

医药/必需消费

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 30.60

当前价格: 25.75

2014.11.19

白云山 (600332)

健康产业龙头蓄势待发, 期待国企改革助力成长

——白云山首次覆盖报告

胡春霞 (分析师) 柯海东 (分析师)  
021-38676186 0755-23976221  
huchunxia@gtjas.com kehaidong013145@gtjas.com  
证书编号 S0880511010015 S0880513050001

本报告导读:

我们认为公司王老吉、医药业务在盈利上均存较大的改善空间, 国企改革有望激发公司的经营潜力, 推动业绩加速增长, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资要点:

- 首次覆盖, 给予“增持”评级。公司王老吉、医药业务均存较大盈利改善空间, 期待 2015 年广州国企改革推动公司股权激励, 激发经营潜力。预测 2014-2016 年 EPS 为 0.95、1.19、1.54 元, 增长 25%、26%、30%。首次覆盖, 给予目标价 30.6 元 (对应 2015 年 25.7 倍 PE), “增持”评级, 值得注意的是 H 股较 A 股股价低, 更具吸引力。
- 公司是资源型健康产业龙头, 进取的管理团队及国企改革有望推动盈利潜力释放: 1) 公司从收入规模上是食品饮料、医药龙头, 拥有众多品牌资源, 但盈利能力相对行业均有明显的提升空间; 2) 2014 年的新一届董事会具有更强的进取心; 3) 广州国企改革最快有望在 2015 年有进展, 从而推动公司股权激励落地, 激发经营潜力。
- 王老吉短期不乏亮点, 长期看盈利能力有巨大提升空间: 1) 预期 2014 年王老吉收入近 100 亿元 (红罐 80 亿、绿盒 20 亿 (未并表)), 预期红罐未来仍有望保持约 15% 的收入增长; 2) 2015 年公司有望迎来王老吉商标所有权注入、绿盒王老吉回归并表等确定性较强的盈利增长点; 3) 长期看公司约 4% 的净利率有明显的提升空间, 我们将密切跟踪红罐装潢权诉讼进展及公司与加多宝竞争状况。
- 医药业务 2014 年处于整合期, 未来盈利改善值得期待: 2014 年以来医药行业收入增速放缓, 且公司新领导上任后, 医药业务处于整合阶段, 因此预期 2014 年业绩表现平稳, 但经整合、管理改善后 2015 年盈利提升值得期待。
- 风险分析: 竞争加剧、诉讼失利、多元化导致整合难度大

交易数据

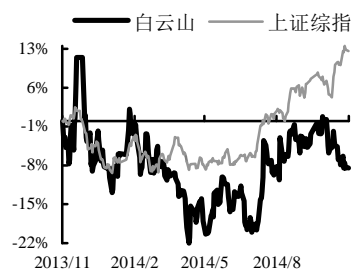
52 周内股价区间 (元)	22.23-33.68
总市值 (百万元)	33,730
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,291/1,037
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/220
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	17.93
日均成交值 (百万元)	493.05

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,390
每股净资产	5.72
市净率	4.6
净负债率	-35.88%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.21	0.25
Q2	0.26	0.28
Q3	0.11	0.14
Q4	0.19	0.28
全年	0.76	0.95

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	0%	-8%
相对指数	-14%	-11%	-21%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	12,063	17,608	19,426	23,007	24,299
(+/-)%	121.8%	46.0%	10.3%	18.4%	5.6%
经营利润 (EBIT)	905	1,148	1,450	1,845	2,414
(+/-)%	7.1%	26.9%	26.3%	27.2%	30.9%
净利润	729	980	1,224	1,540	1,993
(+/-)%	6.0%	34.4%	24.9%	25.8%	29.5%
每股净收益 (元)	0.56	0.76	0.95	1.19	1.54
每股股利 (元)	-	0.23	0.28	0.36	0.46

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	7.5%	6.5%	7.5%	8.0%	9.9%
净资产收益率 (%)	13.1%	14.3%	15.8%	17.2%	19.0%
投入资本回报率 (%)	22.7%	28.4%	32.9%	36.6%	42.9%
EV/EBITDA	27.3	22.3	18.9	15.0	11.6
市盈率	28.7	33.9	27.2	21.6	16.7
股息率 (%)	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.18

**股票研究**

必需消费  
医药

白云山 (600332)

**首次覆盖**

评级: **增持**

目标价格: **30.60**

当前价格: 25.75

2014.11.18

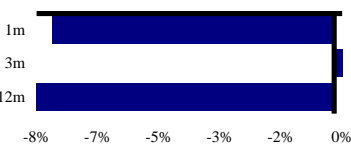
公司网址

www.gybys.com.cn

**公司简介**

公司是一家大型控股型企业, 目前拥有 8 家中成药生产企业, 1 家植物药生产研发企业, 4 家医药贸易企业, 2 家医药研发企业。  
公司主要的收入来源是制造业和医药商业。

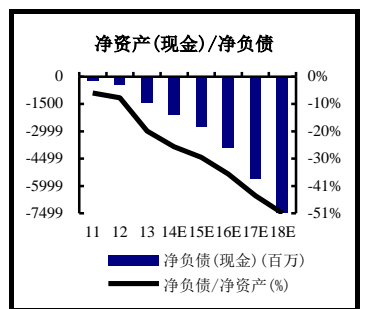
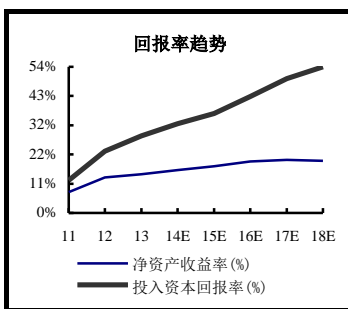
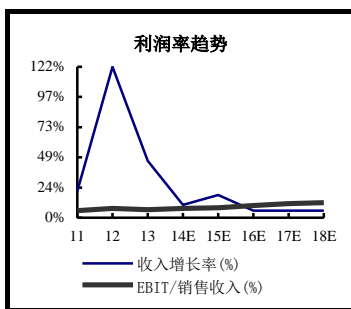
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 22.23-33.68  
市值 (百万) 33,730

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>								
营业收入	5,440	12,063	17,608	19,426	23,007	24,299	25,713	27,158
营业成本	4,043	8,232	11,806	12,665	14,920	15,510	16,200	16,889
税金及附加	44	108	148	164	194	205	216	229
营业费用	711	1,972	3,485	4,157	4,923	4,981	5,143	5,432
管理费用	481	1,087	1,227	1,263	1,380	1,458	1,543	1,630
EBIT	311	905	1,148	1,450	1,845	2,414	2,894	3,276
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	154	250	220	272	256	269	282	296
财务费用	2	50	28	-31	-49	-49	1	1
营业利润	309	855	1,120	1,481	1,905	2,497	3,012	3,439
所得税	35	114	222	246	324	450	542	619
少数股东损益	12	38	27	33	42	55	66	75
净利润	288	729	980	1,224	1,540	1,993	2,404	2,745
<b>资产负债表</b>								
货币资金、交易性金融资产	387	1,138	1,939	2,093	2,772	3,920	5,602	7,507
其他流动资产	2	2	19	19	19	19	19	19
长期投资	1,376	1,873	2,236	2,076	2,117	2,112	2,111	2,111
固定资产合计	1,006	1,598	1,752	1,951	2,073	2,150	2,198	2,225
无形及其他资产	142	433	643	646	623	612	602	587
资产合计	4,851	9,394	12,249	12,784	14,600	16,099	18,169	20,449
流动负债	871	3,474	5,050	4,635	5,239	5,151	5,349	5,530
长期负债	85	164	177	160	157	159	158	158
股东权益	3,895	5,756	7,022	7,989	9,204	10,790	12,662	14,761
投入资本(IC)	2,317	3,471	3,318	3,683	4,181	4,620	4,803	4,995
<b>现金流量表</b>								
NOPLAT	278	787	941	1,213	1,531	1,980	2,373	2,686
折旧与摊销	111	187	186	127	145	161	174	188
流动资金增量	419	228	(502)	256	459	410	168	189
资本支出	(47)	712	350	200	200	200	200	200
自由现金流	760	1,914	975	1,796	2,335	2,750	2,915	3,263
经营现金流	(196)	497	1,391	797	970	1,452	2,078	2,366
投资现金流	(85)	(1,187)	(572)	245	15	74	83	96
融资现金流	59	987	1,168	(885)	(306)	(378)	(479)	(557)
现金流净增加额	(222)	296	1,986	157	679	1,148	1,682	1,905
<b>财务指标</b>								
<b>成长性</b>								
收入增长率	21.3%	121.8%	46.0%	10.3%	18.4%	5.6%	5.8%	5.6%
EBIT 增长率	5.1%	191.1%	26.9%	26.3%	27.2%	30.9%	19.9%	13.2%
净利润增长率	9.5%	155.6%	31.3%	24.8%	25.8%	29.5%	20.6%	14.2%
利润率								
毛利率	25.7%	31.8%	32.9%	34.8%	35.1%	36.2%	37.0%	37.8%
EBIT 率	5.7%	7.5%	6.5%	7.5%	8.0%	9.9%	11.3%	12.1%
净利润率	5.5%	6.4%	5.7%	6.5%	6.9%	8.4%	9.6%	10.4%
<b>收益率</b>								
净资产收益率(ROE)	7.6%	13.1%	14.3%	15.8%	17.2%	19.0%	19.6%	19.2%
总资产收益率(ROA)	5.9%	7.8%	8.0%	9.6%	10.5%	12.4%	13.2%	13.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.0%	22.7%	28.4%	32.9%	36.6%	42.9%	49.4%	53.8%
<b>运营能力</b>								
存货周转天数	72	64	66	67	64	68	67	68
应收账款周转天数	27	18	18	20	19	20	20	20
总资产周转天数	326	284	254	240	232	242	258	275
净利润现金含量	(0.68)	0.68	1.42	0.65	0.63	0.73	0.86	0.86
资本支出/收入	-0.87%	5.90%	1.99%	1.03%	0.87%	0.82%	0.78%	0.74%
<b>偿债能力</b>								
资产负债率	19.7%	38.7%	42.7%	37.5%	37.0%	33.0%	30.3%	27.8%
净负债率	-6.1%	-7.9%	-20.2%	-26.1%	-30.0%	-36.2%	-44.2%	-50.8%
<b>估值比率</b>								
PE	72.6	28.7	33.9	27.2	21.6	16.7	13.8	12.1
PB	5.5	3.8	4.9	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	70.7	27.3	22.3	18.9	15.0	11.6	9.7	8.6
P/S	6.12	2.76	1.89	1.71	1.45	1.37	1.29	1.22
股息率	0.4%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%



