

王老吉盈利见拐点，大南药板块驱动业绩增长

单击此处输入文字。

首次覆盖报告

马浩博 (分析师) 袁雨曦 (联系人)

证书编号: S0280518060002

010-69004650

证书编号: S0280118010037

● 竞争加剧，双寡头格局奠定：

广药集团收回王老吉品牌，竞争拉开帷幕。王老吉是广药集团旗下老品牌，加多宝通过向广药集团租赁王老吉品牌进军凉茶。2012年广药集团收回王老吉品牌，同年加多宝推出加多宝凉茶并通过大规模广告投入实现快速增长，而王老吉收回品牌后大力投入产能和渠道建设，双方虽然分道扬镳但让行业快速增长，**行业由百花齐放向双寡头格局发展。**2010-2015年凉茶产量5年CAGR14.36%，2016年开始进入个位数增长区间，企业为抢夺市场份额采取降低售价或向渠道让利，恶性竞争导致凉茶毛利率不断下滑，行业洗牌，绝大多数品牌被市场淘汰，王老吉与加多宝合计市占率近90%。

● 加多宝经营陷困境，王老吉盈利见拐点：

加多宝经营陷困境。加多宝与广药集团多次对簿公堂均以失败告终，2017年7月28日红罐之争落下帷幕，一审判决加多宝赔偿白云山14.4亿元，让加多宝经营更加陷入困境。**品牌+渠道助力王老吉盈利见拐点。**王老吉品牌力强，历史传承深厚，渠道短板逐渐补齐，与加多宝分庭抗礼。2015年白云山非公开发行募集20亿投放到大健康渠道建设与品牌建设项目。品牌力及渠道建设助力王老吉大健康净利率逐年提升，2017年达到7.36%（2013年仅3.5%），王老吉逐渐迎来盈利拐点。

● 中成药与化药快速增长，大商业、大医疗多品类布局：

中成药2017年营业收入39.14亿元(+21.61%)，大单品增速均超过50%。仿制药已获政策支持，金戈2017年销售额为5.63亿元(+40.70%)。白云山是华南地区最大的医药零售网络和医药物流配送中心，绝对控股广州医药，入股一心堂，逐渐成长为国内体系最健全的区域龙头。

● 首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为237.14/267.23/300.20亿，EPS分别为1.63/1.98/2.32元，当前股价对应PE为21.7/17.9/15.3倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：食品安全风险，消费者偏好改变、行业竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20,036	20,954	23,714	26,723	30,020
增长率(%)	4.8	4.6	13.2	12.7	12.3
净利润(百万元)	1,508	2,062	2,654	3,218	3,771
增长率(%)	16.0	36.7	28.7	21.3	17.2
毛利率(%)	33.1	37.7	38.2	38.9	39.5
净利率(%)	7.5	9.8	11.2	12.0	12.6
ROE(%)	8.8	11.0	12.8	13.6	14.0
EPS(摊薄/元)	0.93	1.27	1.63	1.98	2.32
P/E(倍)	38.3	28.0	21.7	17.9	15.3
P/B(倍)	3.3	3.1	2.8	2.4	2.1

推荐 (首次评级)

市场数据	时间 2018.08.03
收盘价(元):	35.48
一年最低/最高(元):	23.36/46.25
总股本(亿股):	14.06
总市值(亿元):	498.81
流通股本(亿股):	10.71
流通市值(亿元):	380.05
近3月换手率:	108.24%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.2	9.06	46.1
绝对	-2.95	-3.53	35.03

相关报告

目 录

1、 华南地区医药健康产业龙头.....	4
1.1、 国改重组，两地上市.....	4
1.2、 广州国企龙头，混改试点成功.....	4
1.3、 大健康、大南药板块贡献主要利润.....	4
2、 前期费用投入过高，理性竞争迎行业拐点.....	5
2.1、 行业进入成熟期，收入增速放缓.....	5
2.2、 市场争抢消耗过大，改善盈利迫在眉睫.....	6
2.3、 两寡头恩怨化共享，差异化竞争优势明显.....	6
2.4、 品牌影响力不断提升，连续两年位居榜首.....	7
3、 盈利能力有较大改善空间，运营模式助推发展.....	8
3.1、 品牌力提升有望提振盈利能力.....	8
3.2、 销售费用率未来有望下降，营销注重多元年轻化.....	8
3.3、 轻资产全国布局生产基地，优化产能与供应链.....	9
4、 大南药+大商业+大医疗，中成药增速加快.....	10
4.1、 中成药增速加快，化学仿制药是未来增长点.....	10
4.2、 南派中药的集大成者，受益新版目录调整全面整合.....	11
4.3、 大商业板块：零售+物流+电商，流通体系健全的华南龙头.....	12
4.4、 大医疗板块：医疗服务+医疗器械+医疗养生，多元化布局.....	13
5、 盈利预测与投资建议.....	13
6、 风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1： 白云山股权结构.....	4
图 2： 大健康、大南药分别占营收 40.92%、37.20%.....	5
图 3： 大健康、大南药分别占毛利比例 49.16%、44.86%.....	5
图 4： 酒、饮料和精制茶制造业营收增速下行.....	5
图 5： 2017-2021 年中国凉茶行业销售规模预测.....	5
图 6： 一致的红罐装潢.....	7
图 7： 王老吉新品及新包装.....	7
图 8： 外观获 2017 年德国红点奖，针对年轻群体.....	7
图 9： 王老吉推出新品山楂时光.....	7
图 10： 王老吉大健康营收情况.....	8
图 11： 王老吉毛利率与净利率已改善提升.....	8
图 12： 近几年销售费用占比平稳.....	8
图 13： 营销活动集.....	9
图 14： 王老吉全国生产基地布局.....	9
图 15： 进口医药金额逐年增加.....	10
图 16： 全国公共财政基本医疗保险支出.....	10
图 17： 中成药产品增速较快，化学药产品增速平稳.....	10
图 18： 公司主要产品销量及增长率情况.....	11
图 19： 新增人口情况.....	12
图 20： 白云山新纳入医保目录的部分品种.....	12

