

云南白药 (000538.SZ)

整体业绩符合市场预期，非主营业务扰动减弱

事件：公司发布 2022 年前三季度业绩报告。2022Q1-3 公司总营收 269.16 亿元（同比-5.10%），归母净利润 23.05 亿元（同比-5.94%），扣非归母净利润 27.05 亿元（同比-7.73%）；单 Q3 公司总营收 88.99 亿元（同比-4.10%），归母净利润 8.04 亿元（同比+23.97%），扣非归母净利润 10.50 亿元（同比+0.41%）。

业绩符合市场预期，非主营业务扰动减弱。公司整体业绩增速符合预期。2022Q1-3 收入与归母净利润增速匹配，Q3 归母增速较高主系两方面原因造成去年同期基数较低，1) Q3 投资收益影响缩窄，Q3 公司持有金融资产造成的公允价值变动损益及处置金融资产造成的投资收益为-3.4 亿元，去年同期为-4.7 亿元；2) 公司原料价格上涨影响减弱，Q3 毛利率为 26.63%，较去年同期提升了 0.48pct。

证券投资规模持续收缩，后续扰动有望进一步减少。2022 年三季度截止，公司交易性金融资产为 23.69 亿元，相较于去年同期的 87.39 亿元，以及 2021 年底的 47.20 亿元进一步收缩。我们预计，随着后续市场的回暖，公司有望将证券投资规模控制在健康水平，减少其对整体业绩的扰动。

医美领域取得突破性进展，新业务有望开启第二增长曲线。1) 医美板块取得了突破性进展，Q3 首家医美门店于上海开业，标志着公司正式步入医美赛道，北京、昆明拟开设门店的装修工作稳步开展；2) 口腔护理板块，“齿说”（ToothTalk）持续拓展产品及服务内容，涵盖智能电动牙刷、冲牙器、漱口水、口喷等产品，并可通过小程序预约治疗服务；3) 新零售健康服务板块，公司加强打造“白药生活+”，发展中医会诊、中医视力防护、中医推拿、中医正骨等中医服务项目，有望借助品牌优势加快新业务发展。

数字化持续推进，三七产业平台数字化为成长注入新动力。2021 年公司启用数字三七产业化平台，实现农产品三七标准化、数字化可追溯转变，全面提高三七议价能力。三季度公司启动了数字三七产业平台 2.0，有望通过新模式实现集约经营，降本增效，进一步强化公司在品牌三七领域的领导力。

盈利预测与投资评级。根据前三季度情况我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 34.34 亿元、49.41 亿元、54.11 亿元，对应增速分别为 22.5%、43.9%、9.5%。对应 PE 28/19/18X。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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	32,743	36,374	36,983	40,910	44,852
增长率 yoy (%)	10.4	11.1	1.7	10.6	9.6
归母净利润 (百万元)	5,516	2,804	3,434	4,941	5,411
增长率 yoy (%)	31.8	-49.2	22.5	43.9	9.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	4.30	2.19	2.68	3.85	4.22
净资产收益率 (%)	14.4	7.3	8.2	11.1	11.1
P/E (倍)	17.2	33.8	27.6	19.2	17.5
P/B (倍)	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0

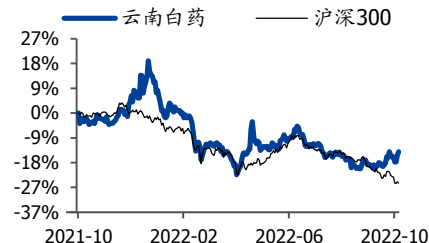
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

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)	55.10
总市值(百万元)	99,007.13
总股本(百万股)	1,796.86
其中自由流通股(%)	47.24
30日日均成交量(百万股)	5.68

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

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《云南白药 (000538.SZ)：投资事项扰动表现业绩，主业稳健，新业务加速落地》2022-08-31
- 《云南白药 (000538.SZ)：业绩基本符合预期，疫情及投资收益扰动增速》2022-04-29
- 《云南白药 (000538.SZ)：主业表现稳健，投资扰动表现业绩，期待新业务发力》2022-03-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	49261	45504	49846	51974	56327
现金	15280	18871	24401	24765	29936
应收票据及应收账款	6582	7513	6185	7683	6333
其他应收款	288	165	451	230	487
预付账款	465	531	482	639	590
存货	10990	8379	8282	8612	8935
其他流动资产	15656	10045	10045	10045	10045
非流动资产	5959	6789	6692	7395	7981
长期投资	329	185	48	-89	-226
固定资产	3098	2972	2990	3737	4397
无形资产	535	699	761	820	895
其他非流动资产	1996	2933	2893	2926	2914
资产总计	55219	52293	56539	59369	64308
流动负债	15637	12718	13550	13914	14678
短期借款	1965	1722	1500	1500	1500
应付票据及应付账款	6316	6438	5781	7160	6177
其他流动负债	7356	4559	6269	5254	7001
非流动负债	1239	1141	1129	1169	1198
长期借款	37	90	78	117	146
其他非流动负债	1202	1051	1051	1051	1051
负债合计	16875	13859	14679	15083	15875
少数股东权益	291	208	199	186	172
股本	1277	1283	1283	1283	1283
资本公积	17655	18126	18126	18126	18126
留存收益	20928	18815	21209	25148	29281
归属母公司股东权益	38053	38226	41661	44100	48260
负债和股东权益	55219	52293	56539	59369	64308

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3829	5223	5913	2700	6058
净利润	5511	2796	3426	4928	5397
折旧摊销	189	281	217	255	314
财务费用	-232	-258	-382	-643	-725
投资损失	-392	-1044	-257	-407	-507
营运资金变动	560	89	2322	-1414	1566
其他经营现金流	-1807	3360	588	-18	13
投资活动现金流	1086	3999	-452	-532	-406
资本支出	486	534	39	821	736
长期投资	1409	4540	137	137	137
其他投资现金流	2982	9073	-276	426	467
筹资活动现金流	-2978	-4623	68	-1804	-481
短期借款	1965	-244	-222	0	0
长期借款	-880	53	-11	39	29
普通股增加	0	5	0	0	0
资本公积增加	235	471	0	0	0
其他筹资现金流	-4299	-4908	301	-1844	-510
现金净增加额	1934	4592	5530	364	5171

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	32743	36374	36983	40910	44852
营业成本	23656	26498	27491	30410	33341
营业税金及附加	165	193	196	217	238
营业费用	3795	3896	4246	4296	4804
管理费用	860	1079	1035	1179	1274
研发费用	181	331	337	373	409
财务费用	-232	-258	-382	-643	-725
资产减值损失	-125	-143	-146	-161	-177
其他收益	179	149	164	157	160
公允价值变动收益	2240	-1929	-590	0	0
投资净收益	392	1044	257	407	507
资产处置收益	14	4	0	0	0
营业利润	6812	3485	4037	5803	6356
营业外收入	8	10	9	10	10
营业外支出	19	14	16	15	16
利润总额	6801	3482	4030	5798	6350
所得税	1290	685	605	870	952
净利润	5511	2796	3426	4928	5397
少数股东损益	-5	-7	-9	-13	-14
归属母公司净利润	5516	2804	3434	4941	5411
EBITDA	6653	3306	3698	5409	5938
EPS (元)	4.30	2.19	2.68	3.85	4.22

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	11.1	1.7	10.6	9.6
营业利润(%)	43.6	-48.8	15.8	43.7	9.5
归属于母公司净利润(%)	31.8	-49.2	22.5	43.9	9.5
获利能力					
毛利率(%)	27.8	27.1	25.7	25.7	25.7
净利率(%)	16.8	7.7	9.3	12.1	12.1
ROE(%)	14.4	7.3	8.2	11.1	11.1
ROIC(%)	12.5	5.9	6.7	9.4	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.6	26.5	26.0	25.4	24.7
净负债比率(%)	-29.9	-41.5	-52.0	-49.9	-56.2
流动比率	3.2	3.6	3.7	3.7	3.8
速动比率	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.3	5.2	5.4	5.9	6.4
应付账款周转率	3.8	4.2	4.5	4.7	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.30	2.19	2.68	3.85	4.22
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	4.07	4.61	2.10	4.72
每股净资产(最新摊薄)	29.66	29.79	32.47	34.37	37.61
估值比率					
P/E	17.2	33.8	27.6	19.2	17.5
P/B	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.9	22.4	18.5	12.6	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 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