

## 公司研究

## Q3 业绩拐点初现，新业务加速落地

——云南白药（000538.SZ）2022年三季度报点评

## 增持（维持）

当前价：55.10元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	17.97
总市值(亿元):	990.07
一年最低/最高(元):	49.62/76.95
近3月换手率:	17.00%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.02	10.98	-14.16
绝对	6.31	-3.08	-14.24

资料来源：Wind

## 相关研报

以用户为中心，全面推进数字化创新转型——云南白药（000538.SZ）2022年中报点评（2022-08-30）

内生稳健增长，数字化转型面向未来——云南白药（000538.SZ）2021年年报点评（2022-03-29）

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（2021-10-28）

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年三季度报，前三季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 269.16/23.05/27.05 亿元，同比-5.10%/-5.94%/-7.73%；经营性净现金流 19.42 亿元，同比增长-70.27%；EPS1.53 元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**集采拖累医药流通业务收入，Q3 内生业绩拐点初现。**22Q1-Q3 营收分别为 94.30/85.87/88.99 亿元，同比-8.70%/-1.92%/-4.10%；归母净利润 9.14/5.86/8.04 亿元，同比+19.81%/-43.56%/+23.97%；扣非归母净利润 13.20/3.35/10.50 亿元，同比-3.34%/-35.63%/+0.41%。前三季度受医药集采降价影响，商业板块收入有所下滑，拖累总体营收表现，而工业板块基本稳定。单三季度利润端的较快增长，与政府补助同比增加 0.4 亿和金融资产同比减亏 1.3 亿有关。单三季度扣非净利润基本同比持平，若剔除 2021 年股份支付费用和 2022 年上海医药投资收益，1H22 内生扣非净利润同比-52.7%，3Q22 同比-17.6%，业绩拐点初现。我们估计今年以来内生业绩的下滑与药品集采和牙膏成本上升有关。22Q1-Q3 毛利率同比+0.17PP，与收入结构调整有关，流通业务收入占比下降；期间费用率同比-0.22pp，其中销售费用率+1.34pp，管理费用率大幅-1.56pp，主要是由于今年没有了股份支付费用。3Q22 交易性金融资产较 1H22 缩减 5.19 亿元至 23.69 亿元，风险进一步下降。

**新业务加速落地，上海医药战略合作正式开启。**公司持续推进“1+4”的第二增长曲线战略落地，聚焦中医药、口腔护理、皮肤科学、骨伤科、女性关怀等赛道。9 月底首家医美门诊部在上海开业，正式切入医美赛道，未来将在北京、上海、昆明等地加速开店，深入布局产业链上下游。2022 年重磅上线“齿说”（ToothTalk）口腔科学专研品牌，全新打造口腔智护解决方案，产品包括：智能电动牙刷、冲牙器、漱口水、口喷、耗材和小程序服务平台等，有望成为新的业务增长点。2022 年 8 月底上海医药董事会提名董明和陈发树为新一届董事会董事，提名马加先生为新一届监事会监事，并聘任邵女士为公司副总裁，公司将深度参与上海医药公司治理与运营，充分整合双方平台和资源优势，进一步提升企业核心竞争力和盈利水平。

**以用户为中心，持续推进数字化转型。**公司持续推进数字化转型，对内推动企业管理和组织变革，从面向功能的流程转变为面向打通客户场景的流程，建立统一的“数据底座”和治理策略，构建以数据为基础，“基于事实”的智能决策系统。对外以用户数据中台为核心，搭建“以用户为中心”的商业体系，提升客户体验。此外，云南白药《数字三七产业平台—赋能百年中药启航工业 4.0 时代》入选中国上市公司协会数字化转型优秀案例。2022 年 7 月，公司与华为签署了《人工智能药物研发全面合作协议》，双方将在人工智能药物研发领域，开展广泛的交流和合作，探索联合科研创新的机制，扩大双方合作的广度和深度，包括但不限于大小分子设计、相关病症、数据库开发等。

**盈利预测、估值与评级：**公司长期战略目标宏伟，全面推进数字化转型和产业合作，加大内生挖潜+外延探索，未来前景广阔。考虑到集采和成本上升以及今年金融投资持续亏损，我们下调 22-24 年净利润预测为 34.59/55.44/64.95 亿元（较上次预测下调 10%/4%/2%），当前股价对应 PE 为 29/18/15 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**数字化转型不达预期；新业务拓展风险；研发失败风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	32,743	36,374	35,015	38,825	42,966
营业收入增长率	10.38%	11.09%	-3.74%	10.88%	10.67%
净利润（百万元）	5,516	2,804	3,459	5,544	6,495
净利润增长率	31.85%	-49.17%	23.36%	60.31%	17.14%
EPS（元）	4.32	2.19	1.92	3.09	3.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.50%	7.33%	8.89%	13.35%	15.00%
P/E	13	25	29	18	15
P/B	1.8	1.8	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-27（注：2022 年由于送股和股权激励行权使得总股本由年初 12.83 亿增长至 17.97 亿）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	32,743	36,374	35,015	38,825	42,966
营业成本	23,656	26,498	24,918	27,226	29,768
折旧和摊销	168	263	299	310	322
税金及附加	165	193	185	206	228
销售费用	3,795	3,896	4,202	4,853	5,371
管理费用	860	1,079	560	971	1,031
研发费用	181	331	350	408	473
财务费用	-232	-258	-92	-225	-291
投资收益	392	1,044	-1,000	1,100	1,210
营业利润	6,812	3,485	4,064	6,508	7,622
利润总额	6,801	3,482	4,053	6,498	7,612
所得税	1,290	685	604	968	1,134
净利润	5,511	2,796	3,450	5,530	6,478
少数股东损益	-5	-7	-9	-14	-17
归属母公司净利润	5,516	2,804	3,459	5,544	6,495
EPS (元)	4.32	2.19	1.92	3.09	3.61

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,829	5,223	4,275	3,994	4,752
净利润	5,516	2,804	3,459	5,544	6,495
折旧摊销	168	263	299	310	322
净营运资金增加	-1,425	3,197	-400	2,846	3,074
其他	-429	-1,040	918	-4,707	-5,139
投资活动产生现金流	1,086	3,999	-1,139	800	910
净资本支出	-471	-530	-250	-250	-250
长期投资变化	329	185	0	0	0
其他资产变化	1,228	4,343	-889	1,050	1,160
融资活动现金流	-2,978	-4,623	-999	-2,508	-3,178
股本变化	0	5	514	0	0
债务净变化	2,003	-1,008	1,720	67	1,091
无息负债变化	3,314	-2,009	-1,565	911	1,001
净现金流	1,934	4,592	2,138	2,286	2,485

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.8%	27.1%	28.8%	29.9%	30.7%
EBITDA 率	14.4%	13.6%	15.2%	14.7%	15.5%
EBIT 率	13.9%	12.9%	14.3%	13.9%	14.8%
税前净利润率	20.8%	9.6%	11.6%	16.7%	17.7%
归母净利润率	16.8%	7.7%	9.9%	14.3%	15.1%
ROA	10.0%	5.3%	6.5%	9.8%	10.7%
ROE (摊薄)	14.5%	7.3%	8.9%	13.4%	15.0%
经营性 ROIC	10.7%	10.3%	11.5%	11.6%	12.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	31%	27%	26%	26%	28%
流动比率	3.15	3.58	3.60	3.64	3.44
速动比率	2.45	2.92	3.03	3.08	2.94
归母权益/有息债务	13.03	19.99	10.72	11.23	9.04
有形资产/有息债务	18.52	26.70	14.28	14.99	12.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	55,219	52,293	53,138	56,707	60,565
货币资金	15,280	18,871	21,009	23,295	25,780
交易性金融资产	11,229	4,720	4,720	4,720	4,720
应收账款	3,554	7,184	5,501	6,100	6,751
应收票据	3,027	328	1,896	2,102	2,326
其他应收款 (合计)	288	165	159	176	195
存货	10,990	8,379	7,445	7,712	7,992
其他流动资产	4,427	4,785	4,717	4,907	5,115
流动资产合计	49,261	45,504	46,543	50,160	54,083
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	329	185	170	153	134
固定资产	3,097	2,971	2,814	2,659	2,504
在建工程	387	230	278	313	340
无形资产	535	699	722	743	763
商誉	33	40	40	40	40
其他非流动资产	43	1,297	1,137	1,137	1,137
非流动资产合计	5,959	6,789	6,594	6,546	6,482
总负债	16,875	13,859	14,014	14,992	17,084
短期借款	1,965	1,722	3,542	3,609	4,700
应付账款	4,637	4,209	4,746	5,186	5,670
应付票据	1,679	2,229	1,936	2,115	2,313
预收账款	2	1	460	510	564
其他流动负债	243	233	237	228	219
流动负债合计	15,637	12,718	12,923	13,761	15,701
长期借款	37	90	90	90	90
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	246	380	330	470	622
非流动负债合计	1,239	1,141	1,091	1,231	1,383
股东权益	38,344	38,434	39,124	41,714	43,480
股本	1,277	1,283	1,797	1,797	1,797
公积金	19,742	20,657	20,143	20,143	20,143
未分配利润	18,841	16,284	17,690	20,295	22,078
归属母公司权益	38,053	38,226	38,925	41,530	43,313
少数股东权益	291	208	199	184	167

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	11.59%	10.71%	12.00%	12.50%	12.50%
管理费用率	2.63%	2.97%	1.60%	2.50%	2.40%
财务费用率	-0.71%	-0.71%	-0.26%	-0.58%	-0.68%
研发费用率	0.55%	0.91%	1.00%	1.05%	1.10%
所得税率	19%	20%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	3.90	1.60	1.64	2.62	3.07
每股经营现金流	3.00	4.07	2.38	2.22	2.64
每股净资产	29.79	29.80	21.66	23.11	24.10
每股销售收入	25.63	28.36	19.49	21.61	23.91

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	25	29	18	15
PB	1.8	1.8	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	14.2	14.4	18.5	17.2	14.9
股息率	7.1%	2.9%	3.0%	4.8%	5.6%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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