

# 云南白药 (000538.SZ)

## 投资收益及激励费用等扰动导致短期业绩承压

**事件:** 公司发布2021年三季报,前三季度公司收入283.63亿元,同比+18.52%,实现归母净利润24.50亿元,同比-42.38%,扣非归母净利润29.31亿元,同比-7.96%。

2021Q3,公司收入92.79亿元,同比+9.98%,归母净利润6.49亿,同比-63.94%,扣非归母净利润10.46亿元,同比-21.70%。

**21Q3 业绩低于预期,激励费用及投资收益影响表观利润。**公司21Q3,归母净利润和扣非净利润均出现不同程度的下滑,低于我们此前的预期。三季度业绩低预期的原因分两方面,一是投资收益的扰动,Q3公允价值变动损益及处置金融资产投资收益为-4.7亿元,上年同期为+4.0亿元。另一方面,21Q3公司整体毛利率由上年同期30.79%降至26.15%,明显拉低了净利润。据中国经济周刊报道,近期,中药价格出现了明显上涨,个别品种涨价幅度甚至达到200%到300%。据每日财经,全球日化用品龙头宝洁公司2022财年第一财季报告,显示消费者对个护产品需求增长的同时,供应链成本上升也在吞噬公司利润,后续多条产品线(包括口腔产品)仍有涨价的预期。我们判断,公司毛利率下滑可能与中药材以及其他公司生产用原物料(如包装物、牙膏原材料)成本提升有关。

**前三季度总体扣非端实现两位数增长。**据公司公告,前三季度公司确认股份支付费用8.66亿元(员工激励),上期无。剔除该部分费用影响,公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润36.67亿元,同比增长15.14%。按照扣非端整体情况看,公司前三季度业务仍实现了稳健增长,与收入端18.52%的同比增速匹配。

**静待新产品、新业务发力。**近年来,公司先后推出三七口服液、泰邦动态干扰电治疗仪、“双菇蘑力”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,尝试进军美肤和医美领域。

**盈利预测:** 预计2021-2023年公司归母净利润分别为34.7亿元、55.2亿元、61.4亿元,对应增速分别为-37.2%、59.1%、11.2%;EPS分别为2.71元、4.31元、4.80元,对应PE分别为34x、21x、19x。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;投资收益波动较大扰动业绩;原材料上涨导致毛利率下滑

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	29,665	32,743	38,662	43,374	47,882
增长率 yoy (%)	11.1	10.4	18.1	12.2	10.4
归母净利润(百万元)	4,184	5,516	3,466	5,516	6,135
增长率 yoy (%)	26.5	31.8	-37.2	59.1	11.2
EPS 最新摊薄(元/股)	3.27	4.31	2.71	4.31	4.80
净资产收益率(%)	11.0	14.4	9.4	14.5	15.6
P/E(倍)	28.1	21.3	33.9	21.3	19.2
P/B(倍)	3.1	3.1	3.2	3.1	3.0

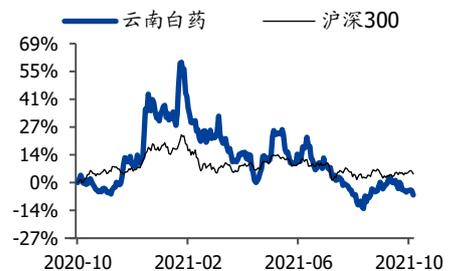
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月27日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	中药
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	91.88
总市值(百万元)	117,527.09
总股本(百万股)	1,279.14
其中自由流通股(%)	47.21
30日日均成交量(百万股)	4.69

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

#### 相关研究

- 《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》2021-08-29
- 《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

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	50820	52784	55933
现金	12994	15280	13597	14777	16176
应收票据及应收账款	3846	6582	7477	7479	8220
其他应收款	399	288	357	366	400
预付账款	578	465	766	615	910
存货	11747	10990	12966	13890	14572
其他流动资产	15138	15656	15656	15656	15656
<b>非流动资产</b>	4957	5959	7165	8182	8991
长期投资	317	329	347	366	384
固定资产	2010	3098	4405	5302	6046
无形资产	538	535	570	614	653
其他非流动资产	2090	1996	1843	1900	1907
<b>资产总计</b>	49658	55219	57985	60966	64924
<b>流动负债</b>	9615	15637	19530	21309	23889
短期借款	0	1965	5031	6887	8101
应付票据及应付账款	6244	6316	6752	6962	7269
其他流动负债	3371	7356	7747	7461	8520
<b>非流动负债</b>	1944	1239	1628	1731	1682
长期借款	917	37	426	529	480
其他非流动负债	1027	1202	1202	1202	1202
<b>负债合计</b>	11558	16875	21158	23041	25571
少数股东权益	162	291	288	283	278
股本	1277	1277	1279	1279	1279
资本公积	17420	17655	17655	17655	17655
留存收益	19244	20928	21248	21766	22339
归属母公司股东权益	37938	38053	36539	37642	39076
<b>负债和股东权益</b>	49658	55219	57985	60966	64924

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	2696	3891	5063
净利润	4173	5511	3463	5511	6129
折旧摊销	177	189	247	326	393
财务费用	-63	-232	-407	-266	-233
投资损失	-1470	-392	-707	-407	-457
营运资金变动	-1045	560	-1603	-912	-412
其他经营现金流	332	-1807	1702	-360	-356
<b>投资活动现金流</b>	13966	1086	-2449	-574	-389
资本支出	783	486	1341	937	785
长期投资	12790	1409	-18	-18	-18
其他投资现金流	27540	2982	-1127	344	377
<b>筹资活动现金流</b>	-9341	-2978	-5461	-3992	-4489
短期借款	0	1965	-465	0	0
长期借款	914	-880	389	103	-49
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	-5386	-4095	-4440
<b>现金净增加额</b>	6737	1934	-5214	-675	185

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	29665	32743	38662	43374	47882
营业成本	21191	23656	28748	32227	35577
营业税金及附加	144	165	194	218	241
营业费用	4156	3795	3866	4121	4453
管理费用	957	860	1353	1301	1436
研发费用	174	181	214	240	265
财务费用	-63	-232	-407	-266	-233
资产减值损失	-201	-125	-148	-166	-183
其他收益	218	179	90	90	90
公允价值变动收益	227	2240	-1550	300	350
投资净收益	1470	392	707	407	457
资产处置收益	12	14	0	0	0
<b>营业利润</b>	4743	6812	4088	6496	7224
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	4074	6484	7211
所得税	553	1290	611	973	1082
<b>净利润</b>	4173	5511	3463	5511	6129
少数股东损益	-11	-5	-3	-5	-6
<b>归属母公司净利润</b>	4184	5516	3466	5516	6135
EBITDA	4574	6653	4108	6760	7610
EPS (元)	3.27	4.31	2.71	4.31	4.80

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	18.1	12.2	10.4
营业利润(%)	23.8	43.6	-40.0	58.9	11.2
归属于母公司净利润(%)	26.5	31.8	-37.2	59.1	11.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.6	27.8	25.6	25.7	25.7
净利率(%)	14.1	16.8	9.0	12.7	12.8
ROE(%)	11.0	14.4	9.4	14.5	15.6
ROIC(%)	9.8	12.5	7.6	11.9	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.3	30.6	36.5	37.8	39.4
净负债比率(%)	-29.4	-29.9	-19.4	-16.6	-16.6
流动比率	4.6	3.2	2.6	2.5	2.3
速动比率	2.7	2.1	1.7	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
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	2.71	4.31	4.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.99	2.11	3.04	3.96
每股净资产(最新摊薄)	29.66	29.75	28.56	29.43	30.55
<b>估值比率</b>					
P/E	28.1	21.3	33.9	21.3	19.2
P/B	3.1	3.1	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	21.4	14.3	24.2	14.8	13.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 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