

2023年05月07日

证券研究报告·2022年年报点评

云南白药(000538)医药生物

当前价: 58.65元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主营业务稳健增长，新业务快速发展

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 364.9 亿元 (+0.3%); 归母净利润 30.0 亿元 (+7.0%); 扣非后归母净利润 32.3 亿元 (-3.2%)。
- **业绩稳步增长, 核心产品持续领跑。** 2022 年, 公司业绩稳步增长, 实现商业销售收入 236.5 亿元 (+0.3%), 毛利率 6.2%, (-1.08%), 占营业收入比重 64.8%; 实现工业销售收入 127.7 亿元 (+0.6%), 毛利率 63.5% (-0.5%), 占营业收入比重 35.0%。药品事业部实现收入 59.8 亿元, 销售过亿产品 10 个, 云南白药气雾剂收入贡献超过 15 亿元, 较上年增长超过 20%; 健康品事业部实现收入 61.9 亿元 (+4.9%), 牙膏品类占 24.4% 的市场份额, 稳居市场第一; 中药资源事业部实现收入约 14 亿元, 中药材收入较上年增长 36%, 并初步形成以桉叶油为基础的 20 多个香精香料品种; 省医药公司实现主营业务收入 231.7 亿元, 受应收账款影响, 较上年下降约 3.9%。
- **研发投入持续加大, 研发布局全面。** 2022 年, 公司研发投入金额 4.4 亿元, 占工业收入 2.7%, 研发费用 3.4 亿元, 同比增长 +1.6%; 全三七片 II 期临床试验预计 2023 年 4 月入组; 动核药 INR101 项目的相关专利已经取得, 公司已启动该项目; 同时, 千金藤素片的临床试验符合预期, 香藿喷雾剂批准注册, 有望带来新增长点。2022 年, 公司聘任张宁先生担任公司首席科学家, 任马加先生担任公司首席财务官; 中央研究院正式启动运作, 任命首席科学家张宁教授兼任中央研究院院长, 聘任万五洲博士担任中央研究院副院长。
- **三大新业务单元持续培育, 业务发展快速。** 口腔智护业务单元, 上线“齿说”(ToothTalk) 口腔科学专研品牌; 医美业务单元, 上游医美产品研发推进, 中游上海云臻妮医疗美容门诊部、昆明云臻医疗科技有限公司呈贡综合门诊部进入营业阶段; 新零售健康服务业务单元, 报告期内完成营业收入超 3 亿元, “白药生活+”门店会员销售占门店总销售达 73%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年公司归母净利润为 43.5 亿元、49.4 亿元、55 亿元, 对应 PE 分别为 24、21、19 倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 费用管控或不及预期、核心品种销售或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36488.37	39553.40	43152.75	47554.34
增长率	0.31%	8.40%	9.10%	10.20%
归属母公司净利润(百万元)	3001.13	4345.61	4936.02	5504.91
增长率	7.04%	44.80%	13.59%	11.53%
每股收益 EPS(元)	1.67	2.42	2.75	3.06
净资产收益率 ROE	7.37%	9.77%	10.18%	10.39%
PE	35	24	21	19
PB	2.74	2.49	2.27	2.07

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

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
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)	17.97
流通 A 股(亿股)	16.85
52 周内股价区间(元)	51.09-62.22
总市值(亿元)	1,053.86
总资产(亿元)	531.20
每股净资产(元)	30.52

相关研究

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	36488.37	39553.40	43152.75	47554.34	净利润	2840.41	4112.90	4671.68	5210.11
营业成本	26883.49	28873.98	31587.82	34714.67	折旧与摊销	372.29	218.45	222.87	223.76
营业税金及附加	210.49	217.05	239.47	264.65	财务费用	-342.88	-791.07	-215.76	-237.77
销售费用	4165.56	5141.94	4746.80	5230.98	资产减值损失	-664.34	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	833.78	1186.60	1294.58	1426.63	经营营运资本变动	2823.69	-1106.25	-1433.30	-1072.18
研发费用	181.00	197.77	215.76	237.77	其他	-1819.76	658.77	99.63	227.71
财务费用	-342.88	-791.07	-215.76	-237.77	经营活动现金流净额	3209.41	2892.80	3145.12	4151.63
资产减值损失	-664.34	-200.00	-200.00	-200.00	资本支出	2.69	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	868.20	-100.00	0.00	0.00	其他	-6318.78	261.77	0.00	0.00
公允价值变动损益	-619.90	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6316.08	211.77	-50.00	-50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	128.97	-1850.87	0.00	0.00
营业利润	3371.28	4827.12	5484.09	6117.41	长期借款	-87.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.72	11.58	12.01	12.13	股权融资	619.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	3377.00	4838.70	5496.10	6129.54	支付股利	-2566.03	-600.23	-869.12	-987.20
所得税	536.59	725.81	824.41	919.43	其他	-827.92	765.28	215.76	237.77
净利润	2840.41	4112.90	4671.68	5210.11	筹资活动现金流净额	-2733.30	-1685.81	-653.36	-749.43
少数股东损益	-160.72	-232.72	-264.33	-294.80	现金流量净额	-5823.70	1418.76	2441.76	3352.20
归属母公司股东净利润	3001.13	4345.61	4936.02	5504.91					
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13056.11	14474.88	16916.64	20268.84	成长能力				
应收和预付款项	10541.18	9819.56	11212.23	12394.73	销售收入增长率	0.31%	8.40%	9.10%	10.20%
存货	7993.21	8497.54	9389.94	10291.47	营业利润增长率	-3.27%	43.18%	13.61%	11.55%
其他流动资产	4086.50	2929.91	2976.70	3033.92	净利润增长率	1.58%	44.80%	13.59%	11.53%
长期股权投资	11318.75	11318.75	11318.75	11318.75	EBITDA 增长率	-3.05%	27.15%	28.60%	11.01%
投资性房地产	55.82	55.82	55.82	55.82	获利能力				
固定资产和在建工程	2915.96	2782.98	2645.58	2507.29	毛利率	26.32%	27.00%	26.80%	27.00%
无形资产和开发支出	726.89	701.72	676.56	651.39	三费率	12.76%	14.00%	13.50%	13.50%
其他非流动资产	2626.50	2616.20	2605.90	2595.59	净利率	7.78%	10.40%	10.83%	10.96%
资产总计	53320.94	53197.37	57798.11	63117.81	ROE	7.37%	9.77%	10.18%	10.39%
短期借款	1850.87	0.00	0.00	0.00	ROA	5.33%	7.73%	8.08%	8.25%
应付和预收款项	7610.48	8323.64	8977.99	9909.05	ROIC	16.21%	23.06%	27.56%	28.18%
长期借款	2.10	2.10	2.10	2.10	EBITDA/销售收入	9.32%	10.93%	12.89%	12.98%
其他负债	5330.50	2763.87	2907.71	3073.44	营运能力				
负债合计	14793.95	11089.61	11887.80	12984.58	总资产周转率	0.69	0.74	0.78	0.79
股本	1796.86	1796.86	1796.86	1796.86	固定资产周转率	12.82	14.66	16.68	19.83
资本公积	18231.42	18231.42	18231.42	18231.42	应收账款周转率	4.19	4.26	4.54	4.44
留存收益	19250.90	22996.29	27063.19	31580.89	存货周转率	3.21	3.41	3.44	3.45
归属母公司股东权益	38503.67	42317.15	46384.04	50901.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.74%	—	—	—
少数股东权益	23.32	-209.39	-473.73	-768.52	资本结构				
股东权益合计	38527.00	42107.76	45910.32	50133.23	资产负债率	27.75%	20.85%	20.57%	20.57%
负债和股东权益合计	53320.94	53197.37	57798.11	63117.81	带息债务/总负债	12.53%	0.02%	0.02%	0.02%
					流动比率	2.63	3.63	3.81	3.93
					速动比率	2.04	2.76	2.91	3.04
					股利支付率	85.50%	13.81%	17.61%	17.93%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	3400.69	4324.03	5560.72	6172.92	每股收益	1.67	2.42	2.75	3.06
PE	35.12	24.25	21.35	19.14	每股净资产	21.43	23.55	25.81	28.33
PB	2.74	2.49	2.27	2.07	每股经营现金	1.79	1.57	1.73	2.37
PS	2.89	2.66	2.44	2.22	每股股利	1.43	0.33	0.48	0.55
EV/EBITDA	26.22	19.86	15.01	12.96					
股息率	2.43%	0.57%	0.82%	0.94%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn