

# 白云山 (600332)

王老吉毛利率大幅提升,净利率有望两年内翻倍,看好公司内外兼修战略

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	25.99元
目标价格:	33元

证券研究报告

半年报点评

## 业绩增长7.3%, EPS 0.64元, 基本符合预期

2016H1, 公司营收108.6亿元 (+3.6%), 归母净利润8.3亿元 (+7.3%), 扣非后归母净利润6.97亿元 (-9.2%), EPS 0.64元。其中, 业绩增速相对收入较快, 得益于当期政府补助。扣非后业绩下滑则主要是因为公司营销投入加大至销售费用率提升2.8pct, 但公司成本下降带来整体毛利率同比增1.1pct, 管理费用率和财务收益也均有进一步改善。

## 王老吉环比正增长, 下半年可能会更好, 且利润率逐步提升

上半年, 公司大健康(绝大部分是王老吉)业务收入47亿元, 同比增7.6%, 预计Q2环比增长19%。相比较于加多宝, 王老吉的竞争优势日益明显。随着餐饮渠道大力推进, 且酷暑带来销售旺季, 预计下半年王老吉可能会有更好发展。此外, 受益于成本下降以及规模效应, 大健康板块毛利率提升4.9pct至48.9%, 推动净利率提升0.4pct至6.5%。随着竞争趋于缓慢, 王老吉份额提升, 预计王老吉净利润率可提升至13%-17%。

## 大南药短期增速受阻, 下半年将恢复增长, 且金戈持续发力

医药方面, 公司商业板块收入25.4亿元 (+14.9%), 表现靓丽; 大南药板块, 收入35.3亿元 (-7.9%), 主要是因为国家推动流通商业整合, 渠道商和中间商存去库存过程影响药品销售; 同时, 公司奇星药厂等搬迁也对收入有一定影响。随着行业调整到位, 公司恢复正常生产, 预计下半年可恢复正增长。而且首仿药金戈持续发力, 上半年同比增速超60%。

## 政府大比例参与定增提供资源背书, 外延预期强, 还有25%空间

广州市政府73亿元参与定增, 代表政府态度以及整合广州地区医药资源的决心。加上拆迁款, 公司未来账上现金可达200亿。不考虑外延, 预计16-18年EPS 0.91/1.13/1.36元。考虑公司安全边际高, 诉求加强, 利润释放速度有望加快, 且外延可期, 给予17年29倍估值, 目标价33元(扣除账上134亿现金, 市值仅288亿, 对应16-18年PE分别为19/16/13倍), 25%空间。

## 风险提示: 食品药品安全问题; 医药政策不确定性

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,626/1,036
流通A股市值(百万元)	32,637
每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	46.14
一年内最高/最低(元)	39.42/19.60

## 一年内股价相对走势



刘鹏 分析师  
 执业证书编号: s1110516070001  
 电话:  
 邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

刘健 联系人  
 电话:  
 邮箱: liujian@sh.tfzq.com

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,799.88	19,124.66	20,503.78	22,114.63	23,807.93
增长率(%)	6.77%	1.73%	7.21%	7.86%	7.66%
EBITDA(百万元)	1,560.13	1,606.30	1,785.78	2,173.82	2,588.73
净利润(百万元)	1,192.47	1,300.35	1,481.99	1,844.69	2,208.57
增长率(%)	21.68%	9.05%	13.97%	24.47%	19.73%
EPS(元/股)	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
市盈率(P/E)	35.43	32.49	28.51	22.91	19.13
市净率(P/B)	5.46	5.00	4.26	3.69	3.16
EV/EBITDA	20.45	21.75	22.33	15.41	13.94

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 相关报告

- 《白云山(600332)\医药生物行业》  
2016.07.27
- 《白云山(600332)\家用电器行业》  
2016.07.12



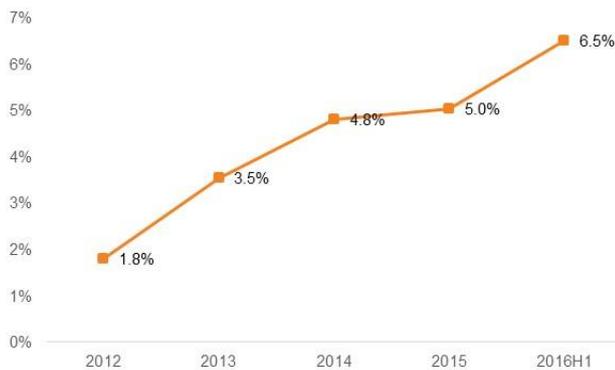
报告信息

## 王老吉环比正增长，下半年可能更好，利润率存一倍提升空间

**经营回顾和未来展望：**2016H1，公司收入增长 3.6%，主要得益于王老吉的较快增长。其中，大健康板块（王老吉占绝大比例）收入 47 亿元，同比增 7.6%，预计 Q2 环比增速达 19%，呈现良好发展势头。随着餐饮渠道大力推进，且酷暑带来销售旺季，预计下半年王老吉可能会有更好发展。此外，受益于成本下降以及规模效应，大健康板块毛利率提升 4.9pct 至 48.9%，推动净利率提升 0.4pct 至 6.5%，未来仍有较大提升空间。

**净利率提升空间大：**参考王老吉与加多宝未分家之前的情况，以及伊利等同类公司的经营水平。我们认为，王老吉的毛利率在 50% 以上，达到一定规模后销售费用率在 25% 左右，管理费用率则在 5% 的水平，财务费用为负。据此测算，我们认为在王老吉优势继续提升，竞争不太激烈的情况下，净利率率可以达到 13%-17%。

图表 1：2012-2016H1 白云山大健康板块净利率率



来源：公司公告、天风证券研究所

图表 2：王老吉净利率率水平分析

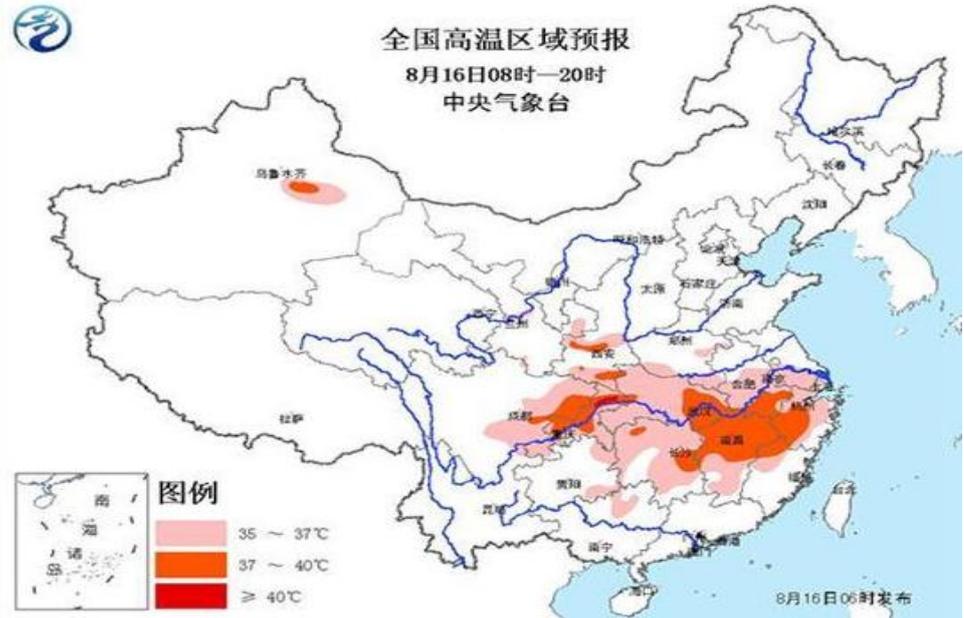
毛利率	50%	50%	52%	52%	52%
销售费用率	29%	27%	29%	27%	25%
管理费用率	5%	5%	5%	5%	5%
财务费用率	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
净利率率	13%	14%	14%	16%	17%

来源：公司公告、天风证券研究所

**品牌与渠道不断强化，可进一步抢夺市场份额：**截止目前，白云山王老吉已相继收回商标、广告语、红罐包装和配方案四大资产的唯一使用权。相比较于加多宝，王老吉的竞争优势日益明显，两者之间的竞争态势也趋于缓和。今年以来，加多宝不得不将红罐全面改为金罐。借此机会，王老吉在春节期间加大营销投入，对加多宝的替代性进一步加强。此外，今年加多宝线上营销投入大幅减少，且管理层更换，给王老吉发展提供了良好契机。营销方面，公司加大终端投入，与多家连锁餐饮合作，不断吹响 2016 年餐饮营销集结号。例如，今年签约的重庆火锅集团（3000 家火锅门店，预计每年可喝掉 2 亿罐凉茶），狗不理。

**行业方面，气温升高，或迎来消费旺季：**同时，今年二季度雨水较多，对凉茶销量有一定的影响；而进入三季度后，气温不断向上攀升。根据外媒报道，美国太空总署 (NASA) 及国家海洋和大气管理局 (NOAA) 发表报告称，5 月份全球平均气温为摄氏 15.67 度，较上世纪平均值高 0.87 度，是 1880 年有记录以来最热的 5 月，连续 13 个月刷新纪录，属史上持续时间最长。而酷暑的到位也将推动凉茶销量的增长。

图表 3: 全国高温区域预报



来源: 气象网, 天风证券研究所

**新品方面:** 今年 6 月底, 天津达沃斯推出了无糖、低糖王老吉产品, 就有效填补了部分消费者不饮用含糖饮料的空白。同时, 2016 年 3 月 23 日, 公司与老牌核桃露生产商山西大寨饮品有限公司达成合作意向, 双方成立合资公司经营植物蛋白饮料市场。如果定增落地, 王老吉将能拿到母公司 20 亿元支持, 可强势推动多元化发展之路。根据中国食品工业协会近期发布的 2015 年度中国饮料行业整体运行报告, 含乳饮料和植物蛋白饮料正成为饮料行业最具发展潜力品类, 2015 年该品类收入 1133 亿元, 增 7.7% (远高于整体饮料行业 6.2% 的增速), 利润总额 150 亿元, 增 17.6%, 仅次于瓶装水、固体饮料的收入增速和茶饮料的利润增速。

## 大南药短期增速受阻, 下半年将恢复增长, 且金戈持续发力

上半年, 医药方面, 公司商业板块收入 25.4 亿元, 同比增 14.9%, 表现靓丽; 大南药板块, 收入 35.3 亿元, 同比降 7.9%, 主要是因为国家推动流通商业整合, 渠道商和中间商存去库存过程影响药品销售; 同时, 公司奇星药厂等企业搬迁也对收入有一定影响。我们判断, 随着行业调整到位, 公司恢复正常生产, 下半年大南药会有更好表现。未来, 公司将主要从以下几方面来加强:

- 继续做好招标工作, 进一步巩固医院市场;
- 由于 OTC 市场受价格调控影响相对小一些, 市场环境较好, 未来公司将会加大对 OTC 市场的投入, 做好处方药在 OTC 市场的销售, 并在 OTC 市场推出更多药食同源、保健养生品种。
- 通过外延并购方式, 引入重磅化药品种, 提升公司战略品种储备, 并加强研发投入, 推动公司迎来更快的发展。

此外，首仿药金戈持续表现靓丽，上半年同比增速超 60%。2015 年，金戈销售额达 2.7 亿元。按照终端零售销售额统计，万艾可销售 16 亿元左右，金戈在 7 亿元左右，但是金戈的服用剂量是 50mg，辉瑞是 100mg。而且，相同剂量情况下，万艾可价格高于金戈 30%。据此推算，金戈的销量已经超过了万艾可。未来，公司不仅会继续实现对万艾可等产品的替代，还会积极与补肾壮阳类中成药的展开竞争，以进一步扩大新增市场份额。此外，公司还将通过男科教育等方式对消费者进行教育，实现更大发展。

图表 4: 金戈产品示意图



来源：公司官网，天风证券研究所

## 政府大比例参与定增提供资源背书，外延预期强，且业绩释放有望加快

公司的非公开发行价格为 23.56 元/股，总规模为 78.9 亿元。其中，广州市政府投入 73 亿元资金（控股股东广药集团认购 34.9 亿元，广州市政府旗下国资发展、国寿城市发展合计认购 38 亿元），这代表着政府的态度，以及整合广州地区医药资源的决心。此外，员工持股计划参与认购 9095 万元，自身诉求强化，有望推动业绩释放速度加快。

目前公司定增已实施完毕，未来公司将集聚广州市政府、阿里巴巴等多方资源于一身，有望推动外延提速，使得巨大平台价值进一步凸显。加上拆迁款，未来公司账上现金可达 200 亿元，而公司当前市值也只有 314 亿元。和五粮液类似。公司的品牌价值非常大，这种业绩弹性+大量现金+优质未开发品牌的结构是适合目前这种市场的。

此外，公司是广东国资委唯一医药上市平台，与当地很多未上市的医疗资源具有天然联系，而且阿里社会资源较多，也能为公司带来优质项目。

过去一年，公司已向白云山医院增资 4650 万元获得 51% 股权，并积极推进西藏林芝白云山藏式养生古堡项目，快速介入医疗服务领域，实现医药制造、流通和服务于一体的全产业链经营模式，为公司长期发展培育新的利润增长点。而且，此次与广州奥咨达医疗器械技术股份有限公司合作建立“国际医疗器械研发孵化产业平台”也是推动大医疗建设的重大举措。同时，公司还携手九州通和赛柏蓝重点打造“医药云商”，引入后二者的入口导流，加大铁马的推送力度，并实现线下传统分销网络与线上电商网络的互联互通。

## 附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

图表 5: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,180.89	4,118.29	1,751.16	8,176.94	5,660.93	营业收入	18,799.88	19,124.66	20,503.78	22,114.63	23,807.93
应收账款	1,312.24	1,260.91	1,497.79	224.39	1,629.66	营业成本	12,173.92	12,200.50	12,913.24	13,799.53	14,570.46
预付账款	326.86	316.80	618.25	312.95	622.70	营业税金及附加	154.48	169.63	181.86	196.15	211.17
存货	2,578.59	2,543.87	2,253.33	3,209.64	2,274.27	营业费用	3,942.79	4,167.68	4,459.57	4,670.61	5,054.42
其他	1,490.47	1,564.85	1,730.10	1,731.09	2,030.64	管理费用	1,265.27	1,374.81	1,455.77	1,570.14	1,690.36
<b>流动资产合计</b>	<b>8,889.05</b>	<b>9,804.71</b>	<b>7,850.64</b>	<b>13,655.01</b>	<b>12,218.20</b>	财务费用	1.72	-21.94	-30.15	-88.47	-123.31
长期股权投资	1,950.77	2,111.21	2,111.21	2,111.21	2,111.21	资产减值损失	61.17	36.31	36.80	44.76	39.29
固定资产	1,824.15	1,933.90	2,076.74	2,144.04	2,153.02	公允价值变动收益	1.32	1.81	-1.65	0.50	0.22
在建工程	441.81	555.91	369.54	269.73	191.84	投资净收益	160.98	210.85	210.85	210.85	210.85
无形资产	399.45	545.68	529.17	512.65	496.14	其他	-324.61	-425.33	-418.41	-422.70	-422.15
其他	705.55	919.16	888.68	893.12	885.72	<b>营业利润</b>	<b>1,362.84</b>	<b>1,410.34</b>	<b>1,695.89</b>	<b>2,133.26</b>	<b>2,576.62</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,321.73</b>	<b>6,065.86</b>	<b>5,975.35</b>	<b>5,930.75</b>	<b>5,837.93</b>	营业外收入	182.07	331.20	213.04	242.10	262.11
<b>资产总计</b>	<b>14,210.78</b>	<b>15,870.58</b>	<b>13,825.98</b>	<b>19,585.76</b>	<b>18,056.13</b>	营业外支出	77.73	113.41	69.29	86.81	89.84
短期借款	560.53	629.68	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>1,467.18</b>	<b>1,628.12</b>	<b>1,839.64</b>	<b>2,288.56</b>	<b>2,748.90</b>
应付账款	3,620.50	4,391.73	2,084.33	5,624.68	2,713.80	所得税	256.53	282.84	319.58	397.56	477.53
其他	1,880.50	1,807.09	1,649.84	2,285.99	1,676.33	<b>净利润</b>	<b>1,210.64</b>	<b>1,345.29</b>	<b>1,520.06</b>	<b>1,890.99</b>	<b>2,271.36</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,061.53</b>	<b>6,828.50</b>	<b>3,734.16</b>	<b>7,910.67</b>	<b>4,390.13</b>	少数股东损益	18.17	44.94	38.07	46.30	62.79
长期借款	0.00	39.76	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,192.47</b>	<b>1,300.35</b>	<b>1,481.99</b>	<b>1,844.69</b>	<b>2,208.57</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
其他	190.28	318.39	225.62	244.76	262.92						
<b>非流动负债合计</b>	<b>190.28</b>	<b>358.14</b>	<b>225.62</b>	<b>244.76</b>	<b>262.92</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,251.81</b>	<b>7,186.64</b>	<b>3,959.78</b>	<b>8,155.43</b>	<b>4,653.05</b>						
少数股东权益	219.68	233.12	271.19	317.49	380.27	<b>主要财务比率</b>					
股本	1,291.34	1,291.08	1,625.79	1,625.79	1,625.79		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	2,486.28	2,346.44	2,346.44	2,346.44	2,346.44	<b>成长能力</b>					
留存收益	6,436.08	7,160.47	8,303.94	9,821.76	11,731.73	营业收入	6.77%	1.73%	7.21%	7.86%	7.66%
其他	-2,474.41	-2,347.17	-2,346.44	-2,346.44	-2,346.44	营业利润	21.67%	3.49%	20.25%	25.79%	20.78%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,958.98</b>	<b>8,683.93</b>	<b>10,200.91</b>	<b>11,765.04</b>	<b>13,737.79</b>	归属于母公司净利润	21.68%	9.05%	13.97%	24.47%	19.73%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,210.78</b>	<b>15,870.58</b>	<b>14,160.69</b>	<b>19,920.48</b>	<b>18,390.84</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	35.24%	36.21%	37.02%	37.60%	38.80%
						净利率	6.34%	6.80%	7.23%	8.34%	9.28%
						ROE	15.41%	15.39%	14.92%	16.11%	16.53%
						ROIC	22.24%	24.79%	31.92%	22.35%	75.30%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.99%	45.28%	27.96%	40.94%	25.30%
						净负债率	34.84%	28.91%	23.52%	18.77%	-0.16%
						流动比率	1.47	1.44	2.10	1.73	2.78
						速动比率	1.04	1.06	1.50	1.32	2.27
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.24	14.86	14.86	25.68	25.68
						存货周转率	7.79	7.47	8.55	8.10	8.68
						总资产周转率	1.42	1.27	1.38	1.32	1.26
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
						每股经营现金流	1.08	1.19	-0.96	4.03	-1.54
						每股净资产	4.76	5.20	6.11	7.04	8.22
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	35.43	32.49	28.51	22.91	19.13
						市净率	5.46	5.00	4.26	3.69	3.16
						EV/EBITDA	20.45	21.75	22.33	15.41	13.94
						EV/EBIT	23.38	25.17	23.94	16.38	14.71

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)