

2022年03月21日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

36/27

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2022/3/18)	29.95
上证指数(2022/3/18)	3251.07
股价 12 个月高/低	37.2/26.63
总发行股数(百万)	1625.79
A 股数(百万)	1405.89
A 市值(亿元)	421.06
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)
每股净值(元)	17.88
股价/账面净值	1.68
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.5 -16.3 141.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-04-28	27.99	买进

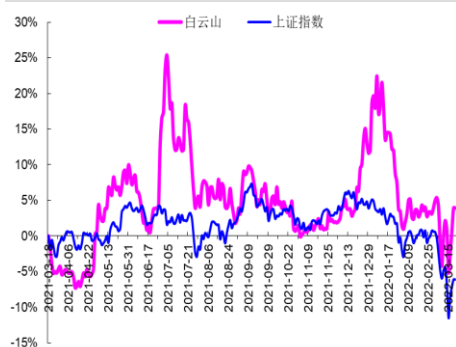
产品组合

大南药	22.8%
大健康	22.5%
大商业	53.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.9%
一般法人	67.4%

股价相对大盘走势



白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买进

2021 年净利同比增长 27%，大南药及大健康板块均有恢复，符合预期  
结论与建议：

- **公司业绩：**公司2021年实现营收690.1亿元，YOY+11.9%，录得净利润37.2亿元，YOY+27.6%，扣非后净利润YOY+25.8%，公司业绩符合预期，快速增长主要是疫情影响下2020年的基期相对较低。其中Q4单季度实现营收154.8亿元，YOY+4.6%，录得净利4.1亿元，YOY+59.3%。此外，公司拟每10股分红6.87元，A股股息率约为2.3%。
- **疫情后各板块均有恢复，全年现金流表现较好：**分业务来看，公司大南药板块实现营收107.9亿元，YOY+6%，毛利率44.1%，同比提升7.9个百分点，一方面是疫情控制后市场需求回升，另一方面是公司加强核心品种的推广，金戈、滋肾育胎丸等实现了较快的增长。大健康板块实现营收108.5亿元，YOY+38.1%，主要是疫情恢复后餐饮、即饮市场需求恢复，另外公司推进品牌年轻化，推出姓氏罐、盲盒罐、吉运罐等创意产品也推进了产品销售额的增长，而毛利率同比小幅下降0.5个百分点至47.3%，估计与公司培育一些潜力产品的多元化策略有关。公司大商业板块实现营收467.8亿元，YOY+8.3%，疫情后恢复明显，毛利率为6.6%，同比微增0.2个百分点。公司全年实现经营性现金流56.7亿元，YOY+869.5%，相较2019年非疫情期也增长了约13%，表现较好。
- **毛利率提升显著，销售费用率也有增加：**公司综合毛利率为19.2%，同比增加2.3个百分点，随着营收规模的回升，毛利率恢复显著。疫情恢复后销售推广力度增加，销售费用率同比增加1.2个百分点至8.6%，管理费用率为2.9%，同比持平，研发费用为1.3%，同比增加0.3个百分点，财务费用率为-0.2%，同比下降0.2个百分点。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2022、2023年分别实现净利润41.8亿元、47.0亿元，YOY分别+12.3%、+12.5%，EPS分别为2.57元、2.89元，A股对应PE分别为12倍、10倍，H股对应PE分别为7倍、6倍。公司业绩疫情后恢复明显，目前A、H估值均较低，维持“买进”的投资建议。
- **风险提示：**王老吉凉茶销售竞争加剧，南药板块销售增长不及预期

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3189	2915	3720	4177	4699
同比增减	%	-7.33	-8.58	27.60	12.28	12.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.96	1.79	2.29	2.57	2.89
同比增减	%	-7.33	-8.57	27.61	12.28	12.51
A 股市盈率(P/E)	X	15.27	16.70	13.09	11.66	10.36
H 股市盈率(P/E)	X	9.13	9.98	7.82	6.97	6.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.59	0.54	0.69	0.77	0.87
GON 股息率 (Yield)	%	1.97	1.80	2.29	2.57	2.90

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

## 附一：合并损益表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	64952	61674	69014	71989	75388
经营成本	52081	51233	55781	57900	60290
营业税金及附加	298	258	298	324	339
销售费用	6385	4576	5955	6335	6559
管理费用	1979	1844	2032	2232	2337
财务费用	117	5	-133	0	0
资产减值损失				10	10
投资收益	198	344	194	100	100
营业利润	4055	3672	4786	5288	5953
营业外收入	109	158	45	80	80
营业外支出	36	91	108	50	50
利润总额	4129	3739	4723	5318	5983
所得税	687	647	754	851	957
少数股东损益	252	176	249	290	327
归属于母公司所有者的净利润	3189	2915	3720	4177	4699

## 附二：合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	18470	19470	22377	25062	28070
应收账款	12555	12390	12817	14098	15508
存货	9490	9765	10438	11064	11728
流动资产合计	45982	47397	52811	58620	64482
长期股权投资	1599	1866	1563	1610	1658
固定资产	2924	2913	3348	3850	4427
在建工程	667	1276	1564	1721	1721
非流动资产合计	10911	12363	13307	14372	15234
资产总计	56894	59760	66118	72992	79716
流动负债合计	29377	29243	32254	34834	37621
非流动负债合计	1527	2312	2537	2639	2744
负债合计	30904	31555	34791	37473	40365
少数股东权益	1805	2060	2264	2491	2740
股东权益合计	24185	26145	29062	33028	36611
负债及股东权益合计	56894	59760	66118	72992	79716

## 附三：合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	5217	5022	585	3,511	3,862
投资活动产生的现金流量净额	1110	-1028	-1088	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-2751	-2232	1439	-1580	-1243
现金及现金等价物净增加额	3576	1762	932	531	1219

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。