

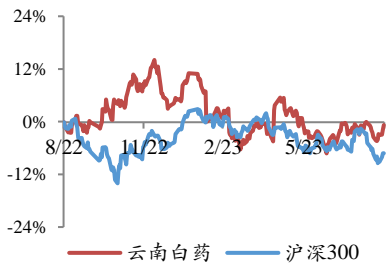
二季度利润端增速亮眼，四大业务部持续领跑

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-08-31

收盘价(元)	54.16
近12个月最高/最低(元)	62.30/50.64
总股本(百万股)	1,797
流通股本(百万股)	1,785
流通股比例(%)	99.34
总市值(亿元)	973
流通市值(亿元)	967

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

2023年8月28日，公司发布半年度报告，2023年上半年公司实现营业收入203.09亿元，同比+12.73%；归母净利润28.28亿元，同比+88.47%；扣非归母净利润27.37亿元，同比+65.43%。

点评

半年度业绩增长稳健，二季度利润端增速超预期

半年度业绩稳健增长。2023H1，公司实现营业收入203.09亿元，同比+12.73%；归母净利润28.28亿元，同比+88.47%；扣非归母净利润27.37亿元，同比+65.43%。

二季度利润端增速超预期。单季度来看，公司2023Q2营业收入为97.97亿元，同比+14.08%；归母净利润为13.10亿元，同比+123.51%；扣非归母净利润为13.34亿元，同比+298.52%。

费用率基本保持不变。2023H1公司整体毛利率为27.55%，同比-1.45个百分点；期间费用率为12.30%，同比-0.01个百分点，其中销售费用率11.12%，同比-0.04个百分点，管理费用率1.70%，同比-0.36个百分点，财务费用率-0.52%，同比+0.39个百分点；财务费用率0.71%，同比无变动。经营性现金流净额为22.52亿元，同比+91.18%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加21.98亿元，本期购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加7.23亿元。

核心产品稳健增长，四大业务部持续领跑

药品事业部：主营业务收入38.52亿元，同比增长14.63%，白药核心系列产品保持稳健增长。云南白药气雾剂贡献营业收入超9亿元，同比增长18.20%；感冒类产品蒲地兰消炎片单品营业收入过亿，同比增长80%，伤风停胶囊营业收入同比增长27%；祛暑祛湿类中成药藿香正气水同比大幅增长超260%，跻身公司上半年产品销售排名前十；同时，植物补益类产品气血康口服液市场认可度不断提升，收入同比增长近18%。

健康品事业部：主营业务收入32.45亿元，同比增长0.81%。牙膏市场份额25%，继续保持市场份额第一；防脱洗护市场养元青实现营业收入同比大幅增长达90%。

中药资源事业部：实现对外营业收入8.79亿元，同比增长约21%，其中重点战略品种三七中药材对外营业收入同比增长30%。

省医药公司：省医药主营业务收入123.64亿元，同比增长13.60%，在云南省县级以上公立医院市场份额持续领跑。

奠基核药研发新布局，(BU)布局打造全新业绩增长点

2023上半年公司研发投入金额1.45亿元，较上年同期增长12.59%。

全资子公司云核医药(天津)有限公司注册成立,将在天津建设 6000 平米的核药研发中心,其中规划 2000 平米放射性工作场所,通过搭建专有的研发平台,建立系统的研发体系,有效提高核药的研发效率,为公司创新药布局打下良好的基础。

公司与北京大学医学部深层次合作,以北京大学—云南白药国际医学研究中心为重要桥梁,探索校企合作研发创新模式平台。与上海医药在多领域方面进行战略合作。公司陆续引入多领域高层次人才,聘请了 8 位资深研究员,引进 2 名新体制科研人员,同时入驻了一批中青年专家团队,向“内部培养+外部引进”双通道人才模式转变。

全面推动新兴业务单元 (BU) 布局深化。公司围绕既定的发展战略,致力于探索基于大数据服务后台的精准定制化的“综合解决方案”全新商业模式,为公司打造全新业绩增长点。

- 口腔智护业务单元 (BU) 聚焦专业护理赛道,前端以“齿说”(ToothTalk)口腔科学专研品牌实现口腔养护产品全覆盖,包括智能电动牙刷、冲牙器、个性化刷头、漱口水、凝胶、口喷等。后台以齿说品牌通过口腔咨询服务平台“i 看呀”小程序连接 C 端用户,精准进行私域运营。
- 精准医美业务单元 (BU) 立足医美线下旗舰店,拓展医美全产业链布局。
- 智云健康业务单元 (BU) 致力于打造功能食品及科学营养产品的商业化运营平台,在“白药生活+”自营门店等传统渠道布局的基础上重点聚焦电商运营,目前线上店铺 23 家。
- 智慧科技业务单元 (BU) 正式启动运作,致力于为云南白药打造全球数字化平台。

➤ 投资建议

结合公司最新公告,我们预计公司 2023~2025 年营收有望实现 408.8 亿元、452.8 亿元、497.3 亿元(前值分别为 406.4 亿元、448.8 亿元、493.0 亿元),分别同比增长 12.0%/10.8%/9.8%,2023~2025 年归母净利润有望实现 45.0 亿元、49.8 亿元、55.1 亿元(前值分别为 40.6 亿元、46.2 亿元、52.5 亿元),分别同比增长 50.0%/10.6%/10.7%。2023~2025 年对应的 EPS 分别约 2.51 元、2.77 元和 3.07 元,对应的 PE 估值分别为 22 倍、20 倍和 18 倍。维持“增持”投资评级。

➤ 风险提示

政策变化不确定性,新药研发回报不及预期,新市场开拓不及预期。

● 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	40875	45275	49734
收入同比 (%)	0.3%	12.0%	10.8%	9.8%
归属母公司净利润	3001	4502	4981	5513
净利润同比 (%)	7.0%	50.0%	10.6%	10.7%
毛利率 (%)	26.3%	27.2%	26.5%	26.9%

ROE (%)	7.8%	10.5%	10.4%	10.3%
每股收益 (元)	1.90	2.51	2.77	3.07
P/E	28.61	21.62	19.54	17.65
P/B	2.54	2.26	2.03	1.82
EV/EBITDA	22.53	15.56	14.58	13.24

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	35541	33740	33440	营业收入	36488	40875	45275	49734
现金	13056	12327	8232	6123	营业成本	26883	29763	33288	36377
应收账款	9090	9128	10695	11427	营业税金及附加	210	236	261	298
其他应收款	119	159	162	186	销售费用	4166	4701	5207	5769
预付账款	543	599	671	733	管理费用	834	940	1041	1194
存货	7993	9130	10055	11074	财务费用	-343	-206	-191	-109
其他流动资产	4876	4197	3926	3897	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	899	996	995
固定资产	2723	2493	2263	2034	营业利润	3371	5209	5798	6497
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	58563	64856	71292	利润总额	3377	5204	5793	6492
流动负债	13558	14533	16104	17314	所得税	537	937	1072	1266
短期借款	1851	1851	1851	1851	净利润	2840	4267	4721	5226
应付账款	4639	4932	5630	6090	少数股东损益	-161	-235	-260	-287
其他流动负债	7068	7750	8623	9373	归属母公司净利润	3001	4502	4981	5513
非流动负债	1236	1236	1236	1236	EBITDA	3854	5606	6262	7055
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	1.90	2.51	2.77	3.07
其他非流动负债	1233	1233	1233	1233					
负债合计	14794	15769	17340	18550					
少数股东权益	23	-211	-471	-758	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	22978	27959	33472	营业收入	0.3%	12.0%	10.8%	9.8%
归属母公司股东权	38504	43006	47987	53500	营业利润	-3.3%	54.5%	11.3%	12.1%
负债和股东权益	53321	58563	64856	71292	归属于母公司净利	7.0%	50.0%	10.6%	10.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.3%	27.2%	26.5%	26.9%
					净利率 (%)	8.2%	11.0%	11.0%	11.1%
					ROE (%)	7.8%	10.5%	10.4%	10.3%
					ROIC (%)	7.0%	9.5%	9.6%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.7%	26.9%	26.7%	26.0%
					净负债比率 (%)	38.4%	36.8%	36.5%	35.2%
					流动比率	2.63	2.45	2.10	1.93
					速动比率	1.98	1.75	1.41	1.23
					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	2.51	2.77	3.07
					每股经营现金流薄)	1.79	2.33	1.93	2.27
					每股净资产	21.43	23.93	26.71	29.77
					估值比率				
					P/E	28.61	21.62	19.54	17.65
					P/B	2.54	2.26	2.03	1.82
					EV/EBITDA	22.53	15.56	14.58	13.24

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，研究所所长助理、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李昌幸，分析师，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，曾任职于某国产科学仪器公司、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。