

## 公司研究

## 主营稳健增长，多元化模式开拓研发创新

## ——云南白药（000538.SZ）2021年三季度报点评

## 要点

## 事件：

公司发布2021年三季度报，实现收入283.63亿元，同比+18.52%；归母净利润24.51亿元，同比-42.38%；扣非归母净利润29.31亿元，同比-7.96%；本期公司确认股份支付费用8.66亿，剔除该部分费用影响，公司扣非归母净利润为36.67亿，同比+15.14%。经营性净现金流65.34亿元，同比+87.05%；EPS1.92元。业绩略低于市场预期。

## 点评：

**前三季度主业稳健增长，投资收益和激励费用影响表现业绩：**2021Q3单季度收入92.79亿元，同比+9.98%；归母净利润6.49亿元，同比-63.94%；扣非归母净利润10.46亿元，同比-21.70%。2021Q3归母净利润大幅下滑，主要原因是金融资产投资亏损4.72亿，而上年同期投资收益4.25亿。此外，单三季度毛利率同比下滑4.64pp至26.15%，预计与业务结构调整有关。即使考虑去年三季度高基数影响，单三季度的业绩略低于市场预期。分业务来看，药品和健康品方面经营稳健，口腔护理产品线不断拓展，今年陆续推出了含漱液、冲牙器等新品。洗护和化妆品条线均有新的营销进展，成长可期。前三季度经营性净现金流65.34亿元，同比+87.05%，与本期票据贴现增加有关，现金流情况良好。

**对外完善产业布局，对内激发员工活力：**公司于2021年6月公告拟认购上海医药非公开发行股票，预计此次交易完成后，公司将持有上海医药发行后总股本的18.02%，成为第二大股东。云南白药拟与上海医药在产品、资源和渠道上协同互补，扩大主业规模、提升运营效率，完善产业布局。继2020H1公司完成了股权激励的首批授予后，公司于2021年5月股东大会审议通过了员工持股计划，覆盖公司高管以及员工共计1312人，将进一步调动员工能动性，释放业绩潜能。

**多元化模式开拓研发创新，长期成长可期：**公司加大研发投入，前三季度研发费用同比+54.26%达1.96亿，三季度末在建工程余额5.77亿，相较年初增加49.13%，主要是云南白药上海国际中心项目的建设在全面推进。公司也设立了中央研究院，布局全球范围内的研发战略。与此同时，云南白药集团北京有限公司成立，未来将作为“北京大学—云南白药国际医学研究中心”投资建设主体，快速高效推动项目落地，依托北大学术资源和人才引进优势，推进肿瘤学、创伤骨科、药学、口腔医学、医学美容5个领域的合作。

**盈利预测、估值与评级：**公司长期战略目标宏伟，激励机制完善后加速推进内生挖潜+外延，未来前景广阔。考虑到投资收益亏损和激励费用影响，我们下调公司21-23年EPS预测为3.01/4.54/5.18元（较上次预测分别下调31.6%/11.7%/11.5%），当前股价对应PE为31/20/18倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**激励实施进度不达预期；新业务拓展不达预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29,665	32,743	38,453	43,143	47,967
营业收入增长率	11.07%	10.38%	17.44%	12.20%	11.18%
净利润（百万元）	4,184	5,516	3,861	5,821	6,642
净利润增长率	26.53%	31.85%	-30.00%	50.76%	14.12%
EPS（元）	3.28	4.32	3.01	4.54	5.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.03%	14.50%	9.83%	13.87%	15.15%
P/E	28	21	31	20	18
P/B	3.1	3.1	3.0	2.8	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-27

## 买入（维持）

当前价：91.88元

## 作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsec.com

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.83
总市值(亿元)	1175.27
一年最低/最高(元)	85.00/158.34
近3月换手率	28.02%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.63	-11.47	-13.76
绝对	-7.33	-8.58	-7.56

资料来源：Wind

## 相关研报

药品和大健康板块携手并进，产业布局+激励机制持续完善——云南白药（000538.SZ）2021年中报点评（2021-08-30）

收入端延续逐季走高超预期，大健康板块发展态势良好——云南白药（000538.SZ）2021年一季度报点评（2021-04-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	29,665	32,743	38,453	43,143	47,967
营业成本	21,191	23,656	28,091	31,468	34,941
折旧和摊销	160	168	290	306	320
税金及附加	144	165	211	237	263
销售费用	4,156	3,795	4,268	4,746	5,037
管理费用	957	860	1,577	1,756	1,938
研发费用	174	181	232	282	337
财务费用	-63	-232	-43	-61	-82
投资收益	1,470	392	500	1,425	1,496
营业利润	4,743	6,812	4,535	6,831	7,794
利润总额	4,726	6,801	4,524	6,820	7,783
所得税	553	1,290	674	1,016	1,159
净利润	4,173	5,511	3,850	5,804	6,624
少数股东损益	-11	-5	-11	-17	-19
归属母公司净利润	4,184	5,516	3,861	5,821	6,642
EPS (元)	3.28	4.32	3.01	4.54	5.18

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,105	3,829	2,543	4,898	5,686
净利润	4,184	5,516	3,861	5,821	6,642
折旧摊销	160	168	290	306	320
净营运资金增加	5,396	-2,503	3,336	899	886
其他	-7,635	648	-4,945	-2,127	-2,163
投资活动产生现金流	13,966	1,086	-817	1,125	1,196
净资本支出	-770	-471	-250	-250	-250
长期投资变化	317	329	0	0	0
其他资产变化	14,419	1,228	-567	1,375	1,446
融资活动现金流	-9,341	-2,978	-5,446	-3,070	-4,647
股本变化	236	0	5	0	0
债务净变化	-885	2,003	-2,883	0	0
无息负债变化	1,988	3,314	419	1,418	1,461
净现金流	6,737	1,934	-3,721	2,954	2,235

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.6%	27.8%	26.9%	27.1%	27.2%
EBITDA 率	12.4%	13.9%	11.4%	12.0%	12.6%
EBIT 率	11.8%	13.4%	10.6%	11.3%	11.9%
税前净利润率	15.9%	20.8%	11.8%	15.8%	16.2%
归母净利润率	14.1%	16.8%	10.0%	13.5%	13.8%
ROA	8.4%	10.0%	7.1%	10.0%	10.8%
ROE (摊薄)	11.0%	14.5%	9.8%	13.9%	15.2%
经营性 ROIC	12.9%	16.5%	14.8%	17.4%	19.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	23%	31%	27%	27%	28%
流动比率	4.65	3.15	3.64	3.57	3.46
速动比率	3.43	2.45	2.70	2.67	2.59
归母权益/有息债务	41.39	13.03	1073.30	1146.24	1197.93
有形资产/有息债务	53.05	18.52	1440.28	1550.51	1640.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	49,658	55,219	53,974	58,045	61,379
货币资金	12,994	15,280	11,559	14,513	16,748
交易性金融资产	8,821	11,229	11,229	11,229	11,229
应收账款	2,038	3,554	3,331	2,989	2,659
应收票据	1,808	3,027	3,489	3,915	4,353
其他应收款 (合计)	399	288	453	406	362
存货	11,747	10,990	12,473	13,281	14,016
其他流动资产	6,317	4,427	4,713	4,947	5,189
流动资产合计	44,701	49,261	47,843	51,919	55,273
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	317	329	347	347	347
固定资产	2,009	3,097	3,035	2,920	2,796
在建工程	970	387	395	402	406
无形资产	538	535	658	694	730
商誉	33	33	33	33	33
其他非流动资产	59	43	62	62	62
非流动资产合计	4,957	5,959	6,132	6,126	6,106
总负债	11,558	16,875	14,411	15,829	17,290
短期借款	0	1,965	0	0	0
应付账款	4,591	4,637	5,995	6,716	7,457
应付票据	1,653	1,679	2,098	2,351	2,610
预收账款	1,166	2	917	1,029	1,144
其他流动负债	80	243	516	718	904
流动负债合计	9,615	15,637	13,147	14,543	15,982
长期借款	4	37	37	37	37
应付债券	913	0	0	0	0
其他非流动负债	232	246	272	293	314
非流动负债合计	1,944	1,239	1,264	1,285	1,307
股东权益	38,100	38,344	39,563	42,216	44,089
股本	1,277	1,277	1,283	1,283	1,283
公积金	18,833	19,742	20,280	20,280	20,280
未分配利润	17,831	18,841	17,720	20,390	22,282
归属母公司权益	37,938	38,053	39,283	41,952	43,844
少数股东权益	162	291	280	264	245

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.01%	11.59%	11.10%	11.00%	10.50%
管理费用率	3.23%	2.63%	4.10%	4.07%	4.04%
财务费用率	-0.21%	-0.71%	-0.11%	-0.14%	-0.17%
研发费用率	0.59%	0.55%	0.60%	0.65%	0.70%
所得税率	12%	19%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	3.00	3.90	2.46	3.70	4.23
每股经营现金流	1.65	3.00	1.98	3.82	4.43
每股净资产	29.70	29.79	30.63	32.71	34.18
每股销售收入	23.22	25.63	29.98	33.64	37.40

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	21	31	20	18
PB	3.1	3.1	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	28.5	22.5	24.0	19.9	16.9
股息率	3.3%	4.2%	2.7%	4.0%	4.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE