

# 云南白药 (000538.SZ)

## 扣非业绩高增长符合预期，短期投资损益不改公司整体向好趋势

**事件：**公司发布2021年一季报。2021Q1，公司收入103.28亿元，同比+33.38%，归母净利润7.63亿，同比-40.48%，扣非归母净利润13.65亿元，同比+29.42%。

**扣非归母净利润高增长复合预期，归母净利润下滑主要为投资收益影响。**公司21Q1扣非端利润实现29%的同比高增长，收入端实现33%同比增长，符合我们此前的预期，也充分体现了公司主业经营情况良好；归母端利润的下滑主要是由于21Q1公司的权益类投资受二级市场行情波动影响，出现-7.9亿元公允价值变动损益所致。

**主业情况表现优秀，预计四大板块均恢复高水平增长。**公司收入端实现33%的同比增长，从母公司（主要是药品）情况看，21Q1收入16.09亿元，同比+46%；合并报表剔除母公司后收入+31%，结合公司且毛利率与上年同期基本持平，说明公司的高毛利及低毛利业务占比变化不大，基于此我们判断，公司的健康产品事业部（牙膏为主）及省医药（医药商业）均实现了至少20%以上的收入增长，省医药对收入加速贡献可能更大（因省医药应收货款增加，整体营收增加66.53%）。公司的主业向好，一方面可能是公司激励措施实施后员工整体动能增强，另一方面在去年疫情影响消除后，需求端恢复理想；此外，公司20年的部分收入可能有延迟确认到21Q1（从合同负债看，21Q1相比20年底减少约10亿元，主要是药品和健康事业部预收款下降，20Q1同期数字为减少约6亿元），对收入增厚有一定贡献。

**财务指标健康，无需过分担心短期投资损益。**公司21Q1的非经常性损益约-6亿元，其中公允价值变动收益-7.9亿元，信用减值损失1.84亿元，而20Q1公允价值变动收益2.33亿元；从公司的证券投资情况看，21Q1损益较大的分别为小米集团（-6.9亿），伊利股份（-1.1亿），恒瑞医药（-0.82亿元）；公司持有的证券期末价值合计100.97亿元。我们认为公司的金融投资是为了在主业发展的同时，提高闲置资金使用效率（21Q1末公司货币资金149亿元，交易性金融资产99亿元），提高回报率的合理手段，从20年全年情况看，公司公允价值变动净收益22.4亿元，也证明了这一点。20年12月29号，公司公告转让全资子公司大理置业全部股权给源业实业，约定6月30日前完成交割，交易预计给公司带来税前收益约6.3亿元，我们判断，这笔收益将在21Q2的报表进行确认，对冲掉Q1投资损失的影响。

**看好持续激励公司传统业务加速及新业务拓展。**公司2021年新一轮员工持股（规模和覆盖人群更大）、期权激励、叠加此前的激励基金的组合式激励，有望带动公司传统业务加速增长；公司也提出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；公司目前资金充足，品牌、技术、平台优势明显，在新任CEO上任，优秀管理层的带领下，公司的新业务有望在2021年出现积极变化。

**盈利预测：**预计2021-2023年公司归母净利润分别为56.6亿元、65.8亿元、75.6亿元，对应增速分别为2.6%、16.3%、14.9%；EPS分别为4.43元、5.15元、5.92元，对应PE分别为26x、22x、19x。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	5,659	6,582	7,562
增长率 yoy (%)	26.5	31.8	2.6	16.3	14.9
EPS 最新摊薄（元/股）	3.28	4.32	4.43	5.15	5.92
净资产收益率 (%)	11.0	14.4	14.5	15.7	16.6
P/E（倍）	35.1	26.6	26.0	22.3	19.4
P/B（倍）	3.9	3.9	3.8	3.5	3.2

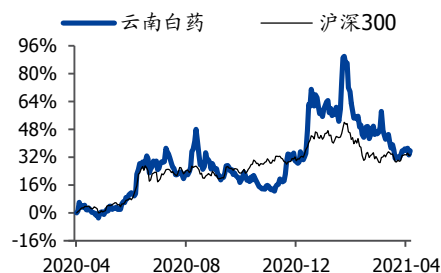
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月27日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	中药
前次评级	买入
04月27日收盘价	115.00
总市值(百万元)	146,901.38
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)	5.09

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号：S0680520080004

邮箱：yangchunyu@gscq.com

#### 相关研究

- 《云南白药 (000538.SZ)：业绩符合预期，投资收益增厚明显》2021-03-28
- 《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





### 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