

公司研究

收入逐季走高，大健康板块加速增长

——云南白药（000538.SZ）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：124.81 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S09305171110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.77
总市值(亿元):	1594.32
一年最低/最高(元):	78.81/163.28
近3月换手率:	47.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.80	11.36	20.82
绝对	-5.07	11.44	58.19

资料来源：Wind

相关研报

工商业收入稳健增长，产业布局宏图初现——云南白药（000538.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-29）

扣非净利润增速环比大幅改善，期待激励完成后重新起航——云南白药（000538.SZ）2020 年一季报点评（2020-04-29）

要点

事件：

公司发布 2020 年报，营业收入 327.43 亿元，同比+10.38%；归母净利润 55.16 亿元，同比+31.85%；归母净利润增速高于营收增速，主要是因 26 亿元的投资收益；扣非归母净利润 29.00 亿元，同比+26.63%；经营性净现金流 38.29 亿元，同比+81.92%；EPS 4.32 元。业绩符合市场预期。

点评：

疫情影响渐退，收入逐季走高，短期税率调整及各项费用影响 Q4 经营性业绩：

2020Q1~Q4 单季营业收入分别为 77.43/77.50/84.38/88.12 亿元，分别同比 +10.53%/+12.46%/+8.89%/+9.89%，整体看随着疫情影响逐渐消退，销售端逐渐恢复，收入逐季走高；归母净利润 12.82/11.72/17.99/12.63 亿元，分别同比 -34.48%/+303.76%/+38.95%/+96.80%；扣非归母净利润为 10.54/7.94/13.36/-2.86 亿元，Q4 单季扣非利润端为负主要是母公司所得税率调整（短期税率调高至 25%，预计影响 2 亿多元利润）、年底集中计提销售费用（环比 Q3 增加 2 亿元）、以及实施员工持股与股票期权激励等带来的管理费用大幅增长（环比 Q3 增加 4.4 亿元）综合影响所致。

大健康板块加速增长，药品略受疫情影响：分业务板块看，药品工业（以母公司计算）营收 57.25 亿元，同比-2.17%，主要是产品销售受疫情影响；大健康板块营收 53.87 亿元，同比+15.38%，净利润 18.94 亿元，同比+16.91%，呈现明显加速趋势，预计口腔、美肤、洗护等 3 大 BU 产品集群销售均加速，其中云南白药牙膏市场份额持续稳居全国第一，市场占有率已达 22.2%，且成立了“云南白药口腔健康医学研究中心”，公司将全方位提供口腔健康数字化智能护理及治疗解决方案。商业收入 214.63 亿元，同比+12.81%，净利润 6.35 亿元，同比+28.28%，估计主要是防疫相关物资、药品等拉动收入增长。

产业布局宏图初现，长效激励机制完善：2020 年公司相继成立了北京大学-云南白药国际医学研究中心、上海国际中心、美肤业务实体企业、海南国际中心等，围绕公司中长期重点布局骨伤科、医美等领域的战略规划，以新产品引进和医学研究中心构建为突破，及时切入优质赛道。同时 2020 年公司投资并购逐步加快实施，通过收购具有竞争力、协同效应和市场发展前景的标的，衍生发展产业链，孵化培育新业务，如通过增资并受让部分股权取得金健桥公司 70% 股权。同时公司相继完成了股票期权激励计划、回购股份用于员工激励计划，长效激励机制将充分调动核心骨干能动性，激发公司活力，提升公司整体价值。

盈利预测、估值与评级：公司长期战略目标宏伟，长效激励机制完善后加速推进内生挖潜+外延，未来前景广阔。考虑到公司业务从疫情的影响中迅速恢复和大健康板块的加速增长趋势，上调 2021-2022 年 EPS 预测为 4.33/5.03 元（原预测为 4.09/4.77 元，分别上调 6%/5%），新增预测 2023 年 EPS 为 5.73 元，当前股价对应 PE 为 29/25/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：激励实施进度不达预期；新业务拓展不达预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	29,665	32,743	37,287	42,107	46,972
营业收入增长率	11.07%	10.38%	13.88%	12.93%	11.55%
净利润 (百万元)	4,184	5,516	5,536	6,422	7,321
净利润增长率	26.53%	31.85%	0.36%	16.00%	14.00%
EPS (元)	3.28	4.32	4.33	5.03	5.73
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.03%	14.50%	14.34%	15.85%	17.19%
P/E	38	29	29	25	22
P/B	4.2	4.2	4.1	3.9	3.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-03-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	29,665	32,743	37,287	42,107	46,972
营业成本	21,191	23,656	26,880	30,168	33,515
折旧和摊销	160	168	290	306	320
税金及附加	144	165	205	231	258
销售费用	4,156	3,795	4,139	4,632	4,932
管理费用	957	860	969	1,081	1,192
研发费用	174	181	225	275	330
财务费用	-63	-232	-42	-52	-68
投资收益	1,470	392	400	408	416
营业利润	4,743	6,812	6,498	7,535	8,589
利润总额	4,726	6,801	6,486	7,524	8,578
所得税	553	1,290	966	1,121	1,278
净利润	4,173	5,511	5,520	6,403	7,300
少数股东损益	-11	-5	-16	-18	-21
归属母公司净利润	4,184	5,516	5,536	6,422	7,321
EPS (元)	3.28	4.32	4.33	5.03	5.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,105	3,829	3,064	5,355	6,345
净利润	4,184	5,516	5,536	6,422	7,321
折旧摊销	160	168	290	306	320
净营运资金增加	5,396	-2,503	2,804	988	918
其他	-7,635	648	-5,566	-2,361	-2,214
投资活动产生现金流	13,966	1,086	577	1,219	1,205
净资本支出	-770	-471	-250	-250	-250
长期投资变化	317	329	0	0	0
其他资产变化	14,419	1,228	827	1,469	1,455
融资活动现金流	-9,341	-2,978	-7,803	-4,445	-5,151
股本变化	236	0	0	0	0
债务净变化	-885	2,003	-2,883	0	0
无息负债变化	1,988	3,314	33	1,439	1,440
净现金流	6,737	1,934	-4,162	2,129	2,399

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.6%	27.8%	27.9%	28.4%	28.6%
EBITDA 率	12.4%	13.9%	13.8%	14.8%	15.6%
EBIT 率	11.8%	13.4%	13.1%	14.1%	14.9%
税前净利润率	15.9%	20.8%	17.4%	17.9%	18.3%
归母净利润率	14.1%	16.8%	14.8%	15.3%	15.6%
ROA	8.4%	10.0%	10.4%	11.4%	12.2%
ROE (摊薄)	11.0%	14.5%	14.3%	15.9%	17.2%
经营性 ROIC	12.9%	16.5%	16.8%	19.8%	22.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	23%	31%	27%	28%	28%
流动比率	4.65	3.15	3.66	3.53	3.44
速动比率	3.43	2.45	2.73	2.64	2.58
归母权益/有息债务	41.39	13.03	1054.83	1106.83	1163.66
有形资产/有息债务	53.05	18.52	1411.12	1500.95	1595.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	49,658	55,219	52,907	56,231	59,730
货币资金	12,994	15,280	11,118	13,247	15,646
交易性金融资产	8,821	11,229	11,229	11,229	11,229
应收帐款	2,038	3,554	3,314	2,994	2,672
应收票据	1,808	3,027	3,384	3,821	4,263
其他应收款 (合计)	399	288	439	397	354
存货	11,747	10,990	11,930	12,728	13,439
其他流动资产	6,317	4,427	4,655	4,896	5,139
流动资产合计	44,701	49,261	46,779	50,109	53,628
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	317	329	347	347	347
固定资产	2,009	3,097	3,035	2,920	2,796
在建工程	970	387	395	402	406
无形资产	538	535	658	694	730
商誉	33	33	33	33	33
其他非流动资产	59	43	58	58	58
非流动资产合计	4,957	5,959	6,128	6,122	6,102
总负债	11,558	16,875	14,025	15,464	16,904
短期借款	0	1,965	0	0	0
应付账款	4,591	4,637	5,737	6,438	7,153
应付票据	1,653	1,679	2,008	2,254	2,504
预收账款	1,166	2	889	1,004	1,120
其他流动负债	80	243	460	668	856
流动负债合计	9,615	15,637	12,766	14,183	15,601
长期借款	4	37	37	37	37
应付债券	913	0	0	0	0
其他非流动负债	232	246	266	288	310
非流动负债合计	1,944	1,239	1,259	1,281	1,303
股东权益	38,100	38,344	38,882	40,767	42,826
股本	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277
公积金	18,833	19,742	19,742	19,742	19,742
未分配利润	17,831	18,841	19,395	21,299	23,379
归属母公司权益	37,938	38,053	38,607	40,510	42,590
少数股东权益	162	291	276	257	236

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.01%	11.59%	11.10%	11.00%	10.50%
管理费用率	3.23%	2.63%	2.60%	2.57%	2.54%
财务费用率	-0.21%	-0.71%	-0.11%	-0.12%	-0.14%
研发费用率	0.59%	0.55%	0.60%	0.65%	0.70%
所得税率	12%	19%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	3.00	3.90	3.54	4.10	4.68
每股经营现金流	1.65	3.00	2.40	4.19	4.97
每股净资产	29.70	29.79	30.22	31.71	33.34
每股销售收入	23.22	25.63	29.19	32.96	36.77

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	29	29	25	22
PB	4.2	4.2	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	40.0	31.8	28.4	23.3	19.7
股息率	2.4%	3.1%	2.8%	3.3%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------