

云南白药（000538）：中报业绩相对平稳 混改完成乘风起航

——公司半年度财报点评

2019年08月29日

推荐/下调

云南白药

公司报告

报告摘要：

事件：公司发布2019年半年报，2019H1公司实现营业收入138.97亿元，同比增加5.72%；实现归属于上市公司股东的净利润22.47亿元，同比增加8.59%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润11.35亿元，同比减少25.93%；经营活动产生的现金流量净额为-4.51亿元，同比减少111.86%。

点评：

中报业绩相对平稳，净利润受混改相关费用影响。报告期内，公司通过向控股股东白药控股的三家股东发行股份的方式对白药控股进行吸收合并，合并于2019年6月1日完成交割。本报告期同比增速参考的前值为白药控股2018H1数据。报告期内，公司营业收入及净利润增速相对平稳，扣非归母净利润下滑，低于预期。报告期内归母净利润受非流动资产处置损益（10.71亿元）的影响，扣非归母净利更能反映公司真实经营情况。公司毛利率和销售费用率分别较去年同期下降2.13pct、0.56pct，扣非归母净利增速低于预期主要与高管薪酬增加、中介机构服务费增加导致的管理费用增加（+78.57%）和利息收入减少导致的财务费用增加（+208.51%）有关。经营现金流为负主要与应收票据及应收账款增速（+21.41%）较高有关。

药品板块：以药为本，挖掘“伤科圣药”招牌潜力。云南白药具有深厚的历史积淀，其百年民族口碑是公司核心竞争力的主要来源，“伤科圣药”金字招牌为长期业绩增长提供持续驱动。公司基于白药品牌，构建了以药品、健康品、中药资源和医药商业四大板块为核心的经营体系，其中药品板块是公司经营的基石。公司药品板以白药为基础，一方面大力推动产品创新，先后开

公司简介：

公司是由传统中成药企业逐步发展而来的大型工商医药企业，业务范围覆盖药品、健康品、中药资源和医药商业四大板块。公司核心产品为云南白药系列药品、云南白药牙膏等。

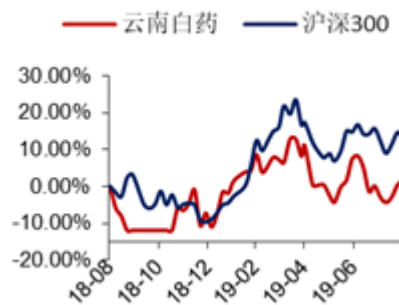
未来3-6个月重大事项提示：

无

交易数据

52周股价区间（元）	68.20-91.68
总市值（亿元）	977
流通市值（亿元）	466
总股本/流通A股（万股）	60897/127740
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.53

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,314.6	26,708.2	29,772.4	33,012.7	36,396.6
增长率（%）	8.50%	9.84%	11.47%	10.88%	10.25%
归母净利润（百万）	3,144.98	3,306.56	3,826.34	4,328.58	4,803.07
增长率（%）	7.71%	5.14%	15.72%	13.13%	10.96%
净资产收益率（%）	17.44%	16.72%	17.15%	17.54%	17.51%
每股收益（元）	3.02	3.18	3.00	3.39	3.76
PE	25.33	24.06	25.54	22.58	20.35
PB	4.42	4.03	4.38	3.96	3.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

发出了云南白药气雾剂、云南白药创可贴、云南白药急救包等多个系列产品，构建了全面的 OTC 产品布局；另一方面，通过实践前沿营销策略，基于产品的自我诊疗和日常消费属性，稳步推进 IP 场景化营销、电商运营等各项工作，加大产品立体投入，整体提升品牌的线上/线下影响力，拉动产品增长。我们看好白药 OTC 产品的创新升级和销量提升空间。

健康板块：跨界发展，牙膏市占率跃居全国第一。健康板块是公司的另一增长极，报告期内，牙膏业务保持了稳健增长，市场占有率增长至 20.1%，已超越黑人牙膏跃居至全国第一位。公司也积极推动云南白药儿童牙膏、活性肽系列等新品的市场推广。我们认为未来随着细分领域的开拓，白药牙膏仍将有较大增量。采之汲美肤系列是公司健康板块另一重点培育品种，报告内产品通过出席 2019 意大利博洛尼亚国际美容展、抢滩日本美妆市场等举措，实现品牌升级蜕变和口碑树立，并助力公司的国际化拓展。我们认为借力消费升级的增量机会，通过独具特色的产品输出和品宣节点造势赋能终端销售的策略思想，公司有望打造全方位的个护产品生态圈，带动健康板块持续增长。

乘混改东风，全新机制体制助力腾飞。2019 年 6 月 1 日，公司吸收合并白药股份已完成交割，目前董事会换届选举已顺利完成。混合所有制改革落地将从多方位助力公司经营腾飞：一方面公司形成新的股权结构，公司治理结构更加市场化，决策效率提升；另一方面，高管薪酬市场化和员工持股计划激励也进一步激活公司活力。在全新机制体制的基础上，公司有望进一步拓宽产品结构和产业链，实现内生与外延双向发展，持续提升盈利能力，开启新一轮快速增长。

盈利预测及投资评级：白药为具有百年历史沉淀的民族品牌，并通过成功的跨界发展实现了品牌竞争力的升级，此番更有望借助混合所有制改革开启新一轮增长。我们预计公司 2019、2020、2021 年实现营收 297.72、330.13 和 363.97 亿，归母净利润有望分别达到 38.26、43.29 和 48.03 亿，EPS 为 3.00、3.39 和 3.76 元，当前股价对应估值为 26.27、23.23、20.93 倍。考虑到公司处于吸收合并后的经营调整期，核心业务业绩恢复需要一定时间，我们将投资评级下调至“推荐”评级。

风险提示：新产品推广不达预期；吸收合并后整合不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	25104	27284	29020	31508	33923	营业收入	24315	26708	29772	33013	36397
货币资金	2666	3017	10937	11602	11840	营业成本	16732	18549	20394	22614	24932
应收账款	1234	1853	1788	2137	2271	营业税金及附加	170	176	202	221	245
其他应收款	139	237	264	293	323	营业费用	3684	3922	4441	4886	5408
预付款项	418	602	674	826	954	管理费用	387	312	411	421	483
存货	8663	9994	10774	12065	13236	财务费用	73	163	128	102	99
其他流动资产	877	1055	99	99	99	资产减值损失	64.83	58.07	40.70	28.85	30.85
非流动资产合计	2599	3094	2836	2511	2572	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	-117	-117	-17	投资净收益	276.91	282.13	282.13	282.13	398.48
固定资产	1745	1715	1607	1498	1389	营业利润	3621	3832	4438	5023	5598
无形资产	319	312	281	249	218	营业外收入	7.04	7.43	2.75	2.75	2.75
其他非流动资产	16	20	20	20	20	营业外支出	5.92	13.26	10.25	5.77	20.34
资产总计	27703	30378	31856	34019	36495	利润总额	3622	3826	4430	5020	5580
流动负债合计	7524	10186	9758	10181	10530	所得税	489	536	610	697	772
短期借款	0	0	623	623	623	净利润	3133	3290	3820	4322	4808
应付账款	3584	4222	4443	5002	5473	少数股东损益	-12	-17	-6	-6	5
预收款项	1088	859	743	536	351	归属母公司净利润	3145	3307	3826	4329	4803
一年内到期的非流动	0	1799	1799	1799	1799	EBITDA	4130	4429	4706	5265	5836
非流动负债合计	2035	269	21	21	11	EPS（元）	3.02	3.18	3.00	3.39	3.76
长期借款	3	3	3	3	3	主要财务比率					
应付债券	1797	0	0	0	0						
负债合计	9560	10455	9780	10202	10541	成长能力					
少数股东权益	105	140	134	128	134						
实收资本（或股本）	1041	1041	1277	1277	1277	营业收入增长	8.50%	9.84%	11.47%	10.88%	10.25%
资本公积	1247	1247	1247	1247	1247	营业利润增长	9.06%	5.83%	15.80%	13.19%	11.44%
未分配利润	14809	16445	17561	18579	19843	归属于母公司净利	7.71%	5.14%	15.72%	13.13%	10.96%
归属母公司股东权益	18038	19782	22312	24682	27436	获利能力					
负债和所有者权益	27703	30378	31856	34019	36495						
现金流量表						总资产净利润（%）	11.35%	10.88%	12.01%	12.72%	13.16%
单位：百万元						ROE（%）	17.44%	16.72%	17.15%	17.54%	17.51%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	1156	2630	1734	2911	2851						
净利润	3133	3290	3820	4322	4808	资产负债率（%）	35%	34%	31%	30%	29%
折旧摊销	436	433	140	140	140	流动比率	3.34	2.68	2.97	3.09	3.22
财务费用	73	163	128	102	99	速动比率	2.18	1.70	1.87	1.91	1.96
应收账款减少	0	0	65	-349	-134	营运能力					
预收账款增加	0	0	-117	-206	-185						
投资活动现金流	-352	-859	7625	438	168	总资产周转率	0.93	0.92	0.96	1.00	1.03
公允价值变动收益	0	42	0	0	0	应收账款周转率	22	17	16	17	17
长期股权投资减少	0	0	118	185	-200	应付账款周转率	7.17	6.84	6.87	6.99	6.95
投资收益	277	282	282	282	398	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-912	-1620	-1439	-2684	-2780						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股收益（最新摊	3.02	3.18	3.00	3.39	3.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净现金流（最新	-0.10	0.15	6.20	0.52	0.19
普通股增加	0	0	236	0	0	每股净资产（最新摊	17.32	19.00	17.47	19.32	21.48
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-108	151	7920	665	238						
						P/E	25.33	24.06	25.54	22.58	20.35
						P/B	4.42	4.03	4.38	3.96	3.56
						EV/EBITDA	19.08	17.72	18.96	16.82	15.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9 年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：王敏杰

医药生物行业分析师，中央财经大学金融学硕士、中山大学医学学士，2019 年加入东兴证券研究所，主要覆盖中药领域。

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。