

## 聚焦主业, 主营业务大幅增长

### 投资要点

- **事件:** 公司2021H1实现营业收入190.83亿元(+23.17%); 归母净利润18.02亿元(-26.57%); 扣非后归母净利润为18.85亿元(+1.97%), 非经常性损益为-0.84亿元, 主要系公司非流动资产处置损益增长5.52亿元以及公司投资的各项资产公允价值下降6.28亿元合计所致。
- **剔除股权激励费用影响, 主营业务实现快速增长。** 2021H1销售费用率11%(-1.5pp), 管理费用率为4.6%(+2.8pp), 财务费用率为-0.7(-0.4pp), 研发费用率为0.6%。销售费用管控良好, 管理费用率大幅增长, 主要系本期因为股权激励确认股份支付费用8.7亿元。剔除该费用的影响, 公司实属扣非后的归母净利润为26.21亿元, 同比增长41.8%。
- **药品和大健康事业部表现亮眼。** 2021H1医药工业收入68.3亿元(+27.4%), 医药商业收入122.1亿元(+20.8%)。分事业部看, 2021H1药品事业部、健康品事业部、省医药公司、中药资源事业部及海南中心分别实现营业收入33.4亿元、33.36亿元、118.04亿元、3.73亿元及1.1亿元。1) 药品事业部, 上半年围绕新产品、新渠道、新业态持续推进, 线上渠道快速扩张, SKU快速扩充。气血康上半年销售额过亿, 实现翻倍增长。器械以合肥公司为运营平台, 逐步构建器械供应链的生态圈, 眼罩、疤痕膏等新产品上市销量突出。2) 健康品: 牙膏稳居市场第一, 市场占有率提升1.4%, 提升至25.2%, 围绕口腔护理大量推出新品, 高端牙膏占比提升, 带动整体牙膏客单价有小幅提升。采之汲app已经上线, 线上线下一体化的“白药模式”AI肌肤管理精准服务解决方案蓄势待发。药品事业部上半年净利润率为44.6%(+9.2pp), 主要系营销费用管控加强。
- **投资上海医药, 牵手天药拟建中医药产业联盟。** 公司拟作为战略投资者, 以现金方式参与认购上海医药非公开发行的6.66亿股A股股票, 认购金额不超过112.29亿元。预计发行完成后, 云南白药将作为战略投资者持有上海医药18.02%的股份, 成为继上海实业之后的第二大股东。未来“云上”组合将在产品、资源和渠道上协同互补, 意在中药及大健康领域形成战略协同。2021年5月, 云南白药与上海医药、天津医药共同签署战略合作框架协议, 拟建“云天上·复兴中华优秀传统中医药产业联盟”, 携手发展中医药产业。三方将发挥各自在科研、技术、市场、资本、管理、品牌等方面的优势, 聚焦中医药领域开展合作。
- **股权激励保障业绩, 全年主营业务增长可期。** 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%。公司2020年股票期权激励计划中预留部分期权授予完成, 激励对象为公司首席执行官, 授予的期权数量为120万份, 授予价格为123.32元/股。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, 公司股权激励充分调动员工积极性, 全年完成激励目标可期。

### 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)	12.79
流通A股(亿股)	4.64
52周内股价区间(元)	85.3-160.8
总市值(亿元)	1156.85
总资产(亿元)	496.00
每股净资产(元)	28.95

### 相关研究

1. 云南白药(000538): 投资上海医药, 强强联合共促发展 (2021-05-16)
2. 云南白药(000538): Q1营收增长超预期, 股权激励保障业绩增长 (2021-04-29)
3. 云南白药(000538): 国企混改落地, 新白药快速启航 (2021-04-15)
4. 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)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.33 元、4.61 元和 5.27 元，对应 PE 分别为 21 倍、20 倍 17 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：**非公开发行股票进展不及预期、产品销售或不达预期。



指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	32742.77	38691.02	44967.89	52250.94
增长率	10.38%	18.17%	16.22%	16.20%
归属母公司净利润（百万元）	5516.07	5534.27	5890.49	6738.06
增长率	31.85%	0.33%	6.44%	14.39%
每股收益 EPS（元）	4.31	4.33	4.61	5.27
净资产收益率 ROE	14.37%	12.93%	12.38%	12.68%
PE	21	21	20	17
PB	3.04	2.72	2.45	2.19

数据来源：Wind，西南证券

**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	38691.02	44967.89	52250.94	净利润	5511.04	5529.22	5885.11	6731.91
营业成本	23655.88	28605.18	32988.91	38075.33	折旧与摊销	188.66	280.46	289.28	291.05
营业税金及附加	164.63	202.27	229.20	268.00	财务费用	-231.95	-773.82	-224.84	-261.25
销售费用	3795.03	4101.25	4811.56	5590.85	资产减值损失	-125.48	-200.00	-200.00	0.00
管理费用	860.45	967.28	1124.20	1306.27	经营营运资本变动	3269.11	-1621.84	-2020.90	-2306.41
研发费用	181.00	193.46	224.84	261.25	其他	-4782.48	-728.36	-840.28	-825.13
财务费用	-231.95	-773.82	-224.84	-261.25	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3828.91</b>	<b>2485.65</b>	<b>2888.38</b>	<b>3630.16</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1086.49</b>	<b>850.00</b>	<b>850.00</b>	<b>850.00</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>6812.00</b>	<b>6495.41</b>	<b>6914.02</b>	<b>7910.48</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>6801.14</b>	<b>6504.97</b>	<b>6923.66</b>	<b>7919.89</b>	支付股利	-3832.21	-1103.21	-1106.85	-1178.10
所得税	1290.10	975.74	1038.55	1187.98	其他	-1379.96	-144.18	224.84	261.25
净利润	5511.04	5529.22	5885.11	6731.91	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2978.44</b>	<b>-3212.84</b>	<b>-882.02</b>	<b>-916.84</b>
少数股东损益	-5.04	-5.05	-5.38	-6.15	<b>现金流量净额</b>	<b>1933.52</b>	<b>122.82</b>	<b>2856.36</b>	<b>3563.31</b>
归属母公司股东净利润	5516.07	5534.27	5890.49	6738.06					
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	15402.54	18258.91	21822.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7334.33	8015.96	9429.24	11042.24	销售收入增长率	10.38%	18.17%	16.22%	16.20%
存货	10990.35	13353.82	15562.36	17887.30	营业利润增长率	43.62%	-4.65%	6.44%	14.41%
其他流动资产	15656.48	14397.78	14911.90	15508.43	净利润增长率	32.06%	0.33%	6.44%	14.39%
长期股权投资	328.95	328.95	328.95	328.95	EBITDA 增长率	39.34%	-11.33%	16.27%	13.78%
投资性房地产	0.55	0.55	0.55	0.55	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3483.91	3275.50	3058.25	2839.24	毛利率	27.75%	26.07%	26.64%	27.13%
无形资产和开发支出	568.43	550.00	531.57	513.14	三费率	13.51%	11.10%	12.70%	12.70%
其他非流动资产	1576.73	1573.12	1569.50	1565.89	净利率	16.83%	14.29%	13.09%	12.88%
<b>资产总计</b>	<b>55219.45</b>	<b>56898.21</b>	<b>63651.24</b>	<b>71507.96</b>	ROE	14.37%	12.93%	12.38%	12.68%
短期借款	1965.44	0.00	0.00	0.00	ROA	9.98%	9.72%	9.25%	9.41%
应付和预收款项	7843.71	9463.18	10912.88	12606.57	ROIC	30.50%	28.33%	29.23%	29.43%
长期借款	36.60	36.60	36.60	36.60	EBITDA/销售收入	20.67%	15.51%	15.52%	15.20%
其他负债	7029.67	4628.48	5153.54	5762.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16875.43</b>	<b>14128.26</b>	<b>16103.02</b>	<b>18405.94</b>	总资产周转率	0.62	0.69	0.75	0.77
股本	1277.40	1279.14	1279.14	1279.14	固定资产周转率	12.83	12.29	14.41	17.78
资本公积	17655.34	17653.61	17653.61	17653.61	应收账款周转率	11.71	11.07	11.88	11.57
留存收益	20927.64	25358.70	30142.33	35702.29	存货周转率	2.05	2.32	2.27	2.27
归属母公司股东权益	38052.55	42483.54	47267.17	52827.13	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	286.42	281.04	274.89	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>38344.02</b>	<b>42769.96</b>	<b>47548.21</b>	<b>53102.02</b>	资产负债率	30.56%	24.83%	25.30%	25.74%
负债和股东权益合计	55219.45	56898.21	63651.24	71507.96	带息债务/总负债	11.86%	0.26%	0.23%	0.20%
					流动比率	3.15	3.97	3.91	3.86
					速动比率	2.45	2.93	2.87	2.82
					股利支付率	69.47%	19.93%	18.79%	17.48%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	6768.72	6002.05	6978.47	7940.28	每股收益	4.31	4.33	4.61	5.27
PE	20.97	20.90	19.64	17.17	每股净资产	29.75	33.21	36.95	41.30
PB	3.04	2.72	2.45	2.19	每股经营现金	2.99	1.94	2.26	2.84
PS	3.53	2.99	2.57	2.21	每股股利	3.00	0.86	0.87	0.92
EV/EBITDA	13.36	14.59	12.14	10.22					
股息率	3.31%	0.95%	0.96%	1.02%					

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	zfy@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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn