


2024年03月31日
太极集团 (600129.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

42.24元

股价 (2024-03-29)

33.25元

交易数据

总市值(百万元) 18,516.62

流通市值(百万元) 18,516.62

总股本(百万股) 556.89

流通股本(百万股) 556.89

12个月价格区间 31.75/67.29元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -13.0 | -31.5 | -3.5 |
| 绝对收益 | -12.4 | -28.4 | -15.2 |

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，核心品种实现高增长

事件：

2024年3月28日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入156.23亿元，同比增长10.58%；实现归母净利润8.22亿元，同比增长131.99%，实现扣非归母净利润7.74亿元，同比增长111.35%。单季度来看，2023年Q4公司实现营业收入34.40亿元，同比下滑1.57%，实现归母净利润0.64亿元，同比下滑35.73%，实现扣非归母净利润0.59亿元，同比增长19.96%。

业绩符合预期，现代中药实现高增长，首次拆分中药材资源业务。

根据公司2024年1月发布的业绩预告，2023年预计实现归母净利润约8.3亿元，同比增长约137.34%；预计实现扣非归母净利润约7.6亿元，同比增长约107.29%，最终年报披露业绩基本符合预期。分业务板块来看：2023年医药工业实现销售收入103.88亿元，同比增长19.40%，其中现代中药实现销售收入66.04亿元，同比增长31.64%，多个核心品种实现高增长；化药实现销售收入37.84亿元，同比增长2.72%，我们推测主要是受到外部政策变化环境的影响；2023年医药商业实现销售收入77.26亿元，同比减少3.31%，收入增长未能达到预期，公司通过内部管理降成本控费用，川渝两大经营平台经营质量大幅提升；2023年公司首次拆分中药材资源业务，全年中药材资源实现营业收入10.17亿元，同比增长118.71%，年报指出公司中药材规范化基地在地面积达20万亩，其中大品种“1号工程”紫苏种植5万亩、苍术种植1.2万亩、半夏种植1万亩。

坚持大品种战略，核心品种实现高增长。

公司坚持大品种战略，聚焦“6+1”重点治疗领域，2023年核心品种实现高增长。具体来看，藿香正气口服液实现销售收入22.71亿元，同比增长45%；急支糖浆实现销售收入8.81亿元，同比增长67%；通天口服液实现销售收入3.16亿元，同比增长10%；鼻窦炎口服液实现销售收入2.61亿元，同比增长22%；复方对乙酰氨基酚片（II）（散列通）实现销售收入1.63亿元，同比增长55%。截至2023年底，公司拥有中西药批文1240个，全国独家生产批文86个，2023版国家医保目录品种411个（739个批准文号），2018版国家基药目录品规368个。根据经营计划，2024年公司将继续坚持大品种（品类）战略，构建多品种、全渠道、数字化的整合营销平台，我们预计核心品种有望延续高增长态势。

国企改革深入推进，提质增效更进一步。

2021 年国药集团入驻以来，随着各项改革措施的逐步落地，2022 年和 2023 年公司经营业绩大幅改善。2023 年公司净利率达到 5.46%，同比增加 3.04pct，提质增效更进一步。2023 年公司主营业务毛利率达到 48.50%，同比增加 3.14pct，我们推测主要是由于业务结构的变化，医药工业的毛利率相对较高，其中医药工业毛利率达到 64.74%，同比增加 0.62pct，我们认为主要得益于产能升级，公司统筹安排产能布局，智控系统升级完善，2023 年医药工业产值同比增长 28%。2023 年公司销售费用率为 33.45%，同比增加 0.41pct，我们推测主要是由于业务结构的变化，医药工业的销售费用率相对较高。2023 年公司管理费用率为 4.74%，同比减少 0.53pct；2023 年公司财务费用率为 0.94%，同比减少 0.33pct。

投资建议：

结合公司经营趋势和发展规划，我们假设 2024 年-2026 年医药工业收入增速分别为 15%、15%、15%，医药商业收入增速分别为 10%、10%、10%，中药材资源收入增速分别为 50%、40%、30%。根据以上假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 177.91 亿元、204.14 亿元、233.27 亿元，归母净利润分别为 10.70 亿元、12.84 亿元、15.66 亿元。考虑到公司近年来国企改革成效显著，参考东阿阿胶、华润三九等可比公司估值水平，给予公司 2024 年 22 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 42.24 元，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：国企改革不及预期的风险；中成药或化药集采降价的风险；中药材价格波动的风险。

