

白云山 (600332)

证券研究报告

2017 年 02 月 27 日

现金王再现，扣除现金 17 年仅 14 倍，且王老吉有望量价利三升，中长期最佳布局时点到来

公司介绍：南方资源性医药巨头之一，且王老吉业绩弹性大

作为南方地区少有的几个医药巨头之一，白云山背靠广州市政府，与许多非上市医疗资源具有天然联系。且自有业务来看，目前公司已形成大健康、大南药、大商业、大医药四大板块。其中，大健康以王老吉业务为主，为公司提供最大业绩弹性；大南药，包含众多老字号中药产品，金戈等化药产品；大商业，包含批发与零售两条业务；大医药，尚处孵化期。

医药业务：创新药与药食同源类产品是未来发展的两个重要方向

我们认为医保控费对整个医药行业的冲击效应正逐渐减弱，未来医药行业有望维持在相对稳定发展速度，预计整体增速在个位数是一种常态。而最大的机会则来自于内部结构性调整变化。其中，创新药，药食同源类产品就是未来发展的两个重要方向。而抗 ED 药市场就是其中一个，白云山国内企业有望分享百亿蓝海市场。对于药食同源类，我们认为兼备“药”与“食”属性的产品才能制胜，也就是既要植根于民族消费精髓，又要具备较强的消费属性，在合理的定价范围内成功解决某一消费痛点。

饮料业务：凉茶仍是优势主导产品，且产品升级可迎新发展

改革开放以来，我国饮料行业经历了四个发展阶段：1) 味蕾开启，从无到有。2) 追求时尚，且对健康营养初接触。3) 追求对身体机能的真正满足。4) 满足以上基本属性基础上的文化升级。对于大多数消费者而言，饮料除了满足解渴以外，还应具备健康、安全等基本属性，更重要的是能够产生情感上的共鸣，也就是文化升级。我们认为凉茶植根于民族文化，消费根基深厚，正通过升级改造（包装更新，价格提升，产品属性强化等，这是行业趋势），例如无糖凉茶等，未来有望持续保持稳增长。

投资分析：安全边际高，王老吉与外延提供高弹性，目标价 34 元

不考虑外延，预计 16-18 年 EPS0.89/1.10/1.41 元，对应 16-18 年 PE 分别为 29/23/18 倍。扣除公司账上 138 亿元现金，市值仅 221 亿元，对应 16-18 年 PE 分别为 18/14/11 倍。考虑到公司安全边际高，诉求加强，王老吉份额提升，利润释放速度有望加快，带来业绩高弹性，而且外延可期，给予公司 18 年 24 倍估值，目标价 34 元，33%空间。此外，公司是沪港通核心标的，港股与 A 股估值比呈现缩小趋势。我们判断，伴随港股估值提高，白云山 A 股也有望进一步提升，值得中长线持有。

风险提示：食品药品安全问题；销售不达预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,799.88	19,124.66	20,237.37	21,946.32	23,589.89
增长率(%)	6.77	1.73	5.82	8.44	7.49
EBITDA(百万元)	1,560.13	1,606.30	1,733.96	2,102.82	2,699.26
净利润(百万元)	1,192.47	1,300.35	1,444.68	1,790.14	2,299.97
增长率(%)	21.68	9.05	11.10	23.91	28.48
EPS(元/股)	0.73	0.80	0.89	1.10	1.41
市盈率(P/E)	34.83	31.94	28.75	23.20	18.06
市净率(P/B)	5.37	4.92	4.20	3.65	3.11
市销率(P/S)	2.21	2.17	2.05	1.89	1.76
EV/EBITDA	20.45	21.75	22.05	15.67	12.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.55 元
目标价格	34 元
上次目标价	33 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,405.89
流通 A 股股本(百万股)	1,071.18
A 股总市值(百万元)	35,920.51
流通 A 股市值(百万元)	27,368.63
每股净资产(元)	10.69
资产负债率(%)	30.46
一年内最高/最低(元)	28.17/19.60

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
刘健	联系人
liujian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《白云山-公司点评:入股一心堂实现双赢发展，且自身业绩弹性与外延弹性兼备》 2017-01-05
- 2 《白云山-季报点评:大南药恢复增长，王老吉持续抢夺份额，且外延预期强》 2016-10-28
- 3 《白云山-半年报点评:王老吉毛利率大幅提升，净利率有望两年内翻倍，看好公司内外兼修战略》 2016-08-20

投资要点

核心观点

我们认为公司估值处近三年历史低位，且现价仅超增发价 4%，安全边际非常高。同时，就公司本身业务来看，王老吉通过收回绿盒，抢夺加多宝份额，收入规模三年有望达到 110 亿元以上，且净利润率提升至 10% 以上，提供至少一倍业绩弹性，而且这种速度正加快。此外，公司账上潜在现金高达 200 亿元，政府提供资源背书，外延预期强。

与市场预期差

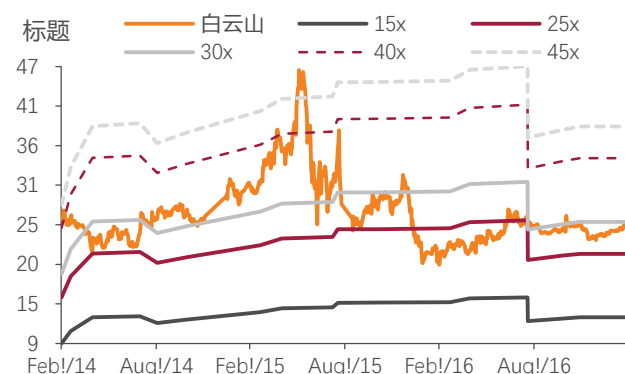
市场认为公司缺乏业绩弹性，成长空间有限。我们认为公司王老吉相比加多宝竞争优势正日益强化，且终端动销情况较好，未来将能夺取更多份额，且正以加速进行，这将提供极大业绩弹性。除此以外，公司账上现金流非常好，不仅可以提供丰厚的财务收益，而且还能支持外延并购，提供巨大成长空间。

股价催化剂

- 王老吉销量增长超预期；
- 外延并购
- 国企改革

PE-Band（公司报告必备）

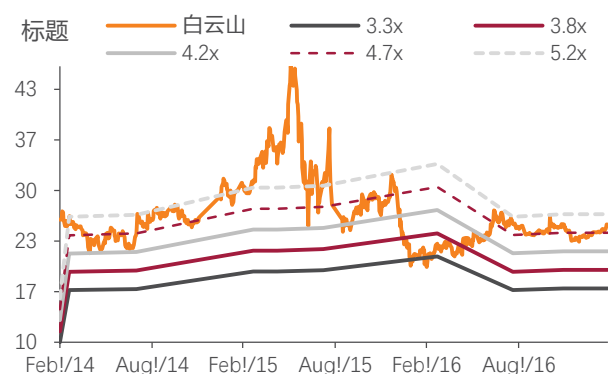
白云山历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band（公司报告必备）

白云山历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

目录

1. 公司介绍: 大南药、大健康、大商业、大医疗等四大板块齐头并进	5
2. 医药业务: 创新药与药食同源类产品是未来发展的两个重要方向	7
2.1. 抗 ED 药: 百亿蓝海市场, 金戈等仿制药最受益	8
2.2. 药食同源类: 立足民族精粹, 激发中药市场活力	9
3. 饮料业务: 凉茶仍是优势主导产品, 且产品升级可迎新发展	10
4. 公司核心看点: 王老吉有望量价利三升提供巨大业绩弹性、且外延预期强	11
4.1. 王老吉份额提升与平台化发展放量 (量), 利润率存一倍提升空间 (价), 且提升速度有望加快	11
4.2. 医药商业受益行业整合, 且金戈等新品增速惊人	12
4.3. 资源丰富的广州市政府大比例参与定增提供支持, 外延预期强	13
5. 投资分析: 安全边际高, 王老吉业绩释放弹性大, 且外延整合与国改预期强, 目标价 34 元, 33%空间	14
6. 附录: 团队介绍	16

图表目录

图 1: 白云山股权结构以及业务框架	6
图 2: 2006-2016 三季度白云山收入规模及增速 (亿元)	6
图 3: 2006-2016 三季度白云山净利润规模及增速 (亿元)	6
图 4: 2016H1 白云山各项业务收入占比	6
图 5: 2016H1 白云山各项业务毛利占比	6
图 6: 2007-2016 年三季度白云山整体毛利率与销售净利润率	7
图 7: 2001-2016 医药制造业主营业务收入规模及增速 (百亿元)	7
图 8: 2005-2016 年样本医院全身用抗菌药销售额及增速 (亿元)	8
图 9: 2003-2015 中成药制造主营业务收入规模及增速 (亿元)	8
图 10: 2005-2013 年云南白药牙膏销售规模及增速 (亿元)	9
图 11: 2014.4.18-2015.3.20 国内饼干品牌销售排行榜	9
图 12: 2001-2016 年中国软饮料行业规模及其增速 (百万升)	10
图 13: 2001-2016 年国内市场各类软饮料销量占比	10
图 14: 王老吉低糖、无糖产品示意图	11
图 15: 王老吉业绩释放逻辑分析图	12
图 16: 王老吉与其他食品饮料公司对比	12
图 17: 王老吉与加多宝盈利能力分析	12
图 18: 2015-2016 年白云山金戈销售额预测 (亿元)	13
图 19: 2012-2016 年白云山市盈率水平	14
图 20: 2012-2017 年白云山港股与 A 股估值比	15
表 1: 白云山发展历程	5
表 2: 抗 ED 一线口服药对比	8

表 3：国内主要公司西地那非注册审批情况.....	9
表 4：2014 年国内医药批发业务收入前十名.....	13
表 5：2015 年白云山在医药领域的布局	13

1. 公司介绍: 大南药、大健康、大商业、大医疗等四大板块齐头并进

作为南方地区少有的几个医药巨头之一，白云山背靠广州市政府，与许多非上市医疗资源具有天然联系。2013 年，广州药业吸收合并白云山 A 组建成现在的白云山。广州市政府间接（旗下广药集团、国资发展、国寿城市发展三机构）持有公司 55% 股权，而且公司是广州市政府的唯一医药上市平台。我们认为，公司最大业绩弹性来自于王老吉份额提升与利润率提升，以及外延并购所带来巨大空间。

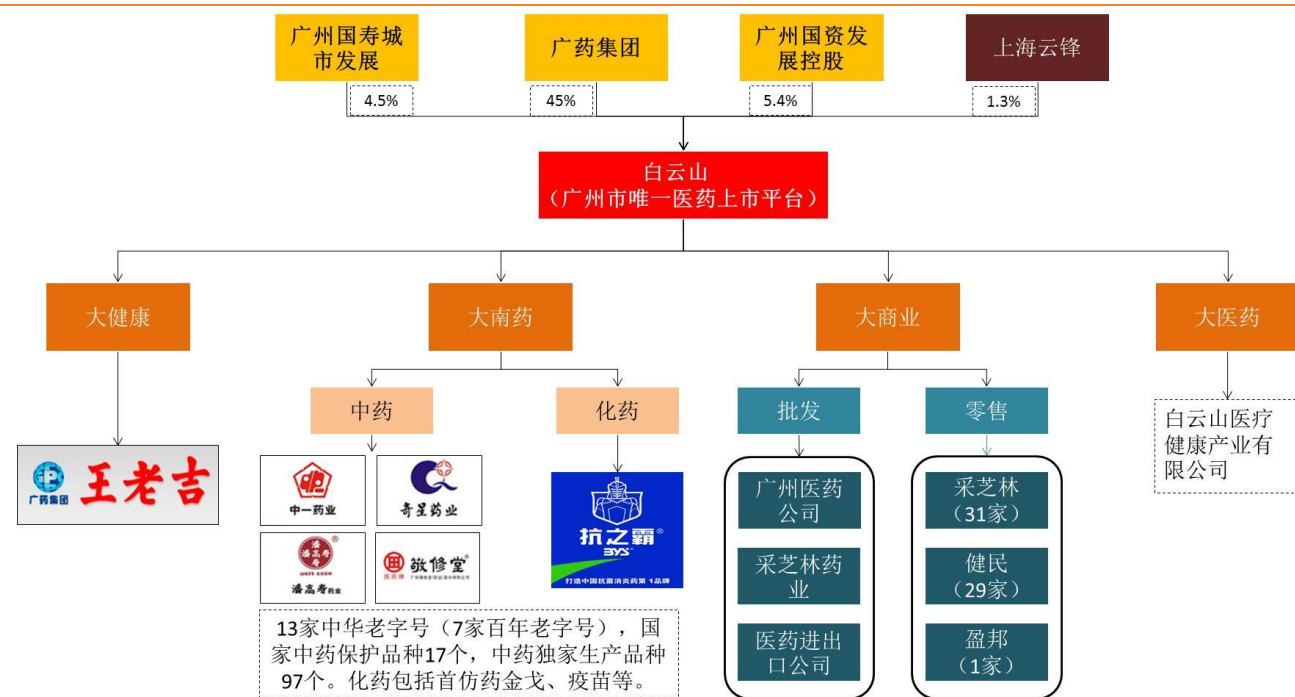
表 1: 白云山发展历程

时间	事件
1997 年	7 月 1 日，由广药集团属下的八家中成药制造企业和三家医药贸易企业经重组后成立。
1997 年	10 月 21 日，本公司 H 股以 1.65 元/股向香港公众发售，共发行 2.2 亿股 H 股，总集资约 3.6 亿元。
1998 年	1 月，广州陈李济药厂新厂房投产。
2000 年	9 月 25 日，广州中药一厂吸收合并广州众胜药厂；10 月 18 日，临时股东大会通过关于 A 股的议案；12 月 22 日，获得证监会批文，核准我司增发不超过 1 亿 A 股。
2001 年	2 月 6 日，广州药业 A 股正式登陆上交所，第一手交易价格为 13 元/股。12 月 31 日，广州医药有限公司与广州中一药业有限公司改制成功，广州药业各持有 90% 股权，两公司管理层及技术骨干各持有 10%。
2004 年	11 月 8 日，广州药业同意终止王老吉药业产品现时使用的 5 个商标的独家使用权，增资完成后的王老吉药业变更为外商投资的股份有限公司，本公司将有权获得广药集团从王老吉药业收取的年度许可费用的 47%。
2007 年	1 月，本公司属下的子公司转让所持广州医药有限公司股权及医药公司增资。
2010 年	1 月 30 日，本公司属下六家控股子公司及合营企业王老吉药业与广州市足球发展中心签订了《股权转让合同》，将其合共持有的 50% 的权益转让予广州市足球发展中心。
2011 年	7 月，本公司和联合美华有限公司按各自持股比例分别向医药公司增资 1.5 亿元。
2012 年	2 月 28 日，成立王老吉大健康公司，超常规运营红色罐装及红色瓶装王老吉凉茶产品。先后与统一、银鹭等全国知名食品生产、原料和包材供应商建立战略喝过关系，提升产能。并快速建立自己的销售对于与客户群。
2013 年	5 月，公司完成对白云山股份的换股吸收合并工作，新增股份于 23 日正式上市流通。7 月 16 日，公司公告拟正在四川雅安建立王老吉生产基地，预计项目投资总额为 2.98 亿元。
2014 年	首个“伟哥”仿制药——金戈正式上市，打破了我国此前治疗勃起障碍疾病全部由进口药品治疗的局面。
2015 年	7 月 7 日，出资 1.6 亿元收购广药集团下属广药总院 100% 股权，并支付 7000 万元为后者偿付所欠广药集团债务。
2016 年	8 月，公司以 23.56 元/股发行 3.3 亿股，募集 78.86 亿元，定增工作完成。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

目前，公司已经形成四大业务板块，分别包括：大健康、大南药、大商业、大医药领域。其中，大健康以王老吉业务为主；大南药，包含众多老字号中药产品，金戈、抗生素等化药产品；大商业，包含批发与零售两条业务；大医药，尚处孵化期。

图 1：白云山股权结构以及业务框架



资料来源：公司公告、天风证券研究所

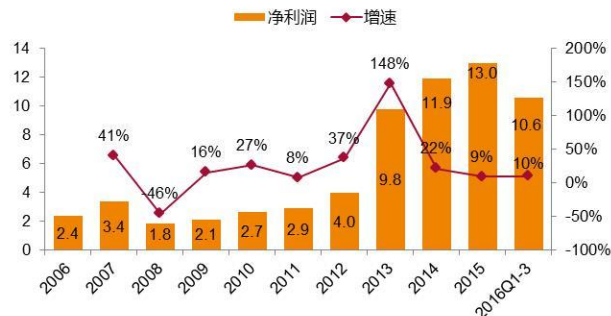
2016 前三季度，公司收入 155 亿元，同比增长 3%；净利润 10.6 亿元，同比增长 10%。其中，王老吉大健康板块收入 67 亿元，净利润 3.8 亿元，占总收入的 42%，净利润的 36%。

图 2：2006-2016 三季度白云山收入规模及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

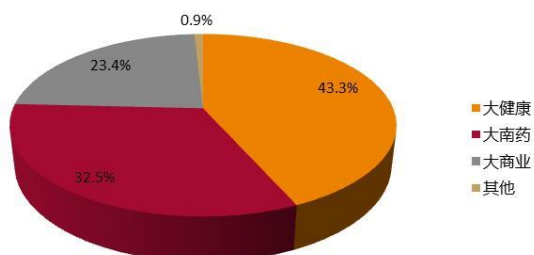
图 3：2006-2016 三季度白云山净利润规模及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

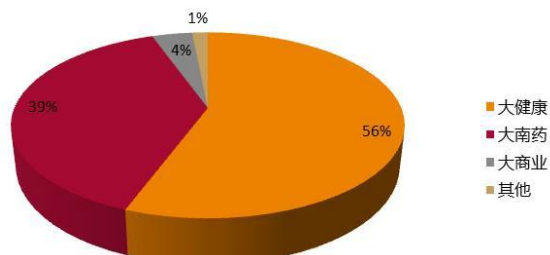
从业务结构来看，2016H1，公司大健康、大南药、大商业板块收入占比分别为 43%、33%、23%；毛利占比则分别是 56%、39%、4%。而且，近几年来，公司盈利能力不断提升。2012-2016Q1-3 公司整体毛利率从 28%提升至 37%，净利率从 5%提升至 7%。

图 4：2016H1 白云山各项业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2016H1 白云山各项业务毛利占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2007-2016 年三季度白云山整体毛利率与销售净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 医药业务：创新药与药食同源类产品是未来发展的两个重要方向

在医保控费的大背景下，整个医药行业进入发展速度放缓的新常态。但是，医保控费对整个医药行业的冲击效应正逐渐减弱，未来医药行业有望维持在相对稳定发展速度。而最大的机会则来自于内部结构性调整变化。例如，创新药，药食同源类产品就是未来发展的两个重要方向。而抗 ED 药市场就是其中一个，白云山国内企业有望分享百亿蓝海市场。2016 年 1-11 月，医药制造业收入规模 2.5 万亿元，同比增长 9.7%，相比较于 2015 年 1-11 月同比提升 0.7pct。其中，中成药行业影响比较大，发展速度直接由双位数降为个位数，2015 年 1-10 月同比增长 6%，预计未来一段时间内行业增速保持在个位数水平是一种常态。

图 7：2001-2016 医药制造业主营业务收入规模及增速（百亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所（2016 年选取 1-11 月数据）

图 8：2005-2016 年样本医院全身用抗菌药销售额及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所（2016 年统计 1-9 月）

图 9：2003-2015 中成药制造主营业务收入规模及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所（2015 年选取的是 1-10 月数据）

2.1. 抗 ED 药：百亿蓝海市场，金戈等仿制药最受益

国内抗 ED（Erectile Dysfunction，勃起功能障碍）药市场规模在百亿级别，而现有市场规模仅十亿元左右。随着西地那非原研药 2012 年到期，白云山的金戈等仿制药陆续开始上市，凭借相对较低价格以及类似功效，有望抢夺百亿蓝海市场。

勃起功能障碍是指持续性的不能获得或不能维持勃起以获得满意的性生活。一般情况下，ED 与年龄、心理、心血管疾病、内分泌疾病，或者外伤等因素有关，大多数患者难以根治，但是可以通过治疗得以改善，而且具有一定的持续性。目前最常用的一线治疗药物首选“磷酸二酯酶 5（PDE5）抑制剂”，主要有三种，包括西地那非、伐地那非、他达那非。在国内市场，西地那非用于治疗 ED 用途的专利已经在 2014 年到期，白云山等企业率先推出仿制药。其中，白云山金戈产品单粒有效成分含量仅是原研药万艾可的一半量，与国内消费者身体素质相适应，同时单粒价格相对较低，易于被大众接受。自 2014 年下半年上市，预计 2016 年金戈销售额在 3-4 亿元，增速惊人，未来通过抢夺中药类滋补产品市场，将有更多空间。

表 2：抗 ED 一线口服药对比

	西地那非	伐地那非	他达那非
原研药	万艾可	艾力达	希爱力
研发公司	辉瑞	拜耳	礼来
美国上市时间	1998.3	2003.8	2003.11
中国上市时间	2000.7	2004.9	2005.6
中国化合物专利到期时间	2011.6	2018	2015.1
中国 ED 用途专利到期	2014.7		2020.4
起效剂量	50-100mg	10-20mg	10-20mg
起效时间	60 分钟左右	30 分钟左右	30 分钟左右
药效持续时间	4-6h	12h	36h
服药时饮酒	勃起效果降低	勃起效果降低	适度饮酒无影响
国内价格（单次费用）	118 元/100mg（片）	122 元/20mg（片）	128 元/20mg（片）
2015 年全球销售额	17 亿美元	2 亿美元	21 亿美元

资料来源：各公司公告，药智网，天风证券研究所

表 3：国内主要公司西地那非注册审批情况

	产品类别	剂型	规格	商品名	批准日期
江苏亚邦爱普森药业有限公司		片剂	50mg		2015/1/8
		片剂	100mg		2015/1/8
常州亚邦制药有限公司		原料药			2015/1/8
白云山化学制药厂		原料药			2014/8/21
白云山制药总厂	化学药品	片剂		金戈	2014/7/29
辉瑞制药有限公司	化学药品	片剂	50mg	万艾可	2015/5/30
	化学药品	片剂	25mg	万艾可	2015/7/30
	化学药品	片剂	100mg	万艾可	2015/5/30

资料来源：CFDA，天风证券研究所

2.2. 药食同源类：立足民族精粹，激发中药市场活力

我们一直强调，壁垒决定可持续的增速，本土药食同源类消费品具有很强的消费者心智夺取程度，是饮食文化的精髓，是我们长期看好的优势品类，近年来随着内部：产品研发能力和营销水平的提升；以及外部：消费趋势的变化，越来越多的药食同源企业进入了投资区间。药食同源性产品不仅顺应大健康发展趋势，更是国内企业与外企进行竞争时展现差异化的一面，取胜的关键！

近几年来，药食同源类产品陆续涌现，不乏成功的例子。最典型的莫过于云南白药牙膏，江中药业的猴姑饼干等。这些产品都是立足于自身原有品牌，从竞争激烈的红海市场走出挖掘出细分蓝海市场。

其中，云南白药牙膏有助于减轻牙龈问题，例如牙龈出血、牙龈疼痛等，是第一支突破牙膏低价迷局，成功卖出二十多元高价的高端牙膏品牌。2013 年，云南白药牙膏销售额达到 26 亿元，占整个牙膏市场总规模的 10% 左右。猴姑饼干，则是江中集团于 2013 年 9 月推出的一款由猴头菇支撑的饼干，主打养胃功能，与其健胃养胃品牌形象遥相呼应。短短的一年多时间，江中猴姑饼干销售额就达到 10 亿元，一跃成为全国饼干排行榜第六名。除此以外，还有许多中药企业推出了茶饮料、保健品等药食同源类产品，但是收效并不是很好。

图 10：2005-2013 年云南白药牙膏销售规模及增速（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2014.4.18-2015.3.20 国内饼干品牌销售排行榜

排名	品牌	销售额 (亿元)	金额占比
1	奥利奥	45.6	11.1%
2	徐福记	13.3	3.2%
3	皇冠丹麦曲奇	13.2	3.2%
4	雀巢	13.0	3.2%
5	丹麦蓝罐曲奇	12.7	3.1%
6	江中猴姑	9.9	2.4%

资料来源：凯度消费指数，天风证券研究所

总结归纳，我们认为成功的药食同源类产品需要具备两个条件：

- 一是，“药”的属性：也就是，立足于中医药民族文化，这是挖掘蓝海市场，并打造壁垒的基础。反观国内食品饮料市场，保健品、乳制品等许多领域，均受到外企较大冲击。相比之下，具备本土消费基础的白酒、调味品市场一直都能在自身护城河中蓬勃发展。而药食同源类产品与后面这些本土消费品具备类似基础，可以抵御外界冲击，并能走出国门。
- 二是，“食”的属性：近几年来，许多中药企业都推出了药食同源类产品。但是，做大做强只有几个品类。很明显，好的产品想达到一定规模，除了立足中医药民族文化，具备“药”的属性，那还必须是一个成功的消费品。例如，云南白药牙膏与江中猴姑饼干定价虽然高于一般产品，但是成功解决了牙龈出血，养胃等消费痛点。相比

之下，一些中药企业推出的茶饮料，虽然宣传口碑很好，但是定价高，又难以与一般同类产品拉开差距，解决某一消费痛点。

3. 饮料业务：凉茶仍是优势主导产品，且产品升级可迎新发展

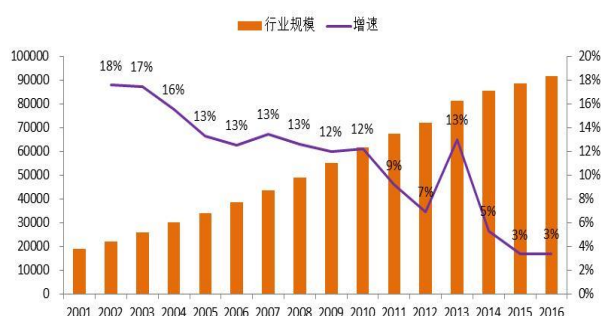
自改革开放以来，我国饮料市场发生了天翻地覆的变化。根据国家统计局的数据，2014年我国饮料制造行业主营业务收入规模已经接近 5800 亿元。纵观过去几十年，我们认为国内饮料行业的发展可以分为以下几个阶段：

