



Research and
Development Center

华南医药消费龙头稳健增长，盈利能力持续优化

—白云山(600332)公司深度报告

2024年06月25日

唐爱金医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
联系电话: 19328759065
邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣医药行业分析师
执业编号: S1500523050001
联系电话: 15821927090
邮箱: wuxin@cindasc.com

证券研究报告

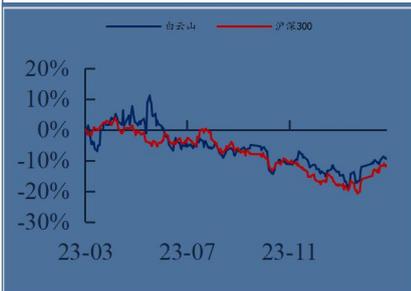
公司研究

公司深度报告

白云山 (600332)

投资评级 买入

上次评级 无



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	29.08
52周内股价波动区间(元)	36.73-26.86
最近一月涨跌幅(%)	-3.61
总股本(亿股)	16.26
流通A股比例(%)	86.47
总市值(亿元)	472.80

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

华南医药消费龙头稳健增长，盈利能力持续优化

2024年06月25日

本期内容提要：

1.大健康大南药大商业三足鼎立稳健发展，华南医药消费龙头再出发

白云山业务涵盖保健饮料、医药健康和商业，公司是工商业一体化的华南地区医药行业龙头。2023年公司营收达755亿元，大健康、大南药和大商业三大业务占营收比例约为14.72%、14.42%、69.87%；占毛利比重为34.80%、37.41%、26.00%。

2.大健康：“品牌+产品+渠道”王老吉持续构筑核心竞争力，控费维价提升盈利能力

2023年大健康业务营收约111.2亿，凉茶饮料市场规模有望稳健增长，呈现“双寡头”竞争格局，2018年以来，王老吉和加多宝的价格战结束，王老吉持续发力“品牌营销+新品推出+渠道开拓”助王老吉收入增速有望高于凉茶行业增速，我们预计24-26收入有望维持8%左右CAGR。近年公司持续控费维价，大健康业务的净利率由2016年的5.52%提升至2023年的14.58%，我们认为依然存在提升空间。

3.大南药：中药化药均衡发展，OTC品牌驱动稳健增长

2023年公司大南药板块营收108.9亿，其中中药占比57.59%，化药占比42.41%，均衡发展。旗下中药老字号众多，主要知名产品有消渴丸、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒、华佗再造丸、夏桑菊颗粒、小儿七星茶颗粒、清开灵颗粒和安宫牛黄丸。化药板块近年受到集采降价影响渐入尾声，抗ED药物金戈为知名品牌，在零售终端价格不受集采影响。我们认为消渴丸、金戈等大单品持续发力，有望带动公司大南药板块5-10%稳健增长。

4.大商业：结构优化实现高质量发展，盈利能力有望持续提升

2023年公司大商业板块营收527.6亿。行业方面，两票制与集采政策大背景下医药流通行业集中度提升，公司大商业全产品分销覆盖+供应链及物流增值服务，分销网络持续完善。业务层面，零售业务和直销业务占比提升，整体和局部业务结构同时优化，大商业盈利能力提高，净利率从2018年的0.86%提升至2023年的1.21%。在分销端，供应链增值服务以物流服务为核心，客户结构稳定，分销网络庞大。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为813.5亿元、879.9亿元、953.0亿元，同比增速分别为7.7%、8.2%、8.3%，归母净利润分别为44.28亿元、49.41亿元、54.9亿元，对应当前估价PE分别为11、10、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，研发风险，产品推广风险，市场竞争风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	70,788	75,515	81,354	87,994	95,303
增长率 YoY%	2.6%	6.7%	7.7%	8.2%	8.3%
归属母公司净利润 (百万元)	3,967	4,056	4,428	4,941	5,490
增长率 YoY%	6.6%	2.2%	9.2%	11.6%	11.1%
毛利率%	18.8%	18.8%	18.5%	18.7%	18.8%
净资产收益率 ROE%	12.4%	11.6%	11.6%	11.9%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	2.44	2.49	2.72	3.04	3.38
市盈率 P/E(倍)	11.92	11.66	10.68	9.57	8.61
市净率 P/B(倍)	1.47	1.35	1.24	1.14	1.04

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 06 月 24 日收盘价

目录

1. 公司概况：“大健康产业+生物医药工商一体化”的华南龙头企业	7
1.1.1. A股+H股并行，白云山发展历程回顾	7
1.1.2. A+H股结构，布局医药健康全产业链	8
1.2. 后疫情期业绩回温，结构调整业务发展势头向好	9
1.2.1. 结构性调整完毕，业务态势向好，后疫情期逐步恢复增长	9
1.2.2. 三大业务稳健发展，大健康大南药大商业三足鼎立	9
2. 大健康：盈利能力持续提升，凉茶龙头稳健增长	12
2.1. 大健康业务业绩贡献占比超四成，盈利能力持续提升	12
2.2. 凉茶市场稳健增长，市场下沉加新品推广收入有望稳健增长	13
2.2.1. 凉茶饮料市场呈波动增长态势，2022年市场规模约551亿元	13
2.2.2. “品牌营销+新品推出+渠道开拓”王老吉持续发力，助力市场份额提升	13
2.3. 近年来王老吉盈利能力有所提升	15
2.4. 大健康板块盈利预测	15
3. 大南药：中药化药均衡发展，明星品牌驱动稳健成长	16
3.1. 大南药板块稳健增长，中药化药均衡发展	16
3.2. 中药老字号丰富	17
3.3. 化药板块：业绩因集采短期承压，金戈增速较快	19
3.4. 大南药板块盈利预测	22
4. 大商业：业务结构优化，盈利能力有望提升	23
4.1. 七十余年砥砺前行，大商业进入高质量发展阶段	23
4.2. 分销：行业整合加速提升行业集中度，增值服务巩固竞争地位	24
4.2.1. 医药流通行业规模持续扩大，行业集中度持续提升	24
4.2.2. 全产品分销覆盖+供应链物流增值服务，分销网络持续完善	25
4.3. 大商业板块盈利预测	26
5. 业务拆分与估值	27
6. 风险提示	29

表目录

表 1：大健康板块同行企业估值对比	16
表 2：大健康板块盈利预测及估值	16
表 3：2018-2023 公司主要中药大品种营业收入与毛利率	18
表 4：2018-2023 公司主要化药大品种营业收入与毛利率	20
表 5：大南药板块可比公司估值	23
表 6：大南药板块盈利预测及估值	23
表 7：大商业板块可比公司估值	27
表 8：大商业板块盈利预测及估值	27
表 9：公司业务拆分、盈利预测与估值	28

图目录

图 1：白云山公司大事记	7
图 2：白云山股权结构图	8
图 3：2015-2023 公司营业收入情况	9
图 4：2015-2023 公司归母净利润情况	9
图 5：公司三大业务营收占比情况	10
图 6：2016-2023 公司三大业务收入及增速	10
图 7：公司分业务毛利率和综合毛利率情况	11
图 8：大南药、大健康毛利占比超 7 成	11
图 9：2023 年三大业务毛利回暖	11
图 10：公司销售费用率及研发费用率持续下降	11
图 11：大健康板块收入主要来自子公司王老吉大健康	12
图 12：2023 年王老吉净利润占比公司总利润约 34%	12
图 13：2016-2023 王老吉大健康净利润	12
图 14：2016-2023 王老吉大健康销售净利率	12
图 15：2015-2022 年中国凉茶零售市场规模	13
图 16：王老吉推出“姓氏图腾罐”	14
图 17：王老吉独家冠名明日之子	14
图 18：王老吉新品主要围绕无糖无脂	14
图 19：2015-2027E 无糖饮料市场规模	15
图 20：2017-2027E 中国无糖茶饮料市场规模快速增长	15

图 21: 2023 年王老吉净毛利率与同行业比较	15
图 22: 2016-2023 年同行企业净利率	15
图 23: 2016-2023 大南药板块收入	17
图 24: 2016-2023 大南药板块中药和化药收入结构	17
图 25: 公司中药业务 12 家中华老字号	17
图 26: 大南药中药板块收入波动	18
图 27: 2023 年中药板块前五大品种收入占比超 3 成	18
图 28: 2016-2023 年消渴丸营收与毛利率	19
图 29: 2016-2023 年小柴胡颗粒营收与毛利率	19
图 30: 2016-2023 年滋肾育胎丸营收与毛利率	19
图 31: 2016-2023 公司化药收入与增速	20
图 32: 金戈销售收入与毛利增速较高	21
图 33: 金戈毛利占比大于收入占比	21
图 34: 中国抗 ED 药物零售药店渠道的市场销售规模快速提升	21
图 35: 白云山为抗 ED 药物市场领军企业	22
图 36: 2016-2023 大商业收入及增速	24
图 37: 大商业收入主要来自分销业务	24
图 38: 广州医药净利润持续提高	24
图 39: 广州医药净利率持续提高	24
图 40: 2011-2022 年我国医药销售规模及增速	25
图 41: 广州医药供应链增值服务完善	26

白云山业务涵盖保健饮料、医药健康和商业，公司是工商业一体化的华南地区医药行业龙头。2023年公司营收达755亿元，大健康、大南药和大商业三大业务占营收比例约为14.72%、14.42%、69.87%；占毛利比重为34.80%、37.41%、26.00%。公司实际控制人为广州市人民政府，从2017年开始公司三项费用率均呈现出明显的下降趋势，反映出公司的控费措施卓有成效，符合高质量发展目标下的结构性调整的预期。

2023年大健康业务营收约111.2亿，凉茶饮料市场规模有望稳健增长，呈现“双寡头”竞争格局，2018年以来，王老吉和加多宝的价格战结束，王老吉持续发力“品牌营销+新品推出+渠道开拓”助王老吉收入增速有望高于凉茶行业增速，我们预计24-26收入有望维持8%左右CAGR。近年公司持续控费维价，大健康业务的净利率由2016年的5.52%提升至2023年的14.58%，我们认为依然存在提升空间。

中药化药均衡发展，OTC品牌驱动稳健增长。2023年公司大南药板块营收108.9亿，其中中药占比57.59%，化药占比42.41%，均衡发展。已形成梯队中药品种，主要知名产品有消渴丸、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒、华佗再造丸、夏桑菊颗粒、小儿七星茶颗粒、清开灵颗粒和安宫牛黄丸。化药板块近年受到集采降价影响渐入尾声，抗ED药物金戈为知名品牌，在零售终端价格不受集采影响。我们认为消渴丸、金戈等大单品持续发力，有望带动公司大南药板块5-10%稳健增长。

结构优化实现高质量发展，盈利能力有望持续提升。2023年公司大商业板块营收527.6亿。行业方面，两票制与集采政策大背景下医药流通行业集中度提升，公司大商业全产品分销覆盖+供应链及物流增值服务，分销网络持续完善。业务层面，零售业务和直销业务占比提升，整体和局部业务结构同时优化，大商业盈利能力提高，净利率从2018年的0.86%提升至2023年的1.21%。在分销端，供应链增值服务以物流服务为核心，客户结构稳定，分销网络庞大。

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为813.5亿元、879.9亿元、953.0亿元，同比增速分别为7.7%、8.2%、8.3%，归母净利润分别为44.28亿元、49.41亿元、54.9亿元，对应当前估价PE分别为11、10、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

1. 公司概况：“大健康产业+生物医药工商一体化”的华南龙头企业

1.1.1. A股+H股并行，白云山发展历程回顾

27年砥砺前行，多元业务均衡发展。白云山成立于1997年，经过27年的发展已经成为全国大型综合性医药企业集团。业务涵盖了保健饮料、中成药、化药、生物药的开发、生产、批发、零售及进出口业务。此外，公司涉及医院、养生机构等特色医疗机构的服务，基本实现了生物医药与健康产业的全产业链布局，是工商业一体化的华南地区医药龙头企业。

图1：白云山公司大事记



资料来源：公司公告，公司官网，第一财经，金融投资报，信达证券研发中心

回顾白云山成立以来发展历程，可以大致分为四个阶段：

1) 1997~2008 公司初创：工商一体化华南区龙头

自1997年成立以来的10年是白云山成立、探索和起步的阶段，是整个公司的初创期。公司业务稳健，实现了10年的持续增长，收入CAGR=14.9%，净利润CAGR=11.05%。在此阶段中，公司业务主要由制药和分销两部分组成：制药业务方面，属下王老吉、敬修堂、潘高寿、采芝林等众多老字号品牌；分销流通业务方面，公司积极拓展分销渠道，以华南地区为核心建立了成熟的医药分销网络，并对医药、零售、社区与农村等主要终端进行了拓展。为后续公司业务蓬勃发展奠定了基础。

2) 2008~2012 厚积薄发：08年会计准则调整，大商业脱表

2008年金融危机来临，国内宏观经济环境面临严峻挑战，市场总体需求紧缩，同时，当年会计准则的改变致大商业板块子公司业务的会计计量方法转为权益法，大商业板块收入不计入合并报表，从而营收规模大幅下降，但实质性经营影响较小。在此后的三年间，公司业务并未受到金融危机的持续影响，开展大宗药材集中采购及中药材GAP基地建设等工作，降低各环节费用，结合自有分销业务完善了制药与流通的产业链布局。2008-2012年间公司收入CAGR=23.59%，净利润CAGR=24.10%，高于初创期。

3) 2012~2018 业绩加快增长：2012年开始拓展大健康业务、2013年白云山制药吸收合并

2012年对于白云山来说是关键的一年，在当年白云山收回“王老吉”商标，正式开拓大健康业务板块。在此阶段，凉茶饮品业务在激烈的竞争中前行，由于凉茶市场的竞争带来巨额销售费用等，此阶段的营收增长速度不高，但凉茶业务的高毛利率

有效提高了公司的盈利能力，六年间净利润 CAGR=43.31%。

4) 2018 至今稳健前行：2018 收购大商业 30% 少数股权

在此阶段，白云山营收与净利润总体稳健前行。2018 年白云山完成对大商业板块子公司 30% 股权的收购，大商业板块并表，同时大健康板块盈利能力提升。2020 年由于疫情影响，国内消费品与药品需求减小，公司营收有小幅下降，2021 年整体业务回暖，营业收入同比增长 11.9%，归母净利润同比增长 27.6%；2022-2023 年整体表现平稳。

1.1.2. A+H 股结构，布局医药健康全产业链

公司的实际控制人为广州市人民政府，广药集团持有公司 45.04% 的股权。

图 2：白云山股权结构图



资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心，整理截至 2024 年 5 月 29 日

公司下属的主要子公司业务范围涵盖大健康、大南药、大商业和大医疗四个板块：

- 1) 大健康板块** 主营业务为饮料、食品、保健品、美妆等产品的生产、研发与销售，主要的子公司包括王老吉大健康公司及王老吉药业等；
- 2) 大南药板块** 主营业务是中成药、化药、生物药的研发生产销售，主要的子公司是星群药业、中一药业、陈李济药厂、奇星药业、潘高寿药业、敬修堂药业、光华药业、明兴药业、何济公药厂、广州汉方、广州拜迪、白云山和黄公司、白云山制药总厂等；
- 3) 大商业板块** 主营业务为药品批发配送及零售业务，主要的子公司为广州医药、医药进出口公司、采芝林药业、“采芝林”药业连锁店、“健民”药业连锁店与盈邦大药房等；
- 4) 大医疗板块** 主营业务为医院、健康养生及器械业务，主要的子公司是广州白云山医院、广州众成医疗器械公司、润康月子公司等。

1.2. 后疫情期业绩回温，结构调整业务发展势头向好

1.2.1. 结构性调整完毕，业务态势向好，后疫情期逐步恢复增长

我们可以分三个阶段解读近年来白云山的营收变化：

1) 2015-2018 年间，营收规模增长速度较为平稳，而归母净利润却出现高速增长，四年间归母净利润 CAGR=27.55%，这主要是因为大健康板块发展较好，公司的盈利能力持续提升。

2) 2018-2019 年间，白云山的营收规模经历了连续两年的大幅度提升，这主要是大商业板块子公司广州医药和大健康板块子公司王老吉药业的并表所致，由于 2018 年对两家公司的收购时间分别在年中和年末，因此收购的影响持续到了 2019 年。而 2019 年在营收规模继续扩大的情况下出现利润回调，首先是因为 2018 年两笔收购和一心堂药业转长期股权投资带来较大的公允价值变动收益，导致 2018 年的归母净利润超出正常水平，其次是因为 2019 年作为公司的“风控增效年”，在高质量发展的目标下公司的业务和财务核算方面略有调整。

图 3：2015-2023 公司营业收入情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：2015-2023 公司归母净利润情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

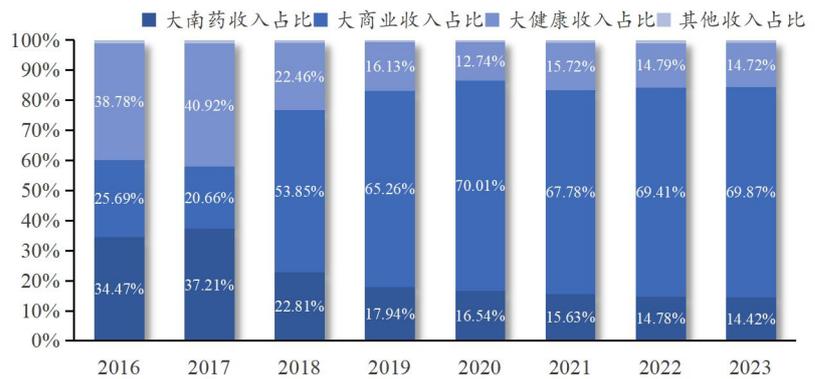
3) 2020 年新冠疫情爆发，宏观环境不景气导致公司业绩增长较为乏力。但当年公司的经营依旧稳健，结合疫情需求推出“巨星品种”计划，复兴“老字号”，借助王老吉品牌优势，重点打造新品刺柠吉系列，举措包括加大刺柠吉的广告投入、全渠道铺货、发放刺柠吉饮料扶贫消费券等。同时，公司持续落实控费维价，以降低费用率并提高经营效率和盈利质量。2021 疫情影响逐渐减小，公司业务明显回暖。

我们认为 2018-2020 期间可以看作为公司的结构性调整时期，2021-2022 年营业收入分别同比增长 11.9%，2.6%；归母净利润分别同比增长 27.6%，6.64%，其中 2022 年依然受疫情影响。

1.2.2. 三大业务稳健发展，大健康大南药大商业三足鼎立

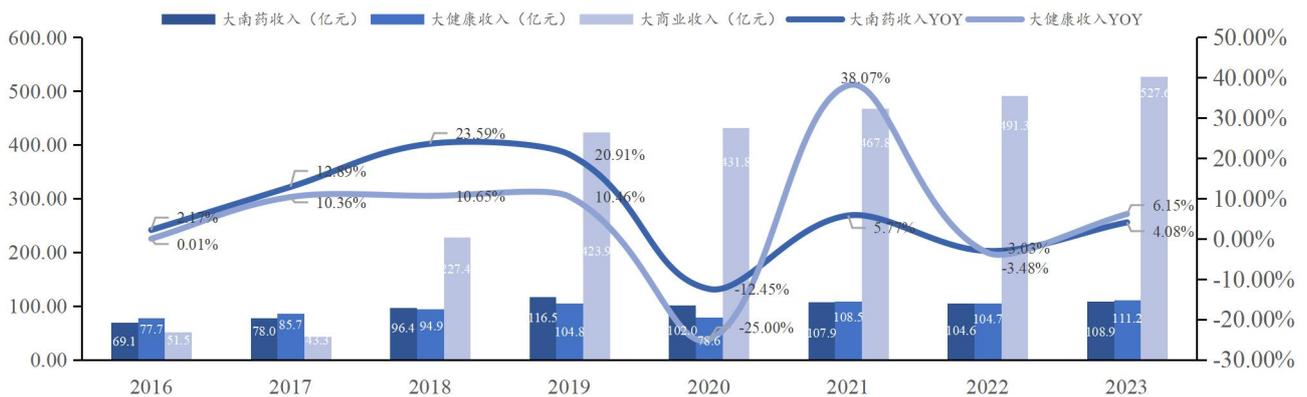
1) 营收结构稳定，大商业营收占比较大

公司现有的业务包括大健康、大商业和大南药三大板块，2018 年以来业务收入结构比较稳定。2023 年大健康、大南药和大商业三大业务占营收比例约为 14.72%、14.42%、69.87%；占毛利比重为 34.80%、37.41%、26.00%。2018-2019 年间大商业业务收入占比提升较多，这主要是受到大商业板块子公司并表影响。

图 5： 公司三大业务营收占比情况


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2023 年，三大板块维持稳健增长，2023 年大商业板块营收规模达到 527.6 亿（同比+7.39%），大健康板块营收规模达到 111.17 亿元（同比+6.15%），大南药板块营收规模达到 108.89 亿元（同比+4.08%）。

图 6： 2016-2023 公司三大业务收入及增速


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2) 大健康和 大南药 毛利合计贡献占比超七成，近年综合毛利率先降后升

公司的毛利主要来自大南药和大健康板块业务，大南药和大健康业务 2023 年毛利率分别是 48.74% 和 44.41%，大商业毛利率为 6.99%。

2017 年以来，公司的综合毛利率呈现出先降后增的趋势，2018-2019 年的综合毛利率下降主要由于大商业板块医药公司并表导致其收入占比大幅提升，低毛利率的医药分销业务拉低了公司整体毛利率。2020 年由于疫情影响，毛利率达到谷底。随着三年业务整合与开拓过程的结束，公司的结构性调整完毕，同时 2021-2023 年医药健康和软饮料行业整体回暖，毛利率略有回升。

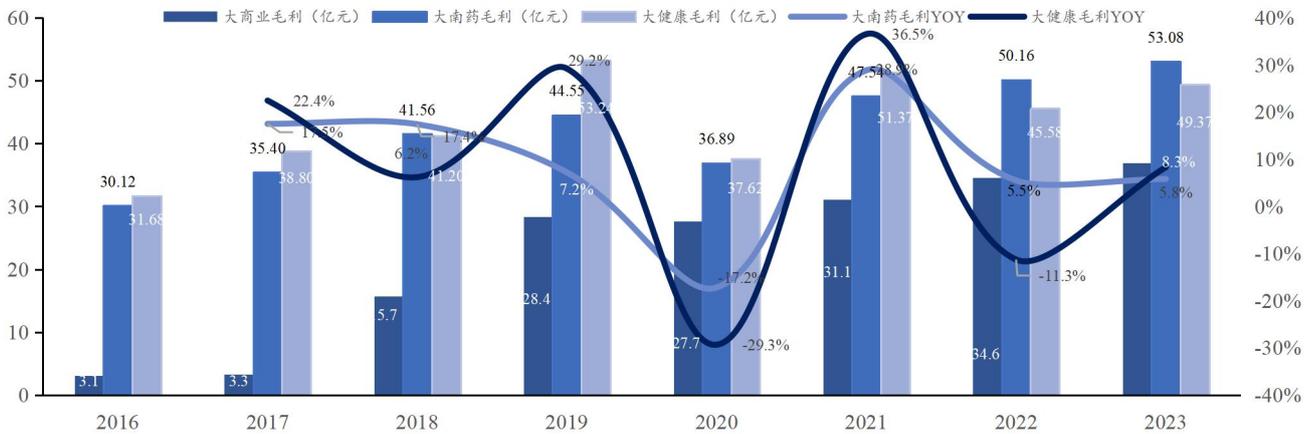
图7： 公司分业务毛利率和综合毛利率情况


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

图8： 大南药、大健康毛利占比超7成


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2020年受到疫情影响，公司毛利下滑，2023年大南药和大健康毛利有所回暖。

图9： 2023年三大业务毛利回暖


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

3) 毛利率持续提高，控费维价效果明显

从2017年开始，公司的三项费用率均呈现出明显的下降趋势，销售费用率从2017年最高点的20.45%降低到2020-2023年的8%上下。大健康板块近年持续开展控费维价工作，费用率的整体下降侧面反映出公司的控费措施卓有成效，符合高质量发展目标下的结构性调整的预期。

图10： 公司销售费用率及研发费用率持续下降


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2. 大健康：盈利能力持续提升，凉茶龙头稳健增长

2.1. 大健康业务业绩贡献占比超四成，盈利能力持续提升

公司大健康板块业务包括饮料、食品、保健品等产品的生产、研发与销售，主要从事的企业包括公司下属全资子公司王老吉大健康公司及王老吉药业等；主要产品包括王老吉凉茶、刺柠吉系列、灵芝孢子油胶囊、润喉糖、龟苓膏等。

大健康业务持续稳健增长，王老吉凉茶业务占大健康板块收入 90%。除去受疫情较大影响的 2020 年之外，2016-2021 年间，大健康业务收入实现每年两位数以上的稳健增长，2016-2019 年间业务收入 CAGR=10.49%。大健康板块的收入主要来自王老吉大健康业务，2023 年王老吉大健康在大健康板块的营收占比约 90%。

2023 年公司大健康业务收入占比为 14.72%，大健康毛利占比为 34.80%，王老吉大健康净利润占比为 34.28%。

图 11： 大健康板块收入主要来自子公司王老吉大健康



资料来源：公司 2016-2023 年年报，信达证券研发中心

图 12： 2023 年王老吉净利润占比公司总利润约 34%



资料来源：公司 2016-2023 年年报，信达证券研发中心

大健康业务净利润增长态势良好，控费维价后净利率持续提升。除去受到疫情影响较大的 2020 年外，2016 年至今，王老吉大健康净利润持续增长；净利率从 2016 年的 5.52% 提升至 2023 年的 14.58%。公司 2019 年深耕渠道，控费维价工作纵深化推进。王老吉大健康公司进一步精细化渠道管理，提升终端铺市率。此外，王老吉大健康公司持续开展控费维价工作，缩减渠道费用投入，有效提升盈利水平。

图 13： 2016-2023 王老吉大健康净利润



资料来源：公司 2016-2023 年年报，信达证券研发中心

图 14： 2016-2023 王老吉大健康销售净利率



资料来源：公司 2016-2023 年年报，信达证券研发中心

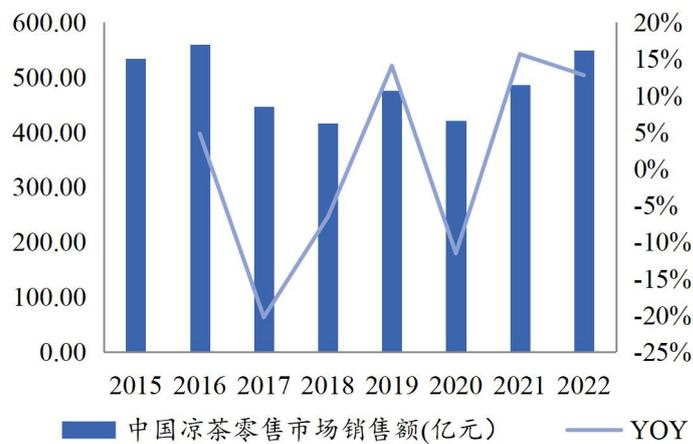
2.2. 凉茶市场稳健增长，市场下沉加新品推广收入有望稳健增长

2.2.1. 凉茶饮料市场呈波动增长态势，2022年市场规模约551亿元

据智研咨询，凉茶作为保健品饮料产品在国际市场中陆续被市场接受，在全球软饮料行业的市场竞争中具备全新的竞争力。2022年全球凉茶零售市场规模接近117.8亿美元，同比增长8.66%。

现代人生活节奏加快，工作负荷大，容易上火，“清热解毒”的凉茶饮料因而备受青睐。2022年我国凉茶市场规模达到551亿元，同比增长12.7%。受区域经济水平、消费习惯、凉茶行业主要品牌渠道布局等因素的影响，我国凉茶行业消费具有一定的区域性特征。华东和中南地区对凉茶的接受度和喜爱度更高，市场规模占比也较高。凉茶的主要竞争对手为王老吉、加多宝和和其正，罐装凉茶领域王老吉与加多宝竞争激烈，而和其正凉茶主要专注于瓶装凉茶市场。总体来看市场竞争主要在王老吉与加多宝两大巨头之间展开。

图 15： 2015-2022年中国凉茶零售市场规模



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

我们认为随着疫情对经济消费的影响逐步减弱，我国凉茶饮料市场规模或有望呈现**稳健增长趋势**。随着居民的健康意识正在逐渐提升，对于健康性、植物性饮食的追求提高正在成为大趋势。

2.2.2. “品牌营销+新品推出+渠道开拓”王老吉持续发力，助力市场份额提升

近年来王老吉推进差异化、精细化营销，包括年轻化、科技化和凉茶文化营销，围绕瓶身的新型营销众多，包括推出“百家姓罐”、“老师姓”罐等，同时冠名年轻化的综艺节目，比如2017年独家冠名腾讯综艺《明日之子》等。

王老吉品牌年轻化不仅能够为其带来新的消费者增长，同时帮助其将推出的新品打入用户接受度更高的年轻人市场。

图 16： 王老吉推出“姓氏图腾罐”


资料来源：王老吉官网，信达证券研发中心

图 17： 王老吉独家冠名明日之子


资料来源：王老吉官网，信达证券研发中心

低脂低糖健康主题不改，王老吉新品持续推出。据每日食品网报道，2016年6月王老吉推出无糖、低糖精装王老吉凉茶，而后王老吉以经典凉茶为基础，陆续推出了众多凉茶新品。此外，还跳出凉茶市场推出了椰肉、刺柠吉等新品，产品线逐渐丰富。据中新网贵州报道，刺柠吉增长迅速，2020年刺柠吉销售额突破5亿元，2021年销售额突破10亿元。

图 18： 王老吉新品主要围绕无糖无脂


资料来源：王老吉官网，信达证券研发中心

凉茶新品依旧围绕健康主题展开，主打无糖、低糖、无脂等健康元素。近年来消费者对于健康饮食的追求逐年提升，加速了健康型饮料市场规模的快速提升。据华经产业研究院，2017-2022 期间无糖饮料市场、无糖茶饮料市场规模持续提升，我们预计无糖饮料市场有望持续增长。

图 19： 2015-2027E 无糖饮料市场规模


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

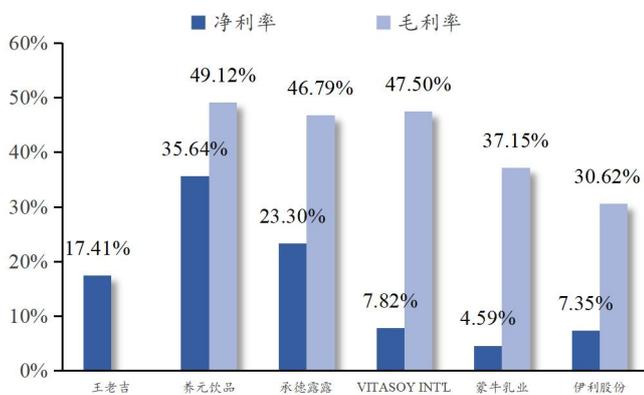
图 20： 2017-2027E 中国无糖茶饮料市场规模快速增长


资料来源：华经情报网，华经产业研究院，《2023 中国无糖茶饮行业白皮书》，信达证券研发中心

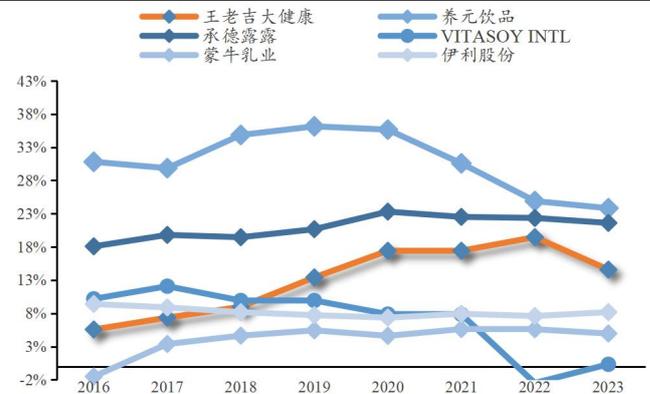
我们认为王老吉通过产品推陈出新和精准营销，可以有效巩固现有渠道、开拓新渠道。

2.3. 近年来王老吉盈利能力有所提升

如图 23，2023 年王老吉净利率属于行业中上水平，近年来公司净利率波动提升，2023 年有所下滑。据公司 2019 年报，王老吉大健康公司进一步精细化渠道管理，改善形象布建工作，规范终端执行标准，提升终端铺市率。此外，王老吉大健康公司持续开展控费维价工作，缩减渠道费用投入，有序开展产品价格稳定工作，有效提升盈利水平。

图 21： 2023 年王老吉净毛利率与同行业比较


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

图 22： 2016-2023 年同行企业净利率


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2.4. 大健康板块盈利预测

我们对大健康板块未来三年盈利进行预测，假设前提如下：

在收入端预测方面，根据上文分析，我们认为未来几年凉茶市场规模有望稳健增长，王老吉的收入增长有望延续过去几年的趋势，而除去受到疫情严重影响的 2020 年，2016-2019 年公司的增速均在 10% 左右，因此，我们假设 2024-2026 年大健康业务收入增长率均为 8%。

在净利率预测方面，我们选取 2016-2020 年子公司王老吉大健康净利率，业务 PE 由目标 PE 确定。据此预测 2024-2026 年大健康业务净利率分别为 14.6%、14.7%、

15.8%。

考虑到大健康的政府补助占比非经常性损益较大，假设以政府补助约等于大健康板块非经常性损益，未来三年大健康非经常性损益分别为过去三年的平均值，分别为 2.47、2.60、2.68 亿元。

表 1：大健康板块同行企业估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元/股)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000848.SZ	承德露露	7.88	82.94	6.38	6.84	7.52	13.00	12.13	11.04
603156.SH	养元饮品	21.39	270.69	14.67	16.70	18.92	18.45	16.21	14.31
600887.SH	伊利股份	25.97	1653.28	104.29	130.12	125.23	15.85	12.71	13.20
605499.SH	东鹏饮料	217.80	871.22	20.40	26.55	33.33	42.71	32.81	26.14
605337.SH	李子园	9.76	38.50	2.37	2.77	3.25	16.25	13.90	11.86
603711.SH	香飘飘	13.54	55.61	2.80	3.47	4.33	19.84	16.02	12.83
可比公司平均 PE							21.02	17.30	14.90

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心，数据截止 2024 年 06 月 24 日

根据以上假设测算，我们预计公司大健康业务 2024-2026 年净利润分别为 17.53 亿、19.06 亿、20.73 亿，2024 年同行可比公司平均估值为 17X，我们给予公司该块业务目标估值 15X，2024 年目标估值为 263 亿。

表 2：大健康板块盈利预测及估值

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
大健康收入 (亿元)	104.79	78.59	108.51	104.73	111.17	120.07	129.67	140.05	
同比增长	10.45%	-25.00%	38.07%	-3.48%	6.15%	8.00%	8.00%	8.00%	
营业成本 (亿元)	51.55	40.97	57.14	59.15	61.80	66.04	71.32	77.03	
毛利率	50.81%	47.87%	47.34%	43.52%	44.41%	45.00%	45.00%	45.00%	
净利率	13.40%	17.41%	13.24%	15.49%	14.58%	14.60%	14.70%	14.80%	
净利润 (亿元)	14.04	13.69	14.37	16.22	16.21	17.53	19.06	20.73	
非经常性损益 (亿元)	3.75	1.93	1.73	2.13	2.24	2.47	2.60	2.68	
扣非后净利润 (亿元)	10.29	11.76	12.64	14.09	13.97	15.06	16.46	18.05	
目标 PE (倍)							15		
大健康板块估值 (亿元)							263		

资料来源：iFind，信达证券研发中心

3. 大南药：中药化药均衡发展，明星品牌驱动稳健成长

3.1. 大南药板块稳健增长，中药化药均衡发展

据公司 2023 年报，大南药板块，本公司拥有中一药业、陈李济药厂、奇星药业、敬修堂药业、潘高寿药业等 12 家中华老字号药企，其中 10 家为百年企业。本集团及合营企业共有 324 个品种纳入《国家医保目录》，331 个品种纳入《省级医保目录》，143 个品种纳入《国家基药目录》；主要中药产品包括消渴丸、小柴胡颗粒、滋肾育胎丸、板蓝根颗粒系列、华佗再造丸、脑心清片系列、清开灵系列、复方板蓝根颗粒系列、复方丹参片系列、安宫牛黄丸、夏桑菊颗粒、保济系列、蜜炼川贝枇杷膏、壮腰健肾丸、大神口炎清颗粒系列、舒筋健腰丸等，在华南地区乃至全国都拥有明显的中成药品牌、品种优势。

集团拥有从原料药到制剂的抗生素完整产业链，产品群涵盖抗菌消炎类常用品种、男科用药及镇痛解热类品种。集团以驰名商标“抗之霸”整合抗生素药品品牌，以

其打造国内口服抗菌消炎药第一品牌的市场形象。集团的化学药制剂包括枸橼酸西地那非（商品名“金戈”）、注射用头孢呋辛钠、阿莫西林、阿咖酚散、头孢克肟系列、阿莫西林克拉维酸钾、克林霉素磷酸酯注射液、氨咖黄敏胶囊、头孢硫脒、头孢匹胺、头孢丙烯等。

图 23： 2016-2023 大南药板块收入



资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

图 24： 2016-2023 大南药板块中药和化药收入结构



资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

2023 年大南药收入规模 108.9 亿，同比增长 4.08%。2023 年，公司中药收入占比提升，达到 57.59%，化药占比 42.41%。

3.2. 中药老字号丰富

据公司官网，公司中药产品线丰富，下属有陈李济等 12 家中华老字号，主要中药产品包括消渴丸、清开灵系列、夏桑菊颗粒系列、华佗再造丸、安宫牛黄丸、王老吉凉茶、王老吉小儿七星茶、追风透骨丸等，主要化学药产品包括头孢硫脒、头孢克肟、阿莫西林、枸橼酸西地那非等；主要大健康产品包括王老吉凉茶、灵芝孢子油软胶囊等。

图 25： 公司中药业务 12 家中华老字号

12家中华老字号

- 陈李济药厂，成立于1600年
- 敬修堂药业，成立于1790年
- 王老吉药业，成立于1828年
- 奇星药业，成立于1875年，前身岐生堂
- 明兴药业，成立于1900年
- 何济公药厂，成立于1938年

- 中一药业，成立于1662年
- 采芝林药业，成立于1806年
- 星群药业，成立于1868年，始于黄祥华药厂
- 潘高寿药业，成立于1890年
- 光华药业，成立于1912年
- 健民医药，成立于1952年

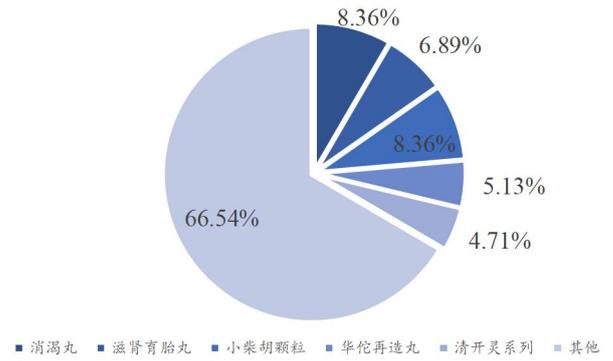
主要中药产品包括消渴丸、清开灵系列、夏桑菊颗粒系列、华佗再造丸、安宫牛黄丸、王老吉凉茶、王老吉小儿七星茶、追风透骨丸等，主要化学药产品包括头孢硫脒、头孢克肟、阿莫西林、枸橼酸西地那非等；主要大健康产品包括王老吉凉茶、灵芝孢子油软胶囊等

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司 2023 年中药业务收入 62.71 亿元，中药板块的收入主要来自规模较大的品牌 OTC 单品，消渴丸为第一大单品。2023 年公司中成药部分收入规模前 5 大产品分别为消渴丸、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒、华佗再造丸、清开灵颗粒。

图 26： 大南药中药板块收入波动


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

图 27： 2023 年中药板块前五大品种收入占比超 3 成


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

表 3： 2018-2023 公司主要中药大品种营业收入与毛利率

治疗领域	药品	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
		营业收入 (亿元)	毛利率										
内科	消渴丸	4.04	62.51%	3.95	59.99%	4.55	60.65%	4.47	60.56%	4.27	57.01%	5.24	55.96%
	滋肾育胎丸	1.64	83.80%	3.11	84.25%	3.42	85.20%	4.20	85.87%	4.69	83.34%	4.32	81.18%
	小柴胡颗粒	2.65	40.02%	2.89	37.07%	2.96	38.48%	3.72	47.89%	4.24	52.77%	5.24	55.33%
	保济系列							2.45	48.90%	2.96	62.24%	3.22	56.83%
	华佗再造丸	1.91	32.13%	2.13	31.89%	1.85	38.57%	2.26	58.15%				
	夏希菊颗粒	1.54	47.63%	1.68	45.55%	1.78	45.48%						
	蜜炼川贝枇杷膏			1.58	40.57%								
	小儿七星茶颗粒	1.64	30.98%	1.54	18.75%	1.60	19.63%						
	清开灵颗粒					1.74	53.00%						
	清开灵系列											2.96	48.43%
	安宫牛黄丸					1.57	43.96%						
皮肤科	风油精	1.06	53.70%	0.61	49.17%	0.45	49.69%						

资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

2023 年拳头品种消渴丸、小柴胡颗粒营收快速增长

中药板块大部分主打产品为品牌 OTC 产品，消渴丸作为公司的第一大中成药单品，近年来销售额基本维持在 4 亿元以上，2023 年实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 22.82%，毛利率为 55.96%。小柴胡颗粒自 2021 年以来营收增长迅速，2023 年实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 23.68%，毛利率为 55.34%。随着收入规模不断扩大，我们预计未来该单品将有效带动整体中药业务盈利能力提升。

图 28： 2016-2023 年消渴丸营收与毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 29： 2016-2023 年小柴胡颗粒营收与毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018-2022 年，滋肾育胎丸收入持续提升，2018-2022 年间 CAGR=30.14%，增速较快，2023 年该产品营业收入为 4.32 亿元，同比下滑 7.84%。

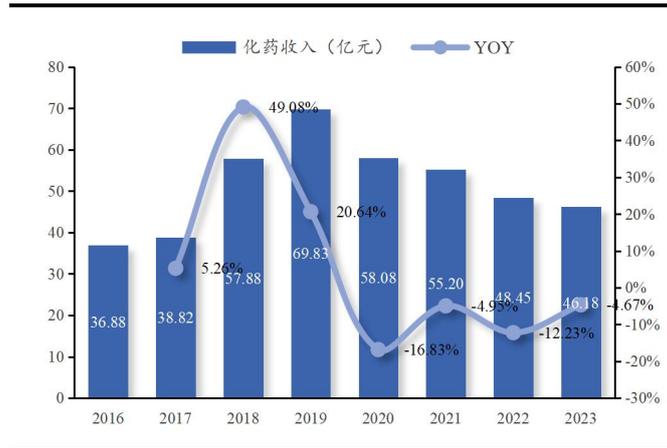
图 30： 2016-2023 年滋肾育胎丸营收与毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3. 化药板块：业绩因集采短期承压，金戈增速较快

2023 年公司化药收入为 46.18 亿元，同比减少 12.23%，短期承压。这主要由于 2021 年国家组织药品集中采购常态化开展，越来越多的仿制药纳入集采范围，药品价格下降明显，化药业务进一步承压。

2021 年公司化药前七大产品分别为枸橼酸西地那非、头孢克肟系列、阿莫西林系列、注射用头孢唑肟钠、注射用头孢硫脒、阿咖酚散系列、阿莫西林克拉维酸钾系列。第一大单品枸橼酸西地那非产品(金戈)2023 年营收为 12.90 亿元，同比增长 22.62%，毛利率为 91.76%，增长较快，是带动化药板块毛利增长的重点产品。

图 31： 2016-2023 公司化药收入与增速


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

表 4： 2018-2023 公司主要化药大品种营业收入与毛利率

治疗领域	药品	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
		营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
抗微生物药	头孢克污系列	8.57	75.30%	12.13	50.97%	9.25	39.34%	9.15	20.33%	4.40	22.85%		
	注射用头孢硫脒	7.05	19.97%	8.41	20.36%	3.83	2.68%	2.14	-4.45%				
	头孢丙烯系列	2.13	65.08%	2.97	29.91%	2.19	21.71%						
	阿莫西林系列	2.13	33.09%	2.27	13.94%	2.04	16.52%	2.86	23.15%	2.68	24.91%	2.82	30.84%
	头孢克肟	1.73	8.23%	1.32	-1.88%								
	头孢地尼胶囊			1.7	58.12%	1.09	57.07%						
	注射用头孢唑肟钠			1.49	8.02%	1.18	-19.42%	2.30	9.73%	4.04	34.00%	3.48	32.46%
	注射用头孢匹胺					1.29	2.79%						
	阿莫西林克拉维酸钾系列							1.43	51.60%				
	男性用药	枸橼酸西地那非片 (金戈)	6.62	87.35%	7.53	90.65%	8.33	85.93%	9.88	88.60%	10.52	91.28%	12.90
镇痛、解热、抗炎	阿咖酚散系列	1.97	54.80%	1.7	53.11%	2.05	53.44%	1.94	51.78%	2.42	52.45%	2.66	48.91%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

金戈在零售终端价格不受集采影响，知名品牌产品竞争力突出，有望稳健增长。2014年金戈上市以来始终保持快速增长，2016年销售收入4.0亿元，2023年增长到12.9亿元。成为大南药化药板块的重磅产品，占化药总收入的27.90%。

金戈在过去五年中的毛利率均在85%以上，平均毛利率90%左右，产品盈利能力较高。由于其毛利率远高于化药板块其他核心品种，且营收迅猛增长，因此过去5年间，金戈的毛利占比化药板块总毛利由2016年的23.60%增长到2023年的46.12%，且毛利占比的提升幅度高于收入占比。

带量集采主要影响的是金戈在医院、医疗机构等终端的销售价格与规模，而不影响其在零售端的销售。

图 32： 金戈销售收入与毛利增速较高

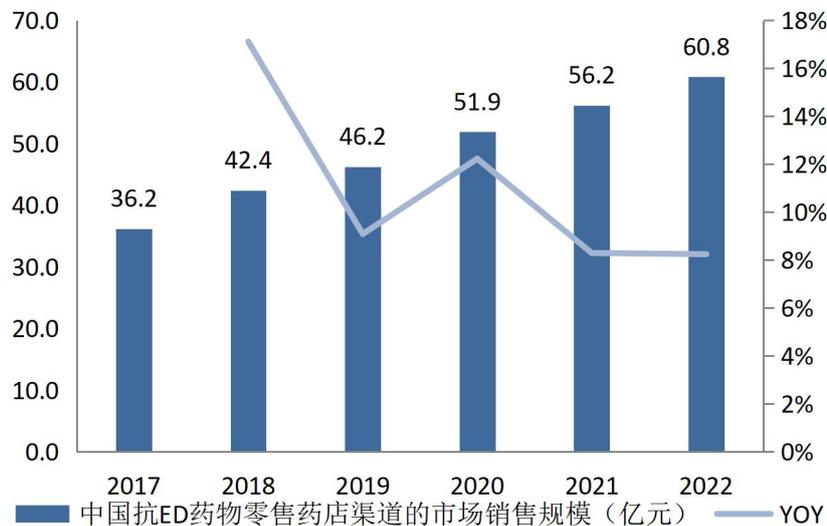

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33： 金戈毛利占比大于收入占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

据米内网，近年来，受生活节奏加快、工作压力加大、不健康的生活习惯等因素影响，勃起功能障碍(ED)患病人数呈上升趋势并向年轻化发展。据国家卫生与健康调查数据显示，我国40岁以上的男性群体中，ED患病率约为40%。目前口服5型磷酸二酯酶(PDE5)抑制剂仍是治疗ED的首选方式，比较受欢迎的药物包括西地那非、他达拉非、伐地那非等。

据中康CMH统计，2022年我国抗ED零售药店渠道的市场销售规模为60.8亿元，同比增长8.24%。

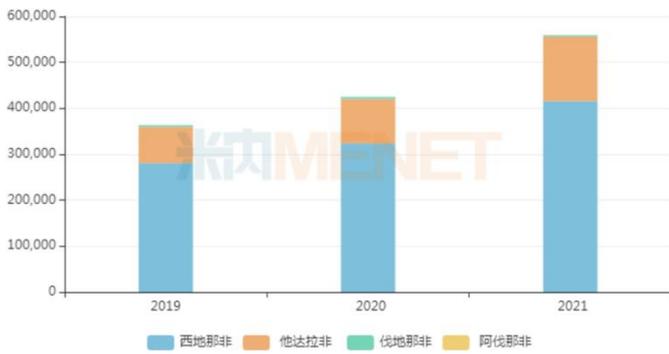
图 34： 中国抗ED药物零售药店渠道的市场销售规模快速提升


资料来源：澎湃新闻，中康CMH，中康产业研究院，信达证券研发中心

据米内网，近年来PDE5抑制剂在中国零售药店终端（城市实体药店+网上药店）的销售规模逐年上涨，2021年超过55亿元，同比增长超过30%。辉瑞的枸橼酸西地那非片（万艾可）是首款进入国内市场的PDE5抑制剂，之后很长一段时间，国内抗ED药市场由辉瑞、礼来、拜耳三大跨国药企主导。直至2014年万艾可在华的专利保护期结束，仿制药陆续获批上市，国产品牌开始崭露头角。白云山金戈于2014年以首仿获批，上市后销售规模及市场份额逐渐走高，2019年成功顶替辉瑞，成为国内西地那非领军企业。

图 35： 白云山为抗 ED 药物市场领军企业

近年来中国零售药店终端PDE5抑制剂销售情况（单位：万元）



2022E中国城市实体药店终端PDE5抑制剂TOP10品牌

产品名称	企业简介	销售额		排位变化 (2021 VS 2022E)
		2021	2022E	
枸橼酸西地那非片	白云山制药总厂	14 亿+	14 亿+	-
枸橼酸西地那非片	辉瑞	13 亿+	13 亿+	-
他达拉非片	意大利美纳里尼	6 亿+	4 亿+	-
他达拉非片	江苏天士力帝益药业	1 亿+	3 亿+	-
枸橼酸西地那非片	齐鲁制药	*	*	11
他达拉非片	齐鲁制药(海南)	*	*	12
枸橼酸西地那非片	江苏亚邦曼普森药业	*	*	12
枸橼酸西地那非片	广州船圣药业	*	*	13
他达拉非片	成都盛迪医药	*	*	-
枸橼酸西地那非片	吉林金恒制药	*	*	13

注：销售额低于1亿元用*代表

资料来源：米内网，信达证券研发中心

我们认为金戈的竞争优势体现在性价比高、零售渠道广泛和品牌认可度高三大方面。

核心竞争力一：产品性价比高

根据上文对于行业竞争格局的分析，金戈目前主要竞争对手并非国内仿制药，而是国外原创药。主要竞争产品是西地那非片万艾可和他达拉非片希爱力。而从单位价格来看，据 2024 年 6 月 20 日淘宝官方旗舰店显示价格，金戈单位单价为 0.58 元/mg、万艾可单价为 1.24 元/mg、希爱力单价为 7.5 元/mg。从单位价格来看，金戈产品功效基本相同的情况下具有更低的价格。

核心竞争力二：零售药店渠道覆盖广+电商渠道多次为品牌销售冠军

白云山深耕零售药店渠道多年，渠道资源丰富，跟主要的国内大型连锁药店及全国大多数药店终端渠道均有覆盖。并且自身拥有“采芝林”、“健民”等知名医药连锁品牌药店。2016 年 3 月 18 日，金戈荣获中国药店杂志“2015-2016 中国药店店员推荐率最高品牌（男性健康类）”；在线上渠道方面，金戈 2017-2019 年连续 3 年位居天猫“双 11”药品交易榜首位。

3.4. 大南药板块盈利预测

我们对大南药板块未来三年盈利进行预测，假设前提如下：

收入端预测假设：大南药的中药、化药的主要构成均为旗下的大品种，大品种药品品类较为齐全，并且存在金戈、滋肾育胎丸等收入增速较高的亮点产品。我们认为 2024-2026 年大南药业务将从疫情的影响中逐步恢复，并且在未来保持两位数增长，三年营收增长率分别为 6%、9%、10%。

净利率预测假设：公司目前发展势头与前景较好、毛利贡献较多的核心品种金戈、滋肾育胎丸均为 80%毛利率以上的高毛利药品，预计高毛利产品未来业务占比不断提高，从而拉动整体净利率的提升。此外，我们通过白云山总体净利润、大商业和大健康板块的净利润，对 2019-2023 年大南药的净利润测算，根据近年来历史水平结合未来几年发展趋势。因此，我们假设公司 2024-2026 大南药板块净利率分别为 14.8%、15%、15%。

此外，2019-2023 大南药净利润及净利率通过总体净利润及大健康、大商业板块净利润情况测算得到，不另外考虑业务板块的非经常性损益。

表 5：大南药板块可比公司估值

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿)	归母净利润(亿元)			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	CNY	51.26	914.61	40.94	45.73	50.19	22.34	20.00	18.22
002422.SZ	科伦药业	CNY	30.68	491.37	24.56	29.01	33.08	20.01	16.94	14.85
600285.SH	羚锐制药	CNY	24.21	137.30	5.68	6.88	8.11	24.17	19.96	16.93
000999.SZ	华润三九	CNY	42.63	547.64	28.53	33.21	37.97	19.20	16.49	14.42
000513.SZ	丽珠集团	CNY	38.01	310.51	19.54	21.93	24.69	15.89	14.16	12.58
可比公司平均 PE								20.31	17.50	15.39

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心，数据截止 2024 年 06 月 24 日

根据测算，我们预计公司大南药业务 2024-2026 年净利润分别为 17.08 亿、18.87 亿、20.76 亿，2024 年基于同行可比公司平均估值水平为 18 倍，我们给予公司该部分目标估值为 15 倍，2024 年对应大南药板块估值为 256 亿元。

表 6：大南药板块盈利预测及估值

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
大南药营业收入(亿元)	116.50	102.00	107.89	104.62	108.89	115.42	125.81	138.39
同比增长	20.91%	-12.45%	5.78%	-3.03%	4.09%	6.00%	9.00%	10.00%
营业成本(亿元)	71.95	65.10	60.35	54.45	55.81	60.02	65.42	71.97
毛利率	38.24%	36.17%	44.07%	47.95%	48.74%	48.00%	48.00%	48.00%
净利率	14.11%	12.77%	14.55%	14.60%	14.60%	14.80%	15.00%	15.00%
净利润(亿元)	16.44	13.03	15.70	15.27	15.90	17.08	18.87	20.76
目标 PE(倍)						15		
大南药板块估值(亿元)						256		

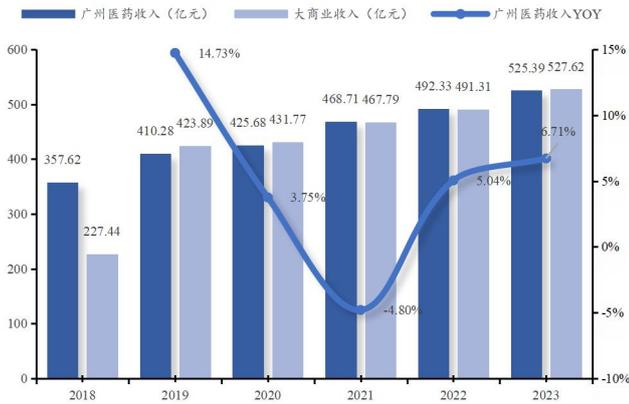
资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

4. 大商业：业务结构优化，盈利能力有望提升

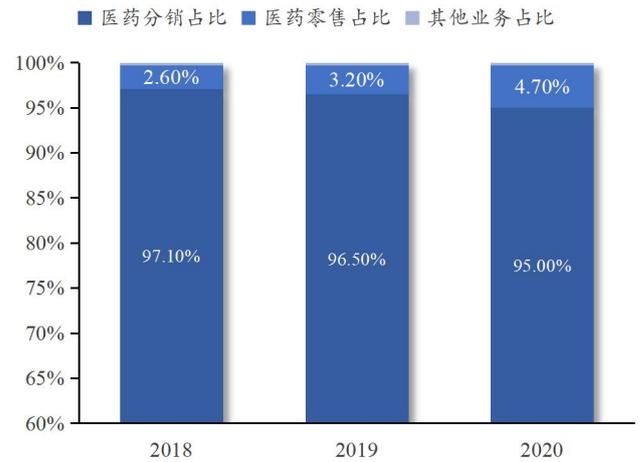
4.1. 七十余年砥砺前行，大商业进入高质量发展阶段

据公司 2023 年报，本集团的大商业板块主要经营医药流通业务，包括医药产品、医疗器械、保健品等的批发、零售与进出口业务，主要企业包括本公司下属子公司医药公司及采芝林药业等。医药公司是华南地区医药流通龙头企业，作为本集团大商业板块的核心企业，主要从事医药流通批发及零售业务。采芝林药业利用中药领域优势，开展中药材及中药饮片生产及销售业务。

大商业板块业务主要由旗下子公司广州医药负责，除受疫情影响较大的 2020 年外，广州医药 2023 年收入同比增长 6.71%。收入端，2018-2020 年上市公司白云山大商业的收入变化幅度较大主要是 2018 年白云山收购广州医药 30% 股份后，医药公司收入并表所致。

图 36： 2016-2023 大商业收入及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37： 大商业收入主要来自分销业务


资料来源：广州医药招股书，信达证券研发中心

近年来大商业板块盈利能力逐步提高。2018-2023 期间，医药公司净利率和净利润均逐步提升，2023 年医药公司贡献净利润占公司整体净利润约 15%。2023 医药公司的净利率达到 1.21%，比 2018 年的 0.86% 提升 0.35 个百分点，这主要是因为整体和局部结构不断优化和整体业务的深耕细作。

整体业务结构优化是指传统分销业务的收入占比不断减小，局部结构优化是指分销业务中传统调拨业务减少，面向医疗机构、零售药店的业务以及直销业务占比提高。此外还与医药公司的管理层激励有关，整体经营深耕细作、控费维价，盈利能力得以提高。

图 38： 广州医药净利润持续提高


资料来源：广州医药招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 39： 广州医药净利率持续提高


资料来源：广州医药招股书，公司公告，信达证券研发中心

4.2. 分销：行业整合加速提升行业集中度，增值服务巩固竞争地位

4.2.1. 医药流通行业规模持续扩大，行业集中度持续提升

据九州通 2023 年年报，根据《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》数据，2022 年全国药品流通市场销售规模稳中有升，全国七大类医药商品销售总额 27,516 亿元，其中药品批发市场销售额为 21,526 亿元，扣除不可比因素同比增长 5.4%。2020-2022 年，医药流通行业销售规模年均增幅为 5.6%，头部四家销售过千亿公司的年均增幅为 8.7%。

此外，医药流通行业集中度不断提升。2022 年我国药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 75.2%，同比提高 0.7 个百分点，其中九州通等 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 45.5%，同比提高 1.3 个百分点。对比美国和日本等国家同时参照行业总体目标，我国医药流通领域的集中度还有较大提升空间。

在集采常态化、两票制深入发展的新形势下，医药流通行业内部部分化加大，全国性及区域性商业龙头企业凭借仓储网络、数字化管理、资金等优势，将有效承接中小型流通商的市场份额，持续推动行业集中度提升。

图 40：2011-2022 年我国医药销售规模及增速



资料来源：九州通 2023 年报，商务部药品流通行业运行统计分析报告，信达证券研发中心

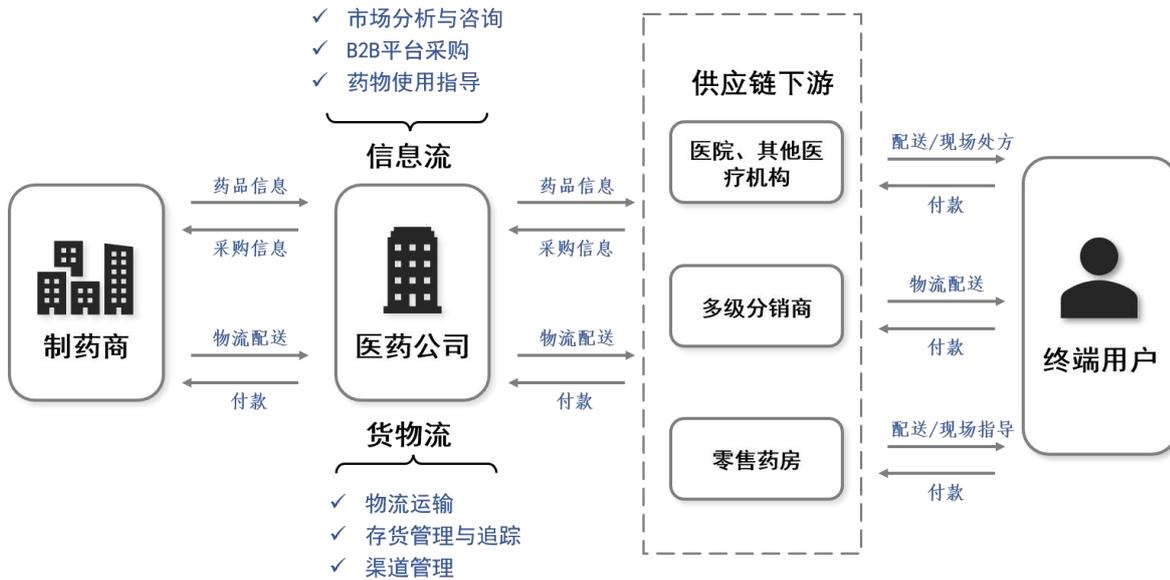
4.2.2. 全产品分销覆盖+供应链物流增值服务，分销网络持续完善

1) 上下游关系稳定，供应链及物流增值服务多元

广州医药作为中国领先的医药分销商，医药公司专注于创新分销方式及服务。依托全国医疗改革政策及行业趋势，以自身的供应链运营经验、上游供应商及下游客户资源以及质量管理体系为支撑，并由自有物流及仓储基础设施以及信息技术能力所赋能，已建立完善的医药分销系统。医药公司致力于提供有效、高效及智能的供应链服务、向有需要的客户分销及供应医药产品以及提供物流、运输、信息及存货管理等服务，以提升医药供应链的运营效率。医药公司与信誉良好制药商稳固的合作关系有助医药公司及时获得丰富的产品供应。

除了医药产品的分销、仓储、物流配送外，医药公司通过提供供应链服务巩固与现有上游供应商的关系。医药公司为领先的国内外制药商提供管理咨询服务、分销链管理咨询服务以及先进的存货追踪及管理服务，例如列名准入、市场营销及推广协助以及医院与零售终端市场覆盖咨询；提供市场数据及定期市场分析，该等数据均来自于并基于医药公司的运营资料及经验。

医药公司同样与下游医药分销及零售客户保持稳定互惠的业务关系。医药公司为分销客户提供供应链服务，例如医药品种导入、零售门店运营咨询及线上 B2B 平台采购。此外，医药公司通过处方调剂药房，为患者提供教育与管理服务，并提供药物指导，帮助患者更好地了解自身症状及治疗方法。医药公司亦可收集客户对产品的反馈，从而更好地对接医药制造商及终端用户。

图 41： 广州医药供应链增值服务完善


资料来源：广州医药招股书，信达证券研发中心

2) 分销网络庞大，客户逐年递增

凭借全面的一体化医药供应链服务，公司致力提高分销网络的渗透率、扩大覆盖范围以及增强服务客户及终端消费者的能力。作为中国领先的医药分销商，公司已建立覆盖中国 31 个省份的全国性医药分销网络。

据 2024 长三角快递物流展官网 2023 年 3 月报道，广州医药作为全国医药龙头企业，以高质量物流发展理念，建设了目前国内规模最大、自动化最高、数字化建设最领先、新技术应用最多的现代医药物流分拨枢纽-广州医药智慧物流中心，存储药品折合件数约 60-70 万件、日最大处理订单 20 万行、日最大收发药品 10 万件的能力目标，可实现全省终端配送 4 小时服务响应目标，可支撑 900 亿/年药品配送规模，年吞吐能力达到 2400 万箱，承载广州医药未来 10 至 15 年在广东省内医药终端业务需求。

4.3. 大商业板块盈利预测

我们对大商业板块未来三年盈利进行预测，假设前提如下：

收入端预测假设：我们保守估计大商业板块 2024-2026 年的营业收入增速保持为 8%。

净利率预测假设：大商业 2020、2021、2022 年和 2023 年的净利率分别为 0.97%、1.11%、1.19%、1.21%，考虑到随着直销及零售业务占比提升，广州医药的业务结构不断优化，公司的经营效率明显提高，我们认为近年净利率有望持续提高，假设 2024-2026 三年净利率分别为 1.21%、1.25%、1.3%。此外，大商业 PE 由行业可比公司平均 PE 确定，不考虑大商业的非经常性损益。

表 7：大商业板块可比公司估值

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿)	归母净利润 (亿元)			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600998.SH	九州通	CNY	5.00	252.12	21.74	27.88	29.92	11.60	9.04	8.43
603368.SH	柳药股份	CNY	17.65	70.43	8.50	10.23	12.33	8.29	6.89	5.71
601607.SH	上海医药	CNY	19.02	628.52	37.68	52.52	59.08	16.68	11.97	10.64
000963.SZ	华东医药	CNY	28.76	504.54	28.39	34.03	39.61	17.77	14.82	12.74
600511.SH	国药股份	CNY	30.93	233.37	21.46	23.73	26.29	10.87	9.83	8.88
可比公司平均 PE								13.04	10.51	9.28

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心，数据截止 2024 年 06 月 24 日

根据测算，我们预计公司大商业业务 2024-2026 年净利润分别为 6.89 亿、7.69 亿、8.64 亿，2024 年同行可比公司平均估值水平 11 倍，我们给予该块业务目标估值为 11 倍，2024 年目标估值为 76 亿。

表 8：大商业板块盈利预测及估值

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
大商业营业收入	431.77	467.79	491.31	527.62	569.83	615.41	664.64
同比增长	1.86%	8.34%	5.03%	7.39%	8.0%	8.0%	8.0%
营业成本	404.08	436.73	456.77	490.73	531.31	573.07	618.12
毛利率	6.41%	6.64%	7.03%	6.99%	6.76%	6.88%	7.00%
净利率	0.97%	1.11%	1.19%	1.21%	1.21%	1.25%	1.30%
净利润 (亿元)	4.19	5.19	5.85	6.38	6.89	7.69	8.64
目标 PE (倍)					11		
大商业板块估值 (亿元)					76		

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

5. 业务拆分与估值

我们对公司未来三年盈利进行预测，假设前提有：

- 1) **大健康板块**：2024-2026 年营收同比增长均为 8%，毛利率均为 45.0%，净利率分别为 14.6%、14.7%和 14.8%。
- 2) **大南药板块**：2024-2026 年营收同比增长率分别为 6%、9%、10%，毛利率分别为 48%、48%、48%，净利率分别为 14.8%、15%和 15%。
- 3) **大商业板块**：2024-2026 年营收分别同比增长稳定在 8%，毛利率分别为 6.76%、6.88%和 7.00%，净利率分别为 1.21%、1.25%和 1.30%。

我们根据不同业务确定了不同的可比公司，并分别计算其平均 PE，并基于此分别对大健康、大南药和大商业板块赋予了目标估值，加总得到白云山 2024 年的目标估值为 595 亿元。

表9：公司业务拆分、盈利预测与估值

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1.整体业务								
白云山营业收入（亿元）	649.52	616.74	690.14	707.88	755.15	813.54	879.94	953.03
增速	53.79%	-5.05%	11.90%	2.57%	6.68%	7.73%	8.16%	8.31%
营业成本（亿元）	520.81	512.33	557.82	575.11	613.28	662.71	715.69	773.58
毛利率(%)	19.82%	16.93%	19.17%	18.76%	18.79%	18.54%	18.67%	18.83%
净利率	5.30%	5.01%	5.75%	6.01%	5.64%	5.80%	5.90%	6.00%
净利润（亿元）	34.41	30.92	39.69	42.53	42.59	47.08	52.47	58.1
少数股东损益	2.52	1.77	2.49	2.86	2.03	2.79	3.05	3.20
归母净利润（亿元）	31.89	29.15	37.20	39.67	40.56	44.28	49.41	54.90
2.大健康板块								
大健康收入（亿元）	104.79	78.59	108.51	104.73	111.17	120.07	129.67	140.05
同比增长	10.45%	-25.00%	38.07%	-3.48%	6.15%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本（亿元）	51.55	40.97	57.14	59.15	61.80	66.04	71.32	77.03
毛利率	50.81%	47.87%	47.34%	43.52%	44.41%	45.00%	45.00%	45.00%
净利率	13.40%	17.41%	13.24%	15.49%	14.58%	14.60%	14.70%	14.80%
净利润（亿元）	14.04	13.69	14.37	16.22	16.21	17.53	19.06	20.73
非经常性损益（亿元）	3.75	1.93	1.73	2.13	2.24	2.47	2.60	2.68
扣非后净利润（亿元）	10.29	11.76	12.64	14.09	13.97	15.06	16.46	18.05
目标 PE（倍）						15		
大健康板块估值（亿元）						263		
3.大南药板块								
大南药收入（亿元）	116.50	102.00	107.89	104.62	108.89	115.42	125.81	138.39
同比增长	20.91%	-12.45%	5.78%	-3.03%	4.09%	6.00%	9.00%	10.00%
营业成本（亿元）	71.95	65.10	60.35	54.45	55.81	60.02	65.42	71.97
毛利率	38.24%	36.17%	44.07%	47.95%	48.74%	48.00%	48.00%	48.00%
净利率	14.11%	12.77%	14.55%	14.60%	14.60%	14.80%	15.00%	15.00%
净利润（亿元）	16.44	13.03	15.70	15.27	15.90	17.08	18.87	20.76
目标 PE（倍）						15		
大南药板块估值（亿元）						256		
4.大商业版块								
大商业收入（亿元）	423.89	431.77	467.79	491.31	527.62	569.83	615.41	664.64
同比增长	15.61%	1.86%	8.34%	5.03%	7.39%	8.0%	8.0%	8.0%
营业成本（亿元）	395.52	404.08	436.73	456.77	490.73	531.31	573.07	618.12
毛利率	6.69%	6.41%	6.64%	7.03%	6.99%	6.76%	6.88%	7.00%
净利率	0.93%	0.97%	1.11%	1.19%	1.21%	1.21%	1.25%	1.30%
净利润（亿元）	3.94	4.19	5.19	5.85	6.38	6.89	7.69	8.64
目标 PE（倍）						11		
大商业板块估值（亿元）						76		

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心，数据截止 2024 年 06 月 24 日

6. 风险提示

1) 行业政策风险

随着一致性评价、带量采购、医保支付方式改革等系列医改措施的深入推进，医药市场格局持续变化，行业竞争加剧，创新转型、产业整合、商业模式转型等不可避免，倒逼公司进一步强化创新研发能力，推出差异化优势的新产品，公司面临转型升级的压力。

2) 市场竞争风险

公司所在行业同行众多，面临市场竞争风险。

3) 研发风险

公司研发管线的产品存在研发失败的风险。

4) 产品推广风险

公司中药、化药、大健康产品宣传推广过程中可能存在产品推广风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	57,064	55,984	60,126	65,986	71,427	
货币资金	22,500	21,309	22,563	25,349	27,851	
应收票据	1,127	871	1,225	1,247	1,295	
应收账款	14,858	15,112	16,145	17,828	19,072	
预付账款	836	818	924	998	1,063	
存货	10,672	11,507	12,377	13,359	14,467	
其他	7,072	6,366	6,891	7,206	7,679	
非流动资产	17,601	22,603	23,644	24,280	24,845	
长期股权投资	1,584	1,806	1,786	1,860	1,952	
固定资产(合计)	3,709	4,380	4,947	5,490	6,036	
无形资产	2,585	2,886	3,034	3,185	3,384	
其他	9,723	13,531	13,877	13,745	13,473	
资产总计	74,665	78,587	83,770	90,266	96,273	
流动负债	37,395	36,235	37,977	40,727	42,624	
短期借款	8,538	7,799	7,643	7,382	6,997	
应付票据	3,760	3,844	4,194	4,565	4,893	
应付账款	11,200	11,842	13,037	13,946	15,076	
其他	13,896	12,750	13,103	14,835	15,658	
非流动负债	3,632	5,674	5,703	5,703	5,703	
长期借款	1,639	3,324	3,324	3,324	3,324	
其他	1,993	2,350	2,379	2,379	2,379	
负债合计	41,027	41,909	43,680	46,430	48,327	
少数股东权益	1,573	1,759	2,038	2,343	2,663	
归属母公司股东权益	32,065	34,919	38,051	41,493	45,283	
负债和股东权益	74,665	78,587	83,770	90,266	96,273	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	70,788	75,515	81,354	87,994	95,303	
同比(%)	2.6%	6.7%	7.7%	8.2%	8.3%	
归属母公司净利润	3,967	4,056	4,428	4,941	5,490	
同比(%)	6.6%	2.2%	9.2%	11.6%	11.1%	
毛利率(%)	18.8%	18.8%	18.5%	18.7%	18.8%	
ROE%	12.4%	11.6%	11.6%	11.9%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	2.44	2.49	2.72	3.04	3.38	
P/E	11.92	11.66	10.68	9.57	8.61	
P/B	1.47	1.35	1.24	1.14	1.04	
EV/EBITDA	7.06	6.43	5.81	4.86	4.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	70,788	75,515	81,354	87,994	95,303	
营业成本	57,511	61,328	66,271	71,569	77,358	
营业税金及附加	298	344	355	385	400	
销售费用	5,875	6,105	6,622	7,193	7,758	
管理费用	2,218	2,422	2,518	2,768	2,954	
研发费用	819	782	938	982	1,050	
财务费用	-162	-20	-144	-181	-261	
减值损失合计	-8	-4	-5	-7	0	
投资净收益	421	265	377	465	429	
其他	432	305	460	535	478	
营业利润	5,074	5,121	5,626	6,271	6,951	
营业外收支	-31	-10	-15	-15	-10	
利润总额	5,043	5,110	5,611	6,256	6,941	
所得税	790	851	903	1,010	1,131	
净利润	4,253	4,259	4,708	5,247	5,810	
少数股东损益	287	204	279	305	320	
归属母公司净利润	3,967	4,056	4,428	4,941	5,490	
EBITDA	5,290	5,772	6,289	6,890	7,558	
EPS(当年)(元)	2.44	2.50	2.72	3.04	3.38	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	6,999	4,104	4,670	5,937	5,975	
净利润	4,253	4,259	4,708	5,247	5,810	
折旧摊销	794	985	822	815	878	
财务费用	434	446	389	383	373	
投资损失	-421	-250	-377	-465	-429	
营运资金变动	1,887	-1,318	-879	-76	-672	
其它	52	-19	7	33	15	
投资活动现金流	-7,253	-3,115	-1,601	-1,007	-1,015	
资本支出	-1,382	-1,615	-1,936	-1,717	-1,776	
长期投资	-6,235	-1,885	242	278	365	
其他	364	384	93	433	396	
筹资活动现金流	46	-1,978	-1,817	-2,144	-2,458	
吸收投资	33	20	0	0	0	
借款	9,696	9,604	-156	-262	-385	
支付利息或股息	-1,546	-1,606	-1,689	-1,883	-2,073	
现金流净增加额	-209	-981	1,254	2,786	2,502	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和信达证券研发中心负责医药团队卖方业务工作超9年。2023年信达医药团队获水晶球生物医药第三名。

史慧颖，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

吴欣，医药分析师，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗生物制品和中药板块行业研究。

赵骁翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。