

## 消费龙头地位稳固，多元化拓宽领域

### ——云南白药（000538）年报点评

#### 核心观点：

- **事件** 2020年公司实现营收327.43亿元，同比增长10.38%；实现归母净利润55.16亿元，同比增长31.85%；实现扣非归母净利润28.99亿元，同比增长26.63%，实现EPS 4.32元。
- **公司业绩受股票投资影响较大，扣非净利润重回增长** 公司2020年收入增长10.38%，连续多年保持稳健增长。公司2020年实现归母净利润55.16亿元，扣非归母净利润28.99亿元，两者相差较大是因为公司投资股票带来的非经常性收益较大。公司扣非归母净利润在2019年短暂下滑后，2020年重回增长。
- **快消品牌龙头地位稳固，牙膏市占率持续提升** 截至2020年末，日化板块收入占公司收入比为16.45%，归母净利润占公司比为34.34%。云南白药牙膏市场份额持续稳居全国第一，2020年末市场占有率达到22.2%，市占率进一步提升。
- **持续多元化发展，布局器械及医美等领域** 公司通过增资并受让部分股权，取得骨科器械公司金健桥70%股权，整合骨科器械业务。公司计划未来在AI皮肤检测、全植物安全护肤、精准解决方案等方面将持续突破，探索医美领域增长极。
- **投资建议** 我们看好公司未来的发展前景。首先，我们看好公司日化产品量价齐升的潜力。公司经营以牙膏等日化产品为主的大众快消品，大众快消品属于刚需，提价幅度抗通胀。大众快消品消费升级本质是强势品牌的“马太效应”，市占率较高或广告名气大的产品更有潜力提高市占率。其次，我们看好公司多元化的发展前景。公司中长期战略布局骨科器械以及医美领域有望打造新的增长极。我们预测2021-2023年归母净利润为55.86/56.23/57.43亿元，对应EPS为4.37/4.40/4.50元，对应PE为28/28/27倍。给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示** 公司投资股票大幅亏损的风险，工业大麻使用受限的风险，市场竞争加剧的风险等

#### 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32742.77	36390.02	40241.76	44273.28
收入增长率%	10.38%	11.14%	10.58%	10.02%
净利润(百万元)	5516.07	5585.65	5623.25	5743.01
净利润增长率%	31.85%	1.26%	0.67%	2.13%
EPS(元)	4.318	4.373	4.402	4.496
PE	28.39	28.04	27.85	27.27
PB	4.12	3.88	3.68	3.49
EV/EBITDA(X)	21.18	19.75	19.09	18.13
ROIC	11.12%	12.83%	14.99%	14.98%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 云南白药（000538.SZ）

### 谨慎推荐 首次评级

#### 分析师

孟令伟

☎：010-80927652

✉：menglingwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070001

刘晖

☎：010-80927655

✉：liuhui\_yj@chinastock.com.cn

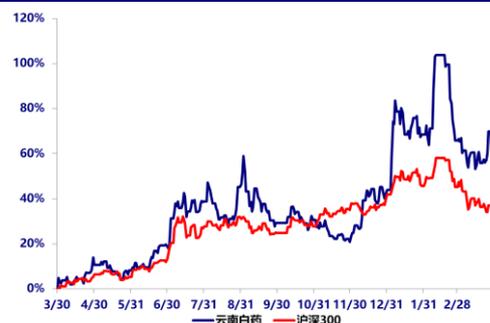
分析师登记编码：S0130520080003

#### 市场数据

2021-03-30

A股收盘价(元)	122.60
A股一年内最高价(元)	163.28
A股一年内最低价(元)	78.81
沪深300	5094.73
总股本(万股)	127740.33

#### 相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

## 目 录

一、事件 .....	1
二、我们的观点 .....	1
(一) 公司业绩受股票投资影响较大，扣非净利润重回增长 .....	1
(二) 快消品龙头地位稳固，产品矩阵立体化发展 .....	1
(三) 持续多元化发展，布局器械及医美等领域 .....	2
三、投资建议 .....	3
四、风险提示 .....	3
五、附录 .....	4

## 一、事件

2020 年公司实现营收 327.43 亿元，同比增长 10.38%；实现归母净利润 55.16 亿元，同比增长 31.85%；实现扣非归母净利润 28.99 亿元，同比增长 26.63%，实现 EPS 4.32 元。

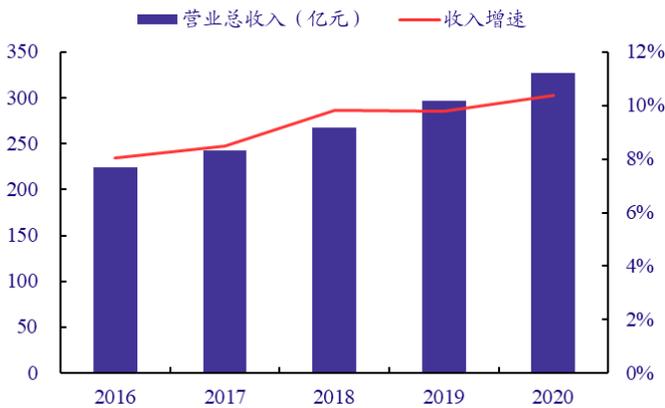
## 二、我们的观点

### （一）公司业绩受股票投资影响较大，扣非净利润重回增长

**公司收入稳健增长，日化收入增速有所恢复。**公司 2020 年收入增长 10.38%，连续多年保持稳健增长。自 2015 年至今，公司收入增速一直保持 8-10% 左右的增长水平，疫情影响下收入增速仍达到 2015 年以来新高，体现公司业务韧性。代表公司日化板块的健康产品公司 2020 年收入增速 15.38%，利润增速 16.91%，相比该公司 2019 年的个位数增速，日化板块增长有所恢复。

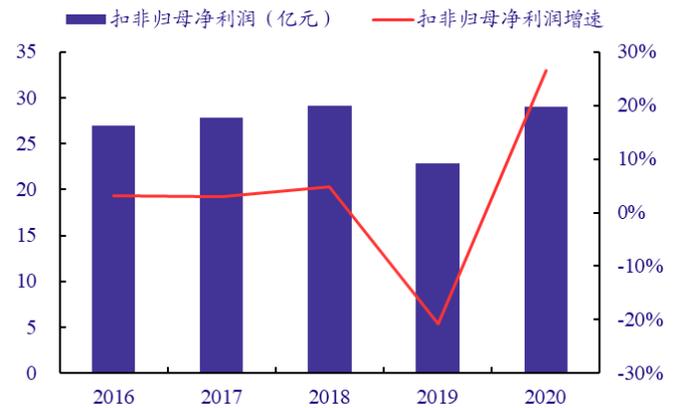
**扣非归母净利润重回增长。**公司 2020 年实现归母净利润 55.16 亿元，扣非归母净利润 28.99 亿元，两者相差较大是因为公司投资股票带来的非经常性收益较大。公司扣非归母净利润在 2019 年短暂下滑后，2020 年重回增长。

图 1：云南白药近年来收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：云南白药近年来扣非归母净利润（亿元）及增速



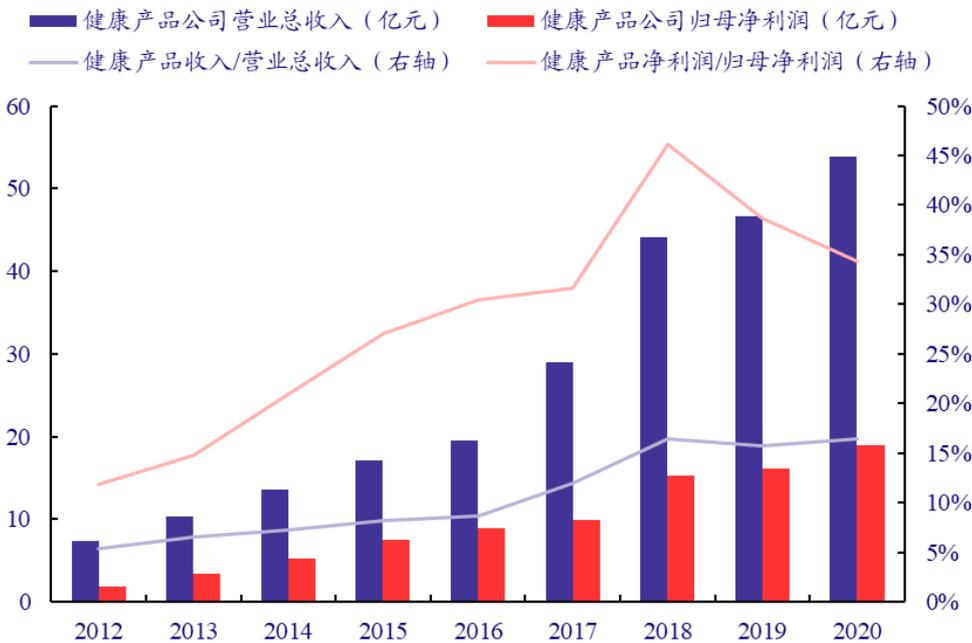
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （二）快消品龙头地位稳固，产品矩阵立体化发展

**公司快消品牌龙头地位稳固，牙膏市占率持续提升。**云南白药集团下设全资子公司云南白药集团健康产品有限公司，经营口腔清洁用品生产和销售。该子公司的收入和利润代表了包括牙膏在内的日化板块经营成果。近年来，公司日化板块收入占公司比例不断提升。由于母公司收入还包含净利率很低的医药商业板块，日化板块贡献的净利润占比远超过收入占比。截至 2020 年末，日化板块收入占公司收入比为 16.45%，归母净利润占公司比为 34.34%。云南白药牙膏市场份额持续稳居全国第一，2020 年末市场占有率达到 22.2%，市占率进一步

提升。

图 3: 云南白药健康产品公司收入和利润以及占全公司比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**围绕健康护理主线，产品矩阵立体化发展。**从单瓶的白药散剂，到涵盖中成药、化药、医疗器械、健康个护产品、中药养生类产品等多个品类的产品族群，公司产品已经实现了产品立体化、产业跨界化、消费多元化的全新布局。公司在夯实牙膏产品品牌根基的同时，拓展以漱口水为代表的口腔护理产品，逐步完成从牙膏强势品牌向口腔护理强势品牌的发展里程；洗护产品在完成品牌梳理和调整的基础上，积小为大实现全面破冰；美妆产品在夯实采之汲品牌定位“提供消费者定制化的肌肤问题解决及护理方案”稳步增长的同时，开展产品和营销模式的双重创新和探索。

### (三) 持续多元化发展，布局器械及医美等领域

**公司增资收购金健桥，整合骨科器械平台。**公司通过增资并受让部分股权，取得骨科器械公司金健桥 70%股权，短期内继续放大金健桥现有业务量，同时与公司器械业务板块整合以承接器械项目的研发、生产及销售业务。骨科赛道是一个高增量和高成长的市场，具有诊疗方式固化、疾病认知较为充分、扩张能力较强等特征。我国老龄化社会进程中日渐凸显的中老年人关节退化问题、运动损伤问题及中美关节手术渗透率差距大等现实因素为骨科器械带来了确定性的成长空间。虽然目前国内高端市场大部分骨科器械被外资品牌占据，但随着医保政策的倾斜以及国产品牌技术积累，该赛道的市场竞争态势正在生变，进口替代效应会逐渐显现。

**公司布局医美领域，探索新增长极。**公司计划未来在 AI 皮肤检测、全植物安全护肤、精准解决方案等方面将持续突破，探索医美领域增长极。医美具有医疗和消费双重属性，近年在

国内一直保持高速增长。公开数据显示，医美行业的渗透率在美国达到了 12.6%，在巴西是 11.6%，而在中国，目前仅有不足 2%，相较于这些医美成熟国家，当下国内该赛道依然有至少 5 倍以上的发展空间，加之中国人均 GDP 超过 1 万美元，将促使医美行业取得长足发展。

### 三、投资建议

我们看好公司未来的发展前景。首先，我们看好公司日化产品量价齐升的潜力。公司经营以牙膏等日化产品为主的大众快消品，大众快消品属于刚需，提价幅度抗通胀。大众快消品消费升级本质是强势品牌的“马太效应”，市占率较高或广告名气大的产品更有潜力提高市占率。其次，我们看好公司多元化的发展前景。公司中长期战略布局骨科器械以及医美领域有望打造新的增长极。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 55.86/56.23/57.43 亿元，对应 EPS 为 4.37/4.40/4.50 元，对应 PE 为 28/28/27 倍。给予“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示

公司投资股票大幅亏损的风险，工业大麻使用受限的风险，市场竞争加剧的风险等

## 五、附录

**附表 1. 主要财务指标**

指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	26708.21	29664.67	32742.77	36390.02	40241.76	44273.28
营业收入增长率	9.84%	11.07%	10.38%	11.14%	10.58%	10.02%
净利润 (百万元)	3306.56	4183.73	5516.07	5585.65	5623.25	5743.01
净利润增长率	5.14%	26.53%	31.85%	1.26%	0.67%	2.13%
EPS (元)	2.589	3.275	4.318	4.373	4.402	4.496
P/E	47.36	37.43	28.39	28.04	27.85	27.27
P/B	7.92	4.13	4.12	3.88	3.68	3.49
EV/EBITDA	29.36	29.69	21.18	19.75	19.09	18.13

资料来源：中国银河证券研究院

**附表 2: 公司财务报表 (百万元)**

报表预测 (百万元)						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26708.21	29664.67	32742.77	36390.02	40241.76	44273.28
减: 营业成本	18549.43	21191.36	23655.88	26382.76	29226.18	32151.65
营业税金及附加	176.25	143.65	164.63	182.97	202.33	222.60
营业费用	3921.59	4156.30	3795.03	4002.90	4024.18	4427.33
管理费用	312.07	957.46	860.45	909.75	1006.04	1106.83
研发费用	110.30	173.89	181.08	201.25	222.56	244.85
财务费用	163.31	-62.80	-231.95	-257.78	-285.07	-313.63
资产减值损失	58.07	-200.98	-125.48	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	282.13	1470.47	392.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	41.71	226.84	2240.37	1900.00	1300.00	1000.00
其他经营损益	-52.23	-374.87	-306.56	0.00	0.00	0.00
营业利润	3799.09	4802.13	6950.18	6868.18	7145.54	7433.64
加: 其他非经营损益	111.67	271.46	220.46	220.46	220.46	220.46
利润总额	3910.76	5073.59	7170.65	6868.18	7145.54	7433.64
减: 所得税	529.21	593.75	1361.58	1250.20	1462.72	1602.60
净利润	3381.55	4479.84	5809.06	-6647.71	-6925.08	-7213.18
减: 少数股东损益	-16.82	-10.68	-5.04	-4.99	-5.03	-5.13
归属母公司股东净利润	3306.56	4183.73	5516.07	5585.65	5623.25	5743.01
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3017.13	12994.21	15279.73	16375.51	18108.79	19922.97
交易性金融资产	7264.84	8821.14	11228.74	13000.00	14300.00	15300.00
应收和预付款项	5952.77	4822.57	7334.59	5787.44	8628.25	7151.34
其他应收款 (合计)	6803.76	5808.39	13894.85	6803.76	5808.39	13894.85

存货	9994.01	11746.86	10990.35	11000.00	11000.00	11000.00
其他流动资产	8319.59	15137.73	15656.22	26910.33	28210.33	29210.33
长期股权投资	1.11	317.46	328.95	328.95	328.95	328.95
金融资产投资	12423.47	12463.47	12463.47	12423.47	12463.47	12463.47
投资性房地产	0.22	0.66	0.55	0.20	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2325.80	2980.64	3485.42	3672.27	3860.95	4060.53
无形资产和开发支出	325.40	571.69	568.43	483.79	399.15	314.51
其他非流动资产	-11980.81	-11059.78	-10559.30	-40496.54	-40715.40	-49686.92
资产总计	30377.59	49658.05	55219.45	64619.76	70579.63	72031.86
短期借款	0.00	0.00	1965.44	1214.17	3183.99	2014.60
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	8387.29	9534.58	12505.04	12139.22	13271.11	12938.69
长期借款	2.50	916.53	36.60	0.00	0.00	0.00
其他负债	2065.31	1107.03	4333.79	37554.65	39639.30	47326.48
负债合计	10455.10	11558.14	16875.43	14011.44	17113.15	15611.33
股本	1041.40	1277.40	1277.40	1277.40	1277.40	1277.40
资本公积	1247.22	17420.06	15847.44	15847.44	15847.44	15847.44
留存收益	17493.38	19240.63	20927.71	23189.78	25467.08	27792.89
归属母公司股东权益	19782.00	37938.10	38052.55	40314.63	42591.93	44917.73
少数股东权益	140.49	161.81	291.47	286.48	281.45	276.32
股东权益合计	19922.49	38099.91	38344.02	40601.10	42873.38	45194.05
负债和股东权益合计	30377.59	49658.05	55219.45	54612.54	59986.53	60805.37
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
经营性现金净流量	2629.81	2104.74	3828.91	4973.75	3018.21	6314.40
投资性现金净流量	-858.81	13966.26	1086.49	-123.39	-272.14	-302.14
筹资性现金净流量	-1619.82	-9340.68	-2978.44	-3754.58	-1012.79	-4198.08
现金流量净额	152.80	6737.08	1933.52	1095.78	1733.28	1814.18

资料来源：中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 云南白药近年来收入 (亿元) 及增速.....	1
图 2: 云南白药近年来扣非归母净利润 (亿元) 及增速.....	1
图 3: 云南白药健康产品公司收入和利润以及占全公司比重.....	2

## 表格目录

附表 1. 主要财务指标.....	4
附表 2: 公司财务报表 (百万元) .....	4

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn