

聚焦主品提升毛利，经营业绩改善初显成效

投资要点

- **业绩总结:** 2022年一季度公司实现营业收入 35 亿元, 同比增长 6.3%, 实现归母净利润 1991.6 万元, 同比下滑 20%, 扣非归母净利润 7119.3 万元, 同比增长 104.6%。
- **收入端: 工业聚焦核心品种, 毛利率大幅提升。** 分业务板块来看, 工业 2022Q1 实现收入 21.5 亿元, 同比增长 12.6%, 毛利率 65%, 同比增长 5.9pp, 主要系公司进行品种结构调整, 聚焦核心大品种, 剔除低毛利品种导致。核心大品种实现快速增长, 营销管理子公司负责的 25 个大单品收入增速 19.4%, 收入占比提升至 73.4%, 占比提升 2.7 个百分点。分品种来看, 消化系统用药一季度实现收入 4 亿元, 同比增长 70%, 主要系一季度藿香正气口服液增长 50% 以上, 呼吸系统用药收入为 4.6 亿元, 同比增长 45.7%, 主要系急支糖浆、鼻窦炎口服液快速增长。抗感染类收入 5.3 亿元, 同比增长 38.8%, 主要系注射用头孢唑肟钠销量增长。抗肿瘤类用药实现收入 1.1 亿元, 同比下降 12.6%, 主要系公司品种结构调整, 剔除低毛利品种, 肿瘤用药毛利率达到 74%, 提升 14pp。分品类来看, 2022 年一季度中药收入 11.9 亿元, 同比增长 19.3%, 化药收入 9.6 亿元, 同比增长 5.5%。商业板块收入 19.7 亿元, 同比下滑 2.6pp, 主要系进出口收入和零售受疫情影响下滑。
- **利润端主要系非主营业务亏损, 经营业务大幅改善。** 公司一季度非经常性损益为 -5127.8 万元, 主要系公司持有拟处置股票市值大幅波动, 导致公允价值变动损益出现 7612 万元亏损。公司预计剩余股票今年处置完毕, 同时处置房产、车辆和其他计提资产减值损失资产, 全年预计非经常性收益维持正增长。销售费用率 35.6% (+5.3pp), 管理费用率 5% (-1.1pp), 财务费用率 (-0.8pp), 研发费用率 0.5% (-0.1pp)。销售费用率增加主要系 2021 年公司新开发 3000 余家医院, 带动院内端产品收入增长所致, 同时销售费用确认规则变化来保证季度间销售费用的真实性。管理费用大幅下降主要是公司管理人员和机构大幅缩减, 费用大幅控制。
- **十四五规划有序推进, 全年增长可期。2022 年营业收入力争同比增长 15%, 其中医药工业 2022 年力争收入同比增长 18%, 藿香正气口服液、急支糖浆等战略性品种目标增速 50%, 益保适灵、美菲康、通天口服液、鼻窦炎口服液、洛芬待因缓释片、小金片目标持续增长 30%。** 从一季度来看, 藿香正气口服液借助疫情打开华东市场, 省外扩张进一步推进。急支糖浆、鼻窦炎口服液等品种通过提价策略实现量价齐升, 重点品种一季度增长亮眼, 我们预计全年实现目标可期。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 25%-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。
- **盈利预测与投资建议。** 鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善, 不考虑 2022 年部分资产处置收益, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.3 亿元和 5.3 亿元和 7.6 亿元, EPS 分别为 0.59 元、0.96 元、1.36 元, 对应 PE 分别为 27 倍、17 倍和 12 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期。

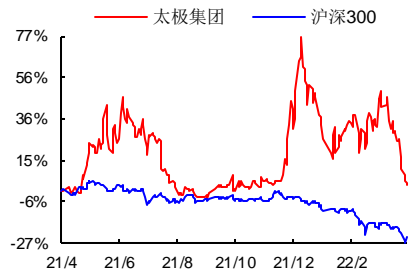
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12149.43	14296.26	17196.86	21175.18
增长率	8.40%	17.67%	20.29%	23.13%
归属母公司净利润 (百万元)	-523.17	326.99	533.82	759.49
增长率	-891.88%	-	63.25%	42.27%
每股收益 EPS (元)	-0.94	0.59	0.96	1.36
净资产收益率 ROE	-22.19%	9.17%	2.88%	15.40%
PE	-17	27	17	12
PB	3.40	2.99	2.61	2.21

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
联系人: 阮雯
电话: 021-68416017
邮箱: rw@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)	14.3-26.56
总市值(亿元)	88.43
总资产(亿元)	131.70
每股净资产(元)	4.90

相关研究

1. 太极集团 (600129): 国企混改业绩改善, 十四五规划积极推进 (2022-03-31)
2. 太极集团 (600129): 轻装上阵, 看好国企混改业绩改善 (2022-02-09)
3. 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)
4. 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)
5. 太极集团 (600129): 国药入主太极落地, 业绩将迎来拐点 (2021-07-30)

关键假设：

假设 1：根据公司提价公告，假设在 2022-2024 年藿香正气口服液平均出厂价提价幅度分别为 12.5%、0%和 0%，销量增速分别为 30%、30%和 30%。

假设 2：主要大品种太极急支糖浆在 2021 年完成院内挂网招标价格大幅提升，假设 2022-2024 年院内院外产品平均出厂价提升 50%、0%和 0%，销量随着院内和院外逐步推广，2022-2024 年销量增速分别为 10%、20%和 20%。

假设 3：大品种头孢唑肟钠考虑到跨省联盟集采影响，2022-2024 年销量增速分别为 10%、10%和 10%，平均出厂价增速分别为-5%、-5%和-5%。

表 1：公司分业务收入和毛利预测

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
工业	收入	76.9	90.8	116.2	148.7
	增速	5%	18%	28%	28%
	成本	32.3	38.1	47.6	59.5
	毛利率	58%	58%	59%	60%
商业	收入	73.0	81.7	91.5	102.5
	增速	42%	12%	12%	12%
	成本	66.7	70.7	80.5	91.5
	毛利率	9%	23%	24%	24%
其他	收入	1.5	1.5	1.5	1.5
	增速	0%	0%	0%	0%
	成本	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率	0%	0%	0%	0%
分部抵消	收入	-29.6	-31.1	-37.3	-41.0
	增速		5%	20%	10%
	成本	-30.1	-31.6	-38.0	-41.8
	毛利率	-2%	-2%	-2%	-2%
合计	收入	121.5	143.0	172.0	211.7
	增速	8%	18%	20%	23%
	成本	69.9	78.2	91.2	110.3
	毛利率	42%	45%	47%	48%

数据来源：wind，西南证券

根据公司主营业务，选取同行业业务模式比较接近的同行业三家公司：同仁堂、华润三九、中新药业，参考可比公司平均估值，对应 2022 年平均估值为 21 倍，考虑到公司的业绩弹性，给予一定估值溢价，给予 35 倍 PE，对应目标价 20.65 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS			PE		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
600085.SH	同仁堂	36.63	1.08	1.27	1.47	33.92	28.84	24.92
000999.SZ	华润三九	36.88	2.47	2.86	3.28	14.93	12.90	11.24
600329.SH	中新药业	19.59	1.26	1.56	1.94	15.55	12.56	10.10
平均值						21.47	18.10	15.42

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12149.43	14296.26	17196.86	21175.18	净利润	-577.20	270.98	436.89	617.36
营业成本	6987.66	7824.45	9123.53	11027.17	折旧与摊销	298.99	579.80	613.96	624.20
营业税金及附加	137.42	142.96	171.97	211.75	财务费用	214.49	71.48	68.79	84.70
销售费用	4215.42	5032.28	6104.88	7517.19	资产减值损失	-285.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	805.18	886.37	1186.58	1566.96	经营营运资本变动	628.83	-20.86	-158.96	-47.56
财务费用	214.49	71.48	68.79	84.70	其他	279.65	19.21	-2.86	-1.77
资产减值损失	-285.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	558.81	920.61	957.81	1276.93
投资收益	-17.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-69.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	115.47	0.00	0.00	0.00	其他	670.88	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	601.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	-497.44	338.72	541.10	767.40	短期借款	-214.31	-16.96	-598.96	-794.40
其他非经营损益	3.37	0.00	5.00	4.30	长期借款	-783.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	-494.08	338.72	546.11	771.70	股权融资	9.91	0.00	0.00	0.00
所得税	83.13	67.74	109.22	154.34	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-577.20	270.98	436.89	617.36	其他	-573.89	-928.38	-68.79	-84.70
少数股东损益	-54.03	-56.01	-96.94	-142.13	筹资活动现金流净额	-1561.55	-945.34	-667.75	-879.10
归属母公司股东净利润	-523.17	326.99	533.82	759.49	现金流量净额	-401.31	-24.73	290.06	397.83
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1454.36	1429.63	1719.69	2117.52	成长能力				
应收和预付款项	2303.78	3181.38	3777.08	4550.19	销售收入增长率	8.40%	17.67%	20.29%	23.13%
存货	2279.68	2533.47	2960.14	3582.97	营业利润增长率	-417.53%	-31.91%	59.75%	41.82%
其他流动资产	668.26	476.40	490.10	508.90	净利润增长率	-1898.83%	-53.05%	61.23%	41.31%
长期股权投资	50.18	50.18	50.18	50.18	EBITDA 增长率	-97.80%	6073.04%	23.62%	20.63%
投资性房地产	185.35	185.35	185.35	185.35	获利能力				
固定资产和在建工程	4212.51	3671.45	3096.24	2510.78	毛利率	42.49%	45.27%	46.95%	47.92%
无形资产和开发支出	1369.33	1334.65	1299.96	1265.28	三费率	43.09%	41.90%	42.80%	43.30%
其他非流动资产	646.58	642.52	638.46	634.40	净利率	-4.75%	1.90%	2.54%	2.92%
资产总计	13170.02	13505.02	14217.20	15405.56	ROE	-22.19%	9.17%	12.88%	15.40%
短期借款	2987.95	2970.99	2372.02	1577.62	ROA	-4.38%	2.01%	3.07%	4.01%
应付和预收款项	3024.60	4128.92	4691.30	5599.67	ROIC	-5.42%	5.90%	9.20%	13.27%
长期借款	703.14	703.14	703.14	703.14	EBITDA/销售收入	0.13%	6.92%	7.12%	6.97%
其他负债	3852.65	2746.34	3058.22	3515.25	营运能力				
负债合计	10568.34	10549.38	10824.68	11395.68	总资产周转率	0.88	1.07	1.24	1.43
股本	556.89	556.89	556.89	556.89	固定资产周转率	3.75	4.17	5.32	7.68
资本公积	2074.46	2074.46	2074.46	2074.46	应收账款周转率	6.95	7.24	7.27	7.36
留存收益	178.70	505.69	1039.51	1798.99	存货周转率	2.86	3.24	3.30	3.35
归属母公司股东权益	2727.08	3137.04	3670.86	4430.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.22%	—	—	—
少数股东权益	-125.39	-181.40	-278.34	-420.47	资本结构				
股东权益合计	2601.69	2955.63	3392.52	4009.88	资产负债率	80.25%	78.11%	76.14%	73.97%
负债和股东权益合计	13170.02	13505.02	14217.20	15405.56	带息债务/总负债	34.93%	34.83%	28.41%	20.01%
					流动比率	0.75	0.85	0.97	1.10
					速动比率	0.49	0.57	0.65	0.73
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.94	0.59	0.96	1.36
					每股净资产	4.67	5.31	6.09	7.20
					每股经营现金	1.00	1.65	1.72	2.29
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	16.04	990.00	1223.85	1476.30					
PE	-16.90	27.05	16.57	11.64					
PB	3.40	2.99	2.61	2.21					
PS	0.73	0.62	0.51	0.42					
EV/EBITDA	651.54	9.61	7.05	5.04					
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：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 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	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn