

2021年04月28日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

34/23

白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买进

21Q1 净利同比增长 37%，为全年净利增长奠定了良好的基础

结论与建议：

- **公司业绩：**公司21Q1实现营收200.5亿元，YOY+18.0%，录得净利润16.3亿元，YOY+37.5%，扣非后净利15.9亿元，YOY+33.2%，公司业绩好于我们的预期。
- **疫情后王老吉产品销售恢复，Q1现金流表现较好：**公司Q1营收快速增长，一方面是20Q1受疫情影响基期较低（21Q1营收YOY-6%，净利YOY-15.9%），另一方面是随着中国疫情的控制，公司医药销售及王老吉凉茶销售都在不断恢复，此外2021年春节时间点上相对2020年春节更晚，王老吉春节旺季渠道备货更多集中在2021年1月，使得公司21Q1经营活动现金流也实现了16.8亿元的净额，为近两年同期最好（20Q1为-34亿元，19Q1为-28亿元）。
- **毛利率微升，费用率下降，推升净利率水平：**公司Q1综合毛利为22.5%，同比小幅提升0.5个百分点，估计主要是王老吉凉茶产品及医药销售恢复，营收占比增加所致；期间费用率为11.2%，同比下降0.4个百分点，主要是营收规模扩大所致。两项因素叠加，推升公司净利率1.1个百分点至8.1%，达到了近两年单季最高。
- **Q1业绩已为全年增长奠定良好基础，看好凉茶及药品销售的继续恢复：**随着疫情控制后销售恢复常态，凉茶及药品销售恢复明显，21Q1净利较疫情前的19Q1约有16%的增长，并且净利规模已相当于2019年的一半，考虑到凉茶销售的季节性因素，Q1业绩以为全年业绩增长奠定良好的基础。我们预计王老吉凉茶在后续的夏季及中秋国庆双节中也将会有较好的表现，医药板块则随着10多个巨星品种项目及疫情防控相关产品的培育，预计也将实现较快的增长。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2021/2022年分别实现净利润38.9亿元/46.8亿元，YOY分别+33.6%/+20.1%，EPS分别为2.39元/2.88元，A股对应PE分别为12倍/10倍，H股对应PE分别为7倍/5倍。公司业绩疫情后恢复明显，目前A/H估值均较低，给与“买进”的投资建议。

■ **风险提示：**王老吉凉茶销售竞争加剧，南药板块销售增长不及预期，减持

公司基本信息

產業別	医药生物		
A 股价(2021/4/28)	27.99		
上证指数(2021/4/28)	14264.08		
股價 12 個月高/低	38.31/26.97		
總發行股數(百萬)	1625.79		
A 股數(百萬)	1405.89		
A 市值(億元)	393.51		
主要股東	广州医药集团有限公司 (45.04%)		
每股淨值(元)	17.08		
股價/賬面淨值	1.64		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	-0.4	-1.5	-6.5

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-08-26	37.70	买入

产品组合

大南药	22.8%
大健康	22.5%
大商业	53.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.9%
一般法人	67.4%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3441	3189	2915	3894	4675
同比增减	%	66.90	-7.33	-8.58	33.56	20.06
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.12	1.96	1.79	2.39	2.88
同比增减	%	66.88	-7.33	-8.57	33.57	20.06
A 股市盈率 (P/E)	X	13.23	14.27	15.61	11.69	9.73
H 股市盈率 (P/E)	X	7.46	8.05	8.81	6.59	5.49
股利 (DPS)	RMB 元	0.42	0.59	0.54	0.72	0.86
GON 股息率 (Yield)	%	1.51	2.10	1.92	2.57	3.08

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	42234	64952	61674	69160	73978
经营成本	32164	52081	51233	55678	59049
营业税金及附加	263	298	258	297	296
销售费用	5057	6385	4576	6216	6658
管理费用	1699	1979	1844	2186	2293
财务费用	-7	117	5	-65	0
资产减值损失	180			10	10
投资收益	1271	198	344	197	200
营业利润	3836	4055	3672	4868	5872
营业外收入	198	109	158	86	80
营业外支出	15	36	91	51	50
利润总额	4019	4129	3739	4903	5902
所得税	485	687	647	795	944
少数股东损益	93	252	176	214	283
归属于母公司所有者的净利润	3441	3189	2915	3894	4675

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	16115	18470	19470	23364	27336
应收账款	10872	12555	12390	14000	15680
存货	9232	9490	9765	10057	10359
流动资产合计	43031	45982	47397	52136	57350
长期股权投资	1760	1599	1866	1922	1979
固定资产	3166	2924	2913	3495	4194
在建工程	480	667	1276	1659	1825
非流动资产合计	8451	10911	12363	13723	15096
资产总计	51482	56894	59760	65860	72446
流动负债合计	26949	29377	29243	31583	34109
非流动负债合计	1390	1527	2312	2404	2500
负债合计	28338	30904	31555	33987	36609
少数股东权益	1459	1805	2060	2369	2725
股东权益合计	21685	24185	26145	29503	33111
负债及股东权益合计	51482	56894	59760	65860	72446

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	5217	5022	585	3,511	3,862
投资活动产生的现金流量净额	1110	-1028	-1088	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-2751	-2232	1439	-1580	-1243
现金及现金等价物净增加额	3576	1762	932	531	1219

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。