

2022年03月31日

证券研究报告·2021年年报点评

云南白药 (000538) 医药生物

当前价: 81.82 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“1+4+1”战略推进，新业务开辟第二成长曲线

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营业收入 363.7 亿元, 同比增加 11.1%, 归母净利润 28 亿元, 同比下降 49.2%, 扣非归母净利润为 33.4 亿元, 同比增长 15.2%。**分季度来看,** 2021Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别实现 103.3 亿元 (+33.4%)、87.6 亿元 (+13%)、92.8 亿元 (+10%) 和 80.1 亿元 (-9.1%), 扣非归母净利润分别为 13.7 亿元 (+29.4%)、5.2 亿元 (-34.5%)、10.5 亿元 (-21.7%) 和 4.1 亿元 (+242.4%)。
- **还原非经常损益, 主营业务利润增速亮眼。** 公司非经常性损益合计为 -5.4 亿元, 其中主要包括投资收益 -13.5 亿元、非流动资产处置损益 6.2 亿元、政府补助 1.8 亿元等, 除此以外管理费用中有 5.5 亿元股份支付费用。如果扣非归母净利润剔除股份支付影响, 公司主业的净利润有 38.9 亿元, 同比增长 29%。未来公司将进一步聚焦主业, 主动降低交易性金融资产投资规模, 降低投资收益波动性。
- **“1+4+1”战略稳步推进, 新业务发力第二曲线。** 分业务板块来看, 工业收入 127 亿元 (+8.4%), 商业收入 235.8 亿元 (+12.4%)。1) 大健康事业部: 2021 年实现收入 59.1 亿元, 同比增长 9.7%, 净利润 22.6 亿元, 净利润率达到 38%, 提升 3.1pp。我们预计净利润率大幅提升主要系牙膏线上占比快速提升, 牙膏系列新品价格带动整体价格带上移动。牙膏市场份额突破 23%, 连续四年稳居市场份额第一。养元青系列产品全年营收超过 60% 增长, 实现过亿收入, 2022 年目标实现 3 亿元收入。公司 2021 年在医学美容、口腔护理和新零售健康服务、皮肤科学的布局初见成效。口腔护理推出多款全新产品, 云南白药口腔含漱液, 首款实时混液冲牙器——云南白药智护冲牙器。2) 深耕中药领域发展, 云南白药散剂提价 13.5%, 后续围绕现有品种进一步挖掘潜力, 未来将加大中药创新药研发力度, 2021 年 3 月公司中药 1.1 类创新药全三片获批临床, 未来将持续推动多款中药创新药上市。
- **加大创新投入, 创新驱动发展。** 2021 年研发费用投入 3.3 亿元, 同比增长 83%, 加大研发中心建设。云南白药上海国际中心 2021 年下半年正式开工, 总投资额 15.5 亿元, 建成后将承担云南白药国际运营中心、研发中心等职能。北京大学-云南白药国际医学研究中心正式揭牌, 围绕公司确定战略赛道开展项目合作, 在肿瘤学、创伤骨科、药学、口腔医学、医学美容 5 个领域开展合作。
- **定增上海医药持续推进。** 2022 年 3 月公司定增上海医药获得证监会批准, 投资 143.8 亿元, 派 2 名董事进入上海医药董事会。通过借助上海医药优质平台和产业资源协同, 进一步放大云南白药既有资源优势, 把握产业整合的重要机遇, 拓展主营业务规模、既有产业布局, 提升整体运营效率, 通过在区域互补和物流仓储、采购议价、品种代理、品牌推广、新药研制等方面的整合协同, 有利于扩大主营业务规模、提升运营效率, 提升企业核心竞争力和盈利水平。
- **盈利预测与投资建议,** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 42 亿元、48 亿元和 55 亿元, 对应 PE 分别为 25 倍、22 倍 19 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。
- **风险提示:** 公允价值变动损益波动风险、产品销售或不达预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	36373.92	42492.52	48866.40	56196.36
增长率	11.09%	16.82%	15.00%	15.00%
归属母公司净利润 (百万元)	2803.62	4163.83	4783.28	5528.82
增长率	-49.17%	48.52%	14.88%	15.59%
每股收益 EPS (元)	2.19	3.25	3.73	4.31
净资产收益率 ROE	7.28%	9.88%	10.38%	10.92%
PE	37	25	22	19
PB	2.72	2.49	2.27	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

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

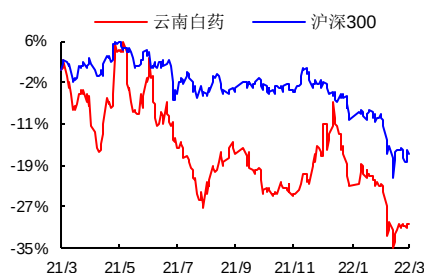
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 阮雯

电话: 021-68416017

邮箱: rw@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)	12.83
流通 A 股(亿股)	6.06
52 周内股价区间(元)	76.0-127.27
总市值(亿元)	1,049.52
总资产(亿元)	522.93
每股净资产(元)	29.80

相关研究

1. 云南白药 (000538): 主业增长符合预期, 看好长期发展 (2021-11-04)
2. 云南白药 (000538): 聚焦主业, 主营业务大幅增长 (2021-09-08)
3. 云南白药 (000538): 投资上海医药, 强强联合共促发展 (2021-05-16)
4. 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)
5. 云南白药 (000538): 国企混改落地, 新白药快速启航 (2021-04-15)

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设：

假设 1：公司近年来加大渠道下沉力度，大健康事业部中的核心产品线牙膏开拓三四线城市空白市场，实现市场份额进一步提升，因此预计牙膏销量在 2022-2024 年增速分别为 10%、10%和 10%。考虑到公司口腔高端系列产品不断提升价格带，牙膏平均单价预计 2022-2024 年增速分别为 5%、5%和 5%。

假设 2：药品事业部中的云南白药系列药品受益于去库存、渠道下沉影响，销量预计 2022-2024 年每年增速保持 15%的增长。

假设 3：药品事业部中的普药部分，受益于持续营销推广，销量预计 2022-2024 年每年保持 10%的增速。2022 年云南白药气雾剂有提价，假设其他品种也有不同程度的提价，2022-2024 年预计平均价格提升幅度分别为 5%、5%和 5%。

假设 4：医药商业受益于行业集中度提升，预计 2022-2024 年药品和器械配送收入增速分别为 15%、15%和 15%。

表：分业务板块（单位：亿元）

		2021	2022E	2023E	2024E
药品事业部	收入	50.60	60.72	69.83	80.30
	yoy	15%	20%	15%	15%
	毛利	34.00	39.10	44.97	51.71
	毛利率	56%	56%	56%	56%
健康品事业部	收入	59.00	67.85	78.03	89.73
	yoy	10%	15%	15%	15%
	毛利	44.84	51.57	59.30	68.20
	毛利率	76%	76%	76%	76%
医药商业事业部	收入	235.80	271.17	311.85	358.62
	yoy	10%	15%	15%	15%
	毛利	22.40	25.76	29.63	34.07
	毛利率	10%	10%	10%	10%
中药资源事业部 及其他抵消项	收入	13.98	16.08	18.49	21.26
	yoy	10%	15%	15%	15%
	毛利	3.91	4.82	5.55	6.38
	毛利率	28%	30%	30%	30%
合计	收入	363.74	424.93	488.67	561.96
	yoy	11%	17%	15%	15%
	毛利	98.75	121.55	139.74	160.66
	毛利率	27%	29%	29%	29%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	36373.92	42492.52	48866.40	56196.36	净利润	2796.34	4153.01	4770.85	5514.46
营业成本	26498.44	30337.12	34892.19	40130.52	折旧与摊销	280.66	214.45	219.69	220.74
营业税金及附加	192.63	218.02	252.57	290.94	财务费用	-258.28	-849.85	-244.33	-280.98
销售费用	3896.22	5524.03	6352.63	7811.29	资产减值损失	-143.22	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	1079.46	1274.78	1465.99	1685.89	经营营运资本变动	-296.80	-261.58	-2270.86	-2216.74
研发费用	181.00	212.46	244.33	280.98	其他	2844.59	1383.25	618.75	226.75
财务费用	-258.28	-849.85	-244.33	-280.98	经营活动现金流净额	5223.28	4439.29	2894.10	3264.23
资产减值损失	-143.22	-200.00	-200.00	-200.00	资本支出	255.96	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	1044.40	-100.00	0.00	0.00	其他	3742.73	-560.13	-500.00	0.00
公允价值变动损益	-1929.22	-1000.00	-500.00	0.00	投资活动现金流净额	3998.70	-610.13	-550.00	-50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-243.54	-1721.90	0.00	0.00
营业利润	3485.17	4875.96	5603.01	6477.72	长期借款	53.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.52	9.93	9.75	9.88	股权融资	476.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	3481.65	4885.90	5612.77	6487.60	支付股利	0.00	-560.72	-832.77	-956.66
所得税	685.31	732.88	841.92	973.14	其他	-4908.50	746.68	244.33	280.98
净利润	2796.34	4153.01	4770.85	5514.46	筹资活动现金流净额	-4622.68	-1535.95	-588.43	-675.67
少数股东损益	-7.29	-10.82	-12.43	-14.37	现金流量净额	4592.14	2293.21	1755.66	2538.55
归属母公司股东净利润	2803.62	4163.83	4783.28	5528.82					
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	18870.86	21164.08	22919.74	25458.29	成长能力				
应收和预付款项	8208.90	7507.56	9133.13	10671.71	销售收入增长率	11.09%	16.82%	15.00%	15.00%
存货	8379.22	9509.82	11031.46	12661.15	营业利润增长率	-48.84%	39.91%	14.91%	15.61%
其他流动资产	10044.96	8956.99	9592.51	10323.37	净利润增长率	-49.26%	48.52%	14.88%	15.59%
长期股权投资	184.99	184.99	184.99	184.99	EBITDA 增长率	-48.18%	20.90%	31.55%	15.04%
投资性房地产	0.53	0.53	0.53	0.53	获利能力				
固定资产和在建工程	3200.94	3055.45	2904.72	2752.93	毛利率	27.15%	28.61%	28.60%	28.59%
无形资产和开发支出	738.82	722.41	706.00	689.59	三费率	12.97%	14.00%	15.50%	16.40%
其他非流动资产	2663.54	2660.99	2658.44	2655.90	净利率	7.69%	9.77%	9.76%	9.81%
资产总计	52292.77	53762.82	59131.53	65398.46	ROE	7.28%	9.88%	10.38%	10.92%
短期借款	1721.90	0.00	0.00	0.00	ROA	5.35%	7.72%	8.07%	8.43%
应付和预收款项	7269.97	9193.19	10412.79	11879.25	ROIC	15.62%	19.73%	23.89%	24.10%
长期借款	89.60	89.60	89.60	89.60	EBITDA/销售收入	9.64%	9.98%	11.42%	11.42%
其他负债	4777.48	2456.44	2667.46	2910.13	营运能力				
负债合计	13858.95	11739.23	13169.85	14878.98	总资产周转率	0.68	0.80	0.87	0.90
股本	1282.72	1282.72	1282.72	1282.72	固定资产周转率	11.99	14.21	16.55	19.90
资本公积	18126.39	18126.39	18126.39	18126.39	应收账款周转率	6.77	6.34	7.03	6.74
留存收益	18814.51	22417.62	26368.14	30940.30	存货周转率	2.71	3.38	3.38	3.38
归属母公司股东权益	38226.14	41826.73	45777.25	50349.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.83%	—	—	—
少数股东权益	207.68	196.86	184.43	170.06	资本结构				
股东权益合计	38433.82	42023.59	45961.68	50519.48	资产负债率	26.50%	21.84%	22.27%	22.75%
负债和股东权益合计	52292.77	53762.82	59131.53	65398.46	带息债务/总负债	13.07%	0.76%	0.68%	0.60%
					流动比率	3.58	4.45	4.38	4.30
					速动比率	2.92	3.55	3.46	3.38
					股利支付率	0.00%	13.47%	17.41%	17.30%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3507.55	4240.56	5578.37	6417.48	每股收益	2.19	3.25	3.73	4.31
PE	37.09	24.97	21.74	18.81	每股净资产	29.80	32.61	35.69	39.25
PB	2.72	2.49	2.27	2.07	每股经营现金	4.07	3.46	2.26	2.54
PS	2.86	2.45	2.13	1.85	每股股利	0.00	0.44	0.65	0.75
EV/EBITDA	22.71	17.81	13.23	11.10					
股息率	0.00%	0.54%	0.80%	0.92%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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悉范围内，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn