

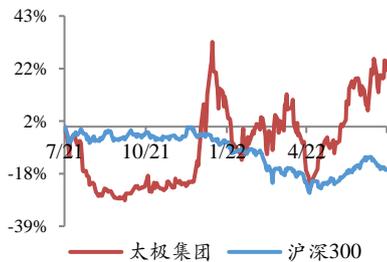
# 国药入主焕发新机，老牌药企蓄势待发

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2022-07-24

收盘价(元)	24.40
近12个月最高/最低(元)	26.56/14.30
总股本(百万股)	557
流通股本(百万股)	557
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	136

## 公司价格与沪深300走势比较



**分析师：谭国超**

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

**分析师：李昌幸**

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

## 主要观点：

### ● 中西并行，工商一体

太极集团是一家总部位于重庆市的主要从事中、西成药的生产和销售，拥有医药工业、医药商业等完整的医药产业链，集“工、商、科、贸”一体的大型医药集团。其明星产品有藿香正气口服液、急支糖浆等老牌 OTC 药物，年销量均过亿。

2022 年公司重整旗鼓，半年度实现快速增长。2022 年中报预告显示，预计 2022H1 实现归母净利润约 1.2 亿元，同比增长 56%；预计实现扣非归母净利润约 1.7 亿元，同比增长 102%。

### ● 国药入主焕发新机，公司规划更近一步

2021 年四月，太极集团有限公司完成了增资相关工商变更登记手续，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。顺利完成董事会等管理层交接工作之后，国药制定了公司十四五发展规划，力争“十四五”末营业收入达到 500 亿元，净利润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

展望 2022 年，太极将严格遵循“十四五”战略规划奋斗目标指引，创新医药工业营销机制和模式，加快医药商业整合转型，力争 2022 年营收同比增长 15%。其中医药工业销售收入预计增长 18%以上，而医药商业销售收入增长 12%以上。

### ● 医药工业聚焦主品，医药商业稳中向好

坚持主品战略，推动业绩增长。两大主力产品为藿香正气口服液、急支糖浆，2021 年藿香正气口服液实现销售收入 9.20 亿元，同比增长 33.6%；急支糖浆实现销售收入 2.77 亿元，同比增长 74%。

梯队产品丰富，多款过亿单品同步推动业绩增长。公司规划中，力争 2022 年藿香正气口服液、急支糖浆等战略产品实现大幅度增长 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%。

医药商业领域，集团对于商业板块开启大力布局，2021 年公司医药商业实现销售收入 72.96 亿元（未抵销，还原后同比提升 0.02%），其中医药批发 59.89 亿元，医药零售 13.07 亿元，较前几年相比有了大幅度的提升。之后公司也会创新新零售，积极培育线上运营商，开发线上 B2B 业务及第三终端诊所合作项目，布局主流医药电商 C 端平台，填补销售渠道空缺。

### ● 推进科技创新与智能创造

2021 年公司研发投入 1.46 亿元，研发费用率为 0.84%。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，进行临床样品的制备；完成 6 个品规的一致性评价研究及申报。

中药种植方面，公司以道地产区基地建设为中心，启动中药材双基地建设，不断完善分级加工，战略储备和特殊品种经营模式，打造规模化、规范化、可追溯的道地药材生产基地。

#### ● 投资建议

国药入主后公司焕发新机，结合自身老牌药企的品牌和品种优势，未来蓄势待发。我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 142.0/165.0/192.0 亿元，分别同比增长 16.8%/16.2%/16.4%，归母净利润分别为 3.3/5.3/7.7 亿元，分别同比增长 163.8%/58.7%/44.5%，对应估值为 41X/26X/18X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

政策监管风险；公司治理改革不及预期；核心品种销售不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12149	14195	16497	19196
收入同比 (%)	8.4%	16.8%	16.2%	16.4%
归属母公司净利润	-523	334	530	765
净利润同比 (%)	-891.9%	163.8%	58.7%	44.5%
毛利率 (%)	42.5%	44.2%	45.6%	46.7%
ROE (%)	-19.2%	10.9%	14.8%	17.6%
每股收益 (元)	-0.94	0.60	0.95	1.37
P/E	—	40.72	25.65	17.76
P/B	4.59	4.44	3.78	3.12
EV/EBITDA	69.69	24.65	19.40	14.36

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 经营整改初显成效，老牌国企蓄势待发.....	5
2 国药入主焕发新机，中药化药齐头并进.....	9
2.1 对标国药找差距，完善制度体系化建设.....	9
2.2 优化产品结构，医药工业聚焦主品.....	11
2.3 积极推进科技创新，持续推进智能创造.....	14
2.4 医药商业协调发展，稳中向好.....	16
3 盈利预测及投资建议.....	16
3.1 盈利预测.....	16
3.2 投资建议.....	17
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

## 图表目录

图表 1 太极集团主要品种	5
图表 2 太极集团的发展历程	5
图表 3 公司股权架构	6
图表 4 经验丰富的管理团队	6
图表 5 公司营业收入（亿元）及增速	7
图表 6 公司归母净利润（亿元）及增速	7
图表 7 公司毛利率与净利率	8
图表 8 公司各项费用率	8
图表 9 公司主营业务收入销售占比	8
图表 10 太极集团变革之路	9
图表 11 国药入主太极	10
图表 12 藿香正气口服液情况	11
图表 13 各类藿香正气产品优势比较	11
图表 14 急支糖浆情况	12
图表 15 公司主力产品一览	13
图表 16 近五年太极研发费用情况	15
图表 17 完成一致性评价研究的所有品规	15
图表 18 业绩拆分（百万元）	16
图表 19 可比估值	17

## 1 经营整改初显成效，老牌国企蓄势待发

**中西并行，工商一体。**太极集团，全称为重庆太极实业（集团）股份有限公司，是一家总部位于重庆市的主要从事中、西成药的生产和销售，拥有医药工业、医药商业等完整的医药产业链，集“工、商、科、贸”一体的大型医药集团。“工”有中成药、西药、保健药品的加工；“商”有药店的开设，药品与医疗器械的销售；“科”有国内最大的中药专业科研机构等研究院构成的科研体系；“贸”有房地产与旅游产业的贸易经济与代理。

集团现有中西药品规 1500 多个，国家中药保护品种 50 余个、国家基药品规 366 个。公司主营产品有藿香正气口服液、急支糖浆、补肾益寿胶囊等一系列 OTC 药物，其中藿香正气口服液曾获世界知识产权和中国专利局联合颁发的中国专利发明金奖。

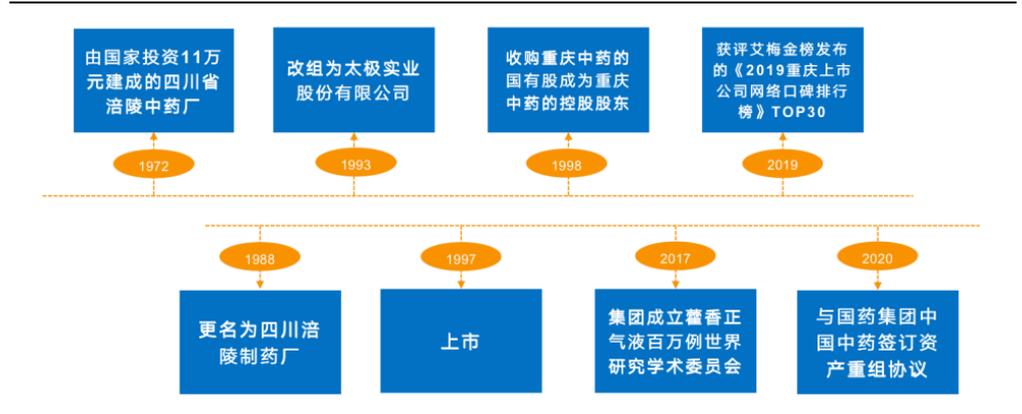
图表 1 太极集团主要品种



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

**稳中求进，开拓市场。**太极集团股份有限公司在 1972-1993 年逐步从四川省涪陵中药厂演变改组成为太极实业股份有限公司，并于 1997 年 10 月上市。1998 年 3 月收购重庆中药的国有股成为重庆中药的控股股东。2017 年 9 月，太极集团成立藿香正气液百万例世界研究学术委员会。2019 年，获评艾媒金榜(iiMedia Ranking) 发布的《2019 重庆上市公司网络口碑排行榜》TOP30。2020 年 10 月，太极集团与国药集团中国中药成功签订资产重组协议，推进了两家中药制造龙头企业的强强联合，开启跨越式发展新篇章。

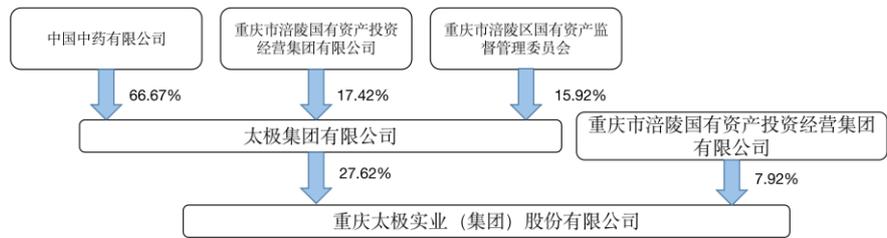
图表 2 太极集团的发展历程



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

太极集团实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，法定代表人为李阳春。集团最大股东为太极集团有限公司，持股比例为 27.62%，对于公司掌握了一定的控制权，其次为重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司，持股比例为 7.92%。

图表 3 公司股权架构



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

**管理团队经验丰富。**作为董事长的李阳春为硕士学历，中共党员，高级经济师。1989 年便进入涪陵制药厂工作，曾获得“重庆市杰出企业家”称号，作为全面系统的营销管理项目主要负责人之一，获得原国家经贸委颁发的“国家管理成果一等奖”。副总经理谭礼文硕士出身，担任过各类要职，经验丰富。董事会成员秦少容正高级工程师出身，现任太极医药研究院院长。其余董事及监事也都为大学本科以上学历，政治面貌优良，工作成绩突出。去年国药集团正式入驻，6 名非独董来自国药及下属公司，如杨珊华、王晓春、俞敏等人。

图表 4 经验丰富的管理团队

姓名	职务	主要履历
李阳春	董事长/总经理	中共党员，高级经济师，亚洲(澳门)国际公开大学工商管理专业硕士。1986 年进入重庆桐君阁药厂工作，1989 年进入涪陵制药厂工作，曾任涪陵制药厂供销科科长助理，销售部经理，太极集团有限公司南方公司总经理，太极集团有限公司销售总公司总经理，太极集团有限公司副总经理。曾获得“涪陵十大杰出青年”，“重庆市杰出企业家”称号，作为全面系统的营销管理项目主要负责人之一，获得原国家经贸委颁发的“国家管理成果一等奖”。现任太极集团有限公司董事长，总经理。

俞敏	副董事长	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。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等。现任太极集团有限公司副董事长，党委副书记。
蒋茜	副总经理/董事会秘书	工商硕士，高级经济师。曾任太极集团办公室主任、西南药业董事会秘书、重庆桐君阁副总经理等。现任重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。
崔海燕	副总经理	中共党员，工商硕士，曾任太极集团办公室主任、总经理助理等。现任太极集团有限公司董事、重庆太极实业（集团）股份有限公司副总经理。
谭礼文	副总经理	中共党员，工商硕士，曾任涪陵制药厂企管科科长、财务科长、太极集团重庆销售有限责任公司副总经理等。现任太极集团有限公司副总经理，重庆太极实业(集团)股份有限公司监事。
张忠喜	副总经理	硕士学历，企业法律顾问，高级会计师，涪陵区第三届人大常委会委员。历任重庆太极实业(集团)股份有限公司财务部电算化室副主任，主任，资金科科长，经理助理，经理。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司财务总监兼太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理。
袁永红	常务副总经理	中共党员，四川大学生物化学专业本科，重庆大学工商管理专业硕士研究生，经济师。曾任太极集团销售总公司管理部部长、西南药业股份有限公司总经理等。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司董事兼总经理。
刘尊义	财务总监	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主任等。现任太极集团有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司经营经历波折发展。**2019年公司处于近年年亏损的态势中。但2020年公司扭亏为盈，年底公司的归母净利润已达到同比增长193%，而营收却同比下降3.74%，收入减少的原因在于受疫情影响及国家对辅助用药的限制等原因，公司医院销售品种、解热镇咳类药品、抗感染类药品等销售收入下降较多。

紧随其后的2021年公司又出现了巨额亏损的状况，营收同比增加8.40%，而归母净利润则同比减少891.88%。据公司年报披露，造成归母净利润下降的主要原因为2020年公司利润主要为转让成都新卫生房地产开发有限公司95%的股权获得收益4.04亿元，2021年度公司无重大资产转让收益。而扣非归母净利润下降的原因为2021年公司实控人变更为国药集团，对非主业和非营利项目按照战略规划进行清理，并拟暂停部分项目，累计影响利润金额5.09亿元。

2022年公司重整旗鼓，半年度实现快速增长。2022年中报预告显示，预计2022H1实现归母净利润约1.2亿元，同比增长56%；预计实现扣非归母净利润约1.7亿元，同比增长102%。

图表5 公司营业收入（亿元）及增速

图表6 公司归母净利润（亿元）及增速



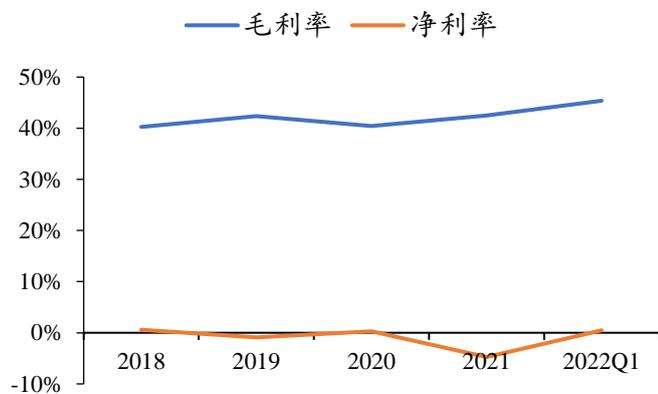
资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

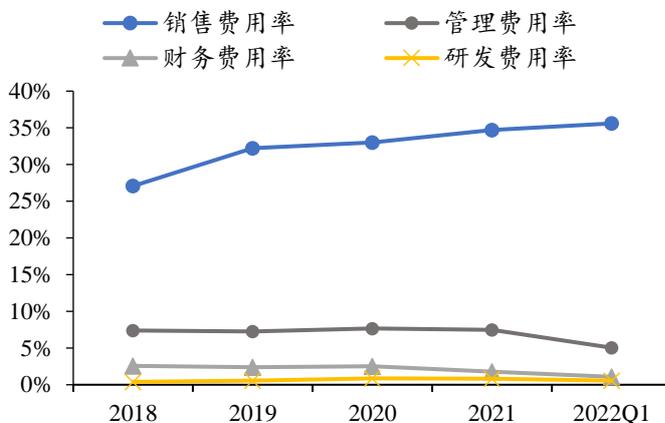
毛利率和净利率保持相对稳定。毛利率从 2017 年开始处于上升趋势, 是明星产品藿香正气口服液所带动的高销量, 但由于销售费用率的小幅上涨, 在 2019 年又有下滑。整体而言, 公司各项费用率除了销售费用率在稳步上升, 其他各项都保持着相对稳定。

图表 7 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

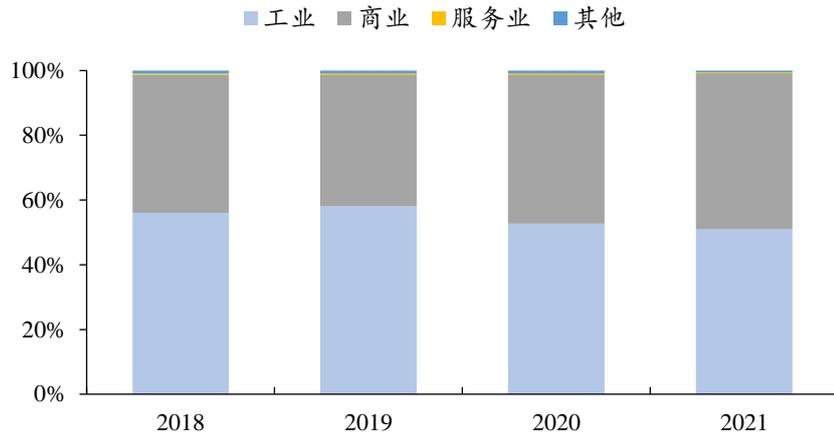
图表 8 公司各项费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

**收入结构平稳发展。**公司主营业务收入分为工业收入和商业收入两大板块, 根据图表显示情况来看, 总体上工业收入的占比是要略大于商业收入的, 其占比从 2018 年的 59.94% 增长到 2021 年的 76.91%, 2020 年由于新冠疫情所带来的阻力, 工业收入占比有轻微下滑。

图表 9 公司主营业务收入销售占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 国药入主焕发新机，中药化药齐头并进

### 2.1 对标国药找差距，完善制度体系化建设

作为一家老牌药企，太极集团是医药行业内为数不多的全产业链医药集团，涉及药材种植、医药制造、流通和零售终端。2019年2月太极开始走上混改之路，拟进行混合所有制改革，引进战略投资者作为新股东。2020年10月18日，太极集团收到控股股东太极有限转发的重庆市涪陵区国资委通知，拟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，可能导致公司实际控制人发生变更。10月27日太极便发布了关于控股股东签订增资协议的公告，混改至此落地。

图表 10 太极集团变革之路

日期	事件
2020年10月	公司控股股东太极集团有限公司签订增资协议，国药集团旗下的国药中药拟增资成为太极集团有限公司的控股股东，间接控制太极集团已发行股份的29.82%。太极集团有限公司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15.92%；涪陵国投持股比例17.42%；国药中药持股比例66.67%。
2021年4月	太极集团有限公司完成了增资相关工商变更登记手续。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，最终控制人变更为国务院国有资产监督管理委员会。
2021年5月	股东大会完成董事会换届选举，国药集团委派6位非独立董事进驻董事会。在聘任高管中，董事兼党委书记、总经理俞敏、党委副书记兼人力资源总监李鸿监和财务总监刘尊义来自国药集团及其下属子公司。

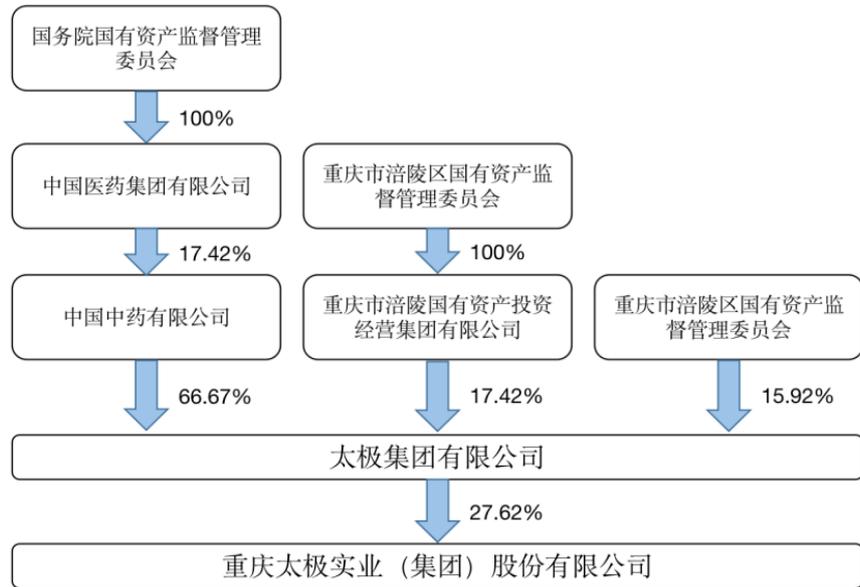
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

据公司公告显示，增资前太极有限是由涪陵国资委100%控股的，而本次增资完成之后，太极有限的股权结构变更为涪陵区国资委持股15.92%，涪陵国投持股

17.42%，中国中药持股 66.67%，即国药集团正式成为太极集团的实控人。

国药集团成立于 1998 年，是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团，位列世界前五百强企业榜单，旗下有 1500 余家子公司，现在太极集团成为其旗下第七家上市公司。

**图表 11 国药入主太极**



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

顺利完成董事会等管理层交接工作之后，国药制定了公司十四五发展规划，太极集团以此为契机，站在新起点上，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。夯实根基、改革求变、有序推进“重塑、融合、提高”三大目标。

- **更加看中绩效：**为了全方位推动公司治理和业务变革，公司业绩考核指标按照国资委对国企考核方式执行，即 70%考核业绩，30%考核管理。2021 年实现营业收入 121.49 亿元，同比增长 8.4%，成效显著。
- **部门更加精简：**公司积极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，将公司总部职能部门由 29 个精简到 20 个；优化全级次管理层人员数量，实现子公司经理层成员更加科学合理的配置，为任期制契约化管理的推进打下较好的基础。
- **部分项目肃清：**公司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。

2022 年是国企改革三年行动的收官之年，也是公司“融合、重塑”转入“提高”的关键之年，太极集团将严格遵循“十四五”战略规划奋斗目标指引，在“规范治理、聚焦主业、突破销售”初见成效的基础之上，聚焦于“提质增效”，将改革发展纵深推进，全面激发生产经营活力，提升公司经营效益，促进公司高质量的发展。同时力争做到“十四五”末营收达 500 亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，努力成为世界一流的中药企业。

十四五战略规划概要中提出近五年的集团战略方向是以现代中药智造为主，以

麻精特色化药为辅, 打造区域商业领军企业为辅。展望 2022 年, 太极将严格遵循“十四五”战略规划奋斗目标指引, 创新医药工业营销机制和模式, 加快医药商业整合转型, 力争 2022 年营收同比增长 15%。其中医药工业销售收入预计增长 18%以上, 而医药商业销售收入增长 12%以上。

## 2.2 优化产品结构, 医药工业聚焦主品

公司现有中西药品种批文 1240 个, 全国独家生产品种 86 个。产品主要涵盖消化系统(藿香正气口服液、双苓止泻口服液为代表)、呼吸系统(急支糖浆为代表)、心脑血管(通天口服液、丹参口服液为代表)、全身性抗感染药物(益保世灵为代表)、内分泌系统药物(太罗为代表)、神经系统药物(盐酸吗啡缓释片、洛芬待因缓释片为代表)、大健康产品(番茄胶囊为代表)等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。

**藿香正气口服液:** 早在 2017 年藿香正气口服液营收就高达 13.5 亿, 同比增长 32%, 2021 年藿香正气口服液实现销售收入 9.20 亿元, 同比增长 33.6%。其适应症广泛: 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; 胃肠型感冒见上述证候者。核心优势在于不含酒精、口感好、见效快, 是藿香类唯一一个专利产品, 1991 年一上市即获得中国专利。

图表 12 藿香正气口服液情况

主 细 分 行 业	要 治 疗 领 域	注 册 分 类	是 否 处 方 药	是否属于 中药保护 品种(如 涉及)	发明专利起止期限(如 适用)	是否属于报 告期内推出 的新药(产 品)	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	
中 成 药	解 表 祛 暑 剂	藿香正 气口服 液	/	否	否	2011.08.26-2031.8.26	否	是	是	是

适应症或功能主治: 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; 胃肠型感冒见上述证候者。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

和其他厂家出品的藿香正气合剂、藿香正气丸等不同类型藿香产品比起来, 太极的藿香正气口服液核心优势在于不含酒精、口感好、见效快, 是藿香类唯一一个专利产品, 1991 年一上市即获得中国专利。这也是藿香正气口服液成为太极集团每年营收占比最大的核心品种的原因之一。

图表 13 各类藿香正气产品优势比较

类型	生产厂家	成分	稳定性	服用量	起效速度	有效成分含量
藿香正气口服液	太极集团	不含酒精	高	小	快	高
藿香正气合剂	湖北太子药业	不含酒精	差	小	快	高

藿香正气水	北京同仁堂	含酒精	高	小	快	高
藿香正气丸	通药制药集团	不含酒精	低	大	慢	低
藿香正气颗粒	昆明中药厂	不含酒精	低	大	慢	低

资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

**急支糖浆：**作为公司呼吸系统药物里的代表产品，急支糖浆主要适用于清热化痰，宣肺止咳。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、慢性支气管炎等患者。该产品为纯中药制剂，是公司独家品种，也是双跨药品，已进入国家基药和医保目录。2021年，公司急支糖浆实现销售收入2.77亿元，同比增长74%。2021年度荣获中国非处方药产品排名中的“中成药·止咳化痰平喘类”第二名，在国内率先通过上市后临床再评价，抗菌效果显著，对耐药菌和病毒也同样有效，可不用或少用抗生素。

图表 14 急支糖浆情况

主 细 分 行 业	主 要 治 疗 领 域	注 册 分 类	注 册 分 类	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)	发 明 专 利 起 止 期 限 (如 适 用)	是 否 属 于 报 告 期 内 推 出 的 新 药 (产 品)	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
中 成 药	化 痰 止 咳 平 喘 剂	急 支 糖 浆	/	清 热 化 痰， 宣 肺 止 咳。 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 证 候 者。	是	否	2011.8.26-2031.8.25	否	是	是	是

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**梯队产品丰富，推动业绩增长。**中成药包含通天口服液、小金片、鼻窦炎口服液、复方板蓝根颗粒等；化药包含注射用头孢唑肟钠、盐酸吗啡缓释片、盐酸吗啡缓释片等。其中2021年过亿单品为：

- 洛芬待因缓释片（思为普）实现销售收入4.45亿元，同比增长25%；
- 小金片实现销售收入3.42亿元，同比增长30%；
- 盐酸吗啡缓释片（美菲康）实现销售收入2.12亿元，同比增长17%；
- 通天口服液实现销售收入1.88亿元，同比增长40%；
- 鼻窦炎口服液实现销售收入1.28亿元，同比增长28%；
- 六味地黄丸实现销售收入1.07亿元，同比增长28%。

规划中，2022年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%。一季度的公司主要骨干产品营收增速均达年初计划指标，毛利率有所提升，盈利能力有所改善。

**图表 15 公司主力产品一览**

细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	注册分类	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)	发明专利起止期限(如适用)	是否属于报告期内推出的新药(产)品	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
中成药	疏散外风剂	通天口服液	中药3类	活血化瘀、祛风止痛。用于瘀血阻滞、风邪上扰所致的偏头痛，症见头部胀痛或刺痛，中成药痛有定处，反复发作，头晕目眩，或恶心呕吐，恶风；用于轻中度中风病（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络扶风证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不利、肢体麻木等。	是	否	—	否	是	是	是
中成药	温经理气活血散结剂	小金片	/	散结消肿，化瘀止痛。用于阴疽初起，皮色不硬，肿硬作痛，多发性脓肿，癰瘤，疔，乳岩，乳癖	是	否	—	否	是	是	是
中成药	鼻病类用药	鼻窦炎口服液	/	疏散风热，清热利湿，宣通鼻窍。用于风热犯肺，湿热内蕴所致的鼻塞不通，流黄稠涕；急性慢性鼻炎，鼻窦炎见上述证候者。	是	否	2016.1.28-2036.1.28	否	是	是	是
中成药	清热解毒剂	复方板蓝根颗粒	/	清热解毒，凉血。用于温病发热，出斑，风热感冒，咽喉肿烂，流行性乙型脑炎，肝炎，腮腺炎。	是	否	—	否	否	是	是
中成药	滋补肾阴剂	六味地黄丸	/	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，虚汗遗精，消渴。	是	否	专利一 2007.07.16-2027.7.16; 专利二 2011.8.26-2031.8.26	否	是	是	是

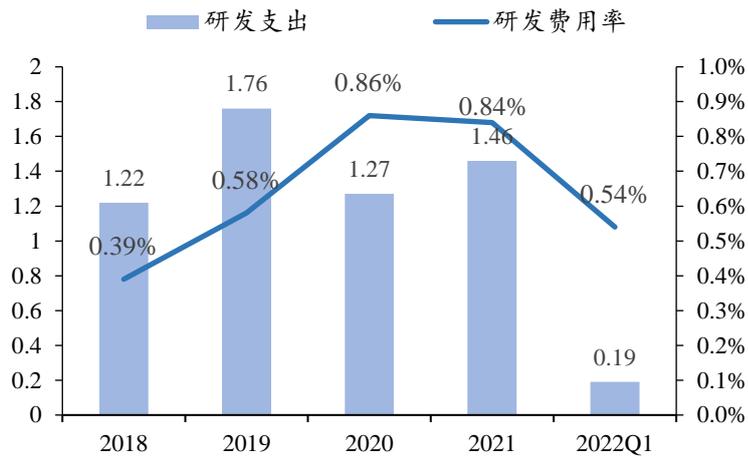
中成药	疏肝和胃剂	沉香化气片	/	理气疏肝, 消积和胃。用于肝胃气滞, 脘腹胀痛, 胸膈痞满, 不思饮食, 嗳气泛酸。	否	否	—	否	否	否	否
化药制剂	抗感染药	注射用头孢唑肟钠	化学药品	敏感菌所致感染	是	否		否	否	是	是
化药制剂	镇痛药	盐酸吗啡缓释片	化学药品	强效镇痛药, 主要适用于晚期癌症病人镇痛	是	否		否	是	是	是
化药制剂	镇痛药	洛芬待因缓释片	化学药品	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	是	否		否	否	是	是
化药制剂	电解质平衡调节类	氯化钠注射液	化学药品	各种原因所致的失水, 包括低渗性、等渗性和高渗性失水; 高渗性非酮症糖尿病昏迷, 应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		否	是	是	是
化药制剂	抗糖尿病药	罗格列酮钠片	化药2类	II型糖尿病	是	否		否	否	是	是
化药制剂	抗高血压药	酒石酸美托洛尔缓释片	化药6类	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		否	是	是	是
化药制剂	镇咳类	复方甘草片	化学药品	用于镇咳祛痰	是	否		否	是	是	是

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 2.3 积极推进科技创新, 持续推进智能创造

对于医药企业来说, 研发是创新和盈利的生命线。2021年公司年报披露, 太极集团研发投入 1.46 亿元, 研发费用率为 0.84%。目前公司研发数量 732 人, 占公司总人数的 5.87%, 以本科生居多, 达 504 人, 另有硕士研究生 56 人, 博士研究生 5 人。

图表 16 近五年太极研发费用情况



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

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”临床试验已完成部分病例入组；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。完成经典名方金水六君煎物质基准及标准颗粒研究，开展经典名方开心散物质基准研究；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。

2021 年公司启动 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）。截止 2021 年 12 月 31 日，公司一致性评价已立项 45 个，完成 11 个品种的申报资料提交，已获得批件 6 个。

图表 17 完成一致性评价研究的所有品规

品种	规格
盐酸异丙嗪片	12.5mg
注射用头孢呋辛钠	0.75g 1.5g
注射用五水头孢唑林钠	0.5g 1.0g
异烟肼注射液	2ml: 0.1g

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优化产业布局，持续推进智能创造升级。太极医药城 A 区年产 20 亿支的口服液数字化车间通过 GMP 现场符合型检查，于五月份正式投产。公司以道地产区基地建设为中心，启动中药材双基地建设，不断完善分级加工，战略储备和特殊品种经营模式，打造规模化、规范化、可追溯的道地药材生产基地。全力打造 N 个全国有影响力的大品种战略，通过变更集采扩大实施工业供应链整合等措施，为高品质产品提供源头把控与货源保障。

## 2.4 医药商业协调发展，稳中向好

拓宽渠道，多元化经营。2021 年度公司下属医药商业企业面对医保支付改革和国家集采等多重考验，变革商业传统配送为主的经营思路，启动商业板块子公司的改革整合，增强内部合力。通过慢病管理、智能化运营分析和院边店管理为抓手，新增直营药房 54 家和自动售药柜 89 台。

积极完善供应链建设，不断丰富经营品种。累计获得前五批国采品种 137 个在不同区域的配送权，与多个品牌厂家开展合作，先后引进 130 余家供应商，新增动销品规 2461 个，新开发等级医院 55 家，基层医疗机构 260 家。完成全业态物流业务整合，旗下桐君阁物流公司成为重庆首家同时拥有药品三方和医疗器械三方资质的公司。

由于集团对于商业板块的大力布局，2021 年公司医药商业实现销售收入 72.96 亿元（未抵销，还原后同比提升 0.02%），其中医药批发 59.89 亿元，医药零售 13.07 亿元，较前几年相比有了大幅度的提升。之后公司也会创新新零售，积极培育线上运营商，开发线上 B2B 业务及第三终端诊所合作项目，布局主流医药电商 C 端平台，填补销售渠道空缺，进一步加强终端网络布局。

## 3 盈利预测及投资建议

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设

- 医药工业板块：公司“十四五”期间持续改革，明确战略品种营收年增长 30% 以上，在聚焦核心的前提下，我们估计 2022-2024 年整体工业板块营收增速分别为 20%-21%；
- 医药商业板块：“十四五”期间优化供应链建设，整合工商、批零、医疗等各类资源，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 12%；

图表 18 业绩拆分（百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		12,149	14,195	16,497	19,196
	(+/-%)	8.4%	16.8%	16.2%	16.4%
营业成本		6,988	7,918	8,974	10,240
	毛利率	42.5%	44.2%	45.6%	46.7%
<b>一、工业(行业)</b>		<b>7,691</b>	<b>9,307</b>	<b>11,168</b>	<b>13,402</b>
	YOY	6.7%	21.0%	20.0%	20.0%
	占公司收入百分比	63.3%	65.6%	67.7%	69.8%
	毛利率	58.0%	58.5%	59.0%	59.0%
<b>二、商业(行业)</b>		<b>7,296</b>	<b>8,172</b>	<b>9,153</b>	<b>10,251</b>
	YOY	0.9%	12.0%	12.0%	12.0%
	占公司收入百分比	60.1%	57.6%	55.5%	53.4%
	毛利率	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 可比估值

	股票	股票	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	600436.SH	片仔癀	1,873	24.31	29.31	35.75	43.49	158	64	52	43
	600085.SH	同仁堂	672	12.27	14.92	17.44	20.34	60	45	39	33
	000999.SZ	华润三九	375	20.47	24.11	27.79	31.90	21	16	13	12
	平均值							80	41	35	29
公司	600129.SH	太极集团	136	-5.23	3.34	5.30	7.65		41	26	18

资料来源: wind (一致预期, 2022/7/23), 华安证券研究所

## 3.2 投资建议

### 中西并行, 工商一体

太极集团是一家总部位于重庆市的主要从事中、西成药的生产和销售, 拥有医药工业、医药商业等完整的医药产业链, 集“工、商、科、贸”一体的大型医药集团。其明星产品有藿香正气口服液、急支糖浆等老牌 OTC 药物, 年销量均过亿。

2022 年公司重整旗鼓, 半年度实现快速增长。2022 年中报预告显示, 预计 2022H1 实现归母净利润约 1.2 亿元, 同比增长 56%; 预计实现扣非归母净利润约 1.7 亿元, 同比增长 102%。

### 国药入主焕发新机, 公司规划更近一步

2021 年四月, 太极集团有限公司完成了增资相关工商变更登记手续, 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。顺利完成董事会等管理层交接工作之后, 国药制定了公司十四五发展规划, 太极集团站在新起点上, 夯实根基、改革求变、有序推进“重塑、融合、提高”三大目标。

公司坚定不移地聚焦医药健康主业, 在基础管理稳步提升的前提下, 实现研发发力、源头把控、生产智能、终端连横、营销突围, 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。

### 医药工业聚焦主品, 医药商业稳中向好

坚持主品战略, 推动业绩增长。两大主力产品为藿香正气口服液、急支糖浆, 2021 年藿香正气口服液实现销售收入 9.20 亿元, 同比增长 33.6%; 急支糖浆实现销售收入 2.77 亿元, 同比增长 74%。

梯队产品丰富, 多款过亿单品同步推动业绩增长。公司规划中, 力争藿香正气口服液、急支糖浆等战略产品实现大幅度增长 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%。

医药商业领域, 集团对于商业板块开启大力布局, 2021 年公司医药商业实现销售收入 72.96 亿元 (未抵销, 还原后同比提升 0.02%), 其中医药批发 59.89 亿元, 医药零售 13.07 亿元, 较前几年相比有了大幅度的提升。之后公司也会创新新零售, 积极培育线上运营商, 开发线上 B2B 业务及第三终端诊所合作项目, 布局主流医药电商 C 端平台, 填补销售渠道空缺。

### 推进科技创新与智能创造

2021 年公司研发投入 1.46 亿元，研发费用率为 0.84%。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。

中药种植方面，公司以道地产区基地建设为中心，启动中药材双基地建设，不断完善分级加工，战略储备和特殊品种经营模式，打造规模化、规范化、可追溯的道地药材生产基地。

#### 投资建议

国药入主后公司焕发新机，结合自身老牌药企的品牌和品种优势，未来蓄势待发。我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 142.0/165.0/192.0 亿元，分别同比增长 16.8%/16.2%/16.4%，归母净利润分别为 3.3/5.3/7.7 亿元，分别同比增长 163.8%/58.7%/44.5%，对应估值为 41X/26X/18X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### 风险提示：

- **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。
- **公司治理改革不及预期：**国企经营和改革受政策影响较大，相关政策的落实需要一定的条件和催化，存在受限的可能。
- **核心品种销售不及预期：**随着市场竞争日益加剧，以及疫情、营销等多方面影响，公司核心品种增长动力不足将导致公司工业增长。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6706	7437	8468	9801	<b>营业收入</b>	12149	14195	16497	19196
现金	1454	1569	1792	2066	营业成本	6988	7918	8974	10240
应收账款	1796	2098	2439	2838	营业税金及附加	137	142	165	192
其他应收款	220	257	299	348	销售费用	4215	4699	5494	6412
预付账款	265	300	341	389	管理费用	805	923	1089	1267
存货	2280	2583	2928	3341	财务费用	214	73	69	65
其他流动资产	691	628	670	820	资产减值损失	-286	-31	-37	-34
<b>非流动资产</b>	6464	6621	6746	6936	公允价值变动收益	115	0	0	0
长期投资	50	35	20	5	投资净收益	-17	14	16	19
固定资产	3422	3583	3744	3905	<b>营业利润</b>	-497	379	602	869
无形资产	1141	1108	1068	1031	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	1850	1894	1913	1994	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	13170	14057	15214	16737	<b>利润总额</b>	-494	379	602	869
<b>流动负债</b>	8997	9681	10456	11383	所得税	83	76	120	174
短期借款	2988	2988	2988	2988	<b>净利润</b>	-577	303	482	696
应付账款	1565	1773	2010	2293	少数股东损益	-54	-30	-48	-70
其他流动负债	4445	4920	5458	6102	<b>归属母公司净利润</b>	-523	334	530	765
<b>非流动负债</b>	1571	1471	1371	1271	EBITDA	227	676	843	1113
长期借款	703	603	503	403	EPS (元)	-0.94	0.60	0.95	1.37
其他非流动负债	868	868	868	868					
<b>负债合计</b>	10568	11152	11827	12654					
少数股东权益	-125	-156	-204	-273					
股本	557	557	557	557					
资本公积	2074	2074	2074	2074					
留存收益	96	429	959	1724					
归属母公司股东权益	2727	3061	3590	4356					
<b>负债和股东权益</b>	13170	14057	15214	16737					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	559	531	632	819
净利润	-523	334	530	765
折旧摊销	394	194	123	109
财务费用	214	84	81	78
投资损失	17	-14	-16	-19
营运资金变动	267	-32	-34	-31
其他经营现金流	-600	332	512	714
<b>投资活动现金流</b>	601	-233	-228	-367
资本支出	-220	-367	-265	-306
长期投资	844	120	20	-80
其他投资现金流	-23	14	16	19
<b>筹资活动现金流</b>	-1562	-184	-181	-178
短期借款	-214	0	0	0
长期借款	-783	-100	-100	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金流	-574	-84	-81	-78
<b>现金净增加额</b>	-401	114	223	274

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.4%	16.8%	16.2%	16.4%
营业利润	-417.5%	176.2%	58.7%	44.5%
归属于母公司净利	-891.9%	163.8%	58.7%	44.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	42.5%	44.2%	45.6%	46.7%
净利率 (%)	-4.3%	2.4%	3.2%	4.0%
ROE (%)	-19.2%	10.9%	14.8%	17.6%
ROIC (%)	-2.7%	5.1%	7.3%	9.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	80.2%	79.3%	77.7%	75.6%
净负债比率 (%)	406.2%	383.9%	349.2%	310.0%
流动比率	0.75	0.77	0.81	0.86
速动比率	0.46	0.47	0.50	0.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	1.01	1.08	1.15
应收账款周转率	6.76	6.76	6.76	6.76
应付账款周转率	4.47	4.47	4.47	4.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.94	0.60	0.95	1.37
每股经营现金流薄)	1.00	0.95	1.14	1.47
每股净资产	4.90	5.50	6.45	7.82
<b>估值比率</b>				
P/E	—	40.72	25.65	17.76
P/B	4.59	4.44	3.78	3.12
EV/EBITDA	69.69	24.65	19.40	14.36

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李昌幸，医药行业分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。