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 14,050.7 | 15,622.6 | 17,790.8 | 20,414.0 | 23,327.0 |
| 净利润 | 349.7 | 822.1 | 1,069.7 | 1,284.3 | 1,566.0 |
| 每股收益(元) | 0.63 | 1.48 | 1.92 | 2.31 | 2.81 |
| 每股净资产(元) | 5.50 | 6.50 | 8.27 | 10.12 | 12.37 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 52.9 | 22.5 | 17.3 | 14.4 | 11.8 |
| 市净率(倍) | 6.0 | 5.1 | 4.0 | 3.3 | 2.7 |
| 净利润率 | 2.5% | 5.3% | 6.0% | 6.3% | 6.7% |
| 净资产收益率 | 11.4% | 22.7% | 23.2% | 22.8% | 22.7% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 1.4% | 1.7% |
| ROIC | 10.3% | 23.4% | 22.9% | 27.0% | 30.4% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|---------|----------|---------|---------|----------|
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 14,050.7 | 15,622.6 | 17,790.8 | 20,414.0 | 23,327.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 7,668.1 | 8,030.0 | 9,078.6 | 10,378.0 | 11,773.6 | 营业收入增长率 | 15.6% | 11.2% | 13.9% | 14.7% | 14.3% |
| 营业税费 | 158.6 | 189.3 | 213.5 | 245.0 | 279.9 | 营业利润增长率 | -186.4% | 137.9% | 30.3% | 20.1% | 22.0% |
| 销售费用 | 4,642.2 | 5,225.6 | 5,942.1 | 6,818.3 | 7,791.2 | 净利润增长率 | -166.8% | 135.1% | 30.1% | 20.1% | 21.9% |
| 管理费用 | 740.4 | 740.4 | 818.4 | 918.6 | 1,026.4 | EBITDA 增长率 | 74.1% | 59.9% | 20.7% | 15.2% | 16.6% |
| 研发费用 | 105.8 | 233.6 | 284.7 | 347.0 | 419.9 | EBIT 增长率 | 137.1% | 85.0% | 23.3% | 16.4% | 18.3% |
| 财务费用 | 179.0 | 146.7 | 80.3 | 65.3 | 41.7 | NOPLAT 增长率 | -241.2% | 108.4% | 20.7% | 17.9% | 19.7% |
| 资产减值损失 | -61.6 | -99.4 | -100.0 | -100.0 | -100.0 | 投资资本增长率 | -8.6% | 23.3% | 0.1% | 6.2% | -0.7% |
| 加:公允价值变动收益 | -130.9 | -42.2 | - | - | - | 净资产增长率 | 12.5% | 28.0% | 27.4% | 22.6% | 22.5% |
| 投资和汇兑收益 | 10.3 | -9.1 | -10.0 | -10.0 | -10.0 | | | | | | |
| 营业利润 | 430.0 | 1,023.0 | 1,333.3 | 1,601.8 | 1,954.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 12.8 | 3.6 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 毛利率 | 45.4% | 48.6% | 49.0% | 49.2% | 49.5% |
| 利润总额 | 442.8 | 1,026.6 | 1,338.3 | 1,606.8 | 1,959.3 | 营业利润率 | 3.1% | 6.5% | 7.5% | 7.8% | 8.4% |
| 减:所得税 | 103.4 | 173.1 | 227.5 | 273.2 | 333.1 | 净利润率 | 2.5% | 5.3% | 6.0% | 6.3% | 6.7% |
| 净利润 | 349.7 | 822.1 | 1,069.7 | 1,284.3 | 1,566.0 | EBITDA/营业收入 | 7.1% | 10.2% | 10.8% | 10.8% | 11.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 4.8% | 8.0% | 8.7% | 8.8% | 9.1% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 93 | 90 | 81 | 74 | 66 |
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 流动营业资本周转天数 | -15 | -14 | -7 | -5 | -3 |
| 货币资金 | 2,356.8 | 1,935.0 | 2,668.6 | 3,062.1 | 3,499.1 | 流动资产周转天数 | 190 | 182 | 169 | 171 | 169 |
| 交易性金融资产 | 255.2 | 165.9 | 165.9 | 165.9 | 165.9 | 应收账款周转天数 | 54 | 50 | 47 | 47 | 47 |
| 应收账款 | 2,188.8 | 2,178.1 | 2,467.3 | 2,863.1 | 3,227.9 | 存货周转天数 | 57 | 56 | 59 | 58 | 58 |
| 应收票据 | 5.1 | 5.6 | 6.6 | 7.4 | 8.6 | 总资产周转天数 | 357 | 336 | 307 | 293 | 277 |
| 预付账款 | 286.9 | 229.7 | 249.5 | 298.3 | 323.1 | 投资资本周转天数 | 111 | 107 | 104 | 93 | 84 |
| 存货 | 2,170.7 | 2,690.6 | 3,109.6 | 3,520.9 | 4,001.2 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 894.2 | 399.7 | 399.7 | 399.7 | 399.7 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 11.4% | 22.7% | 23.2% | 22.8% | 22.7% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 2.3% | 5.9% | 7.0% | 7.7% | 8.7% |
| 长期股权投资 | 32.9 | 22.5 | 22.5 | 22.5 | 22.5 | ROIC | 10.3% | 23.4% | 22.9% | 27.0% | 30.4% |
| 投资性房地产 | 180.2 | 186.4 | 186.4 | 186.4 | 186.4 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 3,867.2 | 3,935.6 | 4,105.0 | 4,236.5 | 4,330.2 | 销售费用率 | 33.0% | 33.4% | 33.4% | 33.4% | 33.4% |
| 在建工程 | 739.5 | 731.1 | 731.1 | 731.1 | 731.1 | 管理费用率 | 5.3% | 4.7% | 4.6% | 4.5% | 4.4% |
| 无形资产 | 1,311.1 | 1,465.4 | 1,419.9 | 1,374.4 | 1,328.9 | 研发费用率 | 0.8% | 1.5% | 1.6% | 1.7% | 1.8% |
| 其他非流动资产 | 418.6 | 466.0 | 445.9 | 430.2 | 430.2 | 财务费用率 | 1.3% | 0.9% | 0.5% | 0.3% | 0.2% |
| 资产总额 | 14,707.2 | 14,411.8 | 15,978.0 | 17,298.5 | 18,654.8 | 四费/营业收入 | 40.3% | 40.6% | 40.1% | 39.9% | 39.8% |
| 短期债务 | 3,371.8 | 3,284.1 | 3,321.6 | 2,941.4 | 2,027.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 3,713.8 | 3,773.3 | 4,447.8 | 4,950.1 | 5,711.6 | 资产负债率 | 80.1% | 74.0% | 70.1% | 66.2% | 61.6% |
| 应付票据 | 458.8 | 638.6 | 773.6 | 840.7 | 990.7 | 负债权益比 | 402.4% | 284.7% | 234.9% | 195.8% | 160.5% |
| 其他流动负债 | 2,893.1 | 1,852.2 | 1,888.1 | 1,942.6 | 1,988.4 | 流动比率 | 0.78 | 0.80 | 0.87 | 0.97 | 1.08 |
| 长期借款 | 503.7 | 341.8 | - | - | - | 速动比率 | 0.57 | 0.51 | 0.57 | 0.64 | 0.71 |
| 其他非流动负债 | 838.7 | 775.8 | 775.8 | 775.8 | 775.8 | 利息保障倍数 | 3.78 | 8.54 | 19.21 | 27.52 | 50.95 |
| 负债总额 | 11,780.0 | 10,665.9 | 11,206.9 | 11,450.6 | 11,493.9 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | -136.5 | 123.7 | 164.8 | 214.1 | 274.3 | DPS(元) | - | - | 0.38 | 0.46 | 0.56 |
| 股本 | 556.9 | 556.9 | 556.9 | 556.9 | 556.9 | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 留存收益 | 2,602.9 | 3,193.7 | 4,049.4 | 5,076.8 | 6,329.7 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 1.4% | 1.7% |
| 股东权益 | 2,927.2 | 3,745.8 | 4,771.1 | 5,847.8 | 7,160.8 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| | | | | | | 净利润 | 339.4 | 853.5 | 1,069.7 | 1,284.3 | 1,566.0 |
| | | | | | | 加:折旧和摊销 | 335.6 | 358.6 | 376.1 | 414.0 | 451.8 |
| | | | | | | 资产减值准备 | 63.7 | 99.4 | - | - | - |
| | | | | | | 公允价值变动损失 | 130.9 | 42.2 | - | - | - |
| | | | | | | 财务费用 | 183.7 | 163.4 | 80.3 | 65.3 | 41.7 |
| | | | | | | 投资收益 | -10.3 | 9.1 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| | | | | | | 少数股东损益 | -10.3 | 31.4 | 41.1 | 49.3 | 60.2 |
| | | | | | | 营运资金的变动 | 1,492.7 | -1,496.4 | 136.6 | -217.1 | 86.1 |
| | | | | | | 经营活动产生现金流量 | 1,800.8 | 671.5 | 1,713.9 | 1,605.8 | 2,215.9 |
| | | | | | | 投资活动产生现金流量 | -348.7 | -627.1 | -510.0 | -510.0 | -510.0 |
| | | | | | | 融资活动产生现金流量 | -412.4 | -363.6 | -470.3 | -702.3 | -1,268.9 |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS(元) | 0.63 | 1.48 | 1.92 | 2.31 | 2.81 |
| | | | | | | BVPS(元) | 5.50 | 6.50 | 8.27 | 10.12 | 12.37 |
| | | | | | | PE(X) | 52.9 | 22.5 | 17.3 | 14.4 | 11.8 |
| | | | | | | PB(X) | 6.0 | 5.1 | 4.0 | 3.3 | 2.7 |
| | | | | | | P/FCF | 34.3 | -40.8 | 24.4 | 31.6 | 26.8 |
| | | | | | | P/S | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 17.9 | 17.2 | 9.9 | 8.3 | 6.6 |
| | | | | | | CAGR(%) | 57.8% | 24.0% | -224.4% | 57.8% | 24.0% |
| | | | | | | PEG | 0.9 | 0.9 | -0.1 | 0.2 | 0.5 |
| | | | | | | ROIC/WACC | 1.0 | 2.2 | 2.2 | 2.6 | 2.9 |
| | | | | | | REP | 4.4 | 2.4 | 1.7 | 1.3 | 1.1 |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034