

# 太极集团 (600129)

证券研究报告

2023年07月14日

## 国药入主，协助构建“一主两辅”产业格局

### 摘要

太极集团以中西成药制造为核心业务，拥有医药工业、医药商业、药材种植、科研等完整的医药产业链。国药入主后，公司借助其优质平台及成熟管理经验实现业绩增长。此外，公司确定“十四五”战略规划：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。

### 投资要点

#### 借助国药集团管理经验及和平台资源，持续推动混合制改革。

国药集团入主太极集团后，公司持续优化主业，提质增效：1) 通过战略重组太极集团，在中药业务板块形成产业链优势互补，持续优化太极集团产业布局；2) 太极集团借鉴国药成熟的管理经验、“即插即用”其先进的运营管理模式，持续提升运营管理效率；3) 混改后太极集团聚焦主业，明确“一主两辅”（以发展具有中药材资源优势、智能制造特色的现代中药产业为主线，以深耕麻精药为特色的生物、化学药及川渝地区医药流通领域为辅线）产业发展新格局。

#### “十四五”战略发展规划持续推动，主品战略卓有成效

公司坚持“十四五”战略规划，充分发挥“太极”驰名商标、百年“桐君阁”老字号的品牌影响力，充分挖掘传统中药、品牌产品、经典名方的市场价值。2022 年公司营业收入达 140.51 亿元 (yoy+ 15.65%)，归母净利润达 3.50 亿元 (比上年同期-5.23 亿元增加 8.73 亿元)，业绩实现较大增长。

#### 大单品适用场景拓展，潜力新业务拓展业绩增长极

公司强化调研、锚定赛道，精准品牌定位，重塑 OTC 品牌形象，深挖主品核心价值。积极拓展藿香正气口服液防暑功能以外大胃肠不适、祛除体湿等适应症的宣传，实现品类、季节、地域、人群的突破，我们预计公司核心大单品未来仍将保持较高增长；此外，随着公司推进虫草产业化运营，推进虫草基地建设，制定虫草地方标准，完成拟境培育虫草的商业化策划，我们预计拟境培育虫草业务将成为公司新的业绩增长极。

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 175.97/219.48/270.50 亿元，同比增长分别为 25.24%/24.73%/23.24%；归属于上市公司股东的净利润分别为 7.64/10.33/13.36 亿元，EPS 分别为 1.37/1.86/2.40 元。考虑到公司借助国药集团管理经验及和平台资源，持续推动混合制改革，看好公司发展，给予 2024 年 35 倍 PE，目标价 64.93 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**政策监管风险，质量风险，市场风险，成本风险，研发风险、测算具有主观风险，股价波动风险

### 投资评级

行业	医药生物/中药 II
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	50.07 元
目标价格	64.93 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	556.89
流通 A 股股本(百万股)	556.89
A 股总市值(百万元)	27,883.52
流通 A 股市值(百万元)	27,883.52
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	78.40
一年内最高/最低(元)	68.44/22.12

### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,149.43	14,050.66	17,596.76	21,948.13	27,049.84
增长率(%)	8.40	15.65	25.24	24.73	23.24
EBITDA(百万元)	673.68	1,100.14	1,383.05	1,663.03	2,027.39
归属母公司净利润(百万元)	(523.17)	349.70	763.92	1,033.15	1,335.81
增长率(%)	(891.88)	(166.84)	118.45	35.24	29.30
EPS(元/股)	(0.94)	0.63	1.37	1.86	2.40
市盈率(P/E)	(53.30)	79.73	36.50	26.99	20.87
市净率(P/B)	10.22	9.10	7.28	5.73	4.50
市销率(P/S)	2.30	1.98	1.58	1.27	1.03
EV/EBITDA	21.25	16.20	21.51	16.74	13.11

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 制定“十四五”战略发展规划，明确“一主两辅”发展路径.....	4
1.1. 国药入主，国企混改效果显著.....	4
1.2. 聚焦主业，实现突破性增长.....	6
2. 以现代中药为核心，充分发挥品牌优势.....	9
2.1. 充分发挥品牌优势，持续拓展品牌影响力.....	9
2.2. 产品矩阵齐全，产品销售持续增长.....	10
2.2.1. 藿香正气口服液：OTC 明星产品，销售额突破 15 亿.....	10
2.2.2. 急支糖浆：入选《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，销量迅速攀升.....	12
2.2.3. 拟境培育虫草：已进入产业化阶段，有望成为新业绩增长极.....	13
2.3. 强化生产协同+推动智能制造改造，提升总体制造水平.....	13
3. 以麻精特色化药+区域商业领军企业为辅，持续丰富业绩增长点.....	15
3.1. 化学药：独家产品居多，特色麻精拥有较强竞争力.....	15
3.1.1. 注射用头孢唑肟钠：独家原研药，重回增长通道.....	15
3.1.2. 盐酸吗啡缓释片：加强构建学术网络，推进产品稳定增长.....	17
3.1.3. 洛芬待因缓释片：自主研发，预计保持平稳增长.....	17
3.2. 医药商业：搭建“1+2+3”组织架构，推进川渝片区批零一体化运营机制.....	18
4. 盈利预测.....	18
4.1. 盈利预测及关键假设.....	18
4.2. 估值与投资评级.....	19
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：太极集团股权结构.....	4
图 2：太极集团混改历程.....	5
图 3：国药入主后主要效果.....	5
图 4：2018-2023Q1 太极集团营业收入（百万元）及同比增速（%）.....	6
图 5：2018-2023Q1 太极集团归母净利润（百万元）及同比增速（%）.....	6
图 6：2018-2022 年太极集团分行业收入（百万元）.....	7
图 7：2018-2022 年太极集团分行业毛利率（%）.....	7
图 8：2018-2023Q1 太极集团研发支出（百万元）及同比增速（%）.....	8
图 9：2018-2023Q1 太极集团研发支出（百万元）及同比增速（%）.....	8
图 10：驰名商标：太极.....	9
图 11：驰名商标：桐君阁.....	9
图 12：藿香正气口服液与急支糖浆新 IP：藿小香与急支豹.....	10
图 13：2017-2022Q1 藿香正气销售情况（亿元）.....	11
图 14：2021 年藿香正气 OTC 市场竞争格局（亿元）.....	11

图 15: 2019-2022 年藿香正气口服液销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	11
图 16: 藿香正气口服液使用场景拓展宣传	11
图 17: 2019-2022 年止咳祛痰平喘中成药市场	12
图 18: 2022 年止咳祛痰平喘中成药市场竞争格局 (亿元)	12
图 19: 2021-2022 年急支糖浆销售额 (亿元) 及增速 (%)	12
图 20: 野生培育虫草及拟境培育虫草	13
图 21: 太极集团中药材种植基地	14
图 22: 太极集团智能工厂	15
图 23: 2019-2023 年预测中国抗生素市场规模 (亿元)	15
图 24: 第一代—第五代头孢菌素抗菌谱	16
图 25: 2018-2022 年太极集团注射用头孢唑肟钠销售额 (亿元) 及同比 (%)	16
图 26: 2018-2022 年中国城市公立止痛药销售额 (亿元) 及同比 (%)	17
图 27: 2018-2022 年太极集团盐酸吗啡缓释片销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	17
图 28: 2018-2022 年太极集团洛芬待因缓释片销售额 (亿元) 及同比 (%)	17
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 太极集团三项制度改革方案及成果	6
表 3: 太极集团第一期员工持股计划持股情况	6
表 4: 太极集团产品获奖情况	9
表 5: 太极集团主要中成药产品	10
表 6: 《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》中加强中药材质量管理部分	14
表 7: 太极集团主要化学药产品	15
表 8: 第一代—第五代头孢菌素代表药物	16
表 9: 公司盈利预测	19
表 10: 可比公司估值	19

## 1. 制定“十四五”战略发展规划，明确“一主两辅”发展路径

### 1.1. 国药入主，国企混改效果显著

**国内知名中药企业，国药集团控股。**太极集团有限公司始建于1972年，2021年完成战略重组，成为“世界500强”中国医药集团有限公司的控股企业。公司以现代中药智能制造为主、麻精特色化药为辅，拥有13家制药厂、20多家医药商业公司、两大研发机构，另有以川渝为主阵地的3000多家连锁药房，业务涵盖医药研发、工业生产、医药商业、大健康产业等领域。公司产品拥有较高的市场占有率，在品牌影响力及产品品质上拥有明显优势。

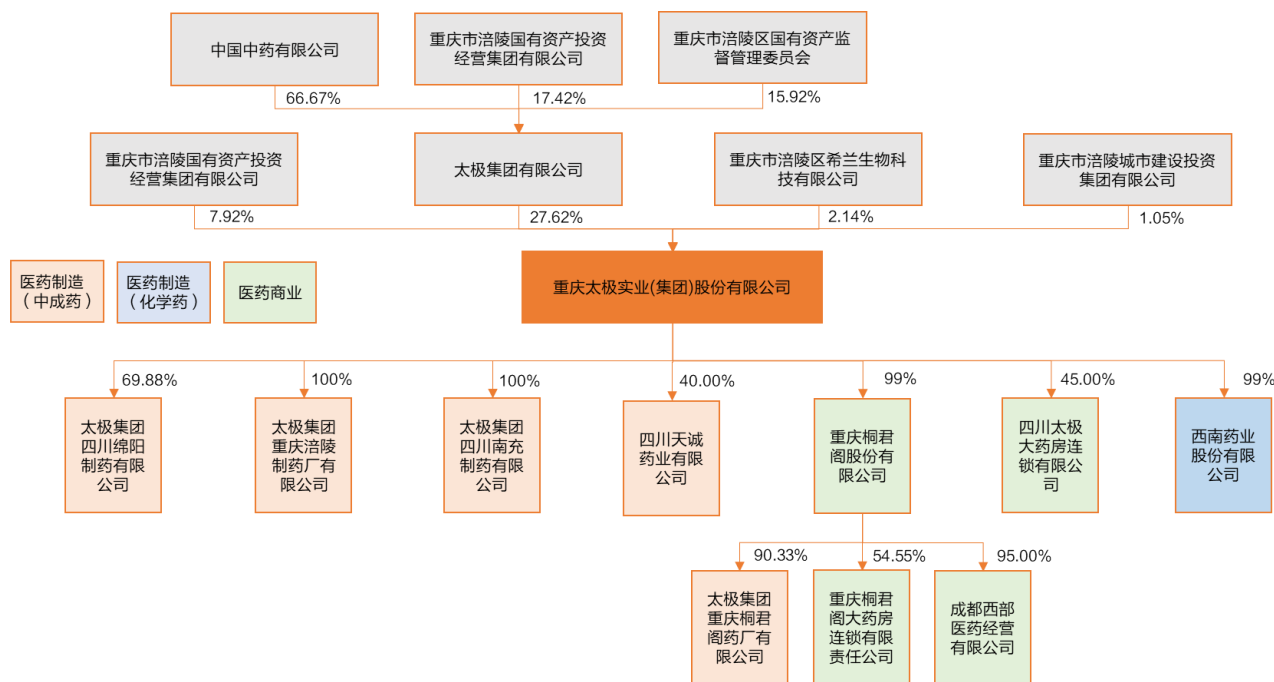
表 1: 公司发展历程

时间	事件
1972年	前身——四川省涪陵中药厂成立
1988年	四川省涪陵中药厂更名为四川涪陵制药厂，拓展化学药业务
1997年	更名为“重庆太极实业股份有限公司”，于上交所上市
1998年	收购重庆中药股份有限公司，更名为“重庆太极实业（集团）有限公司”
2003年	控股西南药业股份有限公司，完成医药全产业链布局
2020年	与国资央企国药集团达成共识，经国务院国资委审批后正式实施央企国企混改
2021年	完成增资扩股相关登记，混改落地；成为中国医药集团有限公司控股企业

资料来源：公司官网，39 健康网，天风证券研究所

**中国医药集团实际控制，构建“一主两辅”产业格局。**2021年公司完成战略重组，成为中国医药集团有限公司的控股企业，实际控制人变更为中国医药集团有限公司。公司战略以现代中药智造（医药制造中成药）为主，麻精特色化药（医药制造化学药）及区域商业领军企业（医疗商业）为辅。医药制造（中成药）方面，全资子公司太极集团重庆涪陵制药有限公司是亚洲最大的口服液及糖浆剂生产基地；医药制造（化学药）方面，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；医疗商业方面，拥有重庆桐君阁股份有限公司和成都西部医药经营有限公司作为川渝两大平台，“太极大药房”和“桐君阁大药房”两大零售药房品牌。

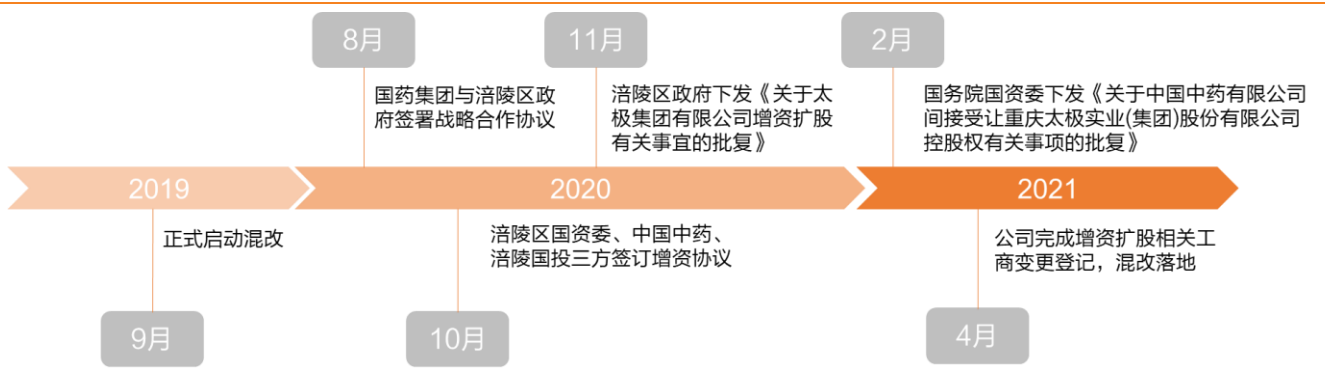
图 1: 太极集团股权结构



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所，数据截至2023年6月13日

**中国医药集团入主，混合制改革正式落地。**在重庆市政府及涪陵区政府支持下，太极集团2019年9月正式启动混合所有制改革。通过与国药集团、华润集团、高瓴资本、千年资本、荣巽资本、厚朴投资、维梧资本等商洽混改事宜，公司最终与国资央企国药集团达成共识，经国务院国资委审批后正式实施央地国企混改。完成混改后，太极集团股权结构由涪陵区国资委100%控股变更为涪陵区国资委持股15.916%、涪陵国投持股17.417%、中国中药持股66.667%。

图 2：太极集团混改历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**资源整合，优势互补，混改实现国有资本优化配置。**国药集团入主后对公司有以下四方面帮助：一是国药集团的增资“输血”，帮助太极集团度过了资金链断裂的危机，得以解决生存及可持续发展问题；二是国药集团通过战略重组太极集团，与其既有中药业务板块形成产业链优势互补，优化了中药产业布局；三是加入国药集团后，太极集团可借鉴其成熟的管理经验、“即插即用”其先进的运营管理模式，完善自身管理体系，增强组织活力，提升运营管理效率；四是混改为太极集团带来全新发展机遇，助力其构建“一主两辅”（以发展具有中药材资源优势、智能制造特色的现代中药产业为主线，以深耕麻精药为特色的生物、化学药及川渝地区医药流通领域为辅线）产业发展新格局。

图 3：国药入主后主要效果



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**聚焦主业，通过混改实现全方位“瘦身健体”。**总部层面，全面梳理整合并重新制定职能部门职责，避免重叠或交叉管理，总部部门由原来的39个减至27个；子公司层面，中药材资源板块子公司采取“一套班子、两块牌子”方式整合；医药流通板块按区域整合运营管理机构，压缩管理层级；理顺医药工业、医药流通等业务板块的产权关系和管理层级；按照“一企一策”“分类处置”的原则，加快清理处置“两非”（非主业、非优势业务）“两资”（低效、无效资产）企业，聚焦主业。

**三项制度改革，健全市场化经营机制。**劳动、人事、分配三项制度改革是国企改革的重点方向，太极集团通过实行任期制和契约化管理，实现干部“能上能下”；全面推行市场化



用工，实现员工“能进能出”；改革分配机制，实现员工收入“能增能减”。混改后，太极集团新增员工 100%实行市场化公开招聘，管理人员退出比例达 5.76%，经理层与经营目标责任制挂钩的浮动工资比例上升至 65%，全员劳动生产率提高 26.5%。

表 2：太极集团三项制度改革方案及成果

任期制和契约化管理	全面推行市场化用工	改革分配机制
完成董监事及高管人员换届工作，集团和上市公司 47 名原高管人员以聘任为资深经理、高级经理、部门负责人、子公司高管等方式退出，上市公司中层管理人员由原来的 151 人减至 47 人。	通过交流调岗、下放到子公司、内退、协商解除劳动合同等方式，共减少总部管理人员 158 人；通过调岗、内退、协商解除劳动合同等方式，妥善解决“两非”“两资”清退企业员工出路问题，确保相关工作平稳开展。	制订总部人员和子公司高管考核激励方案，提高各级管理人员绩效年薪化比例，总部人员及子公司高管收入 60%以上与当期绩效考核挂钩。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**探索建立即期、任期、中长期考核激励全覆盖的薪酬分配体系。**2020 年 4 月，太极集团按照“依法合规、自愿参与、风险自担”的原则，通过二级市场购买公司股票的方式实施第一期员工持股计划（这是公司首次实施股权激励）。根据《重庆太极实业（集团）股份有限公司第一期员工持股计划》规定，公司第一期员工持股计划购买的股票锁定期为 12 个月，自 2020 年 6 月 30 日至 2021 年 6 月 29 日止（2021 年 6 月 29 日太极集团收盘价为 20.79 元/股，上涨 69.02%）。截止 2022 年 2 月 25 日，公司第一期员工持股计划中持有的公司股票已全部出售完毕。2022 年以来，太极集团系统总结第一期员工持股计划的实施经验，继续探索多种形式的员工中长期激励，进一步留住和引进优秀人才。

表 3：太极集团第一期员工持股计划持股情况

项目	情况
开始日期	2020 年 6 月 30 日
锁定期	12 个月
买入价	12.3 元/股
买入数量	9,080,226 股
占比	1.63%
参与员工数量	不超过 3500 人，其中董事、监事、高管 23 人
持股计划结束日股价变动	69.02%

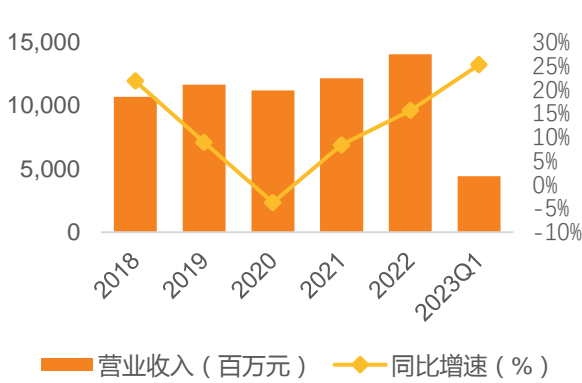
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 聚焦主业，实现突破性增长

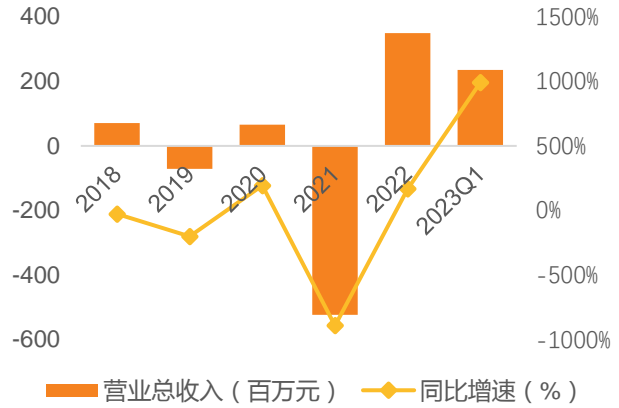
**国药入主效果显著，经营业绩大幅提高。**国药入主后，公司以加入国药集团为契机，站在“十四五”战略规划新起点上，有序推进“重塑、融合、提高”三大目标。截至 2022 年，太极集团初步实现“融合、重塑”，营业收入和归母净利润创出历史新高。2022 年公司实现营业收入 140.51 亿元(yoy+15.65%)，实现归母净利润 3.50 亿元，比上年同期-5.23 亿元（其中计提减值准备 3.66 亿元，员工设定受益计划 1.43 亿元，累计影响利润金额约 5.09 亿元）增加 8.73 亿元，扭亏为盈。2023Q1 公司仍然维持了高增长，实现营业收入 44.27 亿元（yoy+25%），归母净利润 2.35 亿元（yoy+991%）。

图 4：2018-2023Q1 太极集团营业收入（百万元）及同比增速（%）

图 5：2018-2023Q1 太极集团归母净利润（百万元）及同比增速（%）



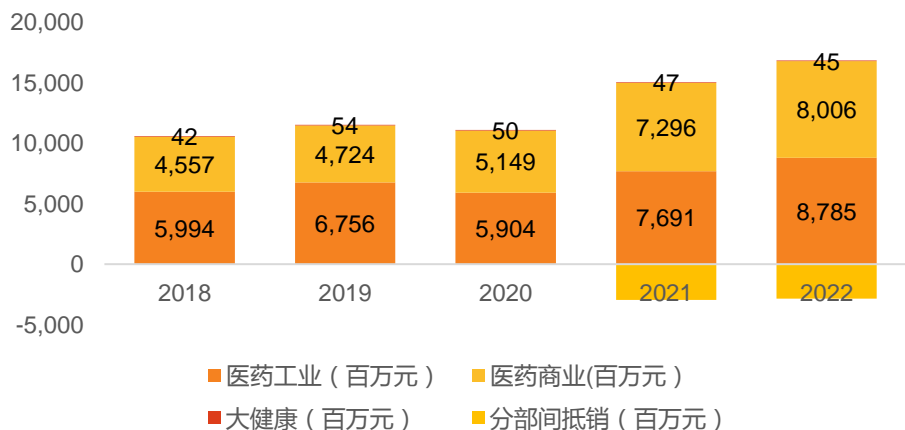
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

**找准增长点，医药工业板块实现较大增长。**医药板块上，公司聚焦医药主业，找准营销增长赛道，建立品牌营销标杆，销售实现突破性增长，2022年医药工业实现销售收入87.85亿元(yoy+14.22%)，其中现代中药实现收入51.02亿元(yoy+22.00%)，化药实现收入36.83亿元(yoy+14.20%)；医药商业板块上，公司以“整体做活、区域领先、协同工业”为指引，确立“以客户为中心，数字化赋能，全业态协同”的战略方向，优化业务布局，加强品种运营，大力拓展终端，医药商业实现销售收入80.06亿元(yoy+9.73%)，其中医药分销实现收入65.77亿元(yoy+9.82%)，医药零售实现收入14.29亿元(yoy+9.33%)；

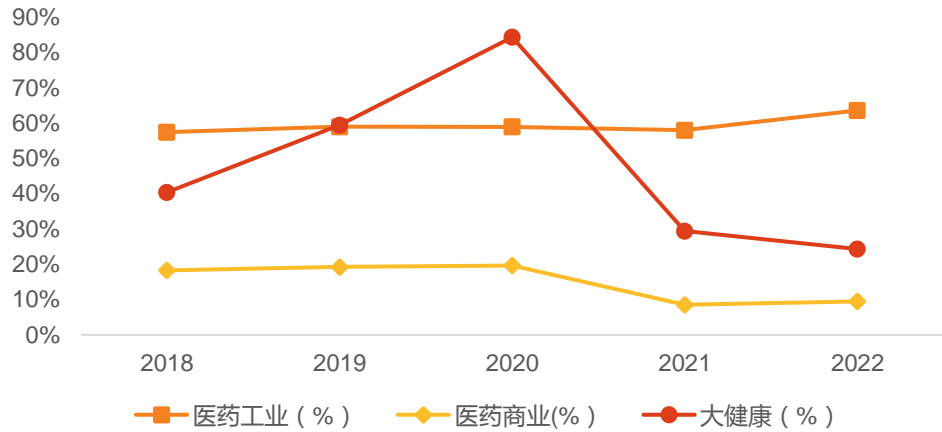
图 6：2018-2022 年太极集团分行业收入（百万元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

**降本增效效果显著，带动各板块毛利率提升。**国药入主后，太极集团各部门及下属子公司确定了提质类、增收类、降费类、降本类、战略性创新类五大提质增效项目并制定《提质增效专项工作考核办法》，确保公司在实现销售收入增长的同时，提升经济效益。公司毛利率从2021年的42.49%升至2022年的45.43%，其中医药工业板块通过狠抓运营管理，重视战略主品销售，围绕品类规划来调整产品结构，同时加强产品考核机制，严控成本费用，2022年毛利率升至63.60%；医药商业板块持续推动购销结构调整，抓好厂家谈判和品种进院、充分发挥品牌采购力，2022年毛利率升至9.48%。

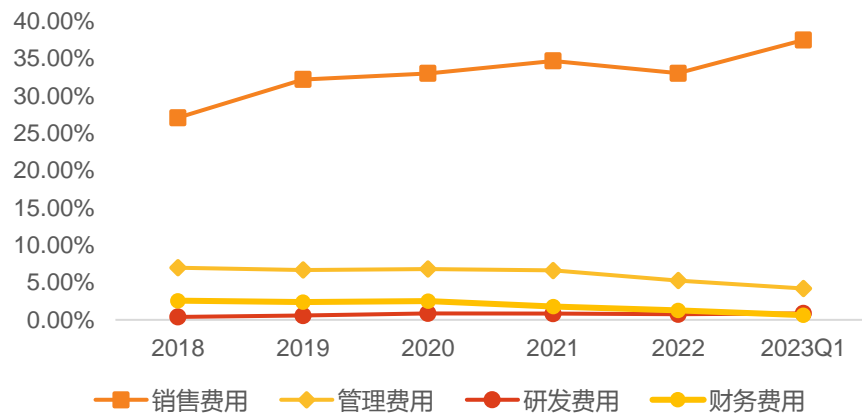
图 7：2018-2022 年太极集团分行业毛利率（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

**严控费用+结构优化, 提升经营能力。**公司整体费用率从 2021 年的 43.94%降至 2022 年的 40.33%。销售费用上, 随着公司销售规模扩大, 公司销售费用率从 2021 年的 34.70%降至 2022 年的 33.04%; 管理费用上, 公司通过优化组织机构, 杜绝损失浪费, 严格控制管理费用, 带动管理费用从 2022 年的 5.27%降至 2023Q1 的 4.20%; 财务费用上, 公司加强资金管控、降低贷款规模, 叠加贷款利率下降, 带动财务费用从 2021 年的 1.77%降至 1.27%; 随着公司提质增效专项工作持续深入, 我们预计未来公司仍将严控成本费用, 提高管理效率, 带动公司整体费用持续优化。

图 8: 2018-2023Q1 太极集团研发支出 (百万元) 及同比增速 (%)

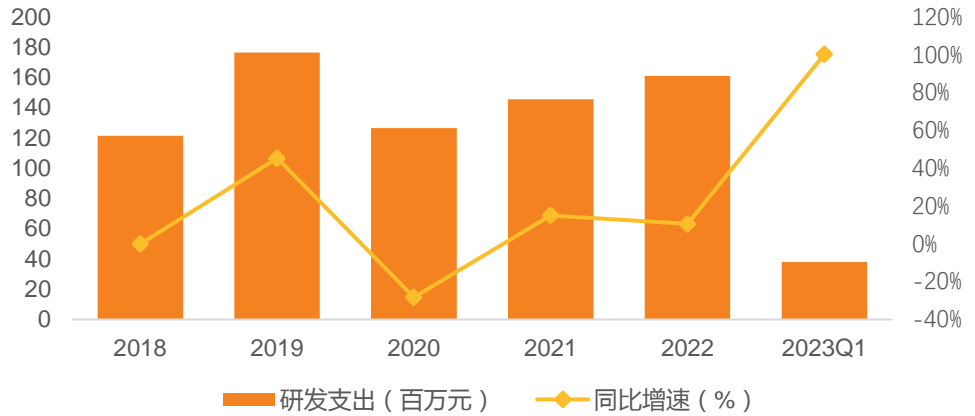


资料来源: wind, 天风证券研究所

**加强科技创新, 加速在研项目进度。**2022 年公司获得 4 类化学药产品注册证书 2 件; 一致性评价 2 件; 新增立项近 20 项, 新产品立项取得新突破, GLP-1 激动剂 SPTJS22001 立项并加速推进, 生物药有望实现零的突破。重点在研项目稳步推进, 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 期研究总结报告及专家咨询论证; 开展 3.1 类古代经典名方中药复方制剂研究 3 项; 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总结报告; 完成 4 类化学药盐酸羟考酮缓释片临床试验; 完成 2.2 类化学药盐酸吗啡缓释片 (24h 渗透泵型) I 期临床预试验研究; 完成 2.2 类中药双苓止泻颗粒制备工艺及质量标准研究。

图 9: 2018-2023Q1 太极集团研发支出 (百万元) 及同比增速 (%)





资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 以现代中药为核心, 充分发挥品牌优势

### 2.1. 充分发挥品牌优势, 持续拓展品牌影响力

**品牌优势明显, 拥有“太极”、“桐君阁”两项驰名商标。**“太极”(TAIJI)为中国首批驰名商标, 截至2022年底是OTC品牌药企第一名; 桐君阁药厂始建于清光绪三十四年, 1996年被国家内贸部授予“中华老字号”荣誉称号, 1998年加盟著名企业——太极集团, 2006年荣登全国中华老字号前十名, 是重庆市唯一一家“中华老字号”企业。“桐君阁”牌商标被评为国家著名商标, 品牌价值18.65亿元, 其“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。

图 10: 驰名商标: 太极



资料来源: 国家知识产权局商标局, 天风证券研究所

图 11: 驰名商标: 桐君阁



资料来源: 国家知识产权局商标局, 天风证券研究所

**产品市场知名度优势明显, 屡次获得奖项。**太极集团产品公司产品市场知名度高, 其中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“中成药·补肾类排名”第一名。

表 4: 太极集团产品获奖情况

产品名称	称号
藿香正气口服液	2021年“中成药·感冒暑湿类”第一名
	2021年度中国非处方药黄金大单品
	列入《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》医学观察期推荐治疗中成药
急支糖浆/颗粒	2019年中国中药经典传承中成药品牌
急支糖浆/颗粒	2021年“中成药·止咳化痰平喘类”第二名
鼻窦炎口服液	2021年“中成药·口腔与耳鼻喉科类”第一名
五子衍宗丸	2021年“中成药·补肾类排名”第一名。

枸橼酸喷托维林片 2020年“化学药·止咳化痰类”第三名

通天口服液 2019年“中成药·头痛失眠类”第三名。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**重塑 OTC 市场品牌形象，加大动销、品类破圈。**公司坚持主品战略，强化调研、锚定赛道，精准品牌定位，重塑 OTC 品牌形象，深挖主品核心价值，以活动营销、事件营销为支点，整合线上线下资源，品牌引领与地面动销相结合，形成宣传矩阵，推动销售突破。明确藿香正气口服液“祛暑、祛湿、祛暑湿”的市场定位，打造品牌 IP 藿小香；急支糖浆定位“专业止咳”，提出“咳嗽非小事，止咳要趁早”的全新品类价值理念主张，以“急支豹”为 IP，传承推新。

图 12：藿香正气口服液与急支糖浆新 IP：藿小香与急支豹



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 产品矩阵齐全，产品销售持续增长

“6+1”重点治疗领域引领，拥有治疗领域广泛的产品群。公司产品围绕“6+1”重点治疗领域（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），对产品进行科学筛选、分析和规划，完善产品管线。目前现代中药拥有藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、小金片、鼻窦炎口服液、复方板蓝根颗粒、六味地黄丸、沉香化气片等产品，品种丰富。

表 5：太极集团主要中成药产品

药（产）品名称	主要治疗领域	是否处方药	是否属于中药保护品种	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
藿香正气口服液	解表祛暑剂	否	否	是	是	是
急支糖浆	化痰止咳平喘剂	是	否	是	是	是
通天口服液	疏散外风剂	是	否	是	是	是
小金片	温经理气活血散结剂	是	否	是	是	是
鼻窦炎口服液	鼻病类用药	是	否	是	是	是
复方板蓝根颗粒	清热解毒剂	是	否	否	是	是
六味地黄丸	滋补肾阴剂	是	否	是	是	是
沉香化气片	疏肝和胃剂	否	否	否	否	否

资料来源：公司年报，天风证券研究所（数据截至 2022 年 12 月 31 日）

### 2.2.1. 藿香正气口服液：OTC 明星产品，销售额突破 15 亿

零售渠道知名 OTC 品类，太极集团市占率高居第一。作为知名 OTC 品类，藿香正气长期

以来在零售渠道富有竞争力。中康 CHIS 开思数据显示，2021 年藿香正气在零售和医院渠道的放大销售额合计 24.73 亿元，位居零售渠道感冒/清热类药物第 2 位；从市场竞争格局看，藿香正气的生产厂商数量较多，长期以来太极集团市占率高居第一位，2021 年达 58%，零售渠道占比达 92%。

图 13: 2017-2022Q1 藿香正气销售情况 (亿元)

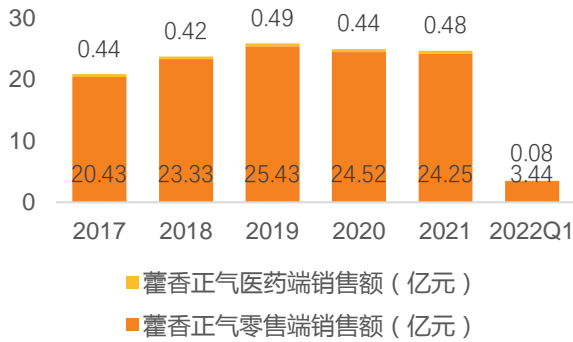
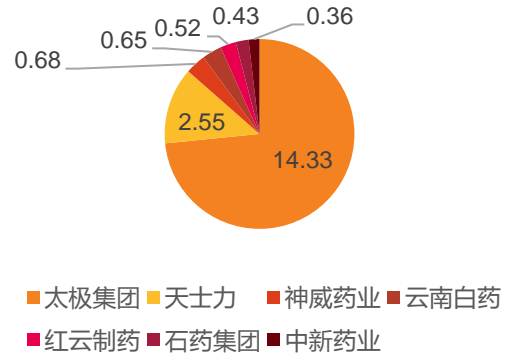


图 14: 2021 年藿香正气 OTC 市场竞争格局 (亿元)

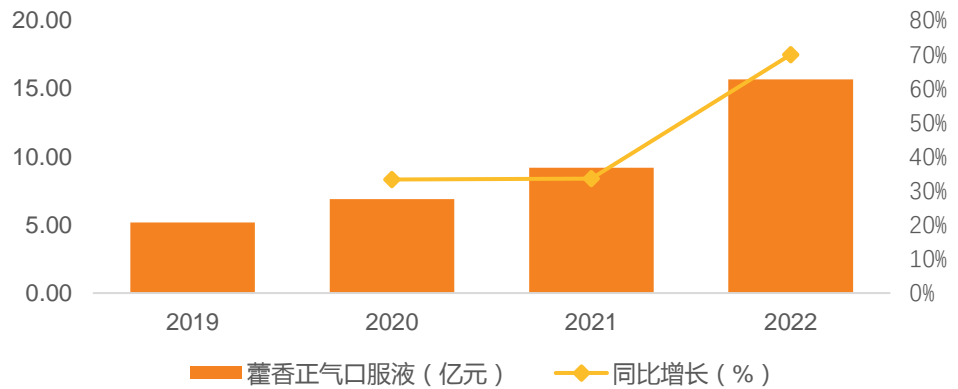


资料来源: 第一药店财智公众号, 天风证券研究所

资料来源: 第一药店财智公众号, 天风证券研究所

**取消双跨带来波动, 随后重回增长通道。**2018 年 2 月 6 日, 国家食品药品监督管理总局发布公告, 将藿香正气口服液取消双跨类别, 转换为非处方药。受此影响, 公司藿香正气口服液销售额从 2018 年的过 10 亿元降至 2019 年的 5.17 亿元。自 2020 年藿香正气口服液重回增长渠道以来, 期间一直维持了较高的增长速度, 2019-2022 年 CAGR 达 44.74%。2022 年藿香正气口服液销售额突破 15 亿元, 达 15.67 亿元 (yoy+70%)。

图 15: 2019-2022 年藿香正气口服液销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

**积极拓展适用场景, 预计未来仍将保持较高增长。**2022 年公司以山东市场为试点, 探索藿香正气全品类产品营销。实现该试点区域以连锁渠道销售的藿香品类同比大幅增长, 为后续整合营销、创新模式积累了较好的基础。此外, 藿香正气口服液积极拓展防暑功能以外大胃肠不适、祛除体湿等适应症的宣传, 实现品类、季节、地域、人群的突破。随着公司营销渠道持续优化创新、适用场景拓展, 我们预计未来藿香正气口服液有望保持高速增长趋势。

图 16: 藿香正气口服液使用场景拓展宣传

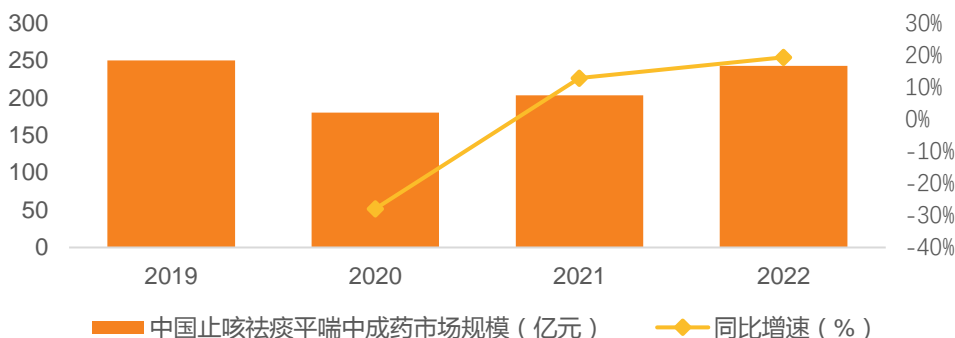
		
<b>祛暑祛湿</b>	<b>调理肠胃</b>	<b>水土不服</b>
高温湿热天，身体容易受暑湿影响出现不适。藿香正气口服液具有解表化湿、理气和中的功效，可以有效缓解暑湿引发的头痛头晕、胸闷胀满、恶心呕吐等症状。	消化不良、肠胃胀气、拉肚子…可以用藿香正气口服液进行肠胃调理，改善腹胀、恶心、腹泻、腹痛等胃肠道症状。	出差或旅行出现水土不服是很常见的，面对水土不服的呕吐腹泻情况，服用藿香正气液也有显著的改善作用。
	<b>缓解“空调病”</b>	<b>晕车晕船</b>
	出现了头痛、头晕等“空调病”的症状，这种情况也可以找藿香正气口服液帮忙！它可以外散风寒、内化湿浊，缓解身体不适。	在乘坐车、船时，经受振动、摇晃的刺激，引起眩晕、呕吐等晕车症状，藿香正气液可以理气和胃，调理肠胃不适。

资料来源：太极集团小红书运营账号，天风证券研究所

### 2.2.2. 急支糖浆：入选《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，销量迅速攀升

市场规模重回 240 亿，止咳祛痰平喘中成药呈 V 型发展趋势。止咳祛痰平喘中成药是家庭药箱中的常备药品，也是呼吸系统疾病中成药细分类别之一。米内网数据显示，此前国内止咳祛痰平喘中成药销售额持续上涨，2019 年销售额接近 250 亿元。2020 年受疫情影响，医院诊疗人数下降、药店四类药限购，止咳祛痰平喘中成药销售额大幅下滑 27.93%；2022 年市场规模恢复至 240 亿元，有望于 2023 年恢复至疫情前水平。

图 17：2019-2022 年止咳祛痰平喘中成药市场



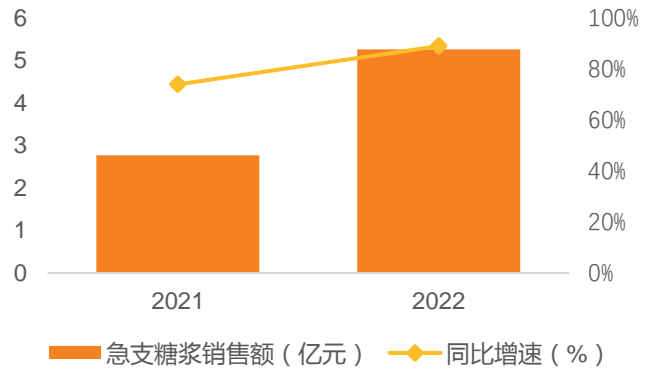
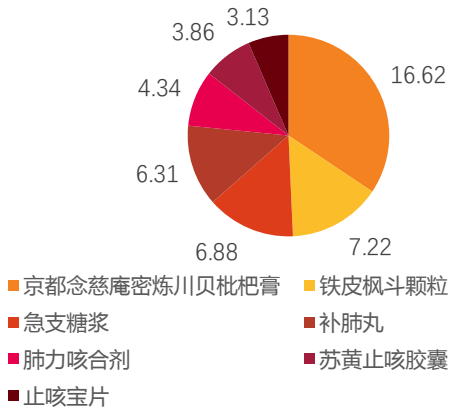
资料来源：米内网公众号，米内网格局数据库，天风证券研究所

独家品种获新冠中成药推荐，急支糖浆销售额迅速上升。太极集团的独家品种急支糖浆为国家医保乙类、国家基药目录、OTC 甲类（双跨）品种，具有清热化痰、宣肺止咳的功效，用于外感风热所致的咳嗽。急支糖浆已成为太极集团呼吸系统药物代表品种。2022 年 12 月 10 日，国家中医药局发布了《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，急支糖浆获得推荐。米内网数据显示，2022 年中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP20 中，太极集团的急支糖浆位列第三。预计随着中国止咳祛痰平喘市场持续增长，叠加急支糖浆重铸专业性，围绕 清热、化痰、止咳三效合一，年轻化品牌宣传，我们预计未来急支糖浆销售额仍有望保持较高增长速度。

图 18：2022 年止咳祛痰平喘中成药市场竞争格局 (亿元)

图 19：2021-2022 年急支糖浆销售额 (亿元) 及增速 (%)





资料来源：第一药店财智公众号，天风证券研究所

资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 2.2.3. 拟境培育虫草：已进入产业化阶段，有望成为新业绩增长极

**虫草药用价值受大众认可，拟境培育虫草关注度持续提高。**冬虫夏草是青藏高原地区特有的名贵中药材和高级滋补品，与人参、鹿茸并称“中药三大宝”。冬虫夏草主要分布于青藏高原，中国冬虫夏草产区面积约占世界总产区面积的90%，年产量占世界总年产量的95%以上；冬虫夏草在中国药用历史悠久，其药用价值也为公众所认可，《中华人民共和国药典》自1963年第一版直到目前的2020年版都对冬虫夏草进行了收录，被誉为中华医药瑰宝；冬虫夏草被认为是青藏高原的旗舰生物，并于1999年被列入国家二级保护物种。基于以上理由，冬虫夏草菌也被推荐为中国的“国菌”。野生虫草日益稀缺且价格昂贵，传统采摘方式和市场体系难以满足市场需求。通过合理控制环境因素、精选优良品种和采用野外抚育、拟境培育等方法可大幅提高产量与质量，同时降低成本。

**太极集团拟境培育虫草进入产业化阶段，收入预计逐渐展开。**太极集团从1979年开始便启动了拟境人工培育虫草项目，目前系统地掌握了冬虫夏草资源可持续利用相关的冬虫夏草寄主昆虫培育技术、冬虫夏草菌种培育技术、冬虫夏草菌接种技术、冬虫夏草寄主昆虫僵化技术、冬虫夏草病虫害防治等各项关键技术，获得国内外专利91项、在国内外发表学术论文100余篇，获国家、省部级科技技术奖励10余项，出版专著2部。国药太极冬虫夏草人工培育技术居国内外领先水平，率先创造了“野生培育”和“拟境培育”两种冬虫夏草产业模式，在保障品质的情况下，实现冬虫夏草的规模化生产。随着公司推进虫草产业化运营，推进虫草基地建设，制定虫草地方标准，完成拟境培育虫草的商业化策划，我们预计拟境培育虫草业务有望成为公司新的业绩增长极。

图 20：野生培育虫草及拟境培育虫草



资料来源：太极集团微信公众号，天风证券研究所

### 2.3. 强化生产协同+推动智能制造改造，提升总体制造水平

2023年1月3日，国家药监局印发《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》（以下简称《措施》）。措施就规范中药材产地加工、推进实施《中药材生产质量管理规范》、完善中药材注册管理、建立中药材质量监测工作机制、改进中药材进口



管理五个方面制定相应的举措，其中规范中药材产地加工是重中之重。

表 6:《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》中加强中药材质量管理部分

类型	内容
规范中药材加工	进一步调动中药材产地地方政府、中药材生产企业、基地农户积极性，推动中药生产企业将药品质量管理体系向中药材种植加工环节延伸，促进中药材生产加工与生态文明建设和乡村振兴结合。省级药品监督管理部门要加强中药饮片生产企业采购产地加工（趁鲜切制）中药材监管，在符合《中药材生产质量管理规范》（GAP）的基础上，规范中药材产地加工及采购行为，加强趁鲜切制中药材质量管理。
推进实施《中药材生产质量管理规范》	充分发挥 GAP 在中药材生产质量监管的重要作用，组建国家 GAP 专家工作组，研究完善实施工作推进方案和配套技术要求，促进中药材规范化、产业化、规模化种植养殖。通过 GAP 延伸检查、符合性检查和日常监督检查，推动中药生产企业采取自建、共建、联建或共享中药材种植养殖基地，稳定中药材供给，使用符合 GAP 要求的中药材。分品种、分步骤研究明确部分重点或高风险中药品种生产使用的中药材应当符合 GAP 要求。中药注射剂生产所用的中药材，原则上应当符合 GAP 要求。
完善中药材注册管理	会同国家中医药管理局制定《实施审批管理的中药材品种目录》，依法对符合规定情形的中药材品种实施审批管理。加强对地区性民间习用药材管理，修订《地区性民间习用药材管理办法》，指导省级药品监督管理部门制修订地区性民间习用药材标准，确保地方药材标准与国家药品标准协调统一。
建立中药材质量监测工作机制	组织综合分析中药材质量监测数据，关注不同产地中药材质量的差异，研究发布中药材质量监测报告。构建涵盖药材品种考证、产地、质量、安全等信息的国家中药材质量基本数据库，促进中药材数据信息的共享和共用。
改进中药材进口管理	持续强化进口药材检验能力建设，提升进口药材质量追溯水平。根据国家战略区域规划要求，有序开展对申请增设允许药品进口的口岸或允许药材进口的边境口岸现场考核评估工作，合理增设允许药品进口的口岸或允许药材进口的边境口岸。

资料来源：国家药监局，中国政府网，天风证券研究所

**强化中药材资源建设，补链强链。**太极集团坚持从源头上保证成品质量：抓好难点品种基地建设，保障长期供应，加大药材趁鲜加工的产业布局力度，新增种植基地 3 万亩，确保半夏 1500 吨，紫苏 3000 吨，苍术、茯苓、板蓝根千吨级经营规模。落实“一号工程”4 万亩紫苏种植，全力满足公司内部原料需求，积极拓展外部销售。另一方面，建设中药材溯源平台：加快 3G 一码建设，以中药饮片为试点推动 GAP、GMP、GSP 和追溯平台搭建，实现中药材种植与中药饮片生产追溯平台对接。

图 21：太极集团中药材种植基地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**强化规划，深化生产协同。**2022 年太极集团制定了“3143”产能规划战略，规划 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心、4 个产能协同厂、3 个特色药品生产厂，充分发挥太极医药城产能中心作用，加大各生产厂产能内部协同，逐步化解产能矛盾，提升产能利用率。

截至 2023 年 5 月，太极集团已有 3 个工厂获评重庆市智能工厂，5 个车间被评为重庆市数字化车间。未来公司将充分发挥太极医药城产能中心作用，预计产能同比提高 30%，并同步提高运行稳定性和安全性，进一步深化生产协同作用。

图 22：太极集团智能工厂

### 智能化中药提取工序



### 智能化中央控制室



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 3. 以麻精特色化药+区域商业领军企业为辅，持续丰富业绩增长点

### 3.1. 化学药：独家产品居多，特色麻精拥有较强竞争力

太极集团化学药产品种类丰富，围绕“6+1”重点治疗领域，涵盖消化及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、神经系统、抗感染等领域，包括以注射用头孢唑肟钠、盐酸吗啡缓释片、洛芬待因缓释片等为代表的特色麻精产品矩阵，拥有较强的竞争力。

表 7：太极集团主要化学药产品

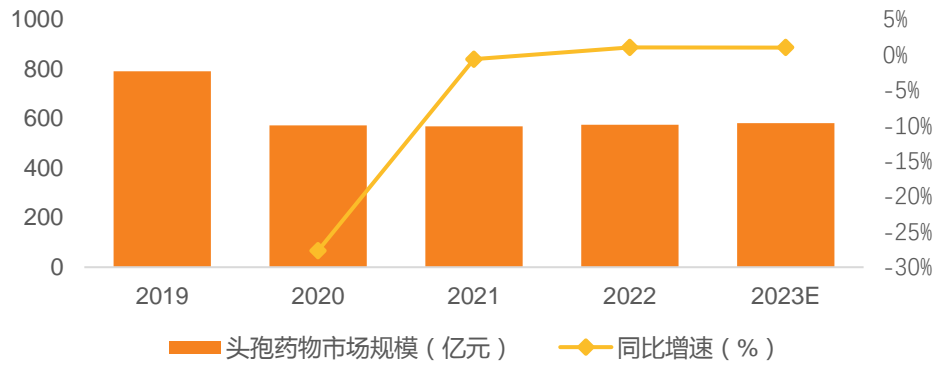
药（产）品名称	主要治疗领域	是否处方药	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
注射用头孢唑肟钠	抗感染药	是	否	是	是
盐酸吗啡缓释片	镇痛药	是	是	是	是
洛芬待因缓释片	镇痛药	是	否	是	是
氯化钠注射液	电解质平衡调节类	是	是	是	是
罗格列酮钠片	抗糖尿病药	是	否	是	是
酒石酸美托洛尔缓释片	抗高血压药	是	是	是	是
复方甘草片	镇咳类	是	是	是	是

资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 3.1.1. 注射用头孢唑肟钠：独家原研药，重回增长通道

相关限制措施已经出台，抗生素市场规模微幅上涨。头孢菌素类药物是目前产业规模最大的抗生素类药物，也是市面上品种数量和参与生产的企业数量最多的药物类别之一。2018 年以来，国家集中带量采购迅速开展，对包括抗感染药物在内的整体医药市场产生了颠覆性的影响，在第 1-7 批国家集采中已开展 14 个通用名品种。凯莱英公众号数据显示，在疫情和集采降价的影响下，国内头孢菌素类药物市场近三年有较明显的下降。2022 年为 575.55 亿元。随着疫情放开，国内头孢药物市场规模预计将微幅上涨，2023 年中国头孢药物市场规模预计将达 581.64 亿元。

图 23：2019-2023 年预测中国抗生素市场规模（亿元）



资料来源: 米内中商产业研究院, 凯莱英公众号, 天风证券研究所

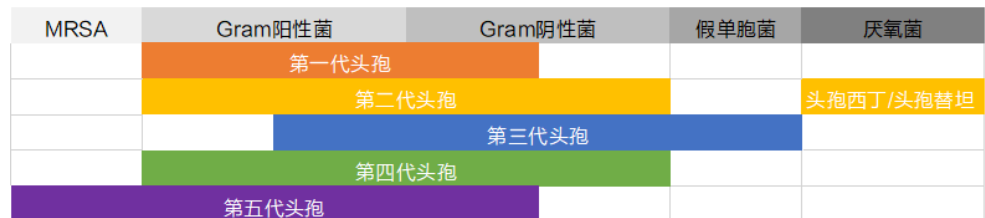
**头孢唑肟钠属第三代头孢菌素, 目前占据主流市场。**目前头孢菌素一共分为五代, 其中第三代头孢菌素占所用头孢菌素的 45% 以上, 是目前头孢菌素主流药物。头孢唑肟钠属第三代头孢菌素, 具广谱抗菌作用, 对多种革兰阳性菌和革兰阴性菌产生的广谱( $\beta$ -内酰胺酶(包括青霉素酶和头孢菌素酶)稳定, 对大肠埃希菌、肺炎克雷伯菌、奇异变形杆菌等肠杆菌科细菌有强大抗菌作用。

表 8: 第一代—第五代头孢菌素代表药物

类别	代表药物
第一代	头孢唑林、头孢拉定、头孢氨苄、头孢唑啉、头孢噻吩
第二代	头孢孟多、头孢呋辛、头孢替安、头孢克洛
第三代	头孢噻肟、头孢哌酮、头孢他啶、头孢曲松、 <b>头孢唑肟、头孢替坦等</b>
第四代	头孢匹罗、头孢匹胺、头孢吡肟
第五代	头孢洛林酯、头孢吡普

资料来源: 丁香园用药指南公众号, 天风证券研究所

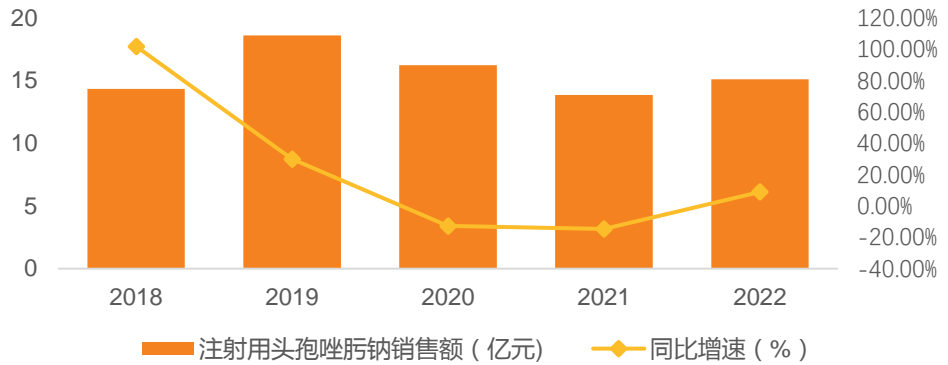
图 24: 第一代—第五代头孢菌素抗菌谱



资料来源: 丁香园用药指南公众号, 天风证券研究所

**销售额持续恢复, 重回增长通道。**益保世灵为原日本藤泽药品工业株式会社(安斯泰来)所开发的第三代头孢菌素类抗生素, 西南药业和日本藤泽合作, 成功引进该品种, 使用日本原研原料并拥有该品种原研技术。由于益保世灵对于血液系统、呼吸系统、胆道、尿路、妇产科等领域的重症感染, 疗效显著, 该产品自上市以来, 其治疗效果深受好评, 产销量迅速增长。2019 年公司头孢唑肟钠销售额达 18.61 亿元, 此后下滑。2022 年公司头孢唑肟钠销售额达 15.11 亿元, 同比增长 9.00%, 自 2019 年以来重回增长通道。

图 25: 2018-2022 年太极集团注射用头孢唑肟钠销售额 (亿元) 及同比 (%)

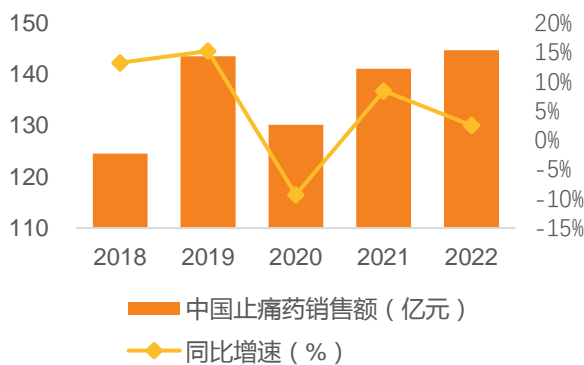


资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.1.2. 盐酸吗啡缓释片：加强构建学术网络，推进产品稳定增长

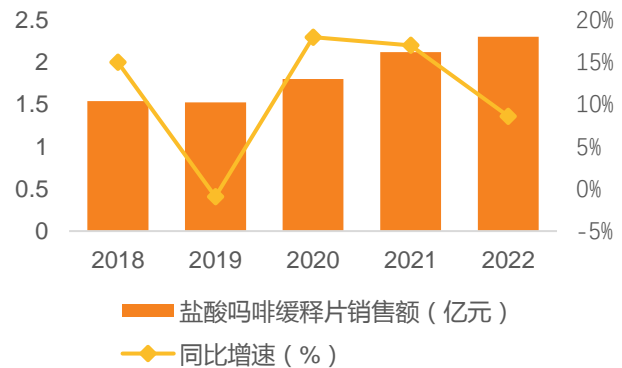
**独家剂型，院内市场逐步放量。**米内网数据显示，2020 年以后，中国城市公立化学药镇痛药市场规模恢复增长趋势。根据世界卫生组织和国家药品监督管理局提出的癌痛治疗三阶梯方案的要求，吗啡是治疗重度癌痛的代表性药物。盐酸吗啡缓释片为强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛。2020 年公司盐酸吗啡缓释片“美菲康”获得临床批件，为独家品种，2022 年实现收入 2.3 亿元，同比增长 8.60%。“美菲康”构建癌痛专家网络、学术平台，抓好专家网络的建设与维护，充分发挥其学术导向作用，加强与 CCO、CRPC、CPOS 等各级肿瘤专业委员会合作，开展学术活动，研讨美菲康关于癌痛控制方面的学术地位，我们预计未来盐酸吗啡缓释片有望保持增长趋势。

图 26：2018-2022 年中国城市公立止痛药销售额 (亿元) 及同比 (%)



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 27：2018-2022 年太极集团盐酸吗啡缓释片销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



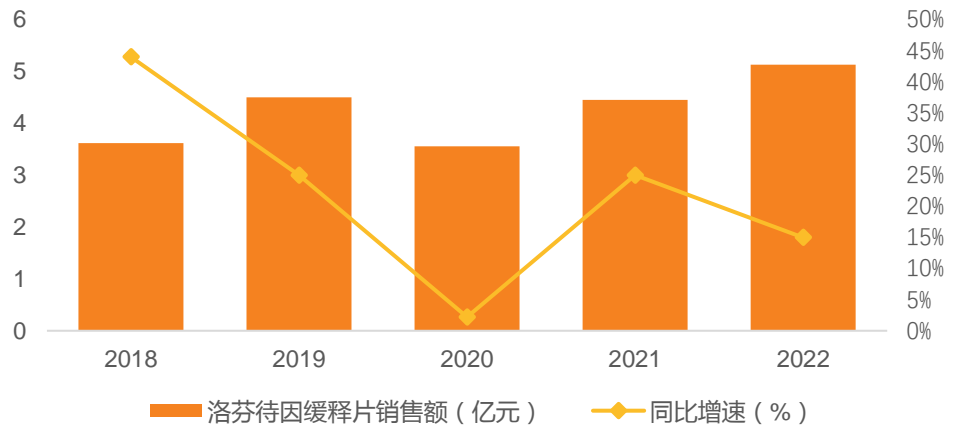
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.1.3. 洛芬待因缓释片：自主研发，预计保持平稳增长

**太极独家自主研发，预计仍将保持平稳增长销售。**洛芬待因缓释片主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，包括癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛等。截至 2023 年 6 月，太极集团的洛芬待因缓释片仍存在独家品种优势，暂无一致性评价竞争者申报此品种。2020 年受疫情影响，销售额略有下降，随后逐年恢复。2022 年实现销售收入 5.13 亿元，同比增长 15%。随着我国手术数量提升、老龄化程度提高，我们预计未来洛芬待因缓释片销售额有望保持平稳增长。

图 28：2018-2022 年太极集团洛芬待因缓释片销售额 (亿元) 及同比 (%)





资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.2. 医药商业：搭建“1+2+3”组织架构，推进川渝片区批零一体化运营机制

太极集团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。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。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。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、大数据分析和应用能力，已走在了全国前列。公司在重庆、涪陵、永川、成都、绵阳、德阳等地共有配送中心 17 个，总仓储面积约 15 万<sup>2</sup>，具备自有冷链配送、箱式配送车辆近 200 辆，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 小时内送达，200 至 400 公里 24 小时内送达内。成都西部经营有限公司具有医药第三方物流资质，重庆桐君阁物流配送中心是重庆唯一取得医药和器械第三方物流资质的配送企业，总建筑面积 7 万平米，设计仓容 100 万件，年吞吐能力 2000 万件。

**构建商业“1+2+3”管理框架，推进业态协同。**总部成立 1 个商业营运管理中心统筹战略发展和创新赋能；搭建川渝 2 个省级平台公司，整合区域资源；公司层面设立医疗、分销、零售 3 大专业委员会，从选品、集采、运营等方面引领提升专业线管理水平和效率；此外，公司充分发挥绵阳地区商业公司的资源、运营和管理优势，打造四川片区医疗与零售的业态协同；加快重庆片区商业整合和业态协同，桐君阁批发公司实现全业态布局。

**推动购销结构调整，着力实现提质增效。**太极集团各子公司积极拓展医疗终端，统筹商业集采，医疗以麻精药品和国采品种为突破口，抓好厂家谈判和品种进院，强化中药饮片经营优势；零售终端充分发挥品牌采购力，推进“直营+加盟”一体运营，以医美新品、特色中药为切入点，抓好专业培训和促销运营，在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测及关键假设

#### 关键假设：

随着国药入主，“十四五”战略发展规划持续推动，公司明确“一主两辅”发展路径，以现代中药为核心，麻精特色化药+区域商业领军企业为辅，充分发挥品牌优势，持续丰富业绩增长点。2022 年营收达 140.51 亿元，同比上升 15.65%，归母净利润 3.50 亿元。2023Q1 实现收入 44.27 亿元 (yoy+25%)，归母净利润 2.35 亿元 (yoy+991%)。

分板块来看，公司现代中药业务 2022 年实现营收 51.02 亿元 (yoy+22.00%)。考虑到核心品种藿香正气口服液、急支糖浆积极拓展适用场景，拟境培育虫草进入产业化阶段，我们预计公司 2023-2025 年现代中药业务收入增速分别为 39.05%/34.89%/29.54%。



公司 2022 年麻精特色药业务实现营收 36.83 亿元 (yoy+14.20%)。考虑到公司特色麻精产品多为独家产品、拥有较强竞争力。我们预计公司 2023-2025 年麻精特色药业务收入增速分别为 24.50%/20.01%/15.85%。

公司 2022 年医药商业业务实现营收 80.06 亿元 (yoy+9.73%)。考虑到公司搭建“1+2+3”组织架构,推进川渝片区批零一体化运营机制,我们预计公司 2023-2025 年医药商业业务收入增速分别为 21.28%/19.00%/15.05%。

表 9: 公司盈利预测

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11207.80	12149.43	14050.66	17596.76	21948.13	27049.84
yoy	-3.74%	8.40%	15.65%	25.24%	24.73%	23.24%
毛利率	40.41%	42.49%	45.43%	46.02%	47.42%	47.80%
归属母公司股东的净利润	66.07	-523.17	349.70	763.92	1033.15	1335.81
现代中药收入		4181.97	5102.00	7094.33	9569.54	12396.39
yoy			22.00%	39.05%	34.89%	29.54%
毛利率		59.97%	65.60%	66.79%	67.25%	68.38%
收入占比		27.68%	30.18%	33.17%	35.94%	38.66%
麻精特色化药收入		3225.04	3683.00	4585.34	5502.86	6375.06
yoy			14.20%	24.50%	20.01%	15.85%
毛利率		60.50%	60.83%	61.82%	62.43%	63.62%
收入占比		21.35%	21.79%	21.44%	20.67%	19.88%
医药商业收入	5,149.29	7,296.41	8,006.09	9709.79	11554.65	13293.62
yoy	9.00%	41.70%	9.73%	21.28%	19.00%	15.05%
毛利率	19.63%	8.53%	9.48%	10.55%	10.90%	11.46%
收入占比	45.94%	48.30%	47.36%	45.40%	43.39%	41.46%
分部间抵消		2958.350	2855.360	3792.69	4678.92	5015.23
收入占比		24.35%	20.32%	21.55%	21.32%	18.54%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 盈利预测:

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 175.97/219.48/270.50 亿元,同比增长分别为 25.24%/24.73%/23.24%; 归属于上市公司股东的净利润分别为 7.64/10.33/13.36 亿元, EPS 分别为 1.37/1.86/2.40 元。

### 4.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值,公司以现代中药为主,麻精特色化药+医药商业为辅。根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司,包括昆药集团、同仁堂、江中药业、云南白药。对主营业务采用 PE 法进行估值。考虑到公司借助国药集团管理经验及平台资源,持续推动混合制改革,看好公司发展,给予 2024 年 35 倍 PE,目标价 64.93 元/股。

表 10: 可比公司估值

公司简称	目前市值	净利润 (亿元)				PE(X)			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
昆药集团	134.3	3.8	6.2	7.6	9.3	21.1	21.8	17.7	14.5
同仁堂	714.8	14.3	16.8	19.5	22.6	49.9	42.5	36.6	31.7
江中药业	119.9	6.0	6.9	8.1	9.6	18.0	17.3	14.8	12.5
云南白药	975.5	30.0	41.3	46.6	52.6	34.8	23.6	20.9	18.6

葵花药业	129.8	8.7	12.1	13.3	15.4	19.2	10.7	9.8	8.4
可比公司平均	414.9	12.5	16.7	19.0	21.9	28.6	23.2	20.0	17.1

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，总市值为 2023 年 7 月 14 日收盘数据。

## 5. 风险提示

**政策监管风险：**医药行业是受到政府政策影响较大的行业之一，医药行业产业政策以及国家、地方性法律法规的变化，将直接影响医药行业。药品集中带量采购、医保政策调整等措施，更是深刻影响医药行业的各个领域。国家采取“国家组织、联盟采购、平台操作”的形式在 11 个试点城市组织了部分仿制药的带量集中采购，大幅压缩了医药企业的销售费用空间，对相关药品价格形成下行压力。未来，随着国家医疗卫生体制改革的不断深化，医药政策陆续出台，集中带量采购的持续推进，可能对公司带来较大的冲击。

**质量风险：**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。

**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。

**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，对公司发展和盈利空间带来不利影响。

**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；为满足公司未来发展可持续发展需要，近年来公司持续加强了抗肿瘤药物、中药及心血管系统药物、内分泌系统药物的研发力度，并加大了重点产品的二次开发。同时，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。

**测算具有主观风险：**根据公司“十四五”战略规划，公司“一主两辅”三大板块均拥有较大的内生增长动力，预计藿香正气口服液、急支糖浆等核心产品在 2023-2025 年间拥有较高增速；此外，公司虫草业务已进入产业化阶段，预计未来 2 年内将保持高增长。基于以上假设，对公司业绩进行测算，具有一定主观风险。

**股价波动风险：**太极集团股票在 2023 年 4 月 27 日、2023 年 4 月 28 日、2023 年 5 月 4 日连续三个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，根据《上海证券交易所交易规则》的有关规定，属于股票交易异常波动情形，具有二级市场交易的股价波动风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,454.36	2,356.84	1,407.74	1,755.85	2,163.99
应收票据及应收账款	1,818.25	1,996.75	2,548.77	3,676.89	3,784.05
预付账款	265.15	286.88	479.49	512.51	624.68
存货	2,279.68	2,170.68	3,854.27	4,032.85	5,116.69
其他	888.63	1,346.60	2,003.67	1,682.60	2,268.29
<b>流动资产合计</b>	<b>6,706.08</b>	<b>8,157.75</b>	<b>10,293.94</b>	<b>11,660.70</b>	<b>13,957.70</b>
长期股权投资	50.18	32.88	32.88	32.88	32.88
固定资产	3,422.31	3,867.17	3,574.82	3,282.47	2,990.12
在建工程	790.20	739.50	883.75	1,003.75	1,023.75
无形资产	1,369.33	1,311.13	1,269.84	1,228.56	1,187.27
其他	831.93	598.76	661.43	629.16	654.70
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,463.94</b>	<b>6,549.45</b>	<b>6,422.72</b>	<b>6,176.82</b>	<b>5,888.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,170.02</b>	<b>14,707.20</b>	<b>16,716.67</b>	<b>17,837.52</b>	<b>19,846.42</b>
短期借款	2,987.95	3,371.84	3,191.24	1,847.09	1,042.28
应付票据及应付账款	2,446.21	2,052.78	5,341.86	4,269.85	6,539.21
其他	3,195.86	3,639.11	3,308.69	5,991.80	5,201.59
<b>流动负债合计</b>	<b>8,630.02</b>	<b>9,063.73</b>	<b>11,841.80</b>	<b>12,108.74</b>	<b>12,783.09</b>
长期借款	703.14	503.68	515.46	300.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	867.84	838.66	681.06	728.09	778.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,570.99</b>	<b>1,342.34</b>	<b>1,196.53</b>	<b>1,028.09</b>	<b>1,028.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,568.34</b>	<b>11,779.95</b>	<b>13,038.32</b>	<b>13,136.84</b>	<b>13,812.00</b>
少数股东权益	(125.39)	(136.53)	(151.51)	(161.74)	(161.74)
股本	556.89	556.89	556.89	556.89	556.89
资本公积	2,074.46	2,074.46	2,069.24	2,069.24	2,069.24
留存收益	178.70	528.40	1,292.32	2,325.47	3,661.28
其他	(82.97)	(95.98)	(88.60)	(89.18)	(91.25)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,601.69</b>	<b>2,927.24</b>	<b>3,678.34</b>	<b>4,700.68</b>	<b>6,034.42</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,170.02</b>	<b>14,707.20</b>	<b>16,716.67</b>	<b>17,837.52</b>	<b>19,846.42</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(577.20)	339.35	763.92	1,033.15	1,335.81
折旧摊销	298.99	335.56	333.64	333.64	333.64
财务费用	214.27	183.73	(22.60)	(45.86)	(76.06)
投资损失	17.28	(10.35)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	351.19	486.18	(1,802.45)	698.66	(421.29)
其它	254.29	466.29	106.30	(51.94)	9.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>558.81</b>	<b>1,800.77</b>	<b>(651.18)</b>	<b>1,937.64</b>	<b>1,151.15</b>
资本支出	54.05	665.60	301.84	72.97	(30.82)
长期投资	(22.74)	(17.30)	0.00	0.00	0.00
其他	570.13	(997.05)	(658.64)	(79.54)	22.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>601.45</b>	<b>(348.75)</b>	<b>(356.80)</b>	<b>(6.57)</b>	<b>(8.10)</b>
债权融资	(779.10)	(378.19)	56.73	(1,582.37)	(732.84)
股权融资	13.78	(13.01)	2.16	(0.59)	(2.07)
其他	(796.22)	(21.24)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,561.55)</b>	<b>(412.44)</b>	<b>58.88</b>	<b>(1,582.96)</b>	<b>(734.91)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(401.28)</b>	<b>1,039.58</b>	<b>(949.10)</b>	<b>348.11</b>	<b>408.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>12,149.43</b>	<b>14,050.66</b>	<b>17,596.76</b>	<b>21,948.13</b>	<b>27,049.84</b>
营业成本	6,987.66	7,668.10	9,498.99	11,541.39	14,119.47
营业税金及附加	137.42	158.59	198.62	247.73	305.31
销售费用	4,215.42	4,642.19	5,986.42	7,453.59	9,183.42
管理费用	805.18	740.38	897.43	1,103.99	1,347.08
研发费用	102.55	105.78	167.17	285.33	459.85
财务费用	214.49	178.96	(22.60)	(45.86)	(76.06)
资产/信用减值损失	(366.17)	(63.67)	(50.00)	(25.00)	(20.00)
公允价值变动收益	115.47	(130.92)	121.28	(41.71)	9.05
投资净收益	(17.28)	10.35	30.00	30.00	30.00
其他	452.13	310.91	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(497.44)</b>	<b>429.99</b>	<b>972.02</b>	<b>1,325.26</b>	<b>1,729.82</b>
营业外收入	10.78	23.54	13.79	14.14	15.56
营业外支出	7.41	10.75	13.15	10.94	10.56
<b>利润总额</b>	<b>(494.08)</b>	<b>442.79</b>	<b>972.66</b>	<b>1,328.47</b>	<b>1,734.82</b>
所得税	83.13	103.44	223.71	305.55	399.01
<b>净利润</b>	<b>(577.20)</b>	<b>339.35</b>	<b>748.94</b>	<b>1,022.92</b>	<b>1,335.81</b>
少数股东损益	(54.03)	(10.35)	(14.98)	(10.23)	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(523.17)</b>	<b>349.70</b>	<b>763.92</b>	<b>1,033.15</b>	<b>1,335.81</b>
每股收益(元)	(0.94)	0.63	1.37	1.86	2.40

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.40%	15.65%	25.24%	24.73%	23.24%
营业利润	-417.53%	-186.44%	126.05%	36.34%	30.53%
归属于母公司净利润	-891.88%	-166.84%	118.45%	35.24%	29.30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.49%	45.43%	46.02%	47.42%	47.80%
净利率	-4.31%	2.49%	4.34%	4.71%	4.94%
ROE	-19.18%	11.41%	19.95%	21.25%	21.56%
ROIC	-6.19%	10.29%	17.62%	17.29%	26.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.25%	80.10%	78.00%	73.65%	69.59%
净负债率	122.10%	70.88%	83.14%	23.01%	-2.24%
流动比率	0.75	0.78	0.87	0.96	1.09
速动比率	0.49	0.57	0.54	0.63	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.90	7.37	7.74	7.05	7.25
存货周转率	5.01	6.31	5.84	5.57	5.91
总资产周转率	0.88	1.01	1.12	1.27	1.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.94	0.63	1.37	1.86	2.40
每股经营现金流	1.00	3.23	-1.17	3.48	2.07
每股净资产	4.90	5.50	6.88	8.73	11.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	-53.30	79.73	36.50	26.99	20.87
市净率	10.22	9.10	7.28	5.73	4.50
EV/EBITDA	21.25	16.20	21.51	16.74	13.11
EV/EBIT	36.91	22.78	28.35	20.94	15.70

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com