- **第一阶段：味蕾开启，从无到有。**改革开放后，社会需求得到释放，广大消费者走出白开水时代，初次接触饮料。例如，可口可乐，健力宝等，酸甜可口的汽水给予消费者极大的味蕾享受和心理满足感。这一时期，许多饮料企业获得了惊人的发展。
- **第二阶段：追求时尚，且对健康营养初接触。**兼具时尚元素与健康营养的饮料成为最大卖点，例如，冰红茶、冰绿茶、营养快线、果汁饮料等。这类产品在大量广告营销下，成为当时潮流，而且企业配以各种“健康营养”宣传。消费者初次接触这类产品，对此深信不疑，乐于买单消费。
- **第三阶段：追求对身体机能的真正满足。**经历从无到有，以及各式各样的饮料消费尝试后，消费者心智逐渐成熟，“健康营养”等广告营销对消费者的消费影响力逐渐降低，转而追求身体机能某一部分或者全部的满足。例如，矿泉水以其便利，无添加，健康的概念越来越受大众消费者喜爱，过去十年呈现飞跃式发展。王老吉植根民族文化，与一般茶饮料不同，传承中医文化精髓，以“怕上火喝王老吉”享誉全国大地。此外，红牛等功能性饮料以增强机体免疫力，补充能量等特点，也成为一款重磅单品。
- **第四阶段：满足以上基本属性基础上的文化升级。**对于大多数消费者而言，饮料除了满足解渴以外，还应具备健康、安全等基本属性，这也是未来饮料行业升级发展的方向。例如，瓶装矿泉水。除此以外，我们认为在满足这些条件的情况下，消费者越来越注重在消费的同时，也希望能够产生情感上的共鸣，也就是文化升级。例如，2015年比较火的小茗同学，以其幽默风趣的品牌形象大获好评。

就当前来看，虽然饮料行业整体增速放缓，但凉茶等本土型饮料产品仍是优势主导产品。我们认为凉茶植根于民族文化，不仅植根于民族文化，正通过升级改造，例如无糖凉茶等，强化其在健康方面的属性，未来有望持续保持稳增长。根据 Euromonitor 数据，2016 年中国软饮料市场总销量为 916 亿升，近三年来增速在 3%-5%之间。其中，亚洲本土型饮料发展速度一直都在行业水平之上，销量占比已从 2001 年的 0.04%提升至 2016 年的 0.4%。

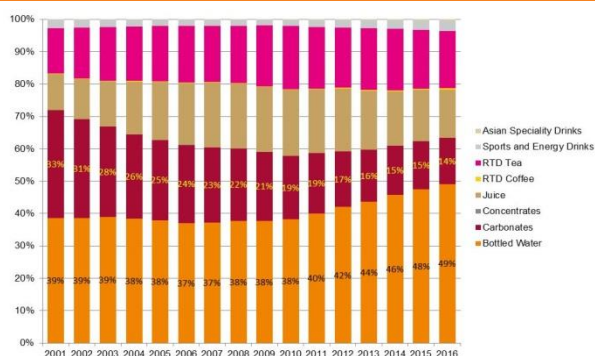
以香港市场为例，茶饮料和亚洲本土型饮料产品发展速度也在行业之上。2001-2016 年，亚洲本土型饮料产品销量占香港总软饮料市场的比例已从 0.8%提升至 1%。

图 12：2001-2016 年中国软饮料行业规模及其增速（百万升）



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

图 13：2001-2016 年国内市场各类软饮料销量占比



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

由于近几年来加多宝与王老吉竞争较激烈，凉茶仅剩两大寡头，而且产品更新升级进度远低于其他品类。相比之下，许多其他饮料都完成了升级改造，主要体现在以下几方面：

- **产品属性升级：向健康，轻口味等方向发展，迎合了消费升级大趋势。**例如，统一推

出的海之言，以轻口味的类似纯净水特点著称，既解决口渴，健康问题，又能避免味蕾上的寡淡无味。

- **包装升级：**小规格产品越来越多，尤其是 200-300ml 的铝罐产品。当下经济社会已经非常发达，便利店等零售渠道触手可及，小包装产品相比大包装产品不易造成浪费，既可解决口渴等问题，又不会有携带麻烦。
- **价格提升：**国内饮料市场经历了 2 元向 3 元升级，目前 2 元左右饮料基本上被碳酸饮料占据。例如，农夫山泉等瓶装水也实现了 2 元以下向 3 元左右进军。而随着通胀以及人工成本的上涨，越来越多的产品开始向 4 元价位挺进，这个价格带未来有望成为竞争焦点领域。

相比之下，近几年来王老吉等凉茶产品动作较慢，伴随着价格提升，包装更换，产品属性提升等，有望迎来新一轮成长。而王老吉在这一领域正加紧步伐，去年已经向市场推出瘦高罐包装的，无糖和低糖王老吉。相比较于传统王老吉，这些产品包装更符合当下包装潮流，且主打无糖、低糖概念，能够更大程度上迎合消费者需求。

图 14：王老吉低糖、无糖产品示意图



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

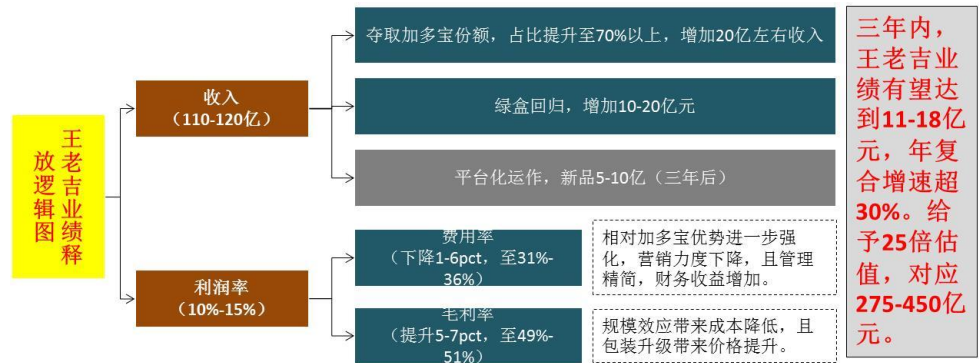
4. 公司核心看点：王老吉有望量价利三升提供巨大业绩弹性、且外延预期强

公司自身业务来看，王老吉不仅可以通过夺取加多宝份额扩大市占率，这种趋势日益明显，而且利润率非常低，存一倍以上提升空间。同时，王老吉还可以提价，这是因为其他饮料均通过包装更换或升级实现了价格提升，相反王老吉与加多宝因竞争促销较多，未来存提价预期。这几方面叠加起来，未来三年王老吉有望为公司提供一倍以上的业绩弹性。此外，公司账上潜在现金高达 200 亿元，政府提供资源背书，外延预期强。

4.1. 王老吉份额提升与平台化发展放量(量)，利润率存一倍提升空间(价)，且提升速度有望加快

我们认为，整个凉茶行业可能会趋于稳定，而王老吉通过夺取加多宝份额和平台化运作，例如与山西大寨合作进军植物蛋白饮料，可实现收入持续稳定增长；另一方面，随着产品升级，竞争趋于缓和，带来利润率提升。预计未来几年，王老吉业绩增速可达到 30% 以上。

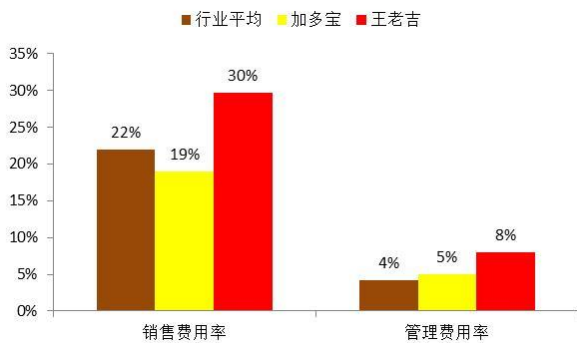
图 15：王老吉业绩释放逻辑分析图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

相比较于加多宝，王老吉毛利率已经达到 50%左右的水平，十分接近加多宝一家独大时的历史水平。参考加多宝以及蒙牛、伊利、统一、康师傅等大型食品饮料公司，我们判断未来王老吉的销售费用率能够下降至 25%以内，管理费用率下降 1-3pct，整体净利润率能够达到 10%-15%。如果加多宝完全退出，王老吉利润率则有望突破至 15%-20%的水平。

图 16：王老吉与其他食品饮料公司对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所（行业平均选取的是伊利、统一、蒙牛、康师傅 2013-2015 年平均值）

图 17：王老吉与加多宝盈利能力分析

年份	王老吉假设分析			加多宝最高峰
	2016	2017	2018	
毛利率	50%	51%	52%	52%
销售费用率				19%
管理费用率	42%	40%	38%	5%
财务费用率				-1%
所得税率	25%	25%	25%	25%
净利润率	6%	8%	11%	22%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 医药商业受益行业整合，且金戈等新品增速惊人

对于公司医药板块，我们认为未来公司通过持续开发潜力品种，巩固医院市场，开发 OTC 市场将能获得相对稳定增长，预计收入增速在 5%左右。其中，医药商业与金戈等新品弹性最大。

医药商业：公司持股 50%的广州医药公司在行业内排名第五，在行业整合的大背景下，公司积极与另外五家公司合作，开创商业联盟，未来有望成为行业整合的领导者之一；

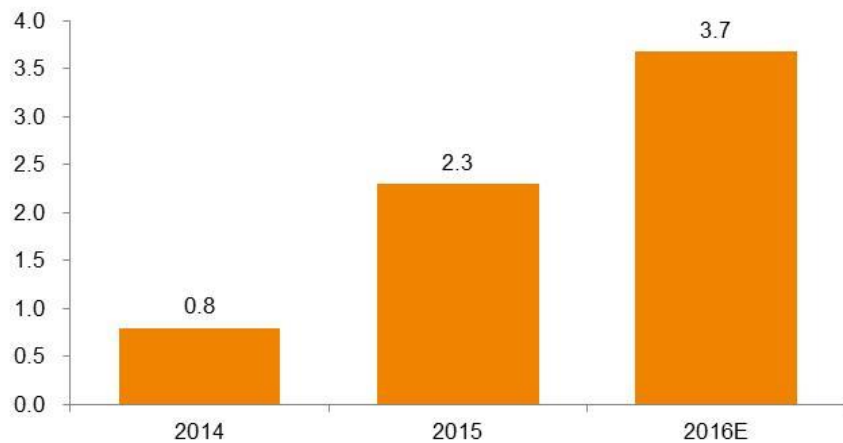
创新药：2014 年 10 月 28 日，金戈正式上市，连续几年收入都呈现数倍增长，有望分享百亿蓝海市场。

表 4：2014 年国内医药批发业务收入前十名

排序	上市公司	商业公司	规模（亿元）
1	国药控股	中国医药集团总公司	2234
2		华润医药商业集团有限公司	884
3	上海医药	上海医药集团股份有限公司	854
4	九州通	九州通医药集团股份有限公司	410
5	白云山	广州医药有限公司	287
6		重庆医药（集团）股份有限公司	232
7	南京医药	南京医药股份有限公司	220
8	华东医药	华东医药股份有限公司	189
9	中国医药	中国医药健康产业股份有限公司	179
10		四川科伦医药贸易有限公司	155

资料来源：商务部，天风证券研究所

图 18：2015-2016 年白云山金戈销售额预测（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 资源丰富的广州市政府大比例参与定增提供支持，外延预期强

从以下几方面来看，我们认为公司具有非常强的外延预期，预计不久就能落地：

- **广州市政府背景，提供丰富资源支持：**在今天的定增中，广州市政府 73 亿元现金参与定增，代表着政府态度以及整合广州地区医药资源的决心。仅三甲医院，广州市数量就在 30 家以上，未来改制成功，有望注入上市公司。
- **自身条件过硬：**公司是广州市唯一医药上市平台，且账上现金达 138 亿元，外加后续拆迁款，现金可超 200 亿元。
- **并购步伐不断推进：**目前公司员工持股计划实施完毕，利益一致。我们判断，公司将从外部引进专业并购人才，推动公司外延项目早日落地。

表 5：2015 年白云山在医药领域的布局

时间	领域	项目简介
2015.3.27	大医药	控股股东广药集团与博奥生物、天津药物研究院、军事医学科学院、广州市鑫驹科贸发展、勃林格、西门子上海签署战略合作协议。
2015.5.5	医疗服务	全资子公司白云山医疗公司向广州白云山医院增资 4650 元，获得后者 51%股权。
2015.5.14	医药云商	与九州通医药集团、北京赛柏蓝签订合作协议，
2015.7.7	研发与创新	出资 1.6 亿元收购广药集团下属广药总院 100%股权，并支付 7000 万元为后者偿付所欠广药集团债务。
2015.7.28	医药企业	出资 1.5 亿元，认购重庆医药新增的 1000 万股，且后者是西南地区最大的集药品研发、制造、分销和零售为一体的大型医药集团，也是国内三家经营特殊药品的全国性批发企业之一。

2015.8.21	医院合作	设立合作公司，公司出资 10 亿元，占股约 33%；基石投资出资 5 亿元，占股约 15%；济医发占股约 49%；高新创达占股约 2%。各方并约定预留约 1% 股权用于未来激励。合作公司将与合作医院合作经营检验、影像等医疗技术服务业务，并为合作医院提供耗材、药品等采购，以及基础建设工作。
2015.9.25	体外诊断	与西门子上海签署合作意向书，双发将合资成立一家公司（公司占 51% 股权），主要从事涵盖影像诊断、体检、体外诊断在内的诊断中心的运营及其他业务。
2015.10.30	生物医药	拟出资 1.5 亿认购中以基金有限合伙份额（总规模 6 亿元），并出资 50 万元（10% 出资份额）参与设立中以基金普通合伙人广州以琳创投。中以基金将推动以色列在生物医药领域的优秀项目在广州的产业化。
2016.5.13	医药流通	公司与上海医药等六家企业签署合作备忘录，拟共同设立平台公司，组建医药商业联盟。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

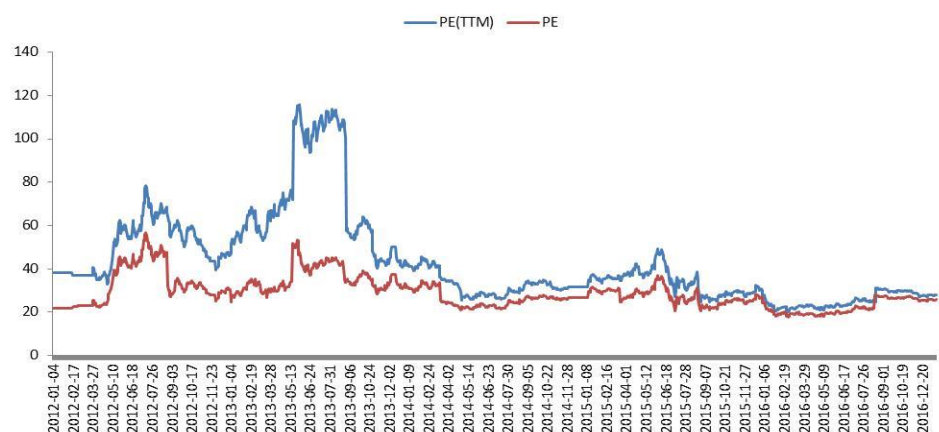
5. 投资分析：安全边际高，王老吉业绩释放弹性大，且外延整合与国改预期强，目标价 34 元，33% 空间

我们认为公司当前位置处于一个非常安全的位置，而且王老吉利润释放提供巨大业绩弹性，外延整合与国企改革有望持续推进，带来估值与业绩提升，建议买入。不考虑外延，预计 16-18 年 EPS 0.89/1.10/1.41 元，对应 16-18 年 PE 分别为 29/23/18 倍。扣除公司账上 138 亿元现金，市值仅 221 亿元，对应 16-18 年 PE 分别为 18/14/11 倍。考虑到公司安全边际高，诉求加强，王老吉份额提升，利润释放速度有望加快，带来业绩高弹性，而且外延可期，给予公司 18 年 24 倍估值，目标价 34 元，33% 空间。

一方面，我们认为公司当前处于历史低位，是中长期布局低点，可以从下面几点来看：

- **历史比较：**如果剔除账上 138 亿现金，对应 17 年 PE 为 14 倍（整体 PE 为 23 倍），近三年均值为 25 倍，最低 18 倍。
- **同行比较：**参考同类数十家中药企业，16 年 PE 均在 20 倍以上，16-17 年平均 PE 分别为 30/25 倍；而且承德露露、伊利、统一、蒙牛等龙头食品公司 16-17 年平均 PE 为 24/22 倍。
- **股价涨幅严重滞后于业绩涨幅：**公司近三年业绩上涨 48%，而股价仍维持在 2014 年年初水平，相比定增价仅溢价 8%。

图 19：2012-2016 年白云山市盈率水平



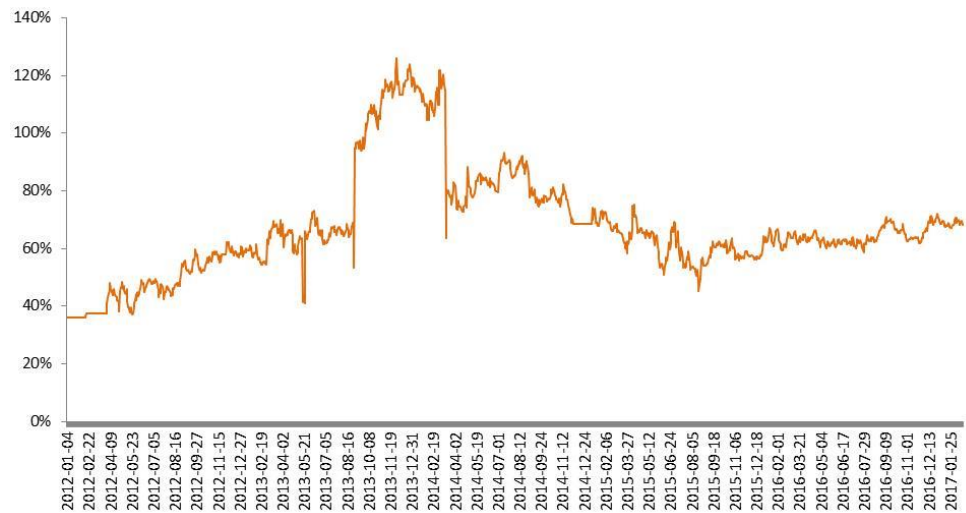
资料来源：wind，天风证券研究所（PE 根据当年 wind 一致预测计算，且以年报披露时间为计算年度分界点）

另一方面，王老吉三年内业绩有望达到 11-18 亿元，提供巨大业绩弹性。同时，在今年的

定增中，广州市政府（包括控股股东广药集团）73 亿元现金参与定增，代表着政府态度以及整合广州地区医药资源的决心，给予白云山提供强大的资源支持。此外，今年初云南白药国改方案落地，大超市场预期。而白云山作为广州市唯一医药上市平台，重要性不亚于云南白药，后续也有望推动更深层次国企改革。

此外，从白云山港股与 A 股估值比来看，两者之间的差距呈现逐步缩小趋势。如下图，2016 年年初至今，白云山港股与 A 股估值比已经提升 10pct 左右（以滚动市盈率计算）。我们判断，伴随港股估值提高，白云山 A 股估值也有望进一步提升。作为沪港通核心标的，我们公司值得中长线持续持有。

图 20：2012-2017 年白云山港股与 A 股估值比



资料来源：wind，天风证券研究所（以上比值根据滚动市盈率计算所得）

6. 附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表学术论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

刘畅：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责大食品和大白酒的研究。先后在东方基金，泰达宏利基金担任食品饮料分析师。毕业于英国杜伦大学金融学取得硕士学位。2016年9月，正式加入天风证券研究所。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,180.89	4,118.29	2,682.73	8,006.73	6,692.38
应收账款	1,312.24	1,260.91	1,218.90	402.32	1,340.31
预付账款	326.86	316.80	593.38	316.30	600.74
存货	2,578.59	2,543.87	2,125.74	3,211.02	2,163.83
其他	1,490.47	1,564.85	1,327.19	1,977.60	1,563.29
流动资产合计	8,889.05	9,804.71	7,947.93	13,913.97	12,360.54
长期股权投资	1,950.77	2,111.21	2,111.21	2,111.21	2,111.21
固定资产	1,824.15	1,933.90	2,076.74	2,144.04	2,153.02
在建工程	441.81	555.91	369.54	269.73	191.84
无形资产	399.45	545.68	529.17	512.65	496.14
其他	705.55	919.16	888.68	893.12	885.72
非流动资产合计	5,321.73	6,065.86	5,975.35	5,930.75	5,837.93
资产总计	14,210.78	15,870.58	13,923.27	19,844.73	18,198.47
短期借款	560.53	629.68	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,620.50	4,391.73	1,912.07	5,618.82	2,553.82
其他	1,880.50	1,807.09	1,614.41	2,292.10	1,638.30
流动负债合计	6,061.53	6,828.50	3,526.49	7,910.92	4,192.11
长期借款	0.00	39.76	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	190.28	318.39	225.62	244.76	262.92
非流动负债合计	190.28	358.14	225.62	244.76	262.92
负债合计	6,251.81	7,186.64	3,752.10	8,155.68	4,455.04
少数股东权益	219.68	233.12	270.23	315.16	380.55
股本	1,291.34	1,291.08	1,625.79	1,625.79	1,625.79
资本公积	2,486.28	2,346.44	2,346.44	2,346.44	2,346.44
留存收益	6,436.08	7,160.47	8,275.15	9,748.10	11,737.10
其他	(2,474.41)	(2,347.17)	(2,346.44)	(2,346.44)	(2,346.44)
股东权益合计	7,958.98	8,683.93	10,171.17	11,689.05	13,743.43
负债和股东权益总计	14,210.78	15,870.58	13,923.27	19,844.73	18,198.47

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,210.64	1,345.29	1,444.68	1,790.14	2,299.97
折旧摊销	200.61	223.87	120.04	129.03	135.43
财务费用	24.75	41.14	(38.45)	(95.26)	(130.99)
投资损失	(160.98)	(210.85)	(195.00)	(201.50)	(202.45)
营运资金变动	278.91	432.30	(2,333.82)	3,771.82	(3,457.17)
其它	207.45	110.21	35.46	45.43	65.61
经营活动现金流	1,761.38	1,941.96	(967.09)	5,439.66	(1,289.61)
资本支出	377.29	622.60	152.77	60.85	31.84
长期投资	(21.73)	160.45	0.00	0.00	0.00
其他	(642.98)	(1,589.05)	(14.47)	59.65	120.17
投资活动现金流	(287.42)	(806.00)	138.30	120.51	152.01
债权融资	560.53	669.44	0.00	0.00	0.00
股权融资	57.28	(78.72)	444.73	151.87	190.83
其他	(981.81)	(938.17)	(1,051.50)	(388.04)	(367.58)
筹资活动现金流	(364.00)	(347.45)	(606.77)	(236.17)	(176.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,109.96	788.50	(1,435.56)	5,324.00	(1,314.35)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	18,799.88	19,124.66	20,237.37	21,946.32	23,589.89
营业成本	12,173.92	12,200.50	12,569.77	13,480.70	14,280.68
营业税金及附加	154.48	169.63	179.50	194.65	209.23
营业费用	3,942.79	4,167.68	4,654.60	4,940.12	5,189.78
管理费用	1,265.27	1,374.81	1,376.14	1,514.30	1,509.75
财务费用	1.72	(21.94)	(38.45)	(95.26)	(130.99)
资产减值损失	61.17	36.31	36.80	44.76	39.29
公允价值变动收益	1.32	1.81	(1.65)	0.50	0.22
投资净收益	160.98	210.85	195.00	201.50	202.45
其他	(324.61)	(425.33)	(386.70)	(403.99)	(405.34)
营业利润	1,362.84	1,410.34	1,652.36	2,069.04	2,694.82
营业外收入	182.07	331.20	213.04	242.10	262.11
营业外支出	77.73	113.41	69.29	86.81	89.84
利润总额	1,467.18	1,628.12	1,796.11	2,224.33	2,867.10
所得税	256.53	282.84	314.32	389.26	501.74
净利润	1,210.64	1,345.29	1,481.79	1,835.08	2,365.35
少数股东损益	18.17	44.94	37.11	44.93	65.39
归属于母公司净利润	1,192.47	1,300.35	1,444.68	1,790.14	2,299.97
每股收益 (元)	0.73	0.80	0.89	1.10	1.41

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	6.77%	1.73%	5.82%	8.44%	7.49%
营业利润	21.67%	3.49%	17.16%	25.22%	30.24%
归属于母公司净利润	21.68%	9.05%	11.10%	23.91%	28.48%
获利能力					
毛利率	35.24%	36.21%	37.89%	38.57%	39.46%
净利率	6.34%	6.80%	7.14%	8.16%	9.75%
ROE	15.41%	15.39%	14.59%	15.74%	17.21%
ROIC	22.24%	24.79%	30.88%	24.68%	75.92%
偿债能力					
资产负债率	43.99%	45.28%	26.95%	41.10%	24.48%
净负债率	34.84%	28.91%	23.59%	9.15%	1.08%
流动比率	1.47	1.44	2.25	1.76	2.95
速动比率	1.04	1.06	1.65	1.35	2.43
营运能力					
应收账款周转率	15.24	14.86	16.32	27.07	27.07
存货周转率	7.79	7.47	8.67	8.22	8.78
总资产周转率	1.42	1.27	1.36	1.30	1.24
每股指标 (元)					
每股收益	0.73	0.80	0.89	1.10	1.41
每股经营现金流	1.08	1.19	-0.59	3.35	-0.79
每股净资产	4.76	5.20	6.09	7.00	8.22
估值比率					
市盈率	34.83	31.94	28.75	23.20	18.06
市净率	5.37	4.92	4.20	3.65	3.11
EV/EBITDA	20.45	21.75	22.05	15.67	12.72
EV/EBIT	23.38	25.17	23.69	16.69	13.39

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com