

白云山 (600332)

1Q 大南药收入净利同增, 2Q 凉茶提价放量业绩加速成长

2017年04月27日

投资评级: 买入 (维持)

证券分析师 马浩博
 执业资格证书号码: S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
 021-60199762

事件: 白云山公布一季报, 1Q2017 实现营业收入 52.9 亿元, 同比+4.7%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+18.4%, 扣非归母净利润 4.6 亿元, 同比+17.3%。

投资要点:

■ **大健康大南药收入同增, 大商业略有下滑。**结合调研, 1) 1Q 大健康板块营收约 22-23 亿, 同比+5-10%, 均价同比持平, 春节旺季促销 (包括广告和销售折让等政策) 力度较大。综合竞品情况来看, 王老吉均价略高于竞品, 库存周期短于竞品, 延续了 16 年以来市占率、渠道和品牌布局的提升局面, 竞争格局向好趋势不变, 估计全年收入增速与 1Q 一致。2) 1Q 大南药收入增速 5-10%。受到相关政策比如医药分离影响, 部分产品招标价格有压力, 但是去年部分产品提价, 两相叠加, 全年收入增长形势可期。3) 大商业收入同比-10%左右, 由于大商业板块 16 年收入占比约 25%, 导致整体收入增速放缓, 两票制实施对大商业影响还需要时间判定, 但大商业占收入和利润比重均不高, 影响较为有限。

■ **2Q 大健康成本控制+提价控费, 加速成长。**1Q 王老吉净利率 5%左右, 2Q 起净利率改善可期, 主要考虑 1) 成本控制较好, 锁定铝罐等成本价格, 原材料和包材略有上涨, 综合来看成本涨幅较小; 2) 3 月起开始提价 (目标幅度 5%); 3) 1、2 月份春节旺季影响销售折让等费用较高, 从其他应付款 (主要预提销售折让费用) 环比大幅增加 4 亿元可见一斑; 4) 17 年利润考核指标权重最高, 估计 2Q 起叠加控费措施。维持全年净利率回到 8%-10%水平判断。

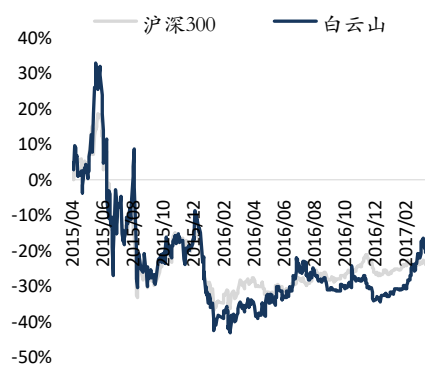
■ **大南药利润同比增长 20%+, 金戈增速仍劲。**结合调研, 大南药利润增长超 20%, 经过两年渠道调整和 16 年集中处理社会库存, 1Q17 库存消化完毕, 毛利率上升+费用管控较好叠加带来利润较快增长。金戈 16 年 70%增长, 1Q 收入同比+33%左右, 延续了高速增长态势。维持全年南药利润释放的判断。

■ **所得税率优惠凸显。**调研显示公司及部分下属子公司 16 年将减按 15%优惠所得税率缴纳所得税, 同时 16 年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, 1Q17 所得税率已经有所回落, 印证 17 年优惠所得税率效应凸显这一判断。

■ **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, 医药板块整体增速回升, 公司帐面 134 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。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	27.89
一年最低价/最高价	21.25/30.19
市净率	2.54
流通市值 (亿)	299

基础数据

每股净资产	10.97
资产负债率	31.67
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
2. 白云山年报点评: 17 年凉茶竞争格局趋缓, 净利率拐点凸显——20170316
3. 白云山: 凉茶业务提质增效, 医药板块稳中求进——20170416

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>

