



凉茶行业格局改善+金戈快速增长，有望迎来业绩拐点

——白云山（600332）年报点评

2017年3月20日

推荐/首次

白云山

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司近日发布 2016 年年报，2016 年全年实现营收 200.36 亿元，同比+4.76%；归母净利润 15.08 亿元，同比+15.97%。

观点：

1、全年营收增长符合预期，费用结算方式改变+利息收入增加致期间费用率下降明显

1) 大健康实现营收77.69亿元，同比+0.01%，与2015年持平。预收账款15.5亿元，同比+59.3%创历史新高，Q4新增7.37亿，预计其中大部分来自王老吉预收经销商春节前备货款，剔除收入确认时点的影响，预计大健康板块16年实际销售增速约在10%，基本符合预期。大健康毛利率下降3.63个百分点，主要原因是公司改变费用结算方式，用货物抵扣费用计入营业成本，导致毛利率下降。大南药板块实现营收69.06亿元，同比+2.18%，其中金戈表现亮眼，全年销售收入超过4亿元（同比约+71%）、销量同比+63%，其他主要品种滋肾育胎丸、舒筋健腰丸接近翻倍增长。大商业板块实现营收51.48亿元，同比+16.00%，增长超市场预期，主要受益于销售网络的扩展和商业业务的创新。

2) 费用方面，销售费用约38.24亿元，同比-8.26%，主要原因是费用结算方式的改变，用商品抵扣费用导致宣传费大幅减少；管理费用率与2015年持平，而16年全年利息收入1.22亿，同比+87%，利息收入增加使财务费用率相比上年下降0.37个百分点。整体期间费用率为25.79%，相比15年下降3.08个百分点，助力净利润增长。

2、王老吉市占率有望进一步提升，利润释放有望加快

经历了王老吉与加多宝拆分事件后，目前的凉茶市场形成了王老吉加多宝两强格局，且两家诉讼官司基本完结，产品的包装、广告语、商标等也有了明显区分，凉茶市场竞争逐步放缓，行业趋于稳定。在此背景下，王老吉与加多宝通过降价、买赠等的价格战基本停止，成本下降，接下来可能还会有包装更换、产品属性更新升级和价格提升，行业净利率缓步提升。同时，在加多宝受换罐的生产线、包装、推广费的拖累时，公司加大对王老吉品牌（植入热门综艺、电影、电视剧）和渠道（签约重庆 3000 家火锅门店）建设，产品的更新升级（去年推出无糖、低糖概念和瘦高包装）和收回绿盒包装，预计王老吉未来会加速扩张占领更多市场。公司战略目标是在 2018 年实现 70% 的市占率和 10% 的净利率，对比目前凉茶市场的利润率（5.03%）和两巨头未拆分时凉茶行业的净利率（最高曾达到 20%）以及同类可比行业的净利率（承德露露为 17.31%。可口可乐为 16.60%），产品的净利率还有较大的上升空间。预计王老吉一方面通过平台化运作扩大市占率提高

市场份额, 另一方面通过提价(两大凉茶巨王老吉和加多宝均在酝酿提价)助力营收增长和净利率提升, 预计大健康板块在未来将实现两位数以上的较快增长, 在公司逐步提高利润指标考核权重的背景下, 利润有望加速释放。

3、金戈随推广加速或保持 50%以上的高增长, 带动大南药营收稳步增长及毛利率上行

公司作为南派中药集大成者, 旗下拥有包含陈李济在内的 12 家中华老字号企业, 化药领域拥有抗生素完整产业链, 逐步涵盖男科及其他领域。大南药营收稳定增长, 同比+2.18%: 其中中成药部分凭借公司品牌渠道优势, 报告期营收维持稳定, 从销售量来看, 小柴胡颗粒同比+1.46%, 夏桑菊颗粒同比+6.77%。化学药同比+4.41%, 其中金戈表现抢眼, 2016 年销售收入超过 4 亿元。金戈作为伟哥首仿, 在上市之后 15 年营收即超过 2 亿, 16 年增速约 71%, 在同类产品中市场份额位列前三, 已经积累了较好的市场口碑及较高的知名度。金戈销售渠道主要在零售端, 随着公司在药店零售渠道布局不断深入, 终端铺货、宣传推广加速, 预计其在未来仍有望保持 50%以上的较快增速, 带动大南药板块稳步增长, 且随着高毛利品种金戈营收占比逐渐提升将带动大南药整体毛利率上行。

结论:

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 19.53 亿元、22.78 亿元、25.88 亿元, EPS 分别为 1.16、1.36、1.54 元, 对应 PE 分别为 24X、20X、18X。公司自成立以来专注于医疗健康产业, 目前已形成大健康(主要为全资子公司王老吉, 弹性大)、大南药(旗下 12 个中华老字号、抗生素完整产业链, 伟哥首仿金戈)、大商业(华南区域医药商业龙头)及大医疗(孵化器)等四大板块, 近年来随着凉茶行业格局改善王老吉产品在未来有望迎来营收、净利的双升, 同时在公司振兴大南药的战略下, 金戈、滋肾育胎丸、舒筋健腰丸等品种快速增长有望带动板块营收稳步增长及毛利率提升, 当前时点我们认为公司有望迎来业绩拐点。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 凉茶行业系统性风险, 金戈推广不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,124.66	20,035.68	22,143.07	24,242.24	26,157.41
增长率(%)	1.73%	4.76%	10.52%	9.48%	7.90%
净利润(百万元)	1,345.29	1,558.67	1,953.46	2,278.09	2,587.55
增长率(%)	11.12%	15.86%	25.33%	16.62%	13.58%
净资产收益率(%)	15.39%	8.69%	10.20%	11.03%	11.58%
每股收益(元, 摊薄)	0.80	0.93	1.16	1.36	1.54
PE	34.71	29.93	23.84	20.44	18.00
PB	4.24	2.60	2.43	2.26	2.08

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9805	19514	21543	23811	26138	营业收入	19125	20036	22143	24242	26157
货币资金	4118	13091	14422	15981	17639	营业成本	12201	13412	14564	15723	16754
应收账款	1052	1108	1225	1341	1447	营业税金及附加	170	189	208	228	246
其他应收款	209	205	227	248	268	营业费用	4168	3824	4207	4606	4970
预付款项	317	414	520	634	755	管理费用	1375	1440	1592	1736	1873
存货	2544	2781	3020	3261	3475	财务费用	-22	-97	-100	-110	-120
其他流动资产	108	250	296	346	400	资产减值损失	36.31	6.73	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	6066	6383	6453	6608	6950	公允价值变动收益	1.81	-0.47	1.50	1.50	1.50
长期股权投资	2111	2290	2290	2290	2290	投资净收益	210.85	206.32	210.00	210.00	210.00
固定资产	1934	2107	2132	2153	2162	营业利润	1410	1467	1873	2261	2636
无形资产	540	668	601	535	468	营业外收入	331.20	554.79	580.00	600.00	600.00
其他非流动资产	0	36	36	36	36	营业外支出	113.41	76.36	85.00	100.00	100.00
资产总计	15871	25897	27996	30419	33088	利润总额	1628	1945	2368	2761	3136
流动负债合计	6828	7422	8235	9145	10097	所得税	283	386	414	483	549
短期借款	630	25	10	0	0	净利润	1345	1559	1953	2278	2588
应付账款	2636	2267	2428	2621	2793	少数股东损益	45	51	60	70	80
预收款项	975	1553	2192	2892	3647	归属母公司净利润	1300	1508	1893	2208	2508
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2132	2257	1995	2397	2774
非流动负债合计	358	821	821	821	821	EPS (元)	0.80	0.93	1.16	1.36	1.54
长期借款	40	34	34	34	34	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	7187	8243	9056	9966	10918	成长能力					
少数股东权益	233	309	369	439	519	营业收入增长	1.73%	4.76%	10.52%	9.48%	7.90%
实收资本(或股本)	1291	1626	1626	1626	1626	营业利润增长	3.49%	3.99%	27.70%	20.74%	16.59%
资本公积	2346	9875	9875	9875	9875	归属于母公司净利润	25.56%	16.62%	25.56%	16.62%	13.56%
未分配利润	3884	4782	4698	4599	4487	获利能力					
归属母公司股东权	8451	17345	18572	20014	21651	毛利率(%)	36.21%	33.06%	34.23%	35.14%	35.95%
负债和所有者权益	15871	25897	27996	30419	33088	净利率(%)	7.03%	7.78%	8.82%	9.40%	9.89%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	15.39%	8.69%	10.20%	11.03%	11.58%	
经营活动现金流	1942	2445	2004	2423	2807	偿债能力					
净利润	1345	1559	1953	2278	2588	资产负债率(%)	45%	32%	32%	33%	33%
折旧摊销	744	887	0	246	258	流动比率	1.44	2.63	2.62	2.60	2.59
财务费用	-22	-97	-100	-110	-120	速动比率	1.06	2.25	2.25	2.25	2.24
应收账款减少	0	0	-117	-116	-106	营运能力					
预收帐款增加	0	0	639	700	755	总资产周转率	1.27	0.96	0.82	0.83	0.82
投资活动现金流	-806	-249	-91	-199	-399	应收账款周转率	19	19	19	19	19
公允价值变动收益	2	0	2	2	2	应付账款周转率	8.12	8.17	9.43	9.60	9.66
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)					
投资收益	211	206	210	210	210	每股收益(最新摊薄)	1.01	1.08	1.16	1.36	1.54
筹资活动现金流	-347	6725	-582	-666	-750	每股净现金流(最新)	0.61	5.49	0.82	0.96	1.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.55	10.67	11.42	12.31	13.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	335	0	0	0	P/E	34.95	30.13	24.00	20.58	18.12
资本公积增加	-140	7529	0	0	0	P/B	4.27	2.62	2.45	2.27	2.10
现金净增加额	789	8920	1331	1558	1659	EV/EBITDA	15.31	14.36	12.49	12.30	10.03

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士, 理工金融复合背景, 1 年券商资管实习经验, 2 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于中药、血制品等细分领域, 关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。