

# 云南白药 (000538.SZ)

## 百年白药底蕴深厚，期待新活力

### 核心观点：

#### ● 从白药散剂到日化延伸，白药持续增长

云南白药 24 年市值从 8 亿到 900 亿，产品创新是重要发展因素，但是国企体制越来越成为长期发展的限制因素。2016 年底，控股股东白药控股混改，254 亿元向新华都转让 50% 股权，目前已经按照市场化原则选举产生董事会，白药控股股东大会成为上市公司的最终决策机构。云南白药从散剂、胶囊等延伸到大健康，未来将持续成长。

#### ● 三大事业部板块优质，具备深厚发展潜力

① 药品事业部，中央系列产品和透皮产品以 OTC 为主，品牌强大客户粘性高，维持稳定增长；普药重点培育气血康等核心产品。② 健康产品事业部，牙膏短期产能瓶颈解决，长期受益消费升级，预计高于整体行业增速；清逸堂卫生巾新开发东南亚市场，以高端品牌开发电商渠道；养元青洗发水品类持续扩充预计持续增长。③ 中药资源事业部基数较低，未来加强上游资源掌控，中游发挥植物提取高技术优势扩大产能，下游继续推动健康品类的成长。

#### ● 商业板块受益两票制推进，继续整合省内商业资源

医药商业从 2006 年的 2 亿收入成长为上百亿的收入规模，10 年来保持了 21% 的复合增长。2016 年开始两票制在全国范围推行，流通行业整合明显，作为云南省医药商业的绝对龙头，公司有望受益两票制的进一步推行。云南省内国药、华润等影响力弱，公司未来市场份额将进一步扩大。

#### ● 预计 17-19 年业绩分别为 3.26 元/股、3.76 元/股、4.33 元/股

公司是国内中药行业龙头企业，医药产品和健康产品未来依然看点颇多，本次国企混改后有望突破发展瓶颈。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 至 3.26/3.76/4.33 元（2016 年 EPS 为 2.80 元），目前股价对应 PE 27/24/21 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

混改后续对上市公司影响力度低预期风险；各大版块未来增速低于预期的风险。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	20,738.13	22,410.65	25,482.94	29,024.35	32,502.12
增长率 (%)	10.22%	8.06%	13.71%	13.90%	11.98%
EBITDA (百万元)	3,150.41	3,333.82	3,903.46	4,533.55	5,243.95
净利润 (百万元)	2,770.84	2,919.88	3,397.56	3,919.52	4,510.43
增长率 (%)	10.56%	5.38%	16.36%	15.36%	15.08%
EPS (元/股)	2.661	2.804	3.262	3.764	4.331
市盈率 (P/E)	33.62	31.90	27.42	23.77	20.65
市净率 (P/B)	6.93	5.92	4.87	4.04	3.38
EV/EBITDA	29.02	27.50	22.48	18.84	15.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

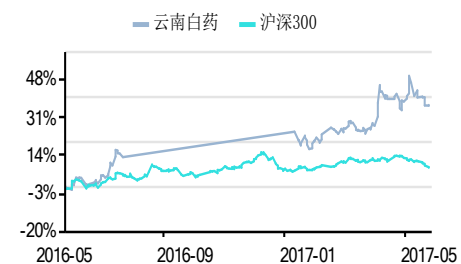
### 公司评级

当前价格	85.45 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-23

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,041/1,041
流通 A 股市值 (百万元)	88,988
每股净资产 (元)	15.10
资产负债率 (%)	35.56
一年内最高/最低 (元)	91.35/59.08

### 相对市场表现



分析师：吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师：罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

### 相关研究：

云南白药 (000538.SZ)：	2017-05-02
一季报业绩增速恢复明显	
云南白药 (000538.SZ)：	2017-04-24
业绩维持稳定增长，看好混改红利	
云南白药 (000538.SZ)：	2017-04-20
白药控股董事会变动，市场化聘任董事	

## 目录索引

百年白药，期待新活力 .....	4
从散剂到衍生品，白药品牌深入人心 .....	4
产品红利减弱，体制机制成发展瓶颈 .....	5
白药控股混改，市场化机制红利可期 .....	6
业务板块优质，具备深厚潜力 .....	7
药品事业部 .....	8
白药系列品牌深厚客户高粘性，维持稳健增长 .....	9
健康产品事业部 .....	11
白药牙膏定位高端，开发新品类 .....	13
卫生巾市场集中度高，需要采取针对性开发策略 .....	14
洗发水市场外资占比下滑，本土品牌有望崛起 .....	16
中药资源事业部 .....	17
医药商业 .....	18
受益两票制，继续整合省内商业资源 .....	18
盈利预测与投资评级 .....	20
风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 云南白药发展历程 .....	4
图 2: 云南白药品牌及其价值 .....	5
图 3: 混改完成后云南白药股权和业务结构 .....	6
图 4: 白药控股混改推进流程 .....	6
图 5: 三大事业部以及医药商业 2010 年以来的收入占比 .....	8
图 6: 药品事业部 2010 年以来的收入和增速 .....	9
图 7: 无锡药业历年收入和增速 .....	10
图 8: 母公司历年收入和增速 (单位: 百万元) .....	10
图 9: 白药系列产品的收入构成 .....	11
图 10: 白药系列 OTC 和处方收入占比 .....	11
图 11: 健康产品事业部 2010 年来收入和增速 .....	12
图 12: 云南白药日化品系列 .....	12
图 13: 牙膏产品历年来收入和增速 .....	13
图 14: 2010-2020 年中国牙膏市场零售规模 .....	13
图 15: 牙膏中高端市场占比扩大 .....	13
图 16: 2009-2019 年中国日化用品零售额 .....	14
图 17: 2011-2015 年国内卫生巾企业销售额 .....	15
图 18: 2011-2015 年国内卫生巾消费量 .....	15
图 19: 2010-2015 年我国洗发产品市场规模及增速 .....	16
图 20: 2010-2015 年我国护发产品市场规模及增速 .....	16
图 21: 中药资源事业部历年收入和增速 .....	17
图 22: 医药商业历年收入和增速 .....	18
图 23: 商业毛利率变化 .....	18
图 24: 云南省药品流通行业商品销售额和增速 .....	19
表 1: 公司薪酬激励机制和市值接近的民营企业高管对比 .....	5
表 2: 白药控股董事会人员构成 .....	7
表 3: 公司几大业务板块的情况 .....	8
表 4: 药品事业部产品情况 .....	9
表 5: 公司白药系列产品历年出厂价提价情况 .....	11
表 6: 云南白药针对不同细分领域的牙膏品类 .....	13
表 7: 云南白药日化系列 .....	14
表 8: 2015 年全国主要卫生巾厂商商超渠道市场份额 .....	15
表 9: 头发护理产品公司零售额市场份额变化 (%) .....	16
表 10: 公司中药资源产品 .....	17
表 11: 市场可比公司估值 .....	20

## 百年白药，期待新活力

### 从散剂到衍生品，白药品牌深入人心

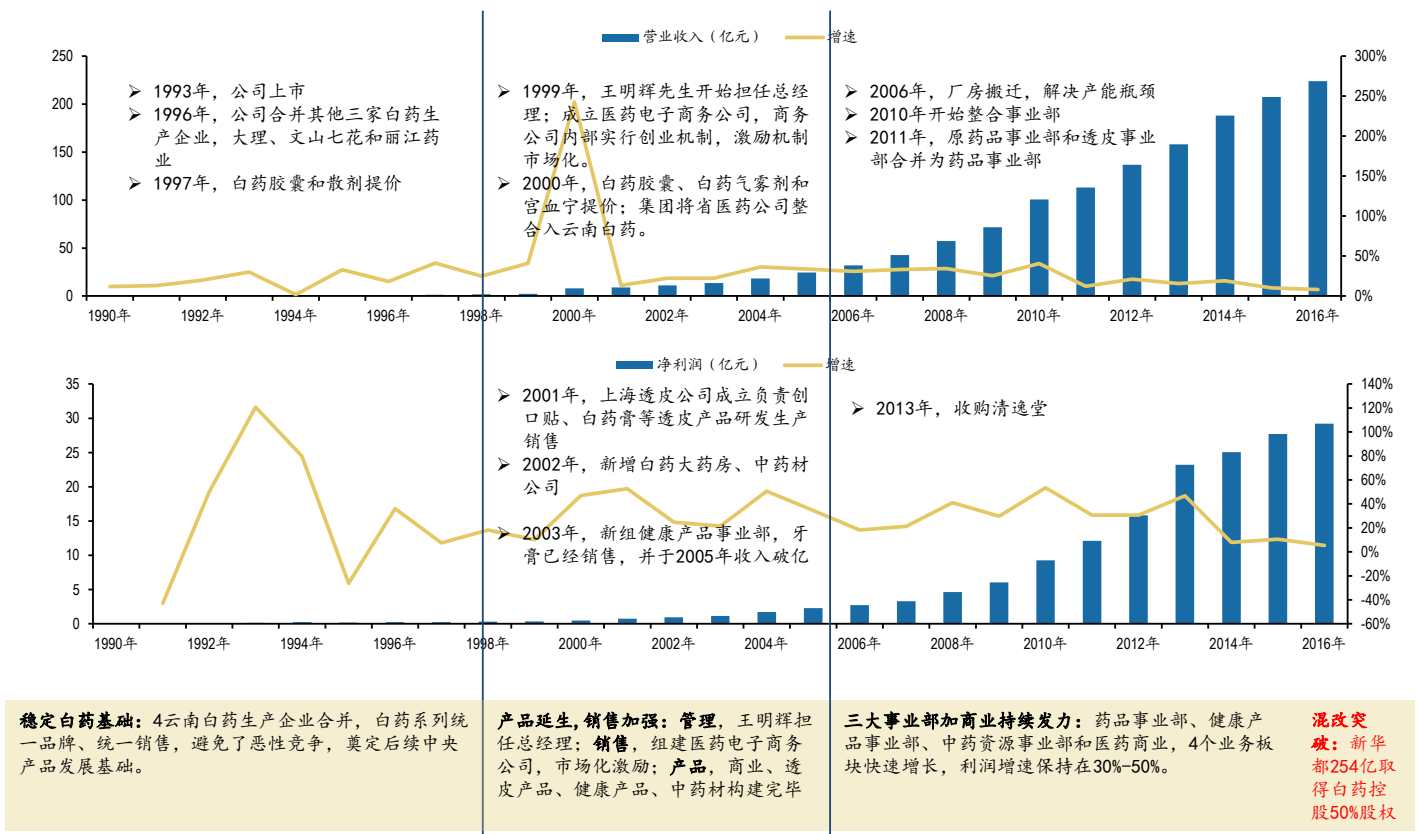
1902年，彝族名医曲焕章先生集民族医药之大成，创制云南白药，七十年代初云南白药厂成立，1993年云南白药改制上市。24年间云南白药营业收入从0.58亿元上升到224亿元，净利润从0.13亿元上升到29亿元，复合增速分别为29.53%和26.44%，从市值8亿元的小企业成长为近900亿元的国内医药消费龙头企业。

云南白药的发展经历了几个阶段：第一阶段是1973年上市到1999年，4家生产白药的企业合并，白药统一品牌和销售，奠定了白药的发展基础。这一阶段公司产品以传统的白药散剂和胶囊为主。

第二阶段是2000年到2005年，王明辉上任总经理，此后担任董事长，打造云南白药“百年品牌”新形象，走出伤科品牌的单一领域；产品进行更新，推出云南白药创口贴、云南白药牙膏等衍生产品，实现老字号品牌的年轻化跨越；组建云南白药集团医药电子商务有限公司，构建全国销售网络，营销激励市场化。

第三阶段是2006年至今，构建的三大事业部和商业板块持续发力，11年间公司营业收入和净利润复合增速分别增长22%和26%，云南白药这个阶段实现了快速发展。

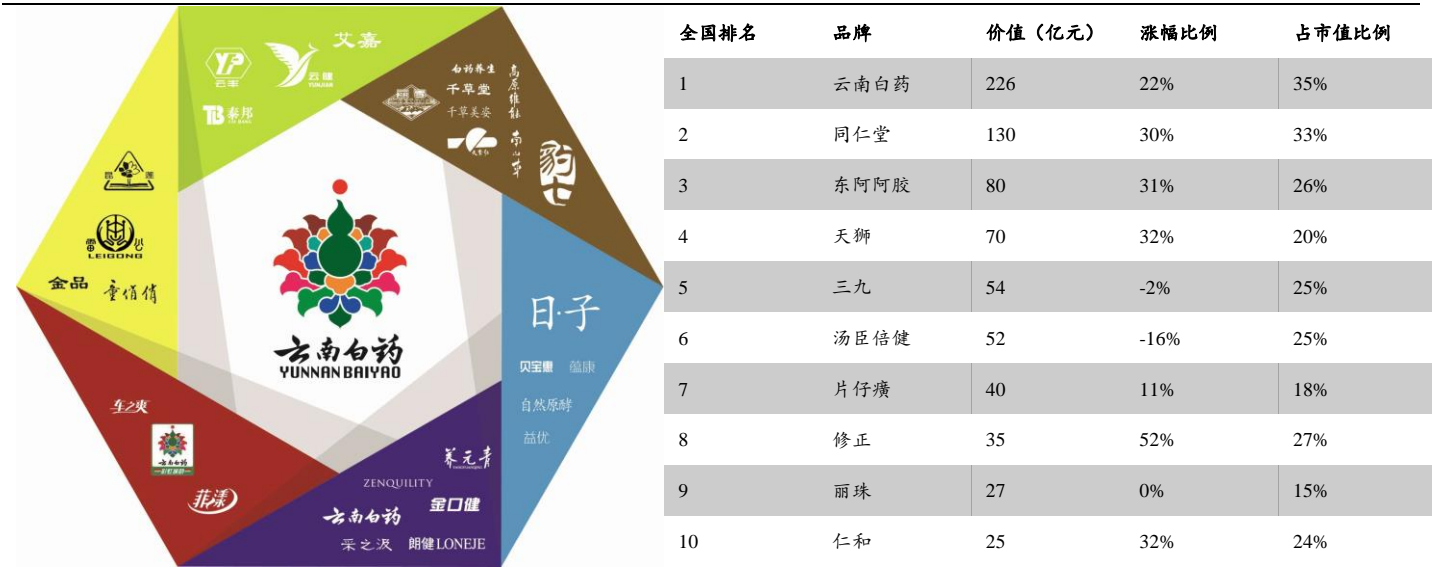
图1：云南白药发展历程



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

品牌创造难度增强的年代，白药已经构建强大品牌护城河。经历第二阶段的快速发展，云南白药产品从简单的白药散剂到白药系列产品，日化品和中药资源产品，证明了自己的持续创新基因。以云南白药为基础品牌，公司创造了金口健、养元青、豹七、日子等各领域细分品牌，2016年胡润品牌榜，公司品牌价值达到226亿元，增长22%，居行业首位。在产品趋同化、信息碎片化的年代，品牌构建日趋困难，云南白药品牌是强力护城河，以此为基础有望成就更多的产品集群。

图2：云南白药品牌及其价值



数据来源：公司公告、《2016胡润品牌榜》、广发证券发展研究中心

### 产品红利减弱，体制机制成发展瓶颈

2014年以来，云南白药收入和净利润25%左右的复合增速难以再维持，2016年收入增速下降为8%，净利润增速下降为5%。公司第二阶段，产品创新推动公司发展，目前产品红利正在消退，国企体制已经越来越无法适应新的市场化境，成为制约白药进一步发展的重要因素。

国企体制的制约表现最为明显的是管理层和员工的激励，以一直在公司十多年的高管为例，王明辉1999年开始任公司总经理，目前担任董事长，最高薪酬为2010年的67.3万，0持股；杨昌红2001年开始任副总经理，目前担任执行董事，最高薪酬为2010年的56.38万元，0持股；尹品耀2002年开始任财务总监，此后担任董秘和副总经理，目前任总经理，最高薪酬为2016年的96.54万元；杨勇2004年开始任独董，目前任董事和副总经理，最高薪酬为2016年的93.41万。薪酬激励不是唯一的考量因素，但是若无合理的薪酬体制，人才引进、企业发展必然受到制约。

表 1：公司薪酬激励机制和市值接近的民营企业高管对比

公司名称	高管姓名	职位经历	最高薪酬 (万元)	持股数	合计 (万元)
云南白药	王明辉	董事长、总经理	67.3	0	67.3
	尹品耀	总经理、副总经理、财务总监、董秘	96.54	0	96.54
康美药业	李建华	副总经理、总经理助理	54.76	562,000	1057.93
	庄义清	财务总监	37.67	130,000	269.08

天士力	朱永宏	董事、总经理	570.85	0	570.85
	王瑞华	财务总监、副总经理	686.28	0	686.28
复星医药	姚方	副董事长、执行董事、总裁	714.90	781,000	2549.47
	陈启宇	董事长、执行董事	890	114,075	1153.97

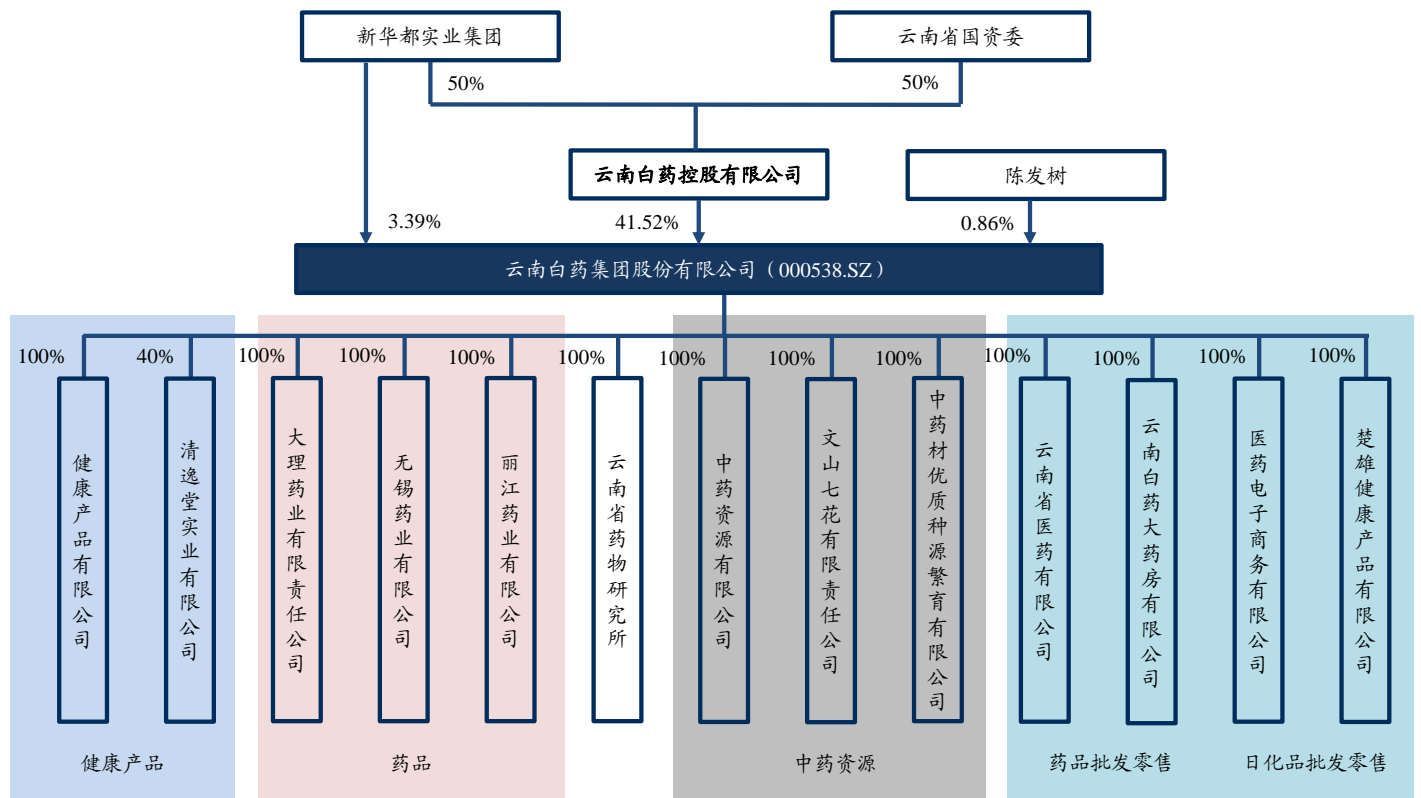
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 白药控股混改，市场化机制红利可期

混改力度超预期，新华都增资254亿元取得白药控股50%的股权。云南白药2016年12月30号公告其控股股东白药控股的混合所有制改革方案公布，白药控股以254亿元转让其50%的股权给新华都，引进长期战略合作伙伴。混改完成后，新华都通过白药控股持有云南白药20.76%股权，加上直接持股的3.39%，以及陈发树直接持有云南白药的0.86%，新华都及其一致行动人持有上市公司25.01%股权。

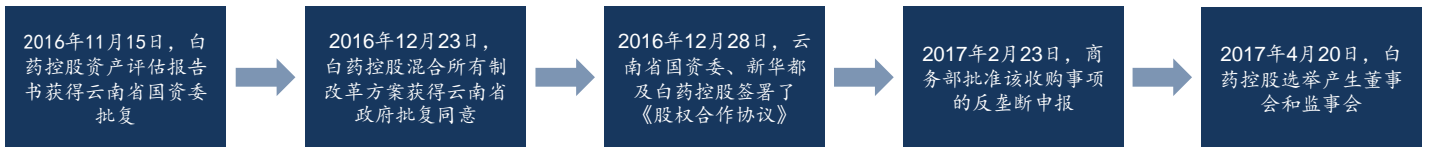
2017年4月20日，白药控股召开股东会，选举王建华、汪戎、陈春花、纳鹏杰为董事，同日召开董事会，选举王建华担任董事长，聘任云南白药上市公司的董事长王明辉担任总经理。4为董事成员王建华和陈春花是新华都方面的代表，汪戎和纳鹏杰是国资委方面的代表，人员各占50%，但是王建华为白药控股董事长，新华都董事会分量更足。

图3：混改完成后云南白药股权和业务结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：白药控股混改推进流程



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：白药控股董事会人员构成

代表方	职位	姓名	经历
新华都	董事长	王建华	曾任青州桑蚕育种场场长、党委委员，山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记，山东黄金集团有限公司董事长、党委书记，紫金矿业集团股份有限公司总裁、党委书记。现任云南白药控股有限公司董事长。
新华都	董事	陈春花	曾任华南理工大学工商管理学院副院长、华南理工大学经济与贸易学院常务副院长，广州市政府决策咨询专家，新希望六和股份有限公司联席董事长、首席执行官。现任新华都集团董事总裁，云南白药控股有限公司董事，广东威创集团股份有限公司董事，华油能源股份有限公司非执行董事。
云南省国资委	董事	汪戎	曾任云南大学经济学院副院长、副校长；云南财经大学校长、党委书记；云南财经大学印度洋中心教授、首席专家；云南铜业独立董事、云天化和云南建工外部董事。现任云南白药控股有限公司董事。
云南省国资委	董事	纳鹏杰	曾任云南财经大学教授、博导，云南企业发展研究中心主任，港澳证券财务部业务主任，投行部西南总经理，锡业股份、景谷林业、云南盐化、罗平锌电、云南地矿、滇西水泥、富滇银行等股份公司的独立董事，云南国有资本有限公司、云南省工业投资集团有限公司外部董事。现任云南白药控股有限公司董事。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

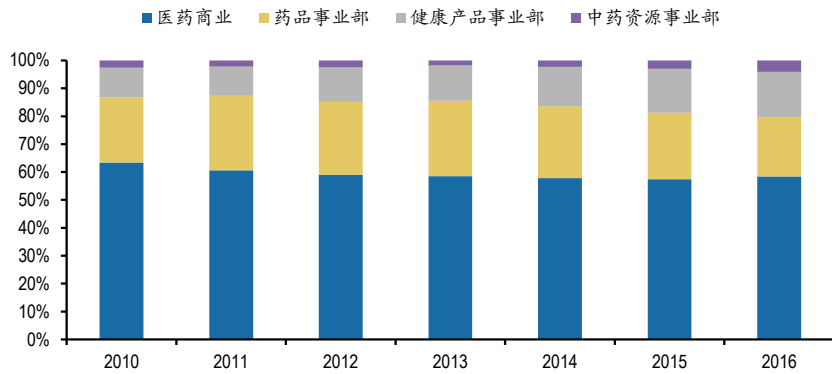
白药控股市场化选举高管，云南白药重大事项决策效率提高。本次白药控股所有成员均以市场化原则进行推选、聘任和管理，所有人员均不具有公务员或参照公务员管理的人员之身份。我们认为这也是混改的重要意义所在，有望打破原本国有企业的机制僵局，未来可以期待更为市场化的激励和管理机制。混改后，白药控股的股东大会将成为云南白药重大事项的最终决策机构，无需再申报国资委，审批层级下降，决策效率提高。

## 业务板块优质，具备深厚潜力

在剥离白药置业聚焦医药主业后，公司目前业务分为三个工业板块和一个商业板块。2016年公司实现营业收入224.11亿元，中药资源事业部实现收入9.44亿元；健康产品事业部实现收入37.57亿元；药品事业部实现收入49.18亿元；医药商业实现收入132.76亿元。

各事业部产品中，健康产品事业部在牙膏的驱动下，收入占比从2010年的10.63%提高到16.26%；药品事业部中央和透皮产品稳定增长，普药开发气血康等重点产品，收入占比基本维持稳定，从2010年的23.35%略下降为2016年的21.28%；中药资源事业部持续打造中药材种植季度，并且受益中药材价格上涨，收入占比从2010年的2.62%提升到2016年的4.08%。

图5: 三大事业部以及医药商业2010年以来的收入占比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 公司几大业务板块的情况

板块名称	2016 年销售收入、增速	主要产品	其它
药品事业部	49 亿元, -3%	白药气雾剂 白药胶囊 宫血宁胶囊 白药散剂 白药酊剂 白药膏 白药创口贴 白药急救箱	收入规模超 10 亿元, 同类产品销量第一 白药系列经典产品 白药系列经典产品 白药系列经典产品 - 收入规模超 10 亿元, 同类产品销量第一 同类产品销量第一, 超过邦迪 -
健康产品事业部	38 亿元, 12%	白药牙膏 养元青洗发水 千草堂沐浴露 清逸堂卫生纸	收入规模超过 30 亿元, 占牙膏市场份额 16%, 收入规模居同类产品第二 - - 开拓东南亚市场, 新增“菲漾”高端品牌
中药资源事业部	9.44 亿元, 45%	豹三七等	依托云南丰富的中药材资源, 打造中药全产业链
医药商业	133 亿元, 15%	分销、药店	云南省内规模第一

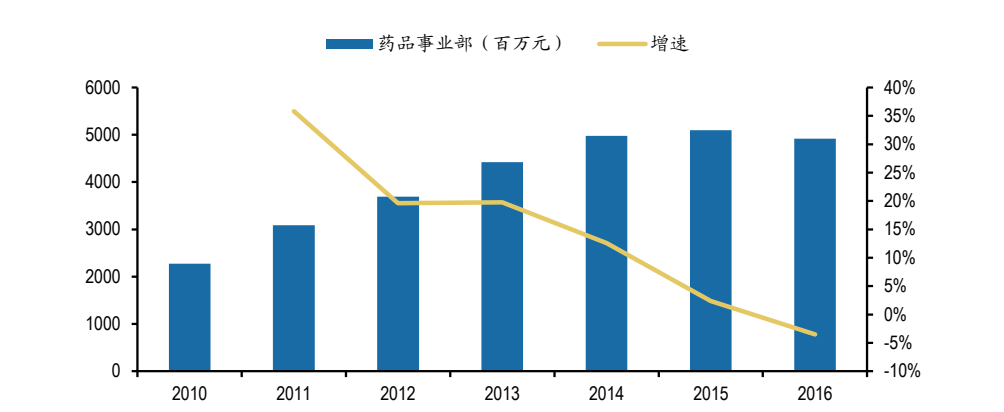
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 药品事业部

药品事业部主要包括母公司的中央产品事业部、无锡药业的透皮产品事业部和母公司及丽江、大理药业的普药事业部。2016年, 药品事业部实现收入49.17亿元, 同比下降3.51%, 主要是母公司收入确认导致的收入下降, 预计终端增速维持稳定。药品事业部中的云南白药气雾剂和云南白药膏, 收入规模超过10亿元, 在同类产品中销量第一。



图6: 药品事业部2010年以来的收入和增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表4: 药品事业部产品情况

	产品名称	规格	医保&基药	生产单位
中央产品	白药气雾剂	云南白药气雾剂每瓶装 50g,含药液 38g;云南白药气雾剂保险液每瓶装 30g,含药液 14g 等多个规格	OTC、医保甲类、基药	母公司
	白药胶囊	0.25g*16、0.25g*32	处方、医保甲类、非基药	
	白药散剂	精 4g	OTC、医保甲类、基药	
	白药酊剂	20ml;30ml;40ml 等多个规格	OTC、医保甲类、基药	
透皮产品	白药膏	6.5cm×10cm;6.5cm×4cm	OTC、医保甲类、基药	无锡药业
	白药创可贴	1.5cm × 2.3cm 等	OTC	
	白药急救箱	-	OTC	
普药产品	宫血宁胶囊	0.13g*18	处方、医保甲类、非基药	母公司
	气血康口服液	10ml; 100ml; 250ml	OTC、非医保、非基药	文山七花
	其它普药:	血塞通注射液、血塞通胶囊、岩白菜素片、益脉康片、青阳参片		母公司、大理药业、丽江药业

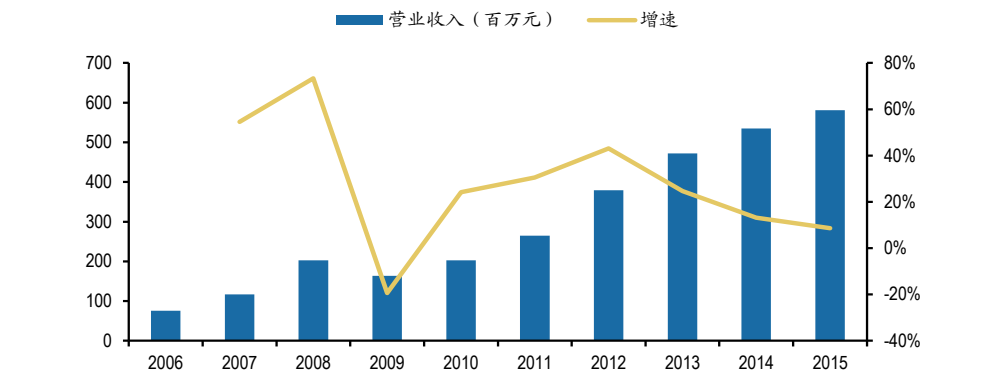
数据来源: 公司公告、南方所、广发证券发展研究中心

### 白药系列品牌深厚客户高粘性，维持稳健增长

中央产品为主的母公司2016年收入12.42亿元，同比下降5.47%，主要是预收账款同比增加的原因，一季度预收账款确认收入，收入同比增长20.58%。中央产品从传统的白药散剂、白药胶囊到白药酊剂、白药气雾剂，受益于新品类的开发，20年来维持了22%的增速。

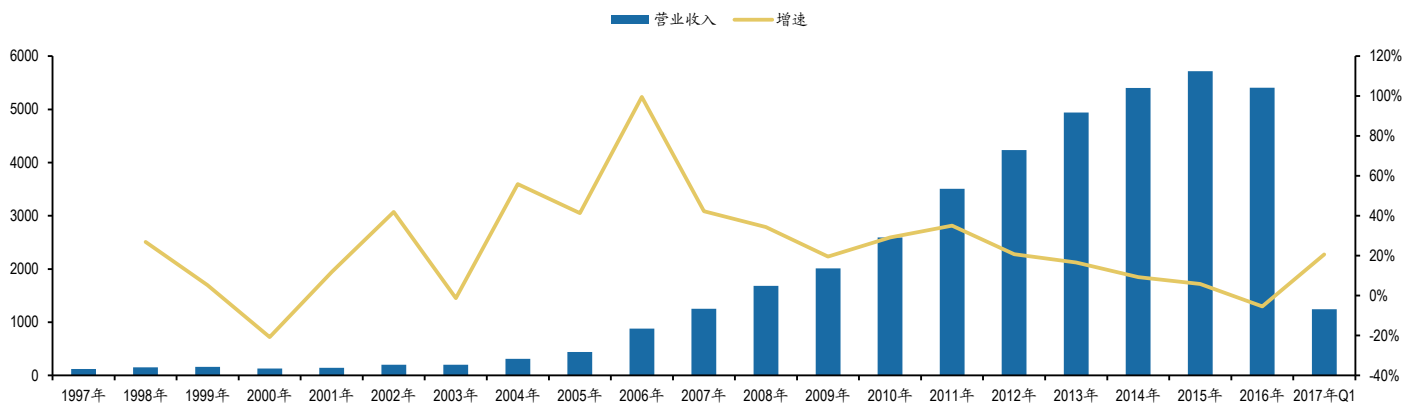
透皮产品中白药膏收入规模超过10亿元，在同类产品中销量市场第一。白药创可贴依靠白药止血圣药的口碑，在市场同类产品中击败强力的外资竞争对手邦迪，市场销量同样排名第一。普药系列产品受到医保控费等药政影响较大，公司针对性开发气血康等补血养气类产品，目前该产品2016年收入规模已经超过3亿元，收入增速超过100%，在重点产品的带动下普药板块预计依然可以稳定增长。

图7: 无锡药业历年收入和增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图8: 母公司历年收入和增速 (单位: 百万元)



云南白药散剂



云南白药胶囊



云南白药酊



云南白药气雾剂



云南白药膏



云南白药膏

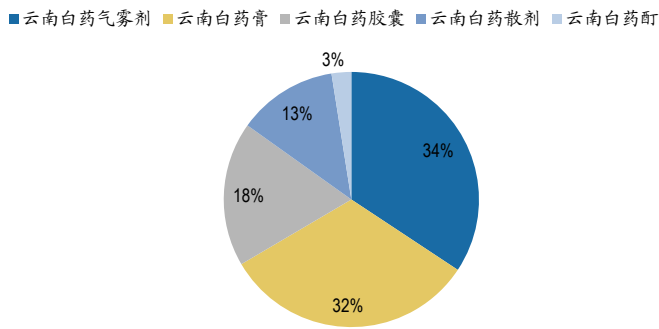


云南白药急救包

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

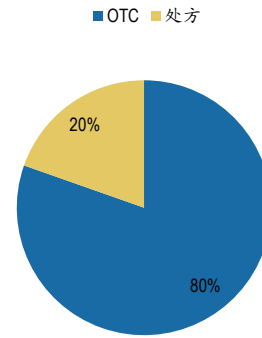
我们选取白药气雾剂、白药膏、白药胶囊、白药散剂和白药酊作为白药系列的代表产品, 中智数据库显示2016年白药系列OTC渠道销售为主, 占比为80%, 医院渠道占比20%。云南白药为国家5大绝密级配方产品之一, 在医药快消市场品牌和知名度高, 客户粘性强, 预计白药系列未来依然保持10%-20%的稳定增速。

图9: 白药系列产品的收入构成



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图10: 白药系列OTC和处方收入占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

白药系列历史上多次提价, 未来依然存在提价预期。云南白药系列产品, 从1997年开始到2009年, 有过5次提价。但是2009年至今近10年, 白药系列没有提高出厂价, 在原材料、人工成本上涨导致其他品牌产品纷纷提价的情况下, 白药系列产品未来存在提价预期。

表 5: 公司白药系列产品历年出厂价提价情况

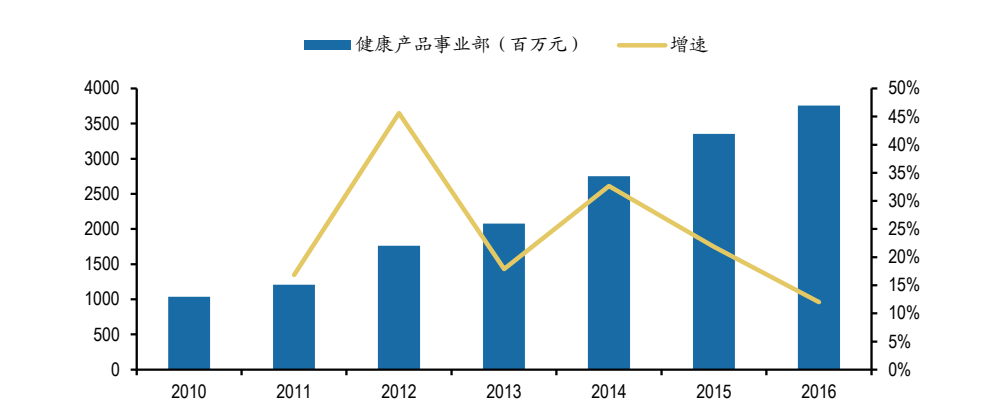
时间	提价产品	提价幅度	其它
1997年	白药胶囊	35%	零售价顺延上调比例
	白药散剂	178%	零售价顺延上调比例
2000年	白药胶囊	44.71%	采用铝塑包装, 成本上涨
	宫血宁胶囊	33.44%	采用铝塑包装, 成本上涨
	云南白药气雾剂 100ml	-	-
2003年	全线产品	10%	-
2005年	全线产品	15%	-
2009年	云南白药膏	85%	-
	其他产品	7-15%	-

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 健康产品事业部

健康产品事业部主要包括白药牙膏系列、养元青洗发水、千草堂沐浴露以及清逸堂卫生巾系列等。健康产品事业部2016年收入37.56亿元, 同比增长12%, 其中的核心产品为牙膏, 预计收入占比90%以上, 定位高端路线受益消费升级, 牙膏成为国内最成功的日化案例, 未来将持续推出新的品类, 在消除产能瓶颈后依然保持15%-20%的增速。养元青洗发水、清逸堂卫生巾等其它日化产品目前仅不到5亿元的收入规模。洗发水已经开发多款产品, 日子卫生巾开发东南亚市场, 以高端品牌菲漾主攻国内。在低基数基础上依然有较大市场空间。

图11: 健康产品事业部2010年来收入和增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图12: 云南白药日化品系列

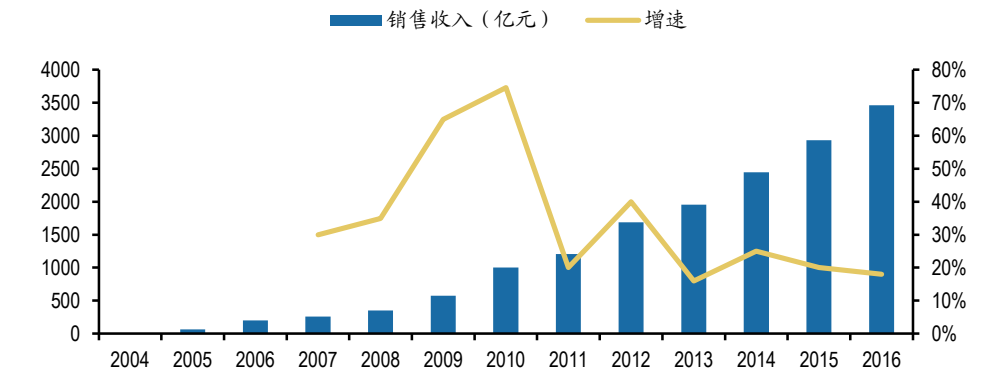


数据来源: 公司公告、云南白药天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

### 白药牙膏定位高端，开发新品类

品牌功效合一，针对细分品牌开拓的大品类。白药牙膏2016年收入约30-35亿元，销售额占全国牙膏市场份额16.49%，位居同类产品市场份额第二、民族品牌第一。针对口腔溃疡、出血的牙膏细分市场，借助云南白药在止血化瘀领域的品牌影响力，白药牙膏从2004年起步，到2016年成长为30亿以上的大品种。

图13：牙膏产品历年来收入和增速

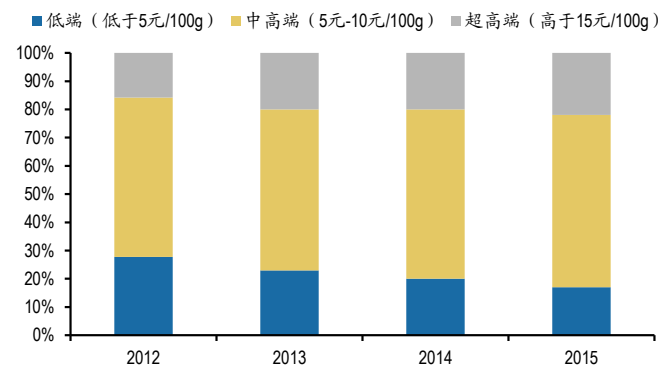
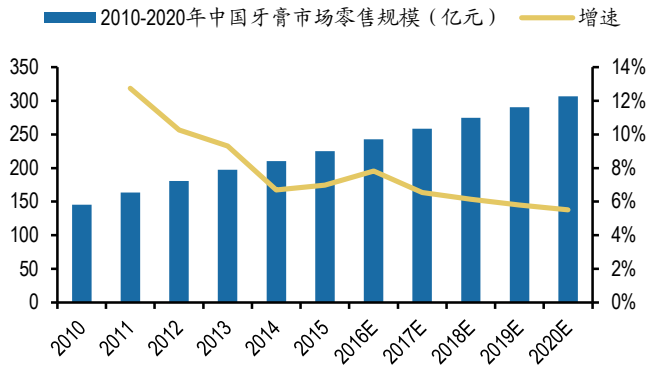


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

价格驱动牙膏市场增长，高端产品潜力大。根据中商产业的数据，2015年国内牙膏市场规模为225亿元，同比增长6.98%。同时根据尼尔森的数据，2005年牙膏的销售额增长6.7%，但是销量同比持平，价格提高驱动市场增长，显示出消费者更倾向于购买高端产品。

图14：2010-2020年中国牙膏市场零售规模

图15：牙膏中高端市场占比扩大



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

数据来源：ACNielsen，广发证券发展研究中心

针对新的细分市场开发中高端产品，白药牙膏依然存在提升空间。云南白药系列牙膏的价格100g均在15元以上，最高的溃清牙膏80g价格为79.80元，价格为其它普通产品的3倍以上。针对不同口腔问题，开发了修复口腔损伤、口腔清新、口腔养护、抗敏、去牙渍等系列产品，抢占细分市场，以新品规不断往更高端定位衍生，相比黑人目前21%的市占率，白药牙膏未来依然存在增长空间。

表 6：云南白药针对不同细分领域的牙膏品类

系列	牙膏	规格	价格	功效定位
云南白药经典牙膏	冬青香型	135g	29.60	修复口腔损伤，缓解口腔问题
		165g	31.80	

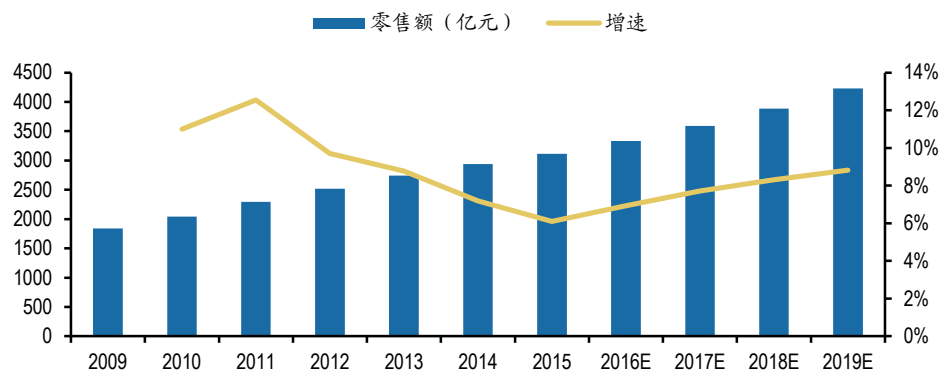
	留兰香型	65g	14.80	
		100g	21.80	
		120g	22.80	
		180g	32.80	
	薄荷香型	65g	15.00	
		100g	21.80	
		150g	31.80	
		210g	38.60	
	益齿白型	120g	26.70	
云南白药益生菌牙膏	激爽薄荷	145g	23.00	添加口腔益生菌，口腔清新
	清新晨露	100g	23.80	
	冰柠薄荷	105g	16.5	
云南白药金口健	激爽橘玫香型	105g	19.90	口腔日常养护专家
	普洱香型	105g	19.90	
	酷爽冬青	105g	25.60	
云南白药抗敏牙膏	双效抗敏	110g	36.00	双效抗敏
	双效抗敏	150g	48.00	
云南白药朗健	朗健	180g	64.90	去除残留牙渍
	朗健	120g	43.00	
云南白药溃清牙膏	溃清	80g	79.50	修复口腔黏膜损伤

数据来源：天猫超市、广发证券发展研究中心

### 卫生巾市场集中度高，需要采取针对性开发策略

2013年，公司收购清逸堂卫生巾，切入女性用品市场。之后包括养元青洗发水、采之汲面膜、千草堂沐浴露的开发拓展了公司的日化品类。2015年，中国日化品市场规模为3116亿元，同比增长6%，公司有白药牙膏的推广经验，其它日化产品在品牌成熟后有望获得更大的市场。

图16：2009-2019年中国日化用品零售额



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表7：云南白药日化系列

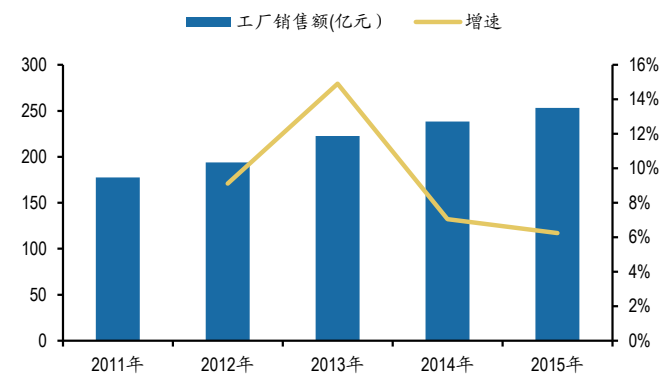
系列	品类	规格	价格	功效定位
识别风险，发现价值				
请务必阅读末页的免责声明				

养元青洗发水	控油防脱	洗发 210ml+护发 60ml	49.00	控油防脱发
	控油止痒	洗发 210ml+护发 65ml	53.00	控油、止痒
	去屑柔顺	洗发 210ml	49.50	去屑柔顺
	去屑修护	洗发 210ml	46.00	去屑修复
	玫瑰精油	洗发 425ml	75.00	控修复保湿养润修复
	薰衣草精油	洗发 425ml	68.00	滋养顺滑
	淘米水洗发水柔顺强韧	洗发 425ml	59.00	柔顺强韧
	淘米水洗发水乌黑亮泽	洗发 425ml	59.00	乌黑亮泽
千草堂沐浴露	止痒理肤润体素	150g	98.00	止痒、护理皮肤
	止痒理肤沐浴素保湿	250ml	48.00	保湿
	止痒理肤沐浴素润养	250ml	48.00	改善和防止肌肤瘙痒、干燥等
采之汲面膜	紧致水凝	5片	185.00	抗皱、提拉紧致
	舒缓保湿	5片	146.00	保湿
日子卫生巾	洁菌氧护系列	255mm 8片(日用)	14.90	350mm 8片、300mm 10片等多个规格
	洁菌舒缓系列	150mm 20片	8.60	255mm 8片、190mm 16片等多个规格
	洁菌净味系列	240mm 8片	22.60	290mm 8片、240mm 4片等多个规格
菲漾卫生巾	礼盒装	多个规格	168.00	高端定位

数据来源：天猫超市、广发证券发展研究中心

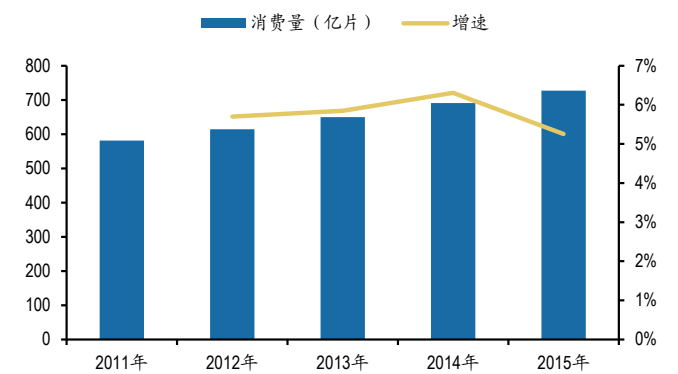
卫生巾市场集中度高，需要采取针对性开发策略。2015年国内卫生巾市场渗透率接近90%，企业销售收入253亿元，同比增长6.25%；年消费量为727.3亿片，同比增长5.25%。在商超渠道中，福建恒安集团的七度空间、安尔乐等品牌排名第一，市场份额为16.04%，其次为尤妮佳旗下的苏菲，广东景兴旗下的ABC等。外资品牌由一线高端向下渗透，本土品牌向上升级，行业集中度提升，云南白药需要采取针对性策略。

图17: 2011-2015年国内卫生巾企业销售额



数据来源：中国生活用纸年鉴，广发证券发展研究中心

图18: 2011-2015年国内卫生巾消费量



数据来源：中国生活用纸年鉴，广发证券发展研究中心

表 8: 2015 年全国主要卫生巾厂商商超渠道市场份额

排名	公司名称	品牌	市场份额
1	福建恒安集团有限公司	七度空间、安尔乐、安尔	26.04%
2	尤妮佳生活用品(中国)有限公司	苏菲、Center in、佳慕	17.11%
3	广东景兴卫生用品有限公司	ABC、Free	10.94%
4	保洁(中国)有限公司	丹碧丝、护舒宝、朵朵	10.14%

5	桂林洁伶工业有限公司	洁伶、淘淘氧棉	4.05%
6	金佰利(中国)有限公司	高洁丝、舒尔美	3.80%
7	重庆百亚卫生用品股份有限公司	自由点、妮爽	2.88%
8	花王(中国)投资有限公司	乐而雅	2.33%
9	湖北丝宝卫生用品有限公司	洁婷、伊倍爽	2.24%
10	北京倍舒特科技发展有限公司	倍舒特、怡悦清爽	1.32%
合计			80.65%

数据来源: ACNielsen、广发证券发展研究中心

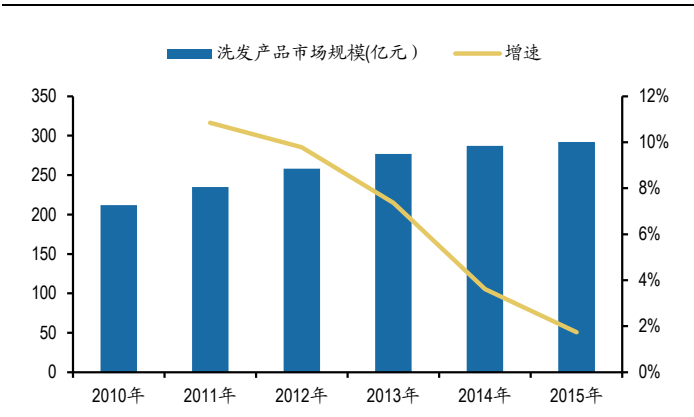
白药日子卫生经主打东南亚市场,菲漾高端品牌开拓国内市场。日子卫生巾主要市场为云南地区,定位中低端消费人群,2013年并购公告2012年收入1.61亿元,净利润1888万元,随着国内中低端消费人群逐渐减少,公司开拓与产品相匹配的东南亚市场,国内则以菲漾等中高端品牌开拓市场,但是目前新产品知名度低,需要更持续的产品品牌积累。

### 洗发水市场外资占比下滑,本土品牌有望崛起

2015年我国洗发水市场规模为292亿元,同比增长1.74%;我国护发市场规模为88亿元,同比增长8.64%,市场整体趋于稳定。市场的激烈竞争导致外资的龙头品牌逐渐丧失市场份额,联合利华、拜尔斯道夫、拉芳、资深堂等企业市场占比降低。而以国内小众品牌为代表的企业市场份额从2012年的16.3%提升至2014年的22.90%,同比提高6.6个百分点。

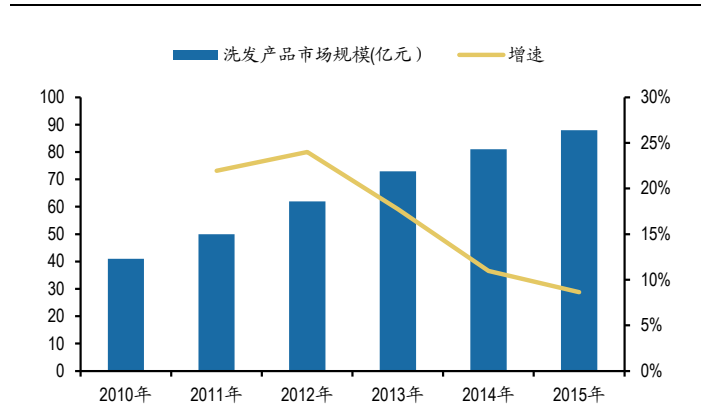
云南白药养元青洗发水原本品类较少,现在不断推出包括防脱、控油、止痒、精油、淘米水等系列十几个品类,产品定位中高端,借助白药品牌的影响力、渠道掌控能力,有望持续成长。

图19: 2010-2015年我国洗发产品市场规模及增速



数据来源: 智研咨询, 广发证券发展研究中心

图20: 2010-2015年我国护发产品市场规模及增速



数据来源: 智研咨询, 广发证券发展研究中心

表9: 头发护理产品公司零售额市场份额变化(%)

	2012年	2013年	2014年	2012-2014年变化%
宝洁	38.50%	41.90%	41.50%	3.00%
联合利华	17.90%	17.40%	15.40%	-2.50%
拜尔斯道夫	7.30%	5.90%	5.60%	-1.70%



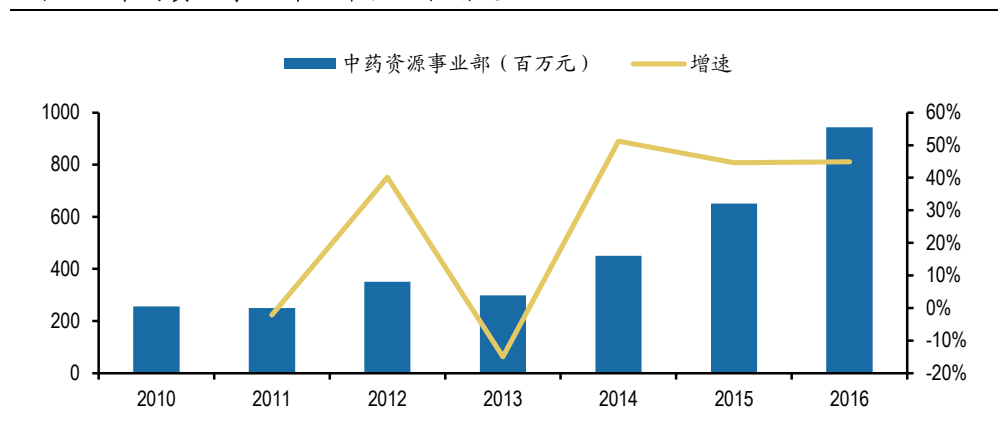
拉芳国际	5.30%	3.10%	3.30%	-2.00%
欧莱雅	3.20%	3.30%	3.50%	0.30%
汉高	2.40%	2.60%	2.70%	0.30%
上海华银	2.70%	1.40%	1.30%	-1.40%
资生堂	2.10%	1.70%	1.80%	-0.30%
霸王集团	2.30%	2.00%	1.20%	-1.10%
花王集团	2.00%	0.90%	0.80%	-1.20%
	2012年	2013年	2014年	2012-2014年变化%
其它	16.30%	19.80%	22.90%	6.60%

数据来源：中国产业信息、广发证券发展研究中心

## 中药资源事业部

中药资源事业部是公司2013年新组建的事业部，结合云南当地丰富的中药材资源，公司已经建立起中药材种植、贸易、加工、提取到保健品开发的全产业链开发体系。2016年，中药资源事业部收入9.44亿元，同比增长44.91%。

图21：中药资源事业部历年收入和增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

中药资源板块可以为内部生产提供原材料；在中药材基础上开发保健品业务，公司已经开发包括豹七三七、高原维能口服片等；以战略合作、参股共建等模式先后打造多个中药材种植基地，并推进云南省中药材种植行业协会工作、出资建设云药资源网以整合优势资源，疏通购销渠道。

表 10：公司中药资源产品

品牌	规格	价格	功效
豹七三七	熟三七超细粉 120g	688	补血和血。用于贫血，失血虚弱，月经不调，产后恶血不尽
	豹七三七（40头）1kg	1200	
	豹七冻干三七主根 90g	298	
	豹七冻干三七切片 90g	319	
千草美姿	减肥旨安徽丸	398	减肥、调节血脂
高原维能	高原维能口服液 50ml/瓶	68	缓解体力疲劳，提高缺氧耐受力
	滇橄榄含片 0.6g*28粒	25	补充维生素 C
其它	果蜜、玛咖干片、均衡餐食品等各种保健食品		

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

中药资源事业部产业链内存在突破潜力。在中药材源头上，公司目前资源掌控力度已经有一定基础，未来中药材掌控力度加强。中药材提取，公司对于中间物的提取很多达到食品级的标准，并且提取受益更高，未来提取规模扩大有望为药企提供附加值更高的中间体而非药材。中药材贸易，云药资源网已经建立，定位于云南省中药材交易的平台。中药资源各环节发力，预计未来该板块在目前低基数基础上持续扩张。

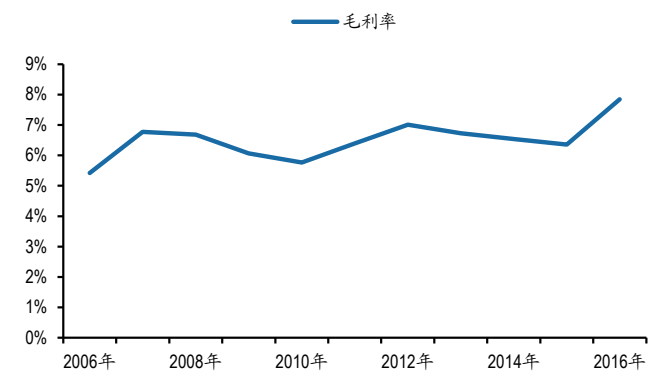
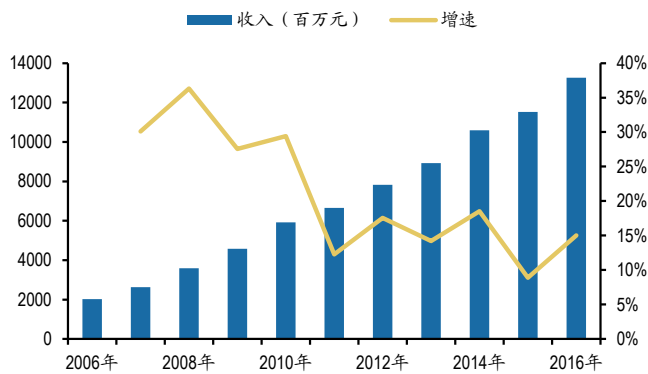
## 医药商业

### 受益两票制，继续整合省内商业资源

医药商业从2006年的2亿收入成长为上百亿的收入规模，10年来保持了21%的复合增长。2016年，公司医药商业实现收入132.58亿元，同比增长15.02%，毛利率为7.84%，同比提高1.48个百分点。

图22：医药商业历年收入和增速

图23：商业毛利率变化

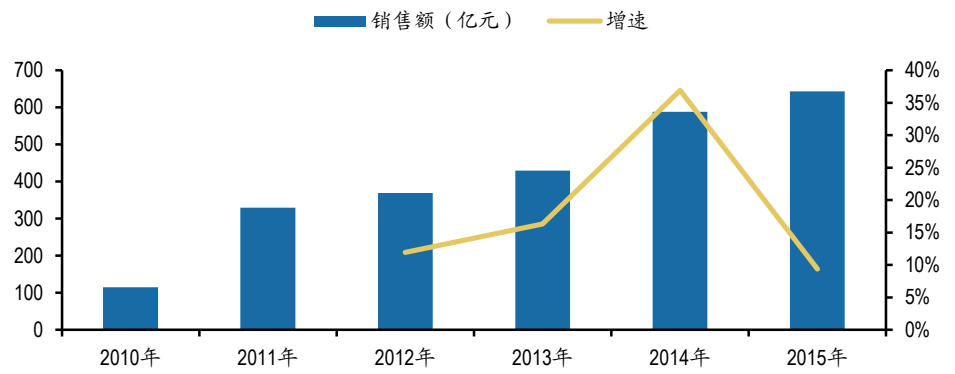


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2016年开始两票制在全国范围推行，流通行业整合明显，作为云南省医药商业的绝对龙头，公司有望受益两票制的进一步推行。2016年云南省流通行业商品销售额为643亿元，同比增长9.36%。云南白药商业规模仅占省内的20%左右，由于云南省全国性商业龙头竞争力弱，公司有望保持超越行业的平均增速，进一步提高省内的分销市场占比。

图24: 云南省药品流通行业商品销售额和增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

### 盈利假设:

工业板块, 药品事业部中央系列产品和透皮产品以OTC为主稳定增长, 普药重点培育气血康等核心产品, 部分产品低开转高开带来收入增长。健康产品事业部2017年牙膏产能瓶颈解决, 其它日化产品持续推出新品类扩张。中药资源事业部基数较低, 维持较快增速。医药商业, 受益两票制, 公司在云南省份额继续加大。

我们预计2017、2018、2019未来三年公司收入分别为254.83亿元、290.24亿元和325.02亿元, 增速分别为13.71%、13.90%和11.98%。实现归母净利润为33.97亿元、39.19亿元和45.10亿元, 分别同比增长16.36、15.36%和15.08%。

### 可比估值:

表 11: 市场可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS (元/股)				PE			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
000423.SZ	东阿阿胶	67.11	2.83	3.34	3.91	4.54	20.47	20.11	17.18	14.78
600332.SH	白云山	27.11	1.07	1.12	1.33	1.54	27.91	24.20	20.38	17.55
600436.SH	片仔癀	55.13	0.89	1.18	1.49	1.88	48.08	46.83	37.11	29.35
600479.SH	千金药业	14.66	0.43	0.51	0.62	0.77	51.46	28.65	23.69	19.14
平均							36.98	29.95	24.59	20.21
000538.SZ	云南白药	89.45	2.80	3.26	3.76	4.33	31.90	27.42	23.77	20.65

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司是国内中药行业龙头企业, 医药产品和健康产品未来依然看点颇多, 本次国企混改后有望突破发展瓶颈。我们预计公司17/18/19年EPS至3.26/3.76/4.33元(2016年EPS为2.80元), 目前股价对应PE 27/24/21倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

混改后续对上市公司影响力度低预期风险; 各大版块未来增速低于预期的风险。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019	
<b>流动资产</b>	16904	22068	23561	27866	32770	
货币资金	2650	3293	7215	9527	12470	
应收及预付	5065	5480	7817	8904	9971	
存货	5625	6918	6527	7432	8327	
其他流动资产	3564	6377	2002	2002	2002	
<b>非流动资产</b>	2387	2519	2648	2975	3280	
长期股权投资	5	0	0	0	0	
固定资产	1640	1782	2077	2351	2604	
在建工程	216	137	167	207	247	
无形资产	258	254	272	285	298	
其他长期资产	269	345	131	131	131	
<b>资产总计</b>	19291	24587	26209	30841	36050	
<b>流动负债</b>	4676	6735	5152	5864	6563	
短期借款	20	0	0	0	0	
应付及预收	4610	6696	5152	5864	6563	
其他流动负债	46	39	0	0	0	
<b>非流动负债</b>	1069	1994	1801	1801	1801	
长期借款	6	6	6	6	6	
应付债券	897	1795	1795	1795	1795	
其他非流动负债	166	192	0	0	0	
<b>负债合计</b>	5745	8728	6953	7665	8364	
股本	1041	1041	1041	1041	1041	
资本公积	1250	1247	1247	1247	1247	
留存收益	11142	13437	16835	20754	25265	
归属母公司股东权	13433	15726	19123	23043	27553	
少数股东权益	95	118	118	118	118	
<b>负债和股东权益</b>	19291	24587	26209	30841	36050	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>营业收入</b>	20738	22411	25483	29024	32502	
营业成本	14406	15718	17646	20095	22513	
营业税金及附加	104	154	176	200	224	
销售费用	2710	2840	3236	3637	3933	
管理费用	493	484	637	697	748	
财务费用	13	90	0	0	0	
资产减值损失	19	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	175	194	100	100	100	
<b>营业利润</b>	3168	3320	3887	4496	5184	
营业外收入	75	89	80	80	80	
营业外支出	28	12	8	8	8	
<b>利润总额</b>	3215	3398	3959	4568	5256	
所得税	460	467	562	648	746	
<b>净利润</b>	2756	2931	3398	3920	4510	
少数股东损益	-15	11	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	2771	2920	3398	3920	4510	
EBITDA	3150	3334	3903	4534	5244	
EPS (元)	2.66	2.80	3.26	3.76	4.33	

现金流量表		单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>经营活动现金流</b>	2180	2985	4395	2606	3235	
净利润	2756	2931	3398	3920	4510	
折旧摊销	125	119	116	138	160	
营运资金变动	-598	120	857	-1280	-1263	
其它	-103	-185	25	-172	-172	
<b>投资活动现金流</b>	-962	-3987	-271	-293	-293	
资本支出	-136	-134	-371	-393	-393	
投资变动	-826	-2442	100	100	100	
其他	0	-1411	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-599	230	-203	0	0	
银行借款	20	897	0	0	0	
债券融资	-20	-20	-202	0	0	
股权融资	0	12	0	0	0	
其他	-599	-658	-1	0	0	
<b>现金净增加额</b>	619	-772	3922	2313	2942	
<b>期初现金余额</b>	2024	2650	3293	7215	9527	
<b>期末现金余额</b>	2643	1878	7215	9527	12470	

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	10.2	8.1	13.7	13.9	12.0
营业利润增长	12.0	4.8	17.1	15.6	15.3
归属母公司净利润增长	10.6	5.4	16.4	15.4	15.1
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	30.5	29.9	30.8	30.8	30.7
净利率	13.3	13.1	13.3	13.5	13.9
ROE	20.6	18.6	17.8	17.0	16.4
ROIC	30.1	22.7	27.8	28.4	29.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.8	35.5	26.5	24.9	23.2
净负债比率	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	3.61	3.28	4.57	4.75	4.99
速动比率	2.34	2.18	3.23	3.41	3.65
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.16	1.02	1.00	1.02	0.97
应收账款周转率	25.72	21.66	34.43	34.43	34.43
存货周转率	2.72	2.51	2.70	2.70	2.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.66	2.80	3.26	3.76	4.33
每股经营现金流	2.09	2.87	4.22	2.50	3.11
每股净资产	12.90	15.10	18.36	22.13	26.46
<b>估值比率</b>					
P/E	33.6	31.9	27.4	23.8	20.7
P/B	6.9	5.9	4.9	4.0	3.4
EV/EBITDA	29.0	27.5	22.5	18.8	15.7

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。