

Q1 营收增长超预期，股权激励保障业绩增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021Q1实现营业收入103.3亿元(+33.4%);归母净利润7.6亿元(-40.5%);扣非后归母净利润为13.7亿元(+29.4%),非经常性损益为-6亿元,主要系公司投资的各类资产公允价值下降8亿元所致。
- Q1 营收增长超预期,药品和医药商业贡献主要业绩增量。** 1) 药品: 我们测算,2021Q1 药品事业部收入增速约在50%以上,主要原因在于品牌力持续提升带来药品事业部的增长以及2020年Q4形成的预收款流转贡献收入,扣掉流转部分贡献收入,药品事业部收入增速约为33%。2) 大健康: 我们推测收入增速应该达到双位数增长,2021年将推出针对牙釉质矿化的口腔护理新品,将进一步丰富口腔产品线;3) 医药商业: 我们测算商业收入大约67亿元,维持20%以上的快速增长趋势。公司为云南省医药商业龙头,在两票制加速省内流通企业集中背景下不断并购省内小型医药流通企业,实现收入快速增长。
- 股权激励保障业绩,非经常损益风险可控。** 公司推出两期管理层股权激励计划,行权条件是需要达到2021-2022年ROE考核分别不低于10.5%和11%,分红比例不低于40%。同时公司《2021年度财务预算报告》获得董事会批准通过,提出2021年公司净利润预计同比不低于上年同期,2020年非经常性损益规模较大,2021年主业有望实现超预期增长。此外,公司不断优化投资规模,Q1股权投资约50亿元,整体风险在可控范围内。
- 探索新产品新道路,为公司注入新增长动能。** 云南白药牙膏凭借功能性定位打造出品牌独特竞争优势,我们认为大健康品牌价值延伸模式成熟。公司在护肤领域借鉴牙膏的成功经验,主打植物护肤,并借助AI发力精准护肤,并于今年成功布局两个线下AI私人肌肤管理中心。骨伤科领域拓展至康复医疗器械领域,投资并购金建桥,不断推出器械产品。在牙膏和护肤领域的新产品和新探索有望为公司业绩增长注入新动能。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为4.48元、4.72元和5.06元,对应PE分别为25倍、24倍、22倍。考虑到公司四大业务持续向好,骨伤科用药龙头地位稳固,股权激励计划激发员工积极性,牙膏和护肤领域新产品和新项目持续落地,公司未来增长可期,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产品销售或不达预期,市场拓展不达预期,公允价值变动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32742.77	38754.57	45040.98	52334.98
增长率	10.38%	18.36%	16.22%	16.19%
归属母公司净利润(百万元)	5516.07	5725.55	6035.24	6461.10
增长率	31.85%	3.80%	5.41%	7.06%
每股收益EPS(元)	4.32	4.48	4.72	5.06
净资产收益率ROE	14.37%	13.32%	12.60%	12.16%
PE	26	25	24	22
PB	3.76	3.35	3.01	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.77
流通A股(亿股)	6.02
52周内股价区间(元)	85.03-160.8
总市值(亿元)	1,430.56
总资产(亿元)	537.97
每股净资产(元)	30.54

相关研究

- 云南白药(000538): 国企混改落地, 新药快速启航 (2021-04-15)
- 云南白药(000538): 大健康拓展国际市场, 国企混改提质增效显著 (2020-11-09)
- 云南白药(000538): 业绩延续平稳增长, 股权激励机制助力长期发展 (2020-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32742.77	38754.57	45040.98	52334.98	净利润	5511.04	5720.32	6029.73	6455.20
营业成本	23655.88	28668.73	33061.99	38159.38	折旧与摊销	188.66	280.46	289.28	291.05
营业税金及附加	164.63	202.61	229.57	268.43	财务费用	-231.95	-775.09	-225.20	-261.67
销售费用	3795.03	3875.46	4504.10	5756.85	资产减值损失	-125.48	-200.00	-200.00	0.00
管理费用	860.45	968.86	1261.15	1465.38	经营营运资本变动	3439.75	-1606.18	-1992.49	-2273.37
研发费用	181.00	193.77	225.20	261.67	其他	-4953.12	-643.04	-754.96	-882.01
财务费用	-231.95	-775.09	-225.20	-261.67	经营活动现金流净额	3828.91	2776.47	3146.36	3329.19
资产减值损失	-125.48	-200.00	-200.00	0.00	资本支出	-927.84	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	392.17	400.00	400.00	400.00	其他	2014.34	900.00	900.00	900.00
公允价值变动损益	2240.37	500.00	500.00	500.00	投资活动现金流净额	1086.49	850.00	850.00	850.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	1965.44	-1965.44	0.00	0.00
营业利润	6812.00	6720.23	7084.17	7584.95	长期借款	33.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.87	9.55	9.64	9.41	股权融资	235.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	6801.14	6729.79	7093.80	7594.35	支付股利	-3832.21	-1103.21	-1145.11	-1207.05
所得税	1290.10	1009.47	1064.07	1139.15	其他	-1379.96	-142.91	225.20	261.67
净利润	5511.04	5720.32	6029.73	6455.20	筹资活动现金流净额	-2978.44	-3211.57	-919.90	-945.37
少数股东损益	-5.04	-5.23	-5.51	-5.90	现金流量净额	1933.52	414.90	3076.46	3233.82
归属母公司股东净利润	5516.07	5725.55	6035.24	6461.10					
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15279.73	15694.63	18771.09	22004.90	成长能力				
应收和预付款项	7334.33	8029.49	9444.98	11060.49	销售收入增长率	10.38%	18.36%	16.22%	16.19%
存货	10990.35	13262.32	15358.36	17708.58	营业利润增长率	43.62%	-1.35%	5.42%	7.07%
其他流动资产	15656.48	14402.99	14917.89	15515.31	净利润增长率	32.06%	3.80%	5.41%	7.06%
长期股权投资	328.95	328.95	328.95	328.95	EBITDA 增长率	39.34%	-8.02%	14.82%	6.52%
投资性房地产	0.55	0.55	0.55	0.55	获利能力				
固定资产和在建工程	3483.91	3275.50	3058.25	2839.24	毛利率	27.75%	26.02%	26.60%	27.09%
无形资产和开发支出	568.43	550.00	531.57	513.14	三费率	13.51%	10.50%	12.30%	13.30%
其他非流动资产	1576.73	1573.12	1569.50	1565.89	净利率	16.83%	14.76%	13.39%	12.33%
资产总计	55219.45	57117.54	63981.14	71537.06	ROE	14.37%	13.32%	12.60%	12.16%
短期借款	1965.44	0.00	0.00	0.00	ROA	9.98%	10.01%	9.42%	9.02%
应付和预收款项	7843.71	9483.80	10936.56	12633.78	ROIC	30.50%	29.51%	30.20%	28.43%
长期借款	36.60	36.60	36.60	36.60	EBITDA/销售收入	20.67%	16.06%	15.87%	14.55%
其他负债	7029.67	4636.09	5162.30	5772.84	营运能力				
负债合计	16875.43	14156.49	16135.46	18443.23	总资产周转率	0.62	0.69	0.74	0.77
股本	1277.40	1277.40	1277.40	1277.40	固定资产周转率	12.83	12.31	14.43	17.80
资本公积	17655.34	17655.34	17655.34	17655.34	应收账款周转率	11.71	11.08	11.88	11.57
留存收益	20927.64	25549.97	30440.10	35694.15	存货周转率	2.07	2.36	2.31	2.31
归属母公司股东权益	38052.55	42674.81	47564.95	52819.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.61%	—	—	—
少数股东权益	291.47	286.24	280.73	274.83	资本结构				
股东权益合计	38344.02	42961.06	47845.68	53093.83	资产负债率	30.56%	24.78%	25.22%	25.78%
负债和股东权益合计	55219.45	57117.54	63981.14	71537.06	带息债务/总负债	11.86%	0.26%	0.23%	0.20%
					流动比率	3.15	3.98	3.93	3.85
					速动比率	2.45	2.95	2.90	2.82
					股利支付率	69.47%	19.27%	18.97%	18.68%
					每股指标				
					每股收益	4.32	4.48	4.72	5.06
					每股净资产	29.79	33.41	37.24	41.35
					每股经营现金	3.00	2.17	2.46	2.61
					每股股利	3.00	0.86	0.90	0.94
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	6768.72	6225.60	7148.25	7614.32					
PE	25.93	24.99	23.70	22.14					
PB	3.76	3.35	3.01	2.71					
PS	4.37	3.69	3.18	2.73					
EV/EBITDA	17.42	18.41	15.61	14.23					
股息率	2.68%	0.77%	0.80%	0.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn