

## 证券研究报告—动态报告公司快评

医药保健

**白云山 (600332)**
**推荐**

医药保健

重大事件点评

(维持评级)

2014年3月6日

# 2014 创新突破

**证券分析师: 杜佐远**

0755-82139908

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070001

**证券分析师: 贺平鸽**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

## 事项:

**事件 1:** 公司公告全资子公司王老吉大健康 (100%持股, 运营红色王老吉) 与凯旋科技公司 (法人代表马化腾) 签署战略合作协议, 联合打造腾讯 2014 年世界杯竞猜线上线下互动活动。该合作协议为框架性协议, 具体涉及金额及对王老吉大健康收益的影响尚不确定。

**事件 2:** 新广告语“怕上火, 认准正宗王老吉”强力推广。

## 国信观点:

经过 2013 年跨越式发展, 公司也深刻意识到在品牌系统性宣传上的短板, 2014 年已与品牌定位方面的知名策划顾问公司达成合作, 有望从“防守”转向“进攻”, 2014 年创新突破值得期待。王老吉此次与腾讯合作发力世界杯营销, 显示王老吉品牌营销推广新突破, 凸显王老吉“历史积淀内涵”+“充满时尚感和年轻活力”, 有望大幅提升和巩固“王老吉”品牌影响力, 使市场对王老吉的营销改变和潜力有新认识。从央视《开门大吉》到湖南卫视, 再到与腾讯世界杯成为战略合作伙伴, 王老吉逐渐构建出了央视-地方卫视-互联网的立体化多平台营销体系, 涵盖了各年龄段消费者, 表明王老吉大健康公司的市场化运行和管理, 在新时代表现出称雄业界的营销活力和创新能力。

2012 年 5 月红罐王老吉回归以来, 公司在渠道上是强力进攻方, 在品牌上是防守方。目前王老吉已完成全国布局, 需要在品牌上发力, 公司也已认识到在系统性战略性打造品牌方面的策划瓶颈, 为此而与在品牌定位领域颇具知名度的策划公司进行合作。近日王老吉推出新广告语“怕上火, 认准正宗王老吉”, 较以往的“怕上火, 就喝王老吉”, 突出强调“认准”和“正宗”, 以此区隔竞争对手, 在品牌推广上从“防守”转向“进攻”。

我们在 2014 年 1 月 29 日更新报告《调整到位, 买点再现》指出公司股价处于底部区域, 建议买入。我们对公司发展逻辑判断不变 (参见 2012 年深度报告), 2013 年公司凉茶业务所取得的“成绩单”远比最初我们及市场的普遍预期优异, 但因为竞争对手强势攻击, 致现阶段市场对 2014 年预期偏悲观。我们看到了公司能够直面发展中遭遇的问题, 听取意见、积极改进、并大胆创新。我们认为, 王老吉 2012 从零开始, 2013 强势崛起, 2014 将实现创新突破。维持以下中长线观点: 王老吉大健康产业大发展有望撬动系列老字号资源和品牌潜力; “大南药+大健康+大商业”三轮驱动、优势互补; 未来千亿市值可期。业绩弹性预测参见内文, 维持

13-15EPS0.78/1.06/1.42 元, 增速 32/36/34%, 14-15PE27/20x, 估值具吸引, 股价处于底部区域, 未来 6 个月合理估值 35-40 元 (14PE33-38X), 未来 12 个月 40-47 元 (15PE28-33x), 维持推荐!

## 评论:

➢ **合作内容: 发力世界杯营销**

✓ 凯旋科技公司授权王老吉大健康在世界杯宣传期间获得的官方称谓如下: 1) 腾讯世界杯竞猜官方合作伙伴; 2) 腾讯世界杯官方指定饮品; 3) 腾讯世界杯战略合作伙伴。

- ✓ 双方以资源互换的形式进行联合推广：1) 王老吉大健康承诺世界杯期间生产的红罐产品给予凯旋科技公司的 logo 上罐；2) 凯旋科技承诺在世界杯期间体育栏目不少于 3 个核心项目的王老吉大健康公司产品植入；3) 凯旋科技市场部及内部在世界杯期间的广告宣传植入王老吉大健康红罐产品及 logo。
- ✓ 王老吉大健康拥有凯旋科技世界杯竞猜资源包、《新闻早十点》资源包及核心硬广资源用于品牌推广。
- ✓ 双方联合打造线上线下世界杯竞猜互动活动，双方投入一定奖品数量以刺激活动效果。
- ✓ 合作资源及合作金额以最终双方签署的执行合同和广告排期为准。

注：公开资料显示：凯旋科技成立于 2004 年，法定代表人为马化腾，为马化腾旗下公司，与腾讯控股存在协议控制关系，主要从事互联网信息服务及“腾讯 QQ”升级的开发。

➤ **品牌推广上一高度，彰显王老吉“历史积淀内涵”+“充满时尚感和年轻活力”，强化市场王老吉营销能力新认识**

回顾王老吉这两年来营销历程，从央视《开门大吉》到湖南卫视的深入合作，再到与腾讯世界杯成为战略合作伙伴，王老吉已经构建出了央视-地方卫视-互联网的立体化多平台营销体系，表明王老吉大健康公司的市场化运行和管理，在新时代表现出称雄业界的营销活力。市场之前一直担心王老吉品牌推广能力相比竞争对手弱，此次与腾讯合作，呈现出一个有历史积淀内涵同时充满时尚感和年轻活力的王老吉，有望大幅提升和巩固“王老吉”品牌影响力，拉升消费者对品牌与产品的关注，使市场对王老吉的营销能力有一新认识。

➤ **王老吉新广告语突出强调“认准”和“正宗”，品牌推广上从“防守”转向“进攻”**

2012 年 5 月红罐官司胜诉以来，王老吉在渠道上是强力进攻方，在品牌上是防守方。但目前王老吉已完成全国布局，需要在品牌上发力。近日王老吉新广告语“怕上火，认准正宗王老吉”空降全国各大平面媒体头版，较以往的“怕上火，就喝王老吉”，突出强调“认准”和“正宗”二词，以此区隔竞争对手，在品牌推广上从“防守”转向“进攻”，显示营销水平更上一台阶。

图 1：王老吉与腾讯合作 logo



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：王老吉新广告语



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ **凉茶业务：2012 从零开始，2013 强势崛起，2014 创新突破**

2012 年 5 月红罐官司胜诉后，广药迅速设计包装和口味、组织生产和营销，除了品牌和绿盒王老吉运作经验，一切从零开始。2013 年，随着产能快速扩大，团队磨合与完善，渠道稳步拓展，除红罐外，红色瓶装、低糖/无糖/固态型王老吉相继上市，王老吉强势崛起，预计“红+绿”销售合计 85 亿元（绿盒 20 亿+红色 65 亿），终端市场价值超 150 亿元（包括凉茶促销产品）。在适时强化了高管团队、聘请国际知名外脑咨询团队之后，2014 年创新突破，持续发力，深耕细作，品牌推广上从“防守”转向“进攻”，渠道上加强薄弱环节（餐饮、酒店、自动投币饮料机、飞机等），呈现出一个有历史积淀内涵同时充满时尚感和年轻活力的王老吉。市场担心的库存问题不攻自破：马年迎来销售开门红，预计全年终端市场价值 200 亿元。

➤ **制药业务：提质增效，2014 年整合效应开始显现；未来在医疗健康领域的并购扩张值得期待**

13 年制药业务因内部资源整合（营销调整致原广药下属子公司业绩有所下滑）和联营企业“绿盒王老吉+诺诚生物”投资收益大幅下降而表现平淡，同比基本持平，预计 14 年开始好转：绿盒王老吉 14-15 年完全回归、诺诚生物狂犬疫苗 13Q4 起基本恢复、内部资源整合效应逐步体现、原白云山保持稳健经营。公司以“白云山”统一品牌运筹全国市场，激发和释放原广药的“资源优势+历史沉淀”潜能，实现振兴大南药战略值得期待。2013 年 2 月，广药集团在媒体沟通会上提出计划未来 3-4 年并购 20-30 家药企，通过上市公司旗下子公司来完成，同时探索医疗器械领域并购。

➤ **官司有理有据，接连胜诉**

2012 年以来公司多个官司接连胜诉。2014 年重点关注红罐装潢官司，我们预计王老吉胜券在握。

➤ **发展趋势和推荐逻辑不变，股价处于底部区域，持续“推荐”！**

我们在 2014 年 1 月 29 日更新报告《调整到位，买点再现》指出公司股价处于底部区域，建议买入。我们对公司发展逻辑判断不变（参见 2012 年深度报告），2013 年公司凉茶业务所取得的“成绩单”远比最初我们及市场的普遍预期优异，但因为竞争对手同样强劲，致现阶段市场对 2014 年预期偏悲观。我们看到了公司能够直面发展中遭遇的问题，听取意见、积极改进、并大胆创新。王老吉 2012 从零开始，2013 强势崛起，2014 创新突破。维持以下中长线观点：王老吉大健康产业大发展有望撬动系列老字号资源和品牌潜力；“大南药+大健康+大商业”三轮驱动、优势互补；未来千亿市值可期。业绩弹性预测参见内文，维持 13-15EPS 至 0.78/1.06/1.42 元，增速 32/36/34%，14-15PE27/20x，估值具吸引，股价处于底部区域，未来 6 个月合理估值 35-40 元（14PE33-38X），未来 12 个月 40-47 元（15PE28-33x），维持推荐！

## 业绩分部预测

**业绩预测说明：**

1) 制药业务：

维持 13-15EPS0.57/0.66/0.77 元/股，同比增 2%/15%/17%。期待 2015 年制药业务业绩突破 10 亿元。

2) 王老吉大健康业务：

维持收入 65/85/105 亿元和净利润率 4%、6%、8%。期待凉茶业务业绩向上弹性。

备注说明：

因绿盒王老吉业务尚在子公司王老吉药业（公司持股 48%）旗下，暂以制药业务投资收益体现。14-15 年如果股权全部回归白云山，则收入和利润的入账方式及金额将发生较大变化。

**表 1：制药业务+凉茶业务（红色王老吉）业绩分部预测**

		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>制药业务</b> (指重组后广药+白云山制药业务,包括王老吉药业的绿盒王老吉业务,但不体现收入,列为投资收益)	收入(亿元)	67.80	79.12	93.61	109.64	118.32	131.92	147.69
	净利润(万元)	33117	48632	56254	72736	74215	85459	99377
	增速		47%	16%	29%	2%	15%	17%
	EPS(元/股)	0.26	0.38	0.44	0.56	0.57	0.66	0.77
<b>红色凉茶业务</b> (指王老吉大健康公司的红色王老吉业务,未包含绿盒王老吉)	收入(亿元)				17.10	65.00	85.00	105.00
	增速					280%	31%	24%
	净利润(13-15 年按实际可能达到净利率 4%/6%/8%计算,万元)				3096	26000	51000	84000
	EPS(元/股)				0.02	0.20	0.39	0.65
<b>合计</b>	收入(亿元)				126.74	183.32	216.92	252.69
	增速					45%	18%	16%

净利润 (万元)	75833	100215	136459	183377
增速		32%	36%	34%
EPS (元/股)	0.59	0.78	1.06	1.42

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

### 业绩弹性预测

表 2: 弹性预测: 2013 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

净利率	收入 (亿元)							
	30	40	50	60	70	80	90	100
2%	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14	0.15
4%	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31
6%	0.14	0.19	0.23	0.28	0.33	0.37	0.42	0.46
8%	0.19	0.25	0.31	0.37	0.43	0.50	0.56	0.62
10%	0.23	0.31	0.39	0.46	0.54	0.62	0.70	0.77
12%	0.28	0.37	0.46	0.56	0.65	0.74	0.84	0.93
14%	0.33	0.43	0.54	0.65	0.76	0.87	0.98	1.08
16%	0.37	0.50	0.62	0.74	0.87	0.99	1.12	1.24
18%	0.42	0.56	0.70	0.84	0.98	1.12	1.25	1.39
20%	0.46	0.62	0.77	0.93	1.08	1.24	1.39	1.55

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所

表 3: 弹性预测: 2014 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

净利率	收入 (亿元)							
	50	60	70	80	90	100	110	120
2%	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14	0.15	0.17	0.19
4%	0.15	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31	0.34	0.37
6%	0.23	0.28	0.33	0.37	0.42	0.46	0.51	0.56
8%	0.31	0.37	0.43	0.50	0.56	0.62	0.68	0.74
10%	0.39	0.46	0.54	0.62	0.70	0.77	0.85	0.93
12%	0.46	0.56	0.65	0.74	0.84	0.93	1.02	1.12
14%	0.54	0.65	0.76	0.87	0.98	1.08	1.19	1.30
16%	0.62	0.74	0.87	0.99	1.12	1.24	1.36	1.49
18%	0.70	0.84	0.98	1.12	1.25	1.39	1.53	1.67
20%	0.77	0.93	1.08	1.24	1.39	1.55	1.70	1.86

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

表 4: 弹性预测: 2015 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

净利率	收入 (亿元)							
	70	80	90	100	110	120	130	140
2%	0.11	0.12	0.14	0.15	0.17	0.19	0.20	0.22
4%	0.22	0.25	0.28	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43
6%	0.33	0.37	0.42	0.46	0.51	0.56	0.60	0.65
8%	0.43	0.50	0.56	0.62	0.68	0.74	0.81	0.87
10%	0.54	0.62	0.70	0.77	0.85	0.93	1.01	1.08
12%	0.65	0.74	0.84	0.93	1.02	1.12	1.21	1.30
14%	0.76	0.87	0.98	1.08	1.19	1.30	1.41	1.52
16%	0.87	0.99	1.12	1.24	1.36	1.49	1.61	1.73
18%	0.98	1.12	1.25	1.39	1.53	1.67	1.81	1.95

20%	1.08	1.24	1.39	1.55	1.70	1.86	2.01	2.17
-----	------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

### 维持前期判断

广州药业借重组白云山、王老吉商标回归，将实现“大南药+大健康+大商业”产业三轮驱动发展。

- 1) “优势资源+管理改善”推动现有广药工商业业务经营上升;
- 2) 借王老吉回归发力大健康产业，撬动系列老字号品牌潜力;
- 3) 吸并白云山，实现广药集团整体上市，优势互补、整合出效益。

### 后续关注和预期

- **王老吉“红罐装潢权”渐行渐近：**判断白云山赢的概率极高。
- **资产增值、投资收益。**广药、白云山在广州市区拥有丰富土地储备，估计在上市公司旗下土地约 2000 亩，价值几十亿或上百亿？
- **国企改革：**广东省若开展，广药集团有望走在前列。
- **索赔：**包括王老吉“更名广告索赔 10 亿”+“非法使用王老吉商标 2 年非法所得 75 亿”等。
- **伟哥上市。**2014 年 5 月 13 日中国专利到期，白云山首仿上市。
- **绿盒王老吉回归。**2014 年底王老吉药业合营到期后，加多宝间接持有的 48% 股权被白云山收回。
- **2015 年凉茶业务“红+绿”在生产、营销、管理、战略合二为一之后，协同发力，盈利能力显著提升，竞争优势提升，估值提升。**
- **大健康业务：**随着凉茶业务收入、利润占比大幅提升，公司名称或再次更名为“王老吉”。而借助王老吉的成功运作，其它健康消费品大力发展。
- **大南药业务：**广药白云山合并之后，制药业务规模扩大、效益提升。“白云山”全国性品牌旗下的产品力、影响力大幅提升。未来并购值得期待。
- **大商业业务：**华南地区的医药商业龙头北上进行全国性拓展；并借助与全球医药商业巨头的业务和战略合作，拓展新型连锁药店业态；或，将集团药品、健康品适时通过合作伙伴出口欧美。
- **“大健康+大南药+大商业”协力发展，未来千亿市值可期。**

## 相关研究报告

- 《白云山-600332-更新报告：调整到位，买点再现》——2014-01-29  
 《白云山-600332-2013年3季报分析：单季利润波动无碍向好趋势》——2013-11-04  
 《白云山-600332-2013中报点评：强劲增长，王者归来》——2013-09-02  
 《广州药业-600332-2013一季报点评：王老吉经营势头强劲》——2013-05-02  
 《广州药业-600332-2012年报点评：双轮驱动跨越式发展》——2013-03-01  
 《广州药业-600332-更新报告：2013强势崛起》——2013-01-04  
 .....  
 《广州药业-600332-深度报告：新发展，新期待》——2012-07-13

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行