证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

白云山(600332)

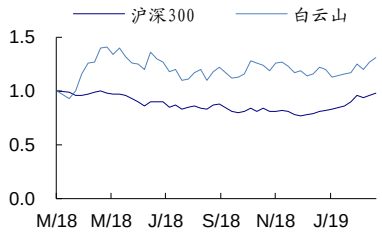
买入

2019 年一季报点评

（维持评级）

2019 年 05 月 08 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,626/1,071
总市值/流通(百万元)	61,455/40,491
上证综指/深圳成指	2,997/9,513
12 个月最高/最低(元)	45.82/26.46

相关研究报告:

《白云山-600332-2018 年年报点评: 整合完成，重新出发》 ——2019-03-27

《白云山-600332-重大事项快评：低估值的弹性品种，催化剂多多》 ——2014-05-09

《白云山-600332-2014 年一季报点评：业绩超预期，建议买入》 ——2014-04-30

《白云山-600332-2013 年报分析：趋势向上》 ——2014-03-18

《白云山-600332-重大事项快评：2014 创新突破》 ——2014-03-06

证券分析师：谢长雁
电话： 0755-82133263
E-MAIL： xiecy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

财报点评

春季发货助力利润高增长

- **2019Q1 年并表广药王老吉药业营收大增，春季发货利润大增**

2019Q1 营收 180.55 亿元（+161.32%），归母净利润 14.07 亿元（+55.42%），扣非归母净利润 13.73 亿元（+57.36%）。剔除并表因素后 2019Q1 营收 86.53 亿（+25.2%），利润总额 16.82 亿（+47.1%），业绩成长超出市场预期。

- **大南药、大健康均存在四季度环比大幅改善**

剔除并表口径工业及少数商业营收同比增长 25%，估计商业维持个位数增速。大南药增长中仍然存在部分低开转高开或费用上升影响，实际利润成长在 17%。2018Q4 大南药核心母公司报表仅 7 亿营收，远少于 2019Q1 的 18 亿营收；大健康方面 2018Q4 合同负债及预收账款从 2018Q3 的 11 亿增加至 37 亿，在 2019Q1 下降至 13 亿，说明此前的春季备货销售情况良好。预计大健康板块净利润率不断上升，净利润增长大于营收增速，预计增速提升至 20%左右。

- **展望：发展新阶段、员工持股计划到期、大健康竞争压力降低**

继医药、王老吉药业两大子公司成功并表后，近期公司已成功从控股股东收购商标组合。公司 2015 年定增 3.35 亿股，其中员工持股 386 万股，均应在今年 8 月解除限售。大健康方面竞品竞争压力降低，已经出现毛利提升，未来潜在出厂价提升以及费用降低将大幅改善净利润率水平。

- **风险提示：大南药中药继续承压；大健康不达预期；大流通底部反转不达预期**

- **投资建议：发展进入新阶段，现金储备丰厚，有望迎来改革加速，维持 “买入”评级**

公司在 2018 年完成了两大核心子公司的股权增加，大南药的中药部分也调整了渠道库存，大健康方面具备竞争压力降低带来的费用率降低、毛利提升、提价等因素带来的净利润率提升潜力，业绩超出预期我们上调了盈利预测，预计 2019~2020 年净利润为 29.7/33.6/37.3 亿，对应当前股价 PE 估值为 24.9/22.0/19.8X。以 2020 年分部净利润及持有现金估计，公司一年期合理估值在 788~943 亿，对应涨幅 13~35%，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,954	42,234	64,075	69,410	74,959
(+/-%)	4.6%	101.6%	51.7%	8.3%	8.0%
净利润(百万元)	2062	3441	2970	3360	3730
(+/-%)	36.7%	66.9%	-13.7%	13.1%	11.0%
摊薄每股收益(元)	1.27	2.12	1.83	2.07	2.29
EBIT Margin	8.7%	7.2%	4.2%	5.2%	5.3%
净资产收益率(ROE)	10.9%	15.9%	12.5%	12.9%	13.0%
市盈率(PE)	35.9	21.5	24.9	22.0	19.8
EV/EBITDA	40.2	30.5	38.3	29.4	27.1
市净率(PB)	3.92	3.41	3.11	2.83	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

经营指标：保持稳健，逐渐进入现金牛模式

营收：并表广州药业，医药商业板块营收大幅增加。2019Q1 营收 180.55 亿元（+161.32%），归母净利润 14.07 亿元（+55.42%），扣非归母净利润 13.73 亿元（+57.36%）。2019Q1 销售毛利率 24.98%（-13.57pp），销售费用率 10.58%（-5.82pp），管理费用率 4.03%（-3.10pp），财务费用率 0.21%（+1.05pp）；研发费用率 0.00%（0pp）。三项费用率合计 14.82%（-7.87pp），销售净利率 8.11%（-5.30pp）。

可比口径：营收成长 25%，利润总额大涨 47%。通过对财报注解中剔除因合并口径变化导致的营收和利润增长来看，公司可比口径下营业收入受到销售费用 34.5%的大幅增长拉动，营收端快速增长，增速提高到 25.2%，受益于成本、税金、管理费用均小于营收增速，整体毛利率提升，利润总额增速提高到 47.1%。另外单独计算广药+王老吉药业的合并口径数据，利润总额在 0.94 亿，与去年整体并表口径平均到每个季度的金额差不多，因此 19Q1 的业绩高成长主要体现在王老吉大健康和大南药部分，利润增速大幅提升至 50%左右，大超市场预期。

表 1：白云山可比口径利润表指标成长性

可比口径	金额(亿)	同比	广药+王老吉药业	备注
营业收入	86.53	25.2%	94.02	
营业成本	49.38	16.3%	86.07	
税金及附加	0.92	12.1%	0.17	
销售费用	15.24	34.5%	3.87	属下企业加大产品促销力度和增加广告宣传的投入。
管理费用	4.31	20.8%	1.26	
财务费用	-0.55	-4.3%	0.94	
利润总额	16.82	47.1%	0.92	
所得税费用	2.80	28.9%	0.29	

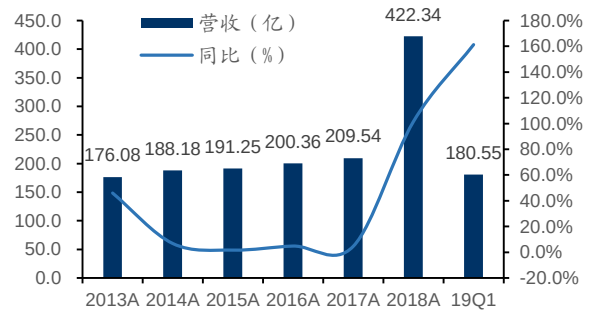
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：白云山财报重要指标绝对金额变化情况

其他重要指标	金额（亿）			备注
	期末	期初	变动	
资产负债表	**19Q1**	**18Q4**		
合同负债	13.24	36.87	-23.62	王老吉大健康公司因春节提前而增加的预收货款在本报告期发货
其他流动负债	1.88	0.00	1.88	执行新收入准则，将属下企业一年以内预收款项中的待转销项税金重分类至本科目
长期借款	2.19	4.14	-1.95	属下企业归还银行借款
利润表	**19Q1**	**18Q1**		
信用减值损失	0.33	/	0.33	执行新金融工具准则，将本报告期计提的应收款项坏账准备在此科目列示
投资收益	0.44	0.96	-0.52	去年同期药业公司、王老吉药业为本公司合营企业，按权益法核算确认其投资收益
公允价值变动收益	0.12	0.10	0.02	持有中国光大银行股份有限公司、重药控股股份有限公司等股权的公允价值变动收益
营业外收入	0.08	0.00	0.08	属下企业本报告期确认的征迁补偿款减少。
营业外支出	0.04	0.00	0.03	属下企业本报告期确认的征迁支出增加。
少数股东损益	0.58	0.21	0.37	医药公司、王老吉药业纳入本公司合并范围
归属于母公司股东的净利润	14.07	9.05	5.02	利润总额同比增长较大、少数股东损益略增所致。
现金流量表	**19Q1**	**18Q1**		
经营活动产生的现金流量净额	-27.99	8.02	-36.01	医院销售比重有所提高从而应收账款增加，且为备战 GPO 加大了药品储备采购，该等因素致使日常经营性活动现金流量同比减少。
投资活动产生的现金流量净额	-1.58	1.89	-3.47	（1）本集团到期的结构性存款及理财产品同比减少；（2）本公司属下企业购建固定资产、无形资产等支出增加。
筹资活动产生的现金流量净额	19.64	-0.21	19.85	医药公司纳入本公司合并范围，该公司的银行借款并入所致。

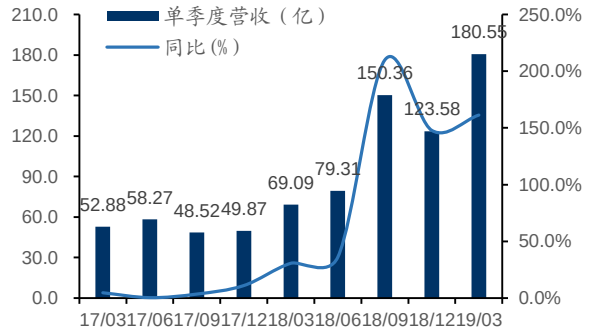
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1：白云山营业收入及增速（单位：亿元、%）



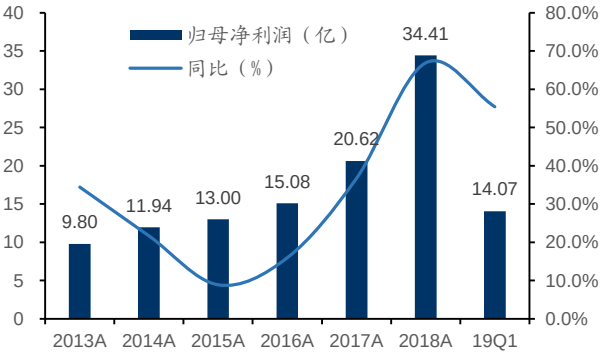
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：白云山单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



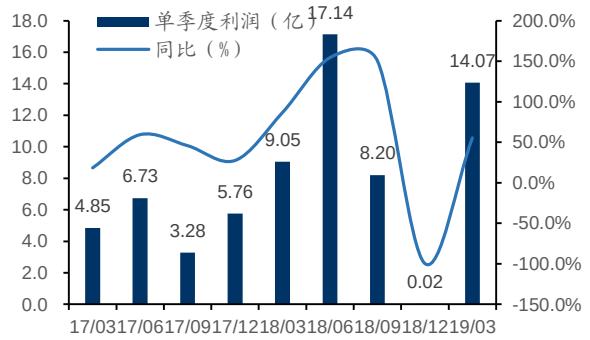
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：白云山归母净利润及增速（单位：亿元、%）



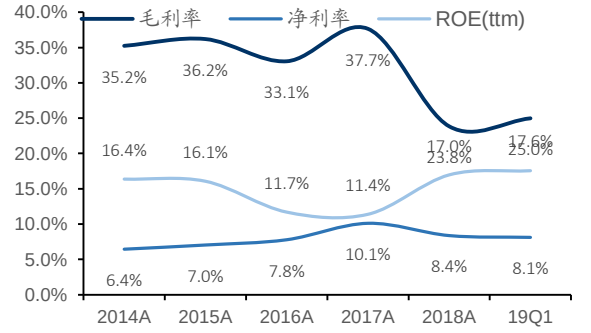
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：白云山单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



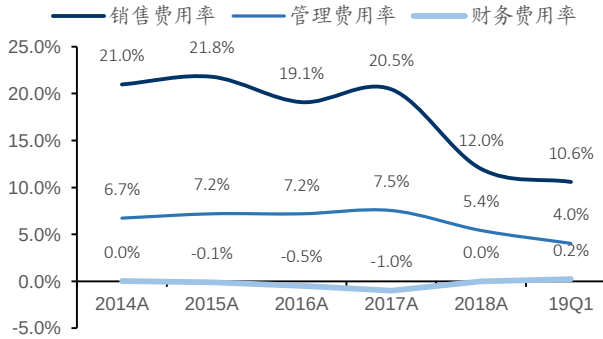
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：白云山毛利率、净利率、ROE（TTM）变化情况



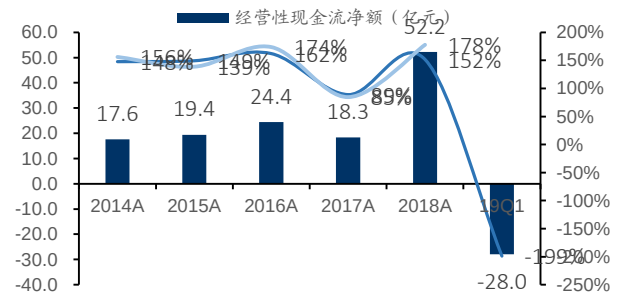
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：白云山三项费用率变化情况



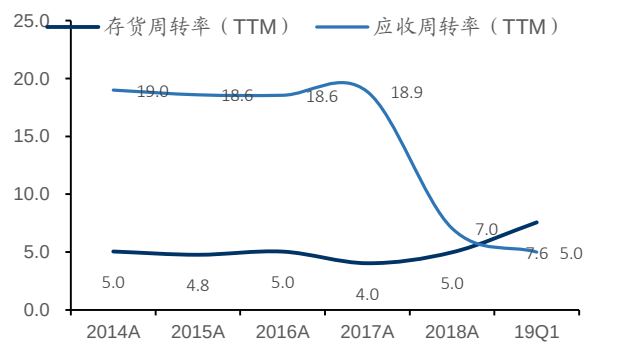
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：白云山经营性现金流情况



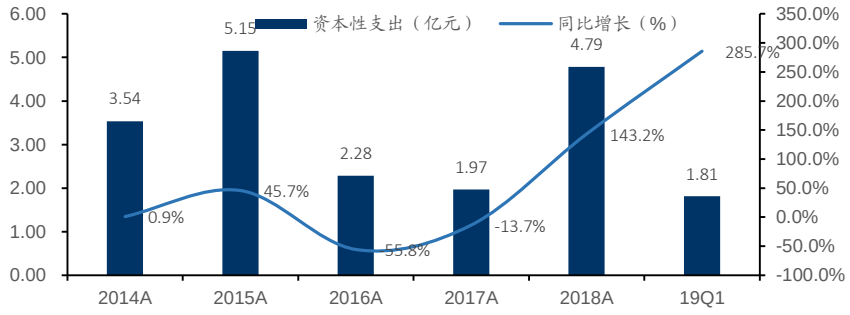
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：白云山主要流动资产周转情况



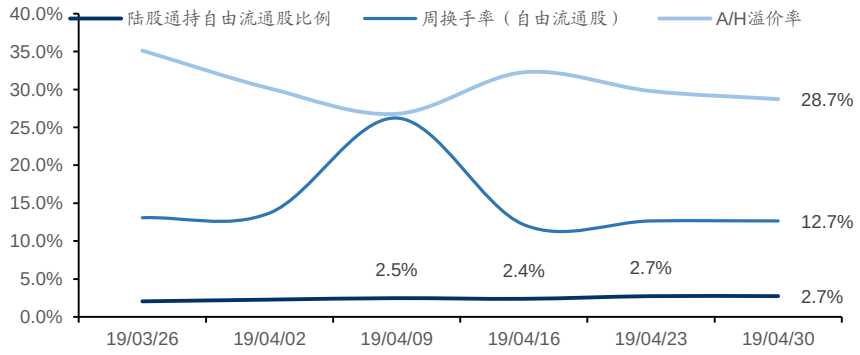
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：白云山资本开支情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：白云山陆股通持股比例、周换手率和 A/H 溢价率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

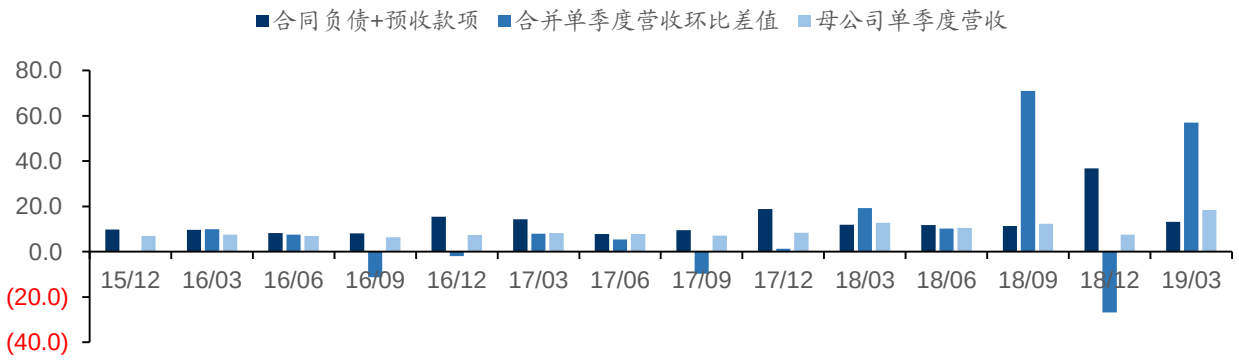
估值与投资建议：分部估值上限在 943 亿左右，建议“买入”

成长动力拆分：大南药、大健康可能都存在一季度释放营收情况。一方面，公司披露本季度合同负债大幅减少 23 亿，主要原因是王老吉大健康公司因春节提前而增加的预收货款在本报告期发货，大健康的营收端集中释放。参考历史上公司预收款项和合同负债大幅增加时也会导致当季度营收端减少。另一方面母

公司报表(核心大南药)公司营收端在去年四季度仅 7.6 亿，一季度为 18.5 亿，估计有也有年底药占比控制或结算时间平移的影响因素。去年四季度资产减值+公允价值变动合计损失 3.2 亿，单季度净利润几乎归零。23 亿大健康合同负债形成销售约对应 1.8 亿净利润，对应 Q1 业绩增速 20pp；大南药部分我们以母公司财报营收估计，2019Q1 营收 18.5 亿，2018Q4 为 7.6 亿，估计影响 5 亿营收，估计整体大南药营收影响 11 亿，对应影响净利润 1.5 亿，对应业绩增速 17pp；剔除以上两个业绩影响因素，2019Q1 净利润增速为 19%，好于我们的此前预期。

估计母公司大南药营收增长（25%）中部分来自于低开转高开（8%）。母公司财报是大南药的核心业务。2019Q1 销售费用相对 2018Q1 由 1.8 亿大幅增加至 3.2 亿，销售费用增加值 1.4 亿。营收由 12.8 亿增加至 18.5 亿，营业成本由 6.4 亿增加至 8.8 亿。以此计算，2018Q1 成本率为 50%，2019Q1 剔除销售费用增加值后的成本率为 51.5%，变动较小，因此我们估计大南药的营收增长仍然有部分来自于低开转高开。另外 2018Q1 投资收益 8 千万，但是 2019Q1 仅为 3 千万（估计来自于广药投资收益转为合并报表），考虑到所得税率大致为 15%，剔除这一影响后，估计母公司大南药可比口径净利润增速为 17%。

图 11：合同负债+预收款项与单季度营收参考



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，18Q3 营收环比差值大增为合并商业公司带来

表 3：白云山母公司财报数据

	19Q1	18Q1	增长金额
营收	18.49	12.83	5.66
成本	8.76	6.43	2.33
合计税费	5.87	3.24	2.63

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测模型：业绩大超预期，提高盈利预测，预计未来三年盈利增速 15%。大南药维持双位数增长，大健康凉茶通过调节送赠、销售费用、潜在价格上升，预计今年净利润率明显提升贡献业绩增速，上调大健康部分利润增速。

盈利预测核心假设：

1）未来内生成长性：大商业 8%左右；大健康 20%；大南药 15%。

2）其他收益：与收益相关的政府补贴 0.9~0.8 亿可持续；一心堂持续稳健 15%增长，带来投资收益每年 1.7 亿可持续。

3）商业、王老吉药业 2019 年全并表：2018 年药业公司仅并表 200 亿营收，王老吉药业仅并表 0.8 亿，实际全年营收估计 360 和 14 亿左右。

4）医药公司 18 年并表后贡献归母净利润 1.3 亿，并表前权益法贡献净利润 0.6 亿，相当于其他商业企业仅打平，不贡献净利润，预期 2019 年后其他商业部分逐渐恢复贡献小几千万级别利润。

5）公司现金 160 亿，考虑到 19 年收购大股东商标 13 亿和资本开支 31 亿，估计持有现金 120 亿，暂不考虑潜在的外延预期。

表 4: 白云山分部营收和净利润盈利预测

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收	200.4	209.5	422.3	640.7	694.0	749.5
大商业	51.7	43.5	228.1	410.8	443.7	479.2
大南药	70.2	79.2	98.0	112.7	126.2	138.8
大健康	77.7	85.7	94.9	115.9	122.8	130.2
其他	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
净利润	15.1	21.0	34.5	29.7	33.6	37.3
大商业	0.6	0.5	1.9	3.0	3.2	3.5
大南药	8.8	10.9	13.6	15.9	18.3	20.5
大健康	4.3	6.2	6.9	8.3	9.5	10.8
其他	1.8	3.4	11.9	2.5	2.5	2.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值模型核心假设:

1） 一年期估值按照 2020 年实现业绩估计。

2） 三大分部中大商业估值较低 15~20X，大南药由于消费稳健性和外延潜在导入销售平台产品，估值略高 20~25X，大健康由于净利润率提升，增速提高至 20%左右，估值提高至 25~30X。

3） 账面现金直接给以等额估值，考虑到银行存款可能有财务费用利息收入，对冲“其他”分部贡献利润。

4） “其他”分部包括一心堂股权升值收益和政府补贴，一心堂股权其实际估值可以直接参考 7.3%的一心堂市值，估计在 10 亿左右，由于用于对冲持有现金的潜在财务利息收入，暂不考虑估值。

表 5: 白云山一年期分部估值

分部	2020E	估值倍数	估值下限	估值上限
净利润	33.6			
大商业	3.2	15~20X	48	64
大南药	18.3	20~25X	366	457
大健康	9.5	25~30X	239	286
其他	2.5			
账面现金	135		135	135
合计			788	943

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:白云山发展进入新阶段,现金储备丰厚,有望迎来改革加速,维持“买入”评级。公司在 2018 年完成了两大核心子公司的股权增加，大南药的中药部分也调整了渠道库存，大健康方面具备竞争压力降低带来的费用率降低、毛利提升、提价等因素带来的净利润率提升潜力，2019 年及 2020 年的业绩值得期待。由于大健康领域净利润率预计提升明显，预计 2019~2020 年净利润为 29.7/33.6/37.3 亿，对应当前股价 PE 估值为 24.9/22.0/19.8X。以 2020 年分部净利润及持有现金估计，公司一年期合理估值在 788~943 亿（元），对应涨幅 13~35%，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190505	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
000423	东阿阿胶	43.79	286	3.19	3.28	3.44	3.81	13.7	13.4	12.7	11.5	18.1	2.2	无
000538	云南白药	88.5	922	3.18	3.71	4.19	4.64	27.9	23.9	21.1	19.1	15.4	1.8	无
600436	片仔癀	115.3	696	1.89	2.49	3.22	4.13	60.9	46.3	35.8	27.9	24.6	1.6	无
600535	天士力	21.92	332	1.02	1.17	1.34	1.54	21.5	18.7	16.3	14.2	14.0	1.3	买入
000999	华润三九	29.5	289	1.46	2.28	1.74	1.94	20.2	12.9	17.0	15.2	12.1	1.3	买入
600332	白云山	45.49	717	2.12	1.83	2.06	2.29	21.5	24.9	22.0	19.9	10.5	1.6	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理　　注：除白云山、华润三九外均为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	16115	13000	14000	15957
应收款项	14668	28088	30426	32859
存货净额	9232	14650	15780	17000
其他流动资产	3016	3204	3470	3748
流动资产合计	**43031**	**58941**	**63676**	**69564**
固定资产	3646	5148	4822	4476
无形资产及其他	1013	2073	2032	1992
投资性房地产	2032	2032	2032	2032
长期股权投资	1760	1760	1760	1760
资产总计	**51482**	**69953**	**74322**	**79823**
短期借款及交易性金融负债	6110	7061	6311	6311
应付款项	11969	20978	22595	24342
其他流动负债	8870	15244	16328	17600
流动负债合计	**26949**	**43283**	**45234**	**48253**
长期借款及应付债券	414	414	414	414
其他长期负债	976	978	979	981
长期负债合计	**1390**	**1391**	**1393**	**1394**
负债合计	**28338**	**44674**	**46627**	**49647**
少数股东权益	1459	1515	1579	1650
股东权益	21685	23764	26116	28727
负债和股东权益总计	**51482**	**69953**	**74322**	**80024**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	2.12	1.83	2.07	2.29
每股红利	0.83	0.55	0.62	0.69
每股净资产	13.34	14.62	16.06	17.67
ROIC	12%	8%	10%	11%
ROE	16%	12%	13%	13%
毛利率	24%	20%	21%	21%
EBIT Margin	7%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	8%	5%	6%	6%
收入增长	102%	52%	8%	8%
净利润增长率	67%	-14%	13%	11%
资产负债率	58%	66%	65%	64%
息率	1.8%	1.2%	1.4%	1.5%
P/E	21.5	24.9	22.0	19.8
P/B	3.4	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	30.5	38.3	29.4	27.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**42234**	**64075**	**69410**	**74959**
营业成本	32164	51055	55042	59294
营业税金及附加	263	384	416	450
销售费用	5057	7689	8052	8695
管理费用	1699	2283	2321	2514
财务费用	(7)	(364)	(15)	(69)
投资收益	1271	400	300	300
资产减值及公允价值变动	(65)	(31)	(39)	(45)
其他收入	(428)	0	0	0
营业利润	3836	3396	3854	4329
营业外净收支	183	90	90	90
利润总额	**4019**	**3486**	**3944**	**4419**
所得税费用	485	436	493	588
少数股东损益	93	80	91	102
归属于母公司净利润	**3441**	**2970**	**3360**	**3730**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3441	2970	3360	3730
资产减值准备	160	73	10	(11)
折旧摊销	301	435	517	552
公允价值变动损失	65	31	39	45
财务费用	(7)	(364)	(15)	(69)
营运资本变动	(4472)	(3567)	(1022)	(921)
其它	(104)	(17)	54	82
经营活动现金流	**(609)**	**(75)**	**2959**	**3477**
资本开支	(1636)	(3100)	(200)	(200)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	**(1382)**	**(3100)**	**(200)**	**(200)**
权益性融资	258	0	0	0
负债净变化	414	0	0	0
支付股利、利息	(1353)	(891)	(1008)	(1119)
其它融资现金流	**8029**	**952**	**(750)**	**0**
融资活动现金流	6409	60	(1759)	(1119)
现金净变动	4418	(3115)	1000	2159
货币资金的期初余额	11697	16115	13000	14000
货币资金的期末余额	16115	13000	14000	16159
企业自由现金流	(3124)	(3902)	2427	2904
权益自由现金流	5318	(2632)	1689	2964

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032