

白云山 (600332)

凉茶业务提质增效，医药板块稳中求进

投资评级：买入（维持）

2017年04月17日

投资要点：

■ **凉茶新品拓展市场，绿盒股权有回收可能。**公司升级凉茶产品，研发出无糖、低糖等品类，主打健康概念，满足消费者多元化需求。新品以商超为主要渠道，以白领为目标群体，售价与毛利率均高于普通红罐，去年销售额已过亿，未来有望多渠道上量，持续提升市场份额。绿盒王老吉凉茶目前规模不到10亿，盈利水平较低，主要是受股权之争，影响渠道出货积极性。高峰时期绿盒有近20亿收入体量，40%以上毛利率水平。我们猜测股权纠纷解决后，公司大概率收回股权，绿盒与红罐以相同渠道运作，有望产生良好协同效应。

■ **王老吉份额、利润求平衡，提质、增效谋发展。**随着加多宝控费收缩，行业竞争发生明显变化，我们判断17年王老吉可能在市场份额与利润之前寻求平衡：一方面提高市场份额，利于逐渐掌握话语权与定价权；另一方面白云山17年定位于品质效益年，要求提升效益，保持较好利润水平。3月公司通过减少折让方式提价，幅度5%左右，可覆盖成本上涨。渠道调研了解到加多宝控费意图明确，可能带来两家企业双赢局面。预计17年王老吉出货将保持10%以上增长，逐步向市占率70%目标靠拢；净利率可能达到8%-10%水平。

■ **金戈高速增长，医药板块稳中求进。**先发优势、品牌优势、渠道优势，性价比优势推动金戈16年70%增长，虽仿制药已有竞品出现，短期仍难撼动其市场地位，估计2-3年仍可保持年均40%增长。医药业务中：大南药中包含化药、中成药、生物医药三部分，后者占比虽低，应是未来主攻方向；大商业板块可能通过并购医药公司及零售药店进行拓展，虽毛利率仅6%盈利不高，但随着规模扩大，盈利贡献有望增长；大医疗仍处起步阶段，意在公立医院改革中寻找新机会，同时计划布局养生养老、医疗器械等方面。整体看医药板块稳中求进，平稳发展。

■ **帐面现金充足，拆迁补偿带来持续现金流。**公司当前帐面约130亿现金充足（包括定增79亿），未来有望整合地方优良医疗资源。公司奇星地块已收到拆迁补偿款超7亿元，后续仍有补偿；同时公司已有约1000亩地纳入政府搬迁或改造范围，未来可能持续获得补偿收入。

■ **盈利预测与估值：**预计公司17-19年EPS分别为1.17、1.42、1.55元，同比增26%、21%、10%，最新PE为23、19、18倍。考虑凉茶竞争趋缓将带来王老吉市占率与净利率双升；金戈单品高速增长，医药板块整体稳中有升，公司帐面130亿现金充足，未来具有并购预期，维持“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。

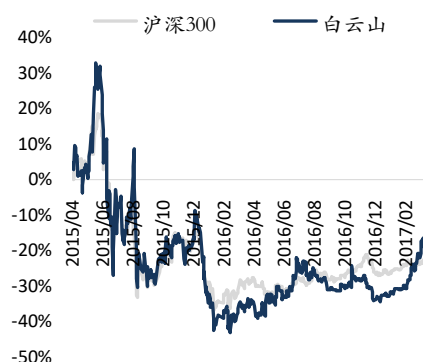
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.52
一年最低价/最高价	21.25/30.19
市净率	2.58
流通市值(亿)	295

基础数据

每股净资产	10.67
资产负债率	31.83
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: 白云山三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	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	2016	2017E	2018E	2019E
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)	2016	2017E	2018E	2019E	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	29.67	23.48	19.34	17.73
营运资本变动	763.5	-590.9	378.9	77.0	P/B	2.58	1.68	1.59	1.49
企业自由现金流	2292.4	572.0	1843.0	1853.9	EV/EBITDA	33.20	24.58	20.04	17.94

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>