

全年业绩符合预期, 2019年或迎来新增长

投资要点

- **事件:**公司公告2018年营业收入、扣非净利润分别约为267.1亿元、29.2亿元,同比增速分别约为9.8%、4.9%;2018Q4营业收入、扣非净利润分别约为70亿元、4.8亿元,同比增速分别约为10.8%、36.8%。
- **全年业绩符合预期, 2019年或迎来新增长。**公司2018年营业收入约为267亿元,同比增速近10%。分板块来看,医药工业、商业分别约为107亿元、159亿元,同比增速分别约为7.7%、11.6%;且2018H2工业与商业的收入增速分别约为8.8%、14.4%,商业收入呈现前高后低的原因因为销售模式调整以及终端拿货节奏影响,工业收入呈现前低后高则为渠道整顿完毕后药品销量提升。分事业部来看,省医药公司约为163亿元(+12.8%)、药品事业部约为45.3(+3%)、健康品事业部约为44.7亿元(+4.5%)、中药资源事业部约为13.7亿元(+20%),整体符合预期,但Q4药品增速反转明显。2018年扣非净利润约为29亿元,同比增速约近5%,具体分析如下:1)整体毛利率约为30.6%,同比下降约0.6个百分点,主要是商业收入增速快于工业,且毛利率较低,收入结构变化所致;2)期间费用约为16.9%,同比下降近0.2个百分点,整体控制较好。2018Q4营业收入、扣非净利润分别约为70亿元、4.8亿元,同比增速分别约为10.8%、36.8%,业绩略超预期。其中母公司Q4营业收入、扣非净利润分别约为70亿元、4.8亿元,同比增速分别约为35%、51%,增速略超预期是因为药品板块增速回升。与此同时,公司母公司经营性现金流净额约为49亿元,同比提升约304%;且存货及应收均有明显好转,我们判断公司渠道调整已经完成,预计2019Q1药品增速仍将继续改善。目前公司控股股东混合所有制改革已经落地,股权激励等正在推进中,基本面将持续恢复,看好2019年业绩增长。
- **吸收合并即将完成,新白药新起点。**1)混合所有制企业,经营团队作用将凸显。吸收合并完成后白药控股与新华都将为并列第一大股东,经营管理团队的重要性将凸显。公司已经拉开内部改革序幕,员工激励政策也在推进中,预期将推动公司的治理和决策机制更加市场化;2)逐渐梳理战略方向,明确公司发展赛道。后期将逐步开展药品业务、骨科医疗生态圈的布局,前期混改增资引入的资金也有助于实现集团外延扩张发展如医疗、器械等增量业务;新华都、鱼跃医药或将成为公司尝试新的业务领域如日化、骨伤科非药领域等,提供产业资源支撑;3)品牌中药龙头企业,大健康布局行业领先。a、长期看好公司药品事业部增长,白药市场竞争优势明显使得其细分领域市占率较高,且通过主题营销活动,推进气虚血亏等快速增长;b、中药资源事业部特点突出,豹七中高端定位明显。其已经多点布局种植基地,在重点市场开展以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式,预计将成为公司未来新的盈利增长点;c、大健康业务稳步增长,并积极拓展电商平台,精选唯品会、苏宁易购等优质渠道。牙膏市场占有率全国第二,约为18.1%,儿童系列、IP包装等新品推出速度快;洗发水、护肤品投入力度加大,完成品牌梳理后或有快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑吸并摊薄,我们预计2019-2021年EPS分别为3.65元、4.16元、4.74元,对应市盈率为24倍、21倍、18倍。公司整体业绩增长稳定,大健康布局行业领先,激励落地经营团队作用凸显,具有产品提价、业绩增长、激励、外延等催化剂,维持“买入”评级。
- **风险提示:**产品销售或不达预期,市场拓展或不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26708.21	29415.57	32412.85	35733.84
增长率	9.84%	10.14%	10.19%	10.25%
归属母公司净利润(百万元)	3306.56	3796.13	4331.18	4937.40
增长率	5.14%	14.81%	14.09%	14.00%
每股收益EPS(元)	3.18	3.65	4.16	4.74
净资产收益率ROE	16.51%	15.94%	15.39%	14.92%
PE	27	24	21	18
PB	4.50	3.78	3.20	2.72

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: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@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)	69.99-118.45
总市值(亿元)	896.85
总资产(亿元)	303.78
每股净资产(元)	19.00

相关研究

1. 云南白药(000538): 吸收合并重组预案落地, 回购股票推动员工持股 (2018-11-02)
2. 云南白药(000538): 单季度业绩好转, 继续看好公司前景 (2018-10-28)
3. 云南白药(000538): 短期压力较大, 长期趋势向好 (2018-08-19)
4. 云南白药(000538): 业绩增长稳定, 继续看好前景 (2018-05-01)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26708.21	29415.57	32412.85	35733.84	净利润	3289.75	3776.82	4309.15	4912.28
营业成本	18549.43	20488.31	22571.65	24873.69	折旧与摊销	137.94	179.31	179.31	179.31
营业税金及附加	176.25	200.43	220.30	240.72	财务费用	163.31	26.67	0.56	-25.74
销售费用	3921.59	4118.18	4375.74	4645.40	资产减值损失	58.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	312.07	441.23	486.19	536.01	经营营运资本变动	-424.94	-808.39	-1011.08	-1046.84
财务费用	163.31	26.67	0.56	-25.74	其他	-594.33	-210.42	-245.64	-244.97
资产减值损失	58.07	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2629.81	2964.00	3232.31	3774.05
投资收益	282.13	200.00	200.00	200.00	资本支出	-520.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	41.71	41.71	41.71	41.71	其他	-338.26	241.71	241.71	241.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-858.81	241.71	241.71	241.71
营业利润	3831.99	4382.46	5000.12	5705.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.83	-3.30	-3.34	-3.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3826.16	4379.16	4996.78	5701.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	536.42	602.34	687.63	789.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3289.75	3776.82	4309.15	4912.28	其他	-1619.82	-1825.78	-0.56	25.74
少数股东损益	-16.82	-19.31	-22.03	-25.11	筹资活动现金流净额	-1619.82	-1825.78	-0.56	25.74
归属母公司股东净利润	3306.56	3796.13	4331.18	4937.40	现金流量净额	152.80	1379.94	3473.46	4041.50
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3017.13	4397.07	7870.53	11912.03	成长能力				
应收和预付款项	5866.42	6048.36	6765.73	7479.88	销售收入增长率	9.84%	10.14%	10.19%	10.25%
存货	9994.01	11007.34	12133.71	13377.26	营业利润增长率	5.83%	14.37%	14.09%	14.11%
其他流动资产	8405.93	8521.60	8649.66	8791.55	净利润增长率	5.02%	14.81%	14.09%	14.00%
长期股权投资	1.11	1.11	1.11	1.11	EBITDA 增长率	8.03%	11.01%	12.89%	13.11%
投资性房地产	0.22	0.22	0.22	0.22	获利能力				
固定资产和在建工程	2325.80	2182.86	2039.92	1896.98	毛利率	30.55%	30.35%	30.36%	30.39%
无形资产和开发支出	325.40	294.22	263.04	231.85	三费率	16.46%	15.59%	15.00%	14.43%
其他非流动资产	441.55	436.37	431.19	426.01	净利率	12.32%	12.84%	13.29%	13.75%
资产总计	30377.59	32889.15	38155.11	44116.88	ROE	16.51%	15.94%	15.39%	14.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.83%	11.48%	11.29%	11.13%
应付和预收款项	7067.03	7462.87	8271.39	9157.03	ROIC	26.11%	26.86%	28.44%	29.95%
长期借款	2.50	2.50	2.50	2.50	EBITDA/销售收入	15.48%	15.60%	15.98%	16.40%
其他负债	3385.57	1724.49	1872.77	2036.62	营运能力				
负债合计	10455.10	9189.87	10146.67	11196.16	总资产周转率	0.92	0.93	0.91	0.87
股本	1041.40	1041.40	1041.40	1041.40	固定资产周转率	15.44	17.89	21.60	26.31
资本公积	1247.22	1247.22	1247.22	1247.22	应收账款周转率	17.30	16.37	17.42	17.05
留存收益	17493.36	21289.49	25620.68	30558.07	存货周转率	1.98	1.95	1.95	1.95
归属母公司股东权益	19782.00	23578.11	27909.29	32846.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.34%	—	—	—
少数股东权益	140.49	121.18	99.15	74.04	资本结构				
股东权益合计	19922.49	23699.29	28008.44	32920.73	资产负债率	34.42%	27.94%	26.59%	25.38%
负债和股东权益合计	30377.59	32889.15	38155.11	44116.88	带息债务/总负债	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%
					流动比率	2.68	3.36	3.59	3.80
					速动比率	1.70	2.13	2.36	2.58
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	3.18	3.65	4.16	4.74
					每股净资产	19.13	22.76	26.89	31.61
					每股经营现金	2.53	2.85	3.10	3.62
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4133.25	4588.44	5180.00	5859.04					
PE	27.12	23.63	20.71	18.16					
PB	4.50	3.78	3.20	2.72					
PS	3.36	3.05	2.77	2.51					
EV/EBITDA	19.55	16.92	14.32	11.97					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn