

太极集团 (600129.SH)

改革持续推进，中药旗舰再出发

增持

核心观点

国药旗下A股中药旗舰，战略重组开启新篇章。太极集团主要从事中、西成药的生产和销售，致力于传承创新中医药和发展现代医药，是全产业链布局的大型企业集团。2021年4月，公司完成战略重组，实控人变更为国药集团。在国药集团的带领下，公司发布“十四五”战略规划，明确了“一主两辅”的发展路径，由此开启新篇章。

医药工业为主，医药商业、中药材、服务业全面发展。2023年，公司医药工业收入103.88亿元，2021-2023年三年复合增长率20.73%；医药商业收入77.26亿元，2021-2023年三年复合增长率14.48%；中药材资源收入10.17亿元，同比增长118.60%；服务业收入0.52亿元，同比增长15.84%。目前公司已在各业务板块形成了良好的竞争力：1) 医药工业方面，产品梯队分明，品牌影响力强劲，拥有中国首批驰名商标“太极”及2个中华老字号；2) 商业零售方面，“太极大药房”和“桐君阁大药房”竞争力在川渝地区稳居第一；3) 商业流通方面，网络覆盖广泛，产业链优势显著，业务覆盖川渝100多个市、区、县；4) 中药材种植方面，成效喜人，成本质量优势突出，已覆盖全国20个省区，涉及品种达50多个。

重点布局“6+1”治疗领域，产品种类丰富。2023年，公司围绕“6+1”重点治疗领域，以消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心脑血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节用药、大健康产品为重点治疗领域，以治疗性大众中西普药（尤其是基药品种和医保品种）为基础性产品线，组成了治疗领域广泛的产品群。

改革持续推进，运营管理水平稳步提升。公司紧紧围绕“十四五”战略规划，纵深推进改革发展，全面启动数字化转型。2024年是公司数字化转型攻坚之年，公司紧紧围绕数字化转型部署，着力打造各业务板块应用场景，加速建设“一个数字化太极”，有望打造中药行业和数字重庆的数字化转型标杆。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。公司是目前国内医药产业链最为完整的大型企业集团之一，随着公司改革的持续推进及数字化转型的全面启动，业务有望持续优化，预计2024-2026年公司归母净利润分别为10.73/13.01/15.61亿元，同比增长30.51%/21.24%/20.03%。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理市值区间为231.35—266.24亿元，合理股价为41.54—47.81元，较当前股价有2%—17%的溢价空间。

风险提示：集采降价风险；研发风险；竞争加剧风险；中药材价格波动风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,051	15,623	17,821	19,581	21,298
(+/-%)	15.6%	11.2%	14.1%	9.9%	8.8%
净利润(百万元)	350	822	1073	1301	1561
(+/-%)	-166.8%	135.1%	30.5%	21.2%	20.0%
每股收益(元)	0.63	1.48	1.93	2.34	2.80
EBIT Margin	5.2%	7.7%	8.4%	9.0%	9.7%
净资产收益率(ROE)	11.4%	22.7%	24.5%	24.6%	24.2%
市盈率(PE)	64.9	27.6	21.2	17.4	14.5
EV/EBITDA	32.7	21.6	17.4	15.2	13.4
市净率(PB)	7.41	6.27	5.19	4.30	3.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	41.54 - 47.81元
收盘价	38.70元
总市值/流通市值	21552/21552百万元
52周最高价/最低价	68.44/29.75元
近3个月日均成交额	592.77百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：国药旗下 A 股中药旗舰	4
五十余年厚积薄发，战略重组开启新篇章	4
“一主两辅”定位明确，管理团队高效引领	5
公司业务：“6+1”治疗领域布局成绩斐然	7
工业、商业、中药材、服务业全面发展	7
医药工业：梯队分明，影响力强劲	8
医药商业：网络覆盖广泛，产业链优势显著	12
中药材：道地种植，全程追溯	12
研发投入快速增长，研发成效逐步显现	13
改革持续推进，运营管理水平稳步提升	15
财务分析	18
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年业绩预测	22
盈利预测的敏感性分析	22
估值与投资建议	24
估值分析	24
投资建议	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 太极集团发展历程	4
图 2: 太极集团股权架构	5
图 3: 太极集团 2021-2023 年收入情况 (亿元)	7
图 4: 太极集团“6+1”产品群及代表产品	8
图 5: 太极集团产品矩阵及潜在峰值销售收入情况	10
图 6: 太极集团桐君阁物流配送有限公司部分设施展示	12
图 7: 太极集团部分中药材基地展示	13
图 8: 太极集团研发费用及占比情况	14
图 9: 太极集团研发人员及占比情况	14
图 10: 太极集团营业收入及增速	18
图 11: 太极集团单季营业收入及增速	18
图 12: 太极集团归母净利润及增速	18
图 13: 太极集团单季归母净利润及增速	18
图 14: 太极集团毛利率、净利率变化情况	19
图 15: 太极集团三项费用率变化情况	19
图 16: 2023 年太极集团各板块收入情况 (亿元)	19
图 17: 2023 年太极集团各板块收入占比 (%)	19
图 18: 太极集团经营活动产生的现金流量净额变化情况	20
表 1: 太极集团管理层情况	6
表 2: 太极集团 2023 年按治疗领域划分的经营数据情况 (万元)	8
表 3: 太极集团按细分行业划分的主要药 (产) 品基本情况	9
表 4: 太极集团 2023 年主要产品产销量情况	11
表 5: 太极集团 2023 年主要研发项目情况	14
表 6: 太极集团 2023 年呈交监管部门审批或通过审批的药 (产) 品情况	14
表 7: 太极集团近三年各报告期内专利申报及获取情况	15
表 8: 太极集团 2024 年重点经营管理工作计划	16
表 9: 太极集团业务拆分 (亿元, 百分比除外)	21
表 10: 未来 3 年盈利预测表 (亿元, 百分比除外)	22
表 11: 盈利预测敏感性分析 (乐观、中性、悲观)	22
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 13: 资本成本假设	24
表 14: 太极集团 FCFF 估值表 (百万元)	24
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 16: 可比公司估值表	25

公司概况：国药旗下 A 股中药旗舰

五十余年厚积薄发，战略重组开启新篇章

公司是全产业链布局的大型企业集团。太极集团主要从事中、西成药的生产和销售，以现代中药智能制造为主、麻精特色化药为辅，致力于传承创新中医药和发展现代医药，有 13 家制药厂、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，业务涵盖医药研发、药品生产、医药商业、中药材资源等领域，拥有医药工业、医药商业、药材种植、医药研发等完整的产业链，是目前国内医药产业链最为完整的大型企业集团之一。

五十余年厚积薄发，国药入主开启新篇章。太极集团始建于 1972 年，原名为“四川省涪陵中药厂”，1993 年改组成立“四川太极实业股份有限公司”，1997 年 11 月 18 日成功在上海证券交易所上市，公司名称变更为“重庆太极实业（集团）股份有限公司”。自 1997 年开始，公司先后收购了重庆中药二厂、重庆中药（桐君阁）、四川南充制药厂、四川天诚制药、西南药业等多家优质企业，业务不断壮大，逐步形成药材种植、中成药、饮片等中药全产业链布局。2019 年 9 月，公司启动混合所有制改革，引入中国医药集团有限公司；2021 年 4 月完成战略重组，正式成为“世界 500 强”中国医药集团有限公司的控股企业。

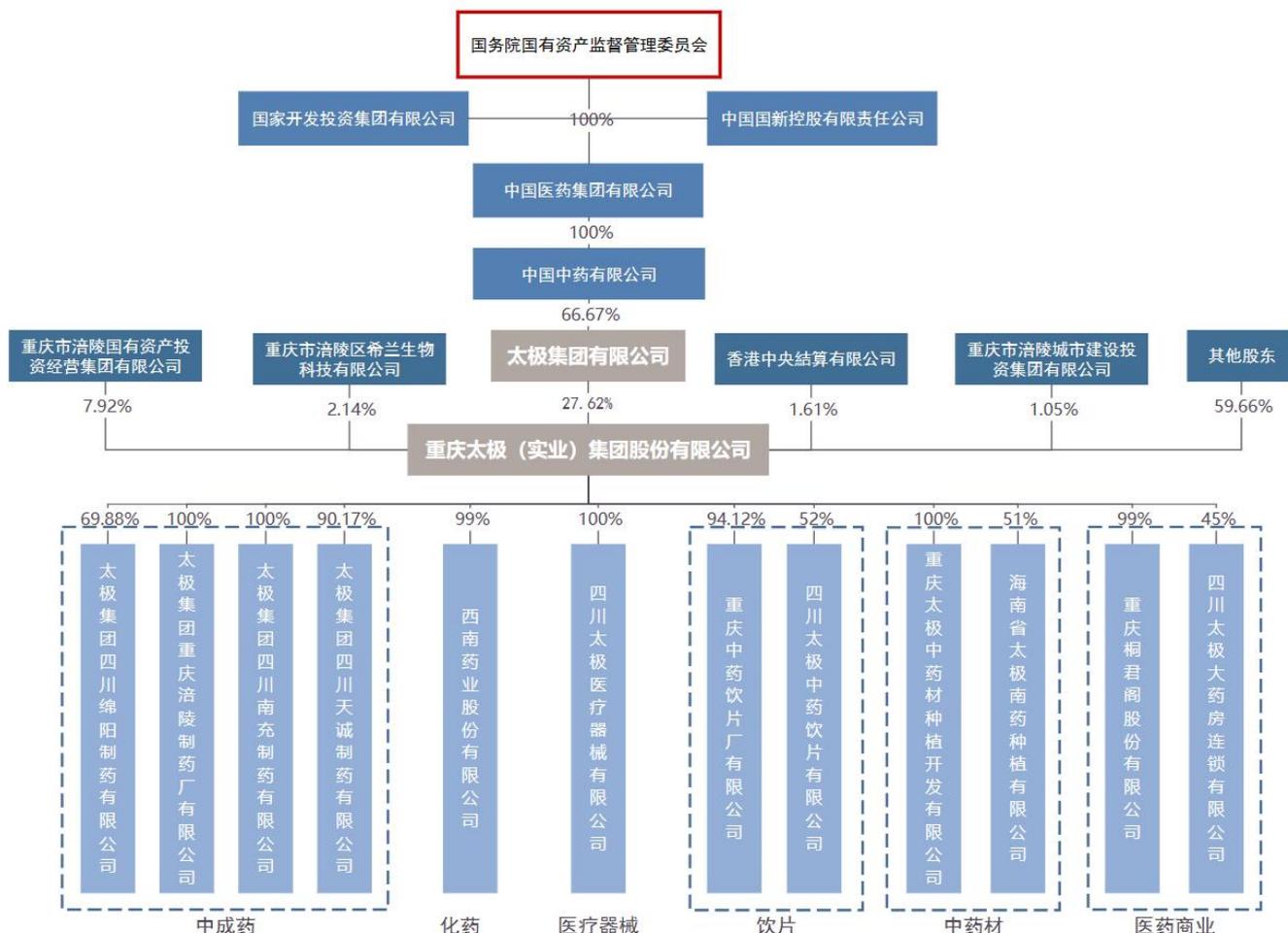
图1：太极集团发展历程



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

国药集团通过中国中药有限公司控股公司。混改完成后，公司实控人变更为中国医药集团有限公司。截至 2023 年 12 月 31 日，公司前五大股东分别为太极集团有限公司（持股 27.62%）、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司（持股 7.92%）、中欧医疗健康混合型证券投资基金（持股 2.43%）、重庆市涪陵区希兰生物科技有限公司（持股 2.14%）、香港中央结算有限公司（持股 1.61%）。

图2：太极集团股权架构



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

注：重庆太极（实业）集团股份有限公司即为上市公司“太极集团”。

“一主两辅”定位明确，管理团队高效引领

十四五战略明确“一主两辅”发展路径。在国药集团的带领下，2022年1月1日，公司发布《“十四五”战略规划概要（2021年-2025年）》，明确了公司“一主两辅”的发展路径，即“打造具有科技创新、智能制造等多优势的现代中药为主，打造以麻精药为特色的化药、生物药生产基地及川渝地区医药商业领军企业为辅”，由此开启新篇章。

管理团队经验丰富，高效引领公司发展。公司管理团队较为成熟，绝大部分管理人员均拥有多年的销售、管理经验，且有多位高管已在公司任职多年，有望持续引领公司稳健发展。

表1: 太极集团管理层情况

姓名	职位	个人简历
李阳春	董事长, 法定代表人, 非独立董事	男, 1963年11月出生, 中共党员, 高级经济师, 亚洲(澳门)国际公开大学工商管理专业硕士研究生。1986年进入重庆桐君阁药厂工作, 1989年进入四川涪陵制药厂工作, 历任四川涪陵制药厂供销科科长助理, 销售部经理, 太极集团有限公司南方公司总经理, 太极集团有限公司销售总公司总经理, 太极集团有限公司副总经理。曾获得“涪陵十大杰出青年”“重庆市杰出企业家”称号, 作为全面系统的营销管理项目主要负责人之一, 获得原国家经贸委颁发的“国家管理成果一等奖”。现任中国中药有限公司董事, 太极集团有限公司董事长、党委书记、总经理, 重庆太极实业(集团)股份有限公司董事长。
俞敏	总经理, 非独立董事	男, 1973年出生, 中共党员, 上海财经大学市场营销专业本科, 长江商学院工商管理硕士研究生。1994年参加工作, 历任深圳市三九医药贸易公司华东大区经理、广告办主任、产品总监, 宁波药材股份有限公司总经理, 三九企业集团企管部经理, 深圳市三九现代中药公司常务副总经理、总经理, 江阴天江药业有限公司副总经理、总经理、党委书记、董事长。现任中国中药有限公司董事, 太极集团有限公司党委副书记、副董事长, 重庆太极实业(集团)股份有限公司党委书记、董事、总经理。
崔海燕	副总经理	女, 1976年出生, 中共党员, 山西财经大学国际贸易专业本科, 高级经济师。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; 太极集团有限公司董事。现任太极集团有限公司党委副书记、工会主席, 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	女, 1972年出生, 重庆师范大学汉语言文学专业本科, 重庆大学工商管理专业硕士研究生, 高级经济师。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、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。现任四川国药天江药业有限公司董事、重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理兼董事会秘书。
罗诗遂	副总经理	男, 1964年出生, 中共党员, 研究生, 正高级工程师, 国家执业药师, 国家执业中药师, 注册会计师, 国家法律职业资格证书持有人。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、太极集团心脑血管事业部总经理、太极集团总经济师。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理。
谭礼文	副总经理	男, 1965年出生, 中共党员。重庆大学工商管理学院硕士研究生, 高级经济师。曾荣获国家第七届管理创新成果一等奖, 重庆市工业技术创新先进工作者。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, 太极集团有限公司销售总公司副总经理、常务副总经理, 太极集团有限公司总经理助理、副总经理、董事、董事局副主席, 重庆太极实业(集团)股份有限公司监事、副总经济师。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理。
陈康	副总经理	男, 1975年出生, 中共党员, 西南政法大学法学专业本科, 中国药科大学中药学本科, 双学位, 西南政法大学民商法研究生, 律师。历任太极集团有限公司总经办副科长, 知识产权部部长, 太极集团供应总公司总经理; 太极集团有限公司董事, 重庆太极实业(集团)股份有限公司常务副总经理兼中药材经营中心总经理。现任甘孜州康定贡嘎中华虫草产业有限责任公司董事长, 重庆中医药高科技发展有限公司总经理, 法定代表人, 西藏藏医药大学有限公司董事, 重庆太极药用动植物资源开发有限公司董事, 重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理。
于宗斌	副总经理	男, 1973年出生, 中共党员, 西南农业大学食品工程专业本科、沈阳药科大学中药学专业本科、重庆大学工商管理专业硕士研究生, 执业药师(药学与中药学), 高级工程师。曾荣获重庆市优秀企业家, 涪陵区第四届劳动模范。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, 太极集团重庆中药二厂副厂长, 太极集团浙江东方制药有限公司党总支书记、副总经理, 太极集团四川南充制药有限公司党总支书记、总经理, 重庆太极实业(集团)股份有限公司董事, 太极集团重庆涪陵制药厂有限公司党委副书记、书记、总经理。现任太极集团浙江东方有限公司董事长, 重庆太极实业(集团)股份有限公司副总经理。
袁永红	常务副总经理	男, 1967年出生, 中共党员, 四川大学生物化学专业本科, 重庆工商管理硕士学院MBA研究生, 正高级经济师, 重庆市杰出企业家, 重庆市优秀企业家, 重庆市工业营销精英。曾任重庆市公安局特邀监督员, 重庆上市公司协会副会长, 重庆医药行业协会法人、秘书长。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, 重庆太极实业(集团)股份有限公司董事、总经理。现任重庆太极实业(集团)股份有限公司党委委员、常务副总经理。
刘尊义	财务总监	男, 1971年出生, 高级会计师, 中央财政金融学院农业财政与信用专门化本科; 1993年参加工作, 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, 中国医药集团总公司审计主任助理, 中国生物技术股份有限公司审计部副主任、主任, 兰州兰生血液制品有限公司财务总监, 兰州生物技术开发有限公司财务总监, 兰州生物制品研究所有限责任公司财务总监, 太极集团有限公司财务总监。现任中国中药有限公司监事, 重庆太极实业(集团)股份有限公司财务总监。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

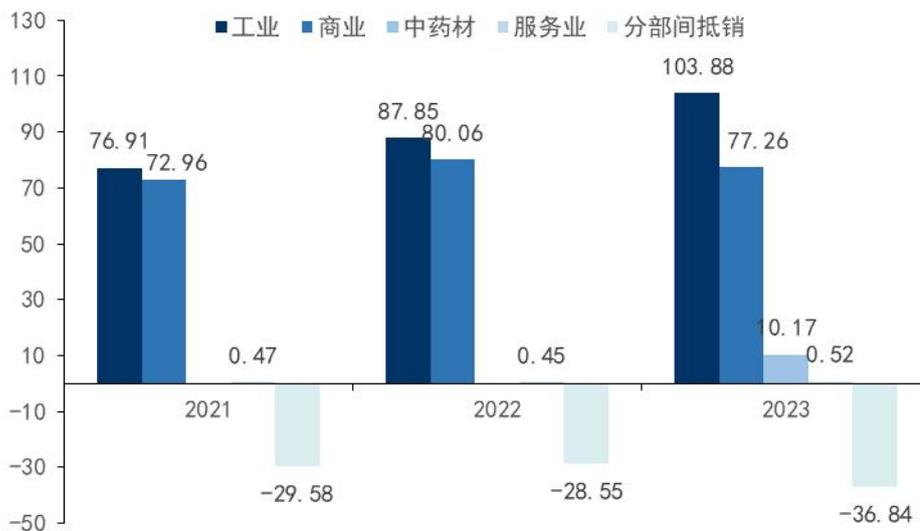
公司业务：“6+1”治疗领域布局成绩斐然

工业、商业、中药材、服务业全面发展

医药工业为主，医药商业、中药材、服务业全面布局。公司业务集“工、商、科、贸”一体，主要可分为医药工业、医药商业、中药材资源和服务业，是目前国内医药产业链最为完整的大型医药集团之一，其中，医药工业业务是公司的核心业务板块，主要生产中成药和西药；医药商业业务主要包括医药分销及零售。在国务院国资委和国药集团的带领下，公司各板块业务收入均实现了快速增长：

- 1) 医药工业收入从 2021 年的 76.91 亿元快速增长至 2023 年的 103.88 亿元，三年复合增长率达 20.73%；
- 2) 医药商业收入从 2021 年的 72.96 亿元增长至 2023 年的 77.26 亿元，三年复合增长率达 14.48%；
- 3) 中药材资源业务 2023 年收入 10.17 亿元，较 2022 年同比增长了 118.60%；
- 4) 服务业 2023 年收入 0.52 亿元，同比增长 15.84%。

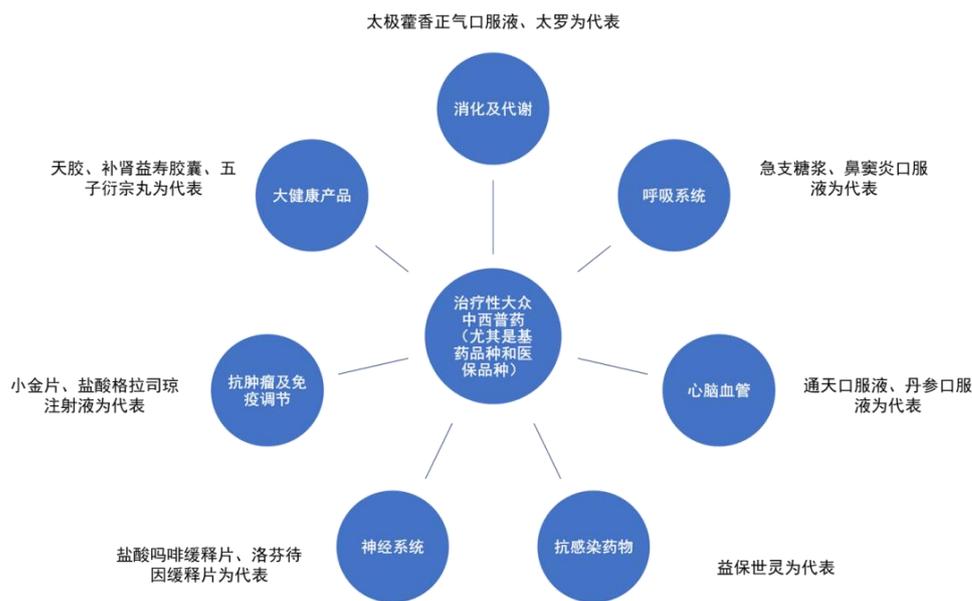
图3：太极集团 2021-2023 年收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

重点布局“6+1”治疗领域，产品种类丰富。2023 年，公司围绕“6+1”重点治疗领域，对产品重新进行科学筛选、分析和规划，以消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心脑血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节用药、大健康产品为重点治疗领域，以治疗性大众中西普药（尤其是基药品种和医保品种）为基础性产品线，组成了治疗领域广泛的产品群。

图4: 太极集团“6+1”产品群及代表产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023年消化、呼吸、大健康、心脑血管业务双位数增长。公司2023年全年消化及代谢用药收入28.81亿元，同比增长36.99%；呼吸系统用药收入26.42亿元，同比增长42.21%；抗感染药物收入18.69亿元，同比下降0.21%；神经系统用药收入8.98亿元，同比下降2.36%；大健康产品收入8.50亿元，同比增长22.67%；心脑血管用药收入7.66亿元，同比增长10.94%；抗肿瘤及免疫调节药收入2.46亿元，同比下降27.26%。

表2: 太极集团2023年按治疗领域划分的经营数据情况（万元）

治疗领域	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
消化及代谢用药	288069.65	111183.91	61.40	36.99	17.43	6.42
呼吸系统用药	264231.99	100985.67	61.78	42.21	30.83	3.32
抗感染药物	186872.35	53065.60	71.60	-0.21	13.86	-3.51
神经系统用药	89778.89	15109.15	83.17	-2.36	-3.49	0.20
大健康产品	84987.24	40018.57	52.91	22.67	11.07	4.91
心脑血管用药	76590.51	19038.73	75.14	10.94	18.32	-1.55
抗肿瘤及免疫调节药	24607.19	4381.04	82.20	-27.26	-23.92	-0.78

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2023年公司对产品按照“6+1”重点治疗领域进行了重新分类，并对同期治疗领域进行了追溯调整。

医药工业：梯队分明，影响力强劲

品牌影响力强劲。公司拥有中国首批驰名商标“太极”（TAIJI）及2个中华老字号“桐君阁”和“剑门”，且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；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，并且双双荣获全国工商联医药业商会发布的“2022—2023年度中国连锁药店50强”称号。

批文数量众多，其中全国独家生产批文86个。截至2023年12月31日，公司共拥有中西药批文1240个，其中化药批文550个，中药批文690个，全国独家生产

批文 86 个。2023 版国家医保目录中，公司纳入品种共 411 个（739 个批准文号），其中甲类药品 224 个品种（450 个批文），乙类药品 187 个品种（289 个批文），独家产品批文 24 个。在 2023 年度中国非处方药统计排名中，太极藿香正气口服液、急支糖浆/颗粒入选“2023 年度中国非处方药黄金大单品”，太极藿香正气口服液还荣获“中成药·感冒暑湿类”第一名，急支糖浆/颗粒获“中成药·咳嗽化痰平喘类”第一名，鼻窦炎口服液获“中成药·耳鼻喉科类”第一名。

表3: 太极集团按细分行业划分的主要药（产）品基本情况

细分行业	名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	发明专利起止期限(如适用)	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
中成药	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	2011. 8. 26 -2031. 8. 26	是	是	是
中成药	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。	是	2011. 8. 26 -2031. 8. 25	是	是	是
中成药	通天口服液	中药 3 类	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	—	是	是	是
中成药	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	是	—	是	是	是
中成药	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；急慢性鼻炎，鼻窦炎见上述证候者。	是	2016. 1. 28 -2036. 1. 28	是	是	是
中成药	复方板蓝根颗粒	/	清热解毒，凉血。用于温病发热，出斑，风热感冒，咽喉肿痛，流行性乙型脑炎，肝炎，腮腺炎。	是	—	否	是	是
中成药	六味地黄丸	/	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，虚汗遗精，消渴。	是	专利一： 2007. 7. 16 -2027. 7. 16； 专利二： 2011. 8. 26 -2031. 8. 26	是	是	是
中成药	沉香化气片	/	理气疏肝，消积和胃。用于肝胃气滞，脘腹胀痛，胸膈痞满，不思饮食，嗝气泛酸。	否	—	否	否	否
中成药	五子衍宗丸（浓缩丸）	/	补肾益精。用于肾虚精亏所致的阳痿不育、遗精早泄、腰痛、尿后余沥。	否	/	否	否	否
中成药	五子衍宗丸	/	补肾益精。用于肾虚精亏所致的阳痿不育、遗精早泄、腰痛、尿后余沥。	是	/	否	否	否
化药制剂	注射用头孢唑肟钠	化学药品	敏感菌所致感染	是		否	是	是
化药制剂	盐酸吗啡缓释片	化学药品	强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛	是		是	是	是
化药制剂	洛芬待因缓释片	化学药品	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	是		否	是	是
化药制剂	氯化钠注射液	化学药品	各种原因所致的失水，包括低渗性、等渗性和高渗性失水；高渗性非酮症糖尿病昏迷，应用等渗或低渗氯化钠可纠正失水和高渗状态；低氯性代谢性碱中毒；外用生理盐水冲洗眼部、洗涤伤口等；还用于产科的水囊引产	是		是	是	是
化药制剂	罗格列酮钠片	化药 2 类	II 型糖尿病	是		否	是	是
化药制剂	酒石酸美托洛尔缓释片	化药 6 类	治疗高血压，心绞痛，心肌梗死，肥厚型心肌病，主动脉夹层，心律失常，甲状腺机能亢进，心脏神经官能症	是		是	是	是
化药制剂	复方甘草片	化学药品	用于镇咳祛痰	是		是	是	是

