

强烈推荐-A (维持)

云南白药 000538.SZ

目标估值: N/A  
 当前股价: 88.68 元  
 2017 年 08 月 23 日

混改半年，效果初现，静待嬗变（更新）

基础数据

上证综指	3288
总股本(万股)	104140
已上市流通股(万股)	104139
总市值(亿元)	924
流通市值(亿元)	924
每股净资产(MRQ)	16.6
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	33.2%
主要股东	云南白药控股有限公司
主要股东持股比例	41.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	14	30
相对表现	-3	6	17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《云南白药(000538)——引入民营战投，省国资委推动混改成功的决心强烈，激励等后续动作可能加快》2017-06-07
- 2、《云南白药(000538)——1季报业绩完全符合我们预期，母公司经营大改善》2017-05-01
- 3、《云南白药(000538)——预收款大幅上升，今年预计将增速加快》

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn  
 S1090517040001

云南白药 2017 上半年收入同比增长 14.43%，净利润同比增长 12.75%，略低于我们此前预期的 15%，混改的效果已有显现，但经营上也存在一些困难，我们调整盈利预测 2017~2019EPS 分别为 3.09/3.58/4.25 元。

- 云南白药 2017 上半年收入 120 亿，同比增长 14.43%，净利润 15.6 亿元，同比增长 12.75%，略低于我们此前预期的 15%。扣非净利润 14.3 亿元，同比增长 8.78%。毛利率同比上升 1.7 个百分点，我们判断主要来自药品事业部的提价（中央型产品是真提价，普药是低开转高开）；销售费率上升 3 个百分点，我们判断是药品提价后，给渠道和终端的返点增加（见后文药品事业部分析）；管理费下降 1.1 个百分点，最大的原因是商业公司存货盘点的损失同比减少 3500 万元、税金费用同比减少 2300 万元，但其他正常的管理费用开支，也都在同比减少，表明混改之后公司内部改善；
- 第 2 季度收入增速是 2015 年以来的最高点，但第 2 季度净利润增速较低。单季度来看，第 2 季度收入同比增长 14.6%，是自 2015 年以来的最高点，但第 2 季度净利润仅同比增长 9.6%，扣非净利润同比增长 3.4%，远远低于收入增速，究其原因，主要是第 2 季度销售费率同比上升了 3.2 个百分点，详见后文药品事业部分析。
- 我们估计药品事业部收入增速 18% 左右，但净利润增速在 12% 左右。药品事业部从去年下半年开始，就有提价因素，一方面，普药为了应付两票制而低开转高开，我们估计普药上半年收入增速超过 20%，另一方面，中央型产品是真提价，但由于渠道库存较多，上半年销量可能同比有下降，收入端增速不到 10%，截至目前，我们判断中央型产品在渠道仍有一定库存，尚未完全出清（去库存的原因可以参考我们的零售药店深度报告）；我们判断销售费用大幅上升也主要来自于药品事业部：一方面，普药低开转高开之后，必然要将渠道费用返还回去；另一方面，中央型产品提价之后，为了清理库存，公司可能也加大了返点。销售费用上升最大的部分是市场维护费，同比增长 86%，也证明了这种判断。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	20738	22411	25276	28427	31742
同比增长	10%	8%	13%	12%	12%
营业利润(百万元)	3168	3320	3637	4253	5092
同比增长	12%	5%	10%	17%	20%
净利润(百万元)	2771	2920	3218	3728	4423
同比增长	11%	5%	10%	16%	19%
每股收益(元)	2.66	2.80	3.09	3.58	4.25
PE	33.3	31.6	28.7	24.8	20.9
PB	6.9	5.9	5.1	4.4	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

- **健康事业部也是收入增速高于净利润增速。**健康事业部（不计入清逸堂）收入同比增长 17.6%，净利润同比增长 7.3%，如果计入清逸堂，我们估计净利润同比增长 6%左右。健康事业部 23 亿收入的绝大部分都是牙膏（洗发水估计上半年 4000 万元左右），牙膏在这么大体量的基数下，仍有两位数增速，已经非常不错；净利润增速低于收入增速，我们判断一部分原因是销售投入增加。
- **商业公司收入增速 8.6%，但净利润增速 29.7%。**商业公司净利润增速高于收入增速，主要原因是库存盘点损失减少：往年商业公司都会在上半年盘点库存损失，计入管理费用，但今年上半年没做；但估计年底仍然会盘点库存，因此我们估计商业公司全年的净利润增速将与收入增速差不多。
- **中药资源事业部继续高增长。**我们估计中药资源事业部收入和净利润同比增长都在 50%以上，高速增长主要来自于中药材贸易，特别是受益于三七涨价。三七价格去年 10 月份涨至最高 256 元/公斤，之后向下震动，目前价格 195 元/公斤。我们估计今年下半年中药资源事业部的增速可能低于上半年。

图 1：三七价格走势（单位：元/公斤）

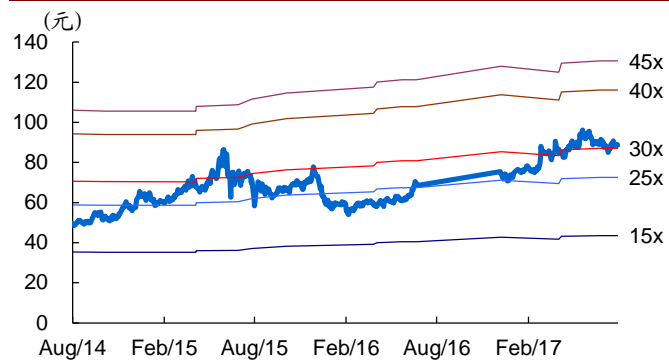


资料来源：Wind，招商证券研发中心

- **我们对于中报的解读：喜忧参半。**喜的是，混改带来的效果已经部分体现：管理费用的各项支出都在同比下降，这就表明，在引入民营资本、取消行政级别之后，公司已经在提升内部盈利效率；忧的是，药品事业部的去库存速度还是低于我们预期，不过，既然其他几家 OTC 企业都能陆续完成去库存，我们相信白药的去库存也不会太慢；又喜又忧的是，销售费用的大幅上升，当然，一部分费用是普药低开转高开，但也有一部分费用是来自公司加大药品和日化品的销售，可能影响短期的业绩，这也表明，混改之后，公司更看重的是长期发展，因此，即使短期业绩受影响，也要在今年把工作做好。
- **调整盈利预测。**由于公司销售费用的增加超出我们预期，我们调整盈利预测，2017~2019EPS 分别为 3.09/3.58/4.25 元（此前预期是 3.37/3.99/4.71 元），当前估值 29 倍，我们继续看好混改之后业绩逐渐提升，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：业绩低于预期风险，后续改革不顺利风险。**

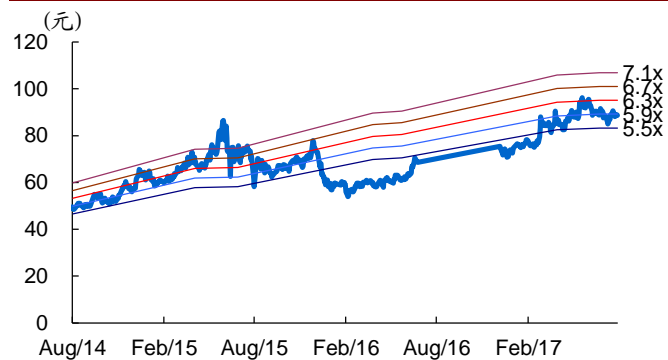
PE-PB Band

图 2: 云南白药历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 云南白药历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	16904	22068	24883	28245	32204
现金	2650	3293	4173	5269	6856
交易性投资	3042	2002	2002	2002	2002
应收票据	3606	3943	4447	5002	5585
应收款项	1058	1012	1119	1259	1406
其它应收款	68	58	66	74	82
存货	5625	6918	7627	8515	9438
其他	855	4841	5449	6124	6834
<b>非流动资产</b>	2387	2519	2630	2736	2836
长期股权投资	5	0	0	0	0
固定资产	1640	1782	1919	2047	2167
无形资产	239	231	208	187	168
其他	503	506	504	502	501
<b>资产总计</b>	<b>19291</b>	<b>24587</b>	<b>27514</b>	<b>30981</b>	<b>35040</b>
<b>流动负债</b>	4676	6735	7293	7997	8729
短期借款	20	0	0	0	0
应付账款	2470	3196	3527	3938	4365
预收账款	425	1070	1181	1318	1461
其他	1761	2469	2585	2741	2903
<b>长期负债</b>	1087	2008	2008	2008	2008
长期借款	6	6	6	6	6
其他	1081	2002	2002	2002	2002
<b>负债合计</b>	<b>5763</b>	<b>8743</b>	<b>9301</b>	<b>10006</b>	<b>10738</b>
股本	1041	1041	1041	1041	1041
资本公积金	1250	1247	1247	1247	1247
留存收益	11142	13437	15822	18585	21890
少数股东权益	95	118	102	102	124
归属于母公司所有者权益	13433	15726	18110	20874	24178
<b>负债及权益合计</b>	<b>19291</b>	<b>24587</b>	<b>27514</b>	<b>30981</b>	<b>35040</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	2180	2985	1869	2201	2839
净利润	2771	2920	3218	3728	4423
折旧摊销	125	119	136	142	148
财务费用	65	83	90	84	78
投资收益	(175)	(194)	(194)	(194)	(194)
营运资金变动	(584)	115	(1370)	(1565)	(1643)
其它	(23)	(59)	(12)	5	27
<b>投资活动现金流</b>	(962)	(3987)	(55)	(55)	(55)
资本支出	(136)	(141)	(249)	(249)	(249)
其他投资	(826)	(3847)	194	194	194
<b>筹资活动现金流</b>	(603)	225	(933)	(1050)	(1196)
借款变动	(54)	22	(10)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	(3)	0	0	0
股利分配	(521)	(625)	(833)	(965)	(1119)
其他	(32)	831	(90)	(84)	(78)
<b>现金净增加额</b>	<b>614</b>	<b>(777)</b>	<b>880</b>	<b>1096</b>	<b>1587</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	20738	22411	25276	28427	31742
营业成本	14406	15718	17348	19369	21469
营业税金及附加	104	154	173	195	218
营业费用	2710	2840	3716	4150	4444
管理费用	493	484	506	569	635
财务费用	13	90	90	84	78
资产减值损失	19	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	175	194	194	194	194
<b>营业利润</b>	3168	3320	3637	4253	5092
营业外收入	75	89	89	89	89
营业外支出	28	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	3215	3398	3715	4331	5170
所得税	460	467	513	603	725
<b>净利润</b>	2756	2931	3202	3728	4445
少数股东损益	(15)	11	(16)	0	22
<b>归属于母公司净利润</b>	2771	2920	3218	3728	4423
<b>EPS (元)</b>	2.66	2.80	3.09	3.58	4.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	8%	13%	12%	12%
营业利润	12%	5%	10%	17%	20%
净利润	11%	5%	10%	16%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.5%	29.9%	31.4%	31.9%	32.4%
净利率	13.4%	13.0%	12.7%	13.1%	13.9%
ROE	20.6%	18.6%	17.8%	17.9%	18.3%
ROIC	19.9%	18.4%	17.5%	17.7%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.9%	35.6%	33.8%	32.3%	30.6%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.6	3.3	3.4	3.5	3.7
速动比率	2.4	2.2	2.4	2.5	2.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4
应收帐款周转率	25.7	21.7	23.7	23.9	23.8
应付帐款周转率	6.4	5.5	5.2	5.2	5.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.66	2.80	3.09	3.58	4.25
每股经营现金	2.09	2.87	1.79	2.11	2.73
每股净资产	12.90	15.10	17.39	20.04	23.22
每股股利	0.60	0.80	0.93	1.07	1.27
<b>估值比率</b>					
PE	33.3	31.6	28.7	24.8	20.9
PB	6.9	5.9	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	16.1	15.1	13.8	11.9	10.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李珊珊** CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**团队荣誉**：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。