图 21: 一心堂 5066 家直营连锁门店分布图	13
表 1: 员工持股计划中员工受益最多	4
表 2: 主打产品及营销对比	6
表 3: 王老吉连续两年位居凉茶行业品牌榜首	7
表 4: 王老吉近年来主要市场活动	9
表 5: 公司优势资源	11
表 6: 白云山电商合作平台	12
表 7: 白云山大医疗板块布局情况	13

1、华南地区医药健康产业龙头

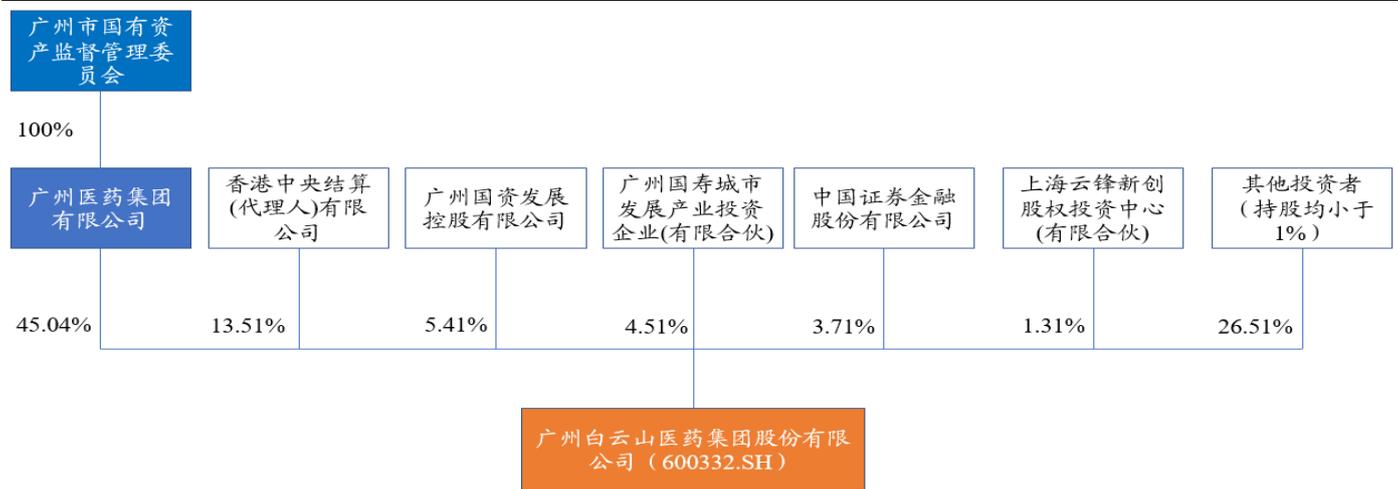
1.1、国改重组，两地上市

1997年，白云山由广药集团属下的八家中成药制造企业和三家医药贸易企业经重组后成立，1997年在香港、2001年在上海两地上市。目前公司专注于医药健康产业，是南派中药的集大成者，其中中成药生产、医疗物流的规模为华南地区规模最大，同时大健康板块中拥有全国知名品牌王老吉。

1.2、广州国企龙头，混改试点成功

公司控股股东为广药集团，持股45.04%，广州市国有资产监督管理委员会持有广药集团100%股权，为公司实际控制人。公司于2016年8月通过78.86亿定增引入广州国资发展控股有限公司、广州国寿城市发展产业投资企业(有限合伙)、上海云锋新创股权投资中心以及员工持股计划。

图1：白云山股权结构



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

员工持股计划参与面广，非高管占比高。高管、非高管人均认购金额分别约为79万元、7万元，占比分别为7.9%、92.1%，深度绑定员工与公司利益。

表1：员工持股计划中员工受益最多

认购人	参与人数	认购份额	人均持股	发行价	认购金额	人均认购金额	占比
董事、监事、高管	9	30.5 万股	3.4 万股	23.56 元/股	715 万元	79 万元	7.9%
其他员工	1200	355.7 万股	2965 股	23.56 元/股	8380 万元	6.98 万元	92.1%
合计	1209	3860 万股	N/A	23.56 元/股	9095 万元	N/A	100%

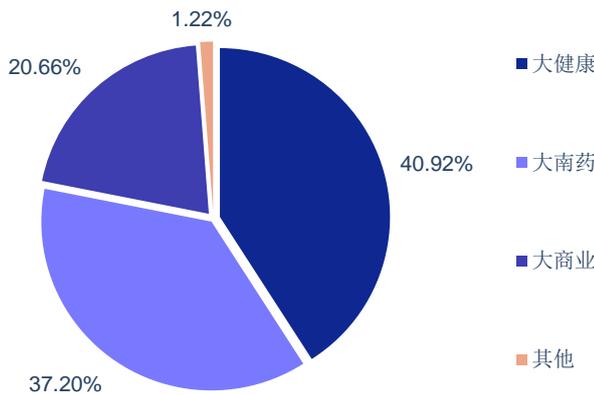
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

1.3、大健康、大南药板块贡献主要利润

白云山2017年收入209.54亿元，同比增长4.58%，归母净利润20.62亿元，同比增长36.74%。2017年大健康、大南药、大商业分别占收入40.92%、37.20%、20.66%，是主要利润来源。2018Q1大健康板块加大产品推广力度，渠道铺市率提升，出货量大增，营业收入达到69.09亿元，同比增长30.66%；归母净利润9.05

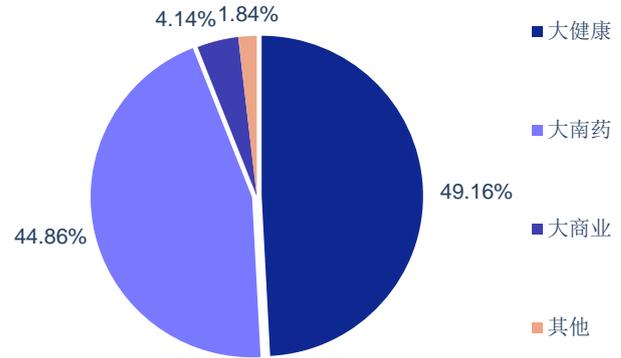
亿元，同比增长 86.76%。

图2：大健康、大南药分别占营收 40.92%、37.20%



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图3：大健康、大南药分别占毛利比例 49.16%、44.86%



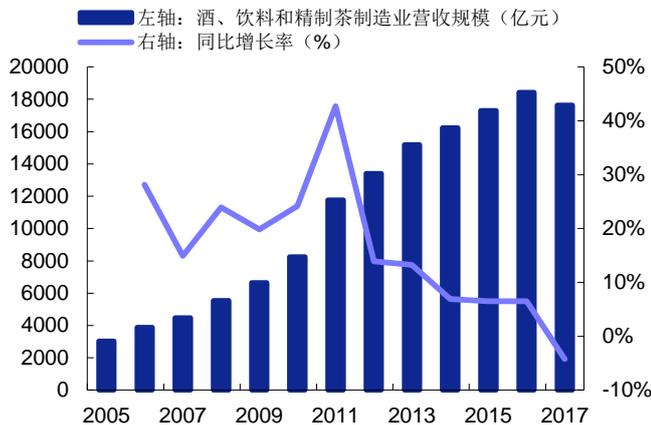
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2、前期费用投入过高，理性竞争迎行业拐点

2.1、行业进入成熟期，收入增速放缓

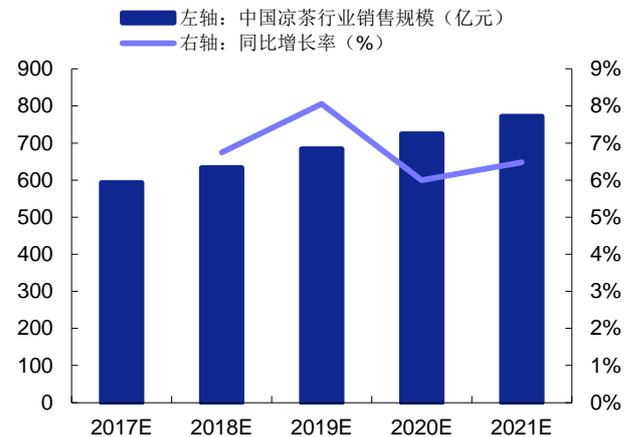
凉茶行业步入成熟期，增速趋缓。酒、饮料和精制茶制造业 2017 年规模 17637 亿元，同比下降 4.22%，2006-2013 年均保持两位数的增长，2014 年开始产业进入低增长区间，2017 年已进入负增长阶段，凉茶产业进入成熟期。中投产业研究中心预测，2019 年规模为 684 亿元，相较于 2014 年的 420 亿元，5 年 CAGR 将达 10.25%，重点地区渗透率已饱和、产品迭代较慢，市场增速保持个位数的增长。

图4：酒、饮料和精制茶制造业营收增速下行



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图5：2017-2021 年中国凉茶行业销售规模预测



资料来源：中投顾问产业研究中心预测，新时代证券研究所

凉茶行业由百花齐放向双寡头垄断发展。行业洗牌，绝大多数品牌已经被市场淘汰，包括香雪制药的上清饮凉茶、太极集团的太极凉茶、贵州百灵的火透等。目前加多宝和王老吉几乎平分天下，合计市场份额达九成以上。行业出现拐点：(1) 加多宝在换罐，添加生产线及为推进金罐营销等抽血过多；(2) 加多宝面临巨额诉讼赔款；(3) 目前加多宝更换管理层，开源节流，上市计划启动。行业从要份额转为要利润，激烈竞争趋于平缓。

2.2、市场争抢消耗过大，改善盈利迫在眉睫

竞争不遗余力，出厂价不升反降。罐装凉茶出厂含税价在 2011 至 2012 年相对稳定为 65 - 67 元/箱，而在 2015 至 2016 年加多宝 50 - 55 元/箱，王老吉 45 - 50 元/箱，价格下降 15% - 25%。加上双方媒体投放金额巨大，对于双方的盈利产生较大压力。

争抢渠道投入高，压缩利润空间。餐饮渠道是重点争夺目标，双方抢夺异常惨烈。部分地区王老吉和加多宝为争夺一家餐饮店，投入可能达到十箱送五箱甚至七箱的力度。如果按照正常开票价格 60 元/箱计算，十箱送五箱折算后价格为 40 元/箱，仅价格折扣已经导致亏损。

2.3、两寡头恩怨化共享，差异化竞争优势明显

在众多老字号凉茶中，王老吉最为著名。王老吉大健康是白云山的全资子公司，主营红罐、红瓶王老吉凉茶以及王老吉无糖型、固体型、现调型凉茶等新业态凉茶产品。

白云山及王老吉大健康与广东加多宝在产品所有权、包装装潢等方面近十年来法律纠纷不断。2017 年 8 月最高院判定，广药集团和广东加多宝可共享有涉案知名商品特有红罐包装装潢权益，激烈的竞争趋于平缓。2018 年 7 月，关于“王老吉”商标法律纠纷诉讼一审判决，加多宝赔偿广药集团经济损失及合理维权费用 14.4 亿元。

表2: 主打产品及营销对比

项目	王老吉	加多宝
配方	水、白砂糖、仙草、鸡蛋花、布渣叶、菊花、金银花、夏枯草、甘草	水、白砂糖、仙草、鸡蛋花、布渣叶、菊花、金银花、夏枯草、甘草
包装	黄色字体、红色底色等	黄色字体、红色底色等
产品价格	王老吉凉茶 310ml*24 罐 红罐 69.90 元	加多宝凉茶 310ml*24 罐 红罐 69.90 元
主要市场营销	赞助、冠名《开门大吉》、《我们十七岁》、《我为喜剧狂》、《明日之子》等节目	赞助、冠名《向上吧，少年》、《中国好声音》、《势不可挡》等节目

资料来源：王老吉大健康官网，广东加多宝官网，京东商城，新时代证券研究所

王老吉不断丰富产品，竞争优势明显。加多宝仅有同种配方普通包装的凉茶，而王老吉借助白云山大健康的平台和研发优势，2017 年连续推出王老吉无糖凉茶、黑凉茶、山楂时光。2018 年推出电视剧《远大前程》定制款饮料。新品及新包装，极大的吸引消费者的眼球，相对于加多宝更具优势。

图6: 一致的红罐装潢



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

图8: 外观获 2017 年德国红点奖, 针对年轻群体



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

图7: 王老吉新品及新包装



资料来源: 王老吉大健康官网, 天猫商城, 新时代证券研究所

图9: 王老吉推出新品山楂时光



资料来源: 搜狐财经, 王老吉大健康官网, 新时代证券研究所

2.4、品牌影响力不断提升, 连续两年位居榜首

品牌评级权威机构 Chnbrand 发布 2018 年(第八届)中国品牌力指数 SM(C-BPI®) 品牌排名和分析报告, 在凉茶品牌力指数品牌方面, 王老吉连续两年获得第一, 加多宝、和其正分别位居第二、三名。

表3: 王老吉连续两年位居凉茶行业品牌榜首

品类	2018C-BPI 第一品牌		2018C-BPI 第二品牌		2018C-BPI 第三品牌	
	(得分)	连续年数	(得分)		(得分)	
瓶装水	农夫山泉(562.8)	1 年	康师傅(532.6)		娃哈哈(375.2)	
100%纯果汁	汇源(685.7)	8 年	味全每日 C(433.3)		光明果诱 100%(338.9)	
果汁/果味饮料/蔬菜汁	美汁源(631.8)	8 年	康师傅(428.8)		汇源(418.4)	
功能饮料	脉动(634.1)	4 年	红牛(524)		农夫山泉尖叫(362.5)	
茶饮料	康师傅(684.2)	8 年	统一(457.5)		娃哈哈(376.4)	
速溶咖啡	雀巢(707.7)	8 年	麦斯威尔(404.9)		摩卡(375.5)	
凉茶	王老吉(608.4)	2 年	加多宝(586)		和其正(421.3)	

资料来源: Chnbrand, 新时代证券研究所

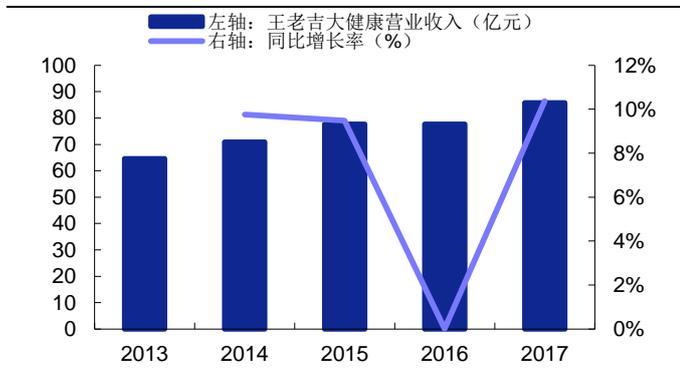
3、盈利能力有较大改善空间，运营模式助推发展

3.1、品牌力提升有望提振盈利能力

早在 2014 年，广药集团被认定为红罐“王老吉”注册商标所有权人，同时“怕上火”定位和正宗配方进一步强化了品牌，市场影响力不断加深。合资公司王老吉药业主要生产绿盒装“王老吉”凉茶、灵芝孢子油胶囊、润喉糖、龟苓膏等。2017 年，依据仲裁，原合资公司王老吉药业股东将持有 48.05% 的股份转让给白云山，转让后王老吉药业成为其控股子公司，纷争 3 年的纠葛，以白云山夺得绿罐王老吉的绝对控股权收场。

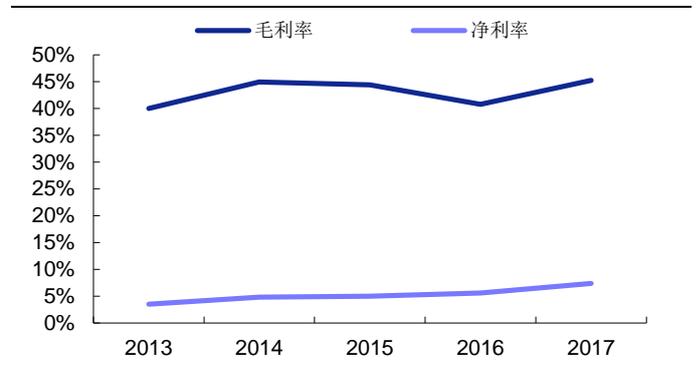
王老吉大健康 2017 年营收为 85.74 亿元，同比增长 10.36%，收入占比 40.92%。随着王老吉多样化产品的推出，王老吉大健康营收将进一步提升。王老吉大健康经营不断改善。在行业竞争趋缓的情况下，毛利率提升至 45.25% 接近历史最高水平，同时净利率也不断提高，由 2013 年的 3.50% 提升至 2017 年的 7.36%。

图10：王老吉大健康营收情况



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图11：王老吉毛利率与净利率已改善提升

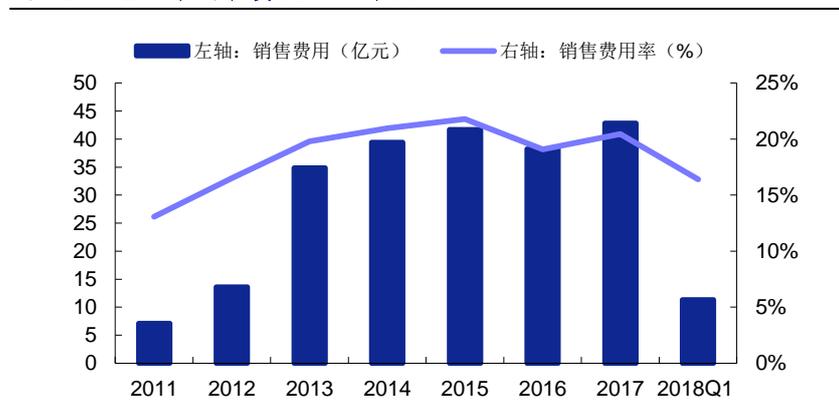


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

3.2、销售费用率未来有望下降，营销注重多元年轻化

公司销售费用从 2011 年的 7.11 亿元，增长至 2017 年的 42.86 亿元，最近几年销售费用率占比稳定在 20% 左右。2018Q1 销售费用率为 16.40%，相较于 2017Q1，下降了 6.5pct，随着王老吉大健康将渠道作为促销的重点环节，降低对消费者促销的投入，相信公司未来整体的销售费用率会有所下降。

图12：近几年销售费用占比平稳



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

王老吉大健康公司营销策略向多元化、年轻化方向发展。王老吉延续怕上火定位，

通过体育、综艺、文化等方面加强品牌多元化和年轻化。同时邀请年轻明星代言，更是王老吉在自我发展上的一道“突破”，敢于创新、突破自我。

表4: 王老吉近年来主要市场活动

时间	营销事件
2016.6	深度结合《魔兽》大电影的内涵，提炼出“部落 VS 联盟热血相撞，要胜利，不要火气”概念
2016.7	王老吉发起“约战欧洲杯熬夜表上火”
2016.12	独家冠名浙江卫视真人秀《我们十七岁》
2017.1	登陆大热网综《火星情报局》，首播洗脑神曲《吉吉操》
2017.4	独家冠名全新音乐偶像养成类网络综艺《明日之子》
2017.1	举办“探寻丝路明珠，王老吉雅安公益行”活动
2018.5	助力南大勇夺世界华语辩论锦标赛冠军
2018.6	在 Nature《自然》发表：健康领域的东方先行者王老吉践行“时尚中药”理念；邯郸：王老吉联合口碑举办吃货英雄活动；坚守高考第一线，王老吉助阵陪考家长

资料来源：搜狐财经，公司官网，王老吉大健康官网，新时代证券研究所

图13: 营销活动集

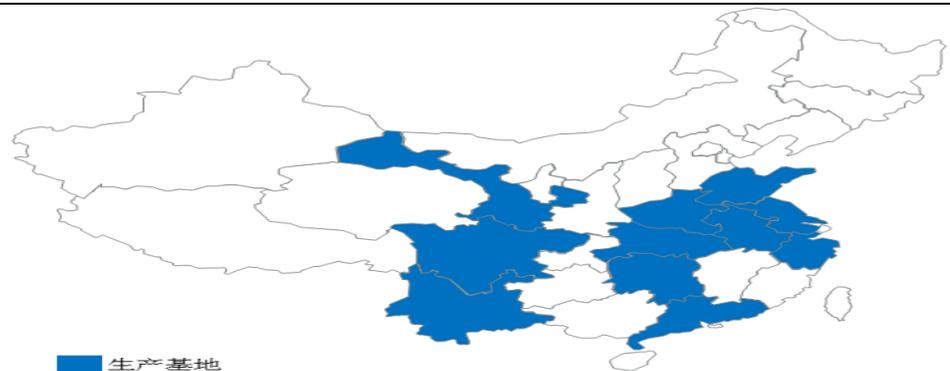


资料来源：搜狐财经，王老吉大健康官网，新时代证券研究所

3.3、轻资产全国布局生产基地，优化产能与供应链

轻资产运营，拓展市场。目前王老吉已经在全国逐步布局生产基地，采取与地方政府合作的轻资产模式，由当地政府投入建厂，王老吉提供人员和技术等。2018年，王老吉大健康初步拟总投资约8亿元在兰州建立王老吉凉茶生产基地和王老吉大健康研发中心，将有助于进一步开发西北地区凉茶市场，提升王老吉凉茶在西北市场的占有率，降低供应成本，以“输血+造血”方式，为实现甘肃经济高质量发展注入强劲动力。

图14: 王老吉全国生产基地布局



资料来源：王老吉大健康官网，新时代证券研究所

4、大南药+大商业+大医疗，中成药增速加快

4.1、中成药增速加快，化学仿制药是未来增长点

仿制药获政策支持。国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，各省在意见的指导下，积极寻找解决方案，促进意见落地。

图15: 进口医药金额逐年增加



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图16: 全国公共财政基本医疗保险支出

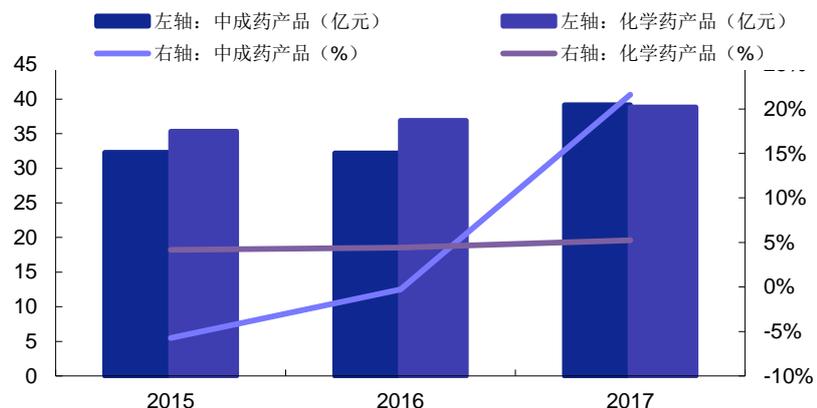


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

医药费快速增长，仿制药提上日程。进口医药从2008年的58.64亿美元，增长至2017年的280.60亿美元，年复合增长率19%。我国城镇居民基本医疗保险2010年支出139.92亿元，增长至2016年的1397.32亿元，年复合增长率高达39%。进口医药增速触底反弹，全国医药成本一直处在高位，未来进口替代的进程将与国家战略相结合，降低用药成本、减轻医保压力也是政策的动机之一。

渠道拓展，提升药品销售业绩。公司加强了产品的推广工作，促进线下与连锁店合作，优化渠道布局中成药产品，2017年营业收入39.14亿元，同比增长21.61%，一改之前的颓势，同时新增京东电商等渠道，均促进公司药品的销售。化学药产品近三年保持平稳上升的趋势，2017年营收38.82亿元，同比增长5.26%。

图17: 中成药产品增速较快，化学药产品增速平稳



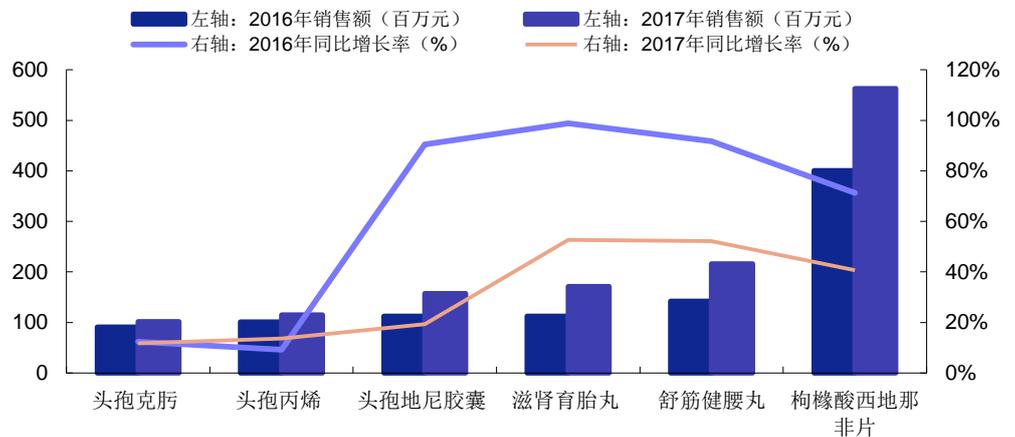
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

公司仿制药收入快速增长。枸橼酸西地那非片（“金戈”）为公司近几年新研制的仿制药，2017年销售额为5.63亿元，同比增长率为40.70%，为南药板块最大增长点，也是公司营收最高的单品。随着公司零售端布局，OTC端布局加快推进金戈铺货进度，以及金戈市场口碑的积累，消费者认识度的提升，市场竞争力将大幅

提高。

中成药大单品方面，滋肾育胎丸、舒筋健腰丸及华佗再造丸的销售收入实现较快增长，2017年销售额分别为1.71、2.16、2.11亿元，同比增长率分别为52.68%、52.22%、101.70%，中成药以公司主打产品为主线推广，同时加强广告宣传，做好终端药店的推广工作。

图18： 公司主要产品销量及增长率情况



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

4.2、南派中药的集大成者，受益新版目录调整全面整合

南派中药的集大成者。公司拥有12家中华老字号药企，其中10家为百年企业。公司及合营企业拥有国家中药保护品种3个，中药独家生产品种54个，13个过化单品，在华南地区乃至全国都拥有明显的中成药品牌、品种优势。

表5： 公司优势资源

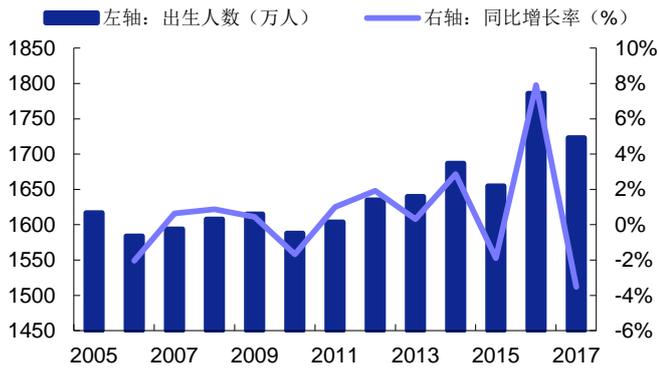
特色	数量	明细
绝密级产品	1 个	华佗再造丸
独家定价产品	4 款	消渴丸、乳核散结片、障眼明片、固肾定喘丸
国家级非物质文化遗产	6 件	白云山、王老吉、陈李济、潘高寿、敬修堂、奇星
百年企业	10 家	陈李济药厂、中一药业、潘高寿药业、敬修堂药业、采芝林药业、王老吉药业、星群药业、奇星药业、明兴药业、光华药业
规模过化单品	13 个	复方丹参片、白云山板兰根、消渴丸、阿莫西林等

资料来源：公司财报，Wind 资讯，新时代证券研究所

公司及合营企业共有736个品种、411个品规纳入《国家基本药物目录》，459个品种纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，另有479个品种纳入省级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

两品种首次进入医保目录，市场空间巨大。2017年人力资源社会保障部印发了新版医保目录，白云山的陈李济昆仙胶囊、三公仔小儿七星茶进入名单中。二胎政策放开后2016年人口增速明显提高，2017年虽然增速下滑，但出生数量依旧处于近几年第二高位，两个新进入品种市场空间巨大，有望为制药板块增长提供新动力。

图19: 新增人口情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图20: 白云山新纳入医保目录的部分品种



资料来源: 新版医保目录, 公司官网, 新时代证券研究所

作为拥有中华老字号最多的企业, 公司诸多 OTC 低价中成药品种未来有很大的提价空间, 且拥有规模、品种、品牌优势的优质普药企业也将受益于行业洗牌带来集中度大幅提升。

4.3、大商业板块: 零售+物流+电商, 流通体系健全的华南龙头

零售+物流+电商, 商业布局完善。公司作为华南地区医药商业龙头企业, 已建立起华南地区最大的医药零售网络和医药物流配送中心。2017 年底, 公司及合营企业的医药零售网点共有 68 家, 凭借稳健的市场根基及强大营销网络的优势, 与超过数万名客户建立了长期、稳固的合作关系。

控股医药流通企业, 发挥资产协同效应。广州医药是以医药供应链服务为主导的医药流通企业, 是国内较大的中外合资医药流通企业, 是“大南药”“广药集团”商业板块的重点企业。白云山已通过现金支付方式购买 ALLIANCE BMP LIMITED 持有的广州医药 30% 股权以及向 ALLIANCE BMP LIMITED 授出一项向公司转让其持有的广州医药余下的全部 20% 股权的售股权。目前, 广州医药成为公司持股 80% 的控股子公司, 有利于白云山推进资产整合, 发挥资产的协同效应, 提升盈利能力。

医药电商方面:与阿里巴巴旗下的阿里健康达成战略合作, 广药健民网成为全国首家实现网上脱卡支付的医保互联网定点药店。电子商务销售平台为公司未来重点打造的销售渠道之一。白云山旗舰店已在天猫、京东等设立电子商务终端销售平台, 2017 年实现销售收入约 1,600 万元。公司合营企业医药公司属下的广药健民电商平台 2017 年实现销售收入约 4.85 亿元。

表6: 白云山电商合作平台

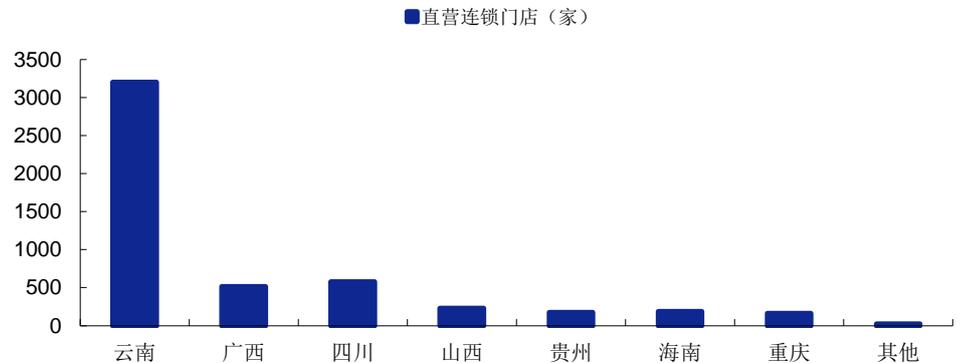
医药电商	具体业务
	阿里巴巴集团投资控股的公司之一, 以用户为核心, 为医药健康行业提供全面的互联网解决方案, 大幅提高就医购药的效率。业务主要集中在医药电商、智慧医疗、产品追溯等领域。
	由广州医药和广州健民医药连锁联合创办的互联网零售药店。致力于打造“大众、便利、专业”的健康消费服务平台, 为消费者提供便捷周全的健康消费体验。
	广药集团在京东大药房的自营品牌馆重磅上线, 将在产品销售、品牌运营、药师服务、中医药文化推广、医药物流等多个方面进行深度合作。

资料来源: 阿里健康, 广药健民, 京东商城, 新时代证券研究所

入股一心堂, 协同效应可期。为把握国内医药零售行业未来发展机遇, 加强与连锁药店的合作以促进公司医药零售产品在西南地区的销售。2017 年 1 月, 公司

参与认购一心堂非公开发行的股份，认购金额为 8 亿元，占一心堂发行完成后股权比例为 6.92%。后期有望借助一心堂在西南地区渠道优势，实现强强联合，分享医药零售业的巨大发展机会，推动公司在零售终端的布局及公司医药零售产品在西南市场的销售。

图21： 一心堂 5066 家直营连锁门店分布图



资料来源：一心堂公司财报，新时代证券研究所

4.4、大医疗板块：医疗服务+医疗器械+医疗养生，多元化布局

公司重点发展医疗服务、中医养生、现代养老三大领域以及医疗器械产业。目前，大医疗板块处于布局与投资扩张阶段。在医疗服务领域，广州白云山医院从社区医院发展成为以康复为主、以骨科和泌尿外科为辅、医养结合的综合二级医疗服务机构；在健康养生领域，投资建设的西藏林芝藏式养生古堡已经全面建成并探讨完善运营模式；在医疗器械产业领域，已参与成立合资公司广州众成医疗器械公司搭建医疗器械创新孵化园区运营平台，大力推进医疗器械产业布局和发展。

表7： 白云山大医疗板块布局情况

领域名称	时间	事件
医疗服务	2015.05	以 4650 万元增资控股白云山医院
	2015.08	投资 10 亿元与济宁市 6 家公立医院合作办医
	2016.04	与北京博奥医学检验所有限公司签订合作框架协议，发展以基因检测等业务为主的第三方医学检验
	2017.11	旗下子公司与上海药明生物技术有限公司就开展生物新药研发战略合作
医疗器械	2016.01	与美时医疗控股有限公司签约，共同打造拥有自主知识产权的高端医疗器械研发生产基地
	2016.03	与广州奥咨达医疗器械技术股份有限公司共同建立“国际医疗器械研发孵化产业平台”
	2017.9	控股子公司与上海协成投资管理有限公司、广州奥咨达医疗器械技术股份有限公司共同成立广州众成医疗器械产业发展公司，搭建广药白云山国际医疗器械创新园为运营平台
医疗养生	2016.1	西藏林芝白云山藏式养生古堡项目、鲁朗国际旅游小镇项目正式开业

资料来源：Wind 资讯，公司财报，新时代证券研究所

5、盈利预测与投资建议

考虑到王老吉优势明显，加速渠道下沉，注重年轻化营销，同时依托研发平台开发众多新品，未来盈利能力将提升。公司拥有 12 家老字号，中成药大单品众多，

且多项单品 2017 年销售增速超过 50%，随着规模效应及集中采购的成本优势，大南药毛利率将缓慢提升。我们预计 2018-2020 年公司营业收入增长分别为 13.2%、12.7%、12.3%，2018-2020 年营业收入分别为 237.14/267.23/300.20 亿，EPS 分别为 1.63/ 1.98/ 2.32 元，当前股价对应 PE 为 21.7/17.9/15.3 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

食品安全风险，消费者偏好改变、行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	19514	21505	24178	27980	32300	营业收入	20036	20954	23714	26723	30020
现金	13091	11697	13576	16400	19741	营业成本	13412	13063	14661	16319	18163
应收账款	1108	1114	1401	1433	1751	营业税金及附加	189	204	215	248	282
其他应收款	205	209	260	269	325	营业费用	3824	4286	4506	4944	5494
预付账款	414	257	502	353	608	管理费用	1440	1580	1698	1942	2188
存货	2781	3700	3574	4523	4489	财务费用	-97	-211	-232	-267	-317
其他流动资产	1914	4527	4865	5002	5386	资产减值损失	7	20	0	0	0
非流动资产	6383	6810	6963	7094	7238	公允价值变动收益	-0	-1	0	0	-0
长期投资	2290	2008	1936	1877	1822	投资净收益	206	338	229	246	255
固定资产	2107	2082	2224	2358	2488	营业利润	1467	2461	3095	3783	4466
无形资产	671	729	834	906	989	营业外收入	555	77	286	312	307
其他非流动资产	1314	1991	1969	1952	1939	营业外支出	76	44	78	78	69
资产总计	25897	28315	31141	35073	39538	利润总额	1945	2493	3303	4017	4704
流动负债	7422	8269	8986	9983	10928	所得税	386	374	576	700	820
短期借款	25	12	12	12	12	净利润	1559	2119	2727	3317	3884
应付账款	2267	2802	2887	3445	3603	少数股东损益	51	57	74	99	113
其他流动负债	5130	5455	6087	6526	7313	归属母公司净利润	1508	2062	2654	3218	3771
非流动负债	821	783	784	784	785	EBITDA	1799	2397	3166	3847	4482
长期借款	34	0	1	2	2	EPS(元)	0.93	1.27	1.63	1.98	2.32
其他非流动负债	787	783	783	783	783						
负债合计	8243	9052	9770	10767	11713						
少数股东权益	309	392	465	565	678	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1626	1626	1626	1626	1626	成长能力					
资本公积	9875	9875	9875	9875	9875	营业收入(%)	4.8	4.6	13.2	12.7	12.3
留存收益	5834	7441	9551	12181	15059	营业利润(%)	4.0	67.8	25.8	22.2	18.0
归属母公司股东权益	17345	18872	20906	23742	27148	归属于母公司净利润(%)	16.0	36.7	28.7	21.3	17.2
负债和股东权益	25897	28315	31141	35073	39538	获利能力					
						毛利率(%)	33.1	37.7	38.2	38.9	39.5
						净利率(%)	7.5	9.8	11.2	12.0	12.6
						ROE(%)	8.8	11.0	12.8	13.6	14.0
						ROIC(%)	6.9	9.3	11.2	12.1	12.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.8	32.0	31.4	30.7	29.6
						净负债比率(%)	-73.8	-60.5	-63.5	-67.4	-70.9
						流动比率	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0
						速动比率	2.3	2.2	2.3	2.3	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	18.6	18.9	18.9	18.9	18.9
						应付账款周转率	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.93	1.27	1.63	1.98	2.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	-0.41	1.51	1.91	2.21
						每股净资产(最新摊薄)	10.67	11.61	12.86	14.60	16.70
						估值比率					
						P/E	38.3	28.0	21.7	17.9	15.3
						P/B	3.3	3.1	2.8	2.4	2.1
						EV/EBITDA	25.3	19.6	14.3	11.0	8.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2445	1834	2461	3102	3598
净利润	1559	2119	2727	3317	3884
折旧摊销	243	255	241	279	320
财务费用	-97	-211	-232	-267	-317
投资损失	-206	-338	-229	-246	-255
营运资金变动	875	-311	-47	20	-35
其他经营现金流	71	320	-0	-0	0
投资活动现金流	-249	-2441	-164	-163	-210
资本支出	228	197	225	190	200
长期投资	-68	-2370	72	47	55
其他投资现金流	-89	-4614	133	73	45
筹资活动现金流	6725	-484	-418	-114	-47
短期借款	-604	-14	0	0	0
长期借款	-6	-34	1	1	1
普通股增加	335	0	0	0	0
资本公积增加	7529	0	0	0	0
其他筹资现金流	-528	-437	-419	-115	-47
现金净增加额	8919	-1091	1878	2824	3341

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>