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：太极藿香正气口服液、急支糖浆、小金片和鼻窦炎口服液等为公司老产品，申报生产时间较早，无法确定产品注册分类。

产品矩阵丰富，梯队分明。公司医药工业板块产品种类丰富，核心大品种包括藿香正气口服液、益保世灵（注射用头孢唑肟钠）、急支糖浆、通天口服液、思为普（洛芬待因缓释片）、鼻窦炎口服液等，目前年销售收入均已过亿元。根据各产品的销售情况，可将公司产品划分为三个梯队：

- 1) 第一梯队品种包括藿香正气口服液和益保世灵，藿香正气口服液是公司销量最大的单品，预计峰值销售收入有望超过 30 亿元，预计益保世灵峰值销售收入有望达到 20 亿-30 亿元之间；
- 2) 急支糖浆、通天口服液、思为普、鼻窦炎口服液位列第二梯队，预计急支糖浆、通天口服液峰值销售收入有望分别达到 10 亿-20 亿元之间，预计思为普、鼻窦炎口服液峰值销售收入有望分别达到 5 亿-10 亿元之间；
- 3) 软袋输液、小金片、美菲康（盐酸吗啡缓释片）、贝贝莎（丙酸交沙霉素颗粒）、苏合香丸和沉香化气片位列第三梯队，预计峰值销售收入有望分别达到 3 亿-5 亿元之间。

图5：太极集团产品矩阵及潜在峰值销售收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

主品品牌战略持续发力，工业核心产品销售连创新高。2023 年，公司通过不断深挖产品价值、功能拓展宣传、媒体矩阵宣传精准投放、跨界推出“藿香小雪糕”以及持续提升学术营销专业度、推进营销数字化演进等方式，成功助推 OTC 产品快速增长，核心产品太极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%。

表4: 太极集团 2023 年主要产品产销量情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
太极藿香正气口服液 10ml*10 支 *70 盒/件	万盒	16,855.39	14,284.31	4,860.63	63.51	46.55	112.30
太极藿香正气口服液 10mL*5*120 盒/件	万盒	3,661.48	3,715.28	1,135.84	-14.55	-19.24	-4.52
地塞米松磷酸钠注射液 5mg:1ml 1 支	万支	3,641.96	3,904.75	425.30	45.65	116.47	-38.19
复方对乙酰氨基酚片 (I) 10s	万盒	3,237.24	3,115.86	405.46	90.72	69.56	42.73
注射用头孢唑肟钠 0.5g	万瓶	2,822.99	2,536.21	472.64	24.85	12.29	154.30
注射用头孢唑肟钠 1.0g	万瓶	2,789.88	2,241.10	620.46	45.05	7.49	765.60
太极藿香正气口服液 10mL*6*120 盒/件	万盒	2,550.33	1,067.07	1,550.43	160.20	7.21	2,208.22
氯化钠注射液 100ml:0.9g<双>	万袋	1,892.35	1,994.01	78.31	25.73	26.17	-56.49
氯化钠注射液 100ml:0.9g<单>	万袋	1,771.09	1,734.24	324.02	-1.36	9.07	12.83
急支糖浆 120ml*60 瓶/ 件	万瓶	1,512.99	1,362.17	351.08	44.23	40.28	74.79
洛芬待因缓释片 布洛芬 0.2g 磷酸 可待因 13mg 20s	万盒	1,430.40	1,224.71	277.96	33.82	5.35	284.61
复方甘草片 100s	万瓶	1,207.56	1,222.26	3.07	31.47	32.62	-82.72
急支糖浆 100ml*60 瓶/ 件	万瓶	966.63	904.49	133.31	56.00	57.21	87.31
复方甘草口服溶液 100ml	万瓶	872.00	583.75	331.46	-2.66	-31.86	667.09
急支糖浆 200ml*40 瓶/ 件	万瓶	830.40	760.01	148.96	124.22	119.07	89.59
急支糖浆 180ml*40 瓶/ 件	万瓶	695.61	739.98	81.85	80.50	119.23	-35.15
沉香化气片 12 片*2 板 *180 盒/件	万盒	675.68	772.93	120.91	-13.71	-7.17	-44.58
鼻窦炎口服液 10ml*6 支*80 盒/件	万盒	628.33	676.16	-11.12	-11.12	-9.06	-130.29
复方对乙酰氨基酚片 (I) 20s	万盒	630.74	533.61	221.31	56.92	20.80	78.22
氯化钠注射液 250ml:2.25g<双>	万袋	603.38	678.60	38.20	-3.20	12.09	-66.32

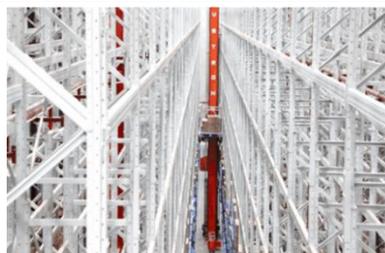
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

医药商业：网络覆盖广泛，产业链优势显著

商业网络覆盖广泛。公司拥有太极集团重庆涪陵制药厂有限公司、西南药业股份有限公司、太极集团重庆桐君阁药厂有限公司、太极集团四川绵阳制药有限公司等 13 家制药厂；拥有重庆桐君阁股份有限公司等 20 多家医药商业公司，是目前国内医药产业链最为完整的大型企业集团之一。桐君阁股份有限公司是重庆市医药物资战略储备单位，其合作配送单位桐君阁物流配送有限公司是重庆市首家拥有医药、器械三方物流双资质的企业，设计仓容 100 万件，年吞吐能力达 2000 万件。目前公司已建立立足川渝、辐射全国重点城市的强大市场网络，拥有中国西部地区最完善的医药商业网络和最成熟的医药物流配送体系，包含 2 万多个直接配送终端，经营品规达 5 万余个，业务覆盖川渝 100 多个市、区、县。

医药商业产业链优势显著。受益于完整的医药产业链，公司成功打造了集医药零售、医院销售、零售终端配送、商业分销、医药进出口、医药电商、中药经营、医药三方物流等多业态为一体的大型医药商业体系，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 万平方米，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。

图6：太极集团桐君阁物流配送有限公司部分设施展示



立体库



高位叉车货架



自动分拣系统



螺旋提升机

资料来源：中国网财经，国信证券经济研究所整理

中药材：道地种植，全程追溯

中药材资源成本质量优势突出。公司以优质中药材为导向，坚持“道地种植、全程追溯”理念，遵循“三无一全”“六统一”要求开展中药材规范化种植；以“中药材产地趁鲜加工”政策为契机，扎实推进“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，有效保障中药材品质。重点包材、辅料等选择与行业龙头企业开展战略合作，共同促进产品品质提升。在保证质量的同时，公司中药材实施订单种植，通过面积和产量调剂供需关系，做到行情相对稳定、成本

可控。

中药材种植成效喜人，已实现 20 省区覆盖。目前公司中药材种植已覆盖全国 20 个省区，涉及品种有 50 多个，其中，半夏、金荞麦、苍术、紫苏等大品种的种植面积和产量均已位居全国首位。截至 2023 年底，公司的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。

图7：太极集团部分中药材基地展示



苍术规范化种植基地



半夏规范化种植基地



金荞麦规范化种植基地



紫苏叶规范化种植基地



前胡规范化种植基地



紫菀规范化种植基地

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

研发投入快速增长，研发成效逐步显现

研发投入快速增长，研发人员占比稳步提升。2023 年公司研发费用达 2.34 亿元，较 2022 年同比增长 120.86%，占医药工业收入的比重为 2.25%，较 2022 年同比增长 1.04 个百分点。公司的研发团队也在持续扩大，2023 年研发人员数量增长至 943 人，占总员工数比例从 2022 年的 7.01% 进一步提升至 7.49%。充足的研发投入有力支撑了公司的项目开展及专利获取。

图8: 太极集团研发费用及占比情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 太极集团研发人员及占比情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

项目开展和专利获取初见成效。2023年公司开展重点研发项目31项,开展大健康产品研发7项,新增以1类创新药为主的新药立项21项,包括中药13项,化学药7项,生物药1项;新生物药项目、创新药、经典名方、麻精药、原料药等重点在研项目取得重大进展,全年获得一致性评价批件9件,重点产品益保世灵(0.5g, 1.0g)成为注射用头孢唑肟钠参比制剂列入国家《化学仿制药参比制剂目录(第六十五批)》,开创了国产药品以原研地产化身份成为参比制剂的先例;2023年公司共申请专利数45项,其中发明专利7项;获得专利授权数27项,其中发明专利2项。

表5: 太极集团2023年主要研发项目情况

研发项目(含一致性评价项目)	名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种
30余个一致性评价项目	/	补充申请	/		
芪灯明目胶囊治疗糖尿病黄斑水肿“附条件批准上市”临床试验研究	芪灯明目胶囊	中药1.1类	糖尿病黄斑水肿(DME)	否	是
丹七通脉片临床研究	丹七通脉片	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,胸肋胀满,口唇紫暗,舌质紫暗,或有瘀斑,舌下脉络青紫,脉弦或细涩。	否	是
经典名方金水六君煎的研究	金水六君煎	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。	否	是
中药改良型新药双苓止泻颗粒的研究	双苓止泻颗粒	中药2.2类	清热化湿,健脾止泻。用于湿热内蕴,脾虚失健所致的小儿腹泻,可伴有发热、腹痛、口渴、尿少	否	是

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6: 太极集团2023年呈交监管部门审批或通过审批的药(产)品情况

名称	注册分类	申报企业	所处阶段	适应症/功能主治
盐酸羟考酮缓释片	化药四类	西南药业股份有限公司	在审评	用于缓解持续的中度到重度疼痛。
氨溴特罗口服溶液	化药四类	华萃国际生物科技(广东)有限公司;西南药业股份有限公司	在审评	用于治疗急、慢性呼吸道疾病。
盐酸利多卡因注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	批准	局麻药及抗心律失常药。
盐酸氟西汀胶囊	一致性评价补充申请	太极集团重庆涪陵制药有限公司;	批准	用于治疗抑郁。

利奈唑胺葡萄糖注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	批准	用于治疗由特定微生物敏感株引起的下列感染。
异烟肼注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	批准	与其他抗结核药联合用于各种类型结核病及部分非结核分枝杆菌病的治疗。
地塞米松磷酸钠注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	批准	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。
注射用头孢唑林钠	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	批准	适用于治疗敏感细菌所致的感染。
青霉素 V 钾片	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	适用于青霉素敏感菌株所致的轻、中度感染。
氟尿嘧啶注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	本品的抗癌谱较广，主要用于治疗消化道肿瘤，或较大剂量氟尿嘧啶治疗绒毛膜上皮癌。
硫酸阿托品注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	1、各种内脏绞痛；2、全身麻醉前给药、严重盗汗和流涎症；3、迷走神经过度兴奋所致的窦房阻滞、房室阻滞等缓慢型心律失常；4、抗休克；5、解救有机磷酸酯类中毒。
注射用苯唑西林钠	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	适用于治疗产生青霉素酶葡萄球菌感染。
葡萄糖酸钙注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	1、治疗钙缺乏，急性血钙过低、碱中毒及甲状旁腺功能低下所致的手足搐搦症；2、过敏性疾患；3、镁中毒时的解救；4、氟中毒的解救。适用于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。
注射用头孢唑肟钠	补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或收缩不良而引起的子宫出血；了解胎盘储备功能（催产素激惹试验）。
缩宫素注射液	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	适用于敏感细菌所致的各种感染。
注射用青霉素钠	一致性评价补充申请	西南药业股份有限公司	在审评	
利奈唑胺葡萄糖注射液	持有人转让补充申请	苏州二叶制药有限公司；西南药业股份有限公司	批准	用于治疗由特定微生物敏感株引起的感染。
左氧氟沙星片	持有人转让补充申请	重庆药谷科技有限公司；西南药业股份有限公司	批准	只用于治疗或预防已证明或高度怀疑由敏感细菌引起的感染。
盐酸格拉司琼注射液	一致性评价补充申请	太极集团四川太极制药有限公司	批准	预防或治疗因化疗和放疗引起的恶心和呕吐；预防和治疗术后恶心和呕吐。
紫杉醇注射液	一致性评价补充申请	太极集团四川太极制药有限公司	在审	进展期卵巢癌的一线 and 后继治疗。淋巴结阳性的乳腺癌患者在含阿霉素标准方案联合化疗后的辅助治疗。转移性乳腺癌联合化疗失败或者辅助化疗 6 个月内复发的乳腺癌患者。非小细胞肺癌患者的一线治疗。艾滋病（AIDS）相关性卡波氏肉瘤（Kaposi's sarcoma）的二线治疗。
盐酸氟西汀胶囊	一致性评价补充申请	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	批准	抑郁症；强迫症；神经性贪食症：作为心理治疗的辅助用药，以减少贪食和导泻行为。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7：太极集团近三年各报告期内专利申请及获取情况

	2021	2022	2023
申请专利数	14	51	45
其中：发明专利	5	11	7
获得专利授权数	40	47	27
其中：发明专利	6	8	2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

改革持续推进，运营管理水平稳步提升

全面启动数字化转型，着力打造各业务板块应用场景。在国务院国资委和国药集团的坚强带领下，公司紧紧围绕“十四五”战略规划，纵深推进改革发展，全面启动数字化转型，以数据驱动产业链升级，经营质量及效率进一步提升。

1) 医药工业方面，公司实现了终端数字化、线上数字化、数据驱动的产品设计阶段目标，打造“多品种、全渠道、数字化整合营销平台”，深化工业营销整合，

建立矩阵式管理架构，通过渠道优化、政策重塑，形成销售合力，促进子公司营业收入利润稳步增长；

2) 医药商业方面，截至 2023 年底，重庆商业平台公司太极“e”药全域数字平台已吸纳 8325 家终端客户入驻，为更多工业产品提供一体化运营服务，同时，公司基于新版 GSP 加速推进商业运营一体化系统改造，加速向“数字化赋能平台”转型，赋能上游药企、赋能科研、赋能药店、赋能医院、赋能政府，提供全产业链数据支撑及解决方案；

3) 中药材资源方面，公司持续推进中药资源数字化演进，启动“4G 一码一中心一平台”中药全产业链融合发展体系建设，数字驱动产业链上下游延伸发展，打造中药材资源核心竞争力。

2024 年是公司数字化转型攻坚之年，公司将紧紧围绕数字化转型部署，以数据赋能生产运营及组织变革，着力打造各业务板块应用场景，加速建设“一个数字化太极”，打造中药行业和数字重庆的数字化转型标杆。

表8: 太极集团 2024 年重点经营管理工作计划

整体规划	具体工作
(1) 加快全产业链数字化转型，坚定不移做强主业，持续提高经济效益。	<p>工业：着力构建整合营销平台，大力提升平台战斗力</p> <ul style="list-style-type: none"> 进一步推动组织能力建设，深化集产品、渠道、科研的太极“铁三角”组织建设。 深化构建多品种、全渠道、数字化整合营销平台。一方面实施大品种（品类）战略，统筹产品规划；另一方面实现全渠道贯通，精耕货架电商，转流量为销量；同时加快拓展海外销售渠道及强化团购渠道销售。 精准制定标内标外市场策略，①标外市场：紧密围绕“铺货率”和“动销率”两大核心，加大重点连锁合作，扩大合作产品范围和年度合作体量；拓展太极藿香正气口服液用药场景，急支糖浆聚焦重点市场，深挖门店单产，实现线上线下销售融合发展；持续全媒体矩阵传播，加强学术及 IP 传播助推声量。②标内市场：强化合规管理；以学术赋能，进一步完善循证医学证据。 <p>商业：纵深推进整合协同，提升医药商业盈利水平</p> <ul style="list-style-type: none"> 深化组织变革，推进精细化管理，提升管线协同和运营能力。 持续推进“一个商业”供应链建设，建立健全集采流程。 大力开拓医疗终端，积极开发等级医院，推动中医院专业化合作；两大商业平台公司借助集采开户实现全品类开户，从集采配送向全品类、全业态转型，在存量医院拓展静配中心、设备维保新业务项目，谋求新增增长点。 大力发展直营式加盟药房。 大力创新发展新业务。 推动国际化业务布局；扩大药材进出口经营，提升服务能力；提升品牌国际影响力。
(2) 扩大中药材经营规模，创新模式驱动业务发展	<p>提速双基地建设</p> <ul style="list-style-type: none"> 持续扩大种植基地规模。 积极探索基地新模式：在产业园建设基础上，探索“产地加工+产地仓储+大品种交易”的中药材市场新模式，建产地仓加大药材储备，吸引更多厂商、药商参与交易，形成产地化大交易市场。 <p>加速推进中药饮片上量</p> <ul style="list-style-type: none"> 打造太极央企精品饮片影响力，严控药材源头，精益饮片质量，品正道地，精选精制； 增建智慧煎药中心，深化落实“4G 一码一中心一平台”建设，以四川眉山智慧煎药中心为样板，新建布局川渝 3 个智慧煎配中心，以煎配中心发展引领配方饮片销售。 <p>推进虫草产业化步伐</p> <ul style="list-style-type: none"> 推进虫草种源基地和加工基地建设，持续扩大虫草饲料基地。
(3) 加快四大中心建设，加速提级智能制造水平	<p>细化专业设计方案，产建协同建设新产能</p> <ul style="list-style-type: none"> 强化生产与工程建设的业务协同，深化专业前置设计，确保工厂规划设计的先进性、合理性、科学性和实用性。 <p>促进“用绿降碳”，提级智能制造</p> <ul style="list-style-type: none"> 加大推广绿色应用：①完成中药二厂、四川太极制药光伏项目并网发电；②启动大竹林园区光伏发电二期项目；③开展储能降碳，西南药业储冷、大竹林配送中心储能和李渡工业蒸汽直流机组投入运行；④推进“绿色工厂”创建。 提级智能制造。 <p>精益管理提升标准，打造质量卓越标杆</p> <ul style="list-style-type: none"> 强化质量标准研究，提升质量控制水平，与药检机构和科研院所技术合作，开展项目标准研究； 以桐君阁药厂荣获重庆市长质量管理奖为契机，全面推广卓越绩效管理； 积极开展 QC 项目创新活动，对标中国质量奖，打造涪陵制药厂质量卓越标杆。
(4) 持续深化科研平台建设，加速科研成果转化	<p>院士引领，统筹构建符合中医药特点的太极科技创新体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 全面统筹公司中药研发。 <p>全力推进研发项目。</p> <ul style="list-style-type: none"> 推进 5 个新产品项目申报 IND，9 个新产品项目开展临床研究，14 个新产品项目开展临床前研究； 积极跟进 19 个仿制药一致性评价项目； 推进 15 个产品的二次开发； 着力攻关 6 项关键核心技术。 <p>全力提升科研软实力。</p>

(5) 加快推进全产业链升级，加速数字化演进	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 完成太极科创中心两大分中心的建设并投入使用； ➢ 完成科研项目管理数字化系统的基础构建。 ➢ 数字化业务突破、数字化组织人才、数字化管控治理、数字化品牌内涵、数字化商业文明。
(6) 精益规范内部管理，持续提升组织能力	<p>稳步推进专项治理</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 加速推进“两非”“两资”企业清理注销，加大亏损企业扭亏力度，加速参股企业股权处置和转让； ➢ 开展法人和管理层级压减工作，提高运营效率。 <p>持续提升财务管控能力</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 深化财务数字化基础建设，在“业财税一体化”基础上，加强全流程预算管理，精准实施财务把控。 ➢ 深度挖潜，强化过程动态管理，精准量化指标，走深走实。 <p>强化组织能力建设</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 梳理流程再造，全面强化业务数字化监控，切实提高运行效率。 ➢ 完善干部职工职业发展体系；加强人才交流；聚焦关键领域引进高层次领军人才。 ➢ 探索任期考核激励，完善考核激励机制。 <p>持续筑牢风险防范根基</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 聚焦关键领域合规管理，抓好重点领域风险防范化解，建立合规管理长效机制； ➢ 开展常态化风险隐患排查处置，坚持查改并举，确保问题整改到位。 ➢ 强化内控体系建设，聚焦核心流程、关键控制环节，补牢重要领域和关键环节制度漏洞。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析

2023 年全年收入保持稳健，利润增速喜人。2023 年全年营收 156.23 亿元 (+10.58%)，归母净利润 8.22 亿元 (+131.99%)，扣非归母净利润 7.74 亿元 (+111.35%)，其中，四季度单季度营收 34.40 亿元 (-1.57%)，单季度归母净利润 0.64 亿元 (-35.73%)，单季度扣非归母净利润 0.59 亿元 (+19.96%)。公司全年归母净利润大幅提升主要系 2023 年销售收入增长、毛利率提升所致。

图10: 太极集团营业收入及增速



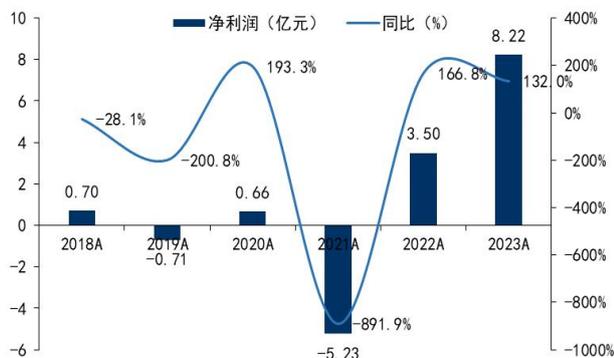
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 太极集团单季营业收入及增速



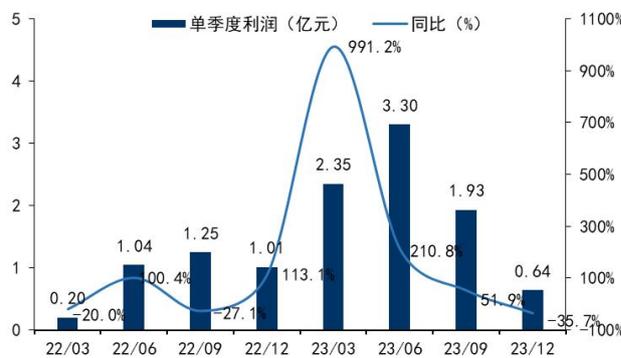
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 太极集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

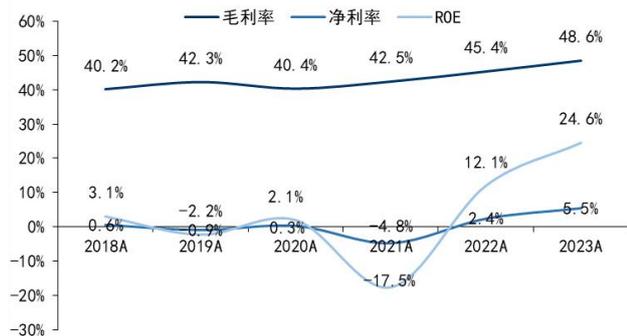
图13: 太极集团单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

毛、净利率持续提升，期间费用率整体控制良好。2023 年销售毛利率 48.60% (+3.17pp)，销售净利率 5.46% (+3.04pp)，毛、净利率有所提升。费用率方面，2023 年公司销售费用率 33.45% (+0.41pp)，管理（含研发）费用率 6.23% (+0.21pp)，财务费用率 0.94% (-0.33pp)，三项费用率合计 40.62% (+0.29pp)，整体费用率控制良好。

图14: 太极集团毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

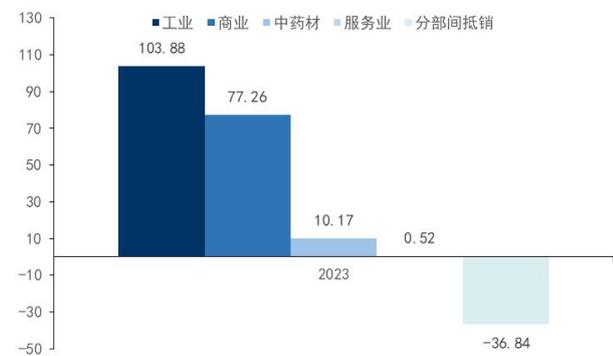
图15: 太极集团三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

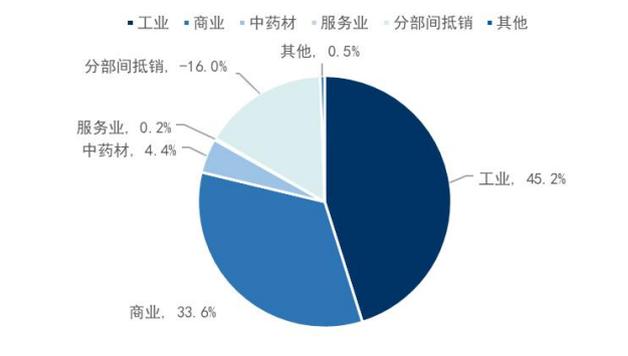
分业务看: 中药材快速增长, 医药商业短期承压。公司2023年医药工业收入103.88亿元(+19.40%), 其中, 中药收入66.04亿元(+31.64%), 化药收入37.84亿元(+2.72%)。医药商业收入77.26亿元(-3.31%), 在销售收入未增长情况下, 公司正通过大力拓展终端市场、纵深推进商业改革等方式加速推进从资源到业务再到管理的整合改革, 加快购销联动, 批零一体, 全业态协同, 大幅提升川渝两大经营平台的经营质量, 我们预计商业板块有望在2024年恢复增长。**中药材资源**板块收入10.17亿元(+118.60%), 实现快速增长, 主要系公司实现了从药材种植、经营再到中药饮片加工的整合运营, 并且开创了政企合作新模式, 持续扩大药材种植规模, 同时不断推进中药资源数字化演进。

图16: 2023年太极集团各板块收入情况(亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 2023年太极集团各板块收入占比(%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

经营性现金流量较为充足。公司经营活动产生的现金流量净额长期保持正数, 2022年受销售规模增长回款增加以及年末畅销产品供不应求、收到大额预收货款影响, 经营性现金流达到最高的18.01亿元, 2023年陆续发货实现销售, 现金流入回归正常水平。总体而言, 公司的经营性现金流量较为充足, 且整体上呈现出稳步增加的态势, 持续经营能力强。

图18: 太极集团经营活动产生的现金流量净额变化情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

医药工业：医药工业板块是公司的核心业务板块，主要生产中成药和西药，包含藿香正气口服液、益保世灵（注射用头孢唑肟钠）、急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液、思为普（洛芬待因缓释片）、美菲康（盐酸吗啡缓释片）等核心产品。公司聚焦主品战略，营销不断破圈，推动医药工业产值持续提升，2023年医药工业板块收入同比增长19%，核心产品藿香正气口服液同比增长45%；急支糖浆同比增长67%；通天口服液同比增长10%；鼻窦炎口服液同比增长22%。我们认为公司的医药工业板块将继续受益于公司的主品品牌战略和媒体矩阵，各大核心单品有望保持稳健增长，预计2024-2026年，医药工业板块收入增速分别为8.72%、8.87%、7.61%，毛利率为64.61%、64.45%、64.31%，对应的收入分别为112.94、122.95、132.31亿元。

医药商业：医药商业主要包括医药分销及零售。2023年，公司正通过大力拓展终端市场、纵深推进商业改革等方式加速推进从资源到业务再到管理的整合改革，完成重庆、四川商业平台公司整合，显著增强两大平台批零统筹与组织能力，大幅提升了经营质量，在收入小幅下降的情况下依然保持了毛利率的正向同比增长，2023年毛利率较2022年增长了0.15个百分点。随着公司整合改革的持续推进，我们认为医药商业板块收入有望在2024年恢复增长，毛利率水平将继续保持增长态势，预计2024-2026年，医药商业板块收入增速分别为1.00%、3.00%、3.00%，毛利率为9.70%、9.80%、9.90%，对应的收入分别为78.03、80.37、82.78亿元。

中药材资源：2023年公司中药材资源板块收入10.17亿元，同比增长118.60%。考虑到公司中药材种植成效喜人，成本质量优势突出，且公司正不断推进中药材资源产业化，提速双基地建设，加速推进中药饮片上量和虫草产业化步伐，我们认为公司的中药材资源板块在未来3年将继续保持快速增长，预计2024-2026年中药材资源板块收入增速分别为100.00%、30.00%、20.00%，毛利率为8.20%、8.50%、8.80%，对应的收入分别为20.33、26.43、31.72亿元。

服务业：2021-2023年公司服务业收入分别为0.47/0.45/0.52亿元，对应的增速分别为-7.24%/-3.22%/+15.84%。我们认为2024-2026年公司服务业将继续保持增长态势，预计2024-2026年服务业板块收入增速分别为16.00%、16.50%、17.00%，毛利率为20.00%、21.00%、21.50%，对应的收入分别为0.61、0.71、0.83亿元。

表9：太极集团业务拆分（亿元，百分比除外）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	121.49	140.51	156.23	178.21	195.81	212.98
yoy	8.40%	15.65%	11.19%	14.07%	9.87%	8.77%
毛利	51.62	63.83	75.93	84.61	91.89	99.42
毛利率	42.49%	45.43%	48.60%	47.48%	46.93%	46.68%
医药工业	76.91	87.85	103.88	112.94	122.95	132.31
yoy	30.28%	14.22%	18.24%	8.72%	8.87%	7.61%
毛利率	57.97%	63.60%	64.74%	64.61%	64.45%	64.31%
医药商业	72.96	80.06	77.26	78.03	80.37	82.78
yoy	41.70%	9.73%	-3.50%	1.00%	3.00%	3.00%
毛利率	8.53%	9.48%	9.60%	9.70%	9.80%	9.90%
中药材资源		4.65	10.17	20.33	26.43	31.72
yoy			118.71%	100.00%	30.00%	20.00%

	毛利率	100.00%	7.90%	8.20%	8.50%	8.80%	
服务业	0.47	0.45	0.52	0.61	0.71	0.83	
	yoy	-7.24%	-3.22%	15.84%	16.00%	16.50%	17.00%
	毛利率	29.39%	24.31%	16.18%	20.00%	21.00%	21.50%
分部间抵消	-29.58	-28.55	-36.84	-35.00	-36.00	-36.00	
	yoy		3.48%	-29.04%	5.01%	-2.86%	0.00%
其他	0.73	-3.95	1.25	1.31	1.35	1.35	
	yoy	-29.75%	-639.10%	131.49%	5.00%	3.00%	0.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收分别为178.21/195.81/212.98亿元，同比+14.07%/+9.87%/+8.77%，毛利率47.48%/46.93%/46.68%，毛利84.61/91.89/99.42亿元，同比+11.44%/+8.60%/+8.20%。

未来3年业绩预测

表10：未来3年盈利预测表（亿元，百分比除外）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	156.23	178.21	195.81	212.98
营业成本	80.30	93.60	103.92	113.56
销售费用	52.26	57.03	60.70	64.53
管理费用	7.40	7.84	8.22	8.52
研发费用	2.34	2.67	2.93	3.19
财务费用	1.47	1.43	1.37	1.28
营业利润	10.23	12.53	15.44	18.60
利润总额	10.27	12.64	15.53	18.68
归属于母公司净利润	8.22	10.73	13.01	15.61
摊薄EPS	1.48	1.93	2.34	2.80
ROE	22.70%	23.32%	23.22%	22.58%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

随着公司精细化管理的深化，预计公司销售费用率、管理费用率、财务费用率呈现下滑趋势，研发费用率保持稳定。按上述假设条件，我们得到公司2024-2026年营业收入分别为178.21/195.81/212.98亿元，归母净利润10.73/13.01/15.61亿元，利润年增速分别为+30.51%/+21.24%/+20.03%。每股收益分别为1.93/2.34/2.80元。

盈利预测的敏感性分析

以上盈利预测以我们对行业和分析判断为假设基础，如果行业发展和公司业务情况发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立，进而导致当前盈利预测结果不准确。定量来看，考虑如下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动5%。

表11：盈利预测敏感性分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	14,051	15,623	17,931	19,790	21,613
(+/-%)	15.6%	11.2%	14.8%	10.4%	9.2%
净利润(百万元)	350	822	1787	2092	2428
(+/-%)	-166.8%	135.1%	117.3%	17.1%	16.1%
摊薄EPS	0.63	1.48	3.21	3.76	4.36
中性预测					

营业收入(百万元)	14,051	15,623	17,821	19,581	21,298
(+/-%)	15.6%	11.2%	14.1%	9.9%	8.8%
净利润(百万元)	350	822	1073	1301	1561
(+/-%)	-166.8%	135.1%	30.5%	21.2%	20.0%
摊薄 EPS (元)	0.63	1.48	1.93	2.34	2.80
悲观预测					
营业收入(百万元)	14,051	15,623	17,711	19,372	20,987
(+/-%)	15.6%	11.2%	13.4%	9.4%	8.3%
净利润(百万元)	350	822	381	541	734
(+/-%)	-166.8%	135.1%	-53.7%	42.0%	35.8%
摊薄 EPS	0.63	1.48	0.68	0.97	1.32

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

估值分析

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：38.90—49.42 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	8.40%	15.65%	11.19%	14.07%	9.87%	8.77%	6.77%	4.77%
营业成本/营业收入	57.51%	54.57%	51.40%	52.52%	53.07%	53.32%	53.22%	53.22%
管理费用/营业收入	6.29%	4.97%	4.46%	4.40%	4.20%	4.00%	3.90%	3.80%
研发费用/营业收入	0.84%	0.75%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.40%	1.30%
销售费用/销售收入	34.70%	33.04%	33.45%	32.00%	31.00%	30.30%	30.20%	30.10%
营业税及附加/营业收入	1.13%	1.13%	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%
所得税税率	-16.83%	23.36%	16.86%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	-34.17%	43.94%	16.34%	30.14%	30.14%	25.54%	28.61%	28.10%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	16.00%
无风险利率	2.90%	Ka	10.10%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价（元）	40.76	Ke	11.16%
发行在外股数（百万）	557	E/(D+E)	85.05%
股票市值(E, 百万元)	22699	D/(D+E)	14.95%
债务总额(D, 百万元)	3991	WACC	10.16%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 38.90—49.42 元，对应市值区间为 216.61—275.20 亿元。

表14：太极集团 FCFF 估值表（百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1,491.8	1,766.2	2,060.0	2,290.5	2,471.4
所得税税率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
EBIT*(1-所得税税率)	1,253.1	1,483.6	1,730.4	1,924.1	2,075.9
折旧与摊销	494.1	555.3	600.1	645.5	690.4
营运资金的净变动	201.0	157.7	(160.7)	91.1	33.7
资本性投资	(621.9)	(662.6)	(706.7)	(663.7)	(677.7)
FCFF	1,326.4	1,534.1	1,463.2	1,997.0	2,122.5
PV(FCFF)	1,204.0	1,264.1	1,094.5	1,356.1	1,308.3
核心企业价值	27,322.2				
减：净债务	3,078.4				
股票价值	24,243.7				
每股价值	43.53				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	60.82	54.99	50.05	45.81	42.13
	3.0%	57.15	52.00	47.57	43.74	40.39
	2.5%	54.03	49.42	45.42	41.93	38.85
	2.0%	51.34	47.18	43.53	40.32	37.48
	1.5%	49.01	45.21	41.86	38.90	36.25
	1.0%	46.96	43.47	40.38	37.62	35.14
	0.5%	45.14	41.92	39.04	36.46	34.13
		43.53				

资料来源: 国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2024-5-16

相对估值: 44.19—46.20 元

公司是全产业链布局的大型医药企业集团，业务涵盖医药研发、药品生产、医药商业、中药材资源等多个领域，我们选择与公司业务相近的华润三九、马应龙和羚锐制药作为可比公司。其中：华润三九主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，核心业务定位于 OTC 和中药处方药；马应龙主要从事药品制造、医药零售及批发以及医院诊疗等服务，核心业务定位于肛肠及下消化道领域；羚锐制药是骨科贴膏剂龙头企业，产品涵盖骨科、心脑血管、麻醉科等多个领域。

以 2024 年 5 月 16 日的股价为基础，三家可比公司 2024 年平均 PE 为 20.9x，考虑到公司较高的利润端增速，我们给予太极集团高于可比公司平均的市盈率水平，给予公司 2024 年 22.9—24.0 倍 PE，合理市值为 246.09—257.27 亿元，对应目标价 44.19—46.20 元。

表16: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	2024/5/16 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
000999.SZ	华润三九	63.55	628	2.89	3.35	3.99	4.62	22.0	19.0	15.9	13.8	15.04	1.1	买入
600993.SH	马应龙	29.64	128	1.03	1.29	1.52	1.81	28.8	22.9	19.5	16.4	11.86	1.1	无
600285.SH	羚锐制药	25.06	142	1.00	1.21	1.43	1.68	25.0	20.6	17.5	14.9	20.35	1.1	无
	平均							25.3	20.9	17.6	15.0		1.0	
600129.SH	太极集团	40.76	227	1.48	1.93	2.34	2.80	27.6	21.2	17.4	14.5	22.70	0.9	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 马应龙、羚锐制药为 Wind 一致预期。

投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。公司是目前国内医药产业链最为完整的大型企业集团之一，随着公司改革的持续推进及数字化转型的全面启动，业务有望持续优化，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.73/13.01/15.61 亿元，同比增长 30.51%/21.24%/20.03%。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理市值区间为 231.35—266.24 亿元，合理股价为 41.54—47.81 元，较当前股价有 2%—17% 的溢价空间。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 231.35—266.24 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的医药行业企业，如华润三九、马应龙、羚锐制药等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司的快速增长态势，最终给予公司 2024 年 22.9—24.0 倍 PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 14.07%/9.87%/8.77%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 47.48%/46.93%/46.68%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 2020 年-2023 年公司非经常性损益分别为 6.21、1.74、-0.17、0.48 亿元，波动较大。公司近年积极处置非核心资产，由于资产处置方案的不可控性，由此造成公司非经常性损益不可预测。

经营风险

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，还意味着大量资金投入。如果公司出现产品质量问题且投入大量资金后仍无法及时改善，则公司的未来发展和盈利能力将受到较大冲击。

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。

市场风险

市场竞争加剧风险：随着市场竞争日益加剧，市场主要竞争者不断扩张以及新进者的进入，加剧了公司的竞争压力，可能会对公司产生一定影响。

药品价格风险：药品能否入选各地基药目录、医保目录及入选后的价格高低，招标价格高低和能否中标，医疗、零售终端渠道的价格联动，均会对公司收入和利润产生重要影响。

政策风险

医药行业是受到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，影响医药行业的各个领域。

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，可能对公司所处的医药行业带来较大的冲击，同时对公司自身的经营发展产生冲击。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2357	1935	2761	3864	4886	营业收入	14051	15623	17821	19581	21298
应收款项	2194	2184	2755	2940	3156	营业成本	7668	8030	9360	10392	11356
存货净额	2171	2691	2918	3194	3595	营业税金及附加	159	189	216	237	258
其他流动资产	1181	629	995	1176	1109	销售费用	4642	5226	5703	6070	6453
流动资产合计	8158	7605	9594	11341	12911	管理费用	740	740	784	822	852
固定资产	4607	4667	4691	4692	4703	研发费用	106	234	267	293	319
无形资产及其他	1078	1282	1231	1180	1128	财务费用	179	147	143	137	128
投资性房地产	832	836	836	836	836	投资收益	10	(9)	(10)	(3)	(7)
长期股权投资	33	22	17	17	22	资产减值及公允价值变动	(192)	(142)	(140)	(158)	(147)
资产总计	14707	14412	16369	18066	19601	其他收入	(50)	(117)	(213)	(217)	(237)
短期借款及交易性金融负债	3928	3781	3879	3863	3841	营业利润	430	1023	1253	1544	1860
应付款项	2053	2130	2728	2833	3125	营业外净收支	13	4	11	9	8
其他流动负债	4457	3637	4305	5005	5094	利润总额	443	1027	1264	1553	1868
流动负债合计	10438	9548	10913	11700	12060	所得税费用	103	173	202	248	299
长期借款及应付债券	504	342	112	112	112	少数股东损益	(10)	31	(11)	3	8
其他长期负债	839	776	860	857	863	归属于母公司净利润	350	822	1073	1301	1561
长期负债合计	1342	1118	971	969	975	现金流量表（百万元）					
负债合计	11780	10666	11884	12669	13035	净利润	350	822	1073	1301	1561
少数股东权益	(137)	124	114	116	123	资产减值准备	(303)	36	15	(0)	(0)
股东权益	3064	3622	4372	5281	6443	折旧摊销	318	338	494	555	600
负债和股东权益总计	14707	14412	16369	18066	19601	公允价值变动损失	192	142	140	158	147
关键财务与估值指标						财务费用	179	147	143	137	128
每股收益	0.63	1.48	1.93	2.34	2.80	营运资本变动	634	(731)	201	158	(161)
每股红利	0.28	0.24	0.58	0.70	0.72	其它	297	(10)	(25)	3	7
每股净资产	5.50	6.50	7.85	9.48	11.57	经营活动现金流	1488	597	1898	2175	2154
ROIC	7%	12%	15%	19%	21%	资本开支	0	(250)	(622)	(663)	(707)
ROE	11%	23%	25%	25%	24%	其它投资现金流	154	89	0	0	0
毛利率	45%	49%	47%	47%	47%	投资活动现金流	171	(150)	(617)	(663)	(712)
EBIT Margin	5%	8%	8%	9%	10%	权益性融资	(0)	1	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(199)	(162)	(230)	0	0
收入增长	16%	11%	14%	10%	9%	支付股利、利息	(154)	(134)	(323)	(392)	(399)
净利润增长率	-167%	135%	31%	21%	20%	其它融资现金流	(50)	(278)	98	(16)	(22)
资产负债率	79%	75%	73%	71%	67%	融资活动现金流	(756)	(869)	(455)	(408)	(421)
息率	0.7%	0.6%	1.4%	1.7%	1.8%	现金净变动	902	(422)	826	1104	1022
P/E	64.9	27.6	21.2	17.4	14.5	货币资金的期初余额	1454	2357	1935	2761	3864
P/B	7.4	6.3	5.2	4.3	3.5	货币资金的期末余额	2357	1935	2761	3864	4886
EV/EBITDA	32.7	21.6	17.4	15.2	13.4	企业自由现金流	0	358	1326	1534	1463
						权益自由现金流	0	(81)	1089	1436	1383

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032