

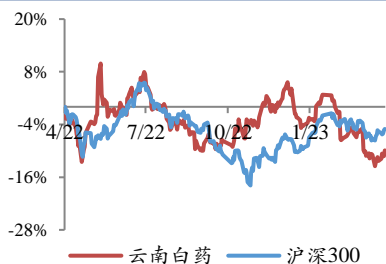
核心产品持续放量增长，数字化赋能下新业务值得期待

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-04-02

收盘价（元）	54.70
近12个月最高/最低（元）	60.65/54.65
总股本（百万股）	1,797
流通股本（百万股）	1,685
流通股比例（%）	93.75
总市值（亿元）	983
流通市值（亿元）	921

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

事件

公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营业总收入364.88亿元（同比+0.31%）；归母净利润30.01亿元（同比+7.00%）；扣非归母净利润32.32亿元（同比-3.23%）。

点评

四季度表现亮眼，持续减少证券投资聚焦主业

单季度来看，公司2022Q4收入为95.73亿元，同比+19.49%；归母净利润为6.96亿元，同比+96.46%；扣非归母净利润为5.27亿元，同比+29.05%。四季度恢复亮眼。

2022年公司整体毛利率为26.32%，同比-0.83个百分点；期间费用率13.68%，同比-0.20个百分点；其中销售费用率11.42%，同比+0.70个百分点；管理费用率（含研发费用）3.21%，同比-0.67个百分点；财务费用率-0.94%，同比-0.23个百分点。经营性现金流净额为32.09亿元，同比-38.56%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金减少、支付的现金增加。值得一提的是，公司2022年继续清理证券投资，2022年底交易性金融资产余额24.16亿元，较年初减少48.82%。

核心产品市场领先，四大业务部稳健发展

药品事业部：主营业务收入59.83亿元，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%，云南白药胶囊、药膏、气雾剂、创可贴均排相关零售市场份额第一名。此外，感冒类独家产品“伤风停胶囊”和儿科类小儿宝泰康颗粒单品过亿，清热解毒类蒲地蓝消炎片，黄连上清片合计近3亿。

健康品事业部：主营业务收入首次突破60亿元，牙膏市场份额24.4%，继续保持市场份额第一；

中药资源事业部：实现对外营业收入约14亿元，整体外销增长超过30%，其中中药材收入较上年增长36%，特色药材“三七”市场一枝独秀，在数字三七产业平台2.0的支撑下，实现产业链数据闭环应用。

省医药公司：2022年收入231.86亿元，同比增长87%。在云南省县级以上公立医院市场持续保持区域性领先地位。

持续加大研发投入，数字化建设深入助推新业务持续落地

公司研发费用持续增加，聚焦药品研发。2022年云南白药研发费用为3.37亿元，稳步增长。一方面以研发投入和科技力量推动中医药产品的创新，重点研发项目全三七片取得国家药监局中药1.1类证候类新药临床批件，筹备II期临床研究，预计2023年4月开始入组。另一方面大力推动中药品种的二次开发，千金藤素片完成III临床试验研究，与安慰剂组相比，千金藤素片能有缩短新冠无症状首次感染者病程进展，且安

全性良好;可用于新冠肺炎恢复期、风寒型感冒相关证候的“香藿喷雾剂”获得云南省药品监督管理局下发的《医疗机构制剂注册批件》;从北大医院、北肿研究受让的相关专利前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 靶向核药已启动核药 INR101 创新药项目,开发用于前列腺癌诊断的创新核药。**数字化建设持续深入,赋能各业务板块。**云南白药 2022 年制订了《云南白药集团数字化发展 2022-2026 规划》和《云南白药集团数字化建设管理办法》。

- 药品事业部: IP 活动项目联动线上线下,深耕以用户价值为导向的营销场景;
- 健康品事业部: AI 智能美肤和口腔智能整体解决方案,牙膏工厂完成了工业 4.0 的智能制造和数字孪生;
- 中药资源事业部: 数字三七产业平台深度连接用户与三七产业参与者,2022 年升级至 2.0,对集团供应的战略品种中药材三七、重楼成本已实现同比下降过亿元;
- 云南省医药有限公司: 持续构建覆盖全省的药品智能物流配送体系。

➤ **投资建议**

我们预计,公司 2023~2025 年收入分别 406.4/448.8/493.0 亿元,分别同比增长 11.4%/10.4%/9.8%,归母净利润分别为 40.6/46.2/52.5 亿元,分别同比增长 35.2%/13.8%/13.8%,对应估值为 24X/21X/19X。维持“增持”投资评级。

➤ **风险提示**

产品价格波动不及预期,投资收益不及预期,牙膏及大健康产品业绩不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	36488	40638	44879	49298
收入同比 (%)	0.3%	11.4%	10.4%	9.8%
归属母公司净利润	3001	4057	4618	5253
净利润同比 (%)	7.0%	35.2%	13.8%	13.8%
毛利率 (%)	26.3%	27.3%	26.6%	27.0%
ROE (%)	7.8%	9.5%	9.8%	10.0%
每股收益 (元)	1.90	2.26	2.57	2.92
P/E	28.61	24.23	21.28	18.71
P/B	2.54	2.31	2.08	1.87
EV/EBITDA	22.53	16.78	15.36	13.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35677	35049	32863	32327	营业收入	36488	40638	44879	49298
现金	13056	11971	7586	5261	营业成本	26883	29545	32921	35977
应收账款	9090	9075	10601	11327	营业税金及附加	210	234	259	284
其他应收款	119	158	161	184	销售费用	4166	4795	5161	5916
预付账款	543	595	664	725	管理费用	834	1219	1346	1479
存货	7993	9064	9944	10952	财务费用	-343	0	0	0
其他流动资产	4876	4187	3908	3879	资产减值损失	-664	0	0	0
非流动资产	17644	23022	31115	37852	公允价值变动收益	-620	-800	-500	-200
长期投资	11319	16814	25128	32033	投资净收益	868	967	1068	1173
固定资产	2723	2493	2263	2034	营业利润	3371	4717	5435	6259
无形资产	591	619	579	573	营业外收入	14	10	10	10
其他非流动资产	3011	3097	3145	3213	营业外支出	8	15	15	15
资产总计	53321	58071	63979	70179	利润总额	3377	4712	5430	6254
流动负债	13558	14445	15954	17151	所得税	537	848	1032	1251
短期借款	1851	1851	1851	1851	净利润	2840	3864	4398	5003
应付账款	4639	4896	5568	6023	少数股东损益	-161	-193	-220	-250
其他流动负债	7068	7698	8535	9277	归属母公司净利润	3001	4057	4618	5253
非流动负债	1236	1236	1236	1236	EBITDA	3854	5279	6050	6889
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	1.90	2.26	2.57	2.92
其他非流动负债	1233	1233	1233	1233					
负债合计	14794	15680	17189	18387					
少数股东权益	23	-170	-390	-640	主要财务比率				
股本	1797	1797	1797	1797	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	18231	18231	18231	18231	成长能力				
留存收益	18475	22533	27151	32404	营业收入	0.3%	11.4%	10.4%	9.8%
归属母公司股东权	38504	42561	47179	52433	营业利润	-3.3%	39.9%	15.2%	15.2%
负债和股东权益	53321	58071	63979	70179	归属于母公司净利	7.0%	35.2%	13.8%	13.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.3%	27.3%	26.6%	27.0%
					净利率 (%)	8.2%	10.0%	10.3%	10.7%
					ROE (%)	7.8%	9.5%	9.8%	10.0%
					ROIC (%)	7.0%	9.0%	9.3%	9.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.7%	27.0%	26.9%	26.2%
					净负债比率 (%)	38.4%	37.0%	36.7%	35.5%
					流动比率	2.63	2.43	2.06	1.88
					速动比率	1.98	1.73	1.37	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.70	0.70	0.70
					应收账款周转率	4.01	4.48	4.23	4.35
					应付账款周转率	5.79	6.04	5.91	5.97
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.90	2.26	2.57	2.92
					每股经营现金流薄)	1.79	2.06	1.70	2.02
					每股净资产	21.43	23.69	26.26	29.18
					估值比率				
					P/E	28.61	24.23	21.28	18.71
					P/B	2.54	2.31	2.08	1.87
					EV/EBITDA	22.53	16.78	15.36	13.83

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 研究助理, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。