

太极集团(600129)

数字化赋能增长的中药 OTC 龙头

行业：医药生物/中药 II
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：39.27 元
 目标价格：49.79 元

投资要点：

► 盈利能力快速提升的中药 OTC 龙头

太极集团是国内中药 OTC 龙头，聚焦发展现代中药智造、麻精特色化药与区域商业业务，核心产品藿香正气口服液、急支糖浆分别在 2022 年中国非处方药感冒暑湿类、止咳化痰平喘类中成药排名首位、第二。公司 2021 年完成战略重组，启动国企改革，经营质量快速提升，2022 年归母净利润 3.50 亿元，实现扭亏为盈。

► 疾病谱改变有望推动中医药放量

PDB 数据显示，祛暑剂与理肺止咳剂中成药 2022 年市场规模分别达到 47.71、76.06 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为 12%、11%，未来全国极端高温天气、感冒止咳用药需求或将持续，祛暑剂与理肺止咳剂中成药有望稳健增长。老龄化加剧下，心脑血管、消化代谢等慢性病或将高发，预防康复需求提升，叠加政策利好中医药，行业有望快速发展。

► 公司启动混改赋能新增长

公司开展国企混改，提升经营质量：(1) 数字化营销改革，推动大品种放量；(2) 升级设备，转型智能制造，稳步提升净利率；(3) 布局中药材产业链，打造新增长曲线；(4) 完善薪酬分配机制，提高管理积极性。同时公司锚定糖尿病及代谢综合征、恶性肿瘤、中医脾胃证、慢阻肺、冠心病及高脂血症、高血压及心衰、脑卒中等 12 个赛道，对老龄化疾病领域进行产品管线布局，维持增长驱动。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 171.26/203.53/239.91 亿元，同比增速分别为 22%/19%/18%；归母净利润分别 8.30/11.09/14.02 亿元，同比增速分别为 137%/34%/26%，EPS 分别为 1.49/1.99/2.52 元/股，3 年 CAGR 为 59%。绝对估值法测得公司每股价值为 50.71 元，可比公司 2024 年平均 PE 27 倍，鉴于公司为中药品牌 OTC 龙头企业，国企改革成效显著，净利润有望快速提升，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 49.79 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险、市场竞争加剧风险、成本波动风险、研发不及预期风险、销售不及预期风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	556.89/556.89
流通 A 股市值(百万元)	21,869.10
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	74.14
一年内最高/最低(元)	68.44/29.75

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12149	14051	17126	20353	23991
增长率(%)	8.40%	15.65%	21.89%	18.84%	17.88%
EBITDA(百万元)	19	957	1811	2054	2295
归母净利润(百万元)	-523	350	830	1109	1402
增长率(%)	-891.88%	166.84%	137.42%	33.57%	26.41%
EPS(元/股)	-0.94	0.63	1.49	1.99	2.52
市盈率(P/E)	-41.8	62.5	26.3	19.7	15.6
市净率(P/B)	8.0	7.1	5.6	4.4	3.4
EV/EBITDA	795.3	20.2	13.2	10.7	8.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 12 日收盘价

相关报告

1、《太极集团(600129)：2023Q3 业绩符合预期，医药工业稳健增长》2023.11.01

投资聚焦

核心逻辑

(1) 公司开展国企改革，通过聚焦主营业务、处置两非业务、升级生产管线设备、数字化营销改革等，提升企业经营质量，毛利率与净利率有望稳步提升。

(2) 公司锚定糖尿病及代谢综合征、恶性肿瘤、中医脾胃证、慢阻肺、冠心病及高脂血症、高血压及心衰、脑卒中、急慢性疼痛、感染性疾病、免疫性疾病、抑郁症等产品赛道，布局老龄化疾病领域，推动核心产品增长。

(3) 公司布局中药材全产业链，分别通过“双基地建设”与大品种经营策略，开展中药材资源的把控和经营，打造公司第二增长曲线。

不同于市场的观点

市场观点：公司启动国企改革，净利率显著提升，但未来提升空间较小；核心大品种藿香正气口服液市占率超过 50%，市占率提升空间有限；疾病谱调整后，消化系统与感冒止咳类产品增长乏力。

我们认为：(1) 公司 2022 年开展生产设备管线升级，智能控费效果或将持续释放，毛利率与净利率有望稳步提升；(2) 在保证原有功效市场市占率下，公司开发大品种的新场景功效市场，有望推动大单品稳健增长；(3) 公司品类丰富，对二线品种进行大品种打造，或将贡献新业绩增长点。

核心假设

工业业务：该板块是公司为核心业务，主要为藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、益保世灵（注射用头孢唑肟钠）、美菲康（盐酸吗啡缓释片）、思为普（洛芬待因缓释片）等，预计 2023-2025 年该板块业务收入保持高速增长，增速分别为 25.35%、19.59%、18.17%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 64.60%、64.80%、65.00%。

商业业务：商业业务是公司的发展性业务，主要为药品批发（商业分销、医院和终端配送）、药品零售、电子商务等，预计 2023-2025 年该板块业务收入保持稳健增长，增速分别为 15.00%、15.00%、15.00%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 9.00%、9.00%、9.00%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 171.26/203.53/239.91 亿元，同比增速分别为 22%/19%/18%；归母净利润分别 8.30/11.09/14.02 亿元，同比增速分别为 137%/34%/26%，EPS 分别为 1.49/1.99/2.52 元/股，3 年 CAGR 为 59%。绝对估值法测得公司每股价值为 50.71 元，可比公司 2024 年平均 PE 27 倍，鉴于公司为中药品牌 OTC 龙头企业，国企改革成效显著，净利润有望快速提升，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 49.79 元，维持“买入”评级。

正文目录

1. 蓄势待发的中药品牌 OTC 龙头	5
1.1 专注医药以发展主营业务	5
1.2 公司管理层经验丰富	6
1.3 混改显著提升公司盈利水平	8
2. 健康管理升级下公司增长驱动力强	9
2.1 聚焦培育中药核心单品	11
2.2 稳步发展化药与区域商业业务	17
2.3 布局中药材新增长业务	20
3. 战略转型以打造世界一流中药企业	22
3.1 加大研发投入提升产品竞争力	22
3.2 通过产能协同与智能化控费	24
3.3 完善机制提升内生动力	25
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司代表性产品情况	6
图表 3: 公司股权结构	7
图表 4: 公司管理层介绍	7
图表 5: 2017-2023Q3 公司营收及增速	8
图表 6: 2017-2023Q3 公司归母净利润及增速	8
图表 7: 2017-2023Q3 年公司主营业务构成	8
图表 8: 2017-2023Q3 公司毛利率及净利率	8
图表 9: 2017-2023Q3 公司费用率情况	9
图表 10: 2017-2023Q3 公司资产负债率与净资产收益率	9
图表 11: 2012-2022 年中国人口年龄组成	9
图表 12: 2012-2022 中国 65 岁以上老年人口情况	9
图表 13: 老年群体常见疾病谱	10
图表 14: 2016 年至今中医药重要政策汇总	10
图表 15: 太极集团现代中药核心产品情况	11
图表 16: 2021-2023H1 公司现代中药业务收入情况	11
图表 17: 2022 年公司现代中药业务收入结构	11
图表 18: 2016-2022 年【藿香正气】终端销售规模	12
图表 19: 2022 年城市实体药店【藿香正气】竞争格局	12
图表 20: 1 月 1 日至 6 月 30 日全国平均高温日数历年变化 (1961-2023 年)	12
图表 21: 太极集团藿香正气口服液过往调价情况	13
图表 22: 藿香正气口服液处方药材价格涨幅情况	13
图表 23: 藿香正气口服液临床试验研究情况	13
图表 24: 太极集团藿香正气口服液“胃肠不适”宣传场景	13
图表 25: 2020-2023H1 急支糖浆销售额 (百万元)	14
图表 26: 2017 与 2022 年急支糖浆销售总量与医疗机构采购量	14
图表 27: 2017-2023Q3 止咳祛痰类中成药零售市场规模 (亿元)	14
图表 28: 2017-2023Q3 急支糖浆在止咳祛痰中成药零售端市占率情况	14

图表 29:	急支糖浆品牌战略定位	15
图表 30:	2017Q1-2023Q3 急支糖浆零售销售规模 (百万元)	15
图表 31:	2019-2023H1 鼻窦炎口服液销售额 (百万元)	15
图表 32:	2022 年鼻窦炎口服液医疗机构与非医疗机构采购占比	15
图表 33:	鼻窦炎口服液在不同年龄儿童的用法用量推荐	16
图表 34:	鼻窦炎口服液对不同疾病的疗程推荐	16
图表 35:	2019-2023H1 通天口服液销售额 (百万元)	16
图表 36:	2019 年医院质量监测系统中三级公立医院缺血性卒中患者年龄分布 ..	17
图表 37:	2019 年医院质量监测系统中二级公立医院/民营医院缺血性卒中患者年 龄分布	17
图表 38:	太极集团化药管线核心产品情况	17
图表 39:	2021-2023H1 公司化药业务收入情况	18
图表 40:	2022 年公司化药业务收入结构	18
图表 41:	2016-2023H1 西南药业注射用头孢唑肟钠终端销售额 (百万元)	18
图表 42:	2022 年注射用头孢唑肟钠竞争格局	18
图表 43:	2016-2023H1 西南药业洛芬待因缓释片终端销售额 (百万元)	19
图表 44:	2000-2014 年中国肿瘤登记地区人群癌症标化平均发病年龄变化趋势	19
图表 45:	2022 年【洛芬待因】品类竞争格局	19
图表 46:	2022 年【盐酸吗啡】品类竞争格局	19
图表 47:	2021-2023H1 公司医药分销与零售销售收入规模 (百万元)	20
图表 48:	2017 年-2023H1 重庆桐君阁股份有限公司净资产与净利润规模 (百万元)	20
图表 49:	基层医疗机构中医馆与中医阁建设标准	20
图表 50:	2017-2021 年中国中医诊疗人次变化 (不含村卫生室)	21
图表 51:	基层医疗机构中医诊疗渗透率预测	21
图表 52:	2012-2021 年中国中药材市场成交额情况	21
图表 53:	近年来国内中药材价格指数走势	21
图表 54:	公司战略规划	22
图表 55:	太极集团 2022 年主要研发项目	23
图表 56:	太极集团 2017-2022 研发支出情况 (百万元)	23
图表 57:	太极集团 2022 年主要研发项目	24
图表 58:	2017-2023H1 太极集团核心子公司净资产规模 (亿元)	24
图表 59:	2017-2023H1 太极集团核心子公司净利润规模 (亿元)	24
图表 60:	太极集团 2022 年智能制造提升情况	25
图表 61:	公司 2023H1 绿色升级节能空间	25
图表 62:	2018-2022 年公司各类专业人员数量 (人)	26
图表 63:	2018-2022 年公司人均创收与人均创利情况 (万元)	26
图表 64:	2018-2022 年公司人均薪酬情况 (万元)	26
图表 65:	公司营收测算汇总 (百万元)	28
图表 66:	FCFF 模型关键假设	28
图表 67:	FCFF 估值明细 (百万元)	28
图表 68:	DCF 估值敏感性分析	29
图表 69:	可比公司估值对比	29

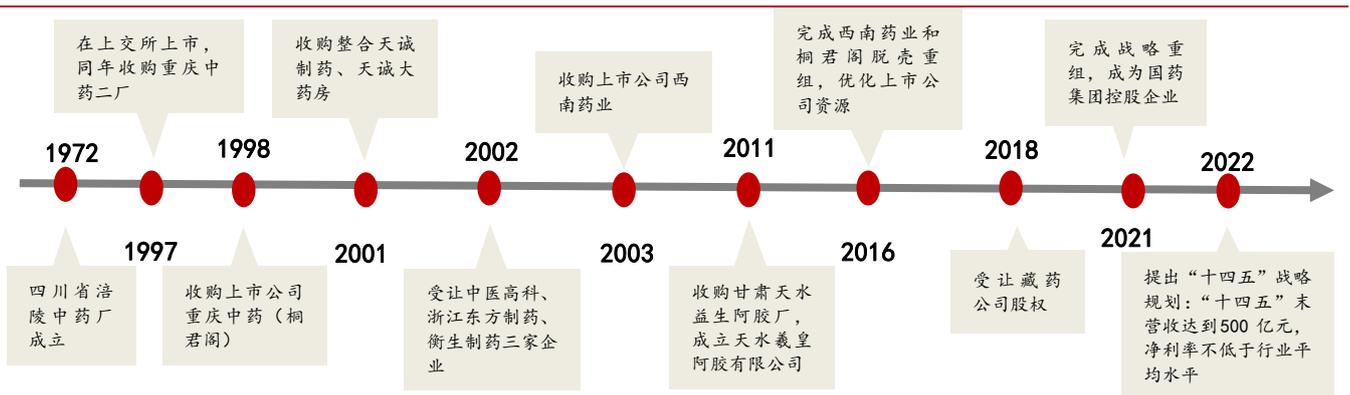
1. 蓄势待发的中药品牌 OTC 龙头

太极集团始建于 1972 年，在 2019 年正式启动混改，2021 年完成战略重组，现成为国药集团现代化中药板块成员。公司聚焦现代中药智能制造，发展麻精特色化药与区域商业业务，现已涵盖医药研发、工业生产、医药商业、大健康产业等领域，旗下拥有 13 家制药厂、20 多家医药商业等多家子公司，在医药完整产业链布局中处于国内领先水平。

1.1 专注医药以发展主业业务

太极集团起源于四川省涪陵中药厂，1997 年上市后相继收购重庆中药二厂、重庆中药（桐君阁）、天诚制药与天诚大药房、西南药业等多家企业，公司业务持续壮大，2021 年国药集团入主后，公司提出十四五发展规划，优化处置“两非”企业业务，进一步聚焦发展主营业务。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司产品管线丰富，重点发展“6+1”重点治疗领域，包括消化及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、神经系统、抗感染、大健康等，截至 2023H1，公司共有中西药品种批文 1242 个，全国独家生产批文有 86 个，其中纳入 2022 版国家医保目录品种 413 个，2018 版国家基药产品品种 368 个，代表产品分别有藿香正气口服液、太罗（罗格列酮钠片）、急支糖浆、鼻窦炎口服液、通天口服液等。

图表2：公司代表性产品情况

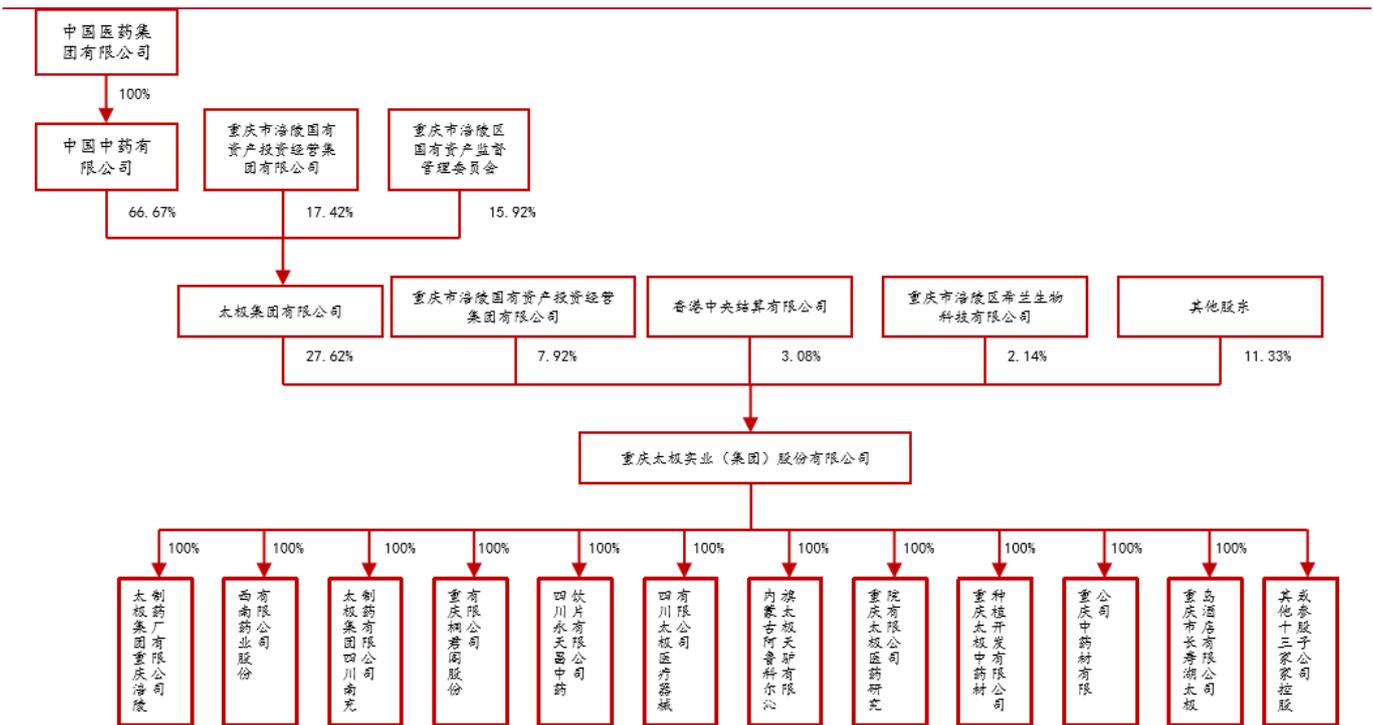
治疗领域	药品名称	功能主治	是否独家品种/独家剂型	药品类型	是否为国家基药产品	是否为国家医保产品
消化系统类	藿香正气口服液	解表化湿，理气和中。用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻；胃肠型感冒见上述证候者。	否	OTC	是	是
代谢用药	太罗（罗格列酮钠片）	单一服用本品，并辅以饮食控制和运动，可控制2型糖尿病患者的血糖	是	Rx	否	是
呼吸系 统用药	急支糖浆	清热化痰，宣肺止咳。用于外感风热所致的咳嗽，症见发热、恶寒、胸膈满闷、咳嗽咽痛；急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述证候者	否	Rx	是	是
	鼻窦炎口服液	疏散风热，清热利湿，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	Rx	是	是
心脑血管用药	通天口服液	活血化痰、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	Rx	是	是
	丹参口服液	活血化痰、通脉养心。用于气滞血瘀引起的胸痹、胸闷刺痛；冠心病、心绞痛见上述证候者	否	OTC	是	是
镇痛与 抗生素 类	益保世灵（注射用头孢唑肟钠）	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病	否	Rx	否	是
	盐酸吗啡缓释片（美菲康）	强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛	独家剂型	Rx	是	是
	思为普（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，如：癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等	独家剂型	Rx	否	是
抗肿瘤 与免疫 调节剂	小金片	散结消肿，化痰止痛。用于阴疽初起，皮色不便，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，疔，乳岩，乳癖	独家剂型	Rx	是	是
	盐酸格拉司琼注射液	用于放射治疗、细胞毒类药物化疗引起的恶心和呕吐	否	Rx	否	是
补益类	阿胶（太极天胶）	补血滋阴，润燥，止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸，心烦不眠，肺燥咳嗽	否	OTC	否	否
	补肾益寿胶囊	补肾益气，能调节老年人免疫功能趋于正常。用于夜尿频数，腰酸，健忘，倦怠，胸闷气短，失眠，耳鸣	独家剂型	OTC	否	否

资料来源：公司官网，公司 2022 年年报，国联证券研究所

1.2 公司管理层经验丰富

公司股权相对集中，股权结构清晰。截至 2023Q3，公司控股股东为太极集团有限公司，与重庆市涪陵区希兰生物科技有限公司为一致行动人，合计持有公司 29.76%的股权。公司实控人为中国医药集团有限公司，背靠国资委。

图表3：公司股权结构



资料来源：ifind，国联证券研究所

管理层经验丰富，专业背景过硬。公司总经理俞敏曾在华润三九任职，历任深圳市三九医药贸易公司现代中药产品总监、副总经理，深圳市三九现代中药公司常务副总、总经理等，具备销售管理经验，同时大多数管理层均有多年生产、管理、财务有关经验，且参与公司多年发展，为公司创新发展提供可靠的管理与技术支持。

图表4：公司管理层介绍

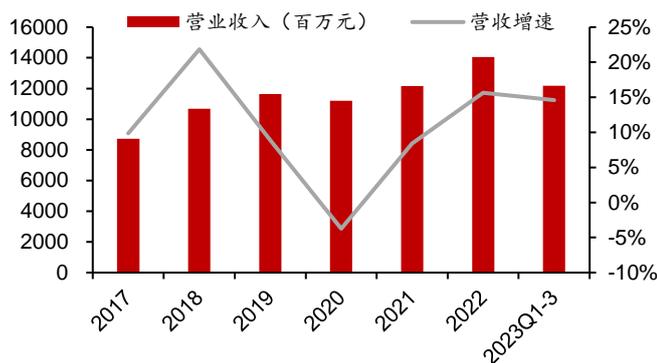
公司高管	职位	教育背景	从业经历
李阳春	董事长	工商管理硕士	1986年进入重庆桐君阁药厂、1989年先后历任四川涪陵制药厂供销科科长助理、销售部经理、南方公司总经理、销售总公司总经理。
俞敏	总经理、副董事	工商管理硕士	1994年参加工作，历任三九医药贸易公司华东大区经理、广告办主任，深圳市三九医药贸易公司现代中药产品总监、副总经理，深圳市三九现代中药公司常务副总、总经理等。
袁永红	常务副总经理	工商管理硕士	历任太极集团销售总公司管理部部长，南太极销售公司总经理，太极集团销售总公司副总经理，西南药业股份有限公司董事、总经理，重庆桐君阁股份有限公司董事长。
于宗斌	副总经理	工商管理硕士	历任太极集团重庆国光绿色食品有限公司总经理助理、总经理、董事长，重庆中药二厂副厂长，浙江东方制药有限公司党总支书记、副总经理，南充制药有限公司党总支书记、总经理等
崔海燕	副总经理	国际贸易专业本科	历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；太极集团有限公司党委副书记、董事，重庆太极实业（集团）股份有限公司副总经理
张忠喜	副总经理	工商管理硕士	1996年参加工作，历任重庆太极实业（集团）股份有限公司财务部电算化室主任、副经理、经理、财务总监，太极集团重庆涪陵制药厂有限公司副总经理，太极集团有限公司总会计师。
罗诗遂	副总经理	植物生理生化硕士	历任太极集团重庆公司副总经理、太极集团营销策划处处长、太极集团重庆衡康保健品有限公司总经理、重庆太极食品有限公司总经理、太极集团销售总公司副总经理、太极集团总经济师，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	工商管理硕士	历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、董事会秘书，重庆桐君阁股份有限公司董事、副总经理，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
谭礼文	副总经理	工商管理硕士	历任涪陵制药厂财务科科长、企管科科长、武汉办事处主任，湖南市场部经理，太极集团有限公司总经理助理、副总经理、董事、董事局副局长，重庆太极实业（集团）股份有限公司监事等
陈康	副总经理	民商法硕士	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
刘尊义	财务总监	农业财政与信用专门化本科	历任北京通县医疗器械厂财务主管、中科华会计师事务所审计项目经理，信永中和会计师事务所审计项目经理，中国生物技术股份有限公司审计部副主任、主任，太极集团有限公司财务总监等

资料来源：ifind，国联证券研究所

1.3 混改显著提升公司盈利水平

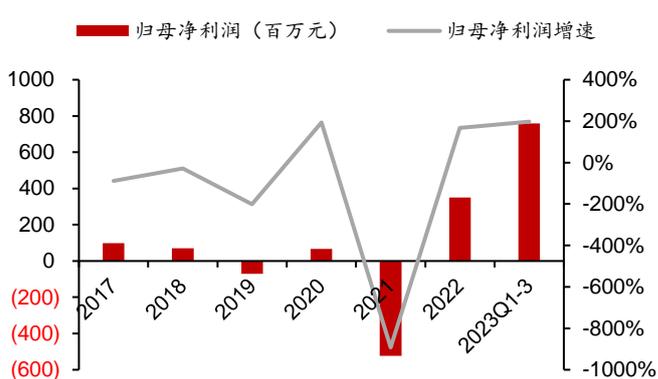
公司业绩迎来反弹，有望持续高增长。2017-2021 年公司营业收入稳步提升，但由于公司资产负债率与销售费用率过高，经营上多是增收不增利。自 2021 年公司完成战略重组，启动国企改革，持续处置两非业务与资产，公司 2022 年归母净利润达到 3.50 亿元，实现扭亏为盈，而 2023 年前三季度归母净利润达到 7.58 亿元，同比增长 197.6%。

图表5：2017-2023Q3 公司营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

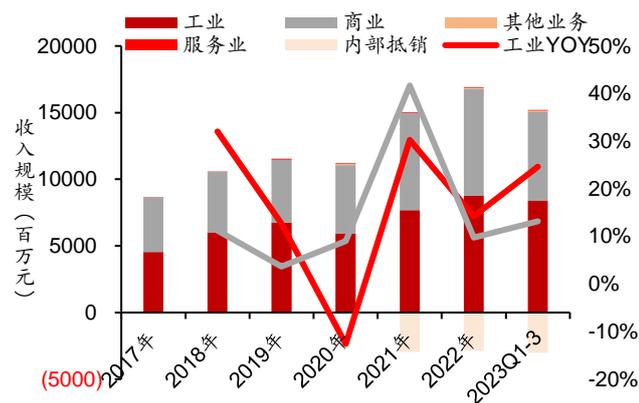
图表6：2017-2023Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

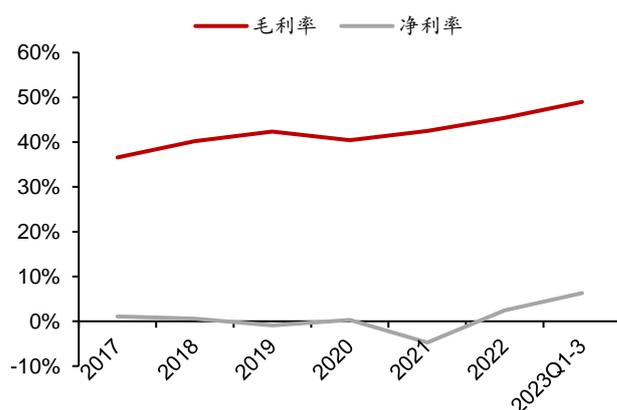
工业业务快速增长，整体毛利率大幅提升。公司战略重组后，工业业务收入快速提升，工业业务与商业业务的收入占比从 2021 年的 1.05 提升至 2023 前三季度的 1.26，受业务结构调整，公司的毛利率与净利率大幅提升。

图表7：2017-2023Q3 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告，国联证券研究所

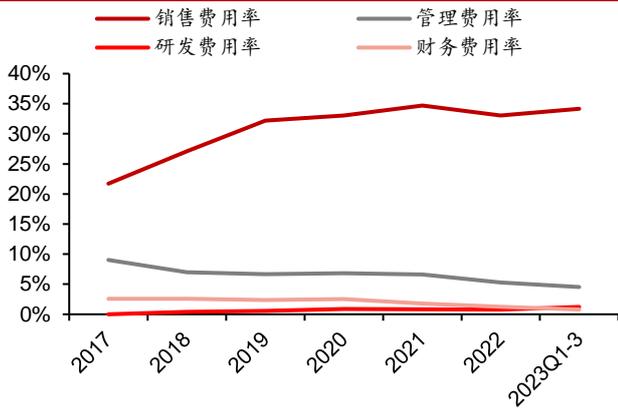
图表8：2017-2023Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

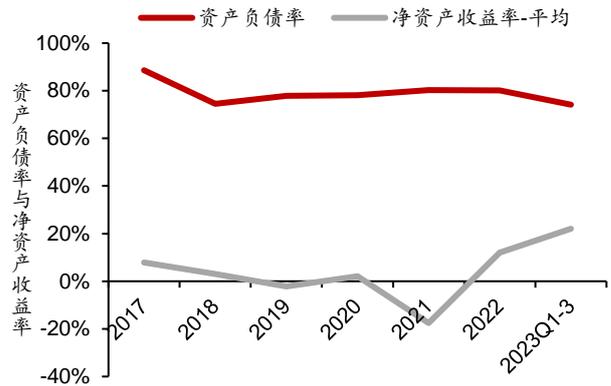
收入增长叠加公司管控，期间费用率逐年下降。公司加入国药集团后，启动内部改革，优化组织管理，管理费用率持续管控；开展数字化营销，销售费用率稳中有降，同时在持续聚焦主营业务并优化两非业务后，公司资产负债率下降、净资产收益率稳定向好。

图表9：2017-2023Q3 公司费用率情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：2017-2023Q3 公司资产负债率与净资产收益率



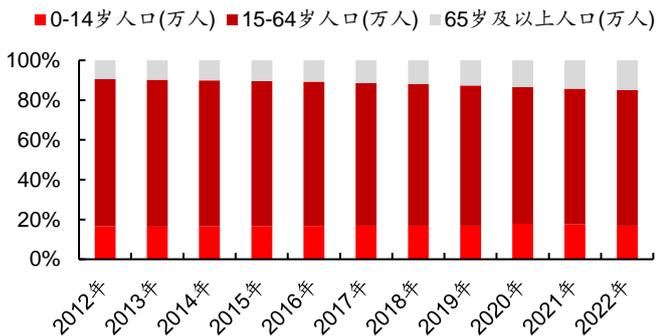
资料来源：公司公告，国联证券研究所

执行十四五发展规划，加大管理层良性经营动力。公司 2022 年 1 月 1 日提出“十四五”战略规划概要（2021 年-2025 年）：以现代中药智造为主，麻精特色化药与区域商业领军企业为辅。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中药企业。

2. 健康管理升级下公司增长驱动力强

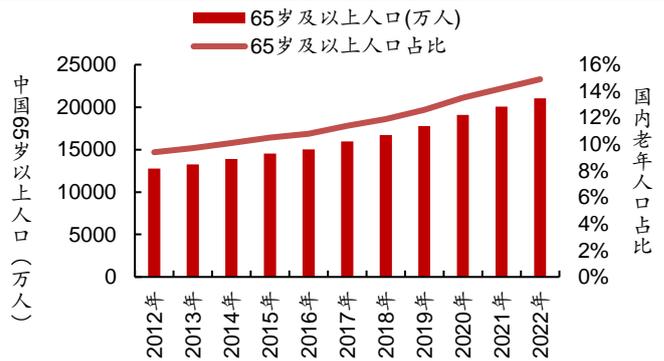
老龄化社会来临，疾病防治需求提升。国家统计局数据显示，2022 年底中国 65 岁以上老年人口达到 2.1 亿人次，老年人口占全国人口的比例亦提升到 14.9%，标志着我国跨入中度老龄化社会，医疗保健需求逐步升级。

图表11：2012-2022 年中国人口年龄组成



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表12：2012-2022 中国 65 岁以上老年人口情况

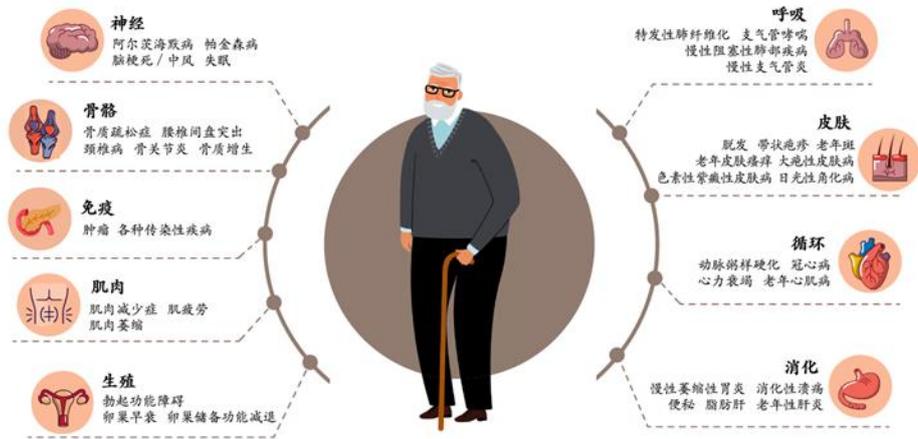


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

人体机能随着年龄增长呈现下降趋势，身体代谢、修复与免疫功能减弱，进而出现老年慢特疾病症状；而随着中国人群老年化加剧，患病群体也再进一步扩大，健康管理从“治疗”向“治未病”升级，中医药进入发展红利期。

图表13: 老年群体常见疾病谱

老年慢病的发生发展与衰老密切相关。随着年龄的增长, 人体各个系统的功能逐渐下降, 身体的代谢、修复、免疫等能力也逐渐减弱, 从而导致老年病的发生。



资料来源: 以岭药业公众号, 国联证券研究所

顶层战略亦持续利好中医药发展, 自2016年以来, 中医药政策不断出台, 坚持继承和创新并重, 推进中医药现代化, 助力产业升级, 在审评审批端、医保支付端上给予更多的利好, 并明确中医药的发展定位: 在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用。

图表14: 2016年至今中医药重要政策汇总

时间	机构	政策	重要内容
2016/2/26	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030)》	到2030年, 中医药治理体系与现代化水平显著提升, 在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用
2016/12/27	国务院	《十三五“卫生与健康规划”》	推动中医药传承创新发展, 加强中医药传承创新, 推进中西医协调发展
2018/5/29	国家药监局	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	符合条件的经典名方制剂申请上市, 免报药效学研究及临床试验资料
2019/10/26	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	加快中医药循证医学中心建设, 筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种等
2020/12/21	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新, 强化中药质量安全监管, 推进中药监管体系和监管能力现代化
2021/3/13	国务院	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	推动中医药传承创新, 坚持中西医并重与互补, 发展中医药事业
2021/9/23	国务院	《十四五全民医疗保障规划》	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
2021/12/30	国家医疗保障局	《医保支持中医药传承创新发展》	符合条件中医医药机构纳入医保定点、适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围
2022/3/29	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到2025年, 中医药健康服务能力明显增强, 中医药高质量发展政策和体系进一步完善, 中医药振兴发展取得积极成效
2022/3/30	国家中医药管理局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	到2025年, 基层中医药实现五个“全覆盖”
2022/10/29	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	建立满足中医药传承创新发展的中医药人才队伍等
2023/2/10	国家药监局	《中药注册专门管理规定》	明确中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方新药与同名同方药的注册要求, 并规定中成药说明书内容等。
2023/2/28	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年, 优质高效中医药服务体系加快建设, 包括中医药防病治病水平, 中西医结合服务能力, 中医药科技创新能力, 高素质中医药人才队伍, 中药质量等方面显著提升。

资料来源: 工业和信息化部, 国务院, 全国人大常委会, 国家药品监督管理局, 国家医疗保障局, 国家中医药管理局, 国联证券研究所

2.1 聚焦培育中药核心单品

现代中药业务是太极集团核心战略板块，公司现拥有中药品种批文 690 个，主要覆盖解表化湿、化痰止咳、疏散风热、活血化瘀、散结消肿、滋补气血等多个功效领域。在培育中药大品种的同时，公司持续激活睡眠品种上市，打造出第二梯队产品群。

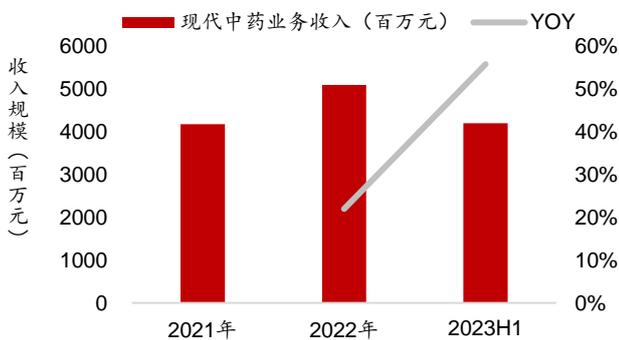
图表15：太极集团现代中药核心产品情况

治疗领域	药品名称	功效	独家情况	药品类型	2018版国家基药产品	2022版国家医保产品	2022年销售额(亿元)	2023H1销售额(亿元)
消化系统	藿香正气口服液	解表化湿，理气和中	否	OTC	是	是	15.67	18.13
呼吸系统	急支糖浆	清热化痰，宣肺止咳	独家品种	双跨	是	是	5.26	5.28
呼吸系统	鼻窦炎口服液	疏散风热，清热利湿，宣通鼻窍	独家品种	双跨	是	是	2.14	1.30
心脑血管	通天口服液	活血化瘀，祛风止痛	独家品种	双跨	是	是	2.88	1.62
心脑血管	丹参口服液	活血化瘀、通脉养心	否	Rx	是	是	/	/
抗肿瘤与免疫调节	小金片	散结消肿，化瘀止痛	独家剂型	Rx	是	是	/	/
补益类	太极天胶	补血滋阴，润燥止血	否	OTC	否	否	/	/
补益类	补肾益寿胶囊	补肾益气，调节老年人免疫功能	独家剂型	OTC	否	否	/	/

资料来源：太极集团 2022 年年报，太极集团 2023 年半年报，国家药监局，国联证券研究所

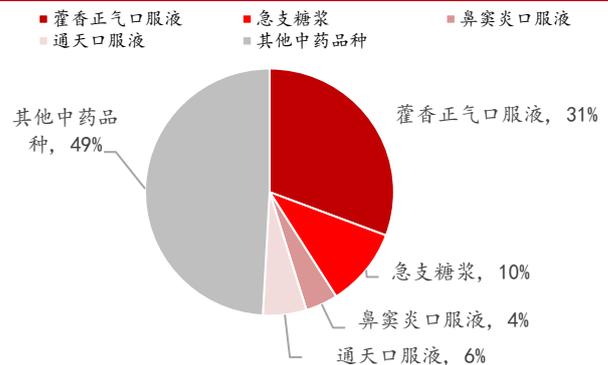
现代中药 2023H1 实现收入 42.04 亿元 (yoy+55.88%)，其中核心中药品种包括藿香正气口服液与天胶、补肾益寿胶囊等 OTC 品类，小金片与丹参口服液等处方药品种，急支糖浆、通天口服液与鼻窦炎口服液等双跨品种。

图表16：2021-2023H1 公司现代中药业务收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：2022 年公司现代中药业务收入结构

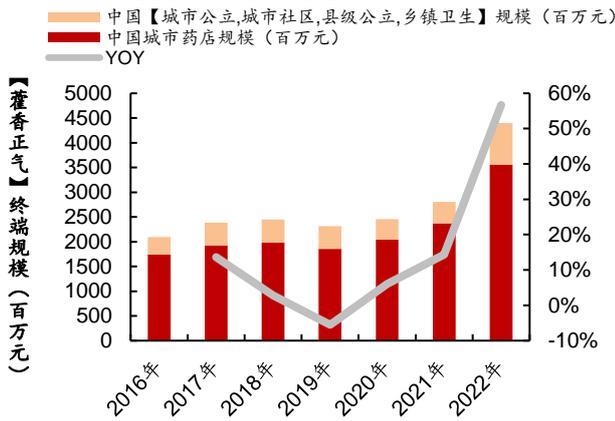


资料来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 藿香正气口服液：量价齐升，推动大单品业绩增长

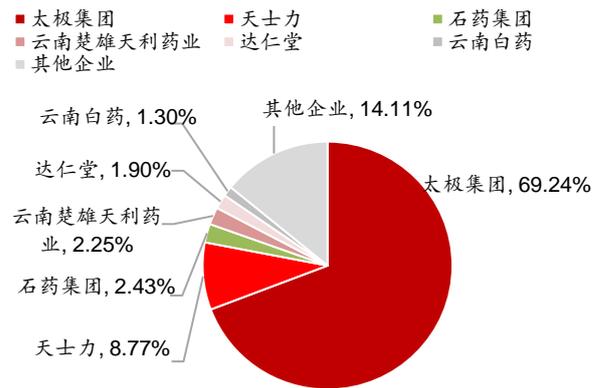
公司品牌优势明显，竞争格局稳固。藿香正气口服液是公司核心大单品，主要用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致感冒，2022 年销售收入实现 15.67 亿元 (yoy+70%)。在 2022 年度中国非处方药中成药感冒暑湿类品类排名中，太极【藿香正气口服液】位居首位，2022 年在城市药店端【藿香正气】系列中市占率达到 69%。

图表18: 2016-2022年【藿香正气】终端销售规模



资料来源: 米内网, 国联证券研究所

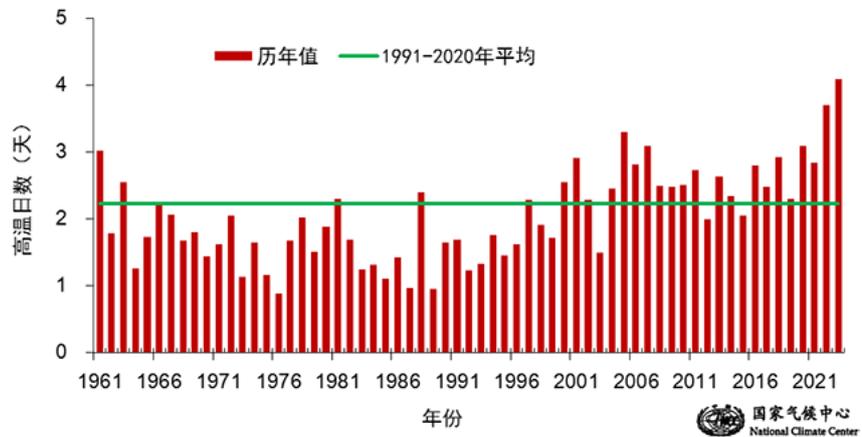
图表19: 2022年城市实体药店【藿香正气】竞争格局



资料来源: 米内网, 国联证券研究所

接连高温提升防暑需求, 推动藿香正气品类市场扩容。 藿香正气品类源自宋代《太平惠民和剂局方》藿香正气散, 常作为高温中暑推荐用药; 已上市的成药剂型共 10 个, 包括口服液 (不含酒精)、软胶囊、颗粒等。米内网数据显示, 藿香正气品类 2022 年市场规模达 43.97 亿元, 2016-2022 年 CAGR 为 13%, 受近年极端高温与全球变暖影响, 每年平均高温日数的提升或将加大防暑用品需求, 藿香正气品类市场亦有望持续扩容。

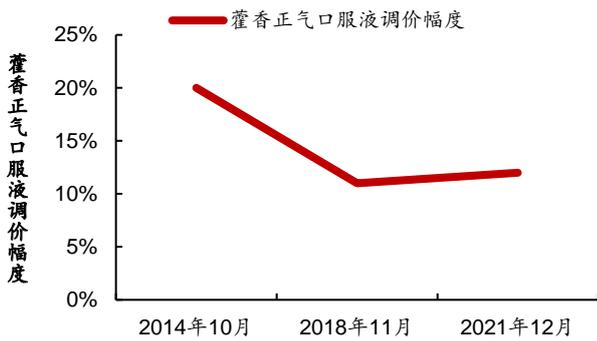
图表20: 1月1日至6月30日全国平均高温日数历年变化 (1961-2023年)



资料来源: 中国气象局, 国联证券研究所

生产成本承压, 公司有望进入新一轮调价。 由于原材料与人工成本上涨, 公司在 2014 年 10 月、2018 年 11 月、2021 年 12 月分别对藿香正气口服液进行调价; 2023H1 中药材价格接连上涨, 原材料价格或将向终端产品价格传递。以亳州药市价格为参考值, 相对于 2021 年 12 月, 2023 年 12 月厚朴、白芷、大腹皮、半夏、甘草、紫苏叶药材价格涨幅较大, 我们认为藿香正气口服液有望进入新一轮提价周期。

图表21: 太极集团藿香正气口服液过往调价情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表22: 藿香正气口服液处方药材价格涨幅情况

产品处方	处方量	对应药味	药材价格涨幅 (2018年11月-2021年12月)	药材价格涨幅 (2021年12月-2023年12月)
苍术	80g	苍术	65%	-11%
陈皮	80g	陈皮	6%	11%
厚朴(姜制)	80g	厚朴	0%	45%
白芷	120g	白芷	89%	47%
茯苓	120g	茯苓	80%	-27%
大腹皮	120g	大腹皮	0%	88%
生半夏	80g	半夏	-32%	47%
甘草浸膏	10g	甘草	0%	275%
广藿香油	0.8ml	广藿香	-12%	27%
紫苏叶油	0.4ml	紫苏叶	50%	100%

资料来源: 公司公告, 中药材天地网, 国联证券研究所;
注: 药材价格以亳州药市市场价格为参考

拓展应用新场景, 打造产品第二增长点。公司2022年提出“品牌IP藿小香”, 在院外端锚定“祛暑、祛湿、祛暑湿”市场定位, 在防暑功能基础上, 加大胃肠不适、祛除体湿宣传, 实现产品在不同地域中销售季节与人群的新突破。同时公司开展藿香正气口服液在湿疹/特异性皮炎、腹泻型肠易激综合征、预防控制化疗导致恶心呕吐的临床研究, 持续丰富产品适应症, 加大覆盖人群, 藿香正气口有望保持高增速。

图表23: 藿香正气口服液临床试验研究情况

药物名称	临床试验题目	适应症	试验日期
藿香正气口服液	藿香正气口服液治疗湿疹/特异性皮炎湿证患者的随机对照试验及湿疹/特异性皮炎非湿证患者的观察性研究	湿疹/特异性皮炎	2018. 12. 01-2021. 12. 31
藿香正气口服液	藿香正气口服液治疗腹泻型肠易激综合征湿证患者的随机对照试验及腹泻型肠易激综合征非湿证患者观察性研究	腹泻型肠易激综合征	2019. 11. 01-2021. 12. 31
藿香正气口服液	藿香正气口服液用于预防和控制含顺铂(多日)化疗导致恶心呕吐(CINV)的随机对照多中心 III 期临床研究	肿瘤	2023. 03. 01-2025. 09. 30

资料来源: 药智网, 国联证券研究所

图表24: 太极集团藿香正气口服液“胃肠不适”宣传场景

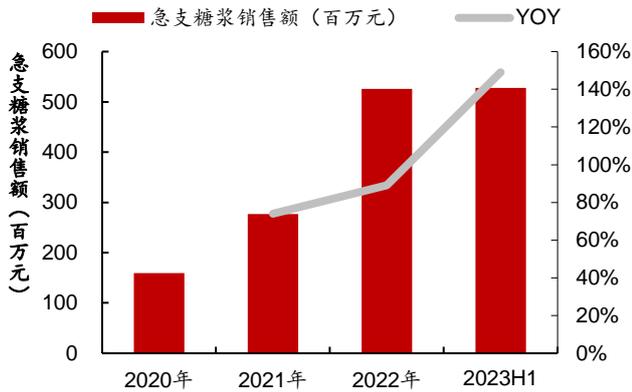


资料来源: 太极集团公众号, 国联证券研究所

➤ **急支糖浆: 止咳祛痰类市场恢复, 品牌赋予增长驱动**

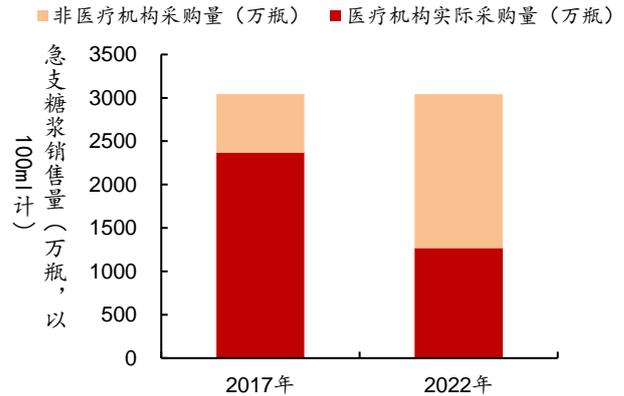
急支糖浆为公司核心独家品种, 含有鱼腥草、金荞麦、四季青、麻黄、紫菀、前胡、枳壳、甘草等 8 味药味, 有清热化痰、宣肺止咳之功, 用于治疗急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作, 20231H 销售收入实现 5.28 亿元 (yoy+149.06%); 在 2022 年度中国非处方药中成药止咳化痰平喘类排名中, 太极【急支糖浆/颗粒】位居第二。

图表25: 2020-2023H1 急支糖浆销售额 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

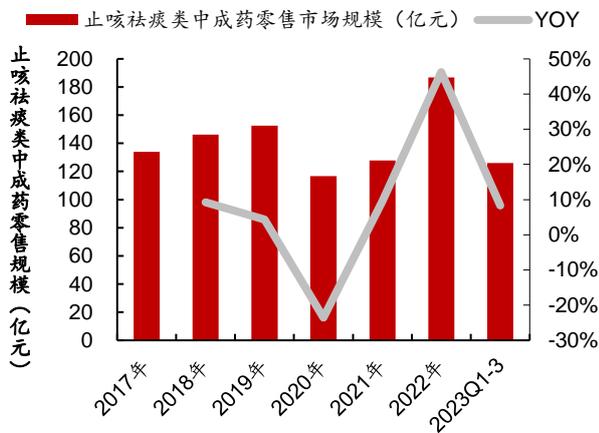
图表26: 2017与2022年急支糖浆销售总量与医疗机构采购量



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

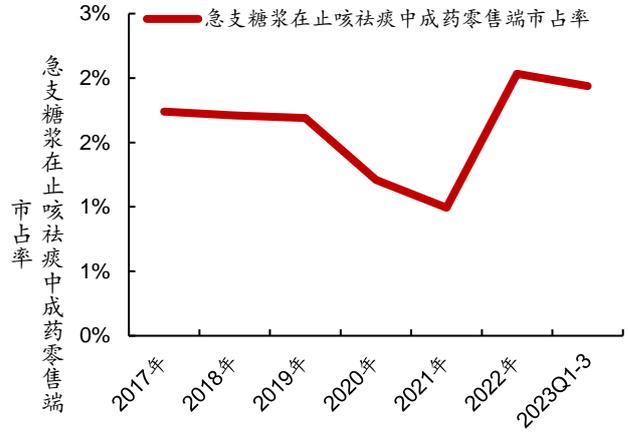
四类药限售解除, 止咳祛痰类中成药恢复增长。受新冠疫情防控政策影响, 2020-2021年零售端止咳祛痰类中成药市场规模下滑, 自2022年12月四类药零售端限售放开后, 止咳祛痰类中成药呈现恢复性增长; 急支糖浆在止咳祛痰中成药零售端的市占率恢复性提升。

图表27: 2017-2023Q3 止咳祛痰类中成药零售市场规模 (亿元)



资料来源: 中康开思, 国联证券研究所

图表28: 2017-2023Q3 急支糖浆在止咳祛痰中成药零售端市占率情况



资料来源: 中康开思, 国联证券研究所

咳嗽人群基数大, 病因复杂。《咳嗽的诊断与治疗指南 (2021)》表明, 咳嗽是呼吸专科与社区门诊患者最常见症状, 在专科门诊中慢性咳嗽患者占三分之一以上; 综合国内研究, 慢性咳嗽患者病率为 2.0%~28.3%, 且以 30~40 岁年龄段最多。慢性咳嗽可引起心血管、消化等系统并发症, 同时长期使用抗菌或镇咳药物易产生诸多不良反应, 而中成药在治疗效果与不良反应率上具备明显优势。

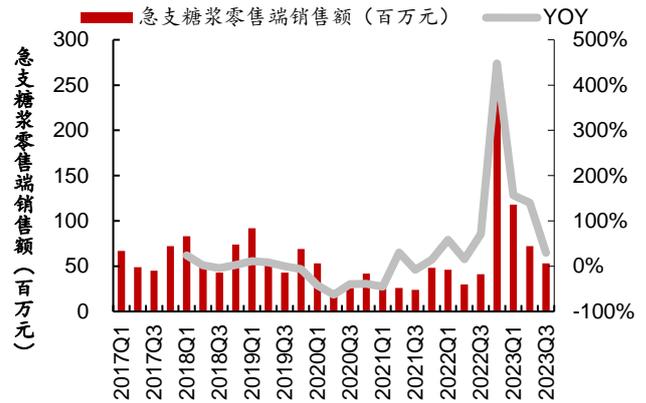
急支品牌新定位, 赋予增长新驱动。公司将急支糖浆定位于“专业止咳”, 提出“咳嗽非小事, 止咳要趁早”的品类价值理念, 打造“急支豹”IP 形象, 结合各项新型营销行动推动产品增长。在疫后止咳类药品需求减弱下, 急支糖浆 2023Q3 零售端销售规模同比增长 29%, 保持较高增速, 我们预计在坚持品牌定位与实施新型营销下, 急支糖浆有望保持高增长。

图表29：急支糖浆品牌战略定位



资料来源：太极急支糖浆公众号，国联证券研究所

图表30：2017Q1-2023Q3 急支糖浆零售销售规模（百万元）

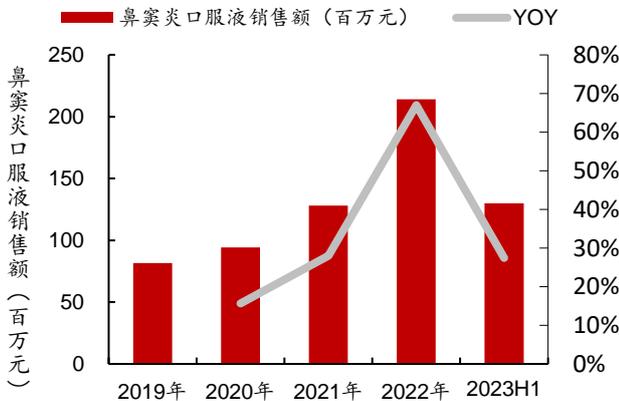


资料来源：中康开思，国联证券研究所

➤ 鼻窦炎口服液：丰富儿童用药证据，推动院内增长

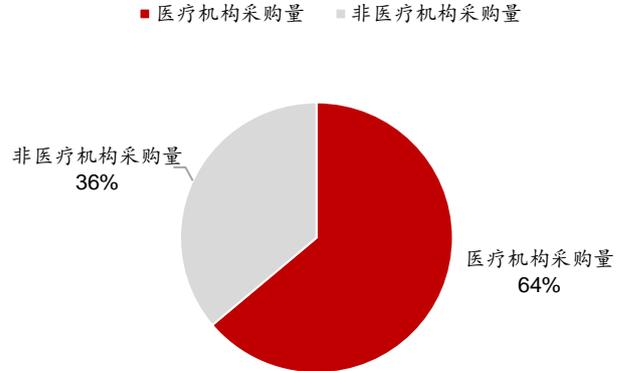
鼻窦炎口服液是公司独家品种之一，由辛夷、荆芥、薄荷、黄芪等14味药物组成，可疏散风热，清热利湿，宣通鼻窍，用治急慢性鼻炎、鼻窦炎。鼻窦炎口服液属于双跨品类，销售终端以医疗机构为主，2022年医疗机构采购量达2848.2万支，占2022年总销售量64%。鼻窦炎口服液新进2018版国家基本药目录后，受基药986政策与1+X用药原则推动，2019-2022年产品收入CAGR高达38%。

图表31：2019-2023H1 鼻窦炎口服液销售额（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：2022年鼻窦炎口服液医疗机构与非医疗机构采购占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

儿童鼻炎及鼻-鼻窦炎患病率高，中西医结合治疗更有优势。《鼻窦炎口服液治疗儿童鼻炎及鼻-鼻窦炎临床应用专家共识》指出，儿童鼻炎及鼻-鼻窦炎主要包括急性鼻炎、急性鼻-鼻窦炎（患病率5%~6%）、慢性鼻炎、慢性鼻-鼻窦炎（患病率2.1%~15%）和过敏性鼻炎（国内患病率13.9%~25.7%），而鼻窦炎口服液联合西医治疗，较单用西医或中医更有效，可缩短病程、增加疗效及通过免疫调节减少急性感染复发率。

产品明确儿童疗程，以学术证据推动增长。鼻窦炎口服液说明书暂无具体儿童用法用量及疗程说明，临床专家以鼻窦炎口服液RCT临床有效性和安全性研究及其他临床研究，结合临床用药经验，制定出鼻窦炎口服液在儿童鼻炎、鼻-鼻窦炎临

床应用中年龄分段、用量和疗程的推荐意见。我们认为鼻窦炎口服液聚焦儿童用药领域，高质量循证证据或将推动产品快速增长。

图表33: 鼻窦炎口服液在不同年龄儿童的用法用量推荐

年龄(岁)	用法用量
2~<4	每次 5mL,3 次/d
4~<7	每次 10mL,2 次/d
≥7	每次 10mL,3 次/d

资料来源:《鼻窦炎口服液治疗儿童鼻炎及鼻-鼻窦炎临床应用专家共识》,国联证券研究所

图表34: 鼻窦炎口服液对不同疾病的疗程推荐

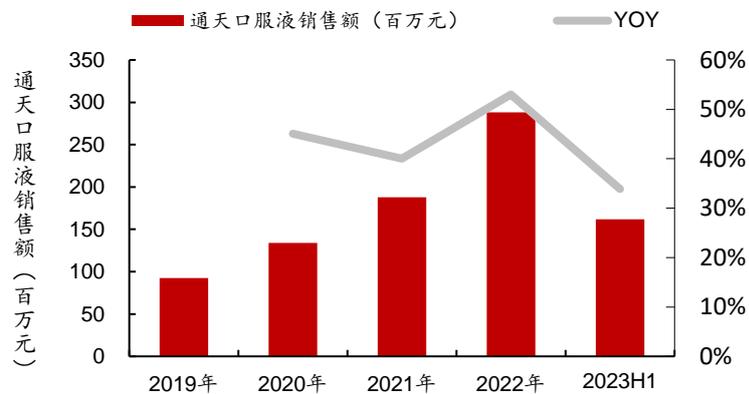
疾病	疗程(d)
急性鼻炎	7
急性鼻-鼻窦炎	10
慢性鼻炎	20
慢性鼻-鼻窦炎	20
中重度持续性过敏性鼻炎	20
间隙性和轻度持续性过敏性鼻炎	14

资料来源:《鼻窦炎口服液治疗儿童鼻炎及鼻-鼻窦炎临床应用专家共识》,国联证券研究所

➤ 通天口服液: 老龄化加速, 脑血管用药需求提升

通天口服液为心脑血管系统用药, 公司的独家品种之一, 由川芎、赤芍、天麻等 11 味药味组成, 有活血化瘀、祛风止痛之效, 用于瘀血阻滞、风邪上扰所致的偏头痛与轻中度中风病(轻中度脑梗死)恢复期瘀血阻络挟风证; 通天口服液亦是新进 2018 版国家基本药目录的品种, 2019-2022 年产品收入 CAGR 高达 46%。

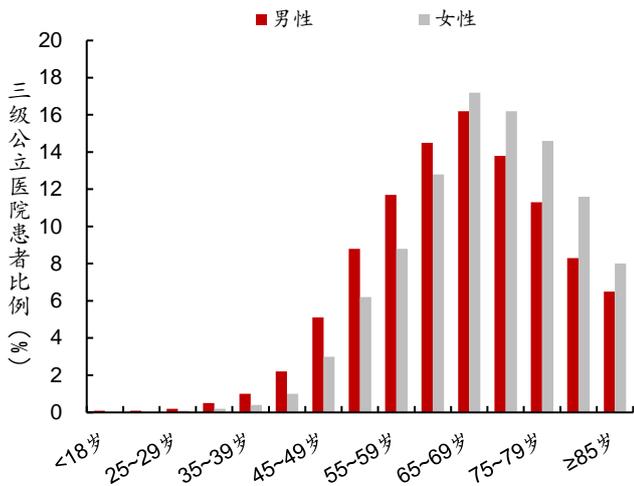
图表35: 2019-2023H1 通天口服液销售额(百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

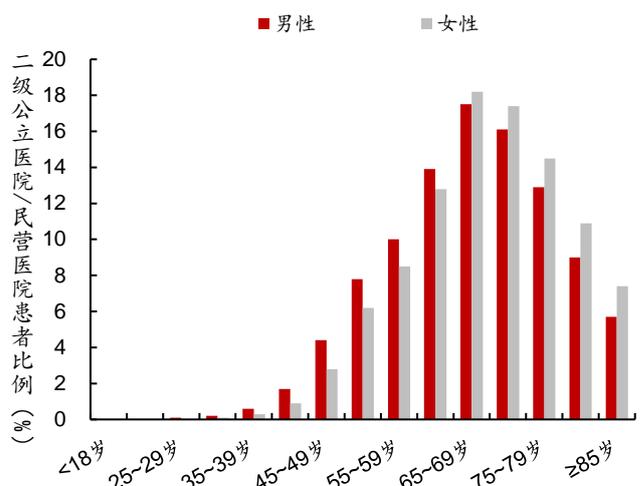
脑梗死又称为缺血性卒中, 《中国卒中报告(2020)》显示 2019 年我国有卒中患者 2876 万例, 其中缺血性卒中患者 2418 万例, 1990-2019 年我国人群缺血性卒中的年龄标化患病率增加 33.5%; 从医院质量监测系统数据表明, 缺血性卒中发病情况与年龄呈正相关, 超过 60 岁缺血性卒中的患者比例高于 70%。通天口服液可用于轻中度脑梗死恢复期患者, 我们认为未来老龄化加速下, 通天口服液有望持续增长。

图表36: 2019年医院质量监测系统中三级公立医院缺血性卒中患者年龄分布



资料来源: 王拥军等《中国卒中报告(2020)》, 国联证券研究所

图表37: 2019年医院质量监测系统中二级公立医院/民营医院缺血性卒中患者年龄分布



资料来源: 王拥军等《中国卒中报告(2020)》, 国联证券研究所

公司推动通天口服液进入《中国偏头痛中西医结合防治指南(2022年)》, 推荐有于偏头痛(风瘀阻络证), 通过Meta分析(14项RCT, 1215例)显示通天口服液单用或联合钙拮抗剂治疗偏头痛的显效率高于单用钙拮抗剂, 且未增加不良反应, 产品的临床证据力提升, 亦有望加速临床推广, 推动产品放量。

2.2 稳步发展化药与区域商业业务

➤ 化药业务: 精准临床终端, 强化麻精品类优势

公司战略定位以“麻精特色化药”为辅, 拥有化药品种批文552个, 主要覆盖镇痛与抗生素类、抗肿瘤与免疫调节、代谢类等领域。化药板块主要部署在控股子公司西南药业, 其为国内西南地区麻醉药及精神类药品定点生产企业, 有500多个生产批文。

图表38: 太极集团化药管线核心产品情况

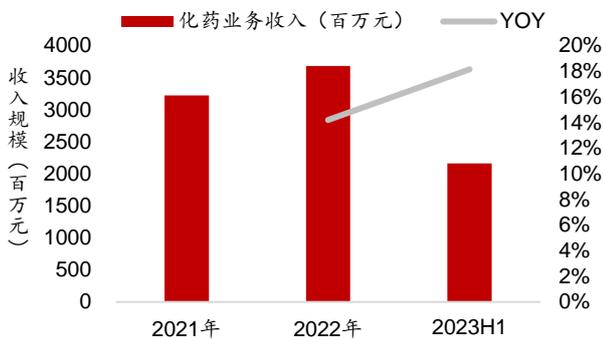
治疗领域	药品名称	功能主治	独家情况	药品类型	2018版国家基药	2022版国家医保	2022年销售额(亿元)
镇痛与抗生素	益保世灵 (注射用头孢唑肟钠)	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病	否	Rx	否	是	15.11
镇痛与抗生素	思为普 (洛芬待因缓释片)	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛, 如: 癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等	独家剂型	Rx	否	是	5.13
镇痛与抗生素	美菲康 (盐酸吗啡缓释片)	强效镇痛药, 适用于晚期癌症病人镇痛	独家剂型	Rx	是	是	2.3
抗肿瘤与免疫调节	盐酸格拉司琼注射液	用于放射治疗、细胞毒类药物化疗引起的恶心和呕吐	否	Rx	否	是	/
代谢用药	太罗 (罗格列酮钠片)	单一服用本品, 并辅以饮食控制和运动, 可控制2型糖尿病患者的血糖	是	Rx	否	是	/

资料来源: 太极集团2022年年报, 国家药监局, 国联证券研究所

公司精准临床终端市场, 做大特色麻药品类, 2023H1化药业务实现收入36.83亿元(yoy+14.12%), 其中代表性产品为益保世灵(注射用头孢唑肟钠)、美菲康

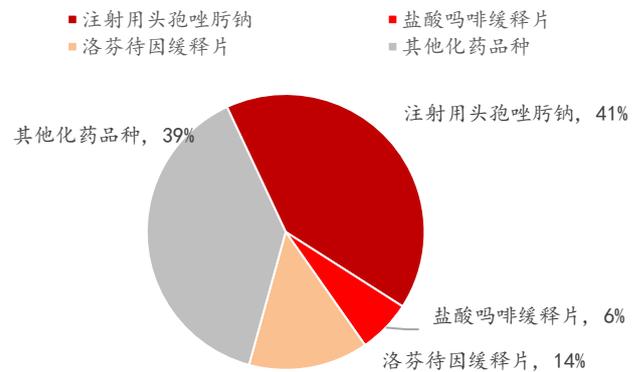
(盐酸吗啡缓释片)、思为普(洛芬待因缓释片)等。

图表39: 2021-2023H1 公司化药业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

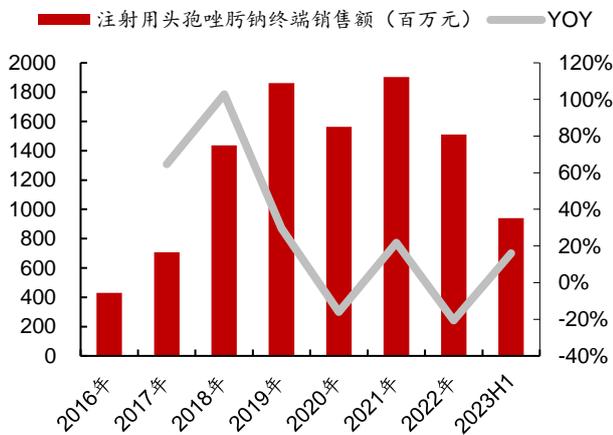
图表40: 2022 年公司化药业务收入结构



资料来源: 公司2022年年报, 国联证券研究所

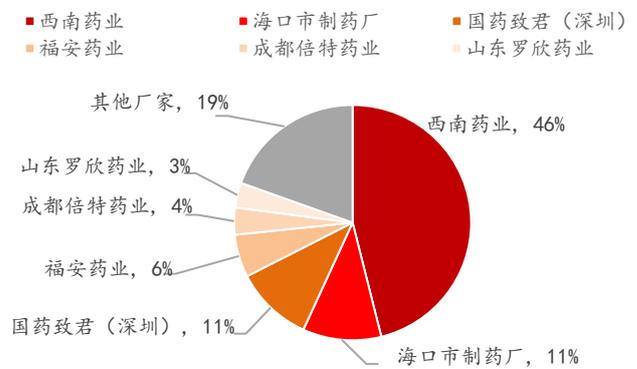
益保世灵(注射用头孢唑肟钠)为原日本藤泽药品工业株式会社开发的第三代头孢菌素类抗生素, 西南药业合作引进后, 使用日本原研原料且拥有原研技术, 并于2023年3月14日被公布为头孢唑肟参比制剂, 列入国家参比制剂目录。益保世灵对于血液系统、呼吸系统、胆道、尿路、妇产科等领域的重症感染疗效显著, 我们认为重点监控抗生素使用下, 该品种亦有望稳健增长。

图表41: 2016-2023H1 西南药业注射用头孢唑肟钠终端销售额 (百万元)



资料来源: PDB数据库, 国联证券研究所

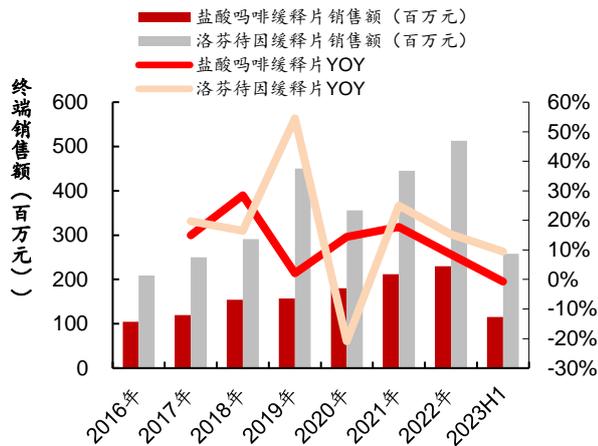
图表42: 2022 年注射用头孢唑肟钠竞争格局



资料来源: PDB数据库, 国联证券研究所

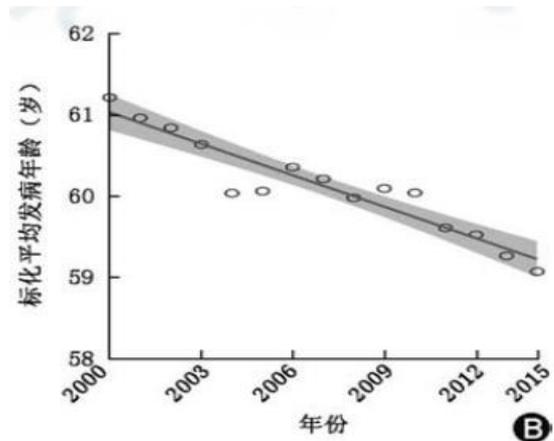
思为普(洛芬待因缓释片)与美菲康(盐酸吗啡缓释片)均是公司独家剂型品种, 思为普用于中等强度疼痛止痛(术后痛和中度癌痛止痛), 而美菲康则用于缓解癌症疼痛和其他剧烈疼痛, 2016-2022年思为普与美菲康终端销售额CAGR分别为16%、14%, 增长稳健。根据中华预防医学杂志, 2000-2014年我国肿瘤平均发病年龄呈现下降趋势, 每年下降约0.13岁, 其中女性平均发病年龄下降的更快, 每年下降0.17岁。

图表43：2016-2023H1 西南药业洛芬待因缓释片终端销售额（百万元）



资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

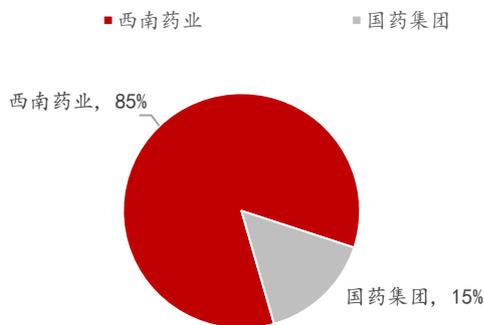
图表44：2000-2014 年中国肿瘤登记地区人群癌症标化平均发病年龄变化趋势



资料来源：郑荣寿等，2000—2014 年中国肿瘤登记地区癌症发病趋势及年龄变化分析，国联证券研究所

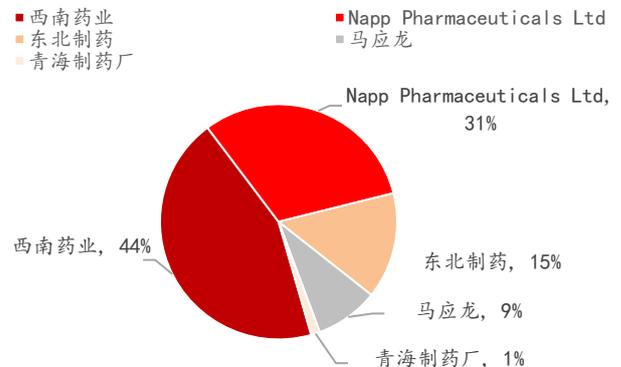
根据世界卫生组织和国家药品监督管理局提出的癌痛治疗三阶梯方案的要求，吗啡是治疗重度癌痛的代表性药物；同时由于吗啡类（美菲康）与阿片类（思为普）具备成瘾性，均属管制类药品，牌照准入制下竞争格局稳固。我们认为肿瘤发病率向低龄化发展下，患者群体持续增加，公司美菲康与思为普有望稳健增长。

图表45：2022 年【洛芬待因】品类竞争格局



资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

图表46：2022 年【盐酸吗啡】品类竞争格局

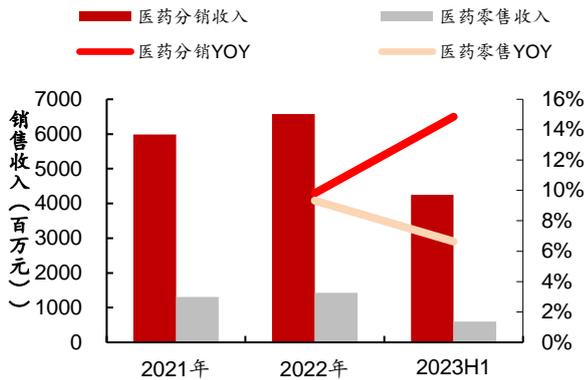


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

➤ 医药商业：加速业务布局，打造区域医药商业龙头

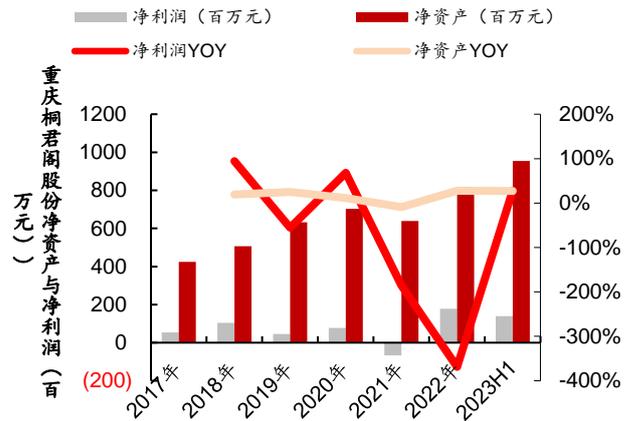
公司医药商业模式分为药品批发（商业分销、医院和终端配送）、药品零售、电子商务等，旗下拥有 20 多家医药商业公司，另有以川渝为主阵地的 3000 多家连锁药房；其医药商业系统是西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，业务覆盖川渝 100 多个市、区、县，2 万多个直接配送终端，拥有立足川渝、辐射全国重点城市的强大市场网络。

图表47：2021-2023H1 公司医药分销与零售销售收入规模（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2017年-2023H1 重庆桐君阁股份有限公司净资产与净利润规模（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

在完成战略重组后，2022年重庆桐君阁股份有限公司净利润扭亏为盈，2023H1净利润同比增长28%，保持高增速。基于战略规划下，公司搭建“1+2+3”的组织架构模式，推进川渝片区批零一体化运营机制，通过搭建川渝两大平台公司（重庆桐君阁股份有限公司和成都西部医药经营有限公司），整合资源、建立业态协同、促进商业高质量发展，我们认为在战略聚焦，业务资源整后有望带来更多协同效应，公司医药商业业务或将保持稳健增长。

2.3 布局中药材新增长业务

继国务院发布《“十四五”中医药发展规划》后，国家卫健委2023年7月发布基层中医馆建设标准，明确社区卫生服务中心与乡镇卫生院的中医诊疗率不低于30%，社区卫生服务站与村卫生室的中医诊疗率不低于20%，并要求中医馆配备中药饮片品种数不少于300种；中医阁配备中药饮片品种数不少于80种，或与社区卫生服务中心、乡镇卫生院等签订中药饮片调剂代煎配送协议。

图表49：基层医疗机构中医馆与中医阁建设标准

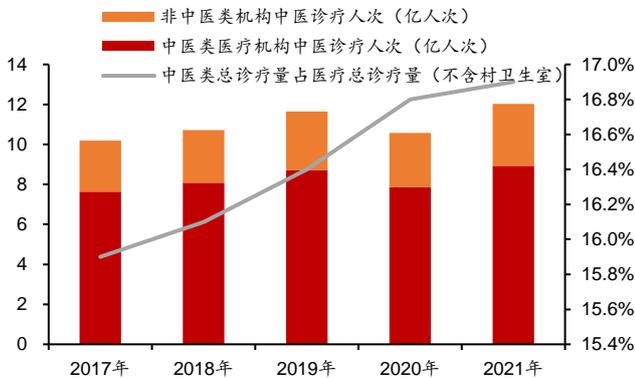
基层医疗机构	级别	建设标准
社区卫生服务中心、乡镇卫生院	中医馆	<ul style="list-style-type: none"> ● 中药饮片品种数不少于300种，少数民族医馆可适当降低要求； ● 中医诊疗人次数占本机构总诊疗人次数比例不低于30%，中医处方(含中药饮片、中成药)数占本机构处方总数的比例不低于30%； ● 中药饮片处方数占本机构处方总数的比例不低于8%或中医非药物治疗人次数占本机构总诊疗人次数比例不低于12%
	中医阁	<ul style="list-style-type: none"> ● 中药饮片品种数不少于80种，或与社区卫生服务中心、乡镇卫生院等签订中药饮片调剂代煎配送协议； ● 配备中成药品种不少于30种； ● 中医诊疗人次数占本机构总诊疗人次数比例不低于20%，中医处方(含中药饮片、中成药)数占本机构处方总数的比例不低于20%； ● 中药饮片处方数占本机构处方总数的比例不低于3%或中医非药物治疗人次数占本机构总诊疗人次数比例不低于5%

资料来源：国家中医药管理局，国联证券研究所

根据《中国卫生健康统计年鉴（2022版）》数据，中国2021年中医诊疗人次达12.02亿，中医类诊疗率占比约16.9%，总体仍低于20%，而2021年社区卫生服

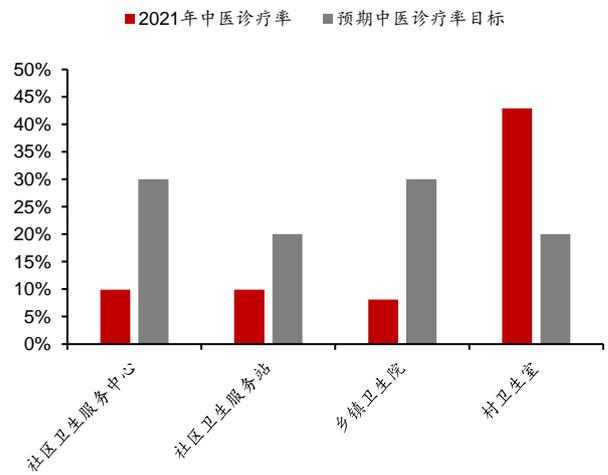
务中心（站）与乡镇卫生院中医诊疗率不足 10%。我们认为未来临床终端中医药服务需求提升均有望带动中药饮片快速增长。

图表50：2017-2021 年中国中医诊疗人次变化（不含村卫生室）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴 2022 版，国联证券研究所

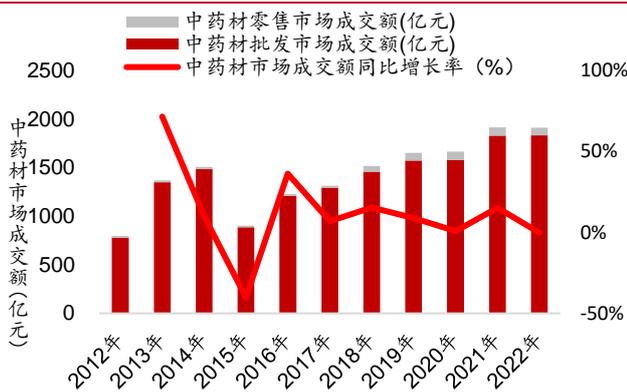
图表51：基层医疗机构中医诊疗渗透率预测



资料来源：中国卫生健康统计年鉴 2022 版，国联证券研究所预测

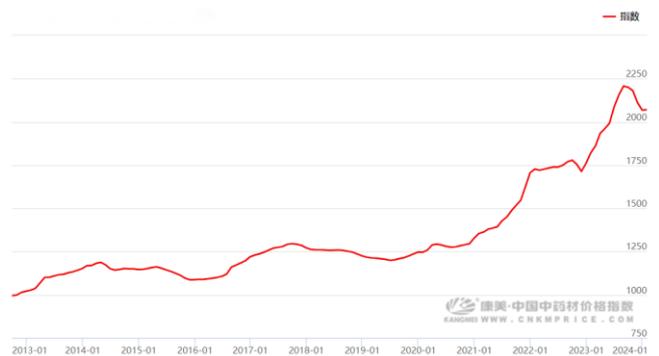
根据国家统计局数据，中国中药材市场成交额从 2012 年 797.9 亿元增长至 2022 年 1911.56 亿元，2012-2022 年 CAGR 为 9.13%。国家持续推动中医药服务建设并加大中医药下沉至基层，受中药行业景气度提升，下游需求上涨有望拉动上游中药材快速增长，同时近年来中药材价格持续上涨，中药材行业有望快速发展。

图表52：2012-2021 年中国中药材市场成交额情况



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表53：近年来国内中药材价格指数走势



资料来源：康美·中国中药材价格指数网，国联证券研究所

公司十四五发展规划中提出要开展中药材资源的把控和经营，并进行“双基地建设”与大品种经营；“双基地”主要在七大地产区布局不低于 50 个重点品种的药材种植及加工基地，保障公司大品种需求，而“大品种经营”则是依托集团内需、基地优势，通过“战略储备”+“分级加工”并行策略开展大品种经营，并在“十四五”末经营全国有影响力大品种不低于 10 个。

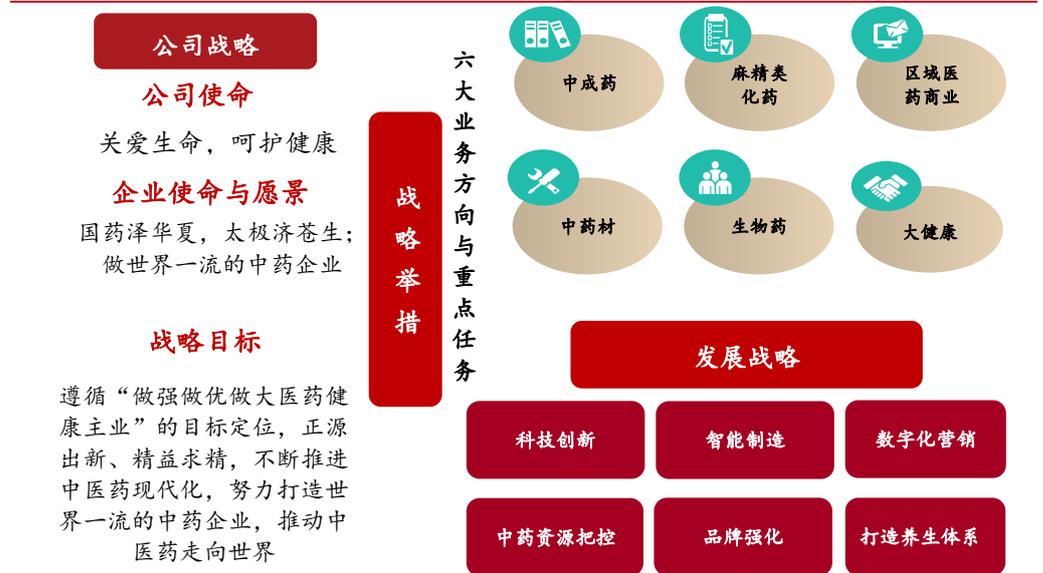
截至 2023H1，公司在“双基地”（药材种植及加工基地）建设中，推进“1+3+N”战略快速推进中药材加工中心建设，开展中药材分级加工与特色品种经营，拥有规

范化药材种植基地 16 万亩，合作建设产地中药材加工中心 20 个，形成集药材种植、加工、饮片生产与智慧煎药中心为一体的综合经营平台。基于公司为国内中药饮片一体化布局的领军企业，叠加中医药覆盖人群或将持续增加，我们认为中药材与饮片业务有望快速增长，成为公司第二增长曲线。

3. 战略转型以打造世界一流中药企业

太极集团秉承“关爱生命，呵护健康”的使命，打造“做世界一流的中药企业”愿景，以中药为核心，化药、生物药、大健康产品为辅助，发展医药健康主业。战略上坚持科技创新，做强重点品类；升级智能制造，提效增质；推进数字化营销，确保战略品种增长；布局“双基地”，实施中药材大品种经营；弘扬国药文化，塑造中药领导品牌形象；借助上下游融通与进出口结合，打造太极大健康养生体系。

图表54：公司战略规划



资料来源：太极集团“十四五”战略规划概要（2021年-2025年），国联证券研究所

3.1 加大研发投入提升产品竞争力

公司统筹品类管理，围绕着消化系统及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、抗感染、神经系统、大健康等“6+1”重点领域，对重点产品进行上市后再评价，并推进新品项目研发进度。

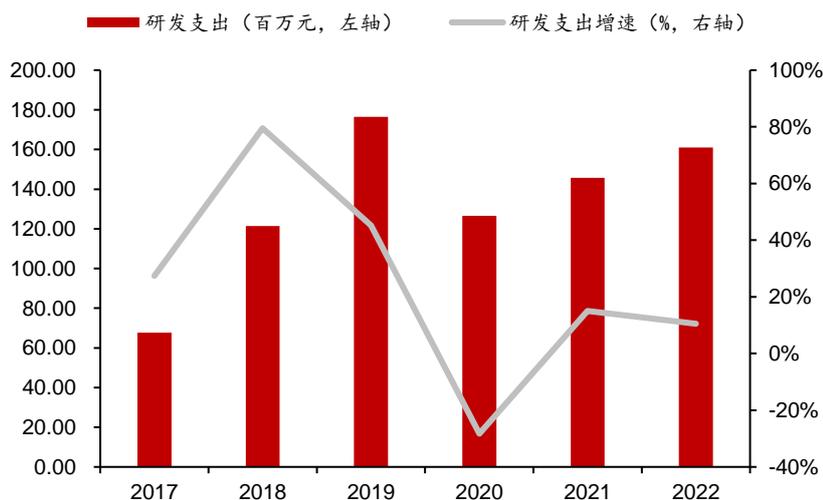
图表55：太极集团 2022 年主要研发项目

研发项目 (含一致性评价项目)	注册分 类	适应症或功能主治	研发(注册) 所处阶段
一致性评价项目 40 余个	/	/	实施中
左氧氟沙星片	化药 4 类	用于治疗成年人(≥ 18 岁)由金黄色葡萄球菌、铜绿假单胞菌、粘质沙雷氏菌、大肠埃希菌、肺炎克雷伯杆菌、流感嗜血杆菌、肺炎链球菌、卡他莫拉菌、粪肠球菌或甲氧西林敏感的表皮葡萄球菌等敏感菌株所引起的下列轻、中、重度感染	已获产品注册批件
左氧氟沙星氯化钠注射液	化药 4 类	用于治疗成年人(≥ 18 岁)由金黄色葡萄球菌、铜绿假单胞菌、粘质沙雷氏菌、大肠埃希菌、肺炎克雷伯杆菌、流感嗜血杆菌、肺炎链球菌、卡他莫拉菌、粪肠球菌或甲氧西林敏感的表皮葡萄球菌等敏感菌株所引起的下列轻、中、重度感染	已获产品注册批件
盐酸吗啡缓释片(24h 渗透泵型)	化药 4 类	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	临床研究
盐酸羟考酮缓释片临床研究	化药 2.2 类	用于缓解持续的中度到重度疼痛	临床研究
芪灯明目胶囊“附条件批准上市”临床试验研究	中药 1.1 类	糖尿病黄斑水肿(DME)	临床研究
丹七通脉片临床研究	中药 1.1 类	活血化瘀, 理气止痛。用于冠心病心绞痛, 中医辨证为心血瘀阻证。症见胸痛, 胸闷, 心悸不宁, 胸胁胀满, 口唇紫暗, 舌质紫暗, 或有瘀斑, 舌下脉络青紫, 脉弦或细涩。	临床研究
藿香正气口服液“以证统病”研究	/	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	已完成
经典名方金水六君煎的研究	中药 3.1 类	用于治疗肺肾虚寒, 水泛为痰, 或年迈阴虚, 血气不足, 外受风寒, 咳嗽呕恶, 多痰喘逆急等证, 多用于慢阻肺、慢支等肺系疾病。	生产注册研究
经典名方开心散的研究	中药 3.1 类	[功用]补益心脾, 安神益智。[主治] 好忘。	生产注册研究
经典名方华盖散的研究	中药 3.1 类	风寒袭肺证。症见咳嗽上汽, 痰气不利, 呀呷有声, 胸膈痞满, 鼻塞声重, 苔白, 脉浮紧。	生产注册研究
芪鹿补血颗粒二次开发	/	健脾补肾, 益气养血。适用于脾肾两虚, 气血虚弱证肿瘤患者, 放、化疗所致白细胞减少症的辅助治疗, 症见神疲乏力, 面色无华, 头晕目眩, 腰膝腿软等。	已完成

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司近年研发投入持续增加, 从 2017 年 0.68 亿元快速增长至 2022 年 1.61 亿元, 2017-2022 年 CAGR 约 19%。

图表56：太极集团 2017-2022 研发支出情况（百万元）



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司聚焦已上市中成药产品二次开发, 以核心产品为例基于说明书中功能主治进行终端使用精确化, 明确具体应用场景, 保证产品第一功效最大化, 持续提升产品竞争优势, 我们认为在持续提升核心品种产品力后, 公司有望稳健增长。

图表57: 太极集团 2022 年主要研发项目

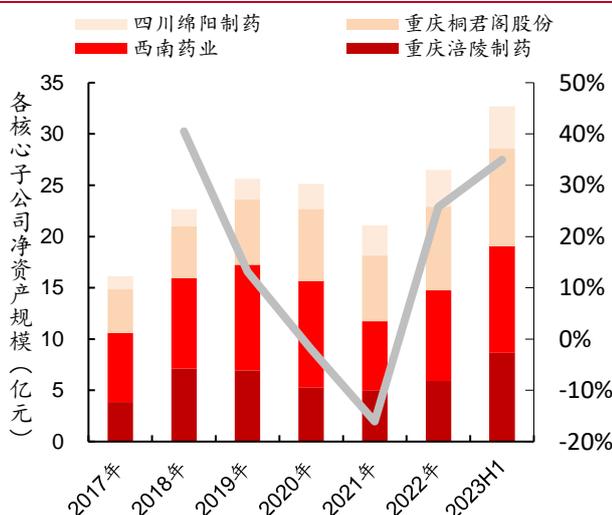
药品名称	功能主治	研究方法	试验题目/结果	适应症
藿香正气口服液	解表化湿，理气和中。用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻；胃肠型感冒见上述证候者。	IV 期临床	藿香正气口服液用于预防和控制含铂（多日）化疗导致恶心呕吐（CINV）的随机对照多中心临床研究	肿瘤
		IV 期临床	藿香正气口服液用于预防和控制含铂多日化疗所致恶心呕吐（CINV）的随机对照多中心临床研究	肿瘤
		IV 期临床	藿香正气口服液治疗腹泻型肠易激综合征湿证患者随机对照试验及腹泻型肠易激综合征非湿证患者观察性研究	腹泻型肠易激综合征
		IV 期临床	藿香正气口服液治疗湿疹/特应性皮炎湿证患者的随机对照试验及湿疹/特应性皮炎非湿证患者观察性研究	湿疹/特应性皮炎
		IV 期临床	太极藿香正气口服液 100 万例真实世界注册登记研究	胃肠型、风寒型、暑湿感冒
		IV 期临床	“太极”藿香正气口服液治疗胃肠型感冒（外感风寒、内伤湿滞证或暑湿证）的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	胃肠型感冒
通天口服液	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。	RCT 研究	Meta 分析（14 项 RCT，1215 例）显示通天口服液单用或联合钙拮抗剂治疗偏头痛的显效率高于单用钙拮抗剂	偏头痛（风瘀阻络证）
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	RCT 有效性和安全性研究	制定出鼻窦炎口服液在儿童鼻炎、鼻-鼻窦炎临床应用中年齡分段、用量和疗程的推荐意见	儿童鼻炎、鼻-鼻窦炎

资料来源：公司公告，药智数据，国联证券研究所

3.2 通过产能协同与智能化控费

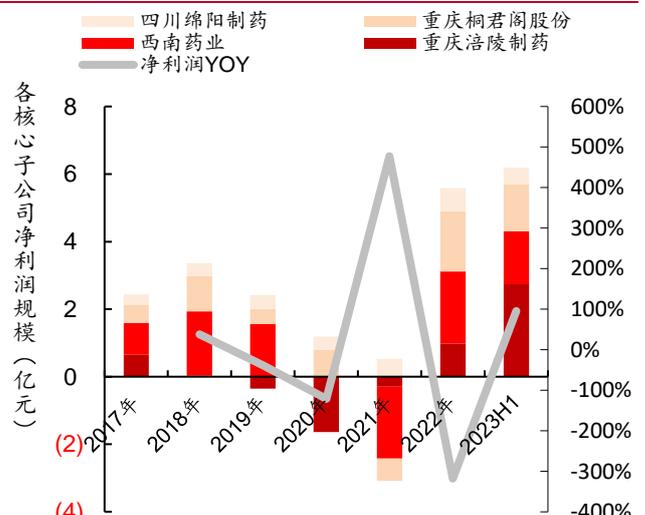
公司制定“3143”产能规划战略，规划 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心、4 个产能协同厂、3 个特色药品生产厂，并通过发挥太极医药城产能中心作用，加大各生产厂产能内部协同，提升产能利用率，2022 年 4 家核心子公司的净资产同比增长 26%，而 2022 年各核心子公司净利润均实现扭亏为盈。

图表58: 2017-2023H1 太极集团核心子公司净资产规模（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表59: 2017-2023H1 太极集团核心子公司净利润规模（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

生产制造方面上，公司稳步推进生产智能化。太极集团在 2022 年公用系统

“云智控”、中药提取 MES 系统上线应用、药品 5G 数字管理模式、工业企业仓库智能化建设与绿色新能源应用均实现零突破。

图表60：太极集团 2022 年智能制造提升情况

零突破领域	建设举措
智能云平台	公用系统“云智控”项目落地
中药提取智控	太极医药城 B 区建设中药提取 MES 系统上线应用
麻精药品 5G 数字管理模式	西南药业建设“5G+特殊药品物流监管系统”
工业企业仓库智能化建设	太极医药城 A 区立体仓库设备安装基本完成
绿色新能源应用	南充制药厂、浙江东方光伏发电项目并网发电

资料来源：公司 2022 年年报，国联证券研究所

同时公司持续升级绿色制造以节能控费，在 2023 年上半年分别对涪陵制药厂、桐君阁药厂、南充制药厂、浙江东方与太极医药城进行设备升级、启用新发电设备与蒸汽供热设备等，随着生产规模放大，制造成本或将进一步摊薄，工业业务毛利率与净利率有望稳步提升。

图表61：公司 2023H1 绿色升级节能空间

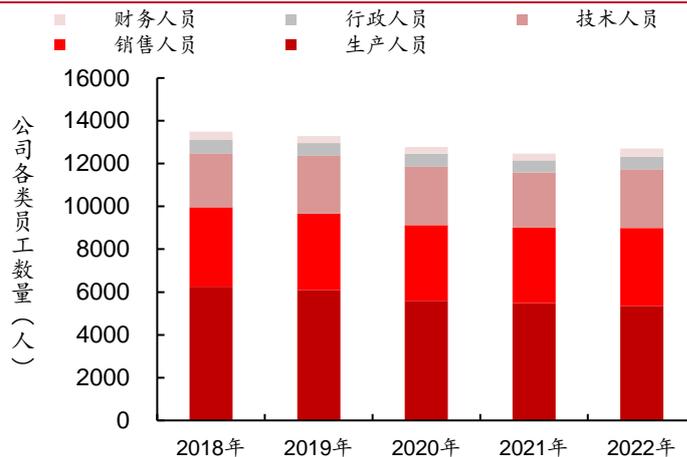
生产企业	节能空间
桐君阁药厂和南充制药厂	通过设备升级，全年可节约用电分别为 3.6 万度、4 万度；
南充制药厂与浙江东方	首批屋顶分布式光伏发电项目完工并网发电，可减少二氧化碳排放 736 吨；
涪陵制药厂与太极医药城	涪陵制药厂“蒸汽供热+压差发电二联供”和太极医药城分布式直流工业蒸汽机组项目，可实现节能 12%以上

资料来源：公司 2023 年半年报，国联证券研究所

3.3 完善机制提升内生动力

公司 2018-2022 在职员工数量稳定在 12000~13000 人之间，以生产人员、销售人员与技术人员为主，2022 年生产人员、销售人员与技术人员占比分别达到 42%、29%、22%。

图表62：2018-2022 年公司各类专业人员数量（人）

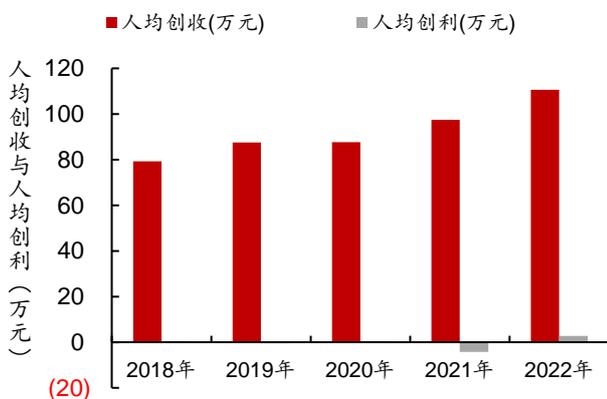


资料来源：iFind，国联证券研究所

公司 2022 年建立《重庆太极实业（集团）股份有限公司经理层契约化绩效管理办法》《重庆太极实业（集团）股份有限公司经理层契约化薪酬管理办法》《重庆太极实业（集团）股份有限公司工资总额备案制管理办法（试行）》，逐步建立向市场接轨的考核激励机制。2022 年公司人均创收与人均创利大幅提升后，人均薪酬与高管人均薪酬亦大幅上升，分别达到 15.39 万元/年、69.28 万元/年，同比增长 21%、124%。

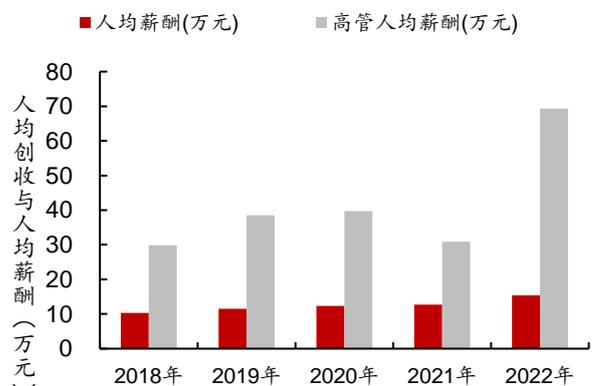
公司在“十四五”战略规划概要（2021 年-2025 年）提出：建立科研人员技术与职业管理双通道制度，提高薪酬待遇，并实施股权激励、分红激励等激励机制。我们认为在激励机制进一步完善后，公司管理层经营动力有望持续提升，整体业务保持稳健增长。

图表63：2018-2022 年公司人均创收与人均创利情况（万元）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表64：2018-2022 年公司人均薪酬情况（万元）



资料来源：iFind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 工业业务：该板块是公司为核心业务，主要为藿香正气口服液、急支糖

浆、通天口服液、益保世灵（注射用头孢唑肟钠）、美菲康（盐酸吗啡缓释片）、思为普（洛芬待因缓释片）等，预计 2023-2025 年该板块业务收入保持高速增长，增速分别为 25.35%、19.59%、18.17%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 64.60%、64.80%、65.00%。

(2) 商业业务：商业业务是公司的发展性业务，主要为药品批发（商业分销、医院和终端配送）、药品零售、电子商务等，预计 2023-2025 年该板块业务收入保持稳健增长，增速分别为 15.00%、15.00%、15.00%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 9.00%、9.00%、9.00%。

(3) 服务业业务：预计 2023-2025 年该板块业务收入保持稳健增长，增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 12.75%、12.50%、12.50%。

(4) 其他业务：预计 2023-2025 年该板块业务收入保持稳健增长，增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 48.50%、48.50%、48.50%。

(5) 分部间抵销：随着工业与商业业务规模扩大，分部间抵销金额亦有望增加，预计 2023-2025 年增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%；预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 0.50%、0.50%、0.50%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 171.26、203.53、239.91 亿元，同比增速分别为 21.89%、18.84%、17.88%，3 年 CAGR 为 20%，毛利率分别为 46.53%、46.74%、46.84%。

图表65：公司营收测算汇总（百万元）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
整体	收入	11208	12149	14051	17126	20353	23991
	YOY	-3.74%	8.40%	15.65%	21.89%	18.84%	17.88%
	毛利率	40.41%	42.49%	45.43%	46.53%	46.74%	46.84%
工业	收入	5904	7691	8785	11013	13170	15563
	YOY	-12.61%	30.28%	14.22%	25.35%	19.59%	18.17%
	毛利率	58.92%	57.97%	63.60%	64.60%	64.80%	65.00%
商业	收入	5149	7296	8006	9207	10588	12176
	YOY	9.00%	41.70%	9.73%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	19.63%	8.53%	9.48%	9.00%	9.00%	9.00%
服务业	收入	50	47	45	47	50	52
	YOY	-6.37%	-7.24%	-3.22%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	84.32%	29.39%	24.31%	12.75%	12.50%	12.50%
其他	收入			69	73	76	80
	YOY				5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率			48.44%	48.50%	48.50%	48.50%
分部间抵销	收入		2958	2855	3141	3455	3800
	YOY			-3.48%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		-1.84%	0.28%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源：ifind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

➤ 绝对估值法

考虑到公司盈利能力改善，我们采用 FCFF 方法进行估值。无风险利率 R_f 采用十年国债收益率 2.28%，市场预期回报率 R_m 为 10 年沪深指数平均收益 7.52%，债务资本比重为 20.19%，计算得出 WACC 为 8.00%；假设公司 2026-2031 年增长率为 4%，2031 年后进入稳定增长期，永续增长率为 2.0%。根据以上假设，公司每股价值为 50.71 元。

图表66：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
无风险利率 R_f	2.28%
市场预期回报率 R_m	7.52%
第二阶段年数（年）	6
第二阶段增长率	4%
永续增长率	2.0%
有效税率 T_x	18%
股权资本成本 K_e	9.14%
债务利率 K_d	3.47%
WACC	8.00%

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表67：FCFF 估值明细（百万元）

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	3,466.25	10.91%
第二阶段	7,920.91	24.93%
第三阶段（终值）	20,384.47	64.16%
企业价值 AEV	31,771.62	
加：非核心资产	322.50	1.02%
减：带息债务（账面价值）	3,992.24	12.57%
减：少数股东权益	-136.53	-0.43%
股权价值	28,238.41	88.88%
除：总股本（股）	556,890,744	
每股价值（元）	50.71	

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表68: DCF 估值敏感性分析

WACC/永续增长率	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.97%	90.20	92.83	95.94	99.65	104.15	109.67	116.59	125.45	137.15	153.23	176.58
5.46%	78.69	80.66	82.97	85.71	88.97	92.93	97.79	103.87	111.66	121.95	136.10
6.01%	68.80	70.29	72.02	74.04	76.44	79.31	82.77	87.03	92.37	99.20	108.22
6.61%	60.26	61.38	62.68	64.19	65.96	68.06	70.56	73.59	77.31	81.97	87.94
7.27%	52.84	53.69	54.67	55.80	57.11	58.65	60.48	62.66	65.29	68.53	72.59
8.00%	46.36	47.00	47.74	48.59	49.57	50.71	52.04	53.63	55.51	57.80	60.61
8.80%	40.68	41.17	41.72	42.36	43.09	43.94	44.92	46.08	47.44	49.07	51.05
9.68%	35.68	36.05	36.47	36.95	37.50	38.13	38.85	39.70	40.69	41.86	43.26
10.65%	31.28	31.55	31.87	32.23	32.64	33.11	33.64	34.26	34.99	35.83	36.84
11.71%	27.38	27.59	27.82	28.09	28.40	28.75	29.14	29.60	30.13	30.74	31.46
12.88%	23.92	24.08	24.26	24.46	24.68	24.94	25.24	25.57	25.96	26.40	26.92

资料来源: ifind, 国联证券研究所

➤ 相对估值法

公司开展国企改革, 经营活动提效增质, 盈利能力或将持续提升, 同时国家推动中医药高质量发展, 公司核心品种有望稳健增长, 享受政策带来的红利。我们选取同仁堂、华润三九、昆药集团、东阿阿胶、片仔癀作为可比公司, 2024年平均PE为27倍。鉴于公司为中药品牌OTC龙头企业, 国企改革成效显著, 净利润有望快速提升, 我们给予公司2024年25倍PE, 对应目标价49.79元。

图表69: 可比公司估值对比

代码	名称	市值	EPS (元)			PE (x)		
		(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600085.SH	同仁堂	614	1.32	1.55	1.82	34	29	25
000999.SZ	华润三九	540	2.98	3.43	3.93	18	16	14
600422.SH	昆药集团	150	0.72	0.92	1.13	27	22	18
000423.SZ	东阿阿胶	386	1.68	2.03	2.44	36	29	25
600436.SH	片仔癀	1,431	4.99	6.07	7.25	48	39	33
	均值					33	27	23
600129.SH	太极集团	219	1.49	1.99	2.52	26	20	16

资料来源: ifind, 国联证券研究所

注: 股价为2024年03月12日收盘价; 可比公司盈利预测来自iFind一致预期, 太极集团为国联证券研究所预测数值

DCF绝对估值法测得公司每股价值50.71元, 可比公司平均估值27倍, 鉴于公司为中药品牌OTC龙头企业, 国企改革增质提效下, 净利润有望快速提升, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予25倍PE, 对应目标价49.79元, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

政策监管风险: 药品集中带量采购、医保政策调整等措施, 影响医药行业的各个领域, 未来如集中带量采购的持续推进, 可能对医药行业带来较大的冲击。

市场竞争加剧风险: 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, 医疗、零售终端渠道的价格联动; 医药零售医

保支付管理日趋严格，均对公司收入和利润具有重要影响。

成本波动风险：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。

研发不及预期风险：药品具有高科技、高风险和高附加值特点，新药研发耗资较大，科研开发力度、新产品上市进度和产品销售均具备不确定性。

销售不及预期风险：产品市场开拓不及预期的风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