

# 白云山 (600332)

## 酷热将带动凉茶热销，提价效果逐步显现

2017年05月31日

投资评级：买入（维持）

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

[mahb@dwzq.com.cn](mailto:mahb@dwzq.com.cn)

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

[zhangyg@dwzq.com.cn](mailto:zhangyg@dwzq.com.cn)

### 投资要点：

■ **品类升级+瓶装发力，推动王老吉市占率提升。**凉茶市场增速下行，行业未来空间在于渠道下沉与品类扩张。为突破发展瓶颈，王老吉于16年11月推出无糖与低糖凉茶进行品类升级，当年销售额即达1亿。17年将在餐饮与礼品市场重点推广，目标定位于白领与有健康需求消费者，符合消费升级趋势，有助于推升均价与利润率水平。PET瓶装主打非即饮市场，与罐装消费场景不同，可带来增量。之前未有发力，处于自然增长状态；16年更换包装（类似广州塔的细腰瓶），重视程度提升，17年可能加大运作力度。此外绿盒王老吉官司落地渐行渐近，猜测年内大概率并入上市公司体内，进一步推动王老吉市占率提升。

■ **缩减渠道折让，费用率呈下降趋势。**凉茶行业高度集中，加多宝率先控费收缩，使得王老吉缩减渠道折让成为可能：一方面通过减少买赠来提高实际出厂均价；另一方面可能缩减渠道返点，以实现利润率提升。此外公司目前两大冠名节目：《我们十七岁》、《明日之子》，广告费用主要集中在一季度体现。广告投放主要是配合凉茶旺季活动，估计17年广告费用会略高于16年5亿水平；管理、财务等费用投放无大变化，收入增长将使得综合费用率降低。

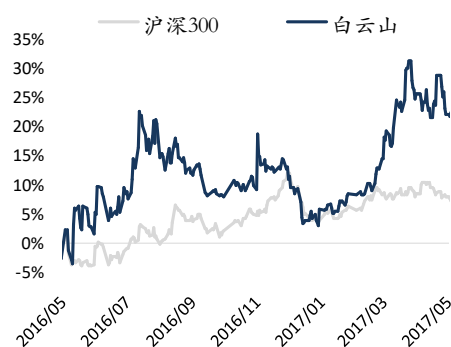
■ **短期营收略有波动，净利率将逐季改善。**1Q17王老吉销量增速15%-20%，会计处理原因导致报表收入5%-10%。渠道调研了解5月华南区雨水天气增多，对包括凉茶在内大部分饮料产生负面影响，估计4-5月王老吉营收同比增速约5%。6月进入旺季，公司仍有望实现全年计划目标。单月营收波动并不改变长期逻辑，白云山17年为品质效益年，王老吉策略是兼顾市占率与净利率水平。考虑到缩减折让+品类升级+所得税率下降，预计净利率水平将逐季改善。

■ **医药板块利润增速加快，预计全年20%利润增长。**1Q17大南药营收增速约10%，主因在于过去两年渠道调整与集中清理社会库存，目前渠道处于补库存周期中。产品结构调整+个别药品提价，毛利率同比走高；费用投入基本无大变化，收入增长导致费用率下降；金戈单品保持高增长，市场暂未看到强力竞品出现。综合，1Q17南药净利增速达20%。往全年看以上因素均持续存在，17年大南药净利增速保持一季度水平应是合理预期。

■ **盈利预测与投资建议：**暂维持全年盈利预测不变，预计公司17-19年EPS分别为1.17、1.42、1.55元，同比增26%、21%、10%，17年PE仅24倍。单月营收波动不改基本面长期向好趋势。考虑到凉茶竞争趋缓将带来王老吉市占率与净利率双升；金戈单品高速增长，医药板块增速加快，公司帐面134亿现金充足，未来具有并购预期，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**食品安全风险、原料价格风险、竞品策略转变重新引发价格战。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	27.56
一年最低价/最高价	22.47/30.19
市净率	2.53
流通市值（亿）	295

### 基础数据

每股净资产	10.97
资产负债率	31.67
总股本（百万股）	1625.79
流通股A股（百万股）	1071.18

### 相关研究

1. 白云山：1Q大南药收入净利同增，2Q凉茶提量放业绩加速增长价——20170427
2. 白云山：凉茶行业和公司净利率双拐点+中国伟哥龙头+混改持股高激励——20170228

图表 1: 白云山三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>19514.0</b>	<b>27396.7</b>	<b>29220.0</b>	<b>30999.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>20035.7</b>	<b>21118.6</b>	<b>22328.1</b>	<b>23643.5</b>
现金	13091.0	21332.1	22864.2	24321.9	营业成本	13412.1	13691.0	14426.6	15136.6
应收款项	2918.3	2904.5	3077.0	3271.2	营业税金及附加	189.3	198.5	198.7	210.4
存货	2781.5	2625.7	2758.8	2902.9	营业费用	3823.6	4029.4	4019.1	4255.8
其他	723.2	534.4	520.0	503.0	管理费用	1439.7	1478.3	1496.0	1584.1
<b>非流动资产</b>	<b>6383.2</b>	<b>6773.3</b>	<b>7278.2</b>	<b>7704.1</b>	财务费用	-96.5	-195.0	-251.2	-268.4
长期股权投资	2290.4	2295.6	2299.3	2303.4	投资净收益	206.3	220.0	219.7	237.0
固定资产	2362.4	2780.7	3315.3	3770.6	其他	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
无形资产	668.3	634.9	601.5	568.1	<b>营业利润</b>	<b>1466.6</b>	<b>2129.2</b>	<b>2651.5</b>	<b>2954.7</b>
其他	1062.1	1062.1	1062.1	1062.1	营业外净收支	478.4	250.0	230.0	200.0
<b>资产总计</b>	<b>25897.2</b>	<b>34169.9</b>	<b>36498.2</b>	<b>38703.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>1945.1</b>	<b>2379.2</b>	<b>2881.5</b>	<b>3154.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>7422.4</b>	<b>6435.3</b>	<b>7089.0</b>	<b>7475.0</b>	所得税费用	386.4	409.2	489.9	536.3
短期借款	25.2	25.2	25.2	25.2	少数股东损益	50.6	64.0	77.7	85.1
应付账款	2588.1	3338.3	3474.2	3695.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1508.0</b>	<b>1906.0</b>	<b>2313.9</b>	<b>2533.3</b>
其他	4809.1	3071.8	3589.5	3754.8	EBIT	1360.3	1919.9	2386.5	2666.9
<b>非流动负债</b>	<b>820.9</b>	<b>823.6</b>	<b>831.9</b>	<b>836.5</b>	EBITDA	1595.8	2115.8	2628.3	2957.7
长期借款	33.5	33.5	33.5	33.5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	787.4	790.1	798.4	803.0	每股收益(元)	0.93	1.17	1.42	1.55
<b>负债总计</b>	<b>8243.4</b>	<b>7259.0</b>	<b>7920.9</b>	<b>8311.5</b>	每股净资产(元)	10.67	16.34	17.33	18.35
少数股东权益	308.7	346.2	392.8	443.8	发行在外股份(百万股)	1625.8	1626.0	1626.0	1632.0
归属母公司股东权益	17345.1	26564.8	28184.6	29947.7	ROIC(%)	8.3%	12.4%	24.0%	26.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25897.2</b>	<b>34169.9</b>	<b>36498.2</b>	<b>38703.1</b>	ROE(%)	8.7%	7.2%	8.2%	8.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	33.1%	35.2%	35.4%	36.0%
经营活动现金流	2444.7	1555.6	2988.5	2959.3	EBIT Margin(%)	6.8%	9.1%	10.7%	11.3%
投资活动现金流	-249.2	-628.3	-762.2	-731.4	销售净利率(%)	7.5%	9.0%	10.4%	10.7%
筹资活动现金流	6724.7	7313.7	-694.2	-770.1	资产负债率(%)	31.8%	21.2%	21.7%	21.5%
现金净增加额	8918.9	8241.1	1532.1	1457.7	收入增长率(%)	4.8%	5.4%	5.7%	5.9%
折旧和摊销	235.5	195.9	241.8	290.8	净利润增长率(%)	16.0%	26.4%	21.4%	9.5%
资本开支	-54.0	-622.7	-758.5	-727.3	P/E	29.71	23.51	19.37	17.75
营运资本变动	763.5	-590.9	378.9	77.0	P/B	2.58	1.69	1.59	1.50
企业自由现金流	2292.4	572.0	1843.0	1853.9	EV/EBITDA	33.24	24.61	20.06	17.96

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

