

云南白药 (000538.SZ)

业绩符合预期，主业表现优秀，短期扰动不改公司向好趋势

事件: 公司发布 2021 年半年度报告，公司收入 190.83 亿元，同比+23.17%，实现归母净利润 18.02 亿元，同比-26.57%，扣非归母净利润 18.85 亿元，同比+1.97%。

2021Q2，公司收入 87.55 亿元，同比+12.97%，归母净利润 10.39 亿，同比-11.36%，扣非归母净利润 5.20 亿元，同比-34.50%。

业绩符合预期，实际经营业绩高增长，激励费用及投资收益影响表现利润。 公司 21H1 实现 18.85 亿扣非归母净利润，符合我们预期，本期公司确认激励产生的股份支付费用 8.66 亿元，上期无，加回后扣非净利润 26.21 亿元，同比+41.76%，业务表现相当优秀。公司归母净利润同比下滑主要是受公允价值变动收益-8.62 亿元的影响，考虑到投资并非公司主业，无需过分担心此类一过性影响。

医药工业实现快速增长，药品恢复快速增长。 21H1，公司医药工业收入 68.25 亿元，同比+27.42%。母公司（药品）收入 34.24 亿元，同比+38.96%；我们判断，公司药品业务实现快速增长，主要是此前渠道库存出清，叠加公司激励落地后业务人员积极性提升所致；阿里、京东等线上渠道的拓展也为公司药品业务提供一定增长动能。

大健康表现亮眼，净利率大幅提升。 健康产品子公司（主要是牙膏）收入 33.88 亿元，同比+22.53%，净利润 15.1 亿元，同比+54.40%，净利率由上年同期的 35.37% 提升至 44.57%。根据公司公告，21H1 公司牙膏市占率相较于上年同期提升 1.4%（20 年末为 22.2%），在前 5 品牌（占市场份额 65%）中增速领跑。我们判断，公司健康产品的快速增长得益于公司强大的品牌力、不断丰富的高毛利产品线以及近年来加强的白药生活+等终端渠道拓展。6 月 18 日，云南白药口腔修护含漱液在盒马全线上架，养元青产品线营销队伍完成组织架构搭建，牙膏以外单品看到积极变化。

医药商业收入端增长迅速。 21H1，公司医药商业业务收入 122.12 亿元，同比+20.80 亿元。医药商业的增长，主要是公司抓住处方药流向零售市场的契机，在零售药店市场形成集成效应；拓展下游渠道，强化下游垂直终端建设，增加在非医疗机构市场的网络覆盖。

新产品、新业务蓄势待发。 近年来，公司先后推出三七口服液、泰邦动态干扰电治疗仪、“双菇磨力”精华水、治愈之茶炫彩 CC 牙膏、口腔修护含漱液等新品，通过并购金健桥增加家用医疗器械产品线。加强打造“白药生活+”、“云南白药泰邦健康生活体验馆”、“采之汲 AI 私密肌肤管理中心”等平台，实现渠道拓宽和直达终端及客户，尝试进军美妆和医美领域。

期待激励措施效果进一步显现。 公司 2021 年度员工持股计划已经完成非交易过户，认购份额 1670 万股，金额 11.07 亿元，涉及对象 1312 人；股票期权计划预留部分授予新任公司 CEO 董明，数量 120 万份，价格 123.32 元/股。我们判断，公司员工持股，期权，叠加此前激励基金等组合激励，效果会在 2021H2 起更加明显的显现。

盈利预测: 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 55.3 亿元、62.1 亿元、68.9 亿元，对应增速分别为 0.2%、12.4%、10.9%；EPS 分别为 4.32 元、4.86 元、5.38 元，对应 PE 分别为 20x、18x、16x。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	38,931	43,686	48,238
增长率 yoy (%)	11.1	10.4	18.9	12.2	10.4
归母净利润（百万元）	4,184	5,516	5,525	6,211	6,887
增长率 yoy (%)	26.5	31.8	0.2	12.4	10.9
EPS 最新摊薄（元/股）	3.27	4.31	4.32	4.86	5.38
净资产收益率 (%)	11.0	14.4	14.2	15.3	16.1
P/E (倍)	26.1	19.8	19.7	17.6	15.8
P/B (倍)	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6

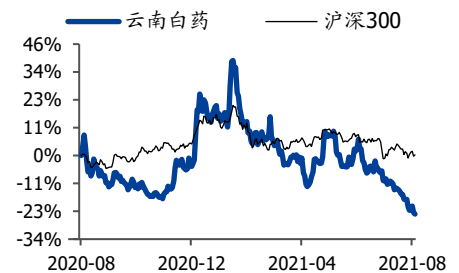
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	85.30
总市值(百万元)	108,962.50
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)	7.17

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gsczq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gsczq.com

相关研究

- 《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》2021-04-27
- 《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	44701	49261	50831	52817	55972
现金	12994	15280	13692	14884	16296
应收票据及应收账款	3846	6582	7575	7489	8327
其他应收款	399	288	361	367	405
预付账款	578	465	775	617	920
存货	11747	10990	12772	13804	14368
其他流动资产	15138	15656	15656	15656	15656
非流动资产	4957	5959	7233	9149	10958
长期投资	317	329	347	1259	2270
固定资产	2010	3098	4469	5373	6123
无形资产	538	535	570	614	653
其他非流动资产	2090	1996	1847	1904	1912
资产总计	49658	55219	58064	61966	66930
流动负债	9615	15637	17533	19543	22380
短期借款	0	1965	3179	5174	6750
应付票据及应付账款	6244	6316	6646	6925	7161
其他流动负债	3371	7356	7708	7444	8469
非流动负债	1944	1239	1648	1748	1694
长期借款	917	37	446	546	492
其他非流动负债	1027	1202	1202	1202	1202
负债合计	11558	16875	19181	21290	24074
少数股东权益	162	291	286	281	274
股本	1277	1277	1279	1279	1279
资本公积	17420	17655	17655	17655	17655
留存收益	19244	20928	21439	22022	22665
归属母公司股东权益	37938	38053	38597	40395	42582
负债和股东权益	49658	55219	58064	61966	66930

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2105	3829	2148	4024	5029
净利润	4173	5511	5520	6205	6881
折旧摊销	177	189	249	329	397
财务费用	-63	-232	-146	-19	65
投资损失	-1470	-392	-1807	-1300	-1450
营运资金变动	-1045	560	-1670	-831	-509
其他经营现金流	332	-1807	2	-360	-356
投资活动现金流	13966	1086	282	-586	-400
资本支出	783	486	1408	945	791
长期投资	12790	1409	-18	-911	-1011
其他投资现金流	27540	2982	1671	-552	-620
筹资活动现金流	-9341	-2978	-5697	-4241	-4792
短期借款	0	1965	-465	0	0
长期借款	914	-880	409	100	-54
普通股增加	236	0	2	0	0
资本公积增加	16173	235	0	0	0
其他筹资现金流	-26664	-4299	-5642	-4341	-4738
现金净增加额	6737	1934	-3267	-803	-163

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	29665	32743	38931	43686	48238
营业成本	21191	23656	28515	31891	35214
营业税金及附加	144	165	196	220	243
营业费用	4156	3795	4282	4587	4969
管理费用	957	860	1557	1311	1447
研发费用	174	181	215	242	267
财务费用	-63	-232	-146	-19	65
资产减值损失	-201	-125	-149	-167	-185
其他收益	218	179	90	90	90
公允价值变动收益	227	2240	150	300	350
投资净收益	1470	392	1807	1300	1450
资产处置收益	12	14	0	0	0
营业利润	4743	6812	6507	7313	8109
营业外收入	12	8	10	9	10
营业外支出	29	19	24	22	23
利润总额	4726	6801	6494	7300	8095
所得税	553	1290	974	1095	1214
净利润	4173	5511	5520	6205	6881
少数股东损益	-11	-5	-5	-6	-6
归属母公司净利润	4184	5516	5525	6211	6887
EBITDA	4574	6653	6472	7471	8404
EPS (元)	3.27	4.31	4.32	4.86	5.38

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	10.4	18.9	12.2	10.4
营业利润(%)	23.8	43.6	-4.5	12.4	10.9
归属于母公司净利润(%)	26.5	31.8	0.2	12.4	10.9
获利能力					
毛利率(%)	28.6	27.8	26.8	27.0	27.0
净利率(%)	14.1	16.8	14.2	14.2	14.3
ROE(%)	11.0	14.4	14.2	15.3	16.1
ROIC(%)	9.8	12.5	12.2	12.9	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	23.3	30.6	33.0	34.4	36.0
净负债比率(%)	-29.4	-29.9	-23.3	-19.9	-18.6
流动比率	4.6	3.2	2.9	2.7	2.5
速动比率	2.7	2.1	1.9	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.7	6.3	5.5	5.8	6.1
应付账款周转率	3.6	3.8	4.4	4.7	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.27	4.31	4.32	4.86	5.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.99	1.68	3.15	3.93
每股净资产(最新摊薄)	29.66	29.75	30.17	31.58	33.29
估值比率					
P/E	26.1	19.8	19.7	17.6	15.8
P/B	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	19.5	13.0	13.8	12.1	10.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

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：021-38124100
 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