



云南白药：破局重构，新白药，新发展

云南白药(000538.CH/人民币 98.70, 增持)2017年业绩基本符合市场预期。公司混改已经落地，市场化机制红利可期；面对医药行业产业升级，公司聚焦医药和医疗，外延预期强烈。

事件

云南白药公布2017年报，报告期内，公司实现营业收入243.15亿元，同比增长8.5%；归属于上市公司股东的净利润31.45亿元，同比增长7.71%；基本每股收益3.02元，公司各项财务指标保持稳健。

公司公布2017年度利润分配预案：以2017年末总股本10.41亿股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利15.00元（含税）。

点评

1. 四大业务板块稳健增长，业绩基本符合市场预期。

报告期内，公司实现收入243.15亿元，增速8.5%；归母净利润31.45亿元，增速7.71%，业绩基本符合市场预期，分业务板块来看：

健康产品事业部实现收入43.61亿元，增速16.09%，高于去年同期增速4.1个百分点。预计占比较大的口腔护理系列保持10%左右增长；头发护理系列养元青洗发水等产品逐步取得市场认可，公司新增洗发水产品类型，提升目标消费人群的覆盖，预计在16年低基数基础上保持20%左右增长；卫生巾系列产品保持平稳增长。公司依据自身产品特性，顺应新零售时代发展，积极推进电商渠道拓展。

药品事业部实现收入50.44亿，增速2.56%。中央产品（白药系列）收入约占药品收入的三分之二左右，其中预计消费属性较强的气雾剂仍保持相对较高增速，贴剂和膏剂保持平稳增长。

省医药实现收入144.94亿元，增速7.45%，目前市场占有率处在云南领先地位，未来随着两票制推进，有助于提高公司商业市占率。目前，医药商业板块二期物流中心建设项目已开工建设，其未来发展基础得到进一步夯实。

中药资源事业部实现收入11.63亿元，增速23.19%。中药资源板块受益于三七等中药材涨价、中间产品提取供应业务扩大、功能性食品及养生保健类产品的发展，获得了快速的发展，利润贡献不断扩大。

财务指标保持稳健：公司整体毛利率31.19%，比2016年提升1.33pp，其中医药工业毛利率65.61%，较上年同期提升3.51pp；医药商业毛利率7.29%，较上年同期下降0.55pp。期间费用率17.04%，高于上年1.81pp，其中，销售费用率15.15%较上年同期增加29.68%，管理费用率1.59%，财务费用率0.3%。经营活动产生的现金流净额11.56亿，同比减少61.27%。

相关研究报告

《2018年医药行业年度策略报告-新格局：5个优质的实现将成就行业巨头》2017.12.1

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：中药

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

邓周宇

(0755)82560525

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

2. 白药控股混改落地，市场化机制红利可期

2016年12月新华都增资254亿元取得白药控股50%的股权，2017年6月江苏鱼跃增资约56亿元取得白药控股10%的股权，股权比例呈现2:2:1。2017年白药控股完成了混合所有制改革，为公司体制机制的理顺激活，以及经营发展活力的进一步释放营造了更为宽松有利的环境。公司管理层以市场化原则聘任，市场化治理结构初步成型，有助于提升重大决策效率，有望打破国有企业机制僵局，给予管理层市场化的激励调动积极性，进一步释放企业活力。

3. 破局重构，聚焦医药医疗核心领域，外延预期强烈

混改落地后，面对着医药行业转型升级带来的巨大变革，公司市场化运作的思路能够及时调整价值体系、组织模式、流程机制、产业布局。中医药仍是公司核心支柱和产业根基，但公司顺应医药产业发展趋势，聚焦医药和医疗领域，一方面基于即有的资金优势、品牌优势、渠道优势和完全市场化的体制优势，巩固和提升现有业务板块；另一方面，未来通过战略合作、开发引进、投资并购、创新服务等多措并举来打造云南白药新的竞争优势和盈利能力。目前公司账上货币资金26.66亿，集团接近300亿货币资金，为项目推进提供了有力保障。

4. 估值

预计公司18年-20年实现EPS3.63元、4.04元、4.28元，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

混改进度不达预期、日化品市场竞争加剧、药品降价。

图表 1. 公司 2017 年主要财务数据

(百万元)	2016-12-31	2017-12-31
营业总收入	22,410.65	24,314.61
同比(%)	8.06	8.50
营业总成本	19,284.68	21,108.88
营业利润	3,319.83	3,620.72
同比(%)	4.78	8.86
利润总额	3,397.51	3,621.85
同比(%)	5.67	6.60
净利润	2,930.89	3,132.53
归属母公司股东的净利润	2,919.88	3,144.98
同比(%)	5.38	7.71
非经常性损益	219.83	363.72
扣非后归属母公司股东的净利润	2,700.05	2,781.26
同比(%)	3.24	3.01
研发费用	89.93	84.04
ROE(加权)(%)	20.03	18.55
ROA(%)	13.36	11.98
ROIC(%)	17.24	15.88
销售毛利率(%)	29.86	31.19
销售净利率(%)	13.08	12.88

资料来源：公司年报、中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371