

**2023年09月01日**

 王睿哲  
 C0062@capital.com.tw

目标价(元) 63

**公司基本信息**

产业别	医药生物		
A 股价(2023/9/1)	54.56		
深证成指(2023/9/1)	10463.74		
股价 12 个月高/低	58.89/49.12		
总发行股数(百万)	1796.86		
A 股数(百万)	1784.92		
A 市值(亿元)	973.85		
主要股东	云南省国有股权运营管理有限公司(25.02%)		
每股净值(元)	21.48		
股价/账面净值	2.54		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	1.4	3.8	7.0

**近期评等**

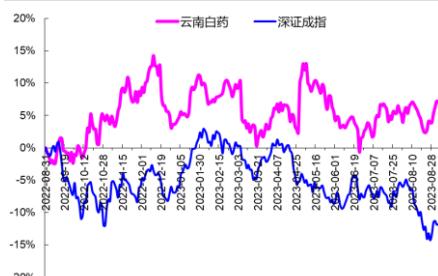
出刊日期 前日收盘 评等

**产品组合**

工业销售	35.0%
商业销售	64.8%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	5.0%
一般法人	45.0%

**股价相对大盘走势**

**云南白药(000538.SZ)**
**buy 买进**
**减值影响减弱, 23H1 净利 YOY+89%,**
**结论与建议:**

- **公司业绩:** 公司2023H1实现营收203.1亿元, YOY+12.7%, 录得归母净利润28.3亿元, YOY+88.5%, 扣非后归母净利27.4亿元, YOY+65.4%, 公司业绩处于业绩预告范围的中位, 符合预期。其中Q2单季度实现营收98.0亿元, YOY+14.1%, 录得归母净利润13.1亿元, YOY+123.5%, 扣非后归母净利润13.3亿元, YOY+299%。
- **减值损失同比下降, 推升营业利润率:** 公司上半年及Q2扣非净利润大幅增长, 我们认为主要是资产减值损失及信用减值损失减少所致, 推动公司23H1营业利润率同比提升7.1个百分点至16.3%。具体来看, 23H1公司资产减值损失+信用减值损失合计为0.56亿元, 而22H1两项合计为12.6亿元。
- **云南白药产品销售恢复, 其他业务稳健增长:** (1) 23H1 药品事业部继续强化聚焦, 实现营收38.5亿元, YOY+14.6%, 白药气雾剂贡献营收超9亿元, YOY+18.2%, 其他白药核心系列产品保持稳健增长, 此外, 多个品牌中药也实现了快速增长, 其中蒲地蓝估计受益于新冠治疗, 营收过1亿, 同比增长80%, 祛暑湿的藿香正气水营收同比大增260%; (2) 23H1 健康事业部实现营收32.5亿元, YOY+0.8%, 白药牙膏销售稳健, 市占率25%, 依旧保持第一, 养元青防脱洗护产品营收同比大增90%; (3) 中药资源事业部23H1 实现对外营收8.8亿元, YOY+21%, 其中战略品种三七中药材对外营收同比增长30%; (4) 医药商业部分, 23H1 省医药实现营收123.6亿元, YOY+13.6%, 保持稳健增长趋势。
- **毛利率持平, 费用率下降:** 公司Q2单季度综合毛利率为27.7%, 同持平; Q2期间费用率为11.8%, 同比下降1.8个百分点, 其中销售费用率同比下降1.5个百分点至10.8%, 销售费用规模未增, 但推动营收规模扩大, 我们认为主要是营销效率提升。
- **盈利预测及投资建议:** 展望未来, 疫情管控放宽后公司各业务均有恢复, 白药核心系列产品在强化聚焦业务后持续增长, 并且公司全面推动新兴业务单元布局深化, 预计后续在口腔智护、精准医美及智云健康三个单元业务将会有突破, 为公司打造新的业绩增长点。我们预计公司2023-2025年分别实现净利润45.4亿元、48.5亿元、53.9亿元, YOY+51.1%、+7.0%、+11.0%, EPS分别2.5元、2.7元、3.0元, 目前股价对应PE分别为22倍、20倍、18倍, 主业稳健增长, 给与“买进”投资建议。
- **风险提示:** 新品销售不及预期; 白药牙膏增速回落; 药品销售不及预期

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2804	3001	4536	4853	5388
同比增减	%	-49.17	7.04	51.13	7.01	11.01
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.56	1.67	2.52	2.70	3.00
同比增减	%	-49.17	7.04	51.13	7.01	11.01
市盈率(P/E)	X	34.97	32.67	21.61	20.20	18.20
股利 (DPS)	RMB 元	1.60	1.52	1.51	1.62	1.80
GON 股息率 (Yield)	%	2.93	2.79	2.78	2.97	3.30

**【投资评级说明】**

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

**附一：合并损益表**

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36374	36488	39404	42413	45378
经营成本	26498	26883	29025	31249	33403
营业税金及附加	193	210	223	254	272
销售费用	3896	4166	4645	4877	5173
管理费用	1079	834	726	763	726
财务费用	-258	-343	-163	-127	-136
资产减值损失	-125	-143	-664	0	0
投资收益	1044	868	622	500	600
营业利润	3485	3371	5336	5768	6404
营业外收入	10	14	22	20	20
营业外支出	14	8	22	10	10
利润总额	3482	3377	5336	5778	6414
所得税	685	537	802	924	1026
少数股东损益	-7	-161	-2	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2804	3001	4536	4853	5388

**附二：合并资产负债表**

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18871	13056	15015	16966	19002
应收账款	7184	9090	10271	11915	13583
存货	8379	7993	8233	8562	8905
流动资产合计	45504	35677	41029	47183	54260
长期股权投资	185	11319	11658	12008	12368
固定资产	2971	2723	2751	2778	2806
在建工程	230	194	175	157	141
非流动资产合计	6789	17644	19408	21349	23484
资产总计	52293	53321	60437	68532	77744
流动负债合计	12718	13558	14507	15668	16921
非流动负债合计	1141	1236	1310	1388	1472
负债合计	13859	14794	15817	17056	18393
少数股东权益	208	23	21	22	23
股东权益合计	38226	38504	44599	51454	59328
负债及股东权益合计	52293	53321	60437	68532	77744

**附三：合并现金流量表**

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	5223	3209	4,763	5,096	5,657
投资活动产生的现金流量净额	3999	-6316	203	163	17
筹资活动产生的现金流量净额	-4623	-2733	-3007	-3307	-3638
现金及现金等价物净增加额	4592	-5824	1958	1952	2036

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券持意见或立场，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券。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。