



轻装上阵，看好国企混改业绩改善

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 2021年公司归母净利润约亏损约4.7亿元, 扣非归母净利润亏损约6.3亿元。2021Q4归母净利润亏损7.2亿元, 2021Q4扣非归母净利润亏损6.5亿元。
- **2021年改革逐步推进, 2022年实现轻装上阵。** 国药入主后改革有序推进, 2021年完成规范治理、聚焦主业、营销改革等工作。主要的亏损来源于: 1) 2021年公司确定聚焦主业的发展方针, 本次主要亏损来源于清理非主业和非盈利资产项目, 计提资产减值准备约2亿元; 2) 提高职工退休后福利, 计提设定受益计划约1.4亿元; 3) 公司为推广新品增加收入, 加大了市场投入, 销售费用增加。2022年有望实现轻装上阵, 大幅释放业绩。
- **藿香提价释放利润, 二线品种均有大幅提价。** 我们预计到2025年, 藿香正气口服液有望突破30亿元, 并打造3个上10亿元的核心重点品种。2021年12月藿香正气口服液出厂价提价12%, 预计2022年藿香收入将突破12亿元, 净利润突破1.5亿元。二线品种太极急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液均实现挂网招标价格大幅提升, 2021年完成全国挂网招标工作, 2021Q1-Q3太极急支糖浆实现60%以上的增长, 提价效果初步显现, 2022年将进一步释放业绩。
- **内生加速转型, 外延扩张实现跨越式发展。** 1) **内生: 经营层面重点强调品种战略和营销战略转型, 规范治理提升效率。** ①发力创新药研发和主力品种二次开发, 做强重点品类。加强研发投入, “十四五”末全公司投入强度将超过5% (工业占比), 加快太极科创中心建设。②革新营销机制和模式, 创新激励机制和淘汰机制, 推进数字化营销, 骨干产品确保每年增长30%以上, 医疗市场坚持学术营销, OTC端扩充渠道, 拓展区域。③公司将推进规范治理, 建立人员淘汰退出机制, 深化分配激励改革, 建立以岗位价值和业绩贡献为主导的激励分配机制。2) **外延: 资本市场运作助力跨越式发展。** 公司积极推进增资扩股工作, 引入发展资金, 降低资产负债率, 并积极寻求行业优秀企业并购重组。
- **十四五力争突破500亿元收入, 工业净利润率预计达到10%。** 从战略目标来看, 公司提出三条发展方向: 以现代中药制造为主线, 同时以麻精特色化药和区域商业领军企业为辅。公司将成为国药集团在中国西部地区的战略增长极, 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。从内生增长来看, 预计2022-2025年工业板块收入端复合增速达到30%, 净利润率有望恢复到10%, 预计2025年工业贡献净利润15-20亿元。
- **盈利预测:** 鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善, 不考虑非经常性损益, 预计2021-2023年归母净利润分别为-4.7亿元、3.1亿元和5.3亿元, 2021-2023年EPS分别为-0.84元、0.56元、0.95元, 2022-2023年对应PE分别为31倍、18倍。
- **风险提示:** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置资产不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 11207.80 | 12785.18 | 15093.19 | 18279.09 |
| 增长率 | -3.74% | 14.07% | 18.05% | 21.11% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 66.07 | -468.90 | 312.31 | 527.83 |
| 增长率 | -6.72% | -809.73% | - | 69.01% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.12 | -0.84 | 0.56 | 0.95 |
| 净资产收益率 ROE | 1.01% | -12.50% | 7.48% | 10.98% |
| PE | 147 | - | 31 | 18 |
| PB | 3.07 | 3.36 | 3.11 | 2.77 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 5.57 |
| 流通A股(亿股) | 5.57 |
| 52周内股价区间(元) | 12.94-26.56 |
| 总市值(亿元) | 97.07 |
| 总资产(亿元) | 134.25 |
| 每股净资产(元) | 6.26 |

相关研究

1. 太极集团 (600129): 发布“十四五”宏伟规划, 打造世界一流中药企业 (2022-01-04)
2. 太极集团 (600129): 业绩大超预期, 看好混改后经营业绩持续改善 (2021-08-20)
3. 太极集团 (600129): 国药入主太极落地, 业绩将迎来拐点 (2021-07-30)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 11207.80 | 12785.18 | 15093.19 | 18279.09 | 净利润 | 32.09 | -361.19 | 233.54 | 385.30 |
| 营业成本 | 6678.84 | 7602.55 | 8630.69 | 10329.27 | 折旧与摊销 | 291.98 | 536.43 | 580.46 | 593.67 |
| 营业税金及附加 | 113.57 | 127.85 | 166.03 | 201.07 | 财务费用 | 280.43 | 249.85 | 212.98 | 196.09 |
| 销售费用 | 3700.51 | 4743.30 | 4829.82 | 5885.87 | 资产减值损失 | -15.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 763.46 | 1022.81 | 996.15 | 1206.42 | 经营营运资本变动 | -529.23 | 69.81 | -178.04 | -210.55 |
| 财务费用 | 280.43 | 249.85 | 212.98 | 196.09 | 其他 | 690.17 | -2.44 | 0.19 | 0.31 |
| 资产减值损失 | -15.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 749.79 | 492.46 | 849.14 | 964.83 |
| 投资收益 | 407.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -557.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 109.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -184.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -742.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 156.66 | -961.19 | 257.52 | 460.37 | 短期借款 | 416.33 | -628.00 | -405.35 | -450.15 |
| 其他非经营损益 | -3.97 | 600.00 | 4.89 | 3.85 | 长期借款 | 669.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 152.69 | -361.19 | 262.40 | 464.22 | 股权融资 | 4.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 120.60 | 0.00 | 28.86 | 78.92 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 32.09 | -361.19 | 233.54 | 385.30 | 其他 | -808.51 | -669.92 | -212.98 | -196.09 |
| 少数股东损益 | -33.98 | 107.71 | -78.78 | -142.52 | 筹资活动现金流净额 | 281.51 | -1297.92 | -618.34 | -646.24 |
| 归属母公司股东净利润 | 66.07 | -468.90 | 312.31 | 527.83 | 现金流量净额 | 289.35 | -805.46 | 230.80 | 318.59 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 2083.98 | 1278.52 | 1509.32 | 1827.91 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3151.46 | 3170.52 | 3812.37 | 4663.82 | 销售收入增长率 | -3.74% | 14.07% | 18.05% | 21.11% |
| 存货 | 2569.85 | 2933.31 | 3334.95 | 3998.50 | 营业利润增长率 | 95.55% | -713.55% | - | 78.77% |
| 其他流动资产 | 519.19 | 362.32 | 373.82 | 389.70 | 净利润增长率 | -69.20% | -1225.64% | - | 64.99% |
| 长期股权投资 | 72.91 | 72.91 | 72.91 | 72.91 | EBITDA 增长率 | 19.55% | -123.99% | 500.85% | 18.95% |
| 投资性房地产 | 244.25 | 244.25 | 244.25 | 244.25 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 4076.19 | 3579.96 | 3039.69 | 2486.22 | 毛利率 | 40.41% | 40.54% | 42.82% | 43.49% |
| 无形资产和开发支出 | 1371.63 | 1337.53 | 1303.42 | 1269.31 | 三费率 | 42.33% | 47.05% | 40.01% | 39.87% |
| 其他非流动资产 | 396.44 | 390.35 | 384.26 | 378.16 | 净利率 | 0.29% | -2.83% | 1.55% | 2.11% |
| 资产总计 | 14485.91 | 13369.66 | 14074.99 | 15330.79 | ROE | 1.01% | -12.50% | 7.48% | 10.98% |
| 短期借款 | 3202.26 | 2574.25 | 2168.90 | 1718.75 | ROA | 0.22% | -2.70% | 1.66% | 2.51% |
| 应付和预收款项 | 3927.43 | 4354.02 | 5022.96 | 5999.63 | ROIC | 1.52% | -11.43% | 7.07% | 9.38% |
| 长期借款 | 1486.40 | 1486.40 | 1486.40 | 1486.40 | EBITDA/销售收入 | 6.51% | -1.37% | 6.96% | 6.84% |
| 其他负债 | 2704.86 | 2064.38 | 2272.58 | 2616.55 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 11320.95 | 10479.05 | 10950.84 | 11821.34 | 总资产周转率 | 0.78 | 0.92 | 1.10 | 1.24 |
| 股本 | 556.89 | 556.89 | 556.89 | 556.89 | 固定资产周转率 | 3.69 | 4.04 | 4.85 | 6.76 |
| 资本公积 | 2064.55 | 2064.55 | 2064.55 | 2064.55 | 应收账款周转率 | 6.35 | 7.03 | 7.13 | 7.20 |
| 留存收益 | 701.87 | 232.97 | 545.29 | 1073.11 | 存货周转率 | 2.39 | 2.72 | 2.72 | 2.79 |
| 归属母公司股东权益 | 3236.47 | 2854.42 | 3166.73 | 3694.56 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 87.65% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -71.52 | 36.19 | -42.58 | -185.11 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3164.96 | 2890.61 | 3124.15 | 3509.45 | 资产负债率 | 78.15% | 78.38% | 77.80% | 77.11% |
| 负债和股东权益合计 | 14485.91 | 13369.66 | 14074.99 | 15330.79 | 带息债务/总负债 | 41.42% | 38.75% | 33.38% | 27.11% |
| | | | | | 流动比率 | 0.89 | 0.91 | 1.01 | 1.11 |
| | | | | | 速动比率 | 0.62 | 0.57 | 0.64 | 0.70 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.12 | -0.84 | 0.56 | 0.95 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.68 | 5.19 | 5.61 | 6.30 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.35 | 0.88 | 1.52 | 1.73 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 729.07 | -174.91 | 1050.96 | 1250.14 | | | | | |
| PE | 146.92 | - | 31.08 | 18.39 | | | | | |
| PB | 3.07 | 3.36 | 3.11 | 2.77 | | | | | |
| PS | 0.87 | 0.76 | 0.64 | 0.53 | | | | | |
| EV/EBITDA | 15.71 | -63.59 | 9.98 | 7.77 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |