

太极集团 (600129.SH) 聚焦主业、突破销售成效初显，开启发展新历程

2022 年 08 月 04 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）
古意涵（联系人）

caimingzi@kysec.cn

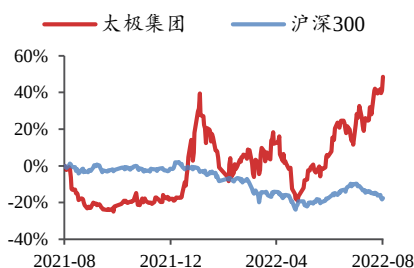
guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121020007

日期	2022/8/4
当前股价(元)	28.28
一年最高最低(元)	28.37/14.24
总市值(亿元)	157.49
流通市值(亿元)	157.49
总股本(亿股)	5.57
流通股本(亿股)	5.57
近 3 个月换手率(%)	112.97

股价走势图



数据来源：聚源

● 中药全产业链布局，国药入主改革成效显著，首次覆盖，给予“买入”评级

太极集团拥有中药全产业链布局，以及麻精特色化药业务板块。2021 年国药集团入主以来，在“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”16 字经营方针指导下，改革成效逐步显现，中成药大单品收入按照目标增速快速增长，麻精化药、医药商业两大辅业协同主业，助力公司开启发展新历程。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.10/5.08/7.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.91/1.37 元/股，鉴于公司近年归母净利润于盈亏平衡点徘徊，基数低，所以我们用 PS 和可比公司进行对比，公司当前股价对应 PS 分别为 1.1/1.0/0.8 倍，预计公司 2022-2024 年估值低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● “十四五”开启新征程：聚焦主业主品，考核利润，提质增效

公司发布《“十四五”战略规划概要（2021-2025 年）》，提出“聚焦医药工业主业，做强重点品类”的发展目标，逐一清理非主业、非盈利企业及闲置土地房产，在重点品类销售上，在奖惩机制上有了大突破，提升销售人员积极性，且分别针对 OTC 市场、处方药市场制定 KPI，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%，临床治疗型产品稳中求进持续性增长 30%；同时，国药集团加大对公司的利润考核，2022H1 公司净利润同比增长 102%，成效初显。

● 中成药聚焦大单品，突破销售，化药协同发展，目标实现高速增长

藿香正气口服液为公司 OTC 第一大单品，升级祛暑祛湿药，联合各地药店连锁开展“太极劳动防暑节”，加速销售上量，2022 年销售收入力争增长 50%；急支糖浆为双跨品种，加大 OTC 渠道营销，力争 2022 年销售额增长 50%；通天口服液、鼻窦炎口服液 2020 年提高招标价格，代理商推广积极性增强，2022 年销售收入力争增长 30%。化药板块业务中，益保世灵拥有原研药产品质量优势以及较高产品认可度，预计维持 15 亿收入规模。思为普缓释、速释结合疗效好，美菲康镇痛时间长且具备较高安全性，两者 2022 年皆力争增长 30%。

● **风险提示：**市场竞争加剧；产品推广不及预期；精细化管理能力提升不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,208	12,149	14,145	16,522	19,439
YOY(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
净利润(百万元)	66	-523	310	508	761
YOY(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
P/S(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8
P/E(倍)	238.4	-30.1	50.9	31.0	20.7
P/B(倍)	4.9	5.8	5.2	4.4	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中药全产业链布局完善，国药入主开启发展新历程.....	4
1.1、 历经 50 年建立中药全产业链布局，十四五明确一主两辅战略方向.....	4
1.2、 最终控制人变更为国务院国资委，国药集团派驻人才进入董事会.....	4
1.3、 财务数据：收入持续增长，利润端有望在国药入主后得到改善.....	7
2、 聚焦中成药主业，突破主品销售，考核利润，提质增效.....	10
2.1、 业务结构：中成药为主，化药、医药商业为辅.....	10
2.2、 “十四五”开启新征程：聚焦主业主品，考核利润，提质增效.....	11
3、 医药工业：聚焦中成药，麻精化药为辅，协同力争增长 18%+.....	12
3.1、 中成药：聚焦大单品，突破销售，目标保持高速增长.....	12
3.1.1、 藿香正气口服液：升级祛暑祛湿药，2022 年销售收入力争增长 50%.....	12
3.1.2、 急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液皆为独家双跨基药品种，近年加快增长.....	14
3.2、 化药：以麻精为特色，力争临床治疗型产品持续性增长 30%.....	17
3.2.1、 益保世灵：拥有原研药产品质量优势以及较高产品认可度，预计维持 15 亿收入规模.....	17
3.2.2、 麻精药品：在三类疼痛等级药品皆有产品布局，在各细分领域占据主导地位.....	20
4、 医药商业：主攻川渝，和医药工业主业协同发展，力争 2022 年收入增长 12%以上.....	23
5、 收入利润模型与投资建议.....	24
5.1、 收入拆分与利润模型.....	24
5.2、 盈利预测与投资建议.....	25
6、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 太极集团中药全产业链布局完善，国药入主开启发展新历程.....	4
图 2： 公司最终控制人变更为国务院国资委.....	5
图 3： 公司近 20 年收入(亿元)呈现 3 个阶段波动上升，2021 年国药入主，成效初显.....	8
图 4： 2010-2021 年毛利率持续上升，净利率由于销售费用率增加在盈亏平衡点徘徊.....	8
图 5： 2017 年来，销售费用投入加大带动整体费率提升.....	9
图 6： 经营现金流净额(亿元)自 2018 年转正持续向好.....	9
图 7： 2016-2020 年期末现金及现金等价物(亿元)呈现上升趋势.....	9
图 8： 国药集团入主后，公司应收账款周转天数、存货周转天数皆下降.....	9
图 9： 医药工业、医药商业基本各占公司收入一半.....	10
图 10： 太极集团拥有“6+1”治疗领域广泛的产品群.....	10
图 11： 2020-2021 年藿香正气口服液收入增长皆超过 30%.....	12
图 12： 藿香正气口服液 2014 年来提价 3 次.....	13
图 13： 藿香正气口服液仍有小幅度提价空间.....	13
图 14： 藿香正气口服液(10ml*10*70)自 2019 年去库存（单位：万盒）.....	13
图 15： 藿香正气口服液(10ml*5*120)自 2019 年去库存（单位：万盒）.....	13
图 16： 太极集团和山东漱玉平民开展“太极劳动防暑节”.....	14
图 17： 藿香正气口服液升级祛暑祛湿药扩展市场.....	14
图 18： 急支糖浆（200ml）2017-2019 年销量（万瓶）陆续恢复.....	15
图 19： 2020 年起两个药品收入（亿元）实现持续较快增长.....	17
图 20： 小金片收入呈现持续上涨趋势，2021 年加速增长.....	17

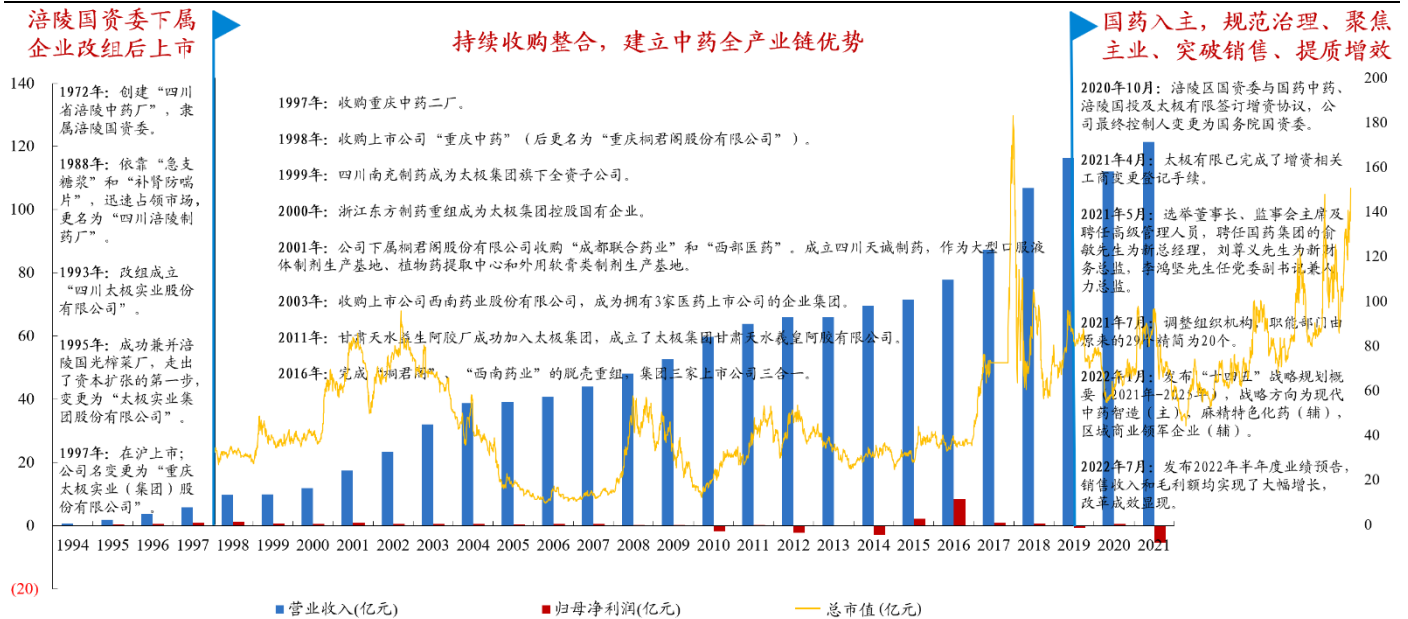
图 21: 复方板蓝根颗粒收入呈现上升趋势.....	17
图 22: 益保世灵价格(元)明显高于其他同通用名药品.....	19
图 23: 益保世灵在同通用名药品中占据主导地位.....	19
图 24: 西南药业在医院端神经系统用药-镇痛类药品收入(亿元)中排名靠前.....	20
图 25: 2016-2021 年洛芬待因缓释片收入快速增长.....	21
图 26: 2021 年缓释片在所有剂型中销售收入占比最高.....	22
图 27: 盐酸吗啡缓释片近 2 年收入增速维持 15%+.....	23
表 1: 换届后董事会变动较大, 高管团队变动较小.....	5
表 2: 公司销售过亿元产品基本分布于涪陵制药厂、西南药业、重庆桐君阁药厂 3 家药厂.....	11
表 3: 急支糖浆在中国城市零售药店终端呼吸系统中成药销售额(亿元)中排名第二.....	14
表 4: 通天口服液、鼻窦炎口服液皆为双跨产品、基药品种, 且进入全国乙类医保目录.....	15
表 5: 通天口服液、鼻窦炎口服液治疗疗程相对较长.....	16
表 6: 通天口服液、鼻窦炎口服液在 2020 年均实现较高幅度提价.....	16
表 7: 头孢菌素类药物发展至今共有五代.....	18
表 8: 相较于其他常用头孢菌素类药物, 益保世灵表现出较强体外抗菌活性 (<i>MIC90</i>) 和较低细菌耐药率 (R%)	18
表 9: 2021 年头孢唑肟排名头孢类药物品种 TOP10, 且增长较快.....	19
表 10: 公司在三类疼痛等级药品皆有产品布局.....	20
表 11: 洛芬待因类药品的竞争格局较好.....	21
表 12: 2021 年西南药业的盐酸吗啡缓释片在吗啡类药品中销售收入靠前.....	22
表 13: 太极集团收入拆分及利润预测模型(单位: 亿元人民币).....	24
表 14: 太极集团可比公司估值情况(截至 2022 年 8 月 4 日).....	25
表 15: 太极集团盈利预测.....	26

1、中药全产业链布局完善，国药入主开启发展新征程

1.1、历经 50 年建立中药全产业链布局，十四五明确一主两辅战略方向

太极集团始建于 1972 年，前身为“四川省涪陵中药厂”，隶属涪陵国资委，1993 年正式改制，1997 年成功在沪上市。公司自 1997 年起先后收购了四川省绵阳制药厂、四川南充制药厂、浙江东方制药厂、绵阳药业集团等 30 余家优质工商企业及重庆桐君阁、西南药业，形成药材种植、中成药、饮片、流通、零售等中药全产业链布局。公司的医药工业拥有藿香正气口服液、急支糖浆等独家中成药大单品以及麻精特色化药产品，医药商业布局覆盖川渝 100 多个市、区、县，零售药房品牌“太极大药房”和“桐君阁大药房”综合竞争力在川渝地区稳居第一。2020 年国药集团入主，公司最终控制人变更为国务院国资委，提出“十四五战略规划”，明确“一主两辅”的战略发展方向，以现代中药为主业，以麻精药为特色的化药、川渝地区医药商业为辅业；同时和国药集团对标，规范治理，完善制度体系化建设；医药工业聚焦主品，突破销售；管理上提质增效，由此开启发展新征程。

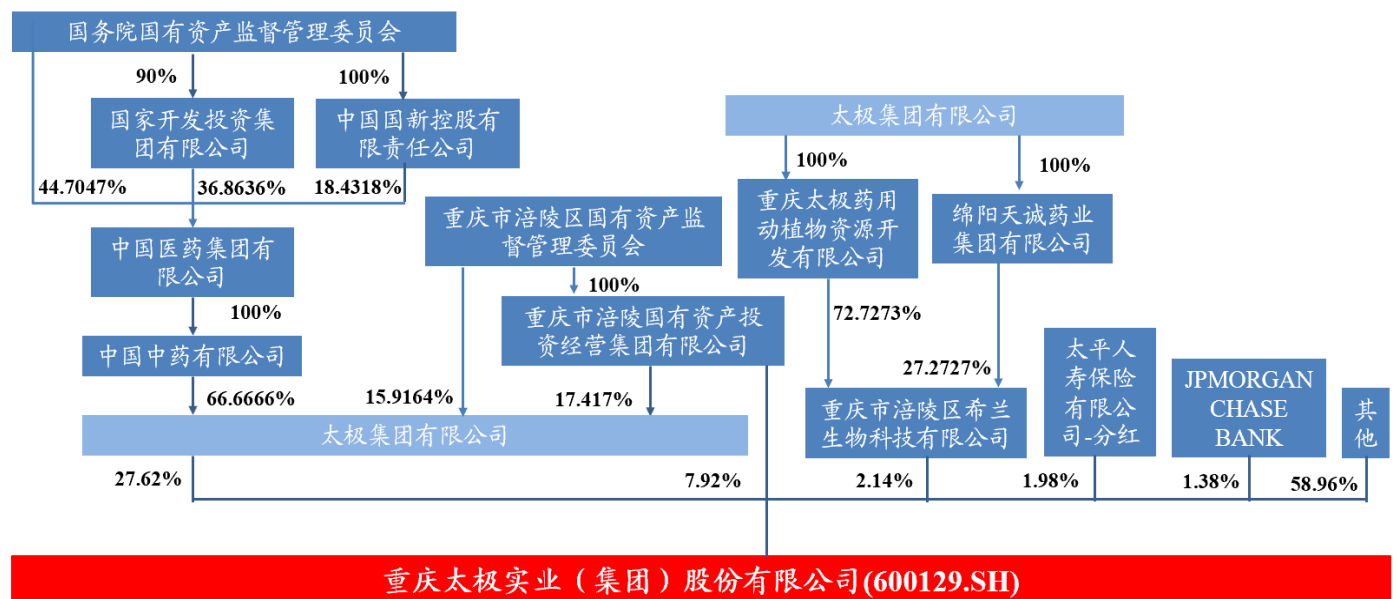
图1：太极集团中药全产业链布局完善，国药入主开启发展新征程



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、最终控制人变更为国务院国资委，国药集团派驻人才进入董事会

2020 年 10 月 27 日，涪陵区国资委与国药中药、涪陵国投及太极有限签订了《关于对太极集团有限公司的增资合作协议》，增资完成后，国药中药间接控制公司已发行股份的 29.82%，增资相关工商变更登记手续于 2021 年 4 月 15 日完成，自此，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资委。

图2：公司最终控制人变更为国务院国资委


资料来源：Wind、开源证券研究所

2021年5月，公司完成了董事会、监事会以及高管的选举。从换届前后情况来看，董事会变动较大，董事长仍为李阳春先生，剩余9个董事席位中，除了张忠喜先生之前任职于太极集团，其他董事成员皆为外部引进，其中2名来自涪陵国投，另外6名来自国药集团，包括中国中药控股有限公司总裁程学仁先生、副总裁赵东吉先生，以及3名董事，俞敏先生曾任江阴天江药业有限公司董事长、总经理兼党委书记。高管变动较小，国药集团派俞敏先生任新总经理，刘遵义先生任新财务总监，李鸿坚先生任党委副书记兼人力总监，剩余高管成员皆多年深耕于太极集团。

表1：换届后董事会变动较大，高管团队变动较小

董事会、监事会、高管任职情况					
董事会成员					
姓名	职务	任职日期	曾就职企业	简介	
李阳春	董事长/董事	20190703	太极集团	历任四川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。现任太极集团有限公司董事长，党委书记，总经理，重庆太极实业(集团)股份有限公司董事长。	
陈中游	董事	20210519	涪陵国投	历任重庆市涪陵区人民政府审批中心财政窗口负责人，重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司办公室主任，重庆市涪陵区国融典当有限责任公司总经理。现任重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司投资发展部经理，太极集团有限公司董事。	
李泽军	董事	20210519	涪陵国投	历任重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司副总经理，党委委员，总会计师；现任重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司党委副书记，总经理，太极集团有限公司董事。	
王刊	董事	20210519	国药集团	历任中国医药集团有限公司投资管理部高级业务主管，主任助理，苏州胶囊有限公司董事，现任中国医药集团有限公司投资管理部副主任，中国中药控股有限公司董事。	
杨秉华	董事	20210519	国药集团	历任国务院国资委办公厅秘书二处副处长，直属机关党委办公室副主任，直属机关党委宣传部部长，中国医药集团有限公司党群工作部主任。现任中国医药集团有限公司党委工作部部长，中国中药控股有限公司董事。	
杨珊华	董事	20210519	国药集团	历任中国医药集团有限公司副总经理，党委委员。现任中国医药集团有限公司总会计	

董事会、监事会、高管任职情况

师，中国中药控股有限公司董事，太极集团有限公司董事。

俞敏	董事	20210519	国药集团	历任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。
张忠喜	董事	20210519	太极集团	2006年~2017年任财务总监兼太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理，现任太极集团有限公司总会计师。
赵东吉	董事	20210519	国药集团	历任哈药集团三精制药股份有限公司董事，中国中药有限公司投资管理部经理，投资总监，副总经理。现任中国中药控股有限公司副总裁，联席公司秘书及总法律顾问。
程学仁	董事	20220506	国药集团	历任广东一方制药有限公司研发主任，副厂长，厂长，质量负责人，生产副总经理，销售副总经理，营销中心总经理，常务副总经理，总经理，董事长，党委书记；广东省中医研究所副所长。现任中国中药控股有限公司总裁(职业经理人)。

监事会成员

姓名	职务	任职日期	曾就职企业	简介
王永权	监事会主席/监事	20210519	涪陵国投	历任四川省涪陵地区科技情报局办公室副主任，重庆市涪陵区财政局监察科副科长，工交科副科长。现任重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司董事长，党委书记，第五届涪陵区区委委员，太极集团有限公司监事会主席。
李茹	监事	20210519	国药集团	历任国药集团药业股份有限公司麻醉药品部产品经理，销售地区经理，销售大区经理，中国医药集团有限公司风险与运营管理部副主任，主任。现任中国医药集团有限公司法务与风险管理部主任，中国中药控股有限公司董事。
万荣国	监事	20210519	太极集团	历任太极集团有限公司北方公司副总经理，总经理，太极集团重庆涪陵制药厂有限公司董事，总经理，重庆太极实业(集团)股份有限公司董事，总经理。现任太极集团重庆涪陵制药厂有限公司党委书记，董事长。
鲜亚	监事	20210519	太极集团	历任太极集团销售总公司副总经济师，总经济师，党委书记，常务副总经理，总经理，太极集团健康品事业部总经理，重庆太极实业(集团)股份有限公司董事，总经理，太极集团有限公司总经理助理，副总经理。现任西南药业股份有限公司党委书记，董事长。

高管及其他重要人员

姓名	职务	任职日期	曾就职企业	简介
俞敏	总经理	20210519	国药集团	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，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。现任太极集团有限公司副董事长，党委副书记。
崔海燕	副总经理	20120706	太极集团	曾任太极集团有限公司办公室副主任，主任，广告处处长，总经办主任，物流部部长，总经理助理。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。
蒋茜	副总经理/董事会秘书	20150827	太极集团	曾任太极集团有限公司办公室主任，西南药业股份有限公司常务副总经理，董事，董事会秘书，重庆桐君阁股份有限公司董事，副总经理。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。
罗诗遂	副总经理	20191224	太极集团	1994年进入太极集团有限公司工作，历任太极集团重庆公司副总经理，营销策划处处长，重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理。现任太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理。
陈康	副总经理	20210519	太极集团	曾任太极集团有限公司总经办副科长，知识产权部部长。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兼供应总公司总经理。
谭礼文	副总经理	20210519	太极集团	历任涪陵制药厂企管科科长，财务科长，办事处主任，销售经理，太极集团重庆销售有限责任公司副总经理。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。

董事会、监事会、高管任职情况

于宗斌	副总经理	20210519	太极集团	曾任太极集团重庆涪陵制药厂有限公司党委书记兼副总经理，现任太极集团重庆涪陵制药厂有限公司总经理，重庆太极实业(集团)股份有限公司董事。
张忠喜	副总经理	20210519	太极集团	2006 年~2017 年任财务总监兼太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理，现任太极集团有限公司总会计师。
刘尊义	财务总监	20210519	国药集团	历任中国医药集团总公司审计主任助理，太极集团有限公司财务总监。
袁永红	常务副总经理	20210519	太极集团	曾任太极集团销售总公司管理部部长，衡康销售公司副总经理，南方太极销售公司总经理，太极集团销售总公司总经理助理，副总经理，西南药业股份有限公司总经理，董事，重庆桐君阁股份有限公司董事长。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司董事兼总经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

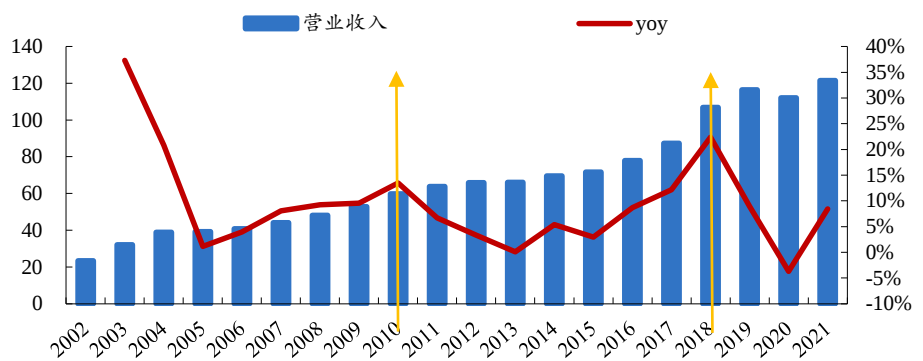
1.3、财务数据：收入持续增长，利润端有望在国药入主后得到改善

近 20 年来，公司收入呈现 3 个阶段：

2002-2010 年：艰苦度过财务危机，优化产品结构恢复正常增长。2002-2004 年，公司收入维持 20%+ 的增速，2005 年由于公司承接 3 亿多元银行债务经历首次“财务危机”，资金紧缩下严格控制工业产品发货，收入增速下降至 1%，后公司优化工业产品结构，加大普药销售，商业板块加大加强成都西部医药经营有限公司、重庆桐君阁医药批发分公司的连锁网络，2016-2010 年收入增速逐步提升。

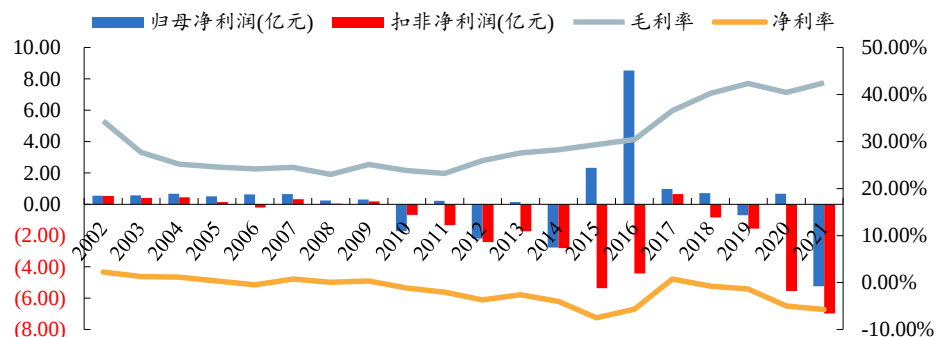
2011-2018 年：面对成本上涨，大力销售规模性产品，商业板块加强经营管理，拓展医疗终端大客户。2011 年起，医保扩容，各地基药招标，药品价格降低、新版 GMP 修订，基药电子监管、药品安全战略等政策措施的陆续出台，人工成本、能源成本和原材料成本的上升，同时，商业板块存在无效调拨业务，物流分中心经营质量不强，导致公司增速放缓。公司随之在工业板块大力推进代理销售模式，建立“有序营销”体系，规模性产品增长明显；商业板块优化品类管理，实行扁平化管理，加大医疗终端大客户推广，2018 年配送业态实现川渝市场全覆盖，整体收入增速恢复至较高水平。

2019 年至今：商业板块市场环境压力加大、疫情影响导致收入暂缓，2021 年国药入主，开启“十四五”新征程，成效初显。2019 年，随着带量采购扩容扩规、两票制全面实施，企业发展压力加大，公司商业板块收入增速下滑，工业板块大力开发省外市场，规模性产品群增长保持良好增长，整体收入增速下降至 9%；2020 年疫情影响公司医院品种、“四类药”销售，收入规模下滑；2021 年国药集团入主，聚焦主业主品，加大精细化招商，商业板块完善供应链建设、丰富经营品种，收入增速恢复至 8%，且工业大单品实现较高增长。

图3：公司近 20 年收入(亿元)呈现 3 个阶段波动上升，2021 年国药入主，成效初显


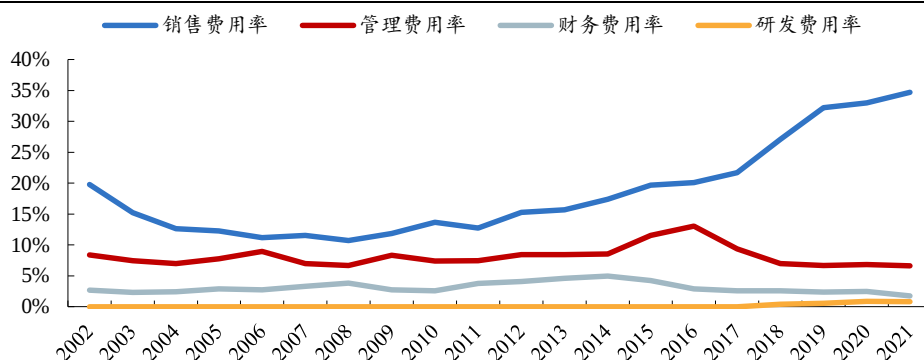
数据来源：公司公告、开源证券研究所

盈利能力：2002-2009 年，公司毛利率呈现下降趋势，主要系公司在产品销售管理方面较为粗放，低毛利产品销售占比增加，该期间利润端基本为正。2010-2016 年，公司调整产品结构，加大高毛利产品销售，毛利率呈现上升趋势，但由于公司加大广告宣传和开拓市场，同时充实机构设置导致职工薪资刚性增长，净利率呈现下降趋势，扣非净利润亏损加大。2017-2021 年，公司毛利率呈现上升趋势，尤其 2017 年优化产品结构卓有成效，公司扣非净利润扭亏为盈，但由于公司建立有序营销体系，加大推广力度导致销售费用增加，2018-2021 年净利率逐年下滑。2022H1 公司扣非净利润约 1.7 亿元，同比增长 102%。

图4：2010-2021 年毛利率持续上升，净利率由于销售费用率增加在盈亏平衡点徘徊


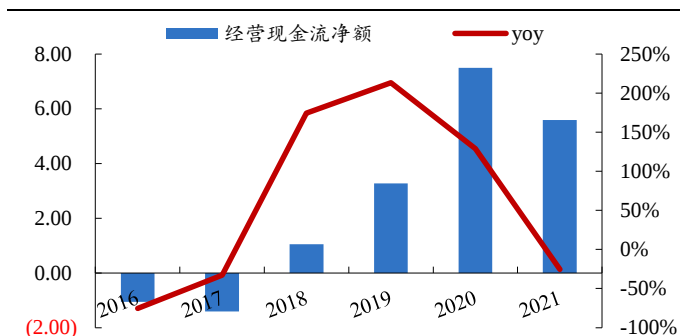
数据来源：公司公告、开源证券研究所

销售费用投入加大带动整体费率提升。2002-2008 年，公司整体费率呈现下降趋势，主要系销售费用率明显下降，从 2002 年的 19.78%下降至 10.71%。2009-2016 年，公司费率逐年提升，主要系市场投入加大导致销售费用率提升，同时充实机构设置导致管理费用率提升。2017-2021 年，公司整体费率明显上升，主要由于销售费用率从 2017 年的 33.64%快速提升至 2021 年的 43.93%。

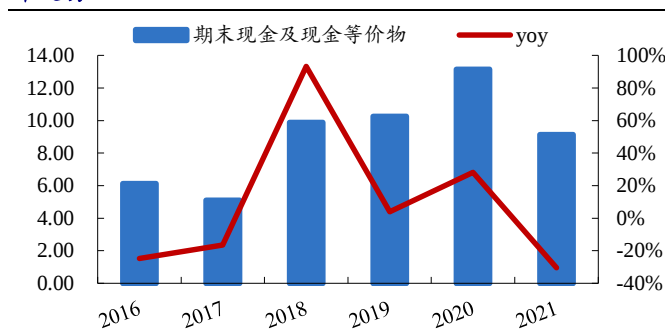
图5：2017 年来，销售费用投入加大带动整体费率提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

近 5 年现金情况持续好转。公司经营现金流净额在 2013-2017 年持续为负，主要由于充实机构设置导致支付给职工的现金增加、“两票制”导致商业应收账款增加等原因，但经营现金流净额自 2018 年转正，至 2020 年持续增加，期末现金及现金等价物也呈现增加趋势，2021 年由于支付的各项税费和薪酬增加导致经营现金流净额有所下降，同时由于银行借款减少，期末现金及现金等价物有所下降。

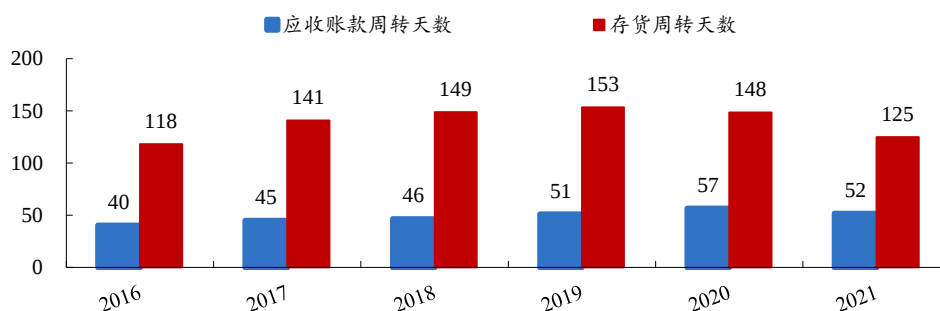
图6：经营现金流净额(亿元)自 2018 年转正持续向好


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2016-2020 年期末现金及现金等价物(亿元)呈现上升趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2016-2021 年公司应收账款周转天数呈现先升后降的趋势，主要由于 2017 年起“两票制”等原因导致公司商业应收账款增加，2018-2020 年应收账款周转天数皆为 150 天左右。2016-2020 年公司存货周转天数从 40 天持续增加至 57 天，主要系原材料及库存商品增加所致。2021 年国药集团入主公司后，将应收账款周转天数、存货周转天数作为考核指标，2021 年两个指标皆有明显下降，改革成效初步显现。

图8：国药集团入主后，公司应收账款周转天数、存货周转天数皆下降


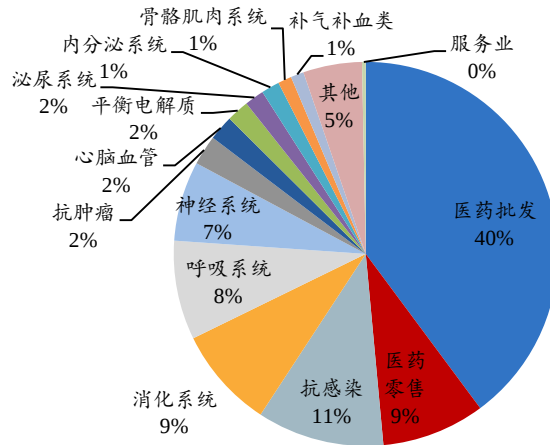
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、聚焦中成药主业，突破主品销售，考核利润，提质增效

2.1、业务结构：中成药为主，化药、医药商业为辅

公司主要从事中、西成药的生产和销售，主要业务为医药工业（2021 年收入占主营业务比 51.2%，未抵消）、医药商业（占比 48.5%，未抵消）。医药工业业务中，公司拥有涪陵制药厂、西南药业、重庆桐君阁药厂等 13 家制药厂。公司产品以消化、呼吸、心脑血管为三大战略性产品线，以抗肿瘤药物、延缓衰老药物、全身抗感染药物、内分泌系统药物、神经系统药物、大健康产品为六大成长性产品线，以治疗性大众中西普药为基础性产品线，组成了“6+1”治疗领域广泛的产品群。医药商业业务中，公司拥有重庆桐君阁股份等 20 多家医药商业公司。

图9：医药工业、医药商业基本各占公司收入一半



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：太极集团拥有“6+1”治疗领域广泛的产品群



资料来源：公司官网、开源证券研究所

2021 年，公司共有 13 个销售过亿元产品，基本分布于涪陵制药厂、西南药业、重庆桐君阁药厂 3 家药厂，该 3 家药厂也为公司旗下的重庆“智能工厂”，其中涪陵制药厂负责藿香正气口服液、急支糖浆等战略品种的生产销售，西南药业主要销售益保世灵、洛芬待因缓释片、盐酸吗啡缓释片等普药产品，桐君阁药厂主要销售复方板蓝根颗粒、小金片、鼻窦炎口服液、六味地黄丸等中成药。

表2：公司销售过亿元产品基本分布于涪陵制药厂、西南药业、重庆桐君阁药厂 3 家药厂

	抗感染	消化系统	呼吸系统	神经系统	抗肿瘤	心脑血管	平衡电解质	内分泌系统	补气补血类
涪陵制药厂		藿香正气 口服液	急支糖浆			通天口服 液		罗格列酮钠 片	
单品收入 (亿元，2021 年)		9.2	2.77			1.88		1.76	
西南药业	注射用头 孢唑肟钠			洛芬待因 缓释片、盐 酸吗啡缓 释片			氯化钠注射 液		
单品收入 (亿元，2021 年)	约 15			4.45/2.12			约 1		
桐君阁药厂	复方板蓝 根颗粒		鼻窦炎口 服液		小金片				六味地黄丸
单品收入 (亿元，2021 年)	1.45		1.28		3.42				1.07
按治疗领域分类收 入 (亿元)	16.08	12.83	12.53	10.11	3.78	3.16	2.83	2.31	1.65

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、“十四五”开启新征程：聚焦主业主品，考核利润，提质增效

2022 年 1 月 1 日，公司发布《“十四五”战略规划概要（2021-2025 年）》，提出“聚焦医药工业主业，做强重点品类”的发展目标，同时聚焦“提质增效”，制定了具体规划：

(1) 聚焦主业：公司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，2021 年对有减值迹象的资产计提减值准备 3.66 亿元，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。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。

(2) 做强重点品类：首先是在奖惩机制上有了大突破，健全激励与淘汰机制，提升销售人员积极性；其次分别针对 OTC 市场、处方药市场制定 KPI，OTC 市场通过调整价格、扩充渠道、增加赛道、强化促销、拓展区域等措施，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%，处方药市场坚持学术营销，细分市场，一事一策点对点处理，存量市场精细化提量，空白市场精细化招商，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%。此外，加大“6+1”重点领域¹的研发投入，目标“十四五”末全公司投入强度超过 5%（工业销售占比）。

（3）以利润为导向：国药集团入主后，对公司下达了收入、净利润、经营活动净现金流、营业收入净利润率、存货周转天数、应收账款周转天数、科技研发总支出共 7 个考核指标，公司近 10 年毛利率持续增长但净利润持续徘徊在盈亏平衡点附近，国药集团的考核有望促使公司加强盈利能力。目前来看，已渐有成效，**2022H1 公司净利润同比增长 102%**。

（4）提质增效：在管理能力方面，公司精简组织机构，公司总部职能部门由原来 29 个精简为 20 个，全公司人员减少 300 多人，初步实现子公司经理层成员更科学合理的配置，为任期制契约化管理的推进打下较好的基础。公司各部门及下属子公司深挖生产经营管理各环节、各流程、各作业存在的问题和不足，确定了提质类、增收类、降费类、降本类、战略性创新类 5 大提质增效项目并制定《提质增效专项工作考核办法》，从过程组织和项目结果两方面进行考核评价，设定效益目标达成率、利润贡献率等量化指标，将评价结果纳入子公司专项考核评价体系，确保公司在实现销售收入增长的同时，提升经济效益。

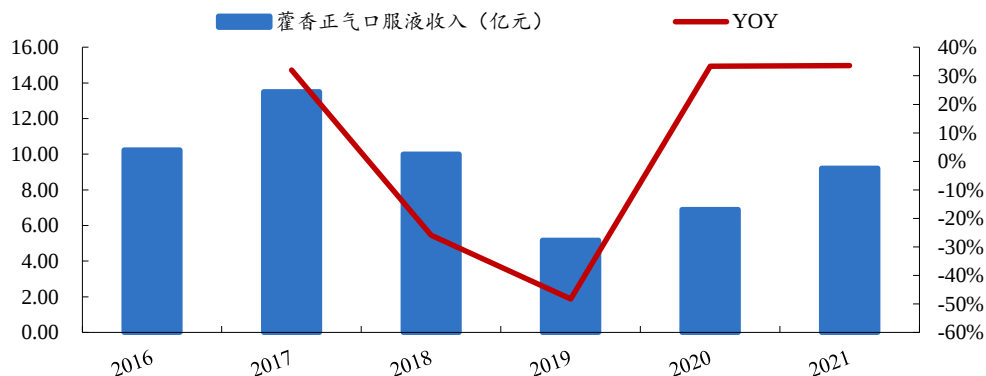
3、医药工业：聚焦中成药，麻精化药为辅，协同力争增长 18%+

3.1、中成药：聚焦大单品，突破销售，目标保持高速增长

3.1.1、藿香正气口服液：升级祛暑祛湿药，2022 年销售收入力争增长 50%

藿香正气口服液为公司 OTC 第一大单品，2021 年销售收入 9.2 亿元。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，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。2020 年起，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，产品认可度得到进一步提升，且公司加大营销力度、提升终端营销人员积极性，2020-2021 年藿香正气口服液收入增长皆超过 30%。

图11：2020-2021 年藿香正气口服液收入增长皆超过 30%



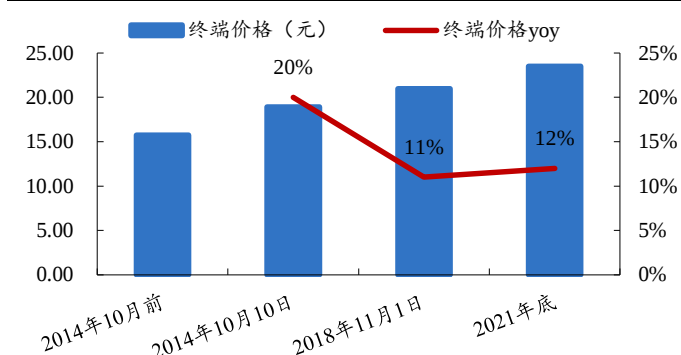
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2018 年数据为估计值，公司年报注明年销售过 10 亿元

¹ 消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节药物+大健康养生产品

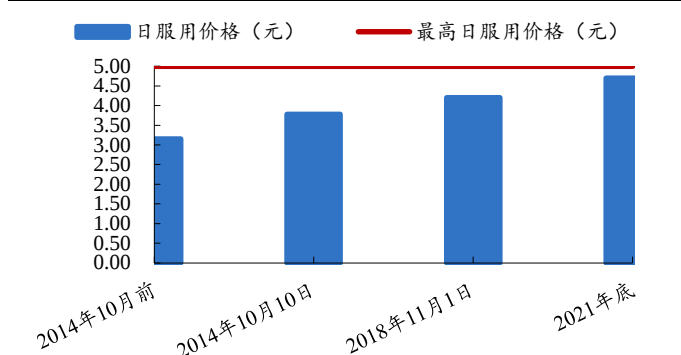
藿香正气口服液经历去库存后迎来量价齐升，预计增长以量增为主。2014 年 10 月 10 日、2018 年 11 月 1 日、2021 年底藿香正气口服液出厂价分别平均上调 20%、11%、12%。藿香正气口服液位列《国家发改委定价范围内的低价药品清单》，日均费用最高 5 元，按照一日两次，每次一支来计算，目前日均费用为 4.7 元，有较小幅度提价空间。公司自 2019 年开始去渠道库存，到 2021 年底基本将渠道库存消化完，同时提价 12%，藿香正气口服液的市场销售环境迎来较好时机，公司也在 2021 年年报提出藿香正气口服液 2022 年销售收入同比增长 50% 的较高目标。

图12：藿香正气口服液 2014 年来提价 3 次



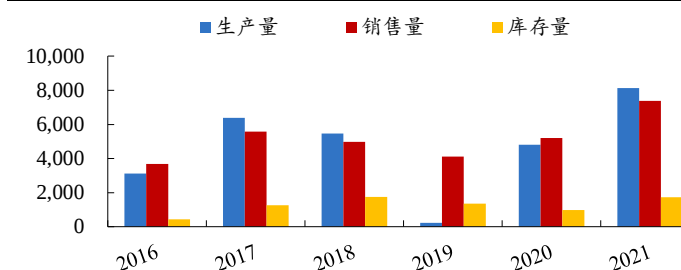
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：藿香正气口服液仍有小幅度提价空间



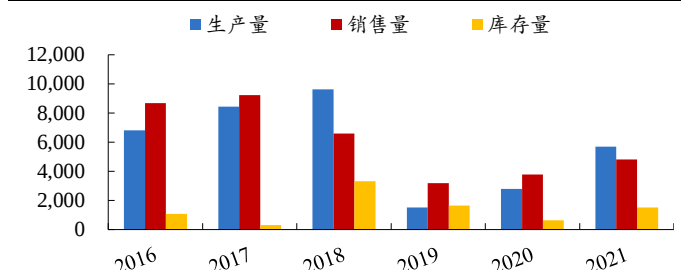
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：藿香正气口服液(10ml*10*70)自 2019 年去库存 (单位：万盒)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：藿香正气口服液(10ml*5*120)自 2019 年去库存 (单位：万盒)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

升级祛暑祛湿药扩展市场，联合各地药店连锁开展“太极劳动防暑节”，加速销售上量。历经二十多年发展，藿香品类已成为中国百姓防暑解暑的首选品类，2022 年公司重新定义藿香品类，从防暑解暑药升级为祛暑祛湿药，为品牌发展注入新势能，实现战略“破圈”。公司瞄准高温劳动者防暑需求，凸显“不含酒精”产品优势，自 2022 年 5 月 1 日在广州、深圳、成都、重庆、武汉、青岛、长沙、济南、太原、南宁等 10 个城市和全国各大连锁携手打造首届“太极劳动防暑节”，并在全国药房开展团购活动，助力终端快速上量。

图16：太极集团和山东漱玉平民开展“太极劳动防暑节”



资料来源：太极藿香正气液公众号

图17：藿香正气口服液升级祛暑祛湿药扩展市场



资料来源：太极集团公众号

3.1.2、急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液皆为独家双跨基药品种，近年加快增长

急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液皆为公司独家品种，且皆进入2018版基药目录和全国2021年医保目录。公司提出2022年急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液分别增长50%、30%、30%的目标。

(1) 急支糖浆：医院加大推广，带动OTC加快上量，力争2022年销售额增长50%

急支糖浆处方源于上海医科大学沈自尹院士经方，由四季青、金荞麦、鱼腥草、枳壳、紫苑、前胡、甘草、麻黄8味中药组成，具清热化痰、宣肺止咳之功，用于外感风热所致的咳嗽，曾获中国发明专利优秀奖。急支糖浆为双跨品种，在医院渠道和药店皆有销售。

根据米内网数据，2019年中国城市零售药店终端-止咳祛痰平喘用药中，京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏以15亿元销售额排名第一，急支糖浆以10亿元销售额排名第二，铁皮枫斗颗粒、补肺丸分别位列第3、4名，销售额5亿左右，以上4个品种皆为独家产品。在2021年度中国非处方药产品排名中，急支糖浆/颗粒荣获“中成药·止咳化痰平喘类”第二名。

表3：急支糖浆在中国城市零售药店终端呼吸系统中成药销售额（亿元）中排名第二

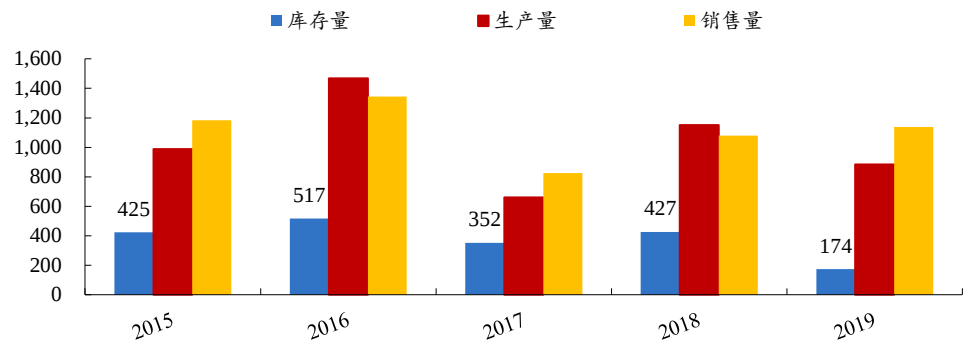
产品名称	2019	2020年估算值	yoy
京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	15	12	-22.86%
急支糖浆	10	7	-33%
铁皮枫斗颗粒	5	6	16.88%
补肺丸	5	5	2.88%
强力枇杷露	4	3	-21.59%

数据来源：米内网、开源证券研究所

从销售收入来看，急支糖浆在2016年超过4亿元，2017年销量明显下滑，预计与医院端开发力度不大有关，2017-2018年销售额维持在2-3亿元，2019年急支糖浆

(200ml 规格) 的医院中标价格大幅提升, 从 15.4~16.8 元提升至 45~48 元, 但由于采购量明显下降, 急支糖浆整体收入从超过 3 亿元下降至超过 2 亿元; 2020 年由于疫情下“四类药”存在部分药店下架的情况, 销售额下滑至 1.59 亿元; 2021 年完成 28 省的准入工作, 收入实现 74% 的高增长, 公司在 2021 年年报提出 2022 年急支糖浆收入增长 50% 的较高目标, 回归 2016 年超过 4 亿元的销售体量, 从 2022Q1 的情况来看, 实现情况较好, 呼吸系统药品同比增长 45.69%, 主要靠急支糖浆增长所致。

图18: 急支糖浆 (200ml) 2017-2019 年销量 (万瓶) 陆续恢复



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 通天口服液、鼻窦炎口服液: 独家基药, 靠医疗端推广上量

通天口服液源自中医经典名方川穹茶调散, 经加减化裁而来, 是公司独家生产的天然植物药制剂, 用于治疗偏头痛、轻中度中风, 在《偏头痛中医临床实践指南》中作为推荐中成药。**鼻窦炎口服液**源自我国著名耳鼻喉科专家、成都中医药大学熊大经教授的祖传秘方“吉雷开窍汤”, 由龙胆泻肝汤和苍耳子散加减而成, 自上世纪 70 年代就开始作为院内制剂应用于临床, 能迅速缓解急性慢性鼻窦炎、过敏性鼻炎患者鼻塞流涕等症状, 荣获 2020 年度中国非处方药中成药·口腔与耳鼻喉科类排名第一。该 2 个药品皆为双跨产品, 皆进入国家 18 版基药目录、全国 21 版乙类医保, 皆为公司的独家产品。

表4: 通天口服液、鼻窦炎口服液皆为双跨产品、基药品种, 且进入全国乙类医保目录

	功能主治	是否处方药	是否基药	是否进医保	是否独家
通天口服液	用于瘀血阻滞、风邪上扰所致的偏头痛; 用于轻中度中风病 (轻中度脑梗死) 恢复期瘀血阻络挟风证	双跨	国家 18 版基药	全国乙类医保	是
鼻窦炎口服液	用于风热犯肺, 湿热内蕴所致的鼻塞不通, 流黄稠涕	双跨	国家 18 版基药	全国乙类医保	是

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

两个药品治疗疗程相对较长, 主要靠医疗端推广上量。通天口服液有两种适应症, 偏头痛以 3 天为一疗程, 轻中度中风病以 4 周为一疗程, 鼻窦炎口服液则以 20 天为一疗程, 整体相对较长, 医院处方指导用药相较 OTC 端推广更有效。2021 年通天口服液完成 25 省, 鼻窦炎口服液完成 23 省的准入工作, 把学术推广工作精细化到每一个地区, 就近期来看, 公司于 2022 年 5 月 22 日与迈特兴医药有限公司共同举办江苏省通天口服液系列研讨会, 出席研讨会的有江苏省中医院、南京鼓楼医院、南京脑科医院、东南大学附属中大医院、南京同仁医院、南京市第一医院、南京市中医院等众多临床一线专家、学者, 研讨会肯定了中成药在脑梗死恢复期的治疗效果, 有利加强通天口服液的临床应用。

表5：通天口服液、鼻窦炎口服液治疗疗程相对较长

药品名称	适应症	用法用量	规格	零售端价格	日服用价格(元)	
通天口服液	偏头痛	第一日：即刻、服药 1 小时后、2 小时后、4 小时后各服 10ml，以后每 6 小时服 10ml。第二日、三日：一次 10ml，一日 3 次，三天为一疗程	10ml/支	6 支/盒	32 元/盒	10.7
	轻中度中风病	一次 20ml，一日 3 次， 疗程为 4 周	10ml/支	10 支/盒	60.5 元/盒	36.3
鼻窦炎口服液	用于鼻塞不通、流黄稠涕	一次 10ml，一日 3 次， 20 日为一疗程	10ml/支	10 支/盒	33 元/盒	9.9

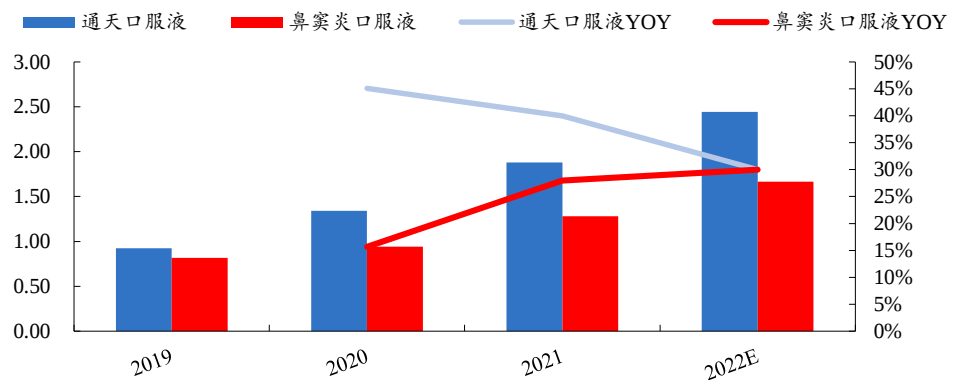
资料来源：药智网、天猫太极医药旗舰店、开源证券研究所

2020 年提高招标价格，代理商推广积极性增强，收入增长加快。公司于 2020 年起提升两个药品的招标价格，近乎翻倍，2020-2021 年通天口服液保持 40%+的收入增速，鼻窦炎口服液 2020 年收入增长 16%，2021 年增长 28%，且公司目标 2022 年两者皆实现 30%的收入增长。

表6：通天口服液、鼻窦炎口服液在 2020 年均实现较高幅度提价

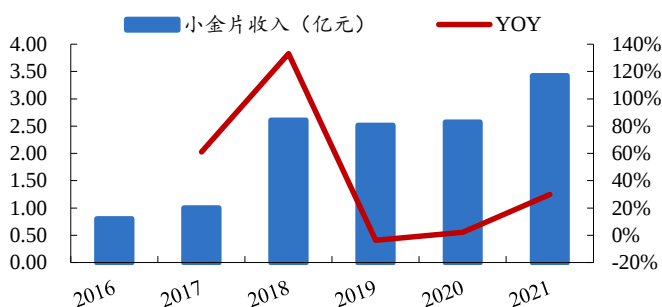
通天口服液					鼻窦炎口服液				
发布日期	中标省份	规格	中标价(元)	中标价(10ml)	发布日期	中标省份	规格	中标价(元)	中标价(10ml)
2022/3/29	湖北	60ml	33	5.50	2022/3/3	广西	120ml	56	4.67
2022/3/17	甘肃	60ml	34	5.67	2021/12/13	江苏	100ml	45	4.50
2021/11/24	陕西	100ml	55	5.50	2021/8/26	重庆	60ml	28	4.67
2021/9/30	江苏	60ml	33	5.50	2021/5/26	云南	60ml	28	4.67
2021/8/23	吉林	10ml	2.4959	2.50	2021/3/19	陕西	60ml	28	4.67
2021/4/19	云南	60ml	33	5.50	2020/12/16	陕西	60ml	28	4.67
2021/3/19	陕西	60ml	33	5.50	2020/9/21	甘肃	120ml	34.26	2.86
2020/8/10	甘肃	60ml	34	5.67	2020/7/31	江苏	60ml	29	4.83
2020/6/15	宁夏	10ml	5.8333	5.83	2020/6/12	四川	120ml	34.26	2.86
2020/4/29	北京	120ml	84	7.00	2020/3/20	广西	60ml	30	5.00
2020/2/21	山东	60ml	33	5.50	2019/11/30	重庆	100ml	22.99	2.30
2019/11/30	重庆	100ml	28.48	2.85	2019/1/25	广东	10ml	2.12	2.12
2019/1/25	广东	10ml	2.4959	2.50	2018/8/29	云南	120ml	34.26	2.86
2018/10/25	云南	100ml	28.37	2.84	2018/5/18	陕西	100ml	21.33	2.13
2018/3/28	贵州	100ml	28	2.80	2018/3/28	贵州	120ml	34.26	2.86

数据来源：药智网、开源证券研究所

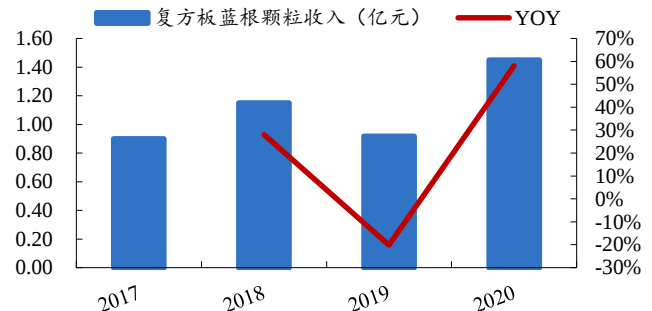
图19：2020年起两个药品收入（亿元）实现持续较快增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司过亿中成药品种还有小金片、复方板蓝根颗粒、六味地黄丸等。小金片主治散结消肿、化瘀止痛，多用于乳腺增生治疗。小金类产品还有小金胶囊和小金丸，在2021年广东中成药集采中降价15%，降幅温和，由于小金片为独家产品，且小金片相对其他小金品类单次服用量较少，单位有效成分麝香酮含量更高，药效更好，我们预计集采后量增能够抵消价格下降带来的影响。复方板蓝根颗粒主治风热感冒、咽喉肿痛，在重庆中药二厂、桐君阁药厂、四川南充制药、四川绵阳制药皆有生产，主销川渝地区，其销售收入从2017年的0.9亿元提升至2020年的1.45亿元，对应CAGR 17%，我们预计该产品收入未来有望维持10%-15%的稳健增长。六味地黄丸主治滋阴补肾，销售厂家数量多，公司主销川渝地区，2021年收入1.07亿元，同比增长28%。

图20：小金片收入呈现持续上涨趋势，2021年加速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：复方板蓝根颗粒收入呈现上升趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、化药：以麻精为特色，力争临床治疗型产品持续性增长 30%

3.2.1、益保世灵：拥有原研药产品质量优势以及较高产品认可度，预计维持 15 亿 收入规模

头孢菌素类药物是临床中常用于治疗感染性疾病的药物种类，发展至今共有五代，前两代对革兰氏阳性菌作用强大，且具有一定肾毒性，第三代对革兰氏阴性菌作用强大，基本没有肾毒性，第四代和第五代都没有肾毒性，且对革兰氏阴性菌和革兰氏阳性菌作用均十分明显。

表7：头孢菌素类药物发展至今共有五代

		主要代表药物
第一代	对革兰氏阳性菌作用十分强大，但是对革兰氏阴性菌作用较差，而且具有一定的肾毒性	头孢拉定、头孢唑林、头孢氨苄和头孢羟氨苄等
第二代	对革兰氏阳性菌的作用与第一代间相似，对革兰氏阴性菌的作用有所加强，肾毒性也逐步减轻	头孢呋辛、头孢孟多、头孢克洛、头孢丙烯、头孢替安等
第三代	对革兰氏阴性菌作用十分强大，但是对革兰氏阳性球菌作用不如第一代和第二代，基本上没有肾毒性	头孢他啶、头孢哌酮、头孢曲松、头孢唑肟、头孢噻肟、头孢克肟等
第四代	都没有肾毒性，对革兰氏阴性菌和革兰氏阳性菌作用均十分明显	头孢吡肟、头孢匹罗
第五代	都没有肾毒性，对革兰氏阴性菌和革兰氏阳性菌作用均十分明显	头孢洛林酯、头孢托罗、头孢吡普

资料来源：《头孢菌素类药物的药理学特点和临床应用情况分析》、开源证券研究所

益保世灵（头孢唑肟，Ceftizoxime, CZX）是日本藤泽公司原研产品，于20世纪80年代开始应用于临床，被临床评价为第三代头孢菌素优良品种，1989年在中国唯一授权西南药业生产和销售。相较于其他常用头孢菌素类药物，包括同为第三代头孢菌素的头孢他啶、头孢曲松，以及第二代的头孢呋辛，益保世灵表现出较强抗菌力和较低细菌耐药率。

表8：相较于其他常用头孢菌素类药物，益保世灵表现出较强体外抗菌活性（MIC₉₀）和较低细菌耐药率（R%）

细菌	益保世灵		头孢他啶		头孢曲松		头孢呋辛	
	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%
革兰阴性菌	大肠埃希菌	0.062	0	0.25	0	0.062	0.8	3.4
	肺炎克雷伯菌	0.031	0	0.25	0	0.12	0.8	8.5
	阴沟肠杆菌	512	14.29	512	42.86	512	4286	512
	产气肠杆菌	0.25	0	2	4.3	32	8.7	512
	福氏志贺菌	0.031	0	0.062	0	0.062	0	4
	宋氏志贺菌	0.031	0	0.125	0	0.031	0	4
	奇异变形杆菌	0.031	0	0.5	3.8	0.125	0	2
	摩氏摩根菌	16	0	2	0	8	0	64
	弗劳地枸橼酸菌	16	9.1	32	13.64	64	13.64	256
	粘质沙雷菌	16	9.5	256	14.3	256	76.2	512
	不动杆菌属	256	13.8	512	20.7	512	13.8	512
	铜绿假单胞菌	512	40.9	16	9	512	77.3	512
	流感嗜血杆菌	0.004	0	0.125	3.4	0.004	0	0.004
革阳性菌	金黄色葡萄球菌	8	6.3	8	4.2	4	2.1	2
	表皮葡萄球菌	16	3.8	16	1.9	8	0	2
	肺炎链球菌	0.25	0	2	0	0.062	0	0.125
	化脓性链球菌	1	0	8	0	1	0	1

细菌	益保世灵		头孢他啶		头孢曲松		头孢呋辛	
	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%	MIC ₉₀	R%
菌								
无乳链球菌	0.125	0	0.25	0	0.031	0	0.031	0
卡他莫拉菌	0.062	0	0.031	0	0.062	0	0.5	0
粪肠球菌	512	34.48	512	34.48	512	34.48	512	34.48

数据来源：益保世灵产品宣传册、开源证券研究所

从销售情况来看，根据米内网数据，2021 年头孢类药物中，第三代头孢菌素药物的大单品更多，TOP 5 中第三代占了第 1、2、4 名，头孢唑肟则以超过 34 亿的销售额排名第 6，同比增长 11%。

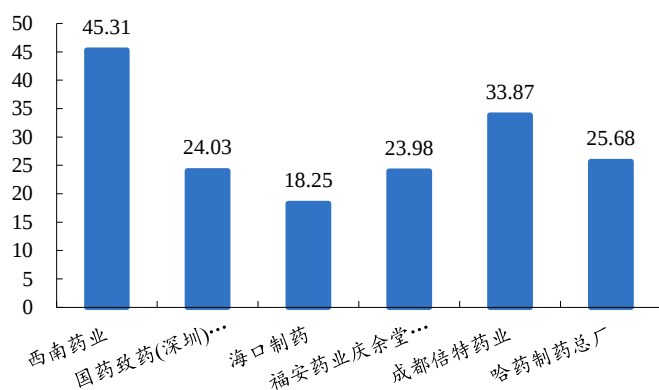
表9：2021 年头孢唑肟排名头孢类药物品种 TOP10，且增长较快

TOP	品种	销售额（亿元）	增长率
1	头孢哌酮舒巴坦	69+	9%
2	头孢他啶*	54+	1%
3	头孢呋辛*	44+	2%
4	头孢曲松*	37+	21%
5	头孢唑林*	37+	5%
6	头孢唑肟	34+	11%
7	拉氧头孢	23+	14%
8	头孢西丁	22+	-10%
9	头孢噻肟	18+	15%
10	头孢米诺	14+	-3%

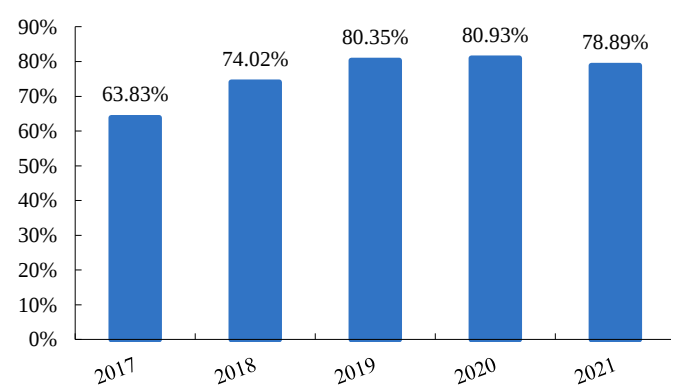
数据来源：米内网、开源证券研究所

注：带*的为国产品种（不含第七批）

益保世灵在同通用名药品中占据主导地位，产品认可度高。益保世灵为日本原研药，原料由日本原研厂家独家供应，其价格明显高于其他仿制药，根据米内网数据，益保世灵在同通用名药品中收入占比近 3 年维持 80% 左右，远高于其他仿制药，占据主导地位。

图22：益保世灵价格(元)明显高于其他同通用名药品


数据来源：米内网、开源证券研究所

图23：益保世灵在同通用名药品中占据主导地位


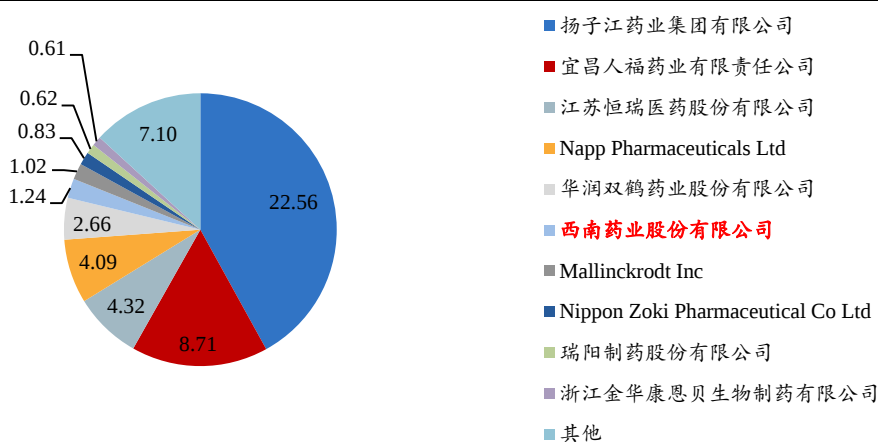
数据来源：米内网、开源证券研究所

预计未来 2 年内集采可能性不大，有望维持 15 亿销售收入体量。益保世灵自 2017 年启动一致性评价工作以来，2018 年获得原研企业许可和支持，于 2018 年 12 月向药审中心正式提交了该品种作为我国原研药地产化参比制剂的申请，目前未通过一致性评价，预计未来 2 年内集采可能性不大。根据 2021 年益保世灵医疗机构实际采购情况，测算出 2021 年益保世灵销售收入为 15 亿元左右，考虑到益保世灵的原研药产品质量优势以及较高产品认可度，我们预计益保世灵在集采前能够保持该销售体量。

3.2.2、麻精药品：在三类疼痛等级药品皆有产品布局，在各细分领域占据主导地位

公司化药板块以麻精药品为特色，根据 PDB 数据，2021 年医院端神经系统用药-镇痛类药品厂家中，西南药业排名第 6。

图24：西南药业在医院端神经系统用药-镇痛类药品收入（亿元）中排名靠前



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司在三类疼痛等级药品皆有产品布局。世界卫生组织提出缓解癌症疼痛采用三阶梯方案，对于轻度疼痛患者采用布洛芬、阿司匹林等解热镇痛药物；对于中度疼痛患者采用氨氯待因、可待因等弱阿片类镇痛药物；对于重度疼痛患者采用吗啡等强效阿片类镇痛药物²。公司在三类疼痛等级药品皆有产品布局，亿元以上大品种包括洛芬待因缓释片（思为普）和盐酸吗啡缓释片（美菲康）2 个药品，2021 年思为普、美菲康收入分别为 4.45、2.12 亿元。

表10：公司在三类疼痛等级药品皆有产品布局

治疗疼痛等级	代表产品
轻度疼痛	散列通
中度疼痛	洛芬待因缓释片、布洛芬缓释片
重度疼痛	盐酸吗啡缓释片、盐酸吗啡缓释片（24h 渗透泵型，临床研究阶段）、盐酸羟考酮缓释片（临床研究阶段）

资料来源：公司公告、开源证券研究所

（1）洛芬待因缓释片（思为普）：缓释、速释结合疗效好，在洛芬待因类药品中占据主导地位

洛芬待因缓释片为公司独家产品，主要用于多种原因引起的中等疼痛的镇痛，

² 唐海东，袁鸿芳，唐紫倩，唐力辉，李小叶. 盐酸吗啡缓释片治疗癌症疼痛的临床疗效及其安全性. 临床合理用药 2021 年 7 月第 14 卷第 7 期下.

是二阶梯镇痛的首选药物³。

速释和缓释双相结合，快速起效、长时间作用。洛芬待因缓释片是由磷酸可待因(13mg)和布洛芬(200 mg)组成的复方缓释制剂，其中磷酸可待因层采用速释技术，体内起效时间为 30~40 min，可快速发挥镇痛作用；布洛芬缓释层采用缓释技术，体内释放长达 12 h，质量稳定，血药浓度平稳，长时间发挥镇痛作用。由此，洛芬待因缓释片为速释和缓释双相结合，实现快速起效、长时间作用⁴。

洛芬待因类药品的竞争格局较好，西南药业占据主导地位。目前洛芬待因类药品共有 3 个药品，其中国药集团的洛芬待因片、西南药业的洛芬待因缓释片已上市，马应龙药业和安徽省先锋制药的洛芬待因缓释胶囊还未上市，马应龙于 2019 年启动了临床 I 期，目前还在进行中（尚未招募）。从销售情况来看，根据米内网数据，2021 年国药集团、西南药业的销售收入占比分别为 15.71%、84.29%，西南药业占据绝大部分市场。

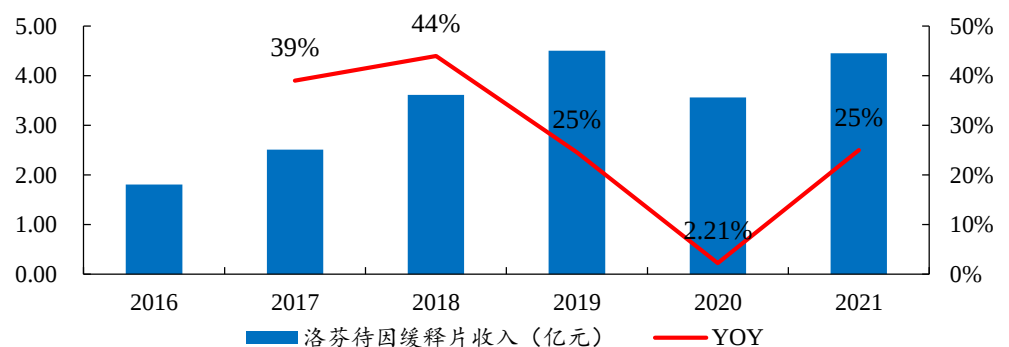
表11：洛芬待因类药品的竞争格局较好

药品名称	生产厂家	上市情况	医保	是否基药
洛芬待因片	国药集团	已上市	乙类	非
洛芬待因缓释片	西南药业	已上市	乙类	非
洛芬待因缓释胶囊	马应龙药业	未上市，临床 I 期进行中	-	-
	安徽省先锋制药	未上市	-	-

资料来源：药智网、开源证券研究所

收入保持快速增长。2016-2021 年，思为普实现较高速增长，2020 年疫情导致医院停诊、限流等，思为普主要在院内销售，由此增速暂缓，但 2021 年快速恢复至 25% 的较高增速，2022 年公司目标实现 30% 的收入增速。

图25：2016-2021 年洛芬待因缓释片收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 盐酸吗啡缓释片（美菲康）：镇痛时间长且具备较高安全性，2022 年力争增长 30%

吗啡为重度癌痛第三阶段首选药物，主要分为缓释剂和即释剂，即释剂需要每天多次服药，体内血液中的药物浓度变化较大，存在较大副作用，缓释剂将药物分为多份，通过特殊方式将药物根据不同时间释放，患者每天不需要多次服药，体内

³ 温明铃，姚梅芬，何朋飞等. 镇痛药物临床应用分析[J]. 解放军药学学报, 2015, 31(2): 179—181.

⁴ 齐云，张玲玲，李标洛. 芬待因缓释片的临床研究及应用概况. 中国药业, 2018 年 12 月 5 日第 27 卷第 23 期.

血液药物浓度稳定，治疗效果佳，药物持续时间长，患者出现副作用情况少⁵。从销售情况来看，根据 PDB，2021 年缓释片在所有剂型中销售收入占比 77%，表明该剂型的疗效市场认可度高。

图26：2021 年缓释片在所有剂型中销售收入占比最高



数据来源：PDB、开源证券研究所

吗啡缓释剂有 2 类，盐酸吗啡缓释片和硫酸吗啡缓释片，两者治疗重度癌性疼痛的镇痛强度、镇痛效果相近，产生的不良反应均较轻微⁶。硫酸吗啡缓释片有 2 个厂家，萌蒂（中国）制药、BARD 制药，盐酸吗啡缓释片为西南药业独家产品。从销售情况来看，根据 PDB 数据，2021 年西南药业、萌蒂（中国）制药、BARD 制药销售吗啡缓释剂收入分别为 0.26、0.18、0.10 亿元，西南药业销售情况较好。

表12：2021 年西南药业的盐酸吗啡缓释片在吗啡类药品中销售收入靠前

药品名称	生产厂家	2021 年部分医院销售收入（亿元）
盐酸吗啡缓释片	西南药业	0.26
硫酸吗啡缓释片	萌蒂（中国）制药	0.18
	BARD 制药	0.10
硫酸吗啡口服溶液	东北制药	0.01
硫酸吗啡片	青海制药厂	<0.01
盐酸吗啡片	青海制药厂	<0.01
	东北制药	0.05 左右
硫酸吗啡栓	马应龙药业	0.05
硫酸吗啡注射液	青海制药厂	<0.01
盐酸吗啡注射液	东北制药	<0.05

数据来源：PDB、开源证券研究所

镇痛时间长且具备较高安全性。盐酸吗啡缓释片主要成分为盐酸吗啡，盐酸吗啡的盐酸是单元酸，并且该药物纯度较高，热分解稳定性较高，具有较好水溶性，不会受胃肠食物饱和度影响，可以促进患者吸收，从而可以达到较好镇痛效果，普通镇痛药剂的镇痛时间为 2~3h，而盐酸吗啡缓释片镇痛时间可达到 8~12h，镇痛时间较长；使用缓释片可降低血药高峰浓度，可以降低不良反应发生风险，具有较高安全性⁷。

收入基本保持 15%+增长，2022 年力争增长 30%。2017-2021 年，盐酸吗啡缓

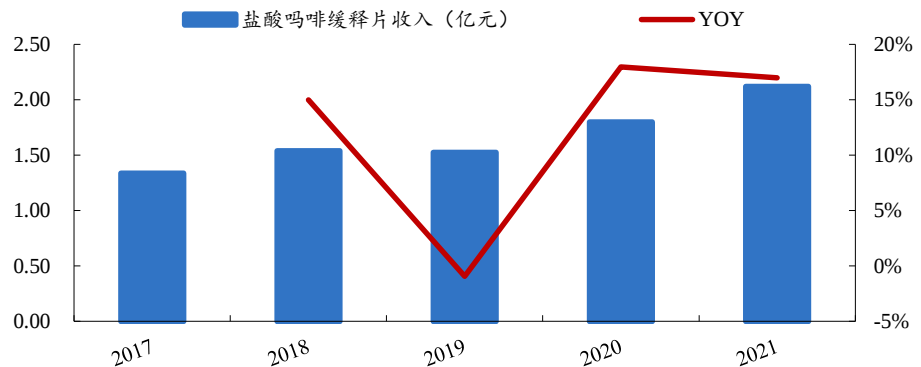
⁵ 洪杰，孙青，刘云琴，康新国. 比较癌痛应用盐酸吗啡片与硫酸吗啡缓释片治疗的药物经济学成本效果. 中国现代药物应用 2021 年 5 月第 15 卷第 10 期.

⁶ 吕建华，李永兵，吕建莉. 盐酸吗啡缓释片与硫酸吗啡缓释片治疗重度癌性疼痛的疗效比较. 中国医院用药评价与分析 2016 年第 16 卷第 4 期.

⁷ 唐海东，袁鸿芳，唐紫倩，唐力辉，李小叶. 盐酸吗啡缓释片治疗癌症疼痛的临床疗效及其安全性. 临床合理用药 2021 年 7 月第 14 卷第 7 期下.

释片收入增速基本保持 15%+，2019 年收入增长暂缓，预计与医院端处方量下降等因素有关。公司在 2021 年年报中提到通过精细化学术推广，全力实现 2022 年美菲康收入增长 30%。

图27：盐酸吗啡缓释片近 2 年收入增速维持 15%+



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司新研发盐酸吗啡缓释片（24h 渗透泵型），目前仍处于临床研究阶段中，该药品为改良型新药化学药 2.2 类，境内外均未上市，适用于其他镇痛药无效的，需要每天、连续不断、长期阿片类镇痛治疗的疼痛，和美菲康形成补充，预计上市后能够扩大产品覆盖面，带动麻精药品进一步增长。

4、医药商业：主攻川渝，和医药工业主业协同发展，力争 2022 年收入增长 12%以上

公司将医药商业作为发展辅业，和医药工业主业协同发展。公司医药商业系统是西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，经营品规达 5 万余个，涵盖药品批发、配送、零售、进出口等业务，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。零售药房两大品牌“太极大药房”和“桐君阁大药房”的综合竞争力在川渝地区稳居第一。

公司商业板块以医药批发为主，2021 年医药批发收入占医药商业比为 82%，面对医保支付改革和国家集采，公司变革商业传统配送为主的经营思路，开展多元化经营，优化供应链建设，提升运营效率，**力争公司医药商业销售收入增长 12%以上：**

（1）丰富经营品种，与多个品牌厂家充分开展合作，2021 年先后引进 130 余家供应商，新增动销品规 2461 个；构建全域数字化整合营销平台，实现线上线下全程追溯、精准分析、精准促销，**2022 年力争实现商业分销业务收入同比增长 12%以上；**

（2）开拓医院网络，2021 年新开发等级医院 55 家，基层医疗机构 260 家，2022 年计划全年新开发等级医疗机构不少于 100 家，基层医疗机构不少于 1000 家全力推进配送区域中医院全覆盖，**2022 年力争实现两大终端配送业务收入同比增长 14%以上；**

（3）高质量发展零售业务，进一步优化直营门店位置，加快 DTP 药房布局，2022 年新发门店 100 家以上(包含加盟)，**力争实现直营零售业务收入同比增长 10%以上。**

5、收入利润模型与投资建议

5.1、收入拆分与利润模型

- (1) **工业收入方面**，我们按照治疗领域分类，同时拆分出大单品，根据公司年报中提到的目标增长预期，将大单品预测收入和其他同治疗领域产品预测收入加总得到单个治疗领域产品合计收入。以呼吸系统为例，其中大单品包括急支糖浆、鼻窦炎口服液、复方板蓝根颗粒，我们假设其2022-2024年收入增速分别为50%+、30%+、10%+，同时假设其他呼吸类产品10%左右的稳健增速，汇总得到呼吸系统2022-2024年收入增速为25%-30%。**商业收入方面**，我们按照公司给予的12%的收入增长预期进行假设。鉴于公司目前聚焦主业，持续剥离非主业业务，我们在预测中仅考虑医药工业和医药商业两部分业务。
- (2) **利润方面**，公司在十四五规划中提到以利润为导向、提质增效、加大研发，由此我们假设毛利率逐年提升，销售费用率由于机构精简同比下降、管理费用率逐年下降，研发费用增加（基本维持在工业收入的2%左右）。

表13：太极集团收入拆分及利润预测模型（单位：亿元人民币）

	2021	2022E	2023E	2024E
一、抗感染	16.08	15.50	14.50	14.00
yoy	15.66%	-3.62%	-6.45%	-3.45%
二、消化系统	12.83	20.28	28.87	40.21
yoy	47.91%	58.01%	42.38%	39.28%
三、呼吸系统	12.53	16.06	20.50	25.83
yoy	55.00%	28.14%	27.60%	26.03%
四、神经系统	10.11	12.44	15.39	19.15
yoy	273.41%	22.99%	23.73%	24.43%
五、抗肿瘤	3.78	4.33	4.92	5.54
yoy	-31.88%	14.53%	13.64%	12.74%
六、心脑血管	3.16	4.04	4.97	6.15
yoy	27.51%	27.86%	23.04%	23.78%
七、平衡电解质	2.83	3.11	3.42	3.77
yoy	11.40%	10%	10%	10%
八、内分泌系统	2.31	2.88	3.46	3.98
yoy	30.65%	25%	20%	15%
九、补气补血类	1.65	2.06	2.47	2.84
yoy	-42.24%	25%	20%	15%
十、其他	11.63	12.21	12.70	13.08
yoy	-53.49%	5%	4%	3%
工业收入	76.91	92.91	111.20	134.55
yoy	4.55%	20.80%	19.68%	21.00%
商业收入	72.96	81.72	91.53	102.51
yoy		12.0%	12.0%	12.0%
服务业收入	0.47			

	2021	2022E	2023E	2024E
yoy				
其他业务收入	0.73			
收入抵消	29.58	33.18	37.50	42.67
收入抵消占比	19.58%	19%	19%	18%
收入合计	121.49	141.45	165.22	194.39
yoy	8.40%	16.43%	16.80%	17.66%
毛利率	42.49%	44.01%	45.35%	46.54%
毛利额	51.62	62.25	74.92	90.46
税金及附加	1.37	1.60	1.87	2.20
销售费用	42.15	43.85	51.22	60.26
销售费用占比	34.7%	31.0%	31.0%	31.0%
管理费用	8.05	9.05	10.41	12.05
管理费用占比	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%
研发费用	1.03	2.10	2.22	2.69
研发费用占比	0.8%	1.5%	1.3%	1.4%
财务费用	2.14	2.36	2.59	2.85
财务费用占比	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
营业利润	-4.97	4.53	7.44	11.14
净利润	-5.77	3.40	5.59	8.37
归母净利润	-5.23	3.10	5.08	7.61
yoy	-891.88%	159.19%	64.14%	49.76%
归母净利率	-4.31%	2.19%	3.08%	3.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与投资建议

太极集团自 1972 年创建以来，拥有药材种植、中成药、饮片、流通、零售等中药全产业链布局，以及麻精特色化药业务板块。2021 年国药集团入主以来，在“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”16 字经营方针指导下，改革成效逐步显现，中成药大单品收入按照目标增速快速增长，麻精化药、医药商业两大辅业协同主业，助力公司开启发展新历程，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 141.45/165.22/194.39 亿元，归母净利润分别为 3.10/5.08/7.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.91/1.37 元/股，鉴于公司近年归母净利润于盈亏平衡点徘徊，基数低，所以我们用 PS 和可比公司进行对比，公司当前股价对应 PS 分别为 1.1/1.0/0.8 倍，预计公司 2022-2024 年估值低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：太极集团可比公司估值情况（截至 2022 年 8 月 4 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				P/S (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000538.SZ	云南白药	54.27	2.18	2.38	2.73	3.03	2.7	2.4	2.1	1.9
600750.SH	江中药业	15.43	0.80	0.84	0.89	0.95	3.4	2.8	2.5	2.2
000999.SZ	华润三九	37.55	2.09	2.44	2.82	3.23	2.4	2.1	1.8	1.6
600085.SH	同仁堂	49.35	0.00	1.09	1.27	1.48	4.6	4.1	3.6	3.2

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				P/S (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600422.SH	昆药集团	11.01	0.67	0.77	0.88	1.03	1.0	0.9	0.8	0.7
002737.SZ	葵花药业	17.66	1.21	1.35	1.56	1.78	2.3	2.0	1.7	1.5
可比公司平均				1.39	1.48	1.69	1.9	2.7	2.4	2.1
600129.SH	太极集团	28.28	-0.94	0.56	0.91	1.37	1.3	1.1	1.0	0.8

数据来源：Wind、开源证券研究所；可比公司盈利预测数据皆来源 Wind 一致预期

表15：太极集团盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,208	12,149	14,145	16,522	19,439
YOY(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
净利润(百万元)	66	-523	310	508	761
YOY(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
P/S(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8
P/E(倍)	238.4	-30.1	50.9	31.0	20.7
P/B(倍)	4.9	5.8	5.2	4.4	3.7

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、风险提示

市场竞争加剧；产品推广不及预期；精细化管理能力提升不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8322	6706	8931	8509	11146
现金	2084	1454	1693	1978	2327
应收票据及应收账款	1703	1818	2137	2359	2792
其他应收款	1130	220	1352	485	1676
预付账款	315	265	410	379	549
存货	2570	2280	2670	2641	3133
其他流动资产	520	668	668	668	668
非流动资产	6423	6464	6835	7239	7713
长期投资	73	50	27	5	-18
固定资产	3058	3422	3909	4431	5025
无形资产	1372	1369	1373	1371	1366
其他非流动资产	1921	1622	1525	1433	1340
资产总计	14745	13170	15765	15748	18858
流动负债	9392	8997	11236	10754	13182
短期借款	3202	2988	4128	4021	4244
应付票据及应付账款	3592	2446	4398	3405	5576
其他流动负债	2597	3563	2709	3328	3361
非流动负债	2188	1571	1588	1493	1340
长期借款	1486	703	720	625	472
其他非流动负债	701	868	868	868	868
负债合计	11580	10568	12823	12248	14521
少数股东权益	-72	-125	-95	-44	31
股本	557	557	557	557	557
资本公积	2065	2074	2074	2074	2074
留存收益	702	179	519	1078	1914
归属母公司股东权益	3236	2727	3037	3545	4306
负债和股东权益	14745	13170	15765	15748	18858

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	750	559	704	1477	1435
净利润	32	-577	340	559	837
折旧摊销	292	299	296	349	409
财务费用	280	214	236	259	285
投资损失	-407	17	0	0	0
营运资金变动	635	267	-128	311	-95
其他经营现金流	-83	339	-40	0	0
投资活动现金流	-742	601	-627	-754	-882
资本支出	802	500	690	776	905
长期投资	-344	6	23	23	23
其他投资现金流	404	1095	40	0	0
筹资活动现金流	282	-1562	-979	-332	-427
短期借款	416	-214	1140	-107	223
长期借款	669	-783	17	-94	-154
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	10	0	0	0
其他筹资现金流	-809	-574	-2136	-130	-496
现金净增加额	289	-401	-901	392	126

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11208	12149	14145	16522	19439
营业成本	6679	6988	7920	9030	10393
营业税金及附加	114	137	160	187	220
营业费用	3701	4215	4385	5122	6026
管理费用	763	805	905	1041	1205
研发费用	97	103	210	222	269
财务费用	280	214	236	259	285
资产减值损失	-16	-286	0	0	0
其他收益	107	54	84	82	73
公允价值变动收益	109	115	0	0	0
投资净收益	407	-17	0	0	0
资产处置收益	8	30	40	0	0
营业利润	157	-497	453	744	1114
营业外收入	8	11	11	10	10
营业外支出	12	7	10	9	9
利润总额	153	-494	454	745	1115
所得税	121	83	113	186	279
净利润	32	-577	340	559	837
少数股东损益	-34	-54	31	50	75
归属母公司净利润	66	-523	310	508	761
EBITDA	674	-11	930	1266	1686
EPS(元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
营业利润(%)	95.5	-417.5	191.1	64.1	49.9
归属于母公司净利润(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
获利能力					
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
ROIC(%)	1.3	-6.3	7.7	11.0	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	78.5	80.2	81.3	77.8	77.0
净负债比率(%)	116.1	148.0	136.3	101.3	75.6
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	6.4	6.9	7.2	7.4	7.6
应付账款周转率	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.00	1.26	2.65	2.58
每股净资产(最新摊薄)	5.81	4.90	5.45	6.37	7.73
估值比率					
P/E	238.4	-30.1	50.9	31.0	20.7
P/B	4.9	5.8	5.2	4.4	3.7
EV/EBITDA	28.3	-1696.4	20.7	14.9	11.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn