

2023年02月13日

太极集团（600129.SH）

公司分析

国企改革推进，业绩持续高增长

投资要点

◆ **国药集团控股后启动全面改革：**2021年国药集团成为公司控股股东，对公司经营管理进行了深入改革。通过精简组织机构、优化管理人员数量、缩减人员数量等方式加强内部管理以节约费用；启动营销体系改革，优化销售人员薪酬结构，打造销售铁军+主要利润贡献者，激发销售工作积极性；聚焦工业大品种，加大13个销售过亿品种的营销推广力度，推动产品销售快速增长；清理非主业资产，关停长期亏损企业。公司制定了十四五发展规划，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。

◆ **医药工业实现收入和利润齐飞：**2022H1公司工业同比增长13%，其中现代中药增长25%，前十大品种增长36%，核心大品种藿香正气口服液收入9.98亿（+79%）、益保世灵收入8.11亿（+18%）、洛芬待因收入2.36亿（+20%）、急支糖浆收入2.12亿（+63%）。2022年底对OTC药物销售进一步细分为线上、连锁药店、团购业务，2023年有望延续高增长态势。相比2021年报，2022年三季报的毛利率提升2.51pp，期间费率降低4.25pp。预告2022年扣非净利润3.3-3.9亿元，过去5年首次实现盈利。

◆ **中药持续快速增长，化学药疫情后迎来复苏：**展望2023年，藿香正气口服液、急支糖浆等中药核心品种将加大川渝以外地区的开发拓展力度，同时持续优化品类，完善补充品种，抓好独家品种、特色高毛利品种销售。化学药聚焦院内市场，疫情后随着医疗就诊需求恢复，医院端销售也将迎来复苏。

◆ **投资建议：**我们预测公司2022年至2024年每股收益分别为0.62、1.11和1.52元。净资产收益率分别为11.8%、17.5%和19.4%。考虑到公司国企改革持续推动，业绩实现高速放量，我们首次覆盖，给予“买入”建议。

◆ **风险提示：**国企改革进度低于预期；产品销售低于预期；医保集采导致产品降价。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,208	12,149	13,894	16,449	19,015
YoY(%)	-3.7	8.4	14.4	18.4	15.6
净利润(百万元)	66	-523	346	616	849
YoY(%)	193.3	-891.9	166.1	78.1	37.7
毛利率(%)	40.4	42.5	46.1	46.6	46.8
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.94	0.62	1.11	1.52
ROE(%)	1.0	-22.2	11.8	17.5	19.4
P/E(倍)	276.3	-34.9	52.8	29.6	21.5
P/B(倍)	5.6	6.7	5.9	5.0	4.0
净利率(%)	0.6	-4.3	2.5	3.7	4.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

医药 | 中成药III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2023-02-10)

32.78元

交易数据

总市值(百万元)	18,254.88
流通市值(百万元)	18,254.88
总股本(百万股)	556.89
流通股本(百万股)	556.89
12个月价格区间	35.70/15.70

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.57	-1.76	14.85
绝对收益	-10.07	20.55	-0.07

分析师

周平

 SAC执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn

相关报告



内容目录

一、国药集团控股后实现全面改革	3
二、医药工业实现收入和利润齐飞	4
三、盈利预测	5
（一）关键假设	5
（二）估值及投资建议	5
四、风险提示	6

图表目录

图 1：公司收入增长趋势	4
图 2：公司扣非净利润增长趋势	4
图 3：公司期间费率持续下降	4
图 4：公司盈利能力持续提升	4
表 1：公司核心品种销售额（亿元）及增速	3
表 2：公司盈利预测（亿元）	5
表 3：中药公司可比估值	6

一、国药集团控股后实现全面改革

2021年4月，国药集团通过增资间接持有公司29.82%的股权，成为公司新的控股股东。国药对太极经营管理质量提出了更高要求，公司启动了全面深入改革。

减员控费增效。2021年精简组织机构，公司总部职能部门由原来29个精简为20个；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，工业板块及中药资源板块子公司减少班子成员69人，商业板块子公司减少班子成员23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；全公司人员减少300多人。2022年进一步全面部署提质增效专项工作，通过狠抓项目落实提升经济效益，切实提升管理水平，加强财务预算管理和运营分析能力，提升财务风险管控能力。

市场化营销改革提升销售积极性。2021年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，整合全国销售市场，重新布局销售团队，全力提升销售队伍效益和效率。2022年围绕“6+1”（消化及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、神经系统、抗感染、大健康）重点领域，整合公司产品优势资源，打造产品集群。OTC市场品牌提升、品类规划、渠道整合、终端促销。处方药市场落实精细招商，夯实学术营销。一方面销售激励加大，积极性更高；另一方面聚焦大品种，开展更有针对性的营销策略，以大带小，推动收入快速增长。

核心品种增速明显提升。2021年销售改革以来，产品销量明显提速。藿香正气口服液、洛芬待因缓释片、急支糖浆、小金片、鼻窦炎口服液的增速在2021和2022H1相比2020年都明显加快，通天口服液随着规模扩大仍能维持快速增长的势头。

表1：公司核心品种销售额（亿元）及增速

产品	2020 销售额	增速	2021 销售额	增速	2022H1 销售额	增速
藿香正气口服液	6.89	33.33%	9.20	33.6%	9.98	79%
洛芬待因缓释片	3.56	2.21%	4.45	25%	2.36	20%
急支糖浆	1.59	-83.83% (销量增速)	2.77	74%	2.12	63%
小金片	2.57	2.12%	3.42	30%	1.87	20%
盐酸吗啡缓释片	1.80	17.97%	2.12	17%	1.16	11%
通天口服液	1.34	45.07%	1.88	40%	1.21	44%
鼻窦炎口服液	0.94	15.66%	1.28	28%	1.02	49%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

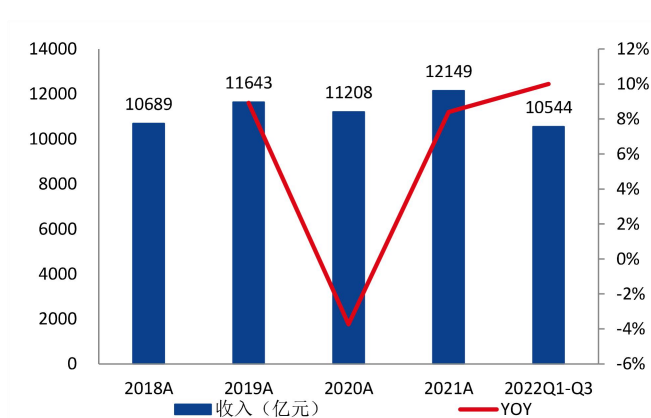
制定十四五发展规划，打造500亿收入。十四五期间，公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业。研发上，加大研发投入，将研发投入强度纳入对子公司绩效考核，“十四五”末全公司投入强度超过5%。营销上，聚焦“6+1”领域，做强品类、做优品牌、做大品种：创新激励机制和淘汰机制，打造机制活、考核严、管理优、战力强的“营销铁军”；医疗市场顺势而为，OTC市场确保战略品种每年增长30%以上，其它品种每年增长高于行业平均水平。商业

上，聚焦川渝，积极转型，加快建设全域数字化整合营销平台，加速终端布局，打造区域医药商业领军企业。

二、医药工业实现收入和利润齐飞

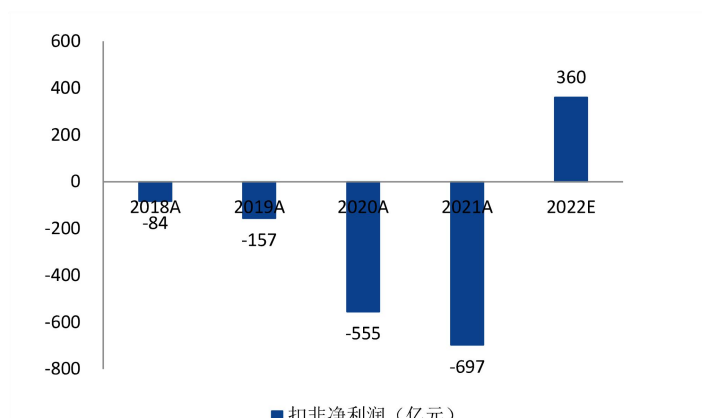
收入和净利润进入快速增长通道。2021年以来公司收入快速增长，2021年报和2022年三季报收入增速分别为8%和10%。2022年中报显示医药工业实现收入增速13%，其中利润贡献核心的现代中药增速更是高达25%。扣非净利润在持续4年亏损后，2022年首次实现盈利。

图 1：公司收入增长趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

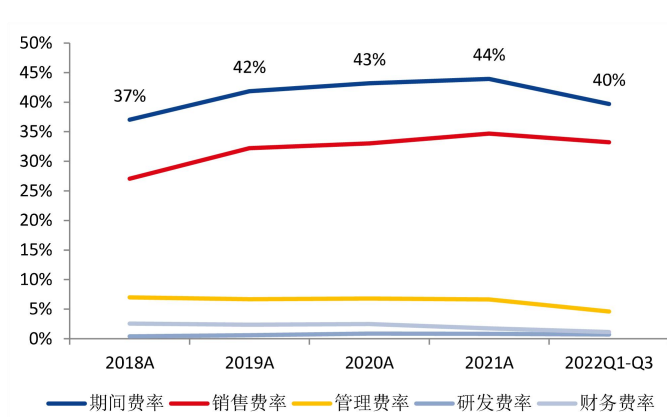
图 2：公司扣非净利润增长趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

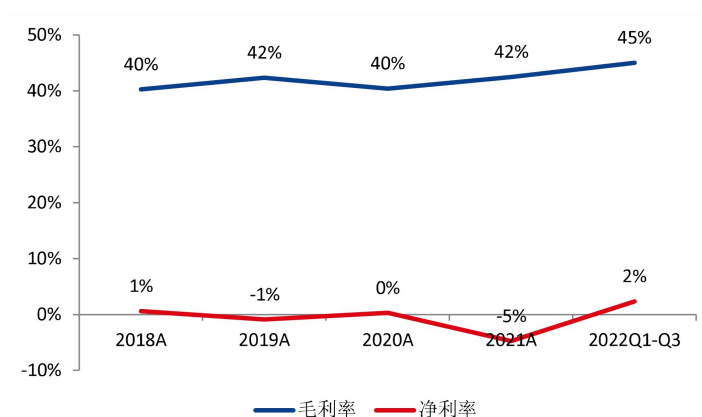
期间费率下降，盈利能力提升。2021年国药集团控股后，严控内部费用提升经营质量，2022年三季报销售费率、管理费率、财务费率、研发费率均有所下降。再叠加毛利率明显提升，净利率显著上升。

图 3：公司期间费率持续下降



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：公司盈利能力持续提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、盈利预测

（一）关键假设

- 预计 2022-2024 年现代中药业务收入增速分别为 27%、29%、21%；
- 预计 2022-2024 年化学药业务收入增速分别为 12%、12%、11%；
- 预计 2022-2024 年医药商业业务收入增速分别为 7%、10%、10%。

表 2：公司盈利预测（亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
总收入	116.43	112.08	121.49	138.94	164.49
YOY		-4%	8%	14%	18%
成本	67.13	66.79	69.88	74.92	87.8
毛利率	42%	40%	43%	46%	47%
医药工业					
收入	67.56	59.04	76.91	91.93	111.22
YOY	13%	-13%	30%	20%	21%
成本	27.71	24.25	32.33	34.93	42.27
毛利率	59%	59%	58%	62%	62%
医药工业-现代中药					
收入	26.27	22.91	39.18	49.73	63.97
YOY		-13%	71%	27%	29%
医药工业-化学药					
收入	41.29	36.13	37.73	42.2	47.26
YOY		-13%	4%	12%	12%
医药商业					
收入	47.24	51.49	72.96	78.07	85.87
YOY		9%	42%	7%	10%
成本	38.15	41.38	66.74	71.04	78.15
毛利率	19%	20%	9%	9%	9%
分部间抵消					
收入			-29.58	-31.06	-32.61
YOY				5%	5%
成本			-30.13	-31.06	-32.61
毛利率			-2%	0%	0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）估值及投资建议

我们预测公司 2022 年至 2024 年每股收益分别为 0.62/1.11/1.52 元，增速分别为 166%/78%/38%，对应 PE 分别为 53/30/22 倍。中药可比公司 2023 年 PE 平均值为 34 倍。考虑到公司业绩正处于高速释放期，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：中药公司可比估值

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
605199. SH	葫芦娃	65	0.93	1.11	70	59
600085. SH	同仁堂	621	13.91	16.58	44	37
000423. SZ	东阿阿胶	301	7.87	10.12	38	29
603896. SH	寿仙谷	92	2.63	3.33	35	27
600557. SH	康缘药业	130	4.16	5.20	31	25
002603. SZ	以岭药业	487	16.24	19.53	28	24
	平均值				41	34
600129. SH	太极集团	183	3.46	6.16	53	30

资料来源：Wind，华金证券研究所

四、风险提示

国企改革进度低于预期。公司持续推进国企改革，制定了十四五发展规划，管理、研发、销售等条线全面推进，但也可能会出现进度低于预期的风险。

产品销售低于预期。公司产品面临激烈的市场竞争，可能会出现销售不及预期的风险。

医保集采导致产品降价。医保局持续推动药品集中采购，如公司产品进入国家或地方集采名单，可能会出现降价的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8324	6706	9412	9529	12182
现金	2084	1454	1889	2236	2585
应收票据及应收账款	1703	1818	2208	2559	2952
预付账款	319	265	402	388	526
存货	2570	2280	2920	3174	3842
其他流动资产	1649	889	1992	1173	2278
非流动资产	6161	6464	6796	7344	7840
长期投资	73	50	27	5	-18
固定资产	3058	3422	3813	4371	4894
无形资产	1372	1369	1374	1373	1368
其他非流动资产	1659	1622	1581	1596	1595
资产总计	14486	13170	16207	16873	20022
流动负债	9310	8997	11769	11890	14287
短期借款	3202	2988	5249	4820	5846
应付票据及应付账款	3592	2446	4028	3559	5177
其他流动负债	2515	3563	2492	3510	3265
非流动负债	2011	1571	1487	1424	1322
长期借款	1486	703	619	556	454
其他非流动负债	525	868	868	868	868
负债合计	11321	10568	13256	13313	15609
少数股东权益	-72	-125	-122	-116	-107
股本	557	557	557	557	557
资本公积	2065	2074	2074	2074	2074
留存收益	702	179	459	1050	1854
归属母公司股东权益	3236	2727	3073	3675	4520
负债和股东权益	14486	13170	16207	16873	20022
现金流量表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	750	559	-84	2019	614
净利润	32	-577	349	622	857
折旧摊销	292	299	294	344	403
财务费用	280	214	249	296	306
投资损失	-407	17	0	0	0
营运资金变动	635	267	-976	757	-951
其他经营现金流	-83	339	0	0	0
投资活动现金流	-742	601	-625	-893	-899
筹资活动现金流	282	-1562	-1118	-350	-392
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	-0.94	0.62	1.11	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.00	-0.15	3.63	1.10
每股净资产(最新摊薄)	5.81	4.90	5.52	6.60	8.12

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11208	12149	13894	16449	19015
营业成本	6679	6988	7492	8780	10109
营业税金及附加	114	137	154	177	206
营业费用	3701	4215	4724	5428	6180
管理费用	763	805	695	822	951
研发费用	97	103	139	164	190
财务费用	280	214	249	296	306
资产减值损失	-49	-366	0	0	0
公允价值变动收益	109	115	0	0	0
投资净收益	407	-17	0	0	0
营业利润	157	-497	441	782	1074
营业外收入	8	11	10	10	10
营业外支出	12	7	14	14	12
利润总额	153	-494	437	778	1071
所得税	121	83	87	156	214
税后利润	32	-577	349	622	857
少数股东损益	-34	-54	3	6	9
归属母公司净利润	66	-523	346	616	849
EBITDA	674	-11	952	1385	1742
主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.7	8.4	14.4	18.4	15.6
营业利润(%)	95.5	-417.5	188.7	77.0	37.4
归属于母公司净利润(%)	193.3	-891.9	166.1	78.1	37.7
获利能力					
毛利率(%)	40.4	42.5	46.1	46.6	46.8
净利率(%)	0.6	-4.3	2.5	3.7	4.5
ROE(%)	1.0	-22.2	11.8	17.5	19.4
ROIC(%)	0.9	-4.5	5.4	8.4	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	78.2	80.2	81.8	78.9	78.0
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.3	6.9	6.9	6.9	6.9
应付账款周转率	1.8	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	276.3	-34.9	52.8	29.6	21.5
P/B	5.6	6.7	5.9	5.0	4.0
EV/EBITDA	31.7	-1917.2	23.7	15.7	12.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn