

# 太极集团（600129.SH）

## 国药改革的先锋与标杆，打造现代中药领军企业

### 买入（首次评级）

当前价格：37.78元

### 投资要点：

#### ➤ 老牌国企历久弥新，国药入主激发新机

太极集团作为国内老牌中药国企，资产底蕴丰富，布局有医药工业、医药商业、药材种植、医药研发完整的医药产业链，拥有中西药批件1240个，其中更有藿香正气、急支糖浆等家喻户晓的大单品。2020年国药集团正式入主，并在2021年12月发布十四五战略规划，明确成为世界一流中药企业的战略目标，在以总经理俞总为首的新一届领导层的带领下再度焕发新机，2022年扭亏为盈，2023年归母净利润同比增长132%，多项财务指标得到明确改善，改革成效显著。

#### ➤ 以藿香正气口服液和急支糖浆为代表的核心单品强势放量。

国药入主后明确聚焦核心单品战略，创新建立品牌营销表格，落实销售改革，使公司核心单品实现突破性增长。藿香正气口服液作为公司核心单品，2022-2023年分别实现70%/45%的强势增长，已成为超20亿级别大单品，目前仍在不断深化经营战略，拓宽应用场景，未来有望持续创下新高。急支糖浆作为品牌止咳中药，知名度较高，经过公司重新规划布局，2022-2023年分别实现同比增长90%/67%，销售额近9亿，2024年有望突破10亿。

#### ➤ 二线品种逐步发力，积极布局人工虫草，中长期成长潜力充足。

公司在短期改善发力后，中长期仍然具备较大成长潜力。1) 二线品种储备丰富，部分品种已经开始发力。公司在手批件上千，二线品种已有部分初步发力，通天口服液、鼻窦炎口服液经过初步经营，23年销售额已分别达3.2亿和2.6亿，未来仍具备较大空间成长空间。2) 中药材资源布局，人工虫草有望成为大品种。公司中药材板块快速扩容，2023年实现营收超10亿，同比实现翻倍以上增长，人工虫草新品种持续推进落地，未来有望成为公司新一代大品种。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为181.88/205.73/231.18亿元，增速为16%/13%/12%。2024/2025/2026年公司净利润分别为11.05/14.09/17.65亿元，增速为34%/27%/25%。太极集团自国药入主改革成效显著，藿香+急支中药大单品与二线品种持续放量，中长期成长潜力充足，给予24年30倍PE，市值为332亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

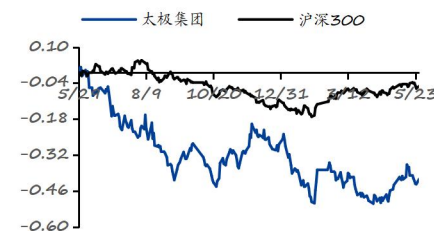
#### ➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，行业竞争加剧风险，行业政策风险。

### 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)	21,039.33
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	74.04
一年内最高/最低价(元)	68.44/29.75

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)  
 SLH30021@hfzq.com.cn  
 分析师：张俊(S0210524040002)  
 zj30486@hfzq.com.cn  
 联系人：万喆瑞(S0210123050066)  
 wzr30132@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,051	15,623	18,188	20,573	23,118
增长率	16%	11%	16%	13%	12%
净利润(百万元)	350	822	1,105	1,409	1,765
增长率	167%	135%	34%	27%	25%
EPS(元/股)	0.63	1.48	1.98	2.53	3.17
市盈率(P/E)	60.2	25.6	19.0	14.9	11.9
市净率(P/B)	6.9	5.8	4.5	3.5	2.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 太极集团：老牌国企历久弥新，国药入主激发新机.....	3
1.1 国药泽华夏，太极济苍生 .....	3
1.2 国企改革成效显著 .....	5
1.3 数字太极科技创新转型 .....	8
2 明确“一主两辅”战略，聚焦现代中药制造 .....	10
2.1 品牌战略持续发力，推动现代中药发展 .....	10
2.2 持续深度挖掘二线品种，增厚中药增长曲线。 .....	12
2.3 以精麻药为主的特色化药 .....	13
3 商业：立足川渝、辐射全国 .....	15
4 中药材资源板块：板块快速扩容，持续推进虫草产业化 .....	16
5 盈利预测与投资建议 .....	17
5.1 盈利预测 .....	17
5.2 投资建议 .....	18
6 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 太极集团股权结构图 .....	3
图表 2: 太极集团股价复盘 .....	4
图表 3: 公司主要中药产品 .....	4
图表 4: 23 年公司在研管线 .....	5
图表 5: 营收端波动上涨（亿元） .....	6
图表 6: 医药工业主体地位（亿元） .....	6
图表 7: 收入地区分布更加均衡 .....	7
图表 8: 利润端 2021 年触底反弹（亿元） .....	7
图表 9: 销售毛利率波动上涨（%） .....	7
图表 10: 销售费用率稳定在 30% 以上 .....	8
图表 11: “一个数字化太极”蓝图 .....	9
图表 12: 太极藿香正气口服液 .....	10
图表 13: 公司藿香正气口服液销售额（亿元） .....	10
图表 14: 太极藿香小可乐 .....	11
图表 15: 太极藿香小雪糕 .....	11
图表 16: 太极急支糖浆 .....	12
图表 17: 公司急支糖浆销售额（亿元） .....	12
图表 18: 太极藿香正气”藿小香“ .....	12
图表 19: 太极急支糖浆“急支豹“ .....	12
图表 20: 通天口服液销售额（亿元） .....	13
图表 21: 鼻窦炎口服液销售额（亿元） .....	13
图表 22: 公司主要化药产品 .....	13
图表 23: 公司医药商业收入（亿元） .....	15
图表 24: 公司中药资源板块 .....	16
图表 25: 公司业绩拆分预测表 .....	17
图表 26: 可比公司估值表 .....	18
图表 27: 财务预测摘要 .....	20



# 1 太极集团：老牌国企历久弥新，国药入主激发新机

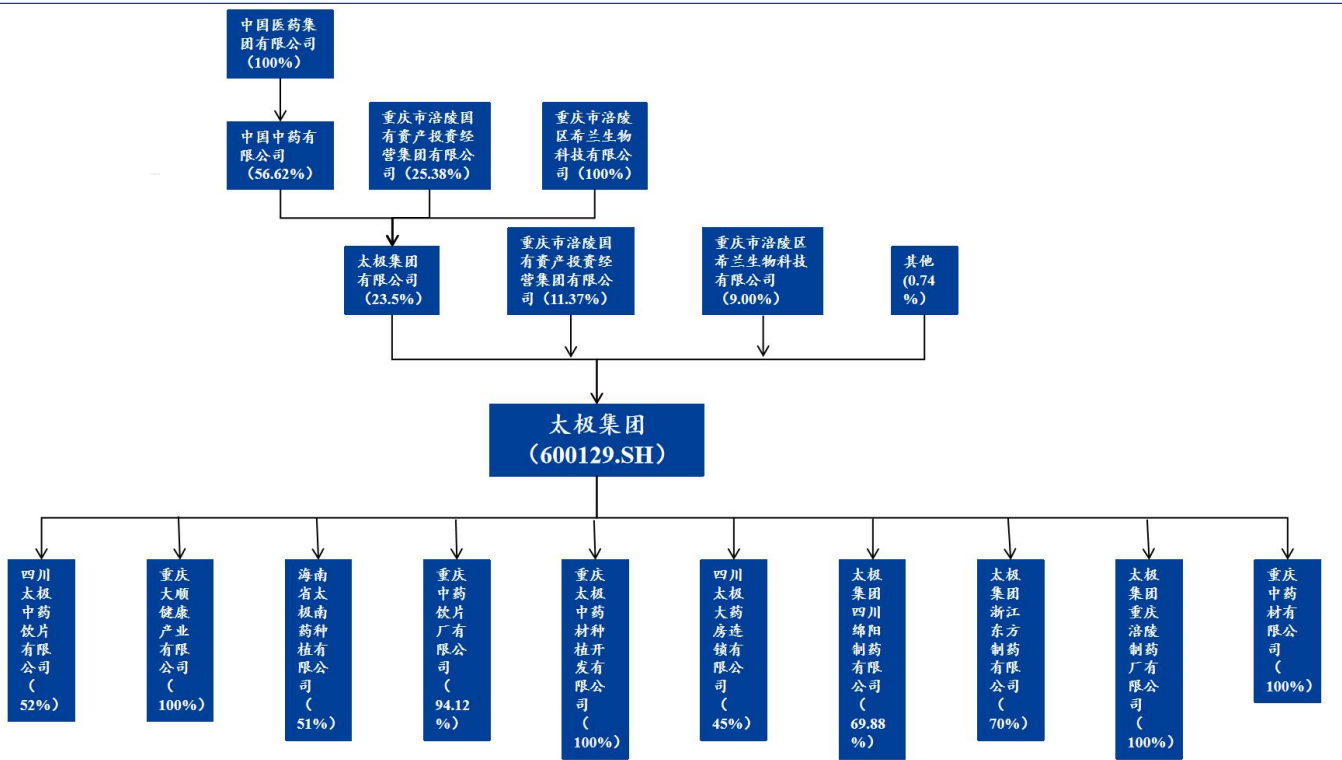
## 1.1 国药泽华夏，太极济苍生

国药入主，老牌中药公司焕发新机。太极集团有限公司成立于1972年，是一家以现代中药智能制造为核心业务，同时辅以麻精特色化药的企业。太极集团在其战略重组后跻身于中国医药集团的控股子公司行列，并以十四五规划为蓝图开启了一系列改革措施。

太极集团拥有13家制药厂和20多家医药商业公司，是国药集团现代中药板块的关键组成部分，业务领域包括医药研发、药品生产、医药商业和中药材资源等。此外，太极集团在全国拥有超过3000家的连锁药房，主要分布在川渝地区，进一步扩大了其在医药零售市场的影响力。

截止2024年一季报，太极集团母公司持股太极集团（上市主体）股权27.62%，母公司股权结构为涪陵区国资委持股15.92%、涪陵国投持股17.42%、中国中药持股66.67%。国资委为太极集团实际控制人。

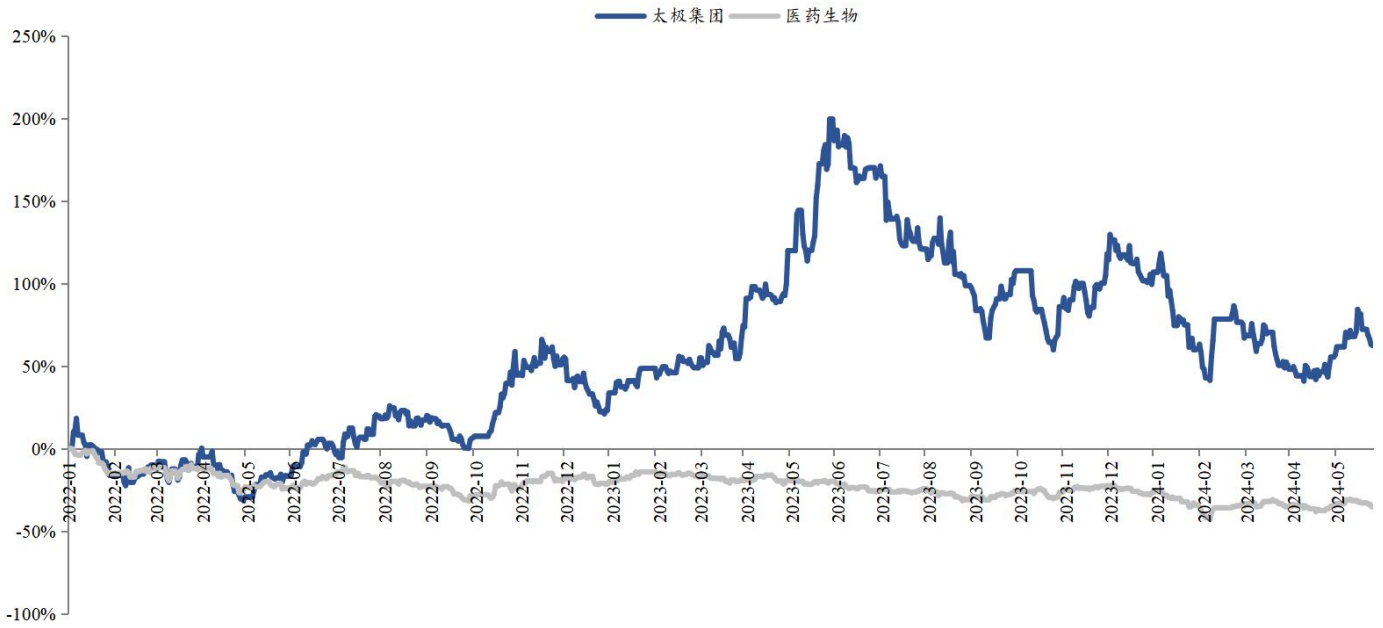
图表 1: 太极集团股权结构图



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

太极集团自十四五规划落地并开始兑现之后，公司2022-2023H1股价持续强势，2023H2后随着公司进入和产品发货淡季及医药反腐大环境的影响，出现一定程度的回调，当前位置已经过充分调整。

图表 2: 太极集团股价复盘



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司核心品种以中药为核心，覆盖六大治疗领域。包括以藿香正气口服液、太罗等为代表的消化系统及代谢用药，以急支糖浆为代表的呼吸系统用药，以丹参口服液为代表的心血管用药，以益保世灵为代表的抗感染药物，以通天口服液、美菲康为代表的神经系统用药，以紫杉醇、补肾益寿胶囊等为代表的抗肿瘤及免疫调节药物等，以及大健康养生产品。

图表 3: 公司主要中药产品

药品名称	治疗领域	适应症或功能主治	处方药	国家基药目录	国家医保
藿香正气口服液	解表祛暑剂	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	是	是
急支糖浆	化痰止咳平喘剂	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	是	是
通天口服液	疏散外风剂	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）恢复期瘀血阻络挟风证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不利、肢体麻木等。	是	是	是
小金片	温经理气活血散结剂	散结消肿，化瘀止痛。用于阴疽初起，皮色不便，肿硬作痛，多发性脓肿，癰瘤，疔，乳岩，乳癖	是	是	是
鼻窦炎口服液	鼻病类用药	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	是	是
复方板蓝根颗粒	清热解毒剂	清热解毒，凉血。用于温病发热，出斑，风热感冒，咽喉肿烂，流行性乙型脑炎，肝炎，腮腺炎。	是	否	是





六味地黄丸	滋补肾阴剂	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	是	是
沉香化气片	疏肝和胃剂	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
五子衍宗丸(浓缩丸)	温阳剂	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
五子衍宗丸	温阳剂	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

数据来源：2023 年年报，华福证券研究所

**品牌优势显著。**公司拥有驰名商标 2 项，分别为“太极”和“桐君阁”，其中“太极”(TAIJI)为中国首批驰名商标，拥有“桐君阁”和“剑门”中华老字号 2 个，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。

**研发取得持续进展。**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，新增立项 20 余项；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；公司申请专利数 45 项，获得专利授权数 27 项，有效专利数 298 项。

图表 4：23 年公司在研管线

研发项目	药品名称	注册分类	适应症	是否处方药	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。	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

数据来源：2023 年年报，华福证券研究所

## 1.2 国企改革成效显著

十四五规划描绘宏伟蓝图，明确“一主两辅”战略发展方向。2022 年 1 月 1 日，

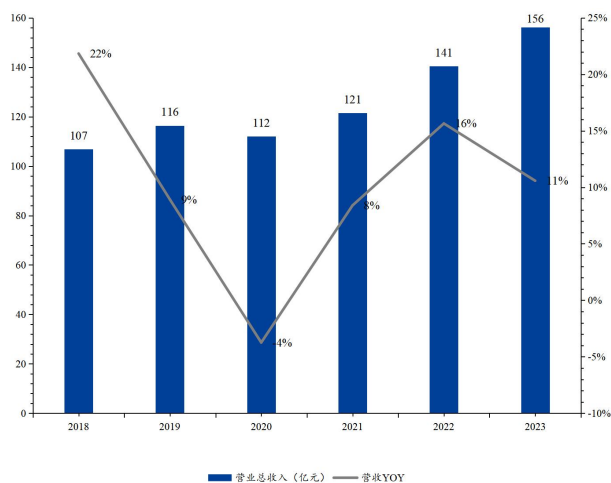


公司发布“十四五”战略规划（2021年-2025年），提出以现代中药智造为主，麻精特色化药与区域商业领军企业为辅的公司发展战略方向，其核心主线为充分发挥“太极（TAIJI）”驰名商标、百年“桐君阁”老字号的品牌影响力，充分挖掘传统中药、品牌产品、经典名方的市场价值，打造具有科技创新、智能制造等多优势的现代中药。核心包括以下方向：

- **目标明确**：公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到**500亿元**，**净利润率不低于医药行业平均水平**，并努力成为世界一流的中药企业；
- **领域聚焦**：聚焦“6+1”重点领域：消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节药物+大健康养生产品；
- **加大研发投入**：将研发投入强度纳入对子公司绩效考核，“十四五”末全公司投入强度超过5%（工业销售占比）；
- **布局中药材**：科学布局符合GACP规范及全程追溯要求的“双基地”（药材种植及加工基地），从中药资源源头掌握主动权。充分发挥资源及行情研判优势，实施大品种经营，积极推动人工抚育虫草产业化。

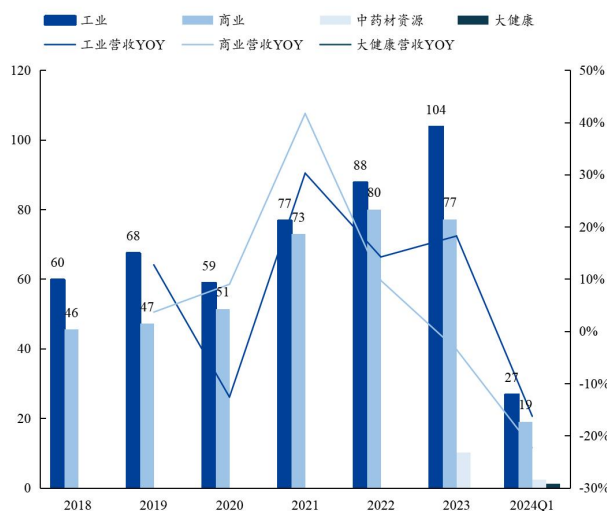
国改以来，业绩增长迅猛。2021年战略重组后，收入重回上升轨道。2021至2023年营收由121亿元提升至156亿元，期间复合增长率为13%。2023年营收为156亿元，较2022年同比增长11%。其中医药工业收入由2021年的77亿提升至2023年104亿元，期间复合增长率为16%。2023年医药工业收入为104亿元，较2022年同比增长18%。医药工业增速快于公司整体收入增速。

图表 5: 营收端波动上涨（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 6: 医药工业主体地位（亿元）



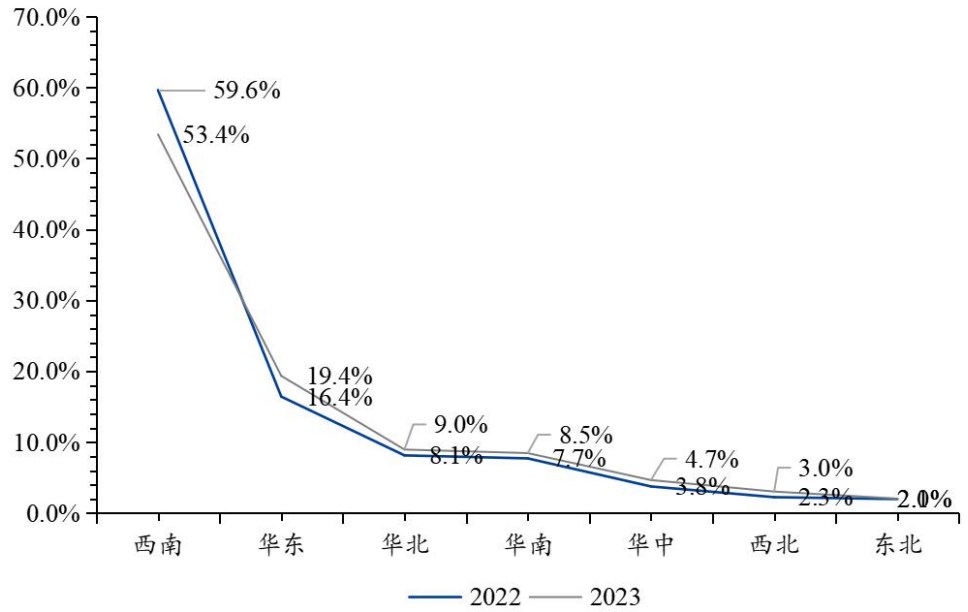
数据来源：iFinD，华福证券研究所

收入地区分布更加均衡，立足西南走向全国。2022年至2023年公司西南地区收



入占比由 2022 年 59.6%下降至 2022 年 53.4%，其他地区份额占比皆有所上升。其中华东地区占比由 2022 年的 16.4%提高至 19.4%。

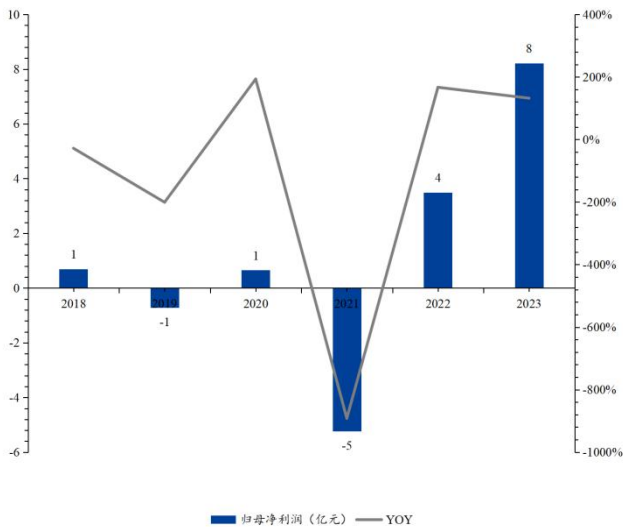
图表 7: 收入地区分布更加均衡



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

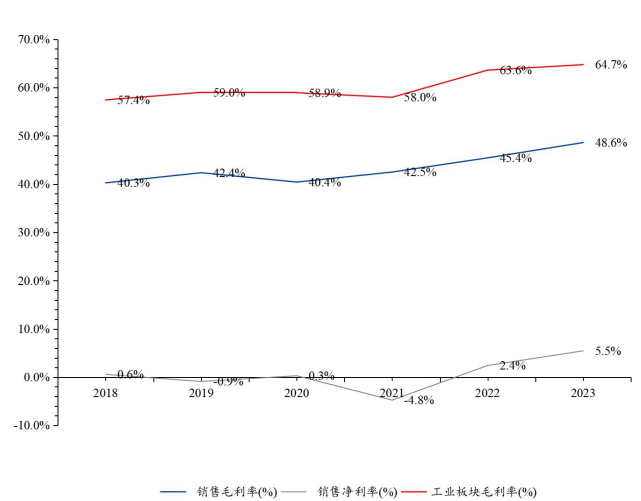
公司归母净利润 2021 年至 2023 年由亏损 5 亿元提升至盈利 8 亿元, 2023 年归母净利润同比增长 132%。公司盈利能力持续增强, 国企改革后毛利率和净利率水平加速提高。公司销售净利率由 2021 年 -4.8%提升至 2023 年 5.9%, 销售毛利率由 2021 年 42.5%提升至 2023 年 48.6%。

图表 8: 利润端 2021 年触底反弹 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 9: 销售毛利率波动上涨 (%)



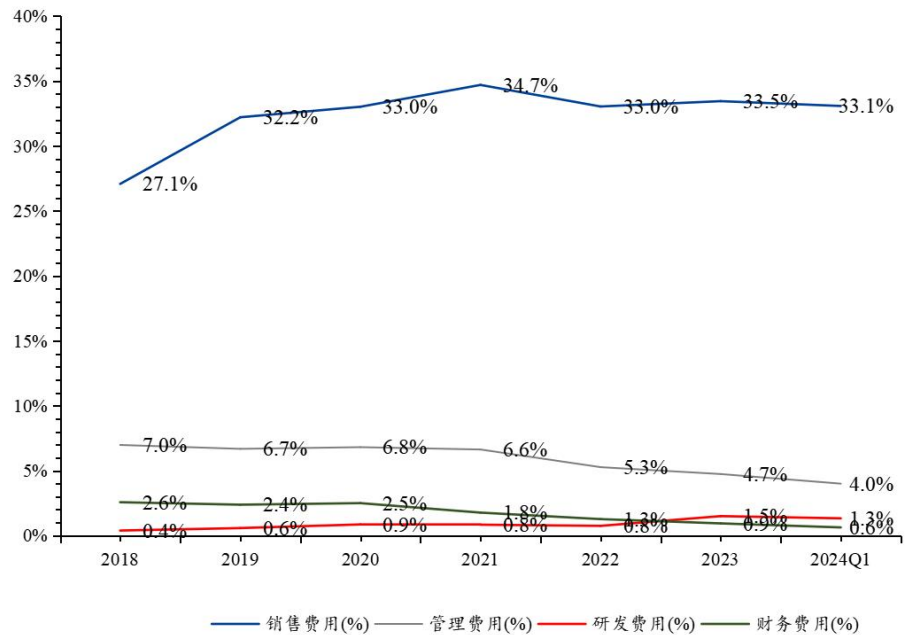
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

费用控制卓有成效, 销售费用率稳定在 30%以上, 其余三费下降趋势。2023 年公司销售费用率 33.5%, 同比上涨 0.5pct。伴随公司工业板块收入占比提升, 工业端



销售费用率预计有所控制。2023 年管理费用率为 4.7%，同比下降 0.6pct。研发费用率小幅提高，财务费用率保持稳定，分别为 1.5%和 0.9%。

图表 10: 销售费用率稳定在 30%以上



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

### 1.3 数字太极科技创新转型

2022 年，太极集团确立了“战略引领、数据驱动，三年打造一个数字化太极”的总目标，制定了数字化转型战略，如今公司各大业务板块转型成效显著。

工业板块，太极数字化转型战略以“互联让创新更开放，融合让产业更智慧”为中心，充分发挥下属核心企业 5 个数字化车间、3 个智能工厂加工制造作用，通过实时跟踪销售变化、库存周转、设备利用等一系列指标，构建数据驱动的产能规划体系，敏捷反应、柔性调节，做到“一张表、一把尺、一个目标”。

商业板块，太极推进商业流通数字化演进。重庆商业平台公司太极“e”药全域数字平台已吸纳近万家终端客户入驻，为更多工业产品提供一体化运营服务。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，提供全产业链数据支撑及解决方案。

太极打造“多品种、全渠道、数字化整合营销平台”，2023 年已完成营销数字化一期项目建设，实现了终端数字化、线上数字化、数据驱动的产品设计的阶段目标。





图表 11: “一个数字化太极” 蓝图



图1 “一个数字化太极” 蓝图

数据来源: 太极集团官网, 华福证券研究所

2024 年, 是公司数字化转型攻坚之年, 公司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, 建设现代化医药工业集群, 发展中药材资源产业化, 开拓第二增长曲线, 构建太极商业文明, 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。

4 月 12 日, 全球首个中药全产业链的大模型——“本草智库·中药大模型”正式发布。这是国药太极在科技创新领域发力的又一重大成果, 由成都中医药大学、北京百度网讯科技、国药太极等单位联合开发, 收录了 1500 万条中药材基原物种的基因信息、3000 余万条中药成分与靶点的互作信息、400 余万个化合物等中药研究底层核心数据。本草智库的发布, 标志着中药产业在科技创新方面迈出了重要一步。

## 2 明确“一主两辅”战略，聚焦现代中药制造

### 2.1 品牌战略持续发力，推动现代中药发展

藿香正气口服液为公司超 20 亿核心单品，为公司国基医保品种。藿香正气口服液功能主治解表化湿，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。在 2023 年度中国非处方药统计排名中，太极藿香正气口服液荣获“中成药·感冒暑湿类”第一名。

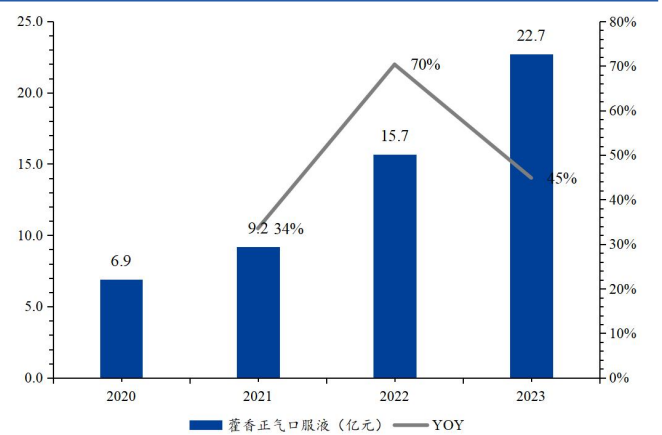
藿香正气口服液立足零售市场快速放量，由 2020 年 6.9 亿元增长至 2023 年公司藿香正气口服液实现销售收入 22.7 亿元，期间复合增长率为 49%。根据中康数据库，藿香正气的生产厂商众多，长期以来太极集团市占率高居第一位，2021 年高达 58%。零售渠道合剂占比高达 92%，具有绝对优势。

图表 12: 太极藿香正气口服液



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 13: 公司藿香正气口服液销售额（亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从“防暑解暑药”到“祛暑祛湿药”，藿香正气口服液年轻化，扩大藿香使用场景。

1. 藿香正气口服液积极拓展防暑功能外，注重发力祛湿赛道。2022 年 7 月太极藿香正气液品牌新战略发布，太极藿香正气液将重新定义藿香品类，从防暑解暑药升级为祛暑祛湿药，为品牌发展注入新势能，实现战略“破圈”。23 年延伸祛湿应用场景，以“祛湿真功夫，肠胃要保护”为宣传点，持续深挖市场价值与潜力。

2. 年轻化品牌宣传，打造藿香系列衍生产品。2023 年太极藿香小雪糕推出即爆品，深受年轻人的追捧。2024 年，太极藿香小可乐成为太极品牌年轻化的又一新尝试，设计更新潮、形态更可爱、口味更上头，再次点爆年轻人的社交圈。

3. 背靠国药集团渠道优势，开拓销售新阵地。大力进军广东、两湖、江苏、山东等地，打破藿香正气口服液目前近一半销售额来自川渝地区的格局，冲击营收复合年化增长率 30% 以上，到 2025 年销售规模提升至 30 亿元的目标。针对区域

发展的不平衡，打好川渝、华南、华东三个市场的三大战役。

图表 14: 太极藿香小可乐



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 15: 太极藿香小雪糕



数据来源: Foodaily, 华福证券研究所

过去十年间藿香正气口服液出厂价多次提价，下个提价周期值得期待。藿香正气口服液分别于 2014 年、2018 年和 2021 年提价，出厂价分别上调 20%、11%和 12%。公司已三年未提出厂价，未来有望受益于提价贡献。

急支糖浆为公司独家国基医保品种，有望成为公司下一个十亿级别大单品。急支糖浆被广泛用于治疗外感风热所致的咳嗽，以及急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作等，也作为缓解新冠肺炎咳嗽症状的用药被纳入新冠肺炎中医药防治推荐方案。2023 年急支糖浆/颗粒入选“2023 年度中国非处方药黄金大单品”，获“中成药 咳嗽化痰平喘类”第一名，

止咳祛痰平喘中成药市场规模持续扩大。根据米内网数据，2023 年中国公立医疗机构，急支糖浆销售额位列第五，同比增长近 100%；实体药店销售额为 11.55 亿元，同比增长 64.53%，仅次于京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏位列第二。

太极急支糖浆院内院外同时发力。急支糖浆依托基药身份持续开发等级与基层医院，提高院内占有率。零售端聚焦重点市场，深挖门店单产，实现线上线下销售融合发展。急支糖浆由 2021 年 2.8 亿增长至 2023 年销售为 8.8 亿，销售额同比实现 67%增长。

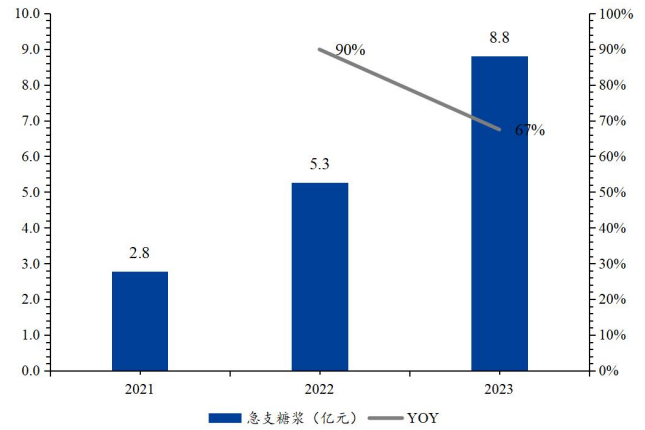


图表 16: 太极急支糖浆



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 17: 公司急支糖浆销售额 (亿元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**营销年轻化传承出新。**2022年, 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。2023年, 急支糖浆优化“止咳、化痰、消咽痛”的产品定位, “锋豹行动”火力全开, 提高用户触达及黏性。

图表 18: 太极藿香正气” 藿小香 “



数据来源: 太极集团微信公众号, 华福证券研究所

图表 19: 太极急支糖浆 “急支豹 “



数据来源: 太极集团微信公众号, 华福证券研究所

2.2 持续深度挖掘二线品种, 增厚中药增长曲线。

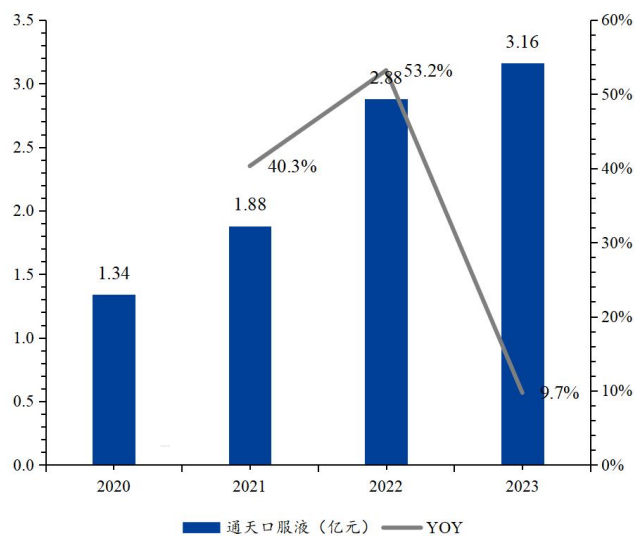
除了藿香正气口服液和急支糖浆两大核心品种, 公司亦有以通天口服液、鼻窦炎口服液、小金片为代表的多个潜力基药品种, 中长期增长潜力充足。

通天口服液为公司独家基药品种, 功能主治活血化瘀、祛风止痛。用于瘀血阻

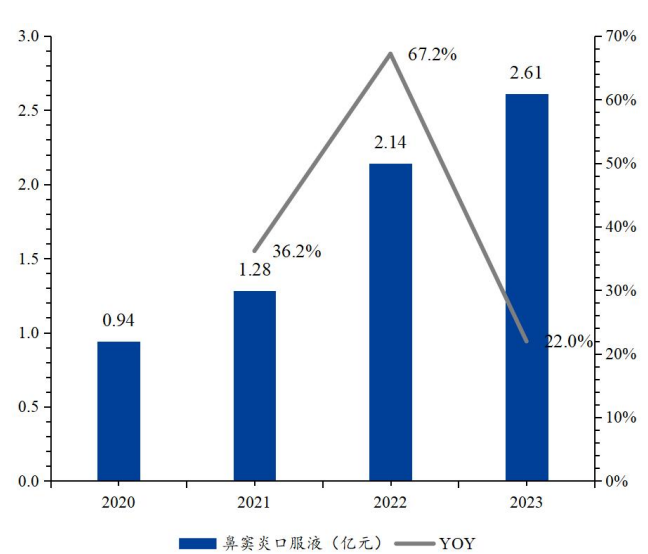


滞、风邪上扰所致的偏头痛，症见头部胀痛或刺痛，中成药痛有定处，反复发作，头晕目眩，或恶心呕吐，恶风；用于轻中度中风病（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络挟风证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不利、肢体麻木等。2024年通天口服液入选《脑梗死急性期中西医结合诊疗专家共识》。通天口服液在2021、2022两年高速增长后，2023年实现销售收入3.2亿元，同比增长10%。

鼻窦炎口服液为公司独家基药品种，功能主治疏散风热，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。2023年鼻窦炎口服液获“中成药·耳鼻科类”第一名。2023年鼻窦炎口服液实现销售收入2.6亿元，同比增长22%。

**图表 20: 通天口服液销售额 (亿元)**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 21: 鼻窦炎口服液销售额 (亿元)**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 2.3 以精麻药为主的特色化药

公司化药板块以麻精药为特色，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。代表性产品包括注射用头孢唑肟钠、盐酸吗啡缓释片、洛芬待因缓释片、氯化钠注射液、罗格列酮钠片、酒石酸美托洛尔缓释片、复方甘草片等。2023年化药实现销售收入37.84亿元，同比增长2.72%。

**图表 22: 公司主要化药产品**

药品名称	治疗领域	适应症或功能主治	处方药	国家基药目录	国家医保
注射用头孢唑肟钠	抗感染药	敏感菌所致感染	是	是	是
盐酸吗啡缓释片	镇痛药	强效镇痛药,主要适用于晚期癌症病人镇痛	是	是	是
洛芬待因缓释片	镇痛药	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	是	是	是
氯化钠注射液	电解质平衡调节类	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	是	是	是





		洗眼部、洗涤伤口等;还用于产科的水囊引产			
罗格列酮钠片	抗糖尿病药	II 型糖尿病	是	是	是
酒石酸美托洛尔缓释片	抗高血压药	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
复方甘草片	镇咳类	用于镇咳祛痰	是	是	是

数据来源: 2023 年年报, 华福证券研究所

注射用头孢唑肟钠原研为日本安斯泰来, 是一个具有独特化学结构和生理活性的第三代头孢菌素, 在中国唯一授权太极集团西南药业股份有限公司生产, 被临床评价为第三代头孢菌素优良品种。注射用头孢唑肟钠为首个国产产品以原研地产化身份列入 NMPA 仿制药参比制剂目录, 2022 年公司注射用头孢唑肟钠 (益保世灵) 实现销售收入 15.11 亿元, 同比增长 9%。

思为普和美菲康同属镇痛类产品, 根据世界卫生组织和国家药监局提出的癌痛治疗三阶梯方案的要求, 盐酸吗啡缓释片为三阶梯代表药物, 洛芬待因缓释片为二阶梯代表药物。2022 年洛芬待因缓释片 (思为普) 实现销售收入 5.13 亿元, 同比增长 15%。盐酸吗啡缓释片 (美菲康) 实现销售收入 2.30 亿元, 同比增长 8.6%。

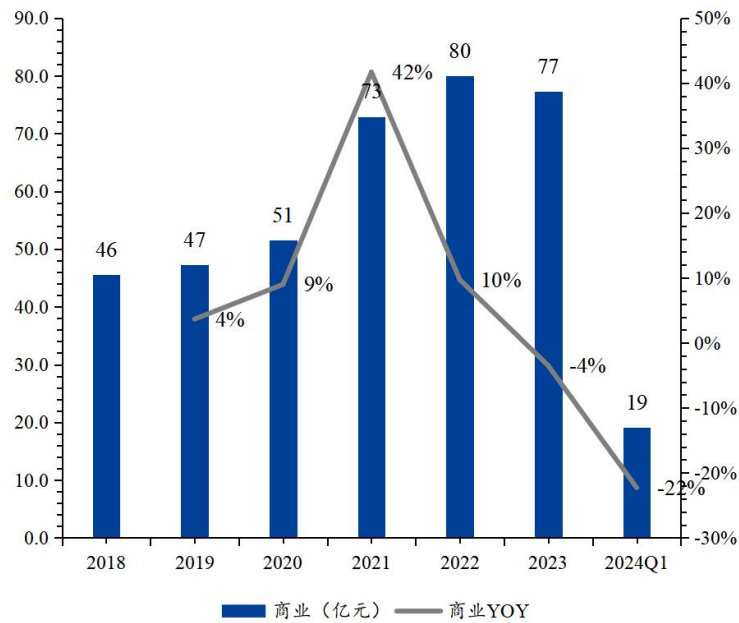


### 3 商业：立足川渝、辐射全国

公司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，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，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。

2023 年，公司医药商业板块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。23 年医药商业实现销收入 77.26 亿元，同比降低 3.31%，控费显著提升川渝两大经营平台经营质量。

图表 23：公司医药商业收入（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

#### 4 中药材资源板块：板块快速扩容，持续推进虫草产业化

23 年公司深耕中药材资源板块，23 年板块实现营业收入 10.17 亿元，同比增长 118.71%。

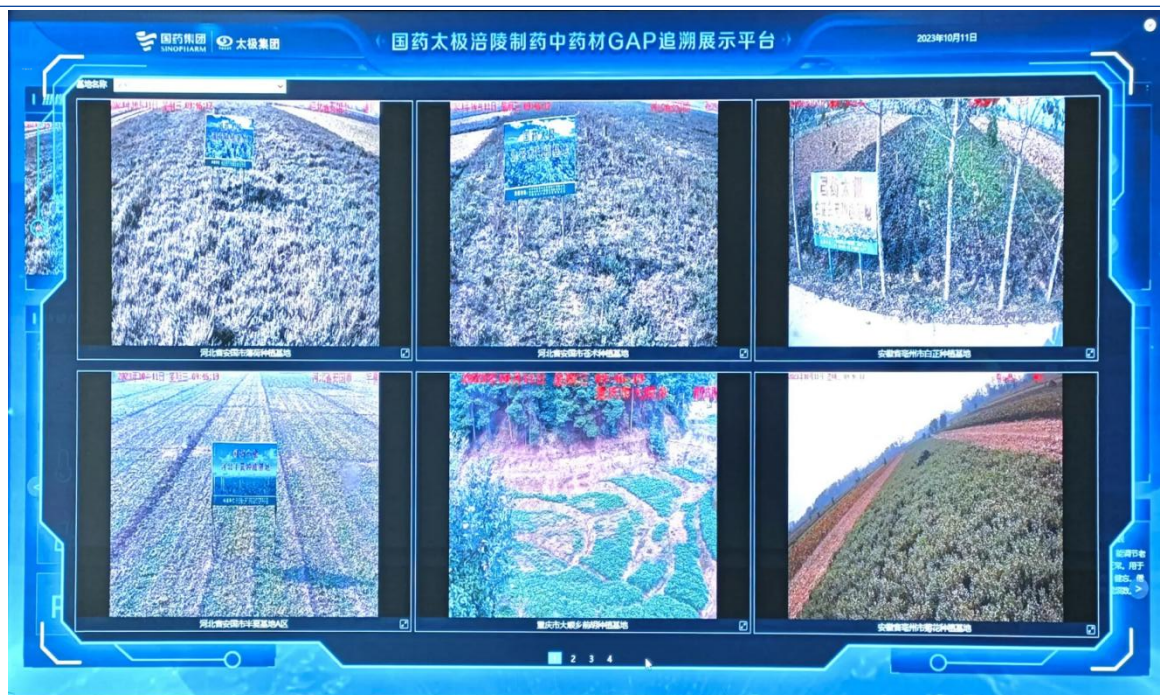
1. 形成独具太极特色的中药材、配方饮片经营，加速推进虫草产业化，以数据驱动全链贯通，做到协同突破。

2. 创新经营模式，开创政企合作新模式，打造集药材种植、加工、饮片生产与智慧煎配中心一体的综合经营平台，目前已建成四川眉山智慧煎配中心。持续扩大药材种植规模，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。全年新增自建或合作共建中药材加工中心 5 个，中药材大品种分级加工与战略储备初具规模。

3. 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。

4. 出口迎来新进展。太极虫草首次出口香港；逾 70 个药材品种首次出口英国。

图表 24：公司中药资源板块



数据来源：太极集团公众号，华福证券研究所



## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

变量 1:

医药工业：中药板块立足藿香正气口服液和急支糖浆大单品，品牌战略持续发力，推动现代中药发展。化药板块以麻精药为特色，小幅稳定增长。我们认为 2024/2025/2026 年公司医药工业仍高速增长，假设增速分别为 19.41%/18.64%/16.78%。产品盈利能力持续增强，假设毛利率分别为 64.75%/64.76%/64.77%。

医药商业：公司医药商业立足川渝、辐射全国重点城市。假设 2024/2025/2026 年医药商业板块收入增速分别为 1%/0.6%/0.4%。假设毛利率保持稳健，分别为 9.6%/9.6%/9.6%。

中药材资源：公司中药材板块快速扩容，持续推进虫草产业化。我们认为 2024/2025/2026 年公司中药材资源板块将快速扩容，假设增速分别为 100.00%/30.00%/25.00%。盈利能力持续增强，假设毛利率分别为 8.3%/8.4%/8.5%。

变量 2:

费用率：公司销售零售端规模扩大，未来销售费用率有望小幅增长，假设 2024/2025/2026 年销售费用为 33.50%/33.70%/33.80%；公司研发费用率小幅增长，假设未来三年研发费用率分别为 1.55%/1.70%/1.85%；假设管理费用率稳定，分别为 4.7%/4.7%/4.7%；财务费用率保持稳定，分别为 0.85%/0.79%/0.80%。

图表 25：公司业绩拆分预测表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）		14,050.66	15,622.65	18,188.30	20,573.17	23,117.72
yoy		15.26%	11.19%	16.42%	13.11%	12.37%
毛利率		45.43%	48.60%	49.41%	51.22%	52.75%
按业务划分						
医药工业	收入	8785.46	10388.06	12404.36	14716.34	17185.98
	yoy	14.22%	18.24%	19.41%	18.64%	16.78%
	毛利率	63.60%	64.74%	64.75%	64.76%	64.77%
医药商业	收入	8006.09	7725.59	7802.84	7849.66	7881.06
	yoy	9.73%	-3.50%	1.00%	0.60%	0.40%
	毛利率	9.48%	9.60%	9.60%	9.60%	9.60%
中药材资源	收入		1016.68	2033.36	2643.37	3304.21
	yoy		118.60%	100.00%	30.00%	25.00%
	毛利率		7.90%	8.30%	8.40%	8.50%
其他收入	收入	69.37	124.53	124.78	125.03	125.28
	yoy	-5.44%	79.51%	0.20%	0.20%	0.20%
	毛利率	48.43%	61.14%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：公司公告，华福证券研究所



## 5.2 投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 181.88/205.73/231.18 亿元，增速为 16%/13%/12%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 11.05/14.09/17.65 亿元，增速为 34%/27%/25%。我们选取与太极集团同样的优质中药标的：江中药业（国企）、同仁堂（国企）、昆药集团（国企）、云南白药（国企）作为可比公司，采用相对估值法。

我们看好太极集团国药入主改革成效，藿香+急支中药大单品与二线品种放量，人工虫草落地预期，给予 24 年 30 倍 PE，市值为 332 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600750.SH	江中药业	167.3	8.2	9.4	10.8	20.4	17.8	15.5
600085.SH	同仁堂	624.8	19.5	22.6	26.1	32.1	27.7	24.0
600422.SH	昆药集团	174.8	6.1	7.6	9.4	28.8	22.9	18.7
000538.SZ	云南白药	970.1	45.5	49.8	54.2	21.3	19.5	17.9
可比公司平均值						25.7	22.0	19.0
600129.SH	太极集团	210.4	11.1	14.1	17.7	19.0	14.9	11.9

数据来源：iFinD，华福证券研究所(注：未覆盖可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，数据截止 2024/05/27)





## 6 风险提示

**产品销售和推广不及预期风险：**公司藿香正气口服液和急支糖浆产品营收占比大，若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。公司其余份额较小的品种若不能实现有效放量，则不利于公司长期发展。

**行业竞争加剧风险：**公司工业端主要收入来源为藿香正气口服液和急支糖浆两大产品，随着在研和即将上市的同类产品增多，存在行业竞争加剧风险。

**行业政策风险：**公司重点产品若进集采或医保降价幅度过大会对公司盈利能力产生影响。



图表 27: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,935	3,182	4,333	6,121	营业收入	15,623	18,188	20,573	23,118
应收票据及账款	1,984	2,296	2,592	2,923	营业成本	8,030	9,201	10,036	10,924
预付账款	230	263	287	312	税金及附加	189	204	236	266
存货	2,691	3,048	3,370	3,510	销售费用	5,226	6,093	6,933	7,814
合同资产	0	0	0	0	管理费用	740	855	967	1,087
其他流动资产	766	859	947	1,045	研发费用	234	282	350	428
流动资产合计	7,605	9,648	11,529	13,912	财务费用	147	154	163	186
长期股权投资	22	22	22	22	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	3,936	3,822	3,698	3,582	资产减值损失	-99	-70	-100	-120
在建工程	731	731	751	771	公允价值变动收益	-42	-25	-50	-80
无形资产	1,282	1,240	1,220	1,244	投资收益	-9	-5	-15	-20
商誉	0	0	0	0	其他收益	120	80	40	20
其他非流动资产	836	840	841	847	<b>营业利润</b>	<b>1,023</b>	<b>1,376</b>	<b>1,760</b>	<b>2,210</b>
非流动资产合计	6,807	6,656	6,532	6,466	营业外收入	20	20	16	10
<b>资产合计</b>	<b>14,412</b>	<b>16,304</b>	<b>18,061</b>	<b>20,378</b>	营业外支出	16	16	16	16
短期借款	3,284	3,284	3,284	3,284	<b>利润总额</b>	<b>1,027</b>	<b>1,380</b>	<b>1,760</b>	<b>2,204</b>
应付票据及账款	2,130	2,523	2,626	2,917	所得税	174	233	297	371
预收款项	288	273	374	423	<b>净利润</b>	<b>853</b>	<b>1,147</b>	<b>1,463</b>	<b>1,833</b>
合同负债	516	862	1,072	1,331	少数股东损益	31	42	54	67
其他应付款	2,282	2,282	2,282	2,282	<b>归属母公司净利润</b>	<b>822</b>	<b>1,105</b>	<b>1,409</b>	<b>1,766</b>
其他流动负债	1,047	1,099	1,147	1,198	EPS (按最新股本摊薄)	1.48	1.98	2.53	3.17
流动负债合计	9,548	10,324	10,785	11,436					
长期借款	342	342	342	342					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	776	776	776	776					
非流动负债合计	1,118	1,118	1,118	1,118					
<b>负债合计</b>	<b>10,666</b>	<b>11,441</b>	<b>11,903</b>	<b>12,553</b>					
归属母公司所有者权益	3,622	4,697	5,939	7,537					
少数股东权益	124	166	220	287					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,746</b>	<b>4,863</b>	<b>6,158</b>	<b>7,824</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,412</b>	<b>16,304</b>	<b>18,061</b>	<b>20,378</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>672</b>	<b>1,875</b>	<b>1,839</b>	<b>2,581</b>
现金收益	1,359	1,735	2,047	2,429
存货影响	-520	-358	-322	-140
经营性应收影响	170	-275	-220	-236
经营性应付影响	225	377	204	340
其他影响	-562	396	130	189
<b>投资活动现金流</b>	<b>-627</b>	<b>-307</b>	<b>-358</b>	<b>-439</b>
资本支出	-623	-277	-297	-338
股权投资	10	0	0	0
其他长期资产变化	-14	-30	-61	-101
<b>融资活动现金流</b>	<b>-364</b>	<b>-321</b>	<b>-330</b>	<b>-353</b>
借款增加	-309	0	0	0
股利及利息支付	-134	-325	-325	-325
股东融资	1	0	0	0
其他影响	78	4	-5	-28

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.2%	16.4%	13.1%	12.4%
EBIT 增长率	88.7%	30.8%	25.3%	24.3%
归母公司净利润增长率	135.1%	34.4%	27.5%	25.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.6%	49.4%	51.2%	52.7%
净利率	5.5%	6.3%	7.1%	7.9%
ROE	21.9%	22.7%	22.9%	22.6%
ROIC	15.6%	17.7%	19.3%	20.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.0%	70.2%	65.9%	61.6%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	46	42	43	43
存货周转天数	109	112	115	113
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.48	1.98	2.53	3.17
每股经营现金流	1.21	3.37	3.30	4.63
每股净资产	6.50	8.43	10.66	13.53
<b>估值比率</b>				
P/E	26	19	15	12
P/B	6	4	4	3
EV/EBITDA	4	3	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn