

业绩增长符合预期，药品板块开始复苏

——云南白药（000538）事件点评

2019年3月25日

强烈推荐/维持

强烈推荐

事件点评

事件：

公司发布 2018 年年度报告：2018 年全年营业收入 267.08 亿元，同比增长 9.84%；归属上市公司股东净利润 33.07 亿元，同比增长 5.14%；归属上市公司股东扣非净利润为 29.18 亿元，同比增长 4.91%；实现 EPS 3.18 元。拟每 10 股派 20 元（含税）。

主要观点：

1. 整体业绩符合预期，Q4 业绩增速略有回暖

公司 2018 全年收入增速 9.84%，归母净利润增速 5.14%，归母扣非净利润增速 4.91%，与我们此前的预期完全一致。单独拆分 2018Q4，收入增速为 10.75%，归母净利润增速 6.38%，营业利润增速 9.60% 相较 2018Q3（收入增速 11.62%，业绩增速 5.68%，营业利润增速 5.47%），单季度业绩增速略有回暖。

2. 药品业务开始复苏、健康产品增速受到牙膏事件冲击

分业务版块来看：

- **药品板块复苏** 药品事业部 2018 收入 45.3 亿元，同比增速 2.98%，与 2017 年的增速 2.56% 相比略有加快。分上下半年来看，母公司（主要是核心药品业务）2018H1 上半年营业收入增速为 -5.79%，2018H2 增速为 11.79%，下半年增速明显加快。2018 年，公司药品板块受清理渠道库存影响，增速基本保持平稳。从增速变化趋势来看，下半年收入增速加快，提示清理渠道库存影响降低，药品业务呈现复苏趋势。
- **健康产品增速受牙膏事件冲击** 健康产品事业部 2018 收入 44.7 亿元，同比增速 4.54%，与 2017 年 16.09% 的增速相比明显减慢。健康产品增速下滑主要是受到 2018 年 10 月牙膏“氨甲环酸”事件的短期冲击，2018Q4 牙膏产品增速下滑所致。健康产品 2018 年净利润约为 15.2 亿元（按健康产品子公司数据），同比增速约为 5%。
- **中药资源保持快速增长** 中药资源事业部 2018 收入 13.7 亿元，同比增速 20.03%。2018H1，受三七价格下行影响，中药资源子公司收入下降 5%，2018H2 中药资源业务增速反弹，推测为价格企稳后成交量放大所致。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：杨春雨

010-66554035

yangcy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	118.27/68.50
总市值（亿元）	895.81
流通市值（亿元）	895.81
总股本/流通 A 股（万股）	104139/104139
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.423

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《云南白药（000538）：混改有望激活中医药龙头，蓄势缔造大健康王国》
2018-12-27

- **省医药收益两票制收入增速加快** 省医药公司 2018 收入 163.3 亿元, 同比增速 12.77%, 净利润 4.4 亿元, 同比增速 7.94%。在云南省 2018 年实施两票制之后, 公司的医药商业业务收入增速加快, 业绩增速低于收入增速, 推测为中间费用增加所致。

3. 财务指标保持稳定, 利润率略有下滑

从财务指标上看, 公司 2018 年的毛利率为 30.55%, 净利率为 12.32%, 与 2017 年相比分别-0.64pp, -0.56pp, 利润率有所下滑; 从工商业板块产品毛利率看, 商业板块 2018 年毛利率为 8.17%, 相较上年+0.88pp, 工业板块毛利率为 63.79%, 与上年相比-1.82pp。公司整体利润率下滑主要是工业产品成本提升所致。

公司 2018 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.68%, 1.17%, 0.41%, 0.61%, 与 2017 年相比分别-0.47pp, -0.01pp (管理费用与研发费用合计), +0.31pp, 销售费用率有所下降, 财务费用率有所上升, 中间费用率总体提保持稳定。

4. 稳定分红持续回报股东

公司 2018 年分红方案为每 10 股派发现金红利 20 元, 分红金额占归母净利润比例为 62.99%; 公司上市 26 年来, 累计分红 25 次, 分红率 25.7%。持续稳定分红体现公司优秀的经营管理状况和对未来发展的充足信心。

5. 2019 可能成为公司发展拐点

公司吸收合并白药控股事宜已经在 2019 年 3 月 4 日获证监会有条件批准, 吸收合并事宜有望在 2019 上半年完全落地。吸收合并后, 白药控股注入的约 200 亿现金资产将为公司的外延发展提供充足的现金流。公司在的经营活力有望得到增强, 8-15 亿用于员工持股的回购计划顺利实施后, 公司管理层及中层积极性有望得到提升。公司在经历 2015-2018 年业绩增速低谷后, 有望在 2019 年进入增长恢复期。

2019 年, 预计公司将继续围绕着“新白药-大健康”的战略, 依托公司品牌、渠道、团队、资金等优势, 拓展大健康业务的内涵。“大健康”不仅限于此前的牙膏、洗护、卫生巾等健康产品, 未来公司将向医疗领域进军, 在公司优势的骨科和妇科领域, 引进国际上先进的整体治疗方案, 不限于产品、设备和人才; 与国际仿制药巨头 TEVA 进行合作, 利用 TEVA 在国际上的资源, 为公司引进重磅产品, 优先选择能与公司现有业务产生协同的生物药产品; 与北京大学进行校企合作, 建立技术研究-产品研发-产业转化平台。

结论:

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 37.87 亿元、43.56 亿元、50.77 亿元, 增长分别为 14.54%, 15.26%, 16.31%。EPS 分别为 3.64 元、4.19 元、4.88 元, 对应 PE 分别为 24x, 21x, 18x。我们认为公司作为国内中药行业龙头企业, 医药大健康的领军者, 在大健康领域布局超前, 竞争格局良好, 随着混改落地、吸收合并白药控股的实施, 公司经营层面有望迎来积极变化, 管理层及基层员工活力有望增强。基于对公司未来 2-3 年发展将会加速的判断, 我们维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

牙膏产品增速不及预期, 药品复苏速度不及预期, 吸收合并白药控股后整合不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	25104	27284	29526	32120	35057	营业收入	24315	26708	29744	32969	36435						
货币资金	2666	3017	3421	4045	4913	营业成本	16732	18549	20479	22546	24670						
应收账款	1234	1853	2064	2288	2528	营业税金及附加	170	176	196	218	240						
其他应收款	139	237	264	293	324	营业费用	3684	3922	4367	4775	5204						
预付款项	418	602	805	1029	1274	管理费用	387	312	348	385	426						
存货	8663	9994	11034	12147	13292	财务费用	73	163	182	202	223						
其他流动资产	877	1055	1052	1048	1045	资产减值损失	64.83	58.07	60.00	60.00	60.00						
非流动资产合计	2599	3094	2975	2863	2747	公允价值变动收益	0.00	41.71	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	1	1	1	1	1	投资净收益	276.91	282.13	280.00	280.00	280.00						
固定资产	1745	1715	1298	1116	1132	营业利润	3621	3832	4391	5064	5892						
无形资产	319	312	281	249	218	营业外收入	7.04	7.43	7.00	7.00	7.00						
其他非流动资产	16	20	20	20	20	营业外支出	5.92	13.26	13.00	13.00	13.00						
资产总计	27703	30378	32501	34983	37804	利润总额	3622	3826	4385	5058	5886						
流动负债合计	7524	10186	10451	10788	11111	所得税	489	536	615	709	825						
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	3133	3290	3771	4349	5061						
应付账款	3584	4222	4597	5061	5538	少数股东损益	-12	-17	-17	-17	-17						
预收款项	1088	859	604	321	8	归属母公司净利润	3145	3307	3787	4365	5077						
一年内到期的非	0	1799	1799	1799	1799	EBITDA	4130	4429	4692	5378	6230						
非流动负债合计	2035	269	269	269	269	EPS (元)	3.02	3.18	3.64	4.19	4.88						
长期借款	3	3	3	3	3	主要财务比率											
应付债券	1797	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
负债合计	9560	10455	10720	11057	11380	成长能力											
少数股东权益	105	140	124	107	90	营业收入增长	8.50%	9.84%	11.37%	10.84%	10.51%						
实收资本 (或股	1041	1041	1041	1041	1041	营业利润增长	9.06%	5.83%	14.60%	15.31%	16.35%						
资本公积	1247	1247	1247	1247	1247	归属于母公司净利润	7.71%	5.14%	14.54%	15.26%	16.31%						
未分配利润	14809	16445	17121	17899	18804	获利能力											
归属母公司股东	18038	19782	21657	23819	26333	毛利率(%)	31.19%	30.55%	31.15%	31.61%	32.29%						
负债和所有者权	27703	30378	32501	34983	37804	净利率(%)	12.88%	12.32%	12.68%	13.19%	13.89%						
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	18.73%	11.35%	10.88%	11.65%	12.48%						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	17.44%	16.72%	17.49%	18.33%	19.28%						
经营活动现金流	1156	2630	2278	2809	3434	偿债能力											
净利润	3133	3290	3771	4349	5061	资产负债率(%)	35%	34%	33%	32%	30%						
折旧摊销	436	433	0	113	116	流动比率	3.34	2.68	2.83	2.98	3.16						
财务费用	73	163	182	202	223	速动比率	2.18	1.70	1.77	1.85	1.96						
应付帐款的变化	0	0	-211	-224	-240	营运能力											
预收帐款的变化	0	0	-255	-283	-313	总资产周转率	0.93	0.92	0.95	0.98	1.00						
投资活动现金流	-352	-859	220	220	220	应收账款周转率	22	17	15	15	15						
公允价值变动收	0	42	0	0	0	应付账款周转率	7.17	6.84	6.74	6.83	6.87						
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	277	282	280	280	280	每股收益(最新摊薄)	3.02	3.18	3.64	4.19	4.88						
筹资活动现金流	-912	-1620	-2094	-2405	-2786	每股净现金流(最新	-0.10	0.15	0.39	0.60	0.83						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	17.32	19.00	20.80	22.87	25.29						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.48	27.09	23.65	20.52	17.64						
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.97	4.53	4.14	3.76	3.40						
现金净增加额	-108	151	404	624	868	EV/EBITDA	21.48	19.95	18.75	16.24	13.88						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

杨春雨

医药行业研究员。中国中医科学院中药学博士，中国药科大学药剂学硕士，美国药典委员会访问学者。2018 年水晶球第六名团队核心成员。曾就职于国家药典委员会，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。