

投资评级：增持（首次）
报告日期：2022年4月5日
市场数据

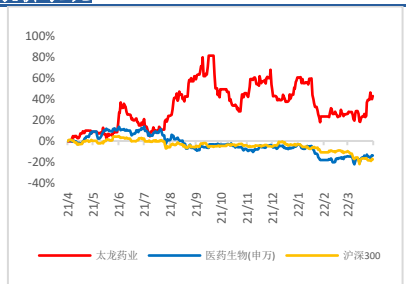
目前股价	7.66
总市值（亿元）	43.96
流通市值（亿元）	43.96
总股本（万股）	57,389
流通股本（万股）	57,389
12个月最高/最低	10.15/5.74

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

强力股东入驻，加速整合医疗产业， 打造龙头公司和区域名片

——太龙药业（600222）公司动态点评
盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,311.81	1,417.10	1,714.69	1,971.89	2,287.39
(+/-%)	9.79%	8.03%	21.00%	15.00%	16.00%
归母净利润（百万元）	45.71	29.24	5.06	43.42	101.21
(+/-%)	-139.64%	-36.03%	-82.70%	758.40%	133.12%
摊薄 EPS（元/股）	0.08	0.05	0.01	0.07	0.17
PE	95.2	146.3	888.0	103.5	44.4

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- 太龙药业**成立于1998年，前身为1993年建厂的众生制药厂，是集生产、经营、科研于一体，以中西药产品为主，生产口服液、片剂、胶囊、原料药等多种剂型共100多种产品的现代化制药企业。公司于1999年在上交所上市，是**河南首家上市医药公司**。主要业务为药品制造和药品研发服务，具体包含药品制剂、中药饮片、药品研发服务和药品药材流通四个板块的业务。
- 积极求变引入战略股东，新控股股东实力强大，有利于完善治理整合资源，强化聚焦主业。**公司不断变革发展，立志成为中国优秀的现代制药企业，为更好地推进公司在中医药、CXO、大健康等领域的战略发展与实施，公司原控股股东郑州众生实业集团有限公司（以下简称“众生实业”）引入新的战略股东，在资金、资源和产业整合方面赋能增量。新股东郑州泰容产业投资有限公司（以下简称“泰容产投”）受让太龙药业14.37%股本成为新的控股股东，**公司实际控制人由巩义市竹林镇人民政府变更为郑州高新技术产业开发区管委会**，过户登记手续于今年1月21日完成。泰容产投系高郑州高新产业投资集团有限公司（以下简称“高新产投”）为本次交易而设立的公司，其母公司高新产投重点服务于郑州高新区生物医药、科技金融、园区开发运营等板块的业务推动，是郑州高新区打造“千亿级世界一流高科技产业园区”的重要载体；**其间接控股股东郑州高新投资控股集团是中部地区具有雄厚资本实力和较强核心竞争力的综合性国资集团**，积极拓展智慧政务、智慧交通、智慧医疗、智慧养老新型业务，重点布局科技金融、产业投资、生物医药业务板块。本次控股股东及实际控制人的变更有利于公司优化股东结构，完善公司治理，推动公司高质量发展；**公司将继续聚焦中药产业、搭建全产业链医药研发CXO服务体系，加强核心技术资源和战略性资源投入，保持发展战略的持续性和稳定性。**
- 董事会完成换届，集团董事长任上市公司董事长，依托国家级高新区丰富资源，助力打造行业龙头企业。**公司于今年2月提前进行董事会、监事会提前换届选举，组建第九届董事会。4月1日，公司发布公告称，公司董事长、法定代表人变更为尹辉先生，并已完成工商变更登记。尹辉先生历任郑州高新市政建设有限公司董事长，**现任郑州高新投资控股集团有限公司党委书记、董事长**。郑州高新技术产业开发区是河南省第一个

开发区，是 1991 年国务院批准的第一批国家级高新区，是 2016 年国务院批准建设的郑洛新国家自主创新示范区核心区。截至 2021 年 10 月，郑州高新区已累计形成 18 家上市公司、78 家新三板企业、764 家四板企业、1 家准独角兽企业、6 家种子独角兽企业、28 家瞪羚企业、74 家潜在瞪羚企业和 2816 家中原中小企业成长指数入指认证企业。太龙药业作为郑州市唯二医疗行业上市公司之一，由集团一把手亲自挂帅，体现高新区管委会高度重视企业发展蓝图，有利于有效整合园区乃至全省优质医疗行业资源，打造龙头公司和区域名片。

- 公司主要业务为药品制造和药品研发服务，具体包含**药品制剂、中药饮片、药品研发服务和药品药材流通**四个板块的业务。制剂和饮片业务为公司长期核心，收入利润贡献程度高；研发业务利润率高，近年呈现扩张趋势。2020 年初新冠疫情以来，公司核心产品双黄连口服液系列季节性大幅增长，多次被国家卫健委、中医药管理局列入重大疫情诊疗方案的推荐用药。在长期共存的压力下，需求或将持续放大。
- **1) 药品制剂业务：“当代双黄连之父”坐镇总工程师，核心产品+独家产品组合拳，业绩贡献整体稳定，升级空间大。**公司药品制剂业务主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、小儿复方鸡内金咀嚼片、石杉碱甲片等。其中，双黄连口服液（浓缩型）、双黄连口服液（儿童型）、双金连合剂及小儿复方鸡内金咀嚼片为公司独家产品。公司总工程师为专注于“双黄连”药物研究与生产三十余年，被誉为“当代双黄连之父”的邢泽田先生，是是双黄连口服液、颗粒剂、胶囊剂等四类新药以及“双金连合剂”的研制者。1985 年邢泽田加入太龙药业，在公司的倾力支持下研究工作登上新的高度，双黄连口服液（儿童用）、（浓缩型）、（无糖型）分获专利技术，石杉碱甲新技术产业化提取项目和双黄连口服液新技术产业化现代化生产线列入国家发改委高新技术产业化项目，在个人成就集中收获的同时也为公司深挖护城河，一系列升级产品和独家产品拥有更大的市场空间。2016-2020 年药品制剂业务营收和毛利 CAGR 均超过 20%，双黄连口服液（儿童型）和小儿复方鸡内金咀嚼片等产品发展趋势好，公司逐步建立儿童药产品组合，突出差异化竞争优势，力求核心产品在重点市场形成突破式增长，带动毛利率稳步提升。新冠疫情影响下，核心产品双黄连口服液系列季节性大幅增长，但由于原材料采购成本上升等原因毛利率有所下滑。
- **在国内疫情反复以及全球范围内陆续放开的情况下，新冠疫情常态化压力增加，日常预防需求凸显。**双黄连口服液具有广谱抗病毒、抑菌、提高机体免疫功能的作用，是目前有效的广谱抗病毒药物之一。公司药品制剂业务的主要产品双黄连口服液被收录于《国家基本药物目录》之内，多次被国家卫健委、中医药管理局列入重大疫情诊疗方案的推荐用药，是应对呼吸道传染性公共卫生事件的代表性用药之一，多年位列“中成药·感冒咳嗽类”前十强，多次被评为“药店店员推荐率最高品牌（感冒药类）”、“医药百强品牌企业”。面对突发疫情，公司快速响应，积极践行社会责任，迅速组织防疫相关药品（主要是双黄连口服液）的生产，最大限度提升产能，保障市场供应。在目前疫情难以彻底消除的预期下，长期共存带来的日常预防需求或将释放。
- **2) 中药饮片业务：600 年老字号桐君堂享品牌优势，质量全过程追溯工程树品质标杆。**中药饮片是中药产业的三大支柱之一，公司中药饮片业务集中于 2015 年完成收购的全资子公司**桐君堂药业有限公司**。桐君堂品牌始创于明朝洪武 17 年(1385 年)，历经 600 余年，是中华传统中医药文化的代表之一。桐君堂药业的“桐君传统中药文化”系国家非物质文化遗产代表性项目，“药祖桐君”商标为浙江省著名商标，获评“中国优选

品牌”；发酵饮片采用独有的发酵工艺，将传承与创新有机融合，荣获多项国家发明专利，参与部分发酵饮片的行业标准和国家标准的起草。桐君堂中药饮片业务的主要产品为各种中药饮片，品种繁多，产品品种多达 700 多种，1100 多个品规，包含特级灵芝、野山参、石斛、白首乌、红曲、百药煎、六神曲等特色精品饮片。主要供应给中医院、中医门诊部、综合性医院和医药零售店使用，并通过提供代煎中药等增值服务，提高竞争力，促进饮片的销售。公司建立并持续完善“中药质量全过程追溯系统”及“中药饮片追溯系统及在线平台”的建设，实现中药产品和中药饮片来源可查、去向可追、责任可究的全过程质量溯源，为产品质量提供有力保障，为企业品质化战略提供有效支撑；公司及主要产品荣获“国家合格评定质量信得过产品”、“健康产业 AAA 级信用企业”等荣誉。2015-2019 年，中药饮片业务营收和毛利润 CAGR 在 10% 以上，毛利率趋势上升。2020 年新冠肺炎疫情爆发，桐君堂药业受停工停产以及下游诊疗机构停业等因素的影响，当期业绩下滑较大，2021 年随着国内疫情得到有效控制，业务趋于稳定。

- **3) 药品研发服务：医药研发 20 强，受益医保改革进程和医疗行业长期发展。**公司 2015 年全资收购北京新领先医药科技发展有限公司，进入 CXO 领域，多年来随着医药企业一致性评价业务生物等效性临床试验等逐渐有序开展，业务经营也有了长足进展，北京新领先建设符合国际标准的质量控制体系和操作规范，通过了 ISO9001 质量管理体系认证，报告期新领先分析测试中心成功获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）颁发的国家实验室认可证书，跻身国家获准实验室认可机构名录，连续多年被全国工商联医药业商会授予“中国医药研发公司 20 强企业”称号。目前，新领先、深蓝海与郑州临空生物医药园区共同搭建的全产业链 CXO 服务体系持续完善，小分子 CDMO 业务已进入设备调试阶段；围绕打造全产业链药物研发服务平台多方开展洽谈、项目筛选，加强人才储备和培养，不断提升研发服务能力。2015-2019 年营收和毛利润 CAGR 分别为 33%和 22%，利润水平有所回归但仍非常可观，2021 年前三季度毛利率为 48.4%。2020 年受新冠疫情停工停产以及医院临床研究停滞等因素影响，业务出现暂时性收缩，2021 年随着疫情得到有效控制迅速反弹，2021 三季报显示营收同比增长 57.0%。随着我国医疗、医保、医药联动改革持续深化，药品医疗器械审评审批制度改革、上市许可人制度（MAH）、仿制药一致性评价和带量采购、创新药医保谈判等政策的推进促进医药行业创新转型，药品研发投入将保持快速增长；通过外部研发服务机构高度分工、高度专业化以及丰富的经验推进研发进程，可以有效缩短研发周期、降低研发成本、控制研发风险；药品研发投入的增长和研发服务渗透率的提升驱动医药研发服务业快速发展。
- **4) 药品药材流通业务：利用优势做精做强，为核心主业提供合力。**公司利用自身渠道、专业及地域优势，采购中药材及其他医药生产企业的产品进行销售。近年来压缩药品流通业务，利用桐君堂的专业性扩充药材流通业务，突出道地药材产地优势和专业团队技术优势，不断完善生产管理体系及质量管理体系，依托可追溯种植基地、标准化初加工基地为客户提供优质生态药材，在协助完成公司生产所需原料采购的基础上，加强销售推广，打造桐君堂优质中药材品牌。该业务营收占比逐年降低，2021Q3 在 5%左右，更多是作为打通上下游的战略布局，提升公司品牌形象，为核心主业提供合力。
- **投资建议：**公司整体受益于中医药复兴进程，核心业务稳定，“双黄连”系列产品护城河深，产品形成平台组合，受益差异化、细分化和升级趋势。中药饮片和药品研发业务依托专业子公司长期深耕，在行业内树立

标杆形象，受益医疗行业长期发展。公司积极求变，新引入实控人背景实力强，在资源匹配、管理模式、发展思路上将得到进一步的加持和提升，促进长期、健康、持续发展。虽然 2021 年公司因自然灾害遭受损失影响当年利润，但从扣非归母净利润仍可见趋势向好，我们看好股权变更带来的新活力和新面貌，看好公司未来长期发展空间，预计 2021-2023 年 EPS 为 0.01 元、0.07 元和 0.17 元，首次覆盖，给与“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、疫情变化及其他疫苗、特效药的研发推广进程、药品研发需求变化、研发进度不及预期、公司净利润近两年下降。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,311.81	1,417.10	1,714.69	1,971.89	2,287.39	成长性					
营业成本	827.45	1,042.22	1,241.43	1,459.20	1,669.80	营业收入增长	9.79%	8.03%	21.00%	15.00%	16.00%
销售费用	176.98	102.26	137.18	147.89	171.55	营业成本增长	4.39%	25.96%	19.11%	17.54%	14.43%
管理费用	115.20	109.12	154.32	167.61	182.99	营业利润增长	-148.14%	-39.42%	68.56%	-14.17%	131.84%
研发费用	59.39	63.66	77.16	88.74	102.93	利润总额增长	-144.42%	-42.93%	-80.82%	751.15%	131.84%
财务费用	62.95	67.65	51.44	49.30	45.75	归母净利润增长	-139.64%	-36.03%	-82.70%	758.40%	133.12%
其他收益	10.92	19.99	19.50	20.00	20.00	盈利能力					
投资净收益	6.36	4.66	10.00	10.00	10.00	毛利率	36.92%	26.45%	27.60%	26.00%	27.00%
营业利润	54.46	32.99	55.61	47.73	110.65	销售净利率	3.48%	2.06%	0.29%	2.20%	4.42%
营业外收支	-3.22	-3.75	-50.00	0.00	0.00	ROE	3.43%	1.80%	0.33%	2.45%	4.70%
利润总额	51.23	29.24	5.61	47.73	110.65	ROIC	5.75%	5.38%	6.29%	3.80%	5.33%
所得税	6.27	1.64	0.67	5.73	13.28	营运效率					
少数股东损益	-0.75	-1.65	-0.12	-1.42	-3.84	销售费用/营业收入	13.49%	7.22%	8.00%	7.50%	7.50%
归母净利润	45.71	29.24	5.06	43.42	101.21	管理费用/营业收入	8.78%	7.70%	9.00%	8.50%	8.00%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	4.53%	4.49%	4.50%	4.50%	4.50%
流动资产	1,726.83	1,882.37	1,958.89	1,860.28	2,254.98	财务费用/营业收入	4.80%	4.77%	3.00%	2.50%	2.00%
货币资金	398.09	487.32	171.47	197.19	228.74	投资收益/营业利润	11.67%	14.14%	17.98%	20.95%	9.04%
应收票据应收账款合计	628.24	589.76	791.52	742.18	973.37	所得税/利润总额	12.24%	5.62%	12.00%	12.00%	12.00%
其他应收款	151.01	78.33	110.00	100.00	90.00	应收账款周转率	2.30	2.33	2.48	2.57	2.67
存货	299.95	348.14	479.48	452.79	567.64	存货周转率	2.78	3.22	3.00	3.13	3.27
非流动资产	1,012.60	1,507.02	1,430.38	1,635.99	1,855.57	流动资产周转率	0.76	0.79	0.89	1.03	1.11
固定资产	421.93	469.78	614.29	775.52	938.56	总资产周转率	0.47	0.46	0.51	0.57	0.60
资产总计	2,739.42	3,389.39	3,389.27	3,496.28	4,110.56	偿债能力					
流动负债	892.47	1,503.88	1,713.98	1,615.80	1,886.31	资产负债率	52.11%	54.84%	55.99%	50.89%	49.63%
短期借款	574.90	750.22	1,051.63	1,111.78	1,182.83	流动比率	1.93	1.25	1.14	1.15	1.20
应付款项	135.60	248.34	222.35	255.36	264.43	速动比率	1.60	1.02	0.86	0.87	0.89
非流动负债	535.15	354.94	183.55	163.55	153.55	每股指标 (元)					
长期借款	532.20	136.38	83.55	83.55	83.55	EPS	0.08	0.05	0.01	0.07	0.17
负债合计	1,427.62	1,858.82	1,897.53	1,779.35	2,039.87	每股净资产	2.23	2.53	2.41	2.80	3.41
股东权益	1,311.80	1,530.57	1,491.74	1,716.92	2,070.69	每股经营现金流	0.07	0.13	0.20	0.19	0.14
股本	573.89	573.89	586.35	586.35	586.35	每股经营现金/EPS	0.93	2.44	22.64	2.63	0.81
留存收益	860.66	823.30	828.36	1,054.96	1,412.57	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2.54	77.16	77.03	75.61	71.77	PE	95.21	146.29	888.03	103.45	44.38
负债和权益总计	2,739.42	3,389.39	3,389.27	3,496.28	4,110.56	PEG	-42.33	2.80	-6.58	-46.00	0.85
现金流量表	(百万)					PB	3.43	3.02	3.17	2.74	2.25
经营活动现金流	43.70	73.43	112.06	111.68	79.85	EV/EBITDA	17.26	18.97	32.81	32.68	22.71
其中营运资本减少	91.50	-431.28	17.96	-18.82	-130.38	EV/SALES	2.35	2.06	3.10	2.75	2.42
投资活动现金流	-78.73	-188.85	-375.08	-280.00	-330.00	EV/IC	1.74	1.95	2.37	2.10	1.82
其中资本支出	-42.46	-5.38	570.00	480.00	490.00	ROIC/WACC	0.76	0.71	0.83	0.50	0.70
融资活动现金流	-240.89	209.57	-52.83	194.04	281.70	REP	2.31	2.75	2.86	4.21	2.59
净现金总变化	-275.92	94.15	-315.85	25.72	31.55						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>