



业绩保持平稳增长, 大健康战略持续推进

——2017年中报点评

分析师: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

执业证书编号: S0870517070003

基本数据 (2017H1)

报告日股价 (元)	88.68
12mth A 股价格区间 (元)	71.45-97.05
总股本 (百万股)	1,041.40
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	923.51
每股净资产 (元)	16.60
PBR (X)	5.34
DPS (Y2016, 元)	10 派 8.00

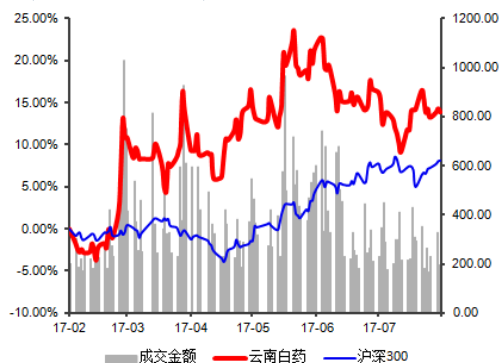
主要股东 (2017H1)

云南白药控股有限公司	41.52%
云南合和(集团)股份有限公司	10.11%
中国平安人寿保险股份有限公司- 自有资金	9.36%

收入结构 (2017H1)

批发零售 (药品)	57.89%
工业产品 (自制)	41.60%
其他业务	0.51%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: DZY17-CT23

首次报告日期: 2017年8月24日

相关报告:

■ 公司动态事项

8月24日, 公司发布2017年中报, 我们对此予以点评。

■ 事项点评

上半年业绩保持平稳, 销售费用增长较多

2017年上半年, 公司实现营业收入119.60亿元, 同比增长14.43%, 实现归属于上市公司股东的净利润15.65亿元, 同比增长12.75%。由于公司大健康产品销售投入较多, 上半年销售费用率为15.25%, 较去年同期上升了3.02个百分点, 增长较多, 管理费用率1.45%, 较去年同期下降1.10个百分点, 期间费用率16.95%, 较去年同期上升1.90个百分点。公司上半年销售毛利率为31.78%, 较去年同期增长1.67个百分点。公司上半年业绩保持平稳, 销售费用增长较快, 毛利率有小幅提升。

商业板块增长较快, 大健康产品线不断完善

分业务看, 上半年公司工业板块销售收入为49.76亿元, 同比增长9.50%, 商业板块销售收入为69.24亿元, 同比增长17.53%。医药商业板块根据国家医改政策调整渠道布局, 实施对县级及以上医疗机构定制化服务, 有效巩固现有渠道优势, 并对线下零售药店业务、药房托管、网上售药等线上线下渠道协同发展进行有益探索, 上半年商业板块增长较快。

产品上, 上半年公司以消费者需求为导向, 进行市场化资源配置, 加快大健康新型产品平台部署。药品板块在继续强化自身治疗类产品布局的同时, 针对药用消费品消费需求增长的趋势, 推动药用消费品产品体系建设; 加快蒸汽眼罩等护理类工业产品的研发和推广, 打造中医药治疗养护产品平台。健康产品事业部则突出打造全方位个人护理产品平台, 在现有的口腔护理、头发护理、皮肤护理及个人卫生用品的基础上, 通过自主研发等多种方式, 拓宽产品和服务覆盖范围, 打造综合型全方位个人健康护理生态体系。中药资源事业部充分利用云南资源禀赋优势, 构建集中药材种植贸易、中药材中间产品提取贸易和中药材健康养生产品等三大产品平台为一体的中药材产业链发展体系。

混改顺利推进，管理效率提升值得期待

今年6月，公司控股股东白药控股引入新战略投资者江苏鱼跃，目前白药控股股权结构为云南省国资委45%、新华都45%、江苏鱼跃10%。混改后通过强强联手协同发展，公司渠道资源将进一步丰富，公司还可能通过股权激励等一系列手段提高整体的管理和运营效率，并且混改引入资金约300亿元，控股股东资金充裕，我们估计未来有可能通过白药控股外延收购优质大健康资产，再注入上市公司。

■ 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：药品降价风险；市场竞争风险；整合风险；混改低于预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，给予“谨慎增持”评级

预计公司 17、18 年实现 EPS 为 3.23、3.70 元，以 8 月 23 日收盘价 88.68 元计算，动态 PE 分别为 27.44 倍和 23.98 倍。中药行业上市公司 17、18 年预测市盈率平均值为 33.78 倍和 26.36 倍。公司的估值低于中药行业的平均值。公司业绩稳健，大健康战略持续推进，四大事业部发展平稳，混改将为上市公司注入新活力，前景值得期待。我们看好公司未来一段时期的发展，给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22410.65	25838.71	29316.85	33274.76
年增长率	8.06%	15.30%	13.46%	13.50%
归属于母公司的净利润	2919.88	3365.23	3851.51	4428.90
年增长率	5.38%	15.25%	14.45%	14.99%
每股收益（元）	2.804	3.23	3.70	4.25
PER（X）	31.63	27.44	23.98	20.85

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 财务数据及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2840	5290	7902	10683
应收和预付款项	5480	5477	5840	6345
存货	6918	6755	8833	8943
其他流动资产	6346	6346	6346	6346
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	7	4	1	-2
固定资产和在建工程	1920	1931	1916	1873
无形资产和开发支出	245	213	182	150
其他非流动资产	150	146	141	141
资产总计	23905	26162	31160	34479
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	6230	5783	7685	7444
长期借款	1801	1801	1801	1801
其他负债	15	15	15	15
负债合计	8047	7599	9501	9260
股本	1041	1041	1041	1041
资本公积	1247	1247	1247	1247
留存收益	13437	16129	19210	22754
归属母公司股东权益	15726	18418	21499	25042
少数股东权益	118	131	145	162
股东权益合计	15844	18548	21644	25204
负债和股东权益合计	23890	26148	31145	34464

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	2996	3127	3299	3489
投资活动产生现金流量	-3987	8	38	72
融资活动产生现金流量	225	-685	-726	-780
现金流量净额	-761	2450	2612	2781

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22411	25839	29317	33275
营业成本	15718	18049	20576	23464
营业税金及附加	154	145	164	186
营业费用	2840	3540	3928	4326
管理费用	484	452	513	582
财务费用	90	12	-45	-105
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	194	224	254	288
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	3320	3865	4434	5109
营业外收支净额	78	70	70	70
利润总额	3398	3934	4503	5179
所得税	467	557	637	734
净利润	2931	3378	3866	4446
少数股东损益	11	13	15	17
归属母公司股东净利润	2920	3365	3852	4429

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	29.86%	30.15%	29.81%	29.48%
EBIT/销售收入	15.51%	15.27%	15.21%	15.25%
销售净利率	13.08%	13.07%	13.19%	13.36%
ROE	18.57%	18.27%	17.91%	17.69%
资产负债率	2.99%	2.83%	3.26%	2.58%
流动比率	3.46	4.12	3.76	4.34
速动比率	1.65	2.20	2.05	2.55
总资产周转率	0.94	0.99	0.94	0.97
应收账款周转率	4.52	5.19	5.53	5.75
存货周转率	2.27	2.67	2.33	2.62

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。