：太极集团盈利预测假设.....	12
表 6：太极集团盈利预测结果.....	12
表 7：太极集团可比公司估值结果.....	13

**图目录**

图 1：2017-2022Q1 公司营业收入情况.....	5
图 2：2017-2022Q1 公司归母净利润情况.....	5
图 3：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化.....	5
图 4：2017-2022Q1 公司费用率变化.....	5
图 5：2017-2021 公司营业收入结构.....	6
图 6：2017-2021 公司分行业毛利率变化.....	6
图 7：2018-2022Q1 公司资产负债率呈上升趋势.....	7
图 8：2017-2022Q1 公司经营现金净流量及净现比.....	7
图 9：第 7 次人口普查数据：2021 年我国人口年龄组成结构.....	9
图 10：我国人均医疗消费支出占总消费支出比重.....	9
图 11：2021 年中国零售终端感冒用药/清热类销售份额.....	10
图 12：太极藿香正气液产品优势.....	10
图 13：2017-2021 年太极集团急支糖浆产销量与库存量.....	10
图 14：太极急支糖浆产品特点.....	10

## 一、公司分析

### 1、公司概况：拥有完整产业链及治疗领域广泛的产品群

重庆太极实业（集团）股份有限公司（以下简称“太极集团”或“公司”）主要从事中、西成药的生产和销售，拥有医药工业、医药商业、药材种植等完整医药产业链。公司旗下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、太极集团四川绵阳制药有限公司等 13 家制药厂，有重庆桐君阁股份有限公司等 20 多家医药商业公司，是目前国内集“工、商、科、贸”为一体的医药产业链最为完整的大型企业集团之一。“太极”（TAIJI）为中国首批驰名商标，“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。

**公司拥有治疗领域广泛的产品群：**1) 三大战略性产品线：消化系统药物（以藿香正气口服液、双苓止泻口服液为代表）、呼吸系统药物（以急支糖浆为代表）和心脑血管药物（以通天口服液、丹参口服液为代表）；2) 六大成长性产品线：抗肿瘤药物（以盐酸托烷司琼注射液为代表）、延缓衰老药物（以补肾益寿胶囊为代表）、全身抗感染药物（以益保世灵为代表）、内分泌系统药物（以太罗为代表）、神经系统药物（以盐酸吗啡缓释片、洛芬待因缓释片为代表）、大健康产品（以番茄胶囊为代表）；3) 基础性产品线：包含治疗性大众中西普药（尤其是基药品种和医保品种）。

据 2021 年报，公司有中西药品种批文 1240 个、全国独家生产品种 86 个、获国家专利 262 项。在 2020 年版国家医保目录中，公司纳入品种 412 个，其中甲类药品 224 个，乙类药品 188 个。在 2018 年版国家基药产品目录中，公司纳入品规 366 个。

表 1：太极集团发展历程

时间	事件
1972 年	前身四川涪陵中药厂成立，现为太极集团重庆涪陵制药厂有限公司。
1993 年	四川涪陵中药厂作为发起人之一成立四川太极实业股份有限公司。
1997 年	更名为重庆太极实业股份有限公司，在上交所上市。
1998 年	太极集团与国内外多家院校合作建立国家首批博士后工作站。
1999 年	太极集团技术中心被认定为国家企业技术中心。
2015 年	太极集团将持有的西南药业 29.99% 的股权转让给左洪波，股份支付的对价包括西南药业全部置出资产和 4.13 亿元现金。
2016 年	太极集团将持有的桐君阁 20% 股权转让给中能太阳能股东及其指定的第三方，并完成股权过户等级手续；股份支付的对价包括桐君阁的置出资产和 3 亿元现金。
2019 年	获“国家知识产权示范企业”称号。
2020 年	在国际权威品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的 2020 年中国医药品牌价值排名中位列 13 位。
2021 年	太极集团有限公司的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；完成战略重组，成为“世界 500 强”中国医药集团有限公司的成员单位之一。
2022 年	获批重庆首个“国家中医药服务出口基地”。

资料来源：信达证券研发中心整理

### 2、财务分析：2021 年主营业务改善，盈利能力提升

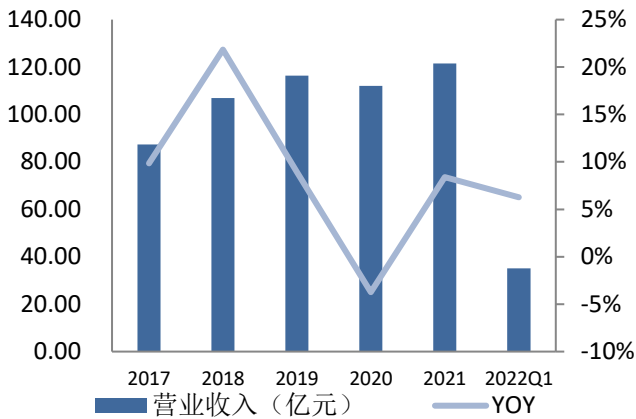
2017-2019 年公司营收保持增长，2020 年受疫情及限辅政策影响有所下滑，2021 年公司营收恢复增长。2021 年公司实现收入 121.5 亿元(+8.4%)，归母净利润-5.23 亿元(-891.88%)，归母净利润下降主要原因为：2020 年利润主要为转让成都新衡生房地产开发有限公司 95% 的股权获得收益 40,433.08 万元，2021 年度公司无重大资产转让收益。2021 年扣非后归母净利润为-6.97 亿元(-25.60%)，主要原因为：2021 年公司实际控制人变更为国药集团后，对非主业和非盈利项目按照战略规划进行清理并拟暂停部分项目，对有减值迹象的资产计提减值准备 3.66 亿元，并计提员工设定受益计划 1.43 亿元，累计影响利润金额约 5.09 亿元。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

扣除上述因素后，扣非后归母净利润亏损约 1.88 亿元，比 2020 年减少亏损约 3.67 亿元，主营业务业绩有较大改善。

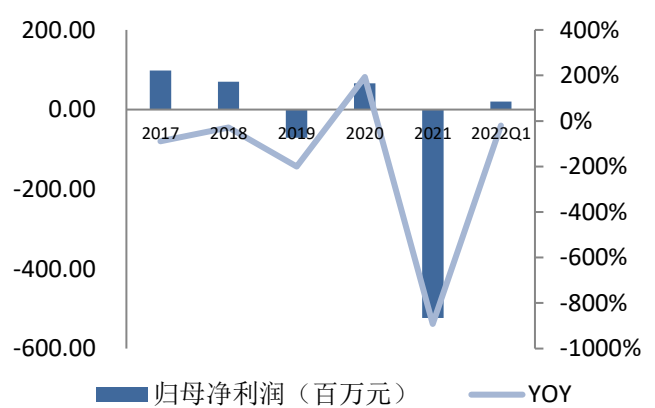
据公司公告，2022Q1 公司实现营收 35.05 亿元（+6.28%）、扣非归母净利润 7119.40 万元（+104.64%），其中工业板块收入 21.5 亿元（+12.6%），公司深耕 OTC 市场，发挥品牌优势，院内端做好精细化招商及加大学术推广力度，同时建立以利润为导向的考核奖惩制度，层层分解落实指标，充分调动生产经营各环节的积极性，一季度公司主要骨干产品的营收增速均达年初计划指标。

图 1：2017-2022Q1 公司营业收入情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 2：2017-2022Q1 公司归母净利润情况

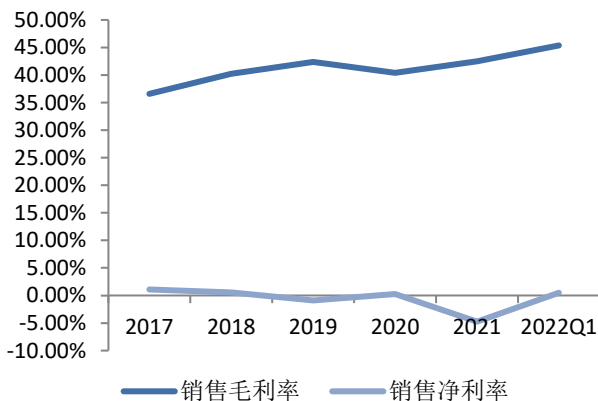


资料来源：wind, 信达证券研发中心

从毛利率来看，2022Q1 销售毛利率为 45.37%，较上年同期提升 4.76pct，据公司公告，主要原因为：一是公司优化了部分产品的价格，如藿香正气口服液出厂价格提高约 12%；二是调整产品结构，加大高毛利产品的生产销售，提升毛利率；三是公司医药工业销售占比增加，工业毛利率高于商业毛利率；四是强化中药材种植基地的经营建设，有效管控原材料采购成本；五是提升智能制造水平、生产精细化管理、提高生产效率，有效管控产品制造成本。

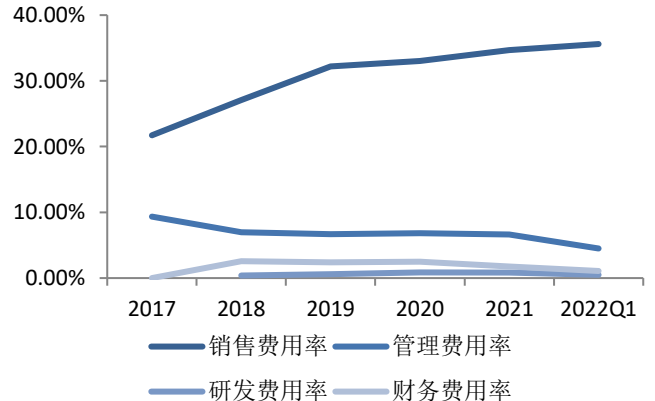
从费用率来看，销售费用率有所上升，主要系公司加大产品宣传推广力度所致；财务费用的变动系本期借款减少导致利息支出减少所致。

图 3：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 4：2017-2022Q1 公司费用率变化



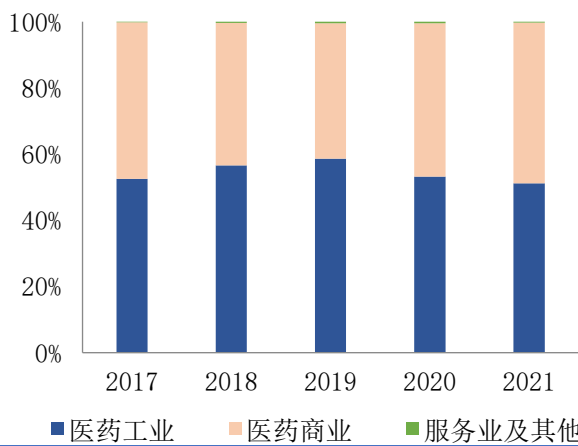
资料来源：wind, 信达证券研发中心

2017-2021 年公司医药工业板块营收占比呈先升后降趋势，毛利率较为稳定。2021 年 OTC 药品和处方药共实现未抵消营收 76.91 亿元（+4.55%），三大战略性产品线业绩亮眼，其中消化系统药物营收 12.83 亿元（+47.91%），毛利率为 50.04%，大单品藿香正气口服液

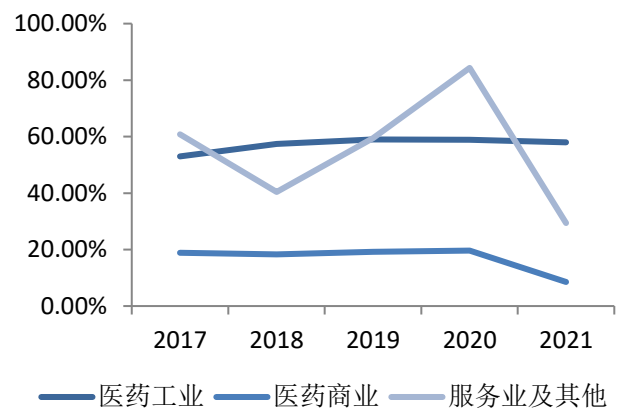


营收 9.20 亿元 (+33.60%); 呼吸系统药物营收 12.53 亿元 (+55.00%), 毛利率为 52.76%, 大单品急支糖浆实现销售收入 2.77 亿元 (+74%); 心脑血管类药物营收 3.16 亿元 (+27.51%), 毛利率为 66.06%, 大单品通天口服液实现销售收入 1.88 亿元 (+40%)。成长性产品线如神经系统 (含镇痛药物) 实现营业收入 10.11 亿元 (14.69%), 毛利率为 72.71%, 其大单品洛芬待因缓释片实现销售收入 4.45 亿元 (+25%)、盐酸吗啡缓释片实现销售收入 2.12 亿元 (+17%)。

医药商业板块: 2021 年实现未抵消营收 72.96 亿元 (+0.02%), 其中医药批发 59.89 亿元, 医药零售 13.07 亿元。服务业及其他行业营业收入占比较小, 2021 年实现营收 0.47 亿元 (-23.29%)。

**图 5: 2017-2021 公司营业收入结构**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 6: 2017-2021 公司分行业毛利率变化**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**表 2: 按治疗领域划分的公司主营业务基本情况**

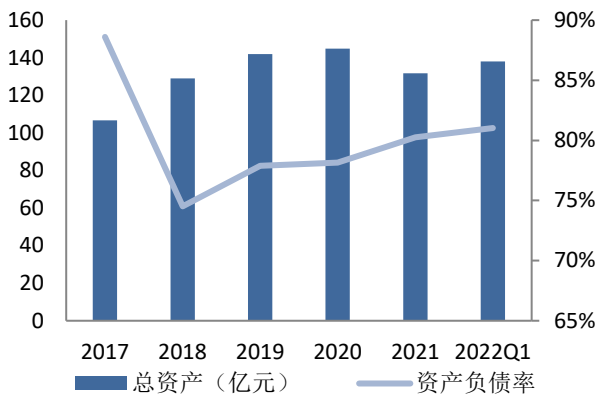
		2018	2019	2020	2021
抗感染	营业收入 (万元)	133938.35	173880.72	139043.76	160824.39
	YOY		29.82%	-20.03%	15.66%
	毛利率	76.00%	76.18%	73.73%	73.72%
消化系统	营业收入 (万元)	106424.20	72020.61	86771.42	128339.36
	YOY		-32.33%	20.48%	47.91%
	毛利率	42.56%	45.67%	48.76%	50.04%
呼吸系统	营业收入 (万元)	75575.76	82029.18	80868.23	125348.50
	YOY		8.54%	-1.42%	55.00%
	毛利率	48.63%	51.37%	49.34%	52.76%
神经系统 (含镇痛药物)	营业收入 (万元)	102558.11	114894.29	88168.48	101119.26
	YOY		12.03%	-23.26%	14.69%
	毛利率	32.46%	28.42%	24.87%	72.71%
抗肿瘤	营业收入 (万元)	47796.10	59307.54	55464.06	37781.02
	YOY		24.08%	-6.48%	-31.88%
	毛利率	62.14%	61.65%	60.31%	71.87%
心脑血管	营业收入 (万元)	26132.53	27136.97	24762.24	31574.83
	YOY		3.84%	-8.75%	27.51%
	毛利率	68.93%	69.36%	70.90%	66.06%
平衡电解质	营业收入 (万元)	28724.63	32393.72	25401.26	28295.86
	YOY		12.77%	-21.59%	11.40%
	毛利率	39.83%	40.46%	39.55%	44.54%
内分泌系统	营业收入 (万元)	16600.23	19117.61	17649.88	23060.37

	YOY		15.16%	-7.68%	30.65%
	毛利率	74.55%	77.65%	77.82%	80.15%
补益类	营业收入 (万元)	30066.80	30303.38	28516.03	16471.86
	YOY		0.79%	-5.90%	-42.24%
	毛利率	46.60%	45.32%	41.92%	-5.55%
骨科	营业收入 (万元)	6456.95	9133.41	9176.69	
	YOY		41.45%	0.47%	
	毛利率	80.80%	69.78%	65.27%	

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

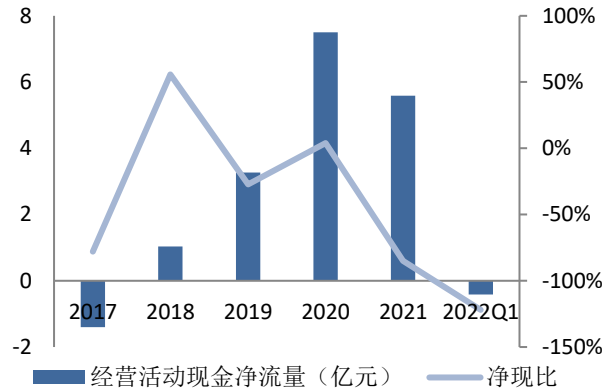
2022Q1 公司总资产为 137.97 亿元，资产负债率为 81.04%，负债水平较高。从现金流来看，2020 年以来净现比呈下降趋势。

图 7：2018-2022Q1 公司资产负债率呈上升趋势



资料来源：wind,信达证券研发中心

图 8：2017-2022Q1 公司经营现金净流量及净现比



资料来源：wind,信达证券研发中心

### 3、竞争优势分析:具备产业链优势及品牌知名度

公司拥有较强的品牌和品种资源，具备完整产业链，从产业链环节分析公司竞争优势如下：

- 1) 从上游来看，公司具备成本优势。公司采用产地收购、产新收购、产地种植的“三产”方式，拥有订单式中药材生产基地 100 万亩，有利于应对中药材价格波动，提高成本竞争力；
- 2) 从中游工业制造来看，公司具备科研技术优势和生产制造优势。全资子公司太极集团重庆涪陵制药厂有限公司是亚洲最大的口服液及糖浆剂生产基地，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，西南药业的缓控释技术、速释技术、滴丸和缓释滴丸技术处于国内领先地位；
- 3) 从下游来看，公司医药商业系统经营业态完善、综合实力较强。公司拥有 20 余家医药商业流通企业、2 家大型医药物流中心，以及综合竞争力在川渝地区稳居第一的零售药房桐君阁大药房（太极大药房）、公司经营品规达 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，拥有立足川渝、辐射全国重点城市的强大市场网络。
- 4) 核心品种具备品牌知名度。据 2021 年报，藿香正气口服液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。在 2021 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“2021 年度中国非处方药黄金大单品”称号；急支糖浆/颗粒荣获“中成药·止咳化痰平喘类”第二名；鼻窦炎口服液荣获“中成药·口腔与耳鼻喉科类”第一名，五子衍宗丸荣获“中成

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>7

药·补肾类排名”第一名。

表 3：公司各板块重要组成及功能介绍

板块	下属机构名称	功能或地位	备注
<b>医药工业</b>			
	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	全资子公司，该公司是亚洲最大的口服液及糖浆剂生产基地和国内产量最大的植物药提取基地，年产口服液 20 亿支、糖浆剂 1 亿瓶，中药提取中心年加工药材 10 万吨	主要产品有：藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、太罗、丹参口服液、补肾益寿胶囊、番茄胶囊等
	西南药业	控股子公司，该公司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和中国第一个口服缓释制剂的诞生地，获中国首个大输液 GMP 证书，其缓控释技术、速释技术、滴丸和缓释滴丸技术处于国内领先地位，小针剂为全国各大医院放心使用的“西南第一针”	有 500 多个生产批文，拥有益保世灵、洛芬待因缓释片、散列通、芬尼康、美菲康及涵盖各个治疗领域的普药产品
	1998 年建立全国首批博士后工作站；1999 年太极集团技术中心被认定为国家企业技术中心，拥有 7 家高新技术企业和 9 家市级技术中心和 1 家省市级技术创新示范企业	近 20 年来，公司科研成果丰硕，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。获国家科技进步奖 2 项、省级科技奖 13 项，省级优秀奖 10 余项、中国专利金奖 3 项、中国专利优秀奖 1 项。承担国家各部委项目 30 余项，省级科技项目 70 余项	经过多年发展，公司拥有较强的科研体系
<b>医药商业</b>			
	零售药房两大品牌“太极大药房”和“桐君阁大药房”	品牌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	四川太极大药房连锁有限公司的零售经营管理水平、大数据分析及应用能力，已走在了全国前列
	在重庆、涪陵、永川、成都、绵阳、德阳等地共有配送中心 17 个，其中重庆桐君阁物流配送有限公司和成都西部经营有限公司均具有医药三方物流资质	配送能力可辐射西南片区终端 10 万家以上，实现配送半径 200 公里、12 小时内，200 至 400 公里、24 小时内，点对点快速送达	总仓储面积约 15 万㎡，具备自有冷链配送、箱式配送车辆近 200 辆，大部分路线由自有车辆配送

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

**公司以加入国药集团为契机，站在“十四五”战略规划新起点上，全面贯彻新发展理念，夯实根基、改革求变、有序推进“重塑、融合、提高”三大目标。**

据 2021 年报，报告期内公司正式融入国药集团，顺利完成董、监事及高级管理人员换届选举工作。主动向国药集团对标对表找差距，完善制度体系化建设，推进全级次企业制度“废改立”工作。深化法人治理结构改革，精简组织机构，优化全级次管理层人员数量，开展控股子公司领导班子的重新聘任。公司重塑对子公司管控模式，建立“战略+运营”管控模式，重新制定公司及各级子公司经理层契约化薪酬和绩效管理办法，全面推行经理层成员任期制和契约化管理。启动工业营销系统改革，以打造“销售铁军+主要利润贡献者”为目标，优化销售队伍配置，全力提升销售队伍效益和效率。

公司制定“十四五”战略发展规划，明确了公司“一主两辅”（以具有科技创新、智能制造等多优势的现代中药为主，以麻精药为特色的化药、生物药生产基地及川渝地区医药商业领军企业为辅）的发展路径。聚焦医药主业，成立专业小组逐一清理非主业、非盈利企业及闲置土地房产，积极推进资产整合处置，果断关停长期亏损企业，推动长寿湖太极岛、成都商务宾馆的股权转让，配合国药集团布局开展武陵山森林公园、海南屯昌加乐潭康养项目的后续开发。土地资产方面，针对不同地块，对梳理后可利用的 1205 亩土地，制定工作时间表，提出“股权转让、合作开发、政府收储、等待拆迁”等多形式的盘活方案。

公司将加盟国药集团产业集群为新起点，以聚焦中医药核心产业高质量发展为突破口，借助国药集团先进科学的管理模式和强大的医药平台资源优势，加速打造世界中医药产业高地。



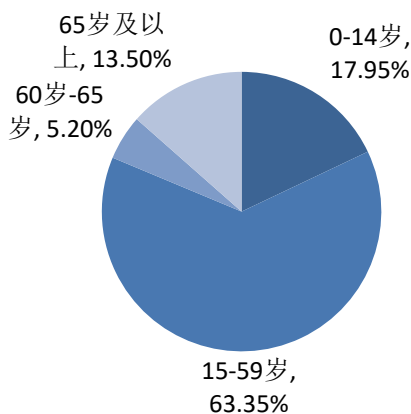
## 二、行业分析：

### 1、人口老龄化及医疗支付意愿提升，中药保健及治疗需求有望增长

据国家统计局 2021 年 5 月发布的第 7 次人口普查数据显示，2021 年我国 60 岁及以上人口已超 2.64 亿，占 18.70%。由于我国人口基数大，对应的老龄人口数量庞大。因人体机能会随着年龄的增长而逐渐衰退，老年人对于健康的追求愈加迫切。中药包括中药材、中成药和中药饮片，用于预防、保健和养生，在慢性复杂多因素性疾病的治疗方面具有独特优势，在我国已有上千年的使用历史。2012-2021 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长，人均医疗消费支出占总消费支出比重由 6.95% 增加至 8.78%，医疗支付意愿提升，作为自用保健药物或送礼佳品，居民对高端中药产品的需求增加，中药保健品行业处于景气阶段，市场规模逐年增长。

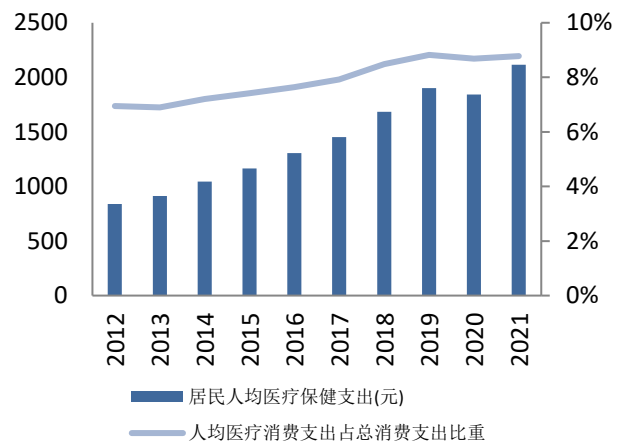
据健民集团 2021 年年报，米内网统计中成药生产企业销售规模自 2018 年以来有所下降，系中药行业生产规范及“限辅”政策落地影响。中国公立医院端 2020 年中成药总体年度销售规模为 2,398 亿元，同比下降 13.8%，系新冠疫情影响诊疗人次减少；2021 年上半年总体销售规模为 1,211 亿元，同比增长 10.59%。中国城市零售药店 2020 年中成药总体年度销售规模为 1,067 亿元，同比减少 4.51%；2021 年总体销售规模预计为 1,086 亿元，同比增长 1.82%。我们认为疫情发生以来，专家共识和新冠诊疗方案对中医药加大推荐，有望提升患者对中成药的认可，随着行业生产和终端使用逐渐规范化，我国中成药市场规模有望呈现增长态势。

图 9：第 7 次人口普查数据：2021 年我国人口年龄组成结构



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 10：我国人均医疗消费支出占总消费支出比重



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

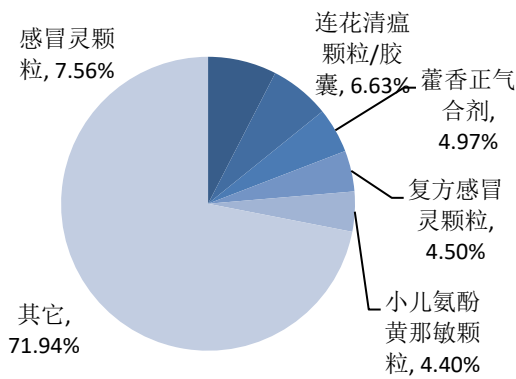
### 2、坚持主品战略，大单品藿香正气液业绩增长迅速

据 2020 及 2021 年年报，公司实施主品战略，优化产品结构，加强规模型产品集群建设，全力抓好藿香正气口服液、急支糖浆、太罗、通天口服液和鼻窦炎口服液等规模型大品种的销售，充分发挥大品种“敲门砖”作用，带动其他产品销售。据 2021 年年报，2022 年公司重点经营管理工作计划为创新医药工业营销机制和模式，加快医药商业整合转型，推动 2022 年实现营收同比增长 15%；在医药工业板块坚持“两定位”，狠抓“三突破”，争取实现销售收入同比增长 18% 以上；OTC 市场方面公司坚持“品牌引领，造势而上”定位，深挖产品价值

与市场潜力，力争藿香正气口服液、急支糖浆等战略产品实现超常规大幅度增长 50%，全力打造中国 OTC 第一品牌；处方药市场方面坚持“政策导向，顺势而为”定位，牢牢抓住“准入-开发-上量”三大关键环节，全力实现益保世灵、美菲康、通天口服液、鼻窦炎口服液、洛芬待因缓释片、小金片等临床治疗型产品稳中求进持续性增长 30%。

零售端感冒用药/清热类市场方面，据中康资讯，2021 年整体市场规模约 310 亿，同比下降 10.8%，主要是疫情多地散发情况下限制了零售端感冒清热用药销售。从产品表现看，2017-2020 年 TOP5 稳定增长，2021 年小幅下滑至 28.1%，其中藿香正气合剂占比 4.97%，整体市场集中度提升的趋势有望持续。公司 2020、2021 年藿香正气口服液分别实现销售收入 6.89 亿元(+33.33%)、9.20 亿元(+33.60%)，增长较为迅速。据公司淘宝旗舰店的产品介绍，太极藿香正气液是利用现代制药工艺精制而成的高浓缩口服液，生产工艺曾荣获发明专利金奖，不但将药物有效成分保留完整，而且不含酒精，口感好，老人及儿童也可使用，随着主品战略推进，我们看好公司该产品的市场潜力。

图 11：2021 年中国零售终端感冒用药/清热类销售份额



资料来源：以岭药业 2021 年报，中康资讯，信达证券研发中心

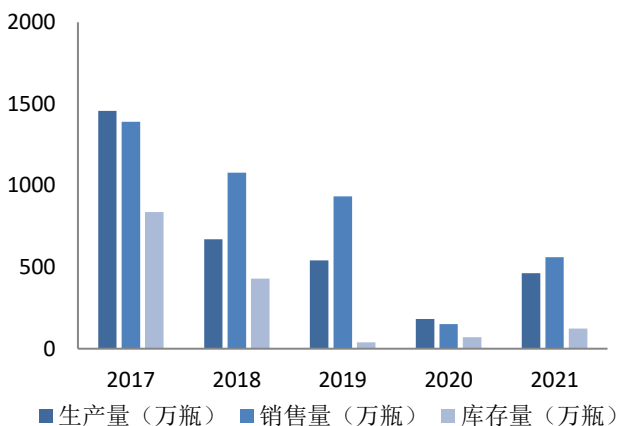
图 12：太极藿香正气液产品优势

	藿香正气液	藿香正气合剂	藿香正气水	藿香正气丸	藿香正气颗粒
不含酒精	✓	✗	✗	✓	✓
口感好 男女老少都可服用	✓	✗	✗	✓	✓
稳定性	高	差	高	低	低
服用量	少	少	少	大	大
起效速度	快	快	快	慢	慢
有效成分含量	高	高	高	低	低
奖项专利	专利 国家保护品种	无	无	无	无

资料来源：淘宝太极医药旗舰店,信达证券研发中心

作为公司呼吸系统主要代表药物的急支糖浆/颗粒在 2021 年荣获“中成药·止咳化痰平喘类”第二名。2020 年受疫情影响，急支糖浆产品限售销量下滑，据 2021 年报，公司积极顺应医改政策，及时掌握各地政策法规，提前布局产品和市场，市场准入稳步推进，重点品种急支糖浆已完成 28 省准入工作，报告期内急支糖浆实现销售收入 2.77 亿元(+74%)，增速较为迅猛。据公司淘宝旗舰店产品介绍，太极集团的急支糖浆是中国率先通过上市后临床再评价的止咳中药，是一种抗菌、消炎、止咳、化痰的中成药。随着主品战略推进，我们看好公司该产品的市场潜力。

图 13：2017-2021 年太极集团急支糖浆产销量与库存量



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 14：太极急支糖浆产品特点

### 太极急支糖浆产品特点

有效止咳，刻不容缓！

- 01 不含罂粟壳及可待因，不产生依赖性。
- 02 中成药，更安心，老人小孩都可用。
- 03 300ML大瓶装，高性价比。
- 04 良药苦口，止咳才是硬道理。
- 05 药典品种，品质保障。

资料来源：淘宝太极医药旗舰店,信达证券研发中心

据 2021 年报，报告期内公司研制的创新中药口服制剂芪灯明目胶囊治疗糖尿病黄斑水肿“附条件批准上市”临床试验完成部分病例入组；治疗心血管疾病的创新中药丹七通脉片完成 II b 期研究病例出组及数据管理。开展了经典名方金水六君煎和开心散的研究工作；完成藿香正气口服液“以证统病”治疗湿疹及肠易激综合征、芪鹿补血颗粒治疗放化疗后的白细胞减少症和通天口服液人体机理研究 3 个项目的上市后再评价研究全部病例入组。

**化药品种布局多治疗领域，在研新药稳步推进。**公司战略方向为以现代中药智造为主，麻精特色化药和区域商业领军企业为辅。公司主要化药品种基本情况如下表所示，其中注射用头孢唑肟钠(益保世灵)为大品种，2021 年其 0.5g 规格产品销售量同比增长 22.76%。据 2021 年报，报告期内公司启动 4 类化学药盐酸羟考酮缓释片临床试验、完成 2 类化学药盐酸吗啡缓释片(24h 渗透泵型)变更生产设备、批量的中试放大研究，进行临床批样品的制备；完成 6 个品规的一致性评价研究及申报：盐酸异丙嗪片(12.5mg)、注射用头孢呋辛钠(0.75g、1.5g)和注射用五水头孢唑林钠(0.5g、1.0g)、异烟肼注射液(2ml:0.1g)。

表 4：公司主要化药品种基本情况

药(产)品名称	主要治疗领域	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
注射用头孢唑肟钠	抗感染药	敏感菌所致感染	是	否	否	是	是
盐酸吗啡缓释片	镇痛药	强效镇痛药,主要适用于晚期癌症病人镇痛	是	否	是	是	是
洛芬待因缓释片	镇痛药	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	是	否	否	是	是
氯化钠注射液	电解质平衡调节类	各种原因所致的失水,包括低渗性、等渗性和高渗性失水;高渗性非酮症糖尿病昏迷,应用等渗或低渗氯化钠可纠正失水和高渗状态;低氯性代谢性碱中毒;外用生理盐水冲洗眼部、洗涤伤口等;还用于产科的水囊引产	是	否	是	是	是
罗格列酮钠片	抗糖尿病药	II 型糖尿病	是	否	否	是	是
酒石酸美托洛尔缓释片	抗高血压药	治疗高血压,心绞痛,心肌梗死,肥厚型心肌病,主动脉夹层,心律失常,甲状腺机能亢进,心脏神经官能症	是	否	是	是	是
复方甘草片	镇咳类	用于镇咳祛痰	是	否	是	是	是

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

### 三、盈利预测、估值与投资评级

#### 1、盈利预测和假设

由于公司对部分非核心资产进行清理，非经常性损益具备不确定性，财务预测时仅考虑扣非后归母净利润，我们假设：

(1) 医药工业板块：考虑公司主品战略实施及历史业绩，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 21.0%/18.8%/19.5%；

(2) 医药商业板块：考虑商业板块的资源整合，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 7.0%/7.0%/7.0%；

(3) 服务业及其他产品：根据历史情况，我们保守估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%；

(4) 期间费用率：我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 33.00%/33.00%/33.00%，预计管理费用率分别为 6.63%/6.63%/6.63%，预计研发费用率分别为 0.84%/0.84%/0.84%。

表 5：太极集团盈利预测假设

项目		2021	2022E	2023E	2024E
医药工业	营业收入（百万元）	6508	7877	9354	11183
	YOY	10.2%	21.0%	18.8%	19.5%
医药商业	营业收入（百万元）	5521	5907	6321	6763
	YOY	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
服务业及其他	营业收入（百万元）	120	126	132	139
	YOY	-22.6%	5.0%	5.0%	5.0%
费用率	销售费用率	34.70%	33.00%	33.00%	33.00%
	管理费用率	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%
	研发费用率	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，注：工商业为抵消后口径，我们按 2020 年情况粗略估计抵消比例为 4：6

#### 2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 139.11/158.08/180.85 亿元，扣非归母净利润分别为 3.27/4.11/6.94 亿元，EPS 分别为 0.59/0.74/1.25 元，PE 分别为 39.02/31.04/18.39X。

表 6：太极集团盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	11,208	12,149	13,911	15,808	18,085
同比（%）	-3.7%	8.4%	14.5%	13.6%	14.4%
扣非归母净利润（百万元）	66	-523	327	411	694
同比（%）	193.3%	-891.9%	162.5%	25.7%	68.8%
毛利率（%）	40.4%	42.5%	43.6%	44.5%	45.4%
ROE%	2.0%	-19.2%	9.4%	9.3%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.94	0.59	0.74	1.25
P/E	112.36	—	39.02	31.04	18.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 10 日收盘价

#### 3、估值结论与投资评级

太极集团可比公司为片仔癀、同仁堂和华润三九，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 42.91

倍。我们认为太极集团品牌知名度强，国药入主深化改革，主品战略实施推动业绩增长，未来非经常性损益因素释放后，净利率有望恢复至行业正常水平。我们给予太极集团 2022 年 PE 估值区间为 42-44 倍，对应目标价为 24.78-25.96 元，首次覆盖，给予增持评级。

表 7：太极集团可比公司估值结果

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600436.SH	片仔癀*	1914.63	24.31	27.86	33.20	78.74	68.72	57.67
600085.SH	同仁堂	641.16	12.27	14.92	17.44	52.24	42.98	36.77
000999.SZ	华润三九	411.14	20.47	24.14	27.77	20.09	17.04	14.81
行业均值						50.36	42.91	36.41
600129.SH	太极集团*	127.70	-5.23	3.27	4.11	-	39.02	31.04

资料来源：Wind, 信达证券研发中心，注：收盘价截至 2022 年 6 月 10 日，\*为信达证券研发中心预测，其余均为 Wind 一致性预测，太极集团 2022 年及以后年度净利润数据为扣非归母净利润。



## 四、 风险因素

---

### 1、 政策监管风险

医药行业受政策的影响较大，医药企业从药品的原料采购、生产、销售全产业链均受相关政策法规监管，同时也受环保政策约束。医改政策的不断完善，药品 GMP、GSP 飞行检查、跟踪检查以及频繁的评价性抽检，化学药一致性评价，对医药行业来说不仅仅是技术水平和规范化运行的持续加强，还有大量资金投入。

### 2、 市场风险

随着市场竞争日益加剧，药品能否入选各地基药目录、医保目录，招标价格高低和能否中标，医保品种进入双通道销售，医疗、零售终端渠道价格联动；医药零售医保支付管理将更加严格，均对公司收入和利润具有重要影响。

### 3、 成本风险

原料成本、人工成本、改造成本等上升，而终端价格受到管制，使成本传导受阻，可能对公司发展和盈利空间带来不利影响。

### 4、 研发风险

药品具有高科技、高风险和高附加值特点，新药研发耗资巨大，新药的研发从立项、临床前研究、临床研究、生产注册到生产环节多、周期长；科研开发力度、新产品上市进度和产品销售均影响公司未来发展潜力；另外，随着国家药政法规的变化、审批门槛不断提高，在一定程度上提高了新药研发项目的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,324</b>	<b>6,706</b>	<b>6,480</b>	<b>6,529</b>	<b>7,705</b>
货币资金	2,084	1,454	458	66	463
应收票据	0	22	13	22	21
应收账款	1,703	1,796	2,085	2,353	2,701
预付账款	319	265	336	354	411
存货	2,570	2,280	2,791	2,992	3,436
其他	1,649	889	797	742	673
<b>非流动资产</b>	<b>6,161</b>	<b>6,464</b>	<b>6,863</b>	<b>7,329</b>	<b>7,857</b>
长期股权投资	73	50	50	50	50
固定资产(合计)	3,058	3,422	3,765	4,159	4,602
无形资产	1,151	1,141	1,138	1,134	1,128
其他	1,880	1,850	1,909	1,986	2,078
<b>资产总计</b>	<b>14,486</b>	<b>13,170</b>	<b>13,343</b>	<b>13,857</b>	<b>15,562</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,310</b>	<b>8,997</b>	<b>8,364</b>	<b>7,930</b>	<b>8,324</b>
短期借款	3,202	2,988	2,027	785	500
应付票据	2,109	881	990	1,107	1,245
应付账款	1,484	1,565	1,751	1,962	2,203
其他	2,515	3,563	3,596	4,076	4,375
<b>非流动负债</b>	<b>2,011</b>	<b>1,571</b>	<b>1,571</b>	<b>1,571</b>	<b>1,571</b>
长期借款	1,486	703	703	703	703
其他	525	868	868	868	868
<b>负债合计</b>	<b>11,321</b>	<b>10,568</b>	<b>9,935</b>	<b>9,501</b>	<b>9,895</b>
少数股东权益	-72	-125	-92	-49	23
归属母公司股东权益	3,236	2,727	3,499	4,406	5,645
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,486</b>	<b>13,170</b>	<b>13,343</b>	<b>13,857</b>	<b>15,562</b>

会计年度	单位:百万 元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,208	12,149	13,911	15,808	18,085
同比(%)	-3.7%	8.4%	14.5%	13.6%	14.4%
扣非归母净利润	66	-523	327	411	694
同比(%)	193.3%	-891.9%	162.5%	25.7%	68.8%
毛利率(%)	40.4%	42.5%	43.6%	44.5%	45.4%
ROE%	2.0%	-19.2%	9.4%	9.3%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.94	0.59	0.74	1.25
P/E	112.36	—	39.02	31.04	18.39
P/B	2.29	4.59	3.65	2.90	2.26
EV/EBITDA	71.72	53.58	30.86	21.73	15.48

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>11,208</b>	<b>12,149</b>	<b>13,911</b>	<b>15,808</b>	<b>18,085</b>
营业成本	6,679	6,988	7,852	8,777	9,869
营业税金及附加	114	137	157	179	205
销售费用	3,701	4,215	4,590	5,217	5,968
管理费用	763	805	922	1,048	1,199
研发费用	97	103	117	133	153
财务费用	280	214	163	136	116
减值损失合计	-16	-286	-5	-6	-8
投资净收益	407	-17	243	127	230
其他	191	119	84	102	113
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>-497</b>	<b>430</b>	<b>540</b>	<b>912</b>
营业外收支	-4	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>-494</b>	<b>430</b>	<b>540</b>	<b>912</b>
所得税	121	83	69	86	146
<b>净利润</b>	<b>32</b>	<b>-577</b>	<b>361</b>	<b>454</b>	<b>766</b>
少数股东损益	-34	-54	34	42	72
<b>归属母公司净利润</b>	<b>66</b>	<b>-523</b>	<b>327</b>	<b>411</b>	<b>694</b>
EBITDA	147	295	522	702	941
EPS(当年)(元)	0.12	-0.94	0.59	0.74	1.25

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>750</b>	<b>559</b>	<b>-36</b>	<b>922</b>	<b>631</b>
净利润	32	-577	361	454	766
折旧摊销	292	394	250	248	249
财务费用	256	214	155	105	71
投资损失	-407	17	-243	-127	-230
营运资金变动	635	267	-542	267	-200
其它	-58	244	-17	-25	-24
<b>投资活动现金流</b>	<b>-742</b>	<b>601</b>	<b>155</b>	<b>34</b>	<b>122</b>
资本支出	-724	-220	-207	-213	-208
长期投资	-344	844	100	100	100
其他	326	-23	263	147	230
<b>筹资活动现金流</b>	<b>282</b>	<b>-1,562</b>	<b>-1,116</b>	<b>-1,347</b>	<b>-356</b>
吸收投资	0	1	0	0	0
借款	213	-1,241	-961	-1,242	-285
支付利息或股息	-257	-179	-155	-105	-71
<b>现金流净增加额</b>	<b>289</b>	<b>-401</b>	<b>-996</b>	<b>-392</b>	<b>397</b>

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。