

谨慎推荐（首次）

白云山（600332）跟踪点评

风险评级：中风险

业务线梳理整合，老牌药厂蓄势待发

2019年11月19日

魏红梅（SAC执业证书编号：S0340513040002）

电话：0769-22119410 邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：刘佳（SAC执业证书编号：S0340118010084）

电话：0769-23320059 邮箱：liujia@dgzq.com.cn

点评：

■ 去年同期高基数、新品上市营销费用和王老吉费用结算增加导致三季度业绩增速下滑。

公司2019年前三季度实现营收500.62亿元，同增67.57%，归母净利润31.60亿元，同减8.13%，扣非净利润27.46亿元，同增25.86%。第三季度单季度营收、归母净利润和扣非净利润的同比增速分别为11.21%、-25.40%和-15.59%。三季度利润端出现负增长的原因是去年三季度大南药板块业绩环比加速上升导致业绩基数较高；其次，公司6月份有刺柠吉等多个新品上市，推广费用增加；此外，第三季度王老吉营销费用结算较多，销售费用支出上升。

■ 大健康：王老吉仍占据市场优势，品牌路线与产品群定位更加明确。

目前王老吉在凉茶市场上仍占据优势，占据出货端七成以上的市场，未来公司会更注重渠道的竞争而非单纯凉茶市场的竞争，公司目前占比最高的渠道是礼品市场，其次是餐饮市场；在品牌营销层面上，王老吉品牌定位时尚化、年轻化，在线上积极与各类平台、综艺节目合作，2019年夏季档制定“越热越爱走出去”传播主题，启用新代言人；产品层面，公司在凉茶产品线上做到核心单品多元化，非凉茶产品线上根据消费者口味偏好推出新产品，如刺柠吉、椰汁、茉莉凉茶等。未来3年大健康板块有望维持双位数增长。

■ 大南药：金戈潜力依然巨大，推进重点品种培育计划。

预计三季度金戈和头孢继续带动化药板块实现25%以上的增长。得益于线下渠道尤其是无人商店的兴起以及电商渠道的拓展，金戈未来的增长仍有较大空间，相比原研药辉瑞，公司50mg的品规更适合亚洲人体质，公司同时也拿到了25mg和100mg的批文，为市场品规最全，考虑金戈在价格上相比原研优势明显，渠道扩张能力更强，预计未来3年增速能够维持在10%-20%的区间。化药板块公司未来计划梳理旗下相对繁杂的药品批文，目前头孢呋辛酯片已获一致性评价批件，此外还有接近20个品种上报；另一方面，公司管理层计划未来加大外延并购的力度，加强创新药的引进。

■ 大商业：协同逻辑不改，广州医药公司分拆上市顺利推进中。

公司大商业板块将发挥配送网络与物流方面的优势，与大南药板块形成更好的协同效应。公司计划将广州医药公司分拆港交所上市，上市进度正在顺利推进中，若成功上市将优化公司业务结构，进一步提振公司估值。

■ 投资建议：未来我们看好公司发挥综合性医药集团优势，改善经营效率与产品结构，预计2019-2021年公司的EPS为2.11、2.56和3.05元，对应当前股价PE为16.09、13.24和11.12倍，给予谨慎推荐评级。

■ 风险提示：医保控费风险，饮料市场竞争加剧风险，政策风险。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总成本	42,234	63428	71,026	80,337
营业成本	39,942	59717	66,371	74,721
营业税金及附加	32,164	50,228	56058	62896
销售费用	263	292	327	370
管理费用	5057	6514	7294	8251
研发费用	1699	1966	2202	2490
财务费用	585	571	710	964
资产减值损失	-7	159	-220	-249
其他经营收益	180	-13	0	0
公允价值变动净收益	1901	630	450	500
投资净收益	116	30	0	0
其他收益	1271	200	250	300
资产处置收益	196	400	200	200
营业利润	1	0	0	0
加 营业外收入	4192	4341	5105	6116
减 营业外支出	198	120	250	250
利润总额	15	10	52	52
减 所得税	4375	4451	5303	6314
净利润	485	737	796	947
减 少数股东损益	3890	3714	4508	5367
归母公司所有者的净利润	93	291	346	412
基本每股收益(元)	3798	3423	4162	4954
PE（倍）	2.34	2.11	2.56	3.05

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn