

白云山 (600332)

公司研究/调研简报

饮料产品售价稳定，坚持单品多元化和品类多元化

调研简报/食品饮料行业

2018 年 11 月 28 日

一、分析与判断

➤ 单品与品类多元化是饮料业务未来发展策略

目前公司大健康板块 90% 左右盈利来自王老吉凉茶，未来饮料业务将采取单品、品类多元化策略。单品多元化是指开发凉茶新品种，公司 2016 年推出低糖、无糖凉茶、2017 年推出黑糖凉茶，目前凉茶新品售价略高于红罐凉茶，但销售占比不高，主要利润贡献仍来自红罐王老吉。品类多元化是指推出非凉茶类饮料产品，主要针对凉茶需求不高的省份，例如核桃露产品主攻河南、山西市场。

➤ 饮料业务发展以渠道推广为主，暂无提价计划

王老吉凉茶及饮料产品未来仍将以渠道推广为主，大规模广告投放的可能性较低。现有销售结构中，餐饮、礼品、KA 渠道占比大致为 3:4:1，公司优势渠道是三四线城市及农村的礼品消费；餐饮渠道利润较低，与竞品比优势不大；KA 渠道占比较小。公司未来将维持凉茶产品出厂价和终端价的稳定，暂无提价计划，饮料业务的增长将通过销售增长和控制渠道返利来实现。今年凉茶原料价格出现上涨，金银花等关键原料涨幅较大，对毛利有负面影响，公司正通过加强管理、控制费用等方式消化原料上涨的不良影响。

➤ 大南药板块整合进行中，未来重点发掘培育有潜力的品种

大南药板块已实现所有中药品种统一采购，销售整合正在推进中。大南药板块下一阶段发展方向是在现有资源中发掘有潜力品种进行重点培养。目前公司大南药板块增长较为平稳，利润来源分散，单个品种对板块利润影响最高不超过 20%。2018 年上半年中药营收增速较低，部分重点品种由于个体原因增速放缓，如滋肾育胎丸因包装置换影响分销等。

二、盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.39 元、2.35 元、2.72 元，对应 PE 为 15.0 倍、15.3 倍、13.2 倍。根据 2018 年中报，大南药、大健康、大商业板块利润贡献占比大约为 48%、41%、7%。根据最新估值，医药制剂、中药、软饮料、医药商业的市盈率分别为 33.8、19.6、19、18.2 倍。从估值看，白云山低于行业平均水平，结合未来的内生长性，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

主要盈利品种增速下降，医疗卫生安全问题，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	20,954	38,765	45,355	52,159
增长率（%）	4.6%	85.0%	17.0%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,062	3,882	3,820	4,417
增长率（%）	36.7%	88.3%	-1.6%	15.6%
每股收益（元）	1.27	2.39	2.35	2.72
PE（现价）	28.3	15.0	15.3	13.2
PB	3.1	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

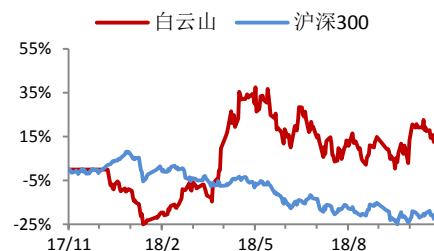
首次评级

当前价格：35.87

交易数据 2018-11-27

近 12 个月最高/最低	42.59/23.91
总股本（百万股）	1625.79
流通股本（百万股）	1071.18
流通股比例（%）	66%
总市值（亿元）	583.17
流通市值（亿元）	384.23

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003
电话：010-85127729
邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
电话：0755-22662056
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	20,954	38,765	45,355	52,159
营业成本	13,063	28,919	34,606	39,588
营业税金及附加	204	378	442	508
销售费用	4,286	4,691	5,488	6,311
管理费用	1,580	1,551	1,814	2,086
EBIT	1,821	3,228	3,005	3,665
财务费用	(211)	(69)	(83)	(92)
资产减值损失	20	0	0	0
投资收益	338	1,200	1,320	1,452
营业利润	2,461	4,497	4,408	5,208
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	2,493	4,740	4,660	5,383
所得税	374	711	699	808
净利润	2,119	4,028	3,960	4,575
归属于母公司净利润	2,062	3,882	3,820	4,417
EBITDA	2,076	3,475	3,254	3,916

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	11697	16502	21227	25934
应收账款及票据	2816	5141	6061	6964
预付款项	257	737	877	930
存货	3700	6513	7904	9130
其他流动资产	2820	2820	2820	2820
流动资产合计	21505	32154	39369	46332
长期股权投资	2008	2008	2008	2008
固定资产	2082	2082	2082	2082
无形资产	728	815	888	949
非流动资产合计	6810	6609	6357	6152
资产合计	28315	38763	45726	52484
短期借款	12	12	12	12
应付账款及票据	3054	6142	7296	8400
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8269	15160	18651	21354
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	783	783	783	783
非流动负债合计	783	783	783	783
负债合计	9052	15943	19434	22137
股本	1626	1626	1626	1626
少数股东权益	392	538	679	837
股东权益合计	19263	22820	26292	30347
负债和股东权益合计	28315	38763	45726	52484

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	4.6%	85.0%	17.0%	15.0%
EBIT 增长率	55.5%	77.2%	-6.9%	21.9%
净利润增长率	36.7%	88.3%	-1.6%	15.6%
盈利能力				
毛利率	37.7%	25.4%	23.7%	24.1%
净利润率	9.8%	10.0%	8.4%	8.5%
总资产收益率 ROA	7.3%	10.0%	8.4%	8.4%
净资产收益率 ROE	10.9%	17.4%	14.9%	15.0%
偿债能力				
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.2
速动比率	2.2	1.7	1.7	1.7
现金比率	1.4	1.1	1.1	1.2
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	19.4	19.6	19.5	19.5
存货周转天数	90.6	82.2	83.4	84.2
总资产周转率	0.8	1.2	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	2.4	2.3	2.7
每股净资产	11.6	13.7	15.8	18.2
每股经营现金流	1.1	2.1	2.2	2.2
每股股利	0.4	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	28.3	15.0	15.3	13.2
PB	3.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	22.5	12.0	11.4	8.3
股息收益率	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,119	4,028	3,960	4,575
折旧和摊销	275	247	249	251
营运资金变动	(311)	621	985	415
经营活动现金流	1,834	3,453	3,623	3,614
资本开支	196	(197)	(254)	(128)
投资	(2,370)	0	0	0
投资活动现金流	(2,441)	1,397	1,574	1,580
股权募资	14	0	0	0
债务募资	(14)	0	0	0
筹资活动现金流	(484)	(45)	(471)	(488)
现金净流量	(1,091)	4,805	4,725	4,707

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。