

营业收入增长稳定，销售费用投入增加

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年上半年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 119.6 亿元、15.7 亿元、14.4 亿元，同比增长分别为 14.4%、12.8%、8.8%；2017Q2 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 60.5 亿元、8.4 亿元、7.4 亿元，同比增长分别为 14.6%、9.6%、3.3%。
- **营业收入增长稳定，销售费用投入增加。** 2017 年上半年营业收入约为 120 亿元，同比增速约为 14.4%；其中医药工业和商业收入分别为 50 亿元、69 亿元，同比增速分别为 9.5%、17.5%。期间内公司整体收入增速稳定，同时参考母公司收入增长情况，我们认为其主要原因为分销模式调整以及加强销售投入。如不考虑销售模式调整影响，预计上半年收入增速在 10% 以上。但考虑上半年有延迟发货等季节因素影响，我们认为当前医药工业板块收入增速压力仍然存在。由于公司控股股东混合所有制改革已经落地，市场化激励等预期强烈，预计全年增速或超过 10%。从子公司角度看，期间内**省医药公司**营业收入、净利润分别为 68.1 亿元、2.1 亿元，同比增速分别为 8.6%、30%，利润增速远超收入增速，主要是受益于模式创新以及应收账款管理；**健康品公司**营业收入、净利润分别为 12.4 亿元、5.8 亿元，同比增速分别为 23.2%、28.1%；同时参考**电子商务公司**营业收入、净利润分别为 22.7 亿元、3.5 亿元，同比增速分别为 17.6%、-15.4%，期间内加大了对电商平台的费用投入。目前牙膏系列产品市场份额约为 17.8%（市场第二），在终端建设加强的背景下，预计整体收入将稳定增长。2017 年上半年公司扣非净利润增速约为 8.8%，低于收入增速约 5.6 个百分点，主要原因为销售模式调整，以及加大健康品市场投入导致费用增加。2017Q2 净利润增速约为 3.3%，环比增速下降主要是 Q1 有延迟发货因素。我们认为 2017 上半年业绩增长稳定，如结合控股股东白药控股的混合所有制改革等情况来综合考虑，公司基本面将持续恢复，仍看好未来业绩增长。
- **混改优化股权结构，互补渠道产业或迎新发展。** 1) 混改最终落地，优化控股股东结构。白药控股股东结构为“白药控股 45%：新华都 45%：江苏鱼跃 10%”，将推动公司的治理和决策机制更加市场化。目前白药控股经营团队已经完成市场化选聘，且不具备公务员或参公身份，我们判断本次混改完成或将推动市场化的激励措施出台；2) 新华都与江苏鱼跃入股白药控股，将形成渠道及产业协同。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；3) 品牌中药龙头企业，大健康布局行业领先。a、长期看好药品事业增长，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、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，推行“O2O”等新型商业模式，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，积极拓展电商平台，且本次新华都参与混改，强强联合或推动大健康业务新增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 为 3.12 元、3.51 元、3.97 元（原预测为 2017-2019 年 EPS 为 3.18 元、3.62 元、4.14 元，下调原因为调整了商业收入增速以及销售费用率），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	25529.85	28850.56	32677.64
增长率	8.06%	13.92%	13.01%	13.27%
归属母公司净利润 (百万元)	2919.88	3248.79	3652.88	4137.97
增长率	5.38%	11.26%	12.44%	13.28%
每股收益 EPS (元)	2.80	3.12	3.51	3.97
净资产收益率 ROE	18.50%	17.68%	17.15%	16.81%
PE	32	28	25	22
PB	5.83	5.01	4.32	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

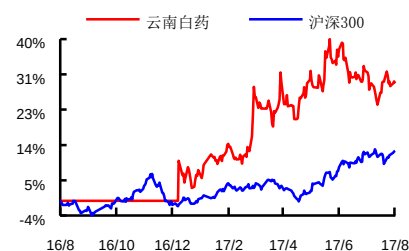
西南证券研究发展中心

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

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxixing@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)	69.23-97.05
总市值(亿元)	923.51
总资产(亿元)	260.42
每股净资产(元)	16.60

相关研究

1. 云南白药 (000538): 混改再获新进展, 优化股东结构 (2017-06-06)
2. 云南白药 (000538): 业绩如期恢复, 略超市场预期 (2017-05-01)
3. 云南白药 (000538): 全年业绩再创新高, 期间费用控制较好 (2017-04-23)
4. 云南白药 (000538): 集团层面混改落地, 开启发展新局面 (2016-12-30)

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	25529.85	28850.56	32677.64	净利润	2930.89	3261.04	3666.66	4153.58
营业成本	15717.96	17913.50	20417.37	23299.79	折旧与摊销	118.99	235.16	235.16	235.16
营业税金及附加	153.83	142.96	168.31	199.31	财务费用	89.68	40.27	24.68	13.95
销售费用	2840.49	3318.88	3606.32	3921.32	资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	483.54	587.19	634.71	686.23	经营营运资本变动	-3493.58	-2388.18	-1305.89	-1836.19
财务费用	89.68	40.27	24.68	13.95	其他	3339.60	-199.01	-200.16	-200.08
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	949.28	2420.45	2366.41
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	3727.05	4199.16	4757.04	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	3795.12	4265.30	4826.79	股权融资	-2.64	0.00	0.00	0.00
所得税	466.62	534.08	598.64	673.21	支付股利	-624.84	-658.45	-732.62	-823.74
净利润	2930.89	3261.04	3666.66	4153.58	其他	872.83	-50.30	-24.68	-13.95
少数股东损益	11.01	12.25	13.78	15.61	筹资活动现金流净额	225.35	-708.74	-757.30	-837.69
归属母公司股东净利润	2919.88	3248.79	3652.88	4137.97	现金流量净额	-771.96	440.54	1863.15	1728.72
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	3733.15	5596.29	7325.01	成长能力				
应收和预付款项	5479.62	6640.78	7308.52	8306.13	销售收入增长率	8.06%	13.92%	13.01%	13.27%
存货	6918.03	7889.95	8999.65	10277.02	营业利润增长率	4.78%	12.27%	12.67%	13.29%
其他流动资产	6377.42	6986.37	7634.66	8381.80	净利润增长率	6.36%	11.26%	12.44%	13.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.70%	13.43%	11.41%	12.27%
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	1716.03	1512.35	1308.68	毛利率	29.86%	29.83%	29.23%	28.70%
无形资产和开发支出	244.52	213.99	183.46	152.92	三费率	15.23%	15.46%	14.79%	14.14%
其他非流动资产	347.99	347.04	346.09	345.14	净利率	13.08%	12.77%	12.71%	12.71%
资产总计	24586.65	27534.05	31587.77	36103.45	ROE	18.50%	17.68%	17.15%	16.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.92%	11.84%	11.61%	11.50%
应付和预收款项	5914.33	6155.97	7146.58	8183.82	ROIC	23.70%	20.90%	20.84%	21.48%
长期借款	6.10	6.10	6.10	6.10	EBITDA/销售收入	15.74%	15.68%	15.46%	15.32%
其他负债	2822.69	2925.88	3054.96	3203.55	营运能力				
负债合计	8743.12	9087.95	10207.63	11393.48	总资产周转率	1.02	0.98	0.98	0.97
股本	1041.40	1041.40	1041.40	1041.40	固定资产周转率	13.10	15.19	19.54	25.67
资本公积	1247.22	1247.22	1247.22	1247.22	应收账款周转率	21.66	23.77	23.48	23.34
留存收益	13437.03	16027.37	18947.63	22261.86	存货周转率	2.49	2.40	2.40	2.41
归属母公司股东权益	15725.67	18315.99	21236.25	24550.47	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	130.11	143.89	159.50	资本结构				
股东权益合计	15843.53	18446.10	21380.14	24709.97	资产负债率	35.56%	33.01%	32.32%	31.56%
负债和股东权益合计	24586.65	27534.05	31587.77	36103.45	带息债务/总负债	20.60%	19.82%	17.65%	15.81%
					流动比率	3.28	3.57	3.60	3.65
					速动比率	2.25	2.45	2.51	2.56
					股利支付率	21.40%	20.27%	20.06%	19.91%
					每股指标				
					每股收益	2.80	3.12	3.51	3.97
					每股净资产	15.21	17.71	20.53	23.73
					每股经营现金	2.87	0.91	2.32	2.27
					每股股利	0.60	0.63	0.70	0.79
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	3528.50	4002.48	4459.01	5006.14					
PE	31.63	28.43	25.28	22.32					
PB	5.83	5.01	4.32	3.74					
PS	4.12	3.62	3.20	2.83					
EV/EBITDA	25.08	22.00	19.33	16.87					
股息率	0.68%	0.71%	0.79%	0.89%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn