

## 白云山 (600332.SH)

### 短期行业竞争加剧，长期具三大增长潜力

**评级： 增持**      前次：  
**目标价（元）： 35.7-40.8**  
 分析师                      分析师  
**胡彦超**  
 S0740512070001  
 021-20315176  
 huyc@r.qizq.com.cn  
 2015年7月15日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1291.08
流通股本(百万股)	1036.34
市价(元)	30.16
市值(百万元)	38938.95
流通市值(百万元)	31256.00

#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	17608.2	18799.9	20428.1	21746.6	23451.0
营业收入增速	45.97%	6.77%	8.66%	6.45%	7.84%
净利润增长率	34.43%	21.68%	16.18%	12.17%	14.06%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.92	1.02	1.14	1.30
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	36.45	29.36	31.30	27.90	24.46
PEG	1.06	1.35	1.93	2.29	1.74
每股净资产(元)	5.29	5.99	7.78	8.92	10.22
每股现金流量(元)	1.04	1.36	0.55	1.11	1.22
净资产收益率	14.35%	15.41%	13.08%	12.80%	12.74%
市净率	5.23	4.52	4.09	3.57	3.12
总股本(百万元)	1291.3	1291.3	1361.3	1361.3	1361.3

备注：市场预测取 Wind 一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- 王老吉单品成为公司业绩增量的核心来源。2012-2014 公司收入增量 68 亿元，其中 52 亿元来自王老吉收入增量。公司营收主要由大南药、大健康（王老吉）、大商业三部分组成，2014 年公司的营业收入为 188 亿元，净利润 11.9 亿元，大南药、大健康、大商业销售额分别为 72 亿元、71 亿元、45 亿元。**
- 短期来看，凉茶行业竞争加剧，2015 年净利润增长速度收到压制。**（1）2015 年加多宝改红罐为金罐，加多宝背水一战，大幅增加品牌宣传和费用；（2）公司同样相应增加了市场投入，我们草根调研显示，今年二季度促销力度不减反增，价格战大幅升级，部分地区经销商节假日搭赠比例提升至买十箱送三箱；（3）再考虑到上半年凉茶的核心销区华南区域雨水较多，气温总体偏低，今年整体业绩承压。
- 长期来看，王老吉凉茶业务三大增长潜力来自于凉茶行业的进一步扩容，市场份额的增长和净利润率的提升。**（1）凉茶行业 2002 至 2014 年年复合增速高达 47.4%，2014 年受经济下滑以及气温降低的影响凉茶行业回落至 9%。随着渠道的下沉、北方市场的拓展，我们认为未来 3-5 年凉茶行业仍可以保持 10%-15% 的增速。（2）“红罐装潢权案”公司大概率胜诉，王老吉凉茶将独享红罐产品粘性带来的红利。公司如能把握好这一机遇，改善渠道竞争力，市场份额有望从 27% 提高至 45% 以上。（3）近年凉茶行业两大龙头的大量促销、渠道的相互干扰迫使公司凉茶净利率逐步走低至 4% 以下，远低于可口可乐 16%、承德露露 17% 的净利率，如果红色金色包装区分后，王老吉加多宝正面竞争减弱，公司净利率存有较大的改善空间。
- 白云山大南药、大商业总体给予维持 5% 增速的判断，新品金戈未来三年可做到 3 个亿以上。产品方面公司着力打造“明星品种”，大力发展儿童用药，大南药产品给予维持 5% 增速的判断。新品金戈未来三年可做到 3 个亿以上，成为医药板块的重要观察窗口。**

- **国企改革、科技提升与资本运作稳步推进，业绩释放值得期待。**公司国企改革势在必行，激发公司经营潜力；技术方面加大科研投入和资源整合力度，提高效益；资金方面公司向大股东、国资委、公司员工以及战略投资者云峰基金计划定增 100 亿元资金，以提升公司的核心竞争力，业绩释放值得期待。
- **预计公司 2015-2017 年实现收入 204、217、235 亿元，同比增长 8.7%、6.5%、7.8%，实现净利润 14.2、15.9、18.1 亿元，同比增长 16.2%、12.2%、14.1%，对应 EPS1.02、1.14、1.30 元。**综合考虑公司竞争力和市场估值水平，建议目标价 35.7-40.8 元，对应 2015 年 35-40xPE，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，商标注入进展低于预期风险，法律诉讼失利的风险，部分药品面临被降价的风险，原辅材料价格波动的风险；经营风险

## 内容目录

业绩增量来自王老吉，分享凉茶行业高增长.....	- 5 -
公司凉茶业务今年增长有限，静待业绩弹性.....	- 6 -
凉茶行业：告别高速增长阶段，未来 3-5 年将保持 10%-15%的增速.....	- 6 -
竞争格局：双寡头格局已定，激烈竞争致使净利率难以提升.....	- 7 -
公司凉茶业务：渠道改善提高市场份额，未来价格战格局决定净利率水平.....	- 10 -
公司非凉茶业务：大健康产业布局逐步完善，前景广阔.....	- 12 -
医药业务：预计将平稳增长，电商戮力前行.....	- 13 -
相比加多宝，国企运营有劣势，资本市场运作有优势.....	- 13 -
国企改革势在必行.....	- 13 -
搭建信息平台+定增提升公司竞争力.....	- 14 -
盈利预测、估值与投资建议.....	- 15 -
盈利预测及估值.....	- 15 -

## 图表目录

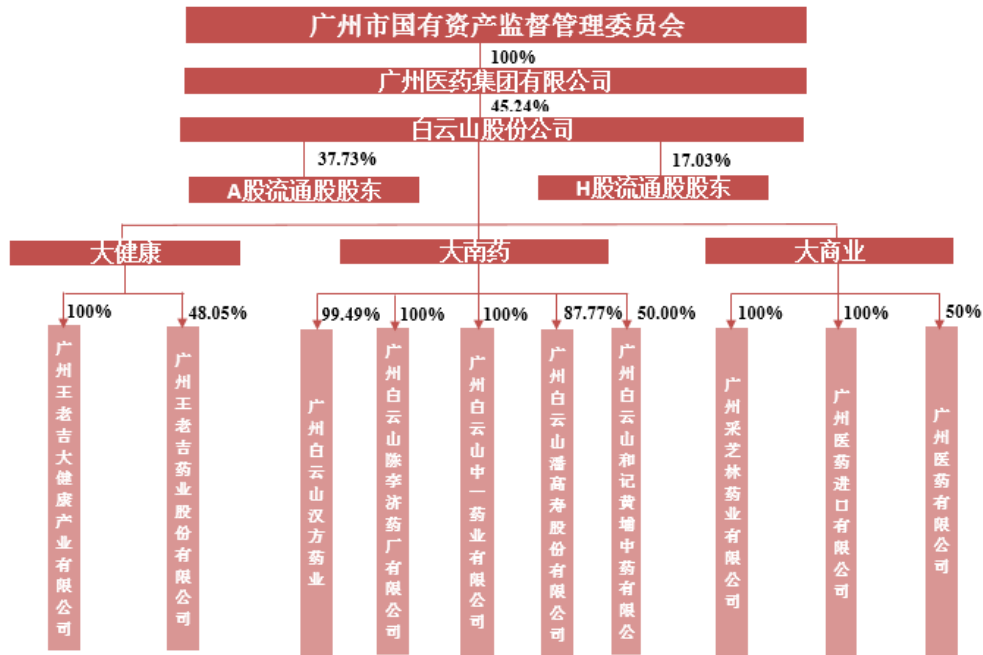
图表 1：白云山医药集团股份公司的股权结构、业务结构图.....	- 5 -
图表 2：白云山近年来收入、利润稳健增长.....	- 6 -
图表 3：王老吉已成为主要收入来源（单位：亿元）.....	- 6 -
图表 4：公司净利率持续走高至 6.44%.....	- 6 -
图表 5：公司收入分布以华南为主.....	- 6 -
图表 6：茶饮料行业收入保持快速增长.....	- 7 -
图表 7：2009-2014 年凉茶在茶饮占比提高至 24.1%.....	- 7 -
图表 8：凉茶（王老吉+JDB）经历了高速增长.....	- 7 -
图表 9：知名凉茶品牌.....	- 7 -
图表 10：加多宝、王老吉凉茶市场占超 9 成.....	- 8 -
图表 11：王老吉与加多宝优劣对比.....	- 8 -
图表 12：产品广告、包装接近，互相干扰.....	- 8 -
图表 13：促销力度空前绝后.....	- 8 -
图表 14：凉茶双雄斗争愈演愈烈.....	- 9 -
图表 15：凉茶净利率不断走低.....	- 9 -
图表 16：加多宝换金罐后凉茶产品泾渭分明.....	- 10 -
图表 17：2015 年底红罐之争或告一段落.....	- 10 -
图表 18：“后王老吉时代”凉茶竞争的两种格局.....	- 10 -

图表 19: 王老吉大幅新增营销人员有望提高市场份额.....	- 11 -
图表 20: 可比公司净利率普遍高于 7%.....	- 11 -
图表 21: 公司凉茶业务的主要诉讼.....	- 12 -
图表 22: 王老吉非凉茶之枸杞饮.....	- 12 -
图表 23: 王老吉非凉茶之虫草饮.....	- 12 -
图表 24: 医药业务收入、利润增长平稳.....	- 13 -
图表 25: 医药业务盈利能力存在改善空间.....	- 13 -
图表 26: 白云山(原广州药业)净资产收益率稳步向上.....	- 14 -
图表 27: 广东省及广州市国企改革重大事件表.....	- 14 -
图表 28: 定增项目(亿元).....	- 15 -
图表 29: 大健康项目用途.....	- 15 -
图表 30: 白云山销售预测表.....	- 16 -
图表 31: A 股相关上市公司盈利预测和 PE 估值水平.....	- 16 -
图表 32: 白云山财务预测三张表.....	- 17 -

## 业绩增量来自王老吉，分享凉茶行业高增长

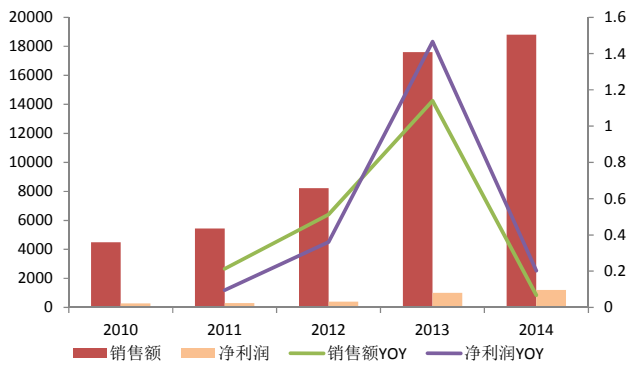
- 2013年7月广州药业换股吸收合并白云山A，收购广药集团医药资产实现整体上市，并更名为白云山医药集团股份公司。目前公司主要是大健康、大南药、大商业三大业务，旗下大健康企业2家，大南药企业5家，大商业企业3家。

图表 1: 白云山医药集团股份公司的股权结构、业务结构图

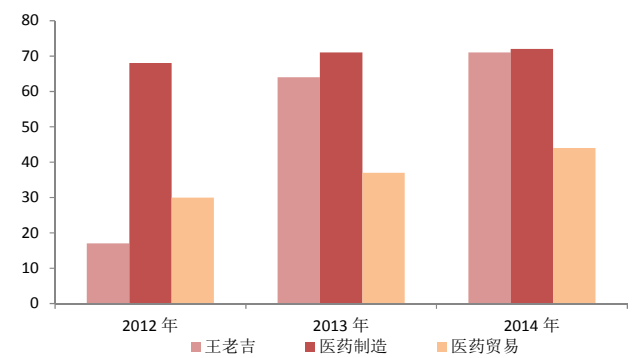


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

- 公司主营业务收入主要来源于大健康、大南药、大商业三大板块。2014年，本集团的营业收入为人民币188亿元，同比增长6.77%；归属于上市公司股东的净利润为人民币11.9亿元，同比增长21.68%。其中制造业务的毛利率为43.06%，同比上升3.70个百分点。医药贸易业务的毛利率为8.82%，同比上升1.57个百分点。
- 公司业务构成中，凉茶是公司业绩的主要看点，2012-2014年当中医药业务年均增长不足5%，凉茶业务年均增速超100%。2014年红罐王老吉凉茶销售额71亿元，占公司营业收入的38.8%。行业来看，王老吉（红+绿）占比达28%以上（另一种统计途径达到45%），仅次于加多宝，处于凉茶行业的龙头地位。

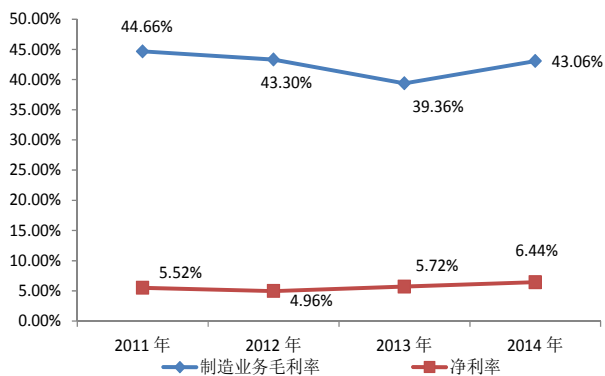
**图表 2: 白云山近年来收入、利润稳健增长**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

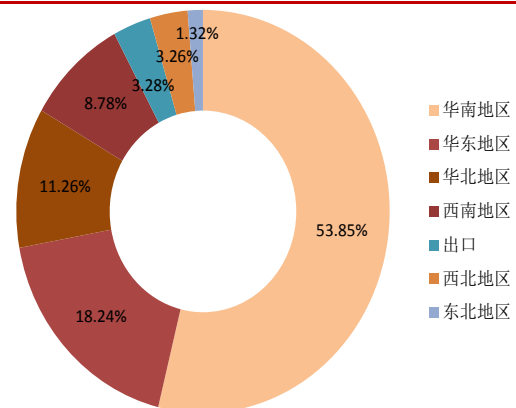
**图表 3: 王老吉已成为主要收入来源 (单位: 亿元)**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

- 2014 年, 公司华南业务市场份额占公司总收入的 54%, 华东地区业务占比 18%, 北方区域占比偏小, 从收入区域分布图可看出, 华南以外的市场空间还很大。

**图表 4: 公司净利率持续走高至 6.44%**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

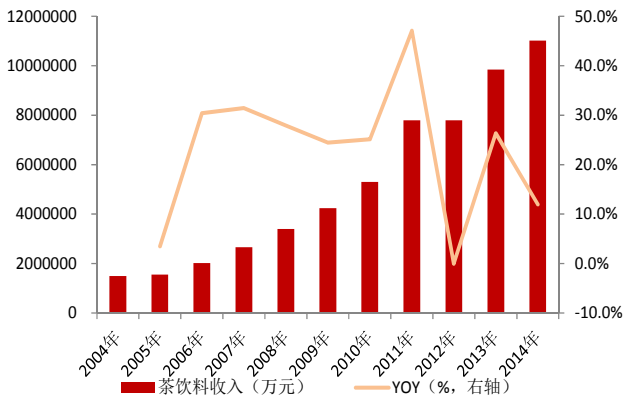
**图表 5: 公司收入分布以华南为主**


来源: 齐鲁证券研究所

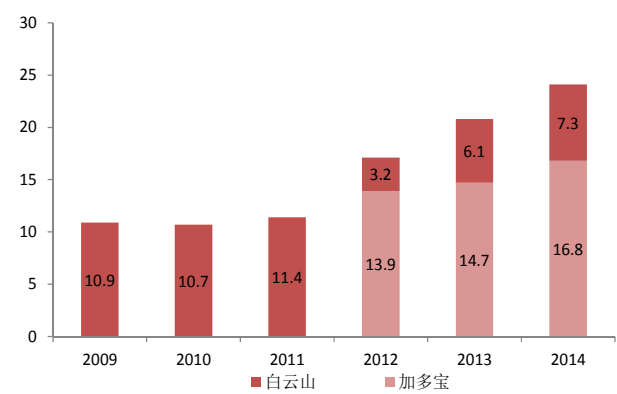
## 公司凉茶业务今年增长有限, 静待业绩弹性

凉茶行业: 告别高速增长阶段, 未来 3-5 年将保持 10%-15% 的增速

- 茶饮料保持稳健增长。我国软饮料人均消费量从 2005 年的 37 升大幅提升至 2014 年的 120 升, 年复合增长率 12.5%, 收入规模从 2005 年的 1140 亿元提升至 2014 年的 5390 亿元。近三年来, 软饮料消费量、收入规模依旧在增大, 但增速有所回落。更健康的发展趋势驱动着茶饮料市场的快速发展, 2004 年至 2014 年年复合增速高达 21.1%。
- 茶饮的快速增长有很大的一部分原因是因为凉茶板块的快速增长, 2009 年凉茶饮品占茶饮料的不足 11%, 到了 2014 年凉茶占比已超过 24%。

**图表 6: 茶饮料行业收入保持快速增长**


来源: wind、齐鲁证券研究所

**图表 7: 2009-2014 年凉茶在茶饮占比提高至**


来源: 齐鲁证券研究所

- **凉茶行业告别高增长时期。**作为茶饮料的后起之秀——凉茶，符合健康发展趋势。2003 年起，王老吉凉茶推出“怕上火，喝王老吉”的广告，将凉茶定位为“预防上火”饮料，在软饮料行业开拓出一个独有的功能性饮料细分市场。精准的产品定位加上大规模的广告宣传，开创了一个高速成长的品类，从 2002 年销售额 2 亿元到 2014 年终端销售额约 300 亿元，年复合增速高达 47.4%，受气温以及经济下滑的影响，2014 年凉茶增速只有 9%。
- **未来 3-5 年行业将保持 10%-15% 的增速。**2015 年二季度南方下雨频繁，我们认为今年的增速维持在 10% 左右。随着渠道的下沉、北方市场的拓展以及天气的转暖，我们认为未来 3-5 年凉茶行业可以保持 10%-15% 的增速。

### 竞争格局：双寡头格局已定，激烈竞争致使净利率难以提升

- 发展至今目前知名的凉茶品牌有王老吉和加多宝（两者凉茶市场份额高达 9 成），随着凉茶市场发展壮大，凉茶品牌层出不穷，但影响远不及王老吉和加多宝。

**图表 8: 凉茶（王老吉+JDB）经历了高速增长**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 9: 知名凉茶品牌**

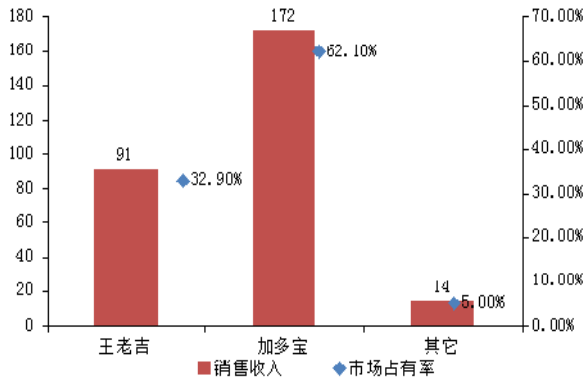
知名(著名)凉茶品牌	
王老吉凉茶	(国家/省文化遗产, 十大凉茶品牌, 创于1828年, 中华老字号)
黄振龙凉茶	(国家/省文化遗产, 十大凉茶品牌, 创于1945年, 大型连锁)
邓老凉茶	(国家/省文化遗产企业, 十大凉茶品牌, 养和堂连锁品牌)
和其正凉茶	(中国驰名商标, 十大凉茶品牌, 福建名牌, 福建达利集团出品)
徐其修凉茶	(国家/省文化遗产, 十大凉茶品牌, 创于1895年, 中华老字号)
潘高寿凉茶	(十大凉茶品牌, 百年老字号, 创于1890年)
黄志强平安堂	(十大凉茶品牌, 始创于1951, 黄振龙长子黄志强经营)
白云山凉茶	(国家级非物质文化遗产, 十大凉茶品牌, 知名凉茶品牌)
清心堂凉茶	(国家级非物质文化遗产, 十大凉茶品牌, 始创于1906年)
沙溪凉茶	(国家/省文化遗产, 十大凉茶品牌, 中华老字号, 益和堂出品)

来源: 齐鲁证券研究所

- **双寡头格局形成，加多宝第一，王老吉第二。**尽管凉茶涌现较快，加多宝和王老吉将其他品类的凉茶远远甩在后面。目前凉茶方面加多宝年销

售额 200 亿元，占比 62.1%。王老吉年销售额 91 亿元（其中绿盒包装 20 亿元，暂时没并表），占比 32.9%，两者合计占比 95%。

**图表 10: 加多宝、王老吉凉茶市场占超 9 成**



来源: AC 尼尔森, 齐鲁证券研究所

**图表 11: 王老吉与加多宝优劣对比**

	王老吉优势	加多宝优势
产品	王老吉口味更清淡	加多宝口味更甜, 药味更足, 包装更新速度快。
渠道	广州区域、商超渠道优势明显	餐饮渠道沉淀多, 广州以外的大多区域营销做得好, 营销团队 20000 余人, 执行力强
品牌	公司品牌多、品类多	公司凉茶方面的口碑好, 多次大手笔捐赠, 赢得市场的称赞
资金	公司资金实力雄厚	不占优势
其它	1, 公司法律体制方面健全; 2, 国企背景, 产品多元化	1, 公司产品设计深入中国文化, 并且出口渠道已打开; 2, 公司做事专注、专一

来源: 齐鲁证券研究所

- **王老吉品牌、资金优势明显, 加多宝营销团队强大。**白云山作为广州的国企以及上市公司, 在产品的多元化品牌、资金方面占据优势。而加多宝作为优秀的民企, 做得比较灵活, 充分调动员工积极性, 渠道方面做的扎实。
- **2015 年价格战愈演愈烈, 净利率提升困难。**加多宝包装今年换成金罐, 目前所生产的产品全部用金罐, 原来生产的红罐包装产品预计要卖到九月份才能卖完。加多宝更换包装的同时投入了大量的广告用来阐述金罐加多宝就是“正宗凉茶”, 并且会加大优惠政策来推广金罐加多宝, 短期对王老吉形成压制, 草根调研显示近 1-2 年王老吉与加多宝产品正面竞争程度以及产品的促销力度不减。

**图表 12: 产品广告, 包装接近, 互相干扰**



王老吉: 怕上火, 喝王老吉。(正宗凉茶)  
加多宝: 怕上火, 喝加多宝。(正宗凉茶)

来源: 公开资料, 齐鲁证券研究所

**图表 13: 促销力度空前绝后**



王老吉 VS 加多宝  
2012 年前 不赠送产品  
2015 年 已从买十送一变为买十送三

来源: 公开资料, 齐鲁证券研究所

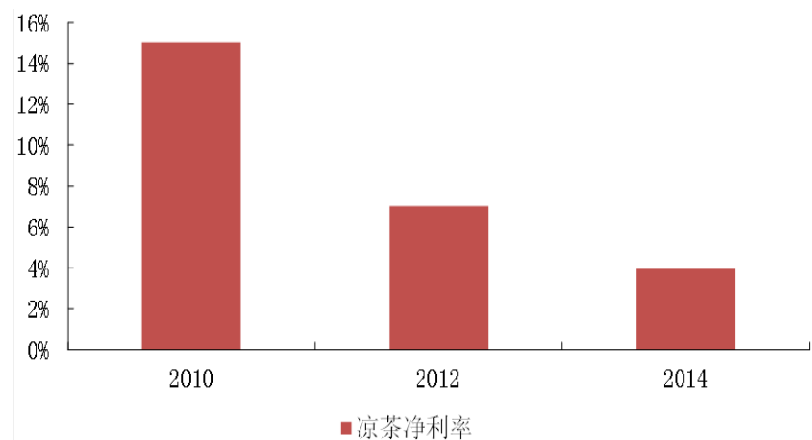


**图表 14: 凉茶双雄斗争愈演愈烈**

凉茶双雄的争斗持续不断	
2011	起争执: 5月王老吉商标权立案, 12月开始仲裁
2012. 1-3	换品牌: 加多宝启用双脸包装, 开始在广告将品牌名换为加多宝
2012. 4-5	抢血统: 加多宝将广告改为“怕上火喝正宗凉茶, 正宗凉茶, 加多宝出品!”
2012. 6-	品牌: 以品牌更名作为核心贯穿本时间段, 在不同时期争夺的重心有所不同
2013. 2	1、抢品牌: “销量领先的红罐凉茶改名加多宝” vs. “王老吉从未更名” 2、抢功能: “怕上火, 喝加多宝” vs. “怕上火, 喝王老吉” 3、抢红罐: 展开装潢权的诉讼 4、抢吉祥: “过吉祥年, 喝加多宝” vs. “过吉祥年, 喝王老吉”
2013. 2	抢同情: “对不起” vs. “没关系” (网络的力量)
2013. 3-4	抢地位: “中国每卖10罐凉茶, 7罐加多宝” vs. 虚假数据说
2013. 5	抢血统: 王健仪独家授方 vs. 国资委站台
2013. 12	诉广告语: 虚假宣传 vs. 不正当竞争
2013	斗广告营销: 加多宝广告营销费用101亿元 vs. 王老吉近36亿元
2015. 04	抢金罐: 加多宝率先改红罐为金罐, 王老吉推出金罐包装

来源: 公开资料, 齐鲁证券研究所

- 价格战导致公司净利率不断走低。**目前公司采取的是买十送二, 与加多宝之间互相挤压渠道, 在重大节日或重点市场推介时, 采取的是买十送三的策略。

**图表 15: 凉茶净利率不断走低**


来源: 草根调研, 齐鲁证券研究所(2010年加多宝时代的王老吉净利润率极高, 享受了在凉茶这一细分领域的垄断利润)

- 红罐之争或告一段落, 凉茶进入“后王老吉时代”。**2015年4月, 加多宝推出金罐装, 推出之后公司生产的产品全部改为金罐包装, 与红罐王老吉区分开来。2015年6月16日, 中国包装装潢第一案的“红罐之争”已经在最高人民法院开庭, 现场未宣判, 我们预估今年12月份出宣判结果(360和百度案5-6个月出结果), 红罐之争或告一段落。我们预估在“红罐之争”宣判之前, 凉茶促销力度不减。我们认为“后王老吉时代”进入以下两种竞争格局。

**图表 16: 加多宝换金罐后凉茶产品泾渭分明**



来源: 公开资料, 齐鲁证券研究所

**图表 17: 2015 年底红罐之争或告一段落**

2012年5月	广药从加多宝收回“王老吉”商标使用权, 并自己生产红罐王老吉凉茶。
2012年7月	加多宝在北京起诉广药的红罐凉茶外观设计侵权; 几天后, 广药在广州起诉加多宝的红罐凉茶外观设计侵权。
2013年2月	两案统一由广东高院受理。该案被称为“中国包装装潢第一案”
2014年12月	广东省高院一审裁定加多宝败诉, 立即停止生产销售与王老吉红罐凉茶包装装潢相似或相同的包装的产品, 加多宝当庭表示将上诉。同时面向全球征集律师。
2015年6月	“红罐之争”在最高人民法院开庭, 现场并未宣判
	仲裁时间预测: 2015年12月

来源: 公开资料, 齐鲁证券研究所

- 我们认为“后王老吉时代”进入以下两种竞争格局: 1, 双方继续打价格战, 打倒一方为止; 2, 价格战减弱或停止, 寻求新的利润平衡点。

**图表 18: “后王老吉时代”凉茶竞争的两种格局**

方式	结果	发生的可能性
第一种格局 双发继续打价格战, 打倒一方为止	1, 净利率继续走低甚至亏损; 2, 跑马圈地时代已结束, 市场份额增长收效甚微; 3, 需要耗费数年的时间以及大量的财力	2015年继续打价格战, 2016年之后待观察
第二种格局 价格战减弱或停止, 发展中寻求合理的利润, 做好些差异化的产品与服务	1, 促销减弱, 利润回归至合理的利润。2, 公司比的是产品影响力和服务, 提高客户黏性, 产业竞争进入良性	

来源: 齐鲁证券研究所, wind

**公司凉茶业务: 渠道改善提高市场份额, 未来价格战格局决定净利率水平**

- “红罐之争”带来市场份额的提升良机。2014年12月, 王老吉在“红罐装潢权案”中一审胜诉, 预计今年二审大概率胜诉。由于红罐包装已牢牢占据消费者心智, 从长期来看收回红罐装潢权将明显增强王老吉的优势, 王老吉凉茶独享“红罐”红利, 如按照加多宝改金罐损失 20% 的市场来计算, 由此产生的红罐红利 35 亿。
- 公司积极改善渠道, 市场份额将有较大提升。目前公司已意识到渠道的不足, 公司今年大规模招业务人员, 预计营销队伍可达 14000 人, 相比去年营销 11000 人的团队增加了 27%, 目前加多宝营销人员 20000 人, 王老吉营销人员已达加多宝的 70%, 如王老吉能把握好红罐红利释放带来的机遇保守估计市场份额可以提高至 45% 以上。

**图表 19: 王老吉大幅新增营销人员有望提高市场份额**

	王老吉	加多宝
2014年营销人员	11000	20000
2014年市场份额	32.90%	62.10%
2015年营销人员	14000	22000
2015年市场份额	?	?

来源: 草根调研、齐鲁证券研究所

- 行业继续打价格战将收效甚微，未来价格战格局决定净利率水平。**跑马圈地时代已过，双寡头市场份额进一步提升空间不大，双方都难以在价格战中倒下，行业继续打价格战将收效甚微，但不排除价格战的进一步升级。如价格战趋缓，符合民营企业加多宝逐利的本性和王老吉提升净利率的诉求。作为同类的快消品公司，可口可乐、承德露露、伊利等产品的净利率分别达 16%、17%、8%，公司凉茶产品的净利率存有很大的提升空间，后期重点关注公司促销力度。

**图表 20: 可比公司净利率普遍高于 7%**

公司		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
伊利股份	毛利率	26.82%	35.13%	30.27%	29.28%	29.73%	28.67%	32.54%
	净利率	-8.02%	2.74%	2.68%	4.89%	4.13%	6.70%	7.72%
承德露露	毛利率	29.00%	34.20%	34.20%	33.60%	38.20%	38.20%	41.54%
	净利率	7.70%	10.70%	9.90%	10.00%	10.70%	13.00%	16.65%
中国旺旺	毛利率	38.20%	40.30%	37.40%	34.60%	39.40%	41.50%	40.24%
	净利率	16.80%	18.20%	15.90%	14.20%	16.40%	17.90%	16.36%
可口可乐	毛利率	64.40%	64.20%	63.90%	60.90%	60.30%	60.70%	61.70%
	净利率	18.20%	22.00%	33.60%	18.40%	18.80%	18.30%	18.00%
王老吉 (红罐)	毛利率						40.00%	41.00%
	净利率						3.50%	3.60%

来源: wind、齐鲁证券研究所

- 凉茶诉讼案利多白云山，拖累竞争对手等于提高自我竞争优势。**从“王老吉商标案”到“反不正当竞争案”再到“红罐之争”，三大重要诉讼中王老吉自始至终处于强势地位，加多宝节节败退。目前作为民营企业的加多宝如在近期的诉讼案中继续败退，会造成公司失血较多而导致竞争力削弱。后期重点凉茶诉讼案带来的竞争格局的演变。

**图表 21: 公司凉茶业务的主要诉讼**

2012年5月11日	2012年5月9日的判决书, 判决书裁决广药集团与鸿道集团(加多宝母公司)《[王老吉]商标许可补充协议》和《关于[王老吉]商标使用许可合同的补充协议》无效, 以及鸿道集团停止使用「王老吉」商标。
2012年7月13日	北京市一中法院做出终审判决驳回加多宝鸿道关于撤销王老吉商标许可仲裁结果的申请
2012年11月30日	广告诉讼案, 广药集团针对加多宝虚假宣传构成不正当竞争的向广州市中院提起诉讼, 同时申请诉中禁令, 要求王老吉立即停止使用相关广告宣传
2013年1月31日	广州市中级法院下达诉中禁令裁定书, 裁定要求广东加多宝立即停止使用相关广告语
2013年5月15日	广东省高院开庭审理红罐包装权案, 一审未当庭宣判, 随后一审判决: 加多宝立即停止使用“全国销量领先的红罐凉茶改名为加多宝”等广告语并销毁上述广告语的宣传物品; 加多宝要赔偿广药集团的损失费及合理使用费, 但是关于红罐包装尚无判决结果
2014年1月10日	王老吉诉加多宝“中国每卖10罐凉茶, 7罐加多宝, 怕上火, 更多人喝加多宝, 配方正宗, 当然更多人喝”等广告不正当竞争纠纷案, 长沙中级法院开庭
2014年2月25日	重庆市第五中级人民法院审理王老吉诉加多宝(中国)虚假宣传纠纷案, 当庭并未宣判
2014年3月11日	王老吉、广药集团诉广东加多宝、广东乐润百货侵权纠纷案, 暂无判决
2014年4月25日	王老吉方面针对加多宝方面“加多宝凉茶连续7年荣获‘中国饮料第一罐’”“加多宝凉茶荣获中国罐装饮料市场‘七连冠’”等广告, 向北京市第三中级人民法院提起不正当竞争诉讼
2014年6月26日	重庆市第五中级人民法院就王老吉方面诉加多宝方面“全国销量领先的红罐凉茶改名为加多宝”等广告不正当竞争案认定加多宝方面构成不正当竞争
2014年7月17日	广药与广东加多宝不服2013年12月20日虚假宣传案判决, 提起上诉于7月17日开庭, 当庭未有判决
2014年8月5日	针对“中国每卖10罐凉茶7罐加多宝”的广告, 重庆五院判决加多宝撤销广告词并公开发表声明赔偿经济损失
2014年8月15日	加多宝方面针对加多宝方面“中国每卖10罐凉茶7罐加多宝”等广告虚假宣传不正当竞争纠纷案, 向重庆市高级人民法院提起上诉
2014年10月31日	重庆王老吉诉加多宝虚假宣传案二审开庭, 并未宣判
2016年6月16日	“红罐之争”在最高人民法院开庭, 现场并未宣判(预估2015年12月出结果)

来源: 齐鲁证券研究所

### 公司非凉茶业务: 大健康产业布局逐步完善, 前景广阔

- 抢占天然温补市场, 瓜分百亿蛋糕。**2014年公司推出枸杞饮, 2015年元月, 广州王老吉药业股份有限公司推出非凉茶新品“吉芝草”虫草饮。作为植物饮料市场布局的第二颗棋子, 王老吉计划在今年投入1亿元打开市场, 将虫草饮培育为第二个拳头产品。业内分析纯天然温补市场可达百亿规模, 公司有望借助于白云山品牌以及药品、饮品方面的优势, 在纯天然温补饮领域形成独一无二的优势。我们认为, 如健康温补被消费者普遍接受, 公司非凉茶饮可再造一个王老吉。

**图表 22: 王老吉非凉茶之枸杞饮**

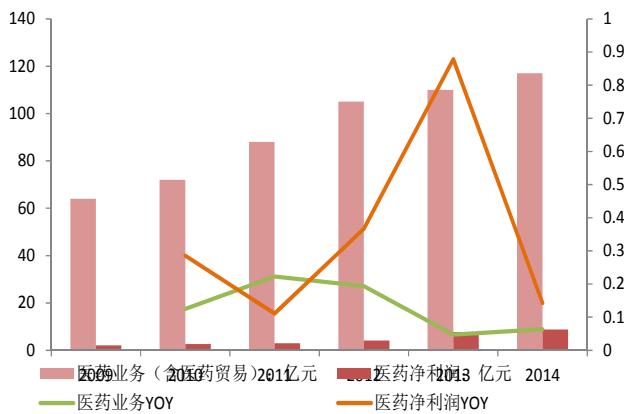
**图表 23: 王老吉非凉茶之虫草饮**


来源：公司网站、齐鲁证券研究所

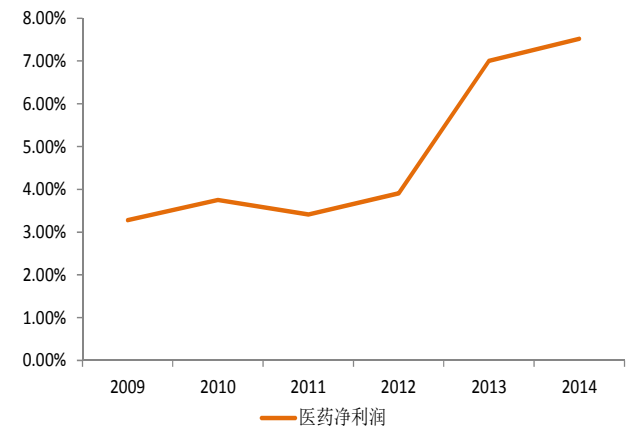
来源：公司网站、齐鲁证券研究所

## 医药业务：预计将平稳增长，电商戮力前行

- 受内部整合的影响，2014 年医药制药业务收入下滑 3% 左右。公司中成药主要企业有中一药业、白云山和黄、陈李济、奇星、星群、潘高寿、敬修堂、盈康、王老吉药业。2014 年公司中成药业务合计收入 39 亿元，和 2013 年持平；化学药方面包括制药总厂、天心制药、化学制药厂、百特侨光。2013 年公司化学药收入 33 亿元，同比下跌 3.5%；生物制药方面包括诺诚生物公司，公司持股 49%，产生的收入不足 1 亿。
- 复方丹参片、板蓝根、消渴丸、阿莫西林等多个销售过亿的低价药品种已在批发零售环节提价，对制药板块形成整体利好。
- **新品弹性大。**近期公司的抗 ED 仿制药金戈开始铺货推广，中国的 40 岁以上男性 ED 发病率约为 46%，约有 1.27 亿患者，市场潜力高达百亿元。金戈拥有显著的品牌、渠道、价格优势，目前正供不应求，预计今年上半年收入已过 8 千万元，未来 3-5 年有望快速上量至 5-10 亿；

**图表 24：医药业务收入、利润增长平稳**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 25：医药业务盈利能力存在改善空间**


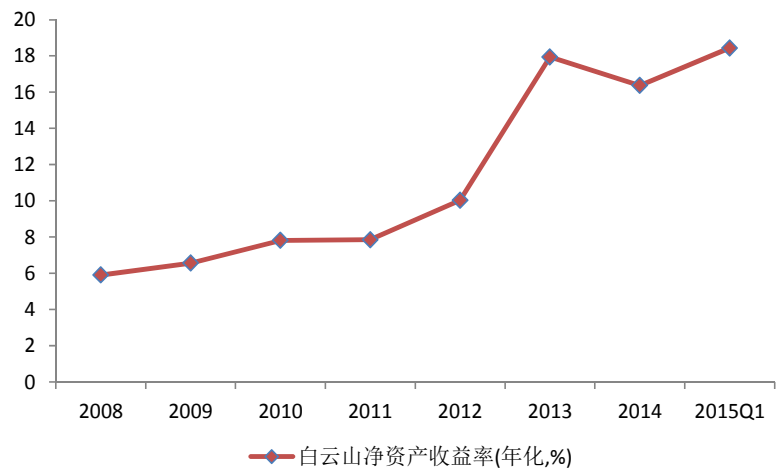
来源：齐鲁证券研究所

- 医药商业方面包括广州医药、采芝林药业、进出口公司、盈邦分公司等。2014 年年收入 44.5 亿元，同比增长 21.3%。医药商业近年来在华南地区大力开展药房托管业务，收入增速较快。
- 医药渠道方面，除了自有的健民医药网平台，公司还借助天猫、京东、1 号店、美团、糯米等第三方平台，加入微博、微信等沟通手段，策划营销，实现线上、线下资源共享。

## 相比加多宝，国企运营有劣势，资本市场运作有优势

### 国企改革势在必行

- 原白云山 A 较广州药业机制上更为市场化，运营效率更高，从净资产收益率比较看，白云山 A 净资产收益率显著高于广州药业，凸显出更好的经营绩效。公司在新的管理团队的带领下，未来经营绩效提升值得期待。

**图表 26: 白云山 (原广州药业) 净资产收益率稳步向上**


来源: 齐鲁证券研究所、wind; 备注: 2012 年之前为广州药业, 2013 年更名为白云山

- 国企改革势在必行。**公司此前公告承诺在 2014 年 6 月 25 日起, 三年内完成以上市公司的业绩增长作为管理层实施认股权利的先决条件的股权激励制度。11 月 7 日广东省推出了《关于深化省属国有企业改革的实施方案》, 海格通信已经为广州市国企改革树立了典范。公司方面一旦实现国企改革, 股权激励落实, 我们认为将为公司进一步提升经营动力, 想象空间巨大。

**图表 27: 广东省及广州市国企改革重大事件表**

日期	内容
2013年12月31日	2013年初广州市政府在其工作报告中就提出深化国有企业改革发展, 加强统一监管。广州市发改委出台深化体制改革重点工作的意见, 指定由广州国资委牵头国企改革, 并提出要建“大国资”监管体系。
2014年8月	广州市政府推出国资改革的具体措施, 内容主要包括组建广州国资发展控股公司、国企高管新薪酬将强化与企业业绩挂钩、将梳理引入非国有资本清单等。
2014年8月27日	据南方都市报报道, 广州市国资委指出, 广州国企改革措施已经制定, 一直在等待省里的方案和中央顶层设计, 根据中央和省的精神进行完善后, 将于9月份出台并对外公布。未来将探索实施员工持股, 鼓励有条件的混合所有制企业按国家政策实施管理层和技术骨干持股。
2014年11月7日	广东省委常委、常务副省长徐少华指出, 全省各地、各部门和省属国有企业要坚决贯彻落实中央的顶层设计和总体部署, 按照“水平适当、结构合理、管理规范、监督有效”的总体要求, 注意细化落实, 做好改革衔接, 抓紧修改完善广东省的国企实施方案, 确保2015年起开始实施。
2014年11月7日	广东省人民政府网公布广东省人民政府办公厅文件关于印发《关于深化省属国有企业改革的实施方案》的通知, 以及公布深化改革的2020年要实现的主要目标, 包括完成调整优化国有资本布局结构, 加快建设现代企业制度, 积极推进混合所有制经济改革, 创新完善国有资产监管体制
2015年5月31日	广州国资国企改革方案出炉, 竞争性企业5年内全上市。广州市国企改革的纲领性文件《中共广州市委广州市人民政府关于全面深化国资国企改革的意见》提出了全面深化国资国企改革的总体要求, 以发展混合所有制经济、优化国有资本布局、完善现代企业制度和国资监管体制为重点, 推进国资运作市场化、证券化、社会化、国际化, 增强国有经济活力、影响力、控制力和抗风险能力。

来源: 网络整理、齐鲁证券研究所

### 搭建信息平台+定增提升公司竞争力

- 升级“大科技”提升绩效。**公司一方面在积极推进集团的科技研发优势资源整合, 挖掘“老”药的新功能和新效用, 搭建信息平台 (SAP) 梳理体系, 另一方面是加大科研投入, 增强科技创新核心竞争力, 同时加

快医疗器械及其他领域方面的合作项目。

- 公司积极探索创新并购方式,拓宽融资渠道。定增拟募集资金不超过 100 亿元,其中大股东和国资拟参与 90 亿元;员工持股计划拟参与 5 亿元,可调动公司内部资源;马云旗下云峰基金拟参与 5 亿元。在国企改革的大背景下,公司通过本次非公开发行实施员工持股计划,并锁定三年,有助于实现员工与公司的共同成长,充分调动员工的积极性和创造性,提高公司的凝聚力和竞争力。
- **定增项目效果仍有待跟踪。**公司六个定增项目中,值得关注的是对王老吉大健康业务增资 40 亿元,有助于提升王老吉竞争力,以及预留 23 亿元留作并购,构成后续业绩增长点。其它定增项目规模较大,但估计短期不易贡献利润,可能有稀释短期业绩的压力。

**图表 28: 定增项目 (亿元)**

序号	业务板块	项目	投资总额 (亿元)	募集资金拟投资额 (亿元)
1	大南药	“大南药”研发平台建设项目	15	15
2	大南药	“大南药”生产基地一期建设项目	18.18	10
3	大商业	增资广州医药有限公司	10	10
4	大健康	增资广州王老吉大健康产业有限公司	40	40
5		信息化平台建设项目	2	2
6		补充流动资金	23	23
		合计	108	110

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 29: 大健康项目用途**

序号	投资方向	投资总额 (万元)
1	品牌建设与渠道推广、资源整合产品集群开发、实施国际化	240000
2	大健康产品自有基地建设	160000
2.1	广东梅州原液提取基地建设	40000
2.2	四川雅安二期灌装产能基地建设	30000
2.3	广州南沙一期灌装产能基地建设	30000
2.4	择址新建其他灌装产能基地	60000
合计	400000	400000

来源: 齐鲁证券研究所

## 盈利预测、估值与投资建议

### 盈利预测及估值

- 我们看好凉茶行业包装分化后净利的提升,也看好后渠道下沉带来的消费提升,医药方面整体呈稳步上涨的判断。销售详细预测请见下表:

**图表 30: 白云山销售预测表**

王老吉	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	1913.00	6424.32	7099.88	7830.00	8568.00	9396.00
同比 (%)		235.82	10.52	10.28	9.43	9.66
成本	1176.50	3910.39	4030.00	4329.99	4755.24	5233.57
毛利	736.51	2513.93	3069.88	3500.01	3812.76	4162.43
毛利率	38.5%	39.1%	43.2%	44.7%	44.5%	44.3%
医药工业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	6956.10	7510.76	7243.31	7488.00	7718.00	8100.00
同比 (%)		7.97	-3.56	3.38	3.07	4.95
成本	4100.00	4500.00	4100.00	4155.84	4298.93	4519.80
毛利	2856.10	3010.76	3143.31	3332.16	3419.07	3580.20
毛利率	41.1%	40.1%	43.4%	44.5%	44.3%	44.2%
医药商业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	3193.91	3673.11	4456.69	5110.12	5460.63	5955.00
同比 (%)		15.00	21.33	14.66	6.86	9.05
成本	2955.00	3406.80	4060.00	4624.66	4947.33	5383.32
毛利	238.91	266.31	396.69	485.46	513.30	571.68
毛利率	7.5%	7.3%	8.9%	9.5%	9.4%	9.6%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	12063.01	17608.19	18799.88	20428.12	21746.63	23451.00
同比 (%)		45.97	6.77	8.66	6.45	7.84
成本	8231.50	11817.19	12190.00	13110.49	14001.50	15136.69
毛利	3831.52	5791.00	6609.88	7317.63	7745.13	8314.31
毛利率	31.8%	32.9%	35.2%	35.8%	35.6%	35.5%

来源: 齐鲁证券研究所

- 预计公司 2015-2017 年实现收入 204、217、235 亿元, 同比增长 8.7%、6.5%、7.8%, 实现净利润 14.2、15.9、18.1 亿元, 同比增长 16.2%、12.2%、14.1%, 对应 EPS1.02、1.14、1.30 元。

**图表 31: A 股相关上市公司盈利预测和 PE 估值水平**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
600887.SH	伊利股份	1092.17	1.35	0.88	1.07	13.44	20.57	16.98
600597.SH	光明乳业	233.89	0.46	0.69	0.94	43.99	29.34	21.58
000848.SZ	承德露露	110.92	0.88	0.67	0.78	18.13	23.88	20.46
	均值					25.19	24.60	19.67
	医药生物板块	6925				41.94	32.56	26.69

来源: 齐鲁证券研究所

- 综合考虑公司竞争力和市场估值水平, 我们给予公司 35-40 倍的 PE 估值, 建议目标价 35.7-40.8 元, 给予“增持”评级



## 风险分析

- **竞争加剧风险:** 目前凉茶市场上加多宝与王老吉仍存在激烈的竞争, 可能会使费用率超出预期, 净利率不涨反跌。
- **商标注入进展低于预期风险:** 尽管我们判断大股东兑现在 2015 年将王老吉商标注入上市公司的承诺概率较大, 但由于涉及资产评估及收购方式, 进展存有低于预期风险。
- **法律诉讼失利的风险:** 尽管我们判断在红罐装横权、绿盒王老吉的法律纠纷中公司获胜机率较大, 但亦存在诉讼结束时间不确定或失利的风险, 王老吉或难以享受到红罐的红利。
- **其它风险:** 医药行业招标政策的不断调整部分药品面临被降价的风险、原辅材料价格波动的风险; 拓展医疗健康、药房托管、电子商务等新领域过程中的经营风险;

**图表 32: 白云山财务预测三张表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	12,063	17,608	18,800	20,428	21,747	23,451
增长率	121.76%	46.0%	6.8%	8.7%	6.5%	7.8%
营业成本	-8,232	-11,806	-12,174	-13,110	-14,001	-15,137
% 销售收入	68.2%	67.1%	64.8%	64.2%	64.4%	64.5%
毛利	3,831	5,802	6,626	7,318	7,745	8,314
% 销售收入	31.8%	32.9%	35.2%	35.8%	35.6%	35.5%
营业税金及附加	-108	-148	-154	-172	-182	-196
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,972	-3,485	-3,943	-4,357	-4,567	-4,761
% 销售收入	16.3%	19.8%	21.0%	21.3%	21.0%	20.3%
管理费用	-1,087	-1,227	-1,265	-1,469	-1,522	-1,646
% 销售收入	9.0%	7.0%	6.7%	7.2%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	664	941	1,263	1,320	1,475	1,712
% 销售收入	5.5%	5.3%	6.7%	6.5%	6.8%	7.3%
财务费用	-50	-28	-2	99	158	193
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-8	-13	-61	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	250	220	161	195	188	186
% 税前利润	28.3%	17.9%	11.0%	11.4%	9.8%	8.5%
营业利润	855	1,120	1,363	1,614	1,821	2,091
营业利润率	7.1%	6.4%	7.2%	7.9%	8.4%	8.9%
营业外收支	26	109	104	93	99	98
税前利润	881	1,229	1,467	1,707	1,920	2,189
利润率	7.3%	7.0%	7.8%	8.4%	8.8%	9.3%
所得税	-114	-222	-257	-289	-332	-377
所得税率	13.0%	18.1%	17.5%	16.9%	17.3%	17.2%
净利润	767	1,007	1,211	1,418	1,588	1,812
少数股东损益	38	27	18	32	34	39
归属于母公司的净利润	729	980	1,192	1,385	1,554	1,772
净利率	6.0%	5.6%	6.3%	6.8%	7.1%	7.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,135	1,936	3,181	5,207	6,390	8,098
应收账款	1,699	2,481	2,778	2,857	3,068	3,299
存货	2,066	2,246	2,579	2,530	2,726	2,938
其他流动资产	451	637	352	487	479	530
流动资产	5,352	7,299	8,889	11,080	12,663	14,864
% 总资产	57.0%	59.6%	62.6%	67.4%	70.2%	73.5%
长期投资	1,873	2,236	2,320	2,320	2,320	2,320
固定资产	1,732	2,067	2,266	2,315	2,338	2,355
% 总资产	18.4%	16.9%	15.9%	14.1%	13.0%	11.6%
无形资产	318	380	406	385	374	364
非流动资产	4,043	4,950	5,322	5,350	5,363	5,370
% 总资产	43.0%	40.4%	37.4%	32.6%	29.8%	26.5%
<b>资产总计</b>	<b>9,394</b>	<b>12,249</b>	<b>14,211</b>	<b>16,430</b>	<b>18,025</b>	<b>20,234</b>
短期借款	681	510	561	0	0	0
应付账款	2,420	3,688	4,866	4,313	4,679	5,009
其他流动负债	374	852	635	1,084	726	793
流动负债	3,474	5,050	6,062	5,397	5,404	5,801
长期借款	0	9	0	0	0	0
其他长期负债	164	168	190	190	190	190
<b>负债</b>	<b>3,638</b>	<b>5,227</b>	<b>6,252</b>	<b>5,587</b>	<b>5,595</b>	<b>5,992</b>
普通股股东权益	5,566	6,832	7,739	10,591	12,145	13,917
少数股东权益	190	190	220	252	286	325
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,394</b>	<b>12,249</b>	<b>14,211</b>	<b>16,430</b>	<b>18,025</b>	<b>20,234</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.899	0.759	0.923	1.018	1.142	1.302
每股净资产 (元)	6.864	5.290	5.993	7.780	8.921	10.223
每股经营现金净流 (元)	1.232	1.037	1.364	0.552	1.106	1.218
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.10%	14.35%	15.41%	13.08%	12.80%	12.74%
总资产收益率	7.76%	8.00%	8.39%	8.43%	8.62%	8.76%
投入资本收益率	16.83%	22.89%	34.42%	32.96%	32.68%	36.96%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	121.76%	45.97%	6.77%	8.66%	6.45%	7.84%
EBIT 增长率	311.07%	41.80%	34.25%	4.45%	11.73%	16.11%
净利润增长率	153.55%	34.43%	21.68%	16.18%	12.17%	14.06%
总资产增长率	93.64%	30.39%	16.01%	15.62%	9.71%	12.25%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	17.9	17.7	19.2	18.7	18.9	18.8
存货周转天数	64.8	66.7	72.3	70.4	71.1	70.9
应付账款周转天数	31.7	39.4	53.2	48.6	50.1	49.6
固定资产周转天数	39.2	34.5	34.5	31.8	28.3	24.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-7.94%	-20.23%	-32.98%	-48.07%	-51.44%	-56.89%
EBIT 利息保障倍数	13.4	33.2	734.6	-13.4	-9.3	-8.9
资产负债率	38.73%	42.67%	43.99%	34.01%	31.04%	29.61%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	767	1,007	1,211	1,418	1,588	1,812
少数股东损益	0	0	0	32	34	39
非现金支出	195	198	262	206	216	227
非经营收益	-242	-332	-182	-269	-287	-284
营运资金变动	279	466	471	-603	-11	-97
<b>经营活动现金净流</b>	<b>999</b>	<b>1,339</b>	<b>1,761</b>	<b>784</b>	<b>1,539</b>	<b>1,697</b>
资本开支	167	346	353	141	130	136
投资	-3	-4	0	0	0	0
其他	104	27	66	195	188	186
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-66</b>	<b>-324</b>	<b>-287</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>50</b>
股权募资	9	7	15	1,848	0	0
债权募资	-270	-163	42	-561	0	0
其他	-185	-55	-421	-67	-381	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-445</b>	<b>-211</b>	<b>-364</b>	<b>1,220</b>	<b>-381</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>488</b>	<b>805</b>	<b>1,110</b>	<b>2,059</b>	<b>1,217</b>	<b>1,747</b>

来源: 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。