

白云山 (600332)

17 年竞争格局趋缓，凉茶板块净利率拐点凸显

投资评级：买入（维持）

2017 年 03 月 15 日

事件：白云山公布 16 年年报，16 年实现营收 200.3 亿，同比+4.8%；归母净利 15.1 亿，同比+16.0%，每股收益 1.08 元。测算 4Q16 收入 44.9 亿，同比增 10.8%；归母净利 4.5 亿，同比增 33%，每股收益 0.28 元。利润分配预案：拟每 10 股派现 2.8 元。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

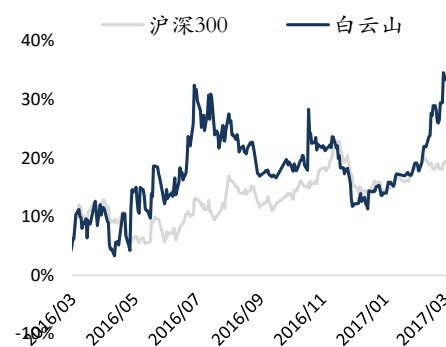
mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

投资要点：

- **大健康实际收入符合预期，毛利率和销售费用率同降。**16 年大健康报表收入 77.7 亿，同比持平。公司预收账款 15.5 亿，同比+59.3%，结合调研，新增的 5.8 亿预收账款主要来自王老吉子公司预收经销商货款，因此实际销售收入增速符合预期。16 年大健康毛利率 40.8%，同比-3.6pct。主要考虑：1）会计政策调整，16 年销售费用同比-8.26%，由货物抵扣的宣传费用计入营业成本；2）成本上涨，16 年燃料成本同比+126.4%，人工费同比+113.1%，原材料和其他成本同比分别+4.6%和 12.9%。
- **17 年凉茶竞争格局趋缓，净利率拐点凸显。**16 年王老吉子公司净利 4.3 亿，净利率 5.8%，同比+0.8pct。根据终端调研 Q3 是销售旺季，促销力度大净利率下滑，Q4 改善，销售费用和主营业务成本合计占收入比重同比-3pct。我们认为：1）16 年公司市占率、渠道和品牌布局均有提升，竞品收缩，Q4 起竞争改善凸显；2）根据调研，王老吉和加多宝两家将于 17 年提价，带来利润率改善；3）王老吉 17 年利润考核指标权重最高，判断费用投放可能收缩，预计王老吉净利率可回升至 10%。
- **大南药板块看点仍多，金戈大单品快速增长。**大南药销售收入 69 亿，同比+2.2%，主要考虑医药政策如 94 号文影响和公司 16 年集中处理社会库存，预计 17 年增速有所回升。金戈是医药板块最大亮点，性价比高，且白云山在华南地区医药渠道具有明显优势，16 年单品收入 4 亿元，同比+71.5%，预计未来仍将保持 50%年化增速。除此外，舒筋健腰丸、滋肾育胎丸、头孢地尼胶囊等多款单品增长也接近翻倍。
- **17 年所得税优惠政策凸显。**公司及部分下属子公司将减按 15% 优惠所得税率缴纳所得税，16 年所得税 3.9 亿，同比增加 1 亿，主要由于递延所得税资产按优惠税率重新计量带来当期所得税费用上升。17 年 15% 优惠税率带来的正面贡献将凸显。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2017-2018 年 EPS 为 1.17、1.42 元，同比增 26%、21%。凉茶行业竞争趋缓和金戈单品快速增长将推动净利率持续提升，维持买入评级。
- **风险提示：**原料成本上涨幅度超预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	27.95
一年最低价/最高价	20.24/27.76
市净率	2.61
流通市值（亿）	299.39

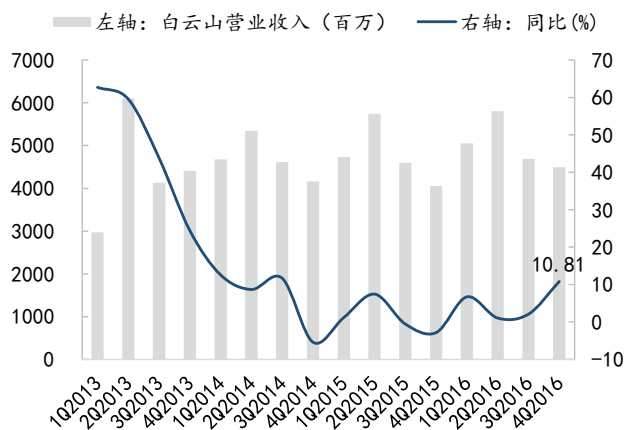
基础数据

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

相关研究

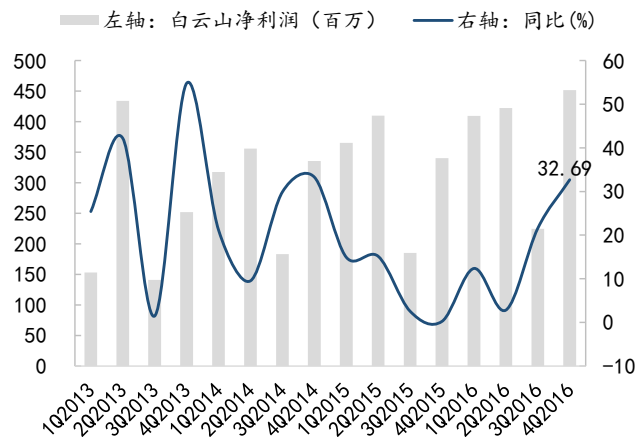
1. 白云山：凉茶行业和公司净利率双拐点+中国伟哥龙头+混改持股高激励——20170228

图表 1: 16 年收入同比+4.8%，其中 4Q16+10.8%



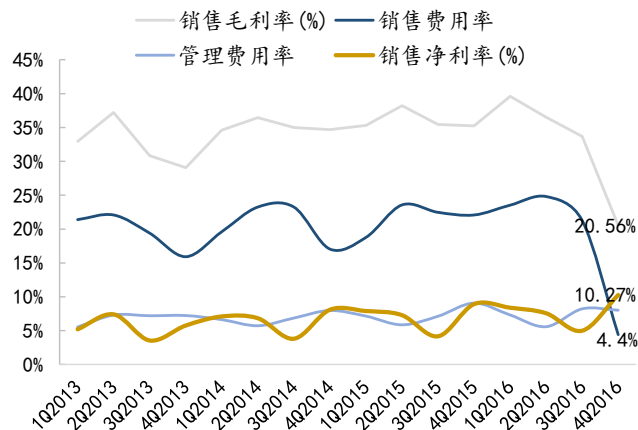
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 16 年净利同比+15.97%，其中 4Q+32.7%



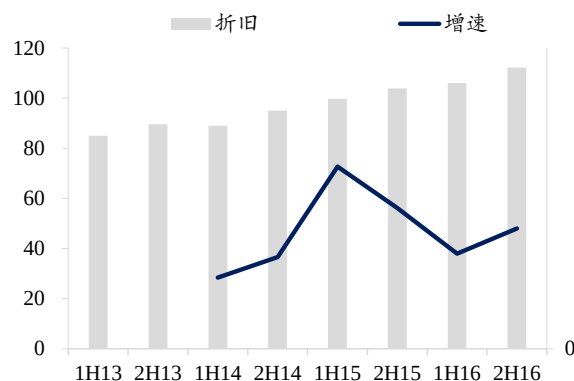
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 4Q16 毛利率同比-14.7pct, 销售费用率-17.7pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 2H16 折旧同比增长 8%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19514.0	27396.7	29220.0	30999.0	营业收入	20035.7	21118.6	22328.1	23643.5
现金	13091.0	21332.1	22864.2	24321.9	营业成本	13412.1	13691.0	14426.6	15136.6
应收款项	2918.3	2904.5	3077.0	3271.2	营业税金及附加	189.3	198.5	198.7	210.4
存货	2781.5	2625.7	2758.8	2902.9	营业费用	3823.6	4029.4	4019.1	4255.8
其他	723.2	534.4	520.0	503.0	管理费用	1439.7	1478.3	1496.0	1584.1
非流动资产	6383.2	6773.3	7278.2	7704.1	财务费用	-96.5	-195.0	-251.2	-268.4
长期股权投资	2290.4	2295.6	2299.3	2303.4	投资净收益	206.3	220.0	219.7	237.0
固定资产	2362.4	2780.7	3315.3	3770.6	其他	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
无形资产	668.3	634.9	601.5	568.1	营业利润	1466.6	2129.2	2651.5	2954.7
其他	1062.1	1062.1	1062.1	1062.1	营业外净收支	478.4	250.0	230.0	200.0
资产总计	25897.2	34169.9	36498.2	38703.1	利润总额	1945.1	2379.2	2881.5	3154.7
流动负债	7422.4	6435.3	7089.0	7475.0	所得税费用	386.4	409.2	489.9	536.3
短期借款	25.2	25.2	25.2	25.2	少数股东损益	50.6	64.0	77.7	85.1
应付账款	2588.1	3338.3	3474.2	3695.0	归属母公司净利润	1508.0	1906.0	2313.9	2533.3
其他	4809.1	3071.8	3589.5	3754.8	EBIT	1360.3	1919.9	2386.5	2666.9
非流动负债	820.9	823.6	831.9	836.5	EBITDA	1595.8	2115.8	2628.3	2957.7
长期借款	33.5	33.5	33.5	33.5	重要财务与估值指标				
其他	787.4	790.1	798.4	803.0	每股收益(元)	0.93	1.17	1.42	1.55
负债总计	8243.4	7259.0	7920.9	8311.5	每股净资产(元)	10.67	16.34	17.33	18.35
少数股东权益	308.7	346.2	392.8	443.8	发行在外股份(百万股)	1625.8	1626.0	1626.0	1632.0
归属母公司股东权益	17345.1	26564.8	28184.6	29947.7	ROIC(%)	8.3%	12.4%	24.0%	26.3%
负债和股东权益总计	25897.2	34169.9	36498.2	38703.1	ROE(%)	8.7%	7.2%	8.2%	8.5%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	33.1%	35.2%	35.4%	36.0%
经营活动现金流	2444.7	1555.6	2988.5	2959.3	EBIT Margin(%)	6.8%	9.1%	10.7%	11.3%
投资活动现金流	-249.2	-628.3	-762.2	-731.4	销售净利率(%)	7.5%	9.0%	10.4%	10.7%
筹资活动现金流	6724.7	7313.7	-694.2	-770.1	资产负债率(%)	31.8%	21.2%	21.7%	21.5%
现金净增加额	8918.9	8241.1	1532.1	1457.7	收入增长率(%)	4.8%	5.4%	5.7%	5.9%
折旧和摊销	235.5	195.9	241.8	290.8	净利润增长率(%)	16.0%	26.4%	21.4%	9.5%
资本开支	-54.0	-622.7	-758.5	-727.3	P/E	27.55	21.80	17.95	16.46
营运资本变动	763.5	-590.9	378.9	77.0	P/B	2.39	1.56	1.47	1.39
企业自由现金流	2292.4	572.0	1843.0	1853.9	EV/EBITDA	31.20	23.06	18.82	16.85

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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>