

# 云南白药 (000538.SZ)

## 业绩符合预期，投资收益增厚明显

**事件:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年全年收入 327.43 亿元, 同比+10.4%; 归母净利润 55.16 亿元, 同比+31.8%; 扣非后归母净利润 28.99 亿元, 同比+26.6%。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 39 元(含税)。

公司披露 2021 年员工持股计划, 以 2020 年公司回购的 1670 万股(占公司股本 1.31%)授予不超过 1400 名员工, 其中董监高 15 人, 合计认购 41.98% 份额, 授予价格为 70.19 元/股, 锁定期为 12 个月。

**业绩符合预期, 投资相关收益贡献明显。** 公司 2020 年收入增速 10.4%, 归母净利润增速 31.9%, 与我们此前预期一致; 扣非归母净利润增速 26.6%, 略低于我们此前的预期。2020 年, 公司投资净收益和公允价值变动净收益分别为 3.9 亿元和 22.4 亿元, 两者之和相比 2019 年增加 9.4 亿元, 对公司业绩增厚贡献明显。

**主业在疫情下表现稳健, 21 年有望加速增长。** 2020 年公司工业销售 117.2 亿元, 同比+6.3%; 商业销售收入 209.7 亿元, 同比+13.1%。根据披露的子公司及母公司数据, 我们测算的各业务板块情况为: 健康产品(牙膏为主)收入 53.9 亿元, 同比+15.1%, 净利润约 18.9 亿元, 同比+16.8%, 公司牙膏 20 年末市场占有率达到 22.2%, 稳居国内第一; 药品和中药资源收入约 58 亿元, 同比基本持平; 省医药(商业为主)收入 214.6 亿元, 同比+12.9%, 净利润 6.4 亿元, 同比+28.5%。考虑到公司 20 年合同负债因期末预收货款增加而增加了约 16.5 亿元(相比 20Q3 末), 可能有部分收入可能递延至 21 年确认, 公司总体业务情况符合预期。

**投资相关收益增厚主要来源与权益产品。** 公司 2020 年充分利用了二级市场投资机会以及充裕资金优势, 实现 22.0 亿元证券公允价值变动损益, 其中小米集团收益 15.2 亿元, 伊利股份收益 2.5 亿元, 红塔证券收益 2.4 亿元。2020 年末公司货币资金 152.8 亿元, 交易性金融资产 112.3 亿元, 资金实力雄厚, 为公司的新业务拓展和外延并购奠定坚实基础。

**持续激励保持公司增长动力。** 公司 2021 年新一轮的员工持股计划相对于 2020 的员工持股, 覆盖面更广(1400 人 VS 485 人), 授予股权量更多(1670 万股 VS 330 万股), 授予价格更高(70 元 VS 37 元), 有望激发广大核心员工的工作热情。此外, 公司的激励基金(如业绩达标, 提取业绩增量的 15% 授予管理层和业务骨干)、期权激励(计划授予 1 位对象 120 万份, 行权价格 123.32 元/股, 有效期 48 个月)在员工持股基础上, 进一步增强激励力度。

**聚焦骨伤科及医美领域值得期待。** 公司提出在骨伤科综合解决方案、医学美容综合解决方案、天然药用资源开发等重点发展领域发力; 20 年, 公司和日本 POLA 签约, 在天然植物护肤品研发深度合作; ToC 终端白药生活+全国开店 18 家; 与 IBM 合作建造医疗、人工智能、信息技术平台; 美肤 BU 向综合订制肌肤健康管理方案迈进。在强大的品牌、资金、平台优势下后续发展可期。

**盈利预测:** 我们预计 2021-2023 公司归母净利润分别为 61.5, 67.4, 74.9 亿元, 对应增速 11.5%, 9.6%, 11.1%, 对应 PE 为 28/25/23X。公司在持续激励下, 经营活力有望继续增强, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 牙膏增速减缓; 激励效果不及预期; 新业务开展进度不及预期。

| 财务指标          | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 29,665 | 32,743 | 36,735 | 40,800 | 44,918 |
| 增长率 yoy (%)   | 11.1   | 10.4   | 12.2   | 11.1   | 10.1   |
| 归母净利润(百万元)    | 4,184  | 5,516  | 6,152  | 6,742  | 7,488  |
| 增长率 yoy (%)   | 26.5   | 31.8   | 11.5   | 9.6    | 11.1   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 3.28   | 4.32   | 4.82   | 5.28   | 5.86   |
| 净资产收益率(%)     | 11.0   | 14.4   | 15.5   | 15.9   | 16.2   |
| P/E(倍)        | 40.9   | 31.0   | 27.8   | 25.4   | 22.9   |
| P/B(倍)        | 4.5    | 4.5    | 4.4    | 4.1    | 3.7    |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入(维持)

#### 股票信息

|                |            |
|----------------|------------|
| 行业             | 中药         |
| 前次评级           | 买入         |
| 最新收盘价          | 134.04     |
| 总市值(百万元)       | 171,223.14 |
| 总股本(百万股)       | 1,277.40   |
| 其中自由流通股(%)     | 47.14      |
| 30 日日均成交量(百万股) | 4.58       |

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

##### 分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

#### 相关研究

- 《云南白药(000538.SZ): 大幅提高回购价格, 回购及员工持股进度有望加快》2020-12-11
- 《云南白药(000538.SZ): 业绩超出预期, 主业增长稳健, 投资增厚利润》2020-10-29
- 《云南白药(000538.SZ): 业绩略超预期, 核心主业表现稳健》202008-31



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 44701 | 49261 | 48948 | 51912 | 57463 |
| 现金             | 12994 | 15280 | 13772 | 16112 | 19652 |
| 应收票据及应收账款      | 3846  | 6582  | 6777  | 8334  | 9281  |
| 其他应收款          | 399   | 288   | 399   | 288   | 399   |
| 预付账款           | 578   | 465   | 705   | 595   | 836   |
| 存货             | 11747 | 10990 | 11640 | 10927 | 11640 |
| 其他流动资产         | 15138 | 15656 | 15656 | 15656 | 15656 |
| <b>非流动资产</b>   | 4957  | 5959  | 6194  | 6429  | 6654  |
| 长期投资           | 317   | 329   | 347   | 366   | 384   |
| 固定资产           | 2010  | 3098  | 3310  | 3500  | 3674  |
| 无形资产           | 538   | 535   | 570   | 614   | 653   |
| 其他非流动资产        | 2090  | 1996  | 1967  | 1949  | 1943  |
| <b>资产总计</b>    | 49658 | 55219 | 55142 | 58342 | 64118 |
| <b>流动负债</b>    | 9615  | 15637 | 14342 | 14616 | 16755 |
| 短期借款           | 0     | 1965  | 393   | 472   | 566   |
| 应付票据及应付账款      | 6244  | 6316  | 7709  | 7824  | 9277  |
| 其他流动负债         | 3371  | 7356  | 6240  | 6320  | 6912  |
| <b>非流动负债</b>   | 1944  | 1239  | 1296  | 1321  | 1314  |
| 长期借款           | 917   | 37    | 93    | 119   | 112   |
| 其他非流动负债        | 1027  | 1202  | 1202  | 1202  | 1202  |
| <b>负债合计</b>    | 11558 | 16875 | 15638 | 15937 | 18069 |
| 少数股东权益         | 162   | 291   | 281   | 272   | 260   |
| 股本             | 1277  | 1277  | 1277  | 1277  | 1277  |
| 资本公积           | 17420 | 17655 | 17655 | 17655 | 17655 |
| 留存收益           | 19244 | 20928 | 21483 | 22114 | 22802 |
| 归属母公司股东权益      | 37938 | 38053 | 39223 | 42133 | 45789 |
| <b>负债和股东权益</b> | 49658 | 55219 | 55142 | 58342 | 64118 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2105   | 3829  | 4400  | 4833  | 6098  |
| 净利润            | 4173   | 5511  | 6142  | 6733  | 7476  |
| 折旧摊销           | 177    | 189   | 216   | 242   | 269   |
| 财务费用           | -63    | -232  | -178  | -215  | -277  |
| 投资损失           | -1470  | -392  | -557  | -407  | -447  |
| 营运资金变动         | -1045  | 560   | -23   | -441  | 26    |
| 其他经营现金流        | 332    | -1807 | -1200 | -1080 | -950  |
| <b>投资活动现金流</b> | 13966  | 1086  | 1306  | 1009  | 903   |
| 资本支出           | 783    | 486   | 217   | 217   | 207   |
| 长期投资           | 12790  | 1409  | -18   | -11   | -18   |
| 其他投资现金流        | 27540  | 2982  | 1504  | 1215  | 1091  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -9341  | -2978 | -7214 | -3502 | -3461 |
| 短期借款           | 0      | 1965  | -1572 | 79    | 94    |
| 长期借款           | 914    | -880  | 57    | 25    | -7    |
| 普通股增加          | 236    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 16173  | 235   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -26664 | -4299 | -5698 | -3606 | -3548 |
| <b>现金净增加额</b>  | 6737   | 1934  | -1508 | 2340  | 3540  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 29665 | 32743 | 36735 | 40800 | 44918 |
| 营业成本            | 21191 | 23656 | 26415 | 29256 | 32209 |
| 营业税金及附加         | 144   | 165   | 185   | 205   | 226   |
| 营业费用            | 4156  | 3795  | 4001  | 4239  | 4443  |
| 管理费用            | 957   | 860   | 551   | 530   | 539   |
| 研发费用            | 174   | 181   | 203   | 226   | 248   |
| 财务费用            | -63   | -232  | -178  | -215  | -277  |
| 资产减值损失          | -201  | -125  | -195  | -186  | -222  |
| 其他收益            | 218   | 179   | 90    | 90    | 90    |
| 公允价值变动收益        | 227   | 2240  | 1200  | 1080  | 950   |
| 投资净收益           | 1470  | 392   | 557   | 407   | 447   |
| 资产处置收益          | 12    | 14    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 4743  | 6812  | 7601  | 8321  | 9238  |
| 营业外收入           | 12    | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 29    | 19    | 30    | 20    | 20    |
| <b>利润总额</b>     | 4726  | 6801  | 7579  | 8309  | 9227  |
| 所得税             | 553   | 1290  | 1438  | 1576  | 1750  |
| <b>净利润</b>      | 4173  | 5511  | 6142  | 6733  | 7476  |
| 少数股东损益          | -11   | -5    | -11   | -9    | -11   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4184  | 5516  | 6152  | 6742  | 7488  |
| EBITDA          | 4574  | 6653  | 7433  | 8133  | 8994  |
| EPS (元)         | 3.28  | 4.32  | 4.82  | 5.28  | 5.86  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 11.1  | 10.4  | 12.2  | 11.1  | 10.1  |
| 营业利润(%)         | 23.8  | 43.6  | 11.6  | 9.5   | 11.0  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 26.5  | 31.8  | 11.5  | 9.6   | 11.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 28.6  | 27.8  | 28.1  | 28.3  | 28.3  |
| 净利率(%)          | 14.1  | 16.8  | 16.7  | 16.5  | 16.7  |
| ROE(%)          | 11.0  | 14.4  | 15.5  | 15.9  | 16.2  |
| ROIC(%)         | 9.8   | 12.5  | 14.4  | 14.6  | 14.9  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 23.3  | 30.6  | 28.4  | 27.3  | 28.2  |
| 净负债比率(%)        | -29.4 | -29.9 | -31.3 | -34.4 | -39.2 |
| 流动比率            | 4.6   | 3.2   | 3.4   | 3.6   | 3.4   |
| 速动比率            | 2.7   | 2.1   | 2.2   | 2.5   | 2.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 6.7   | 6.3   | 5.5   | 5.4   | 5.1   |
| 应付账款周转率         | 3.6   | 3.8   | 3.8   | 3.8   | 3.8   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 3.28  | 4.32  | 4.82  | 5.28  | 5.86  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.65  | 3.00  | 3.44  | 3.78  | 4.77  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 29.70 | 29.79 | 30.71 | 32.98 | 35.85 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 40.9  | 31.0  | 27.8  | 25.4  | 22.9  |
| P/B             | 4.5   | 4.5   | 4.4   | 4.1   | 3.7   |
| EV/EBITDA       | 33.1  | 22.4  | 19.9  | 17.9  | 15.8  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com