

全年业绩再创新高，期间费用控制较好

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年营业收入、扣非净利润分别约为 224 亿元、27 亿元，同比增长分别约为 8.1%、3.2%；2016Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 61.2 亿元、5.6 亿元，同比增长分别约为 1.2%、-10.9%。
- **全年业绩再创新高，期间费用控制较好。** 2016 年营业收入约为 224 亿元，同比增长约 8.1%；其中工业、商业分别约为 91 亿元、133 亿元，增速分别约为 -1.1%、15.2%。如从事业部角度看（未考虑内部抵消），省医药公司收入约为 135 亿元，同比增长约为 10%，在商业领域继续强化省内县级以上医院市场份额占比，在两票制政策背景下将保持增长；健康产品事业部约为 37 亿元，同比增长约为 12%，其中云南白药牙膏市场占有率约为 16.5%，同比上升约 1 个百分点，可见其增长势头良好；中药资源事业部约为 9.4 亿元，同比增长约为 45%，由于基数低且受益于三七价格上涨出现收入高增长；药品事业部约为 49 亿元，同比下滑约 3.5%，我们认为其中普药增速仍高于行业水平，白药系列短期压力较大，但我们认为在提价因素逐渐体现后将迎来增长。2016 年扣非净利润约为 27 亿元，同比增长约 3.2%，低于收入增速约 5 个百分点，具体分析如下：1) 主营毛利率约为 29.9%，同比下降约 0.7 个百分点。原因为毛利率较低的商业收入占比提升导致出现主营毛利率出现下滑，也是净利润增速低于收入增速的主要原因；2) 期间费用率约为 15.2%，同比下降约 0.3 个百分点。其中销售费用约为 28.4 亿元 (+4.8%)，细项中市场维护费约为 7.7 亿元 (-21%)，我们判断这与公司进行渠道清理有关，预计新一轮的费用投入将迎来业绩增长；管理费用约为 4.8 亿元，整体控制较好。2016Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 61.2 亿元、5.6 亿元，同比增长分别约为 1.2%、-10.9%。从数据来看整体低于预期，如结合控股股东白药控股的混合所有制改革，以及渠道整合等来综合考虑，我们认为公司基本面将持续恢复仍看好 2017 年业绩增长。
- **混改标杆企业，品牌中药龙头。** 1) 控股股东白药控股已完成董监高选举，混改已经完成落地且速度超市场预期。继续看好本次混改或将带来的员工激励市场化（不参股已经是很大突破）、公司整体效率提升以及规模扩张；新华都通过增资 254 亿元获得白药控股 50% 股权，且六年内不转让给公司预留了充分的发展时间；此外本次战略伙伴增资引入资金也有助于实现规模扩张，发展增量业务；2) 品牌中药龙头企业，大健康布局行业领先。a、短期渠道整合导致中央药品收入低于预期，但长期仍看好药品事业部增长稳定，白药市场竞争优势明显使得其细分领域市占率较高，且在普药领域如气血康市场推广力度加大也使得其收入增速加快；b、受 2016 年三七市场价格回升影响，中药资源事业部业绩实现快速增长，该事业部特色明显且已经多点布局种植基地，预计将成为公司未来新的盈利增长点；c、大健康业务增长稳定，本次新华都参与混改，强强联合或推动大健康业务新增长。
- **盈利预测与估值。** 预计 2017-2019 年的每股收益为 3.18 元、3.63 元、4.15 元，对应市盈率为 28 倍、25 倍、22 倍。公司整体业绩稳定，随着商业、中药材、药品及大健康完整布局的形成，且集团层面混改落地使得其前景值得期待，具有提价、业绩增长、激励、外延等多个催化剂，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨风险，产品销售或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	22410.65	24600.54	27051.68	29805.73
增长率	8.06%	9.77%	9.96%	10.18%
归属母公司净利润 (百万元)	2919.88	3315.20	3776.53	4323.25
增长率	5.38%	13.54%	13.92%	14.48%
每股收益 EPS (元)	2.80	3.18	3.63	4.15
净资产收益率 ROE	18.50%	17.36%	16.51%	15.89%
PE	32	28	25	22
PB	5.88	4.86	4.06	3.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.41
流通 A 股(亿股)	10.41
52 周内股价区间(元)	59.08-91.35
总市值(亿元)	931.95
总资产(亿元)	245.87
每股净资产(元)	15.10

相关研究

1. 云南白药(000538):集团层面混改落地, 开启发展新局面 (2016-12-30)

盈利预测

根据对公司基本面分析，我们认为公司 2016Q4 业绩低于预期属于短期现象，在控股股东混改落地后，上市公司层面或迎来更加市场化的激励，也将利好公司长期业绩增长。故对 2017-2019 年主营业务的关键假设如下：

1) 医药商业将受益于两票制政策稳定增长，预计 2017-2019 年收入增速约为 10%，毛利率约为 8%；

2) 医药工业领域（包括药品事业部、健康事业部、中药资源事业部等），预计 2017-2019 年综合销量增速约为 9%-10%，毛利率约为 64%；

3) 期间费用率相对稳定。预计 2017-2019 年间销售费用约为 13%，管理费用维持在 2% 以上。

表 1：公司业务分拆及预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
收入	20,738.12	22,410.65	24,600.53	27,051.67	29,805.72
yoy	10.22%	8.07%	9.77%	9.96%	10.18%
成本	14,389.64	15,676.45	17,058.53	18,762.39	20,657.63
毛利率	30.61%	30.05%	30.66%	30.64%	30.69%
医药商业					
收入	11,527.07	13,275.89	14,603.48	16,063.83	17,670.21
yoy	8.87%	15.17%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	10,793.93	12,234.81	13,435.20	14,778.72	16,256.59
毛利率	6.36%	7.84%	8.00%	8.00%	8.00%
医药工业					
收入	9,180.40	9,080.38	9,934.52	10,915.93	12,052.81
yoy	12.10%	-1.09%	9.41%	9.88%	10.41%
成本	3,595.71	3,441.64	3,576.43	3,929.73	4,339.01
毛利率	60.83%	62.10%	64.00%	64.00%	64.00%
其他业务					
收入	30.65	54.38	62.54	71.92	82.71
yoy	-15.82%	77.42%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	16.27	41.50	46.90	53.94	62.03
毛利率	46.92%	23.69%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22410.65	24600.54	27051.68	29805.73	净利润	2930.89	3327.70	3790.77	4339.56
营业成本	15717.96	17058.53	18762.40	20657.64	折旧与摊销	118.99	172.57	172.57	172.57
营业税金及附加	153.83	137.76	157.82	181.80	财务费用	89.68	35.74	11.32	-9.47
销售费用	2840.49	3198.07	3381.46	3576.69	资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	483.54	565.81	595.14	625.92	经营营运资本变动	-3446.50	-1896.68	-868.32	-1284.97
财务费用	89.68	35.74	11.32	-9.47	其他	3292.52	-183.65	-200.00	-202.73
资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2984.76	1455.69	2906.35	3014.96
投资收益	193.86	200.00	200.00	200.00	资本支出	-63.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3923.22	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3987.20	200.00	200.00	200.00
营业利润	3319.83	3804.63	4343.54	4973.16	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	77.68	68.07	66.14	69.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3397.51	3872.70	4409.68	5042.91	股权融资	-2.64	0.00	0.00	0.00
所得税	466.62	545.00	618.91	703.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2930.89	3327.70	3790.77	4339.56	其他	247.99	-45.76	-11.32	9.47
少数股东损益	11.01	12.50	14.24	16.31	筹资活动现金流净额	225.35	-45.76	-11.32	9.47
归属母公司股东净利润	2919.88	3315.20	3776.53	4323.25	现金流量净额	-771.96	1609.94	3095.03	3224.44
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3292.61	4902.54	7997.57	11222.01	成长能力				
应收和预付款项	5479.62	6393.47	6842.05	7559.51	销售收入增长率	8.06%	9.77%	9.96%	10.18%
存货	6918.03	7491.71	8241.64	9078.53	营业利润增长率	4.78%	14.60%	14.16%	14.50%
其他流动资产	6377.42	6804.95	7283.47	7821.13	净利润增长率	6.36%	13.54%	13.92%	14.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.70%	13.73%	12.82%	13.45%
投资性房地产	6.74	6.74	6.74	6.74	获利能力				
固定资产和在建工程	1919.70	1771.17	1622.65	1474.12	毛利率	29.86%	30.66%	30.64%	30.69%
无形资产和开发支出	244.52	221.43	198.33	175.24	三费率	15.23%	15.45%	14.74%	14.07%
其他非流动资产	347.99	347.04	346.09	345.14	净利率	13.08%	13.53%	14.01%	14.56%
资产总计	24586.65	27939.06	32538.55	37682.42	ROE	18.50%	17.36%	16.51%	15.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.92%	11.91%	11.65%	11.52%
应付和预收款项	5914.33	5879.95	6600.83	7307.44	ROIC	23.70%	21.68%	22.48%	23.97%
长期借款	6.10	6.10	6.10	6.10	EBITDA/销售收入	15.74%	16.31%	16.74%	17.23%
其他负债	2822.69	2881.80	2969.64	3067.34	营运能力				
负债合计	8743.12	8767.85	9576.56	10380.88	总资产周转率	1.02	0.94	0.89	0.85
股本	1041.40	1041.40	1041.40	1041.40	固定资产周转率	13.10	14.40	17.35	21.12
资本公积	1247.22	1247.22	1247.22	1247.22	应收账款周转率	21.66	23.35	23.18	23.03
留存收益	13437.03	16752.23	20528.76	24852.02	存货周转率	2.50	2.36	2.38	2.38
归属母公司股东权益	15725.67	19040.85	22817.38	27140.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.70%	—	—	—
少数股东权益	117.86	130.36	144.61	160.91	资本结构				
股东权益合计	15843.53	19171.21	22961.99	27301.54	资产负债率	35.56%	31.38%	29.43%	27.55%
负债和股东权益合计	24586.65	27939.06	32538.55	37682.42	带息债务/总负债	20.60%	20.55%	18.81%	17.35%
					流动比率	3.28	3.79	4.01	4.26
					速动比率	2.25	2.68	2.92	3.18
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.80	3.18	3.63	4.15
					每股净资产	15.21	18.41	22.05	26.22
					每股经营现金	2.87	1.40	2.79	2.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	3528.50	4012.94	4527.44	5136.26					
PE	31.92	28.11	24.68	21.56					
PB	5.88	4.86	4.06	3.41					
PS	4.16	3.79	3.45	3.13					
EV/EBITDA	25.32	21.86	18.69	15.85					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn