

2023年03月21日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元) 37.2/28.4

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2023/03/20)	31.51
上证指数(2023/03/20)	3234.91
股价 12 个月高/低	35.29/25.32
总发行股数(百万)	1625.79
A 股数(百万)	1405.89
A 市值(亿元)	443.00
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)
每股净值(元)	19.72
股价/账面净值	1.60
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	2.0 1.8 7.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-10-27	26.93	买进

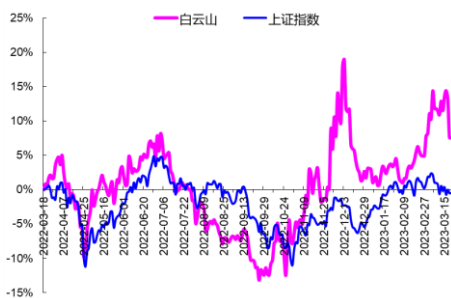
产品组合

大南药	14.8%
大健康	14.8%
大商业	69.4%

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

2022 年净利增长 7%，看好后续恢复性增长

结论与建议：

- 公司业绩：** 公司发布年报，2023年实现营收707.9亿元，YOY+2.6%，录得归母净利润39.7亿元，YOY+6.6%，扣非后归母净利润33.2亿元，YOY+0.4%，EPS为2.44元，公司业绩基本预期。其中Q4单季度实现营收159.8亿元，YOY+3.3%，录得归母净利润4.9亿元，YOY+20.6%，扣非后归母净利润1.9亿元，YOY+897.9%。Q4营收快速增长，扣非净利高增一方面是去年基期较低，另一方面2022年末新冠疫情达峰带动公司感冒类及消炎类药品销售增长。
- 分红方案：** 拟每10股派发现金红利7.32元(含税)，折算股息率约为2.3%。
- 疫情影响大南药及大健康板块营收小降。** 分版块来看：（1）大南药板块实现营收104.6亿元，YOY-3.0%，毛利率为48.0%，同比增加3.9pcts，主要是结构变化及部分产品提价。其中成药实现营收56.2亿元，YOY+6.6%，主要是滋肾育胎丸、华佗再造丸、夏桑菊颗粒等增长较快，化药营收48.4亿元，YOY-12.2%，但其中金戈仍实现营收10.5亿元，YOY+6.4%。（2）大健康板块实现营收104.7亿元，YOY-3.5%，毛利率为43.5%，同比减少3.8pcts，主要是2022年防疫管控影响王老吉凉茶销售，营收及毛利率均下滑，但预计随着2022年底的管控措施优化，2023年大健康板块将迎来恢复性增长。（3）大商业板块实行营收493.3亿元，YOY+5.0%，毛利率为14.1%，同比增0.39pcts，表现稳健。
- 盈利预测及投资建议：** 随着国内疫情管控措施转变后，预计门诊和餐饮人次将增加，我们认为公司各版块后续都将迎来恢复性增长。从中长期来看，公司是南派中药集大成者，积极推动百年老字号焕发活力，打造“巨星品种”，我们认为在当下国家大力支持中医药守正创新发展的背景下，公司中药业务将有较大发展空间。我们预计公司2023、2024年分别实现净利润45.2亿元、49.6亿元，YOY分别+13.9%、+9.9%，EPS分别为2.78元、3.05元，A股对应PE分别为11.3倍、10.3倍，H股对应PE分别为7.5倍、6.6倍，目前A股估值合理、H股估值偏低，继续给与“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		2020	2021	2022	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2915	3720	3967	4519	4964
同比增减	%	-8.58	27.60	6.63	13.92	9.86
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.79	2.29	2.44	2.78	3.05
同比增减	%	-8.57	27.61	6.64	13.91	9.86
A 股市盈率(P/E)	X	17.57	13.77	12.91	11.34	10.32
H 股市盈率(P/E)	X	11.61	9.10	8.53	7.49	6.82
股利 (DPS)	RMB 元	0.54	0.69	0.73	0.83	0.92
A 股股息率 (Yield)	%	1.71	2.18	2.32	2.65	2.91

【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	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入	61674	69014	70788	75699	79499
经营成本	51233	55781	57511	61394	64249
营业税金及附加	258	298	298	341	358
销售费用	4576	5955	5875	6283	6559
管理费用	1844	2032	2218	2347	2464
财务费用	5	-133	-162	-151	-79
资产减值损失				0	0
投资收益	344	194	421	300	400
营业利润	3672	4786	5074	5786	6349
营业外收入	158	45	18	15	20
营业外支出	91	108	49	50	50
利润总额	3739	4723	5043	5751	6319
所得税	647	754	790	903	992
少数股东损益	176	249	287	330	362
归属于母公司所有者的净利润	2915	3720	3967	4519	4964

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E
货币资金	19470	22377	22500	23175	24565
应收账款	12390	12817	14858	16343	17978
存货	9765	10438	10672	10992	11321
流动资产合计	47397	52811	57064	62200	67176
长期股权投资	1866	1563	1584	1603	1619
固定资产	2913	3348	3709	4117	4447
在建工程	1276	1564	2108	2530	2935
非流动资产合计	12363	13307	17601	20417	22459
资产总计	59760	66118	74665	82617	89635
流动负债合计	29243	32254	37395	42256	47327
非流动负债合计	2312	2537	3632	3814	3966
负债合计	31555	34791	41027	46070	51294
少数股东权益	2060	2264	1573	1730	1990
股东权益合计	26145	29062	32065	34817	36352
负债及股东权益合计	59760	66118	74665	82617	89635

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	585	5673	6999	7,230	7,943
投资活动产生的现金流量净额	-1088	-932	-7253	-1123	-1020
筹资活动产生的现金流量净额	1439	-1494	46	-1533	-1600
现金及现金等价物净增加额	932	3248	-209	4574	5323

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,不在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i @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i @。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。