

白云山深度报告（600332）

凉茶行业和公司净利率双拐点+中国伟哥龙头+混改持股高激励

买入（首次）

2017年02月28日

投资要点：

■ **凉茶行业逻辑类似啤酒，集中度够高，费用下降带来净利率拐点。**凉茶市场规模约400亿，销量增速降至4%低点。加多宝与王老吉行业双寡头市占率达80%，红罐判决成为行业竞争趋缓的转折点，逻辑类似啤酒，集中度足够高盈利拐点到来：（1）无糖和新包装等结构升级；（2）加多宝下滑+控费：加多宝产能扩张带来的折旧吞噬凉茶利润，其他业务如昆仑山和澳牧儿童奶均亏损，好声音赞助取消，更换管理层战略收缩；（3）双寡头格局下，王老吉和加多宝促销改善的边际影响大，行业利润率有大幅提升空间。两个寡头之间的竞争，我们判断最后的结果大概率会走向合作。

■ **王老吉迎来收入和盈利能力提升的拐点。**公司经过混改后广东政府大力支持，我们判断未来两年王老吉的市占率大幅提升。王老吉17-18收入10%以上增长达到100、110亿水平，当前净利率对照其他饮料大单品20%的净利率有一倍提升空间，预计17-19年净利率8%、10%、14%，18年净利11亿，给予25倍PE，市值275亿。

■ **金戈是南药板块最大增长点。**根据中国国家统计局数据，中国的勃起障碍患者人数约1.27亿，患者年轻化趋势明显，潜在市场规模将达到百亿。伟哥终端10亿销售额。放开专利保护后，金戈首仿16年销售约4亿，终端10亿规模接近伟哥，14-16年复合增长翻倍。金戈渠道和价格优势明显，毛利率超90%。虽后续仍有仿制药申报，金戈已占据先发优势。预计18年销售额8亿规模，净利率20%，净利1.6亿，给予30倍PE，对应市值48亿。

■ **中成药受益新版医药目录调整，大商业、大医疗多品类布局。**公司三代雷公藤制剂与三公仔小儿七星茶首次进入医保目录，华南地区最大的医药零售网络和医药物流配送中心，入股一心堂，成为国内体系最健全的区域龙头。预计18年扣除金戈医药板块整体净利9亿，20xPE对应市值180亿。

■ **员工持股带来较高安全边际，定增现金近80亿，其他业务估值低。**当前股价权高于持股价10%，具有较强安全边际。定增78亿中主要来自广州市政府，国有资源注入预期。引进的战略投资者云峰（阿里巴巴），将开拓公司医药电商以及互联网医疗业务。此外公司还有待拆迁土地，未来也将产生收益。目前公司市值扣除定增+拆迁仅值325亿。

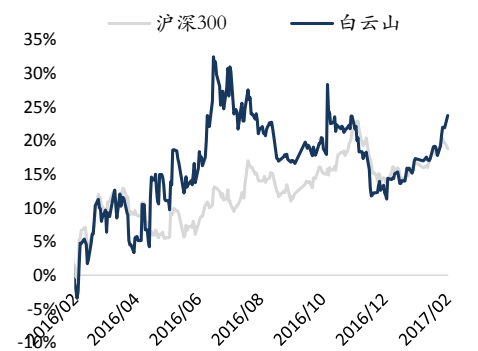
■ **盈利预测与估值：**公司核心看点在凉茶和金戈业务，分步计算市值：18年凉茶业务市值约275亿；金戈市值48亿；扣除金戈的医药板块市值约180亿，合计18年总市值约503亿。对比目前公司市值405亿，扣除定增+拆迁后仅值325亿，市值还有很大空间，首次覆盖给予“买入”投资评级。

■ **风险提示：**食品安全风险、原料价格风险、国改不达预期。

证券分析师 马浩博
S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
021-60199762

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.95
一年最低价/最高价	20.24/27.76
市净率	2.43
流通市值（亿）	277.97

基础数据

每股净资产	6.29
资产负债率	44.13
总股本（百万股）	1625.79
流通股A股（百万股）	1071.18

目录

1. 公司简介：专注于医药健康产业的华南龙头	4
1.1. 公司简介：华南医药健康产业的龙头	4
1.2. 股权结构：地方国企，“混改”成功试点	4
1.3. 大健康、大南药板块为主要收入、利润来源	4
2. 凉茶行业逻辑类似啤酒，增速放缓但集中度够高带来促销边际改善，盈利拐点	5
2.1. 行业进入成熟期，营收增速趋缓，毛利率基本触底	5
2.2. 集中度高边际改善，行业拐点即将到来	6
3. 多种因素向好，王老吉将迎收入与盈利能力提升拐点	10
3.1. 红罐判决+绿盒清算，强化王老吉品牌	10
3.2. 销售团队稳定，营销多元年轻化	10
3.3. 产品结构升级，助于毛利率提升	10
3.4. 轻资产布局全国生产基地，优化产能与供应链	11
3.5. 预计王老吉利润率曲线将平稳向上，17 年合理市值 200 亿	12
4. 大南药+大商业+大医疗，金戈是最大看点	13
4.1. 化学仿制药金戈是最大增长点	13
4.2. 南派中药的集大成者，受益新版目录调整全面整合	15
4.3. 大商业板块：零售+物流+电商，流通体系健全的华南龙头	15
4.4. 大医疗板块：医疗服务+医疗器械+医疗养生，试水多领域宽布局	17
5. 定增+拆迁，相当 120 亿现金	18
6. 投资建议	19
7. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 白云山为广州市国资委控制下的地方国企.....	4
图表 2: 员工持股计划份额中多数由员工持有.....	4
图表 3: 大健康、大南药分别占收入 44%与 33%.....	5
图表 4: 大健康与大南药分别占毛利 57%与 39%.....	5
图表 5: 茶饮料行业进入成熟期, 增速下行.....	5
图表 6: 凉茶行业销量增速逐年下降.....	5
图表 7: 茶饮料行业毛利率与利润总额率逐渐下降.....	6
图表 8: 欧睿预测未来茶饮料行业增速保持在 5%左右水平.....	6
图表 9: 王老吉、加多宝、和其正凉茶市场份额对比.....	7
图表 10: 2012—2016Q3 加多宝销量及增速.....	7
图表 11: 12 年和 16 年王老吉渠道、厂商对比变动.....	8
图表 12: 12 年和 16 年加多宝渠道、厂商对比变动.....	8
图表 13: 加多宝和王老吉核心产品对比.....	8
图表 14: 加多宝定位送礼场合.....	9
图表 15: 加多宝旗下昆仑山高端矿泉水.....	9
图表 16: 王老吉近年来市场活动 (体育、电影、文化等)	10
图表 17: 王老吉推出全新包装无糖凉茶.....	11
图表 18: 王老吉全国生产基地布局.....	11
图表 19: 王老吉毛利率与净利率已有改善.....	12
图表 20: 王老吉经营现金流持续好转.....	12
图表 21: 王老吉及可比公司费用率和净利率水平.....	12
图表 22: 重点城市公立医院男性功能障碍药品销售情况.....	13
图表 23: 市场主要抗 ED 药品零售价.....	14
图表 24: 15 年 ED 市场份额排名金戈第三 (13.6%)	14
图表 25: 公司部分主要产品情况.....	15
图表 26: 白云山新纳入医保目录的部分品种.....	15
图表 27: 白云山医药电商体系建设完善.....	16
图表 28: 2015 年全国各大连锁药店年销售总额 (亿元)	17
图表 29: 2015 年国内主要医药零售药店构成情况.....	17
图表 30: 截至 2016 年 6 月底, 一心堂 3,818 家直营门店分布图.....	17
图表 31: 白云山大医疗板块布局情况.....	18
图表 32: 非公开发行情况.....	18
图表 33: 定增对象中广州政府占绝大部分.....	18
图表 34: 收入毛利假设表.....	19
图表 35: 可比公司估值.....	20
图表 36: 白云山三年预测财务报表.....	21

1. 公司简介：专注于医药健康产业的华南龙头

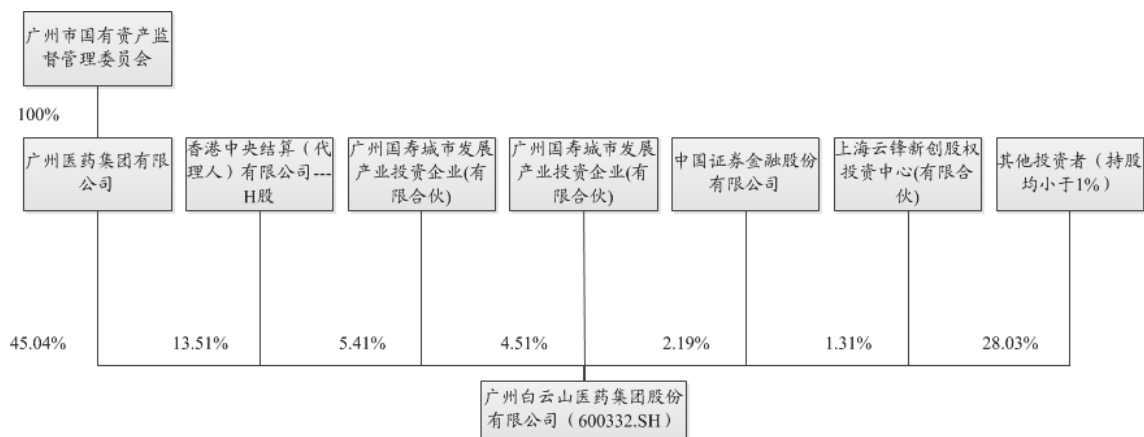
1.1. 公司简介：华南医药健康产业的龙头

白云山于 1997 年在广州成立，经过 2013 年与广州医药重组，以及大股东集团整体上市，目前专注于医药健康产业，其中中成药生产、医药物流的规模均为华南地方最大，大健康板块中拥有全国知名品牌王老吉。目前股票可在上海、香港两地交易所进行交易。

1.2. 股权结构：地方国企，“混改”成功试点

公司的控股股东为广药集团，截止至 3Q2016 持股 45.04%；广州市国资委持有广药集团 100% 股权，为公司实际控制人。公司于 2016 年 8 月 19 日通过 83 亿定增引入广州国发、广州城发、云峰投资以及员工持股计划。

图表 1：白云山为广州市国资委控制下的地方国企



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

员工持股计划参与面广，股价安全边际高。根据披露，该计划高层人均认购约 79 万元，员工人均约 7 万元，对于无论是高层人员还是其他员工均是一笔不小的开支，因此激励力度大，深度绑定员工与公司利益，更有利于业绩释放。目前股价为 25.9 元，仅比定增成本高 10%，具有较强的安全边际和提升空间。

图表 2：员工持股计划份额中多数由员工持有

认购人	参与人数	认购份额	人均持股	发行价	认购金额	人均认购金额	占比
公司董事、监事、高管	9	30.5 万股	3.4 万股	23.56 元/股	715 万元	79 万元	7.9%
其他员工	1200	355.7 万股	2965 股	23.56 元/股	8380 万元	6.98 万元	92.1%
合计	1209	3860 万股	-	23.56 元/股	9095 万元	-	100%

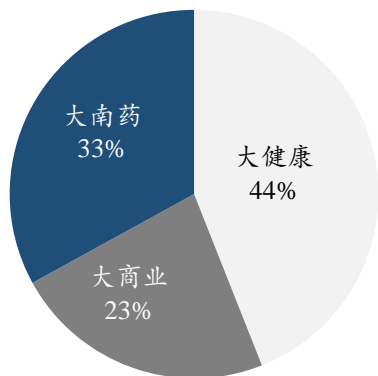
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.3. 大健康、大南药板块为主要收入、利润来源

白云山 2016 (1-3Q) 收入约 155 亿元，净利润约 10.9 亿，综合毛利率 36.67%。1H2016 年大健康（消费品）、大南药（医药生产）、大商业（医

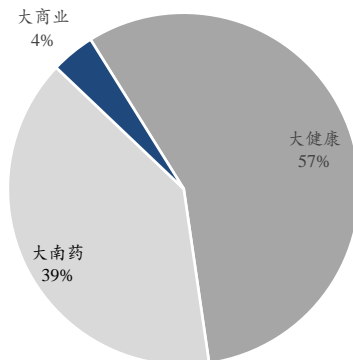
药物流) 分别占收入 44%、33%、23%，占毛利 57%、39%、4%。大健康、大南药板块是主要的收入与利润来源。

图表 3: 大健康、大南药分别占收入 44%与 33%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 大健康与大南药分别占毛利 57%与 39%



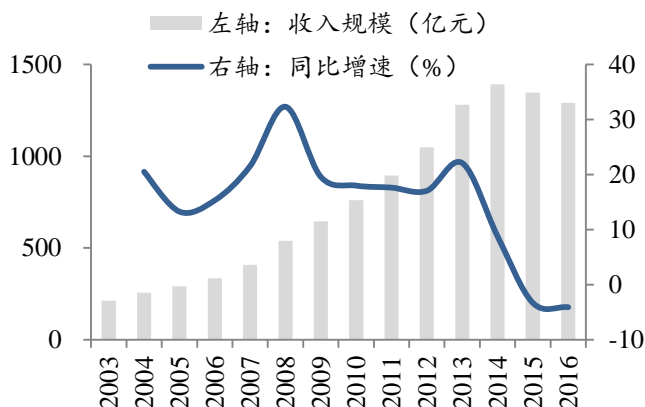
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 凉茶行业逻辑类似啤酒，增速放缓但集中度够高带来促销边际改善，盈利拐点

2.1. 行业进入成熟期，营收增速趋缓，毛利率基本触底

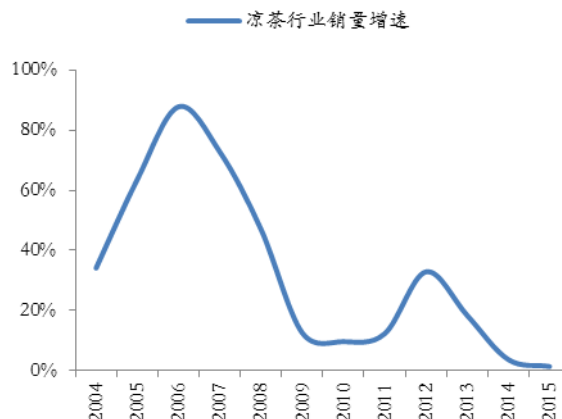
凉茶行业步入成熟期，营收增速逐步放缓。包装茶饮料行业 16 年规模约 1300 亿，同比下降 4%，近年增速持续下滑。行业竞争激烈，茶饮料行业毛利率与利润率也降至历史低点。其中凉茶市场规模估计 400 亿，经历 04-12 年高增长后，销量增速逐渐降至 15 年 3.7%的低点。原因可能在于渗透率已高、产品老化、竞品冲击等。

图表 5: 茶饮料行业进入成熟期，增速下行



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 凉茶行业销量增速逐年下降

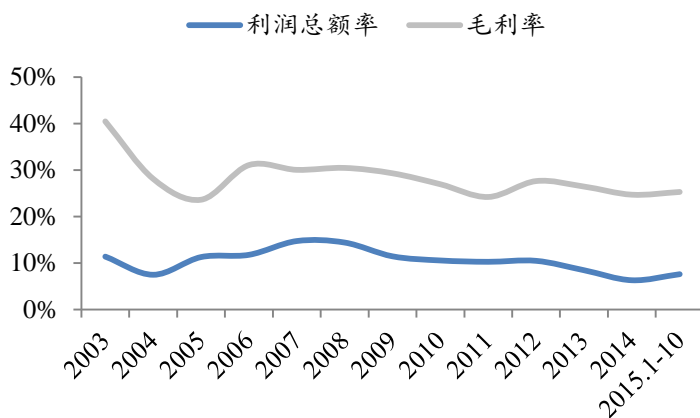


资料来源: Canadean, 东吴证券研究所

竞争激烈，行业利润水平基本触底。饮料行业竞争激烈，一方面产品多样性增加，产品结构不断调整，竞品冲击加剧；另一方面价格战压

制均价提升，成本提升侵蚀利润空间，行业毛利率与利润总额率持续下行，14 年分别跌至 25% 与 6% 的低点，15 年略有回升。

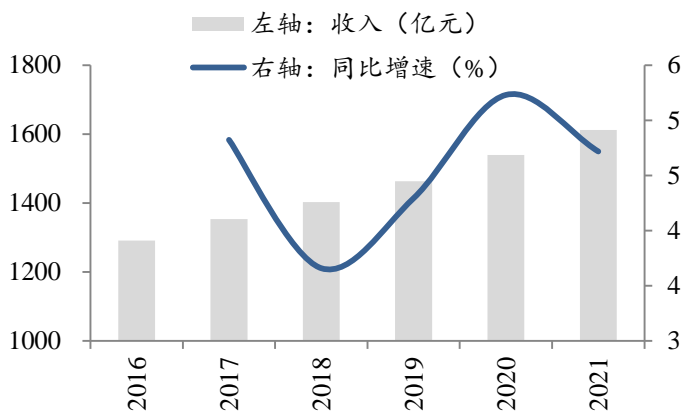
图表 7：茶饮料行业毛利率与利润总额率逐渐下降



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

预计未来行业增速将稳定在 5% 水平。考虑到包装茶饮料市场饱和、人均消费量已高、竞品冲击仍大等因素，行业未来将进入存量竞争的局面，增长率将趋近于软饮料行业 5% 的增速，大体趋于稳定。

图表 8：欧睿预测未来茶饮料行业增速保持在 5% 左右水平

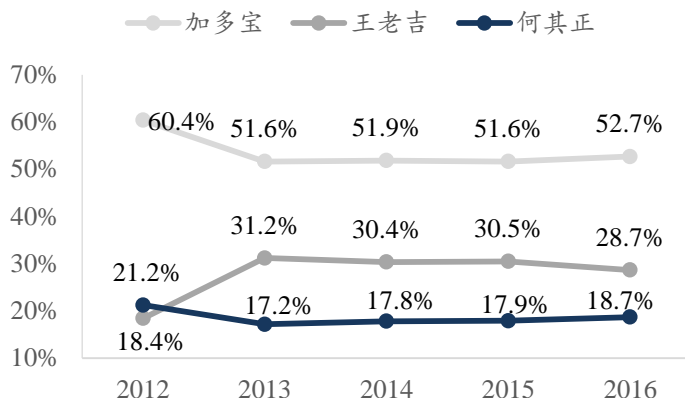


资料来源：欧瑞，东吴证券研究所

2.2. 集中度高边际改善，行业拐点即将到来

行业集中度高，双寡头格局稳定。凉茶行业巨头加多宝与王老吉合计市占率在 80% 以上，后有和其正、深晖等品牌但规模较小，多以 PET 等包装存在于三四线城市和农村市场。其余品牌更是难以撼动双寡头格局。而在罐装凉茶市场中，二者合计份额更是达到 95% 的高点，行业集中度高，双寡头格局稳定。

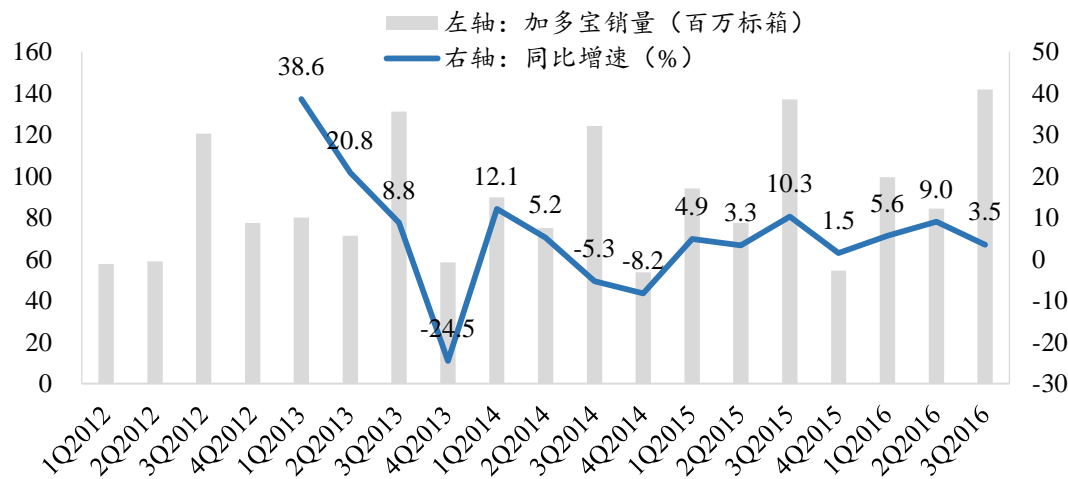
图表 9：王老吉、加多宝、和其正凉茶市场份额对比



资料来源：Canadean，东吴证券研究所

两巨头激烈竞争，抑制双方利润率释放。激烈竞争始于 12 年更换品牌名称。加多宝利用强大媒体投入和渠道优势，重新打造加多宝凉茶品牌，希望利用渠道优势扼杀王老吉。同时在更换金罐的过程中，加多宝为清库存，也不断加大促销力度。王老吉利用品牌优势，快速成立独立销售体系，同时进行价格跟随策略，通过增加渠道利润进行突破，导致双方渠道价格竞争激烈。

图表 10：2012—2016Q3 加多宝销量及增速



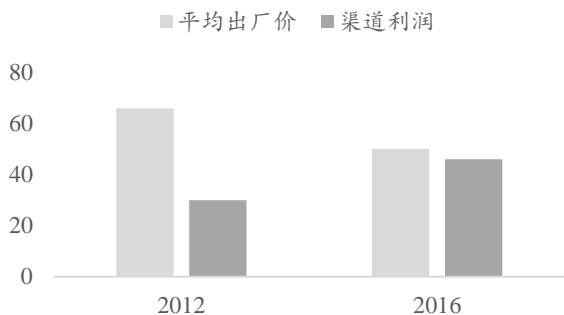
来源：Canadean，东吴证券研究所

竞争激烈，出厂价不升反降。草根调研显示，罐装凉茶出厂价格（含税，给到厂商给到批发商）从 11—12 年相对稳定的出厂价格 65—67 元/箱，在 15—16 年是下降为加多宝 50—55 元/箱，王老吉 45—50 元/箱，价格下降了 15%-25%。加上双方的品牌媒体投入，对于双方的盈利压力非常巨大。

争抢渠道，促销力度提高压缩利润空间。在重点争夺的餐饮渠道，双方抢夺异常惨烈。草根调研了解到，以西南四川重庆市场为例，王老

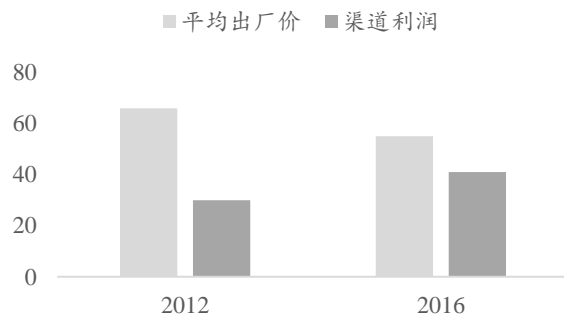
吉和加多宝为了争夺一家餐饮店，投入可能达到十箱送五箱甚至送七箱的力度。按照正常开票价格 60 元/箱计算，十箱送五箱折算价格为 40 元/箱，折扣率达到 33%。按照正常行业的促销力度毛利率 40%，净利率 7%—8% 左右计算，仅价格折扣已经导致净利亏损。

图表 11: 12 年和 16 年王老吉渠道、厂商对比变动



资料来源：终端渠道调研，东吴证券研究所

图表 12: 12 年和 16 年加多宝渠道、厂商对比变动



资料来源：终端渠道调研，东吴证券研究所

投入理性，加多宝控费，行业拐点到来。红罐判决成为行业转折点，加多宝压力增大开始控费。15 年 3 月，加多宝受“红罐”判决的影响，调整策略更换金罐。经历了 2012 年的品牌转换和 15 年的红罐风波，加多宝已经逐步打造了自己的凉茶品牌和形象。但（1）品牌转换时费用投放过多；（2）加多宝全国共投资近 200 亿，设立 11 条生产线，产生巨大的折旧压力。加多宝出于利润需求，开始逐步控制费用。

图表 13: 加多宝和王老吉核心产品对比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

销量费用大幅缩减，整体优化媒体费用。根据调研了解到，加多宝 16 年整体媒体投入缩减比例 40%-50%。16 年也停止了与赞助了 4 年的中国好声音，转而更多依靠互联网等营销手段，将更多费用投放到市场中来。

优化销售人员。加多宝已经开始优化一线销售人员团队，更多通过渠道下沉加强县级市场的覆盖。草根调研了解到，加多宝广州市场原有

一线人员编制 230 人左右，17 年开始调整，人员自然流失后不再补充，同时合并、优化销售区域，未来目标调整到 190 人左右，调整比例约为 20%。而王老吉销售团队比较稳定，编制保持在 210 人左右。

差异化营销，费用精准投放，避免渠道和客户费用恶性竞争。根据草根调研，在西南四川重庆市场，加多宝也开始避免在以往争夺的焦点餐饮渠道，有意识的让出部分高投入渠道的市场份额，避免双方通过恶性价格竞争提升渠道费用。

注重不同市场差异化投入。宣传也更注重在“招财进宝”的送礼需求，把握地方节庆的送礼需求。在例如在广东王老吉的强势市场，根据我们终端调研发现，王老吉通过费用投资市场上大概 35% 左右的终端售点，包括门店陈列、冰柜展示等。而加多宝并不直接比拼城市市场的费用投入，而是通过发掘三四线市场的节庆送礼渠道，通过整箱礼品包装在节庆期间的户外广告和堆头，获得了近 30% 的增长。全年送礼渠道的销售占比也达到了 40% 左右。

多品牌策略支撑长久发展。近年来高端瓶装水细分市场的高速发展，同时让加多宝也将重心逐渐转移到旗下的高端饮用水“昆仑山”品牌和产品的发展，通过多品牌战略推动企业的进一步发展的增长点。根据调研，目前昆仑山 16 年终端已经达到 10 元左右，但仍需要市场培育才能贡献盈利。

图表 14: 加多宝定位送礼场合



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 15: 加多宝旗下昆仑山高端矿泉水



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

格局稳定将带来盈利改善，类似美国啤酒逻辑。凉茶行业格局稳定，行业逻辑类似美国啤酒模式，集中度提升带来盈利改善。凉茶行业格局稳定，行业逻辑类似美国啤酒模式，集中度提升带来盈利改善。当行业格局稳定后，凉茶行业逻辑可以类比美国啤酒模式。美国啤酒行业集中度高，格局较为稳定，同时美国企业盈利能力高显著提高。而凉茶行业集中度更高，企业更容易掌控市场和渠道的定价权。

3. 多种因素向好，王老吉将迎收入与盈利能力提升拐点

3.1. 红罐判决，强化王老吉品牌

红罐判决，强化王老吉品牌。随着红罐装潢权的判决，王老吉已经同此前的商标、“怕上火”定位和正宗配方，进一步强化了品牌，不断加深品牌护城河。

3.2. 销售团队稳定，营销多元年轻化

销售团队日益稳定成熟，准确的把握住竞争对手更换包装的时机。在加多宝更换包装之际，抓住时机，在 2016Q1 获得了近 30% 的增长。根据我们调研，王老吉全国的一线销售人员在 6000—8000 人，总数约为 11000 人。与现有加多宝的销售人员团队约为 13000—14000 人规模大致相当。同时王老吉销售体系和渠道也日趋成熟，利用价格跟随策略，增加渠道利润进行市场突破，也打造了广东、广西、湖南、福建等基地市场。

营销向多元化、年轻化方向发展。王老吉延续怕上火定位，同时通过体育、电影（万万没想到）、文化等方面加强品牌多元化和年轻化。同时通过“吉”字，增加品牌外延。

图表 16：王老吉近年来市场活动（体育、电影、文化等）

时间	营销事件
2017.1	登陆大热网综《火星情报局》，首播洗脑神曲《吉吉操》
2016.12	独家冠名浙江卫视真人秀《我们十七岁》
2016.7	王老吉发起“约战欧洲杯熬夜表上火”
2016.6	王老吉携手浙江卫视《挑战者联盟》第二季强势回归，联袂打造兼具“正能量”与“娱乐”的大型明星职业挑战真人秀
2016.6	深度结合《魔兽》大电影的内涵，提炼出“部落 VS 联盟热血相撞，要胜利，不要火气”概念
2016.5	王老吉联合强势回归的爆火网络神剧《报告老板》第二季
2015.12	以超强 IP 为契机，王老吉跻身大电影《万万没想到》的首席合作伙伴

资料来源：公司官网，王老吉官方微博，东吴证券研究所

3.3. 产品结构升级，助于毛利率提升

王老吉借助广药大健康的平台和研发优势，不断推出创新产品。2016 年推出的低糖和无糖凉茶，采用糖醇，可以避免消费者对于含糖量高的担心。同时零售价也高于正常的凉茶罐装，平均达到 5 元/罐。

图表 17: 王老吉推出全新包装无糖凉茶



资料来源: 王老吉官网, 京东官方旗舰店, 东吴证券研究所

3.4. 轻资产布局全国生产基地, 优化产能与供应链

目前王老吉已经在全国逐步布局生产基地, 采取的方式是同地方政府合作的轻资产模式, 由当地政府投入建厂, 王老吉提供人员和技术等。目前仅在雅安为援助地震灾区采用自身建厂的模式。

图表 18: 王老吉全国生产基地布局



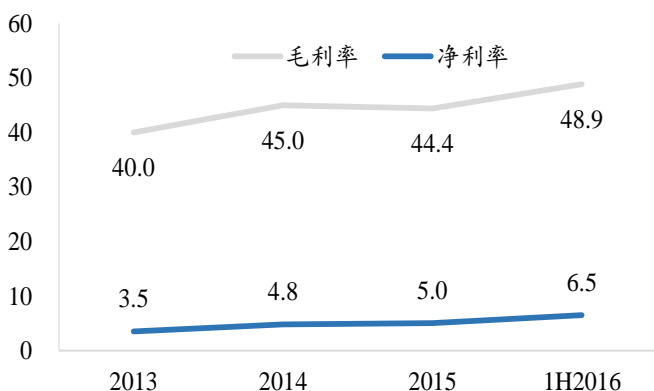
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.5. 预计王老吉利润率曲线将平稳向上，17 年合理市值

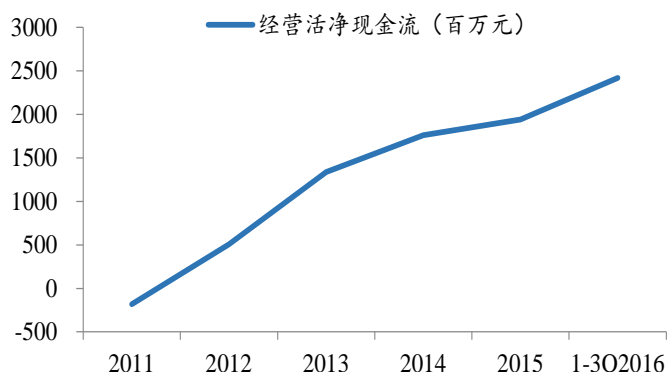
200 亿

王老吉经营已有改善迹象。在行业竞争趋稳的情况下，王老吉已经迎来净利率提升的拐点。可以看到 1H16 毛利率和净利率已经开始提升。同时公司现金流情况持续好转，经营净现金流创历史新高。

图表 19：王老吉毛利率与净利率已有改善



图表 20：王老吉经营现金流持续好转



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

对比可比公司，王老吉净利率仍低，还有较大改善空间。受益于原材料等成本下降和规模优势，1H16 王老吉毛利水平上升 5pt 至 49%，高于同类型的上市公司高于承德露露（46%）和伊利（39%），但净利率却远低于承德露露，距离伊利股份 8% 水平也有差距。在未来行业竞争愈于稳定的情况下，渠道买赠费用的降低将会提升产品均价和毛利，同时轻资产模式优化供应链的情况下也将提升盈利，未来净利率还有较大提升空间。

图表 21：王老吉及可比公司费用率和净利率水平

毛利率	2012	2013	2014	2015	2016H1
承德露露	38.2	38.2	41.5	43.5	45.9
伊利股份	29.7	28.7	32.5	35.9	39.0
康师傅（饮品业务）	29.6	30.8	31.9	33.2	
统一企业	34.6	33.4	32.5	36.8	36.9
白云山（王老吉大健康）			45.0	44.4	48.9
净利率	2012	2013	2014	2015	2016H1
承德露露	10.7	13.1	16.7	17.3	19.0
伊利股份	4.1	6.7	7.7	7.8	10.8
康师傅（饮品业务）	6.5	4.5	4.7	3.1	2.2
统一企业	4.0	3.9	1.3	3.7	6.5
白云山（王老吉大健康）			4.8	5.0	6.5

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

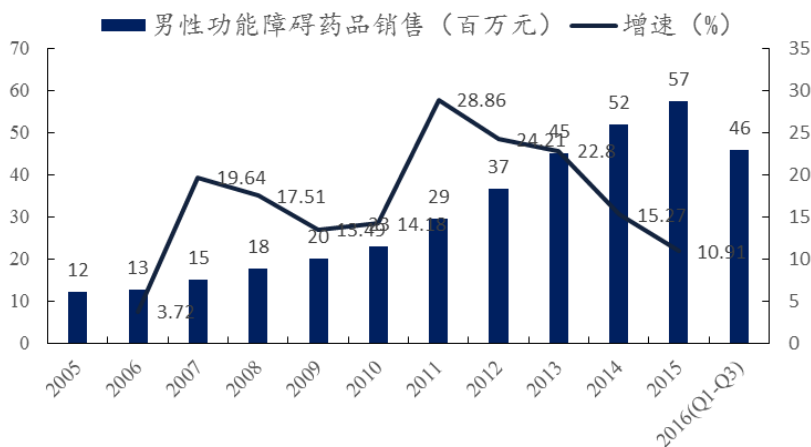
预计王老吉净利率曲线将平稳向上，17 年合理市值 200 亿。我们预计 17-18 年王老吉收入至少有 10% 以上增长，当前净利率对照其他饮料大单品 20% 的净利率还有超过一倍的提升空间，预计 17-19 年净利率 8%、10%、14%，17 年净利 8 亿，给予 25 倍 PE，合理市值 200 亿。

4. 大南药+大商业+大医疗，金戈是最大看点

4.1. 化学仿制药金戈是最大增长点

ED 潜在市场大，国外原研药垄断格局被打破。ED 潜在市场大，国外原貌研药专利到期，垄断格局被打破。ED（阴茎勃起功能障碍）是男性生殖系统发病率最高的四大疾病之一，据相关数据统计，中国的 ED 患者人数约 1.27 亿，新发 ED 患者有 1/4 为 40 岁以下的年轻患者，其中有近一半为重度 ED，随着大众健康意识不断提升，未来潜在市场规模有望达到百亿元。随着消费者对改善生活品质需求的不断提升，ED 市场不断在放大。然而随着国外原研药专利悬崖的到来（辉瑞万艾可在中国的专利已于 2014 年 5 月 12 日到期），国内 ED 用药市场格局即将被打破。目前在医院端西地那非占比达到 44%，‘伟哥’仿制药市场前景可观。

图表 22：重点城市公立医院男性功能障碍药品销售情况



资料来源：pdb，东吴证券研究所

产品特点：有效率高，价格优势明显。作为‘伟哥’首仿药，金戈根据国人身体特点量身打造，适当降低有效成分。

金戈药品效果显著。据北大人民医院、北大第一医院等 5 家医院临床验证结果表明，白云山金戈治疗不同病因 ED 的有效率达到 83%。

金戈价格优势明显，是大南药最大增长点。金戈（80 元/100mg）与原研品（115 元/100mg）相比，同剂量价格下降 30%，有着明显的价格优势，这也成为金戈抢夺原研药份额、拓展 ED 市场的最大竞争利器。

图表 23: 市场主要抗 ED 药品零售价

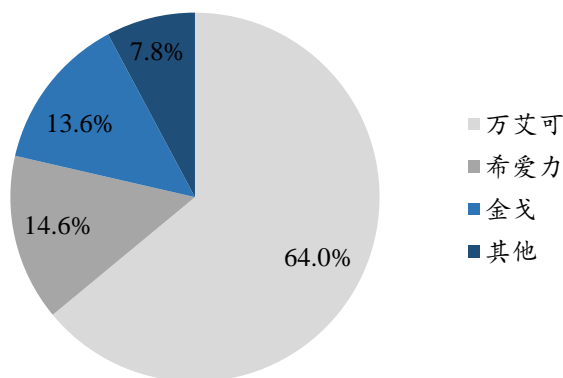
产品名称	京东价格 (元)	规格
金戈	199	50mg*5 片/盒
	345	50mg*10 片/盒
伟哥	115	0.1g*1 片/盒
希爱力	465	20mg*4 片/盒

数据来源: 京东官网, 东吴证券研究所

金戈率先破局, 上市表现良好。金戈率先破局。公司医药单品最大看点在于中国首个“伟哥”仿制药——白云山金戈(枸橼酸西地那非片)。金戈在 2014 年 9 月获得了 CFDA 核发的枸橼酸西地那非原料药和片剂生产批件, 并于 2015 年 10 月 28 日正式上市。截至目前上市的仿制药仅有白云山的“金戈”以及江苏亚邦爱普森药业的“万菲乐”, 广生堂、常山药业等“伟哥”仿制药尚在等待批文中。

市场份额第三。媒体报道金戈上市一周年即取得了突破 7 亿元的销售业绩(按市场零售价计), 2015 年市场份额已到达 13.6%, 位居市场第三。2014 年 10 月底首仿上市的白云山金戈 2015 年销售收入**超过 2 亿元**, **2016 年金戈销售额接近 4 亿**, 同比增长超过 70%, 随着公司零售端布局, OTC 端布局加快推进金戈铺货进度, 再加上金戈上市时间增长逐渐积累市场口碑以及消费者认识度, 市场竞争力将大大提升。

图表 24: 15 年 ED 市场份额排名金戈第三 (13.6%)



资料来源: 新康界, 东吴证券研究所

市占率不断提升。金戈主要在于零售端铺货进度, 目前知名度不断提升, 加上公司在药店端布局不断深入, 整体市场份额有望不断提升。根据辉瑞 2013 年年报披露, “伟哥”终端零售端占伟哥销售额比重高达 86%, 终端零售方面布局深入的白云山具有先天的渠道优势。

预计未来增速超 50%。随着 2015 年各地新一轮药品招标开展, 金戈在医院终端的铺货有望加速。预计随着公司金戈产品知名度提升, 药品推广力度加强, 在整体市场不断扩容的过程中, 公司通过全方位优势抢占“伟哥”市场份额, 预计增速超过 50%。

4.2. 南派中药的集大成者，受益新版目录调整全面整合

南派中药的集大成者，中成药资源优势突出。公司拥有 13 家中华老字号药企（含控股子公司和合营企业），其中一个绝密集产品；6 家为百年老字号；4 个独家定价产品；13 个过亿单品，在华南地区乃至全国都拥有明显的中成药资源优势。

图表 25：公司部分主要产品情况

特色	数据	明细
绝密级产品	1 个	华佗再造丸
独家定价产品	4 款	消渴丸、乳核散结片、障眼明片、固肾定喘丸
百年企业	6 家	陈李济药厂、王老吉药业、敬修堂药业、中一药业、潘高寿药业、明兴药业
规模过亿单品	13 个	复方丹参片、白云山板兰根、消渴丸、阿莫西林等

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

两品种首次进入医保目录，市场空间巨大。17 年人力资源社会保障部印发了新版医保目录，白云山的陈李济昆仙胶囊、三公仔小儿七星茶进入名单中。我国人口老龄化现象突出，二胎政策放开后人口增速明显提高（2016 年出生人口达到 1786 万，同比增量 131 万，增速+8%），两个新进入品种市场空间巨大，有望为制药板块增长提供新动力。

多产品首次进入甲类目录。公司的大神口炎清、明兴清开灵（胶囊、颗粒）、奇星华佗再造丸等多个独家产品本次也首次纳入甲类目录。和同类乙类药物相比，甲类药物全额报销，消费群体和市场空间更广。

图表 26：白云山新纳入医保目录的部分品种



资料来源：新版医保目录，东吴证券研究所




4.3. 大商业板块：零售+物流+电商，流通体系健全的华南龙头

零售+物流+电商，商业布局完善。公司作为华南地区医药商业龙头企业，已建立起华南地区最大的医药零售网络和医药物流配送中心。截至 2016 年 6 月 30 日，医药零售方面，公司及合营企业的网点共 61 家，

其中，主营中药的“采芝林”药业连锁店 30 家，主营西药、医疗器械的“健民”药业连锁店 30 家，盈邦大药房 1 家；**医药物流方面**，共计与 12 家三级医院、7 家二级医院、40 家基层医疗机构开展医药物流服务延伸合作；**医药电商方面**，与阿里巴巴旗下的阿里健康达成战略合作，与九州通医药集团、赛柏蓝公司签约合力打造“医药云商”；广药健民网成为全国首家实现网上脱卡支付的医保互联网定点药店。

为降低医药商贸成本，更好的实现对医院药房托管，公司建立智能化药房托管系统，实现库房合一，将稳固配送关系，实现合作医院的全部药品独家配送，将提升收入与利润的稳定性。同时将仓储空间降低 50%，仓储成本降低 10%，有效降低了配药差错率，配送效率提升 30%。

图表 27：白云山医药电商体系建设完善

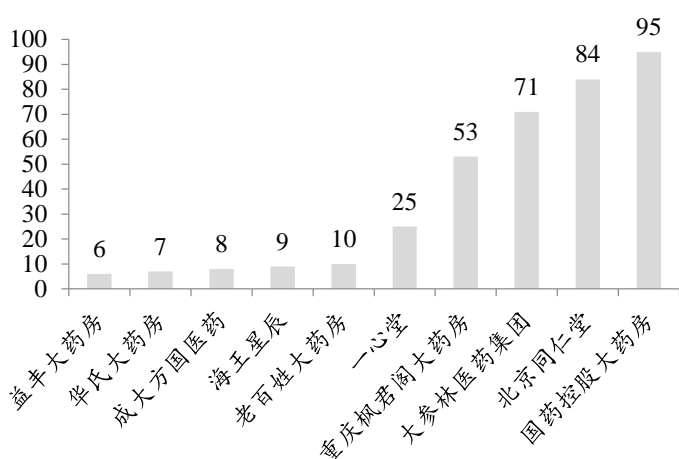
医药电商	具体业务
	阿里巴巴集团投资控股的公司之一，致力于打造完整的线上线下一体的医药健康服务网络。业务主要集中在产品追溯、医药电商、医疗服务网络和健康管理等领域。
	由广州医药和广州健民医药连锁联合创办的互联网零售药店。致力于打造“大众、便利、专业”的健康消费服务平台，为消费者提供便捷周全的健康消费体验。
	基于移动互联平台为医药企业提供综合性增值服务。是医药/医疗器械行业领先的会议培训机构、最大的医药新媒体平台，在医药云商、医药控销领域开展创新业务。
	立足医药健康行业，以西药、中药、器械为主要经营产品，以医疗机构、批发企业、零售药店为主要客户，并为客户提供信息、物流等各项增值服务。

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

入股一心堂，协同效应可期。随着国家医药改革的深入推进，**医药零售行业尤其是连锁经营的龙头企业，有望承接医药分家后巨量医院市场的处方外流，具有广阔的发展前景。**2017 年 1 月，公司参与认购一心堂非公开发行的 4149.38 万股 A 股股份，认购金额为 8 亿元，占一心堂发行完成后股权比例为 6.92%。

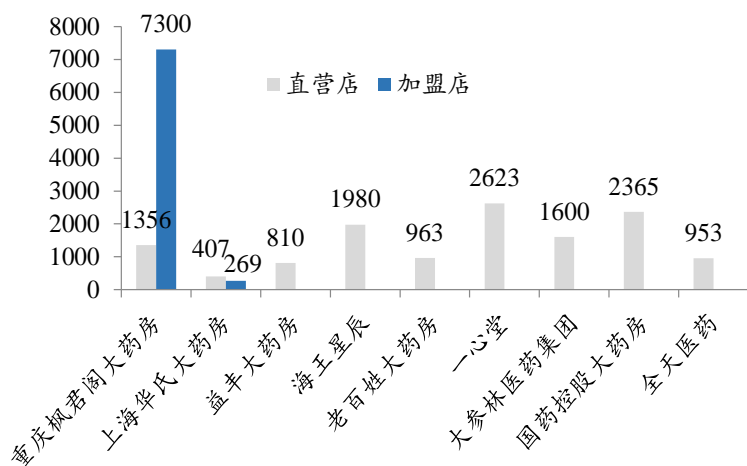
入股将产生明显的协同效果：一心堂作为国内首家纯连锁店上市公司，资产优质且在西南地区具有较强的渠道优势，主要从事医药零售连锁和医药批发业务，拥有 3877 家直营连锁门店(截至 2016 年 9 月 30 日)，直营门店数量位居行业第一；本次投资有望实现强强联合，分享医药零售业的巨大发展机会，推动公司在零售终端的布局及公司医药零售产品在西南市场的销售。

图表 28：2015 年全国各大连锁药店年销售总额（亿元）



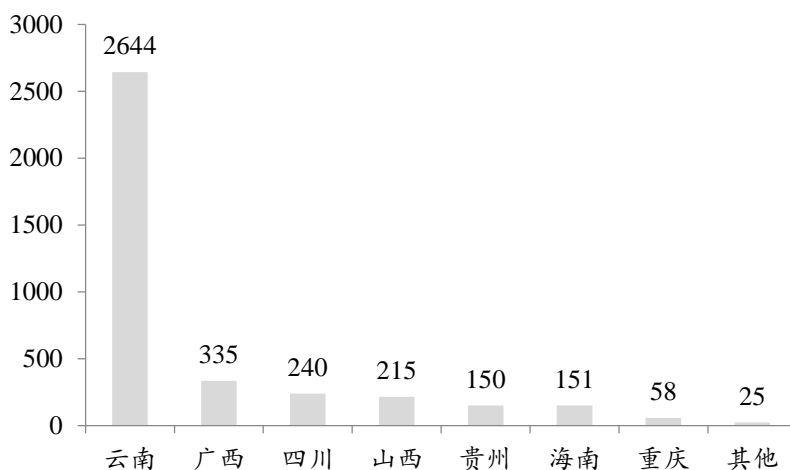
资料来源：各公司官网，东吴证券研究所

图表 29：2015 年国内主要医药零售药店构成情况



资料来源：各公司官网，东吴证券研究所

图表 30：截至 2016 年 6 月底，一心堂 3,818 家直营门店分布图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司目前药品板块 OTC 端销售占比较高，包括金戈、铁玛、胃乃安等重点药品均以零售药店销售为主，再加上医院控制药占比力度加大，因此，终端药房布局以及价格竞争优势有利于公司药品铺货进度大大加快。

4.4. 大医疗板块：医疗服务+医疗器械+医疗养生，试水多领域宽布局

多领域宽布局，长期有望量增价涨。近年来公司不断进行医疗产业整合，试水医疗服务、医疗器械、医疗养生等领域，但目前仍处于布局阶段，短期受制于医疗服务行业医保控费、精细监管的影响，收入难以激增；由于人均可支配收入的增长和老龄化社会的加深，长期看好医疗服务市场化下的量增价涨。

图表 31：白云山大医疗板块布局情况

领域名称	时间	事件
医疗服务	2015.05	以 4650 万元增资控股白云山医院
	2015.08	投资 10 亿元与济宁市 6 家公立医院合作办医
	2016.04	与北京博奥医学检验所有限公司签订合作框架协议，发展以基因检测等业务为主的第三方医学检验
医疗器械	2016.01	与美时医疗控股有限公司签约，共同打造拥有自主知识产权的高端医疗器械研发生产基地
	2016.03	与广州奥咨达医疗器械技术股份有限公司共同建立“国际医疗器械研发孵化产业平台”
医疗养生	2016.10	西藏林芝白云山藏式养生古堡项目、鲁朗国际旅游小镇项目正式开业

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 定增近 80 亿现金，其他业务估值低

定增可能推动业务外延发展，提升平台价值。定增 79 亿参与方包括广州医药、广州国资发展控股、国寿城市发展投资、上海云锋等。一方面 73 亿来自广州市政府，随着混改进程加快，未来有望继续整合地方未上市优良医疗资源，企业规模与业务将持续扩大。另一方面引进的战略投资者云峰，将开拓公司医药电商以及互联网医疗业务，给企业带来新的利润增长点。

图表 32：非公开发行情况

发行证券的类型	人民币普通股 (A)
发行数量 (百万股)	335
证券面值 (元)	1
发行价格 (元/股)	23.56
募集资金总额 (百万元)	7,886
发行费用 (百万元)	22

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 33：定增对象中广州政府占绝大部分

序号	发行对象	认购股份数量 (百万股)	认购金额 (百万元)	比例
1	广州医药集团有限公司	148	3,495	44.3%
2	广州国资发展控股有限公司	88	2,073	26.3%
3	广州国寿城市发展产业投资企业	73	1,727	21.9%
4	上海云锋新创股权投资中心	21	500	6.3%
5	添富-定增盛世专户 66 号资产管理计划	4	91	1.2%
	合计	335	7,886	100.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

定增现金接近 80 亿，其他业务估值较低。公司定增 79 亿目前以现金形式在银行做理财；此外公司还有部分待拆迁土地，未来也将产生收益。目前公司总市值 400 亿，扣除定增现金 80 亿，其他业务仅值 320 亿，估值较低。

6. 投资建议

估计 16-18 年公司收入增速 5.1%、9.5%、7.0%。主要假设：(1) 受益于竞争对手控费，行业竞争趋缓，王老吉份额提升，带动整个大健康板块增速提升；(2) 大南药板块相对较为成熟，受益于医保目录新增品种以及金戈放量，增速略有提升；(3) 是大商业与大医疗基本保持稳定发展，无大变化。

图表 34：收入毛利假设表

		2015A	2016E	2017E	2018E
大健康	销售收入	7768	8468	10076	11286
	YOY		9.0%	19.0%	12.0%
	毛利率		45.3%	45.8%	46.0%
化学药	销售收入	3533	3638	3748	3860
	YOY		3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	0.0%	43.0%	43.0%	43.0%
中成药	销售收入	3227	3259	3292	3324
	YOY		1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	0.0%	47.5%	47.5%	47.5%
大商业	销售收入	4438	4616	4800	4993
	YOY		4.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
其他产品	销售收入	159	120	95	87
	YOY	-14.4%	-24.4%	-20.8%	-8.4%
	毛利率	77.7%	70.1%	72.3%	73.5%
合计	销售收入	19125	20101	22011	23550
	YOY	1.7%	5.1%	9.5%	7.0%
	毛利率	36.2%	36.6%	37.2%	37.6%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

给予“买入”评级。预计公司 16-18 年实现 EPS0.88、1.12、1.23 元，同比分别增 10%、27%、11%、估计 18 年大健康业务净利 11 亿，给予年 25 倍 PE，市值约 275 亿；金戈预计 18 年销售额 8 亿规模，净利率 20%，净利 1.6 亿，给予 30 倍 PE，对应市值 48 亿；预计 18 年扣除金戈医药板块整体净利 9 亿，20xPE 对应市值 180 亿；合理总市值约 503 亿，目前 400 亿市值还有 25% 空间，剔除 80 亿现金，公司目前市值仅为 320 亿，57% 空间。首次覆盖给予“买入”投资评级。

图表 35: 可比公司估值

证券简称	市值	净利润 2016E	净利润 2017E	净利润 2018E	PE 2016	PE 2017	PE 2018
哈药股份	21423	725	1089	1501	29.6	19.7	14.3
国药股份	16174	795	890	1040	20.3	18.2	15.6
上海医药	56285	3245	3692	4236	17.3	15.2	13.3
同仁堂	42214	1010	1152	1325	41.8	36.6	31.9
平均					27.3	22.4	18.7
伊利股份	111063	5507	6350	7302	20.2	17.5	15.2
光明乳业	16294	538	648	766	30.3	25.2	21.3
承德露露	11234	490	540	597	22.9	20.8	18.8
平均					24.5	21.2	18.4

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7. 风险提示

食品安全风险、原料价格波动风险、国企改革不达预期。

图表 36: 白云山三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9804.7	18630.7	19868.6	21425.9	营业收入	19124.7	20100.9	22011.1	23549.7
现金	4118.3	12912.9	13680.5	14846.4	营业成本	12200.5	12745.3	13816.4	14705.9
应收款项	2710.9	2764.6	3033.3	3258.2	营业税金及附加	169.6	174.9	195.9	209.6
存货	2543.9	2444.3	2642.2	2820.3	营业费用	4167.7	4562.9	4842.4	5133.8
其他	431.6	509.0	512.7	501.0	管理费用	1374.8	1346.8	1430.7	1530.7
非流动资产	6065.9	6459.7	6938.9	7338.4	财务费用	-21.9	-76.0	-135.8	-147.8
长期股权投资	2111.2	2116.4	2120.1	2124.2	投资净收益	210.9	220.0	219.7	237.0
固定资产	2489.8	2905.5	3407.9	3830.4	其他	-34.5	-34.5	-34.5	-34.5
无形资产	540.2	513.2	486.2	459.1	营业利润	1410.3	1532.6	2046.6	2320.0
其他	924.7	924.7	924.7	924.7	营业外净收支	217.8	250.0	230.0	200.0
资产总计	15870.6	25090.5	26807.5	28764.3	利润总额	1628.1	1782.6	2276.6	2520.0
流动负债	6828.5	7132.6	7532.9	8044.8	所得税费用	282.8	306.6	398.4	441.0
短期借款	629.7	629.7	629.7	629.7	少数股东损益	44.9	49.3	62.7	69.4
应付账款	2929.1	3107.8	3327.3	3589.9	归属母公司净利润	1300.4	1426.7	1815.5	2009.5
其他	3269.7	3395.2	3575.9	3825.3	EBIT	1381.7	1445.9	1921.5	2179.2
非流动负债	358.1	360.8	369.1	373.7	EBITDA	1599.6	1632.6	2163.1	2472.6
长期借款	39.8	39.8	39.8	39.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	318.4	321.1	329.4	334.0	每股收益(元)	1.01	0.88	1.12	1.23
负债总计	7186.6	7493.5	7902.1	8418.6	每股净资产(元)	6.55	10.66	11.44	12.26
少数股东权益	233.1	262.0	299.6	341.3	发行在外股份(百万股)	1291.1	1626.0	1626.0	1632.0
归属母公司股东权益	8450.8	17335.0	18605.8	20004.5	ROIC(%)	14.5%	14.4%	18.6%	20.3%
负债和股东权益总计	15870.6	25090.5	26807.5	28764.3	ROE(%)	15.4%	8.2%	9.8%	10.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	36.2%	36.6%	37.2%	37.6%
经营活动现金流	1942.0	1957.7	2076.2	2511.6	EBIT Margin(%)	7.2%	7.2%	8.7%	9.3%
投资活动现金流	-806.0	-620.7	-764.0	-734.8	销售净利率(%)	6.8%	7.1%	8.2%	8.5%
筹资活动现金流	-347.4	7457.5	-544.6	-610.9	资产负债率(%)	45.3%	29.9%	29.5%	29.3%
现金净增加额	788.1	8794.6	767.5	1165.9	收入增长率(%)	1.7%	5.1%	9.5%	7.0%
折旧和摊销	217.9	186.7	241.6	293.4	净利润增长率(%)	9.0%	9.7%	27.3%	10.7%
资本开支	-368.1	-615.5	-760.3	-730.7	P/E	25.37	29.12	22.88	20.75
营运资本变动	609.8	281.1	-53.0	132.5	P/B	3.90	1.90	1.77	1.65
企业自由现金流	1829.0	1049.5	1013.6	1493.1	EV/EBITDA	25.12	24.79	18.90	16.75

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

