

# 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私定肌肤管理中心”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    |

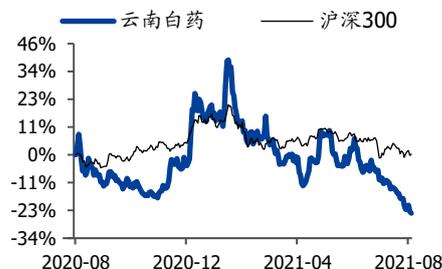
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年8月27日收盘价

### 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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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 |
| <b>非流动资产</b>   | 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  |
| <b>资产总计</b>    | 49658 | 55219 | 58064 | 61966 | 66930 |
| <b>流动负债</b>    | 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  |
| <b>非流动负债</b>   | 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  |
| <b>负债合计</b>    | 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 |
| <b>负债和股东权益</b> | 49658 | 55219 | 58064 | 61966 | 66930 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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  |
| <b>投资活动现金流</b> | 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  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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 |
| <b>现金净增加额</b>  | 6737   | 1934  | -3267 | -803  | -163  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>营业利润</b>     | 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    |
| <b>利润总额</b>     | 4726  | 6801  | 6494  | 7300  | 8095  |
| 所得税             | 553   | 1290  | 974   | 1095  | 1214  |
| <b>净利润</b>      | 4173  | 5511  | 5520  | 6205  | 6881  |
| 少数股东损益          | -11   | -5    | -5    | -6    | -6    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 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 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 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 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| 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