## 目 录

1. 公司简介：蓄势待发的健康产业龙头 .....	5
2. 品牌资源丰富形成优势，国企改革有望激发潜力 .....	6
2.1. 公司拥有较多品牌资源价值尚待充分挖掘 .....	6
2.2. 国企改革有望提升管理团队动力，激发公司经营潜力 .....	7
3. 王老吉：短期不乏亮点，净利率改善提供长期空间 .....	9
3.1. 红罐凉茶品类快速扩容，预计仍将保持稳健发展 .....	9
3.2. 王老吉保持品牌活力、夯实渠道基础，持续提升竞争力 .....	12
3.3. 王老吉净利率偏低，短期、长期均有改善的契机 .....	14
4. 医药业务：预计将平稳增长，管理有改善潜力 .....	17
5. 投资建议：国企改革有望推动公司加速成长，增持 .....	19
5.1. 盈利预测及估值 .....	19
5.2. 当前股价具安全边际，后续存在催化剂 .....	21
6. 风险分析 .....	22
图 1: 白云山医药集团股份公司的股权结构、业务结构图 .....	5
图 2: 白云山近年来收入、利润稳健增长 .....	6
图 3: 王老吉已成为主要收入来源（单位：亿元） .....	6
图 4: 公司毛利率、净利率分别为 35.4%、5.9% .....	6
图 5: 公司收入分布以华南为主（2014H1） .....	6
图 6: 原白云山 A 与广州药业净资产收益率比较 .....	8
图 7: 我国软饮料人均消费量大幅低于日本（升） .....	10
图 8: 软饮料行业收入保持快速增长 .....	10
图 9: 软饮料各子行业中碳酸饮料占比不断下滑 .....	10
图 10: 软饮料各子行业收入及 2009-2013 年复合增速 .....	10
图 11: 红罐凉茶（王老吉+加多宝）经历了高速增长 .....	11
图 12: 王老吉在北方市场占比较小，仍有拓展空间 .....	12
图 13: 2014H1 王老吉北部区域收入增速较快 .....	12
图 14: 红罐王老吉年度收入高速增长 .....	12
图 15: 红罐王老吉季度收入高速增长 .....	12
图 16: 红罐王老吉每年上交广药集团商标使用费 .....	15
图 17: 近年绿盒王老吉收入平稳，盈利下滑 .....	16
图 18: 医药业务收入、利润增长平稳 .....	19
图 19: 医药业务盈利能力存在改善空间 .....	19
图 20: 公司的机构持仓比例较低 .....	21
图 21: 公司 PE 估值处于历史低位 .....	21
表 1 公司的品牌资源丰富 .....	7
表 2 白云山高管团队情况（2013） .....	7
表 3: 广东省及广州市国企改革重大事件表 .....	9
表 4: 公司品牌营销活动 .....	13
表 5: 可比公司盈利能力 .....	14
表 6: 公司绿盒王老吉与同兴药业渊源时间表 .....	16
表 7: 广药集团与加多宝的诉讼进展 .....	16
表 8: 医药主要子公司近年来发展情况（单位：亿元） .....	18

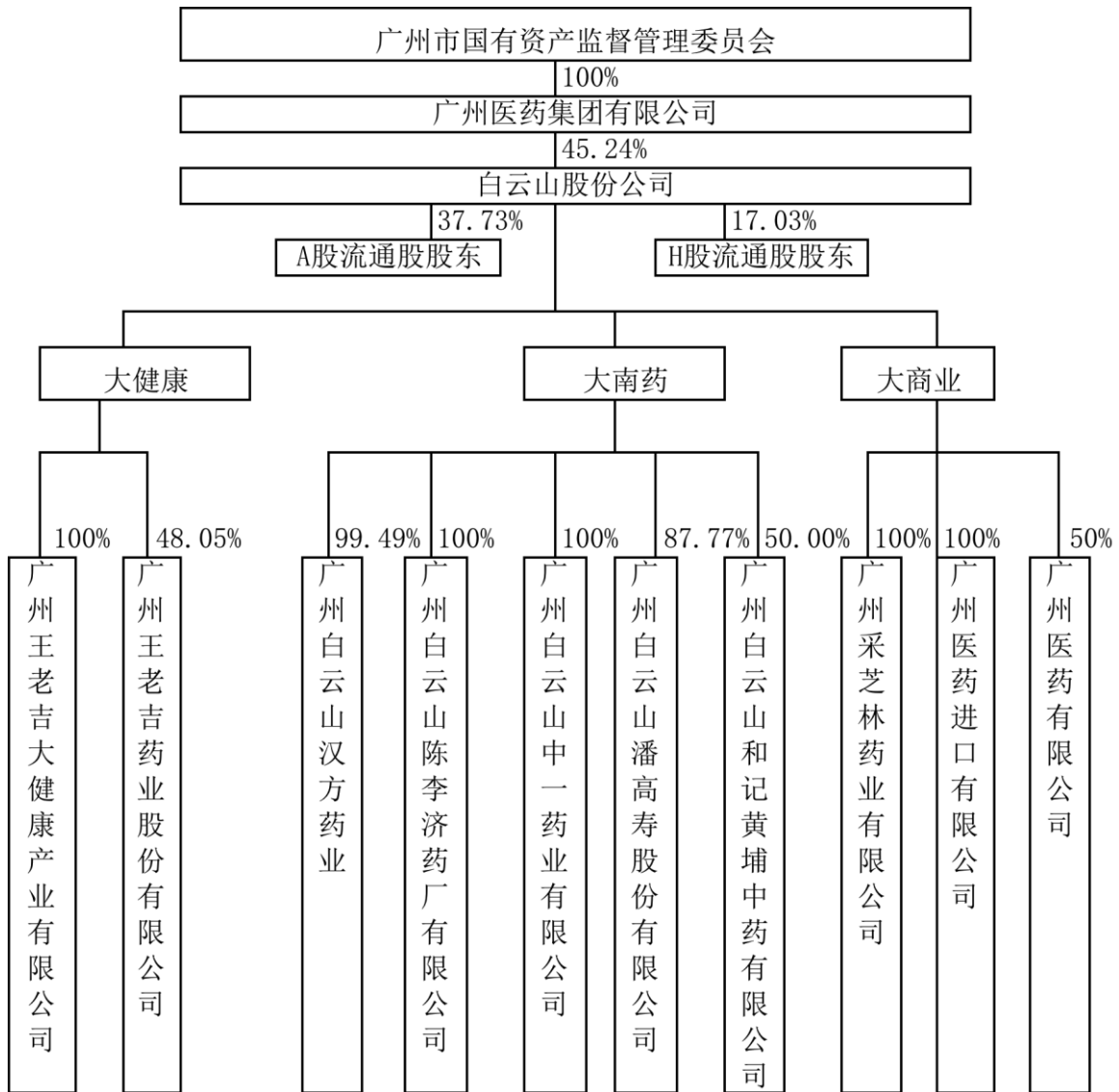
---

表 9: 盈利预测假设表.....	20
表 10: 绝对估值主要假设.....	20
表 11: A 股相关上市公司盈利预测和 PE 估值水平 (2014/11/13) .....	21
表 12: 2014 年以食品饮料、医药板块机构前十大重仓标的变化 .....	21

## 1. 公司简介: 蓄势待发的健康产业龙头

2013年7月, 广州药业换股吸收合并白云山A、收购广药集团医药资产实现整体上市, 并更名为白云山医药集团股份公司后, 公司形成了大健康、大南药、大商业三大业务板块, 主要包括11家中成药制造企业、2家西药制造企业、1家化学原料药生产企业、1家预包装食品制造企业、3家医药研发企业和4家医药贸易企业。

图 1: 白云山医药集团股份公司的股权结构、业务结构图



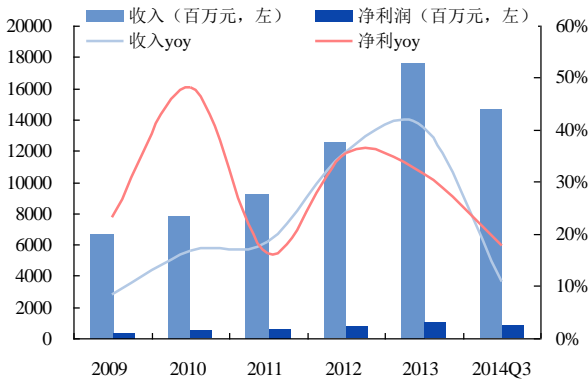
资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注大南药板块子公司较多, 未详细列明

我们将合并前的广州药业、白云山 A 数据进行加总计算, 2009-2013 年, 公司营业收入复合增速为 28%、归属母公司股东净利润复合增速为 34%, 2014 年前三季度, 公司收入、归属于母公司股东净利润分别为 146.4 亿、8.56 亿元, 分别同比增长 10.8%、17.7%, 保持了稳健增长。从收入规模来看, 公司属于食品饮料及医药板块的龙头公司, 从战略方向看, 公司是蓄势待发的健康产业

龙头。

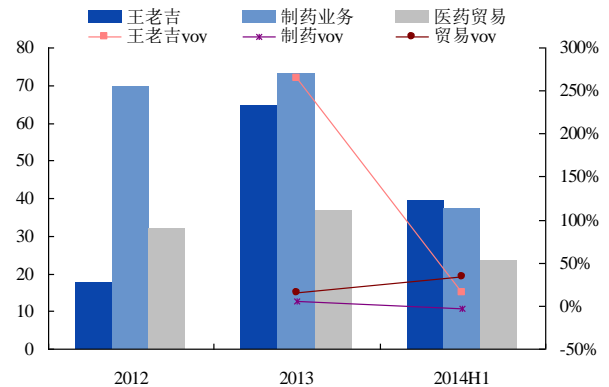
公司主营业务收入主要来源于王老吉销售、制药业务和医药贸易，三项业务分别属于大健康、大南药、大商业板块。2014年上半年，三项业务收入分别为 39.3、37.4、23.5 亿元，占比分别为 39.2%、37.3%、23.5%。2014 年前三季度公司毛利率、净利率分别达到 35.4%、5.9%。公司收入以华南为主，华南、华东、华北、西南区域市场占收入比例分别为 55%、19%、11%、10%。

图 2：白云山近年来收入、利润稳健增长



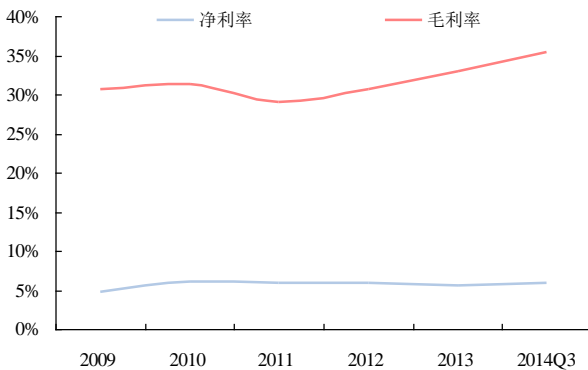
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3：王老吉已成为主要收入来源（单位：亿元）



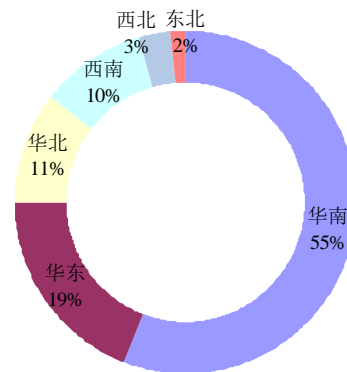
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4：公司毛利率、净利率分别为 35.4%、5.9%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5：公司收入分布以华南为主（2014H1）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 品牌资源丰富形成优势，国企改革有望激发潜力

### 2.1. 公司拥有较多品牌资源价值尚待充分挖掘

广州药业、白云山 A 合并后，新白云山旗下拥有众多的品牌资源，构成了公司的核心竞争力：

- 目前广药集团授权公司使用王老吉品牌，2010 年北京名牌资产评估有限公司评估王老吉品牌价值为 1080.15 亿元，为中国第一品牌。
- 公司“白云山”品牌在知名度及美誉度上享誉全国。
- 公司是南派中药的集大成者，旗下中一、陈李济、奇星、敬修

堂、潘高寿等均是百年老字号药企，以及华佗再造丸、中一消渴丸、夏桑菊、蛇胆川贝液、乌鸡白凤丸、追风透骨丸等中成药及相关品种，在华南地区乃至全国都拥有极为明显的中成药资源优势。

- 但目前看，公司除王老吉业务外，过去受制于机制、管理团队等因素，其它品牌尚未有贡献过亿元净利润的单品，品牌资源的价值尚有较大的挖掘空间。

**表 1 公司的品牌资源丰富**

品牌	品牌相关情况	相关产品
王老吉	185 年正宗秘方，广东凉茶可以考证的最早发明人 2010 年获得有食品工业界“奥斯卡”之称的“全球食品工业奖” 2014 年获得“中国盛宴”中国餐饮行业“金钻奖”	红罐王老吉 绿盒王老吉 王老吉固体凉茶
奇星	130 年历史，由广州奇星药厂与香港广永财务有限公司合资组建的全国中成药重点生产企业，被列入全国中成药 50 强。 荣获国务院授予“中华之星”称号	华佗再造丸 虚汗停颗粒 龙凤宝胶囊
中一牌	始祖黄中璜药店创建于 1662 年、保滋堂药店创建于 1669 年 荣获中国质量 500 强、中国十大药业质量品牌 2014 年 1 月 18 日，白云山中一药业有限公司明星产品安宫牛黄丸和胃乃安胶囊分别荣获 2013 年全国健康行业心脑血管类、肠胃消化类最具影响力药品	安宫牛黄丸 胃乃安胶囊 消渴丸 腹可安片等
陈李济	414 年的“长寿不倒翁”，是我国现存最古老的中药老字号 2009 年被授予广东省最具文化价值品牌 2011 年“陈李济”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”	壮腰健肾丸 乌鸡白凤丸 补脾益肠丸等
潘高寿	建于公元 1890 年，至今已有 100 多年历史 “潘高寿”是国务院首批认定的“中华老字号” 在“中国老字号品牌价值百强榜”中居全国第 28 位 “潘高寿中医药文化”、潘高寿凉茶保密处方和专业术语分别获得国家级非物质文化遗产，是中国医药界唯一拥有“双国遗”的单位	蛇胆川贝枇杷膏 杏苏止咳口服液 丹鳖胶囊 洗梅精华素等
敬修堂	1790 年敬修堂钱树田中药厂在广州城南门挂牌营业，1956 年和其他 14 家个体药业组成了颇有规模的“公私合营敬修堂联合制药厂”。	中风回春丸 清热消炎宁胶囊

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

## 2.2. 国企改革有望提升管理团队动力，激发公司经营潜力

目前负责公司运营的管理团队主要为原白云山 A 的管理层，具有较强的进取精神：

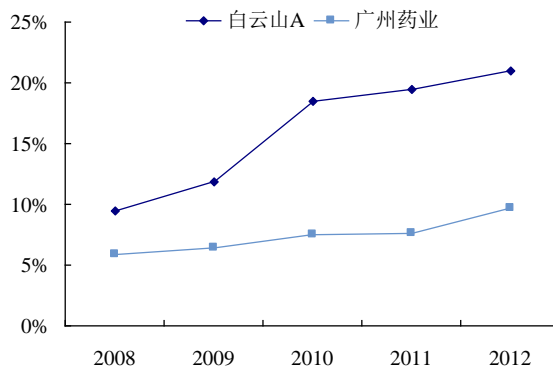
- 目前负责公司运营的管理团队由 2014 年 1 月临时股东大会选举产生，主要为原白云山 A 的管理层，如李楚源董事长曾任白云山和黄总经理，目前负责大健康业务的陈矛副董事长在 2008-2010 年间担任原白云山 A 总经理，目前负责大南药业务的王文楚先生，则在 2010 年起担任原白云山 A 总经理。
- 原白云山 A 较广州药业机制上更为市场化，运营效率更高，从净资产收益率比较看，合并前白云山 A 净资产收益率显著高于广州药业，显示了更好的经营绩效。
- 公司在新的管理团队的带领下，未来经营绩效提升值得期待。

**表 2 白云山高管团队情况（2013）**

姓名	职务	学历	年龄	薪酬(万)	工作经历
李楚源先生	董事长 党委书记	硕士、高级经济师 高级工程师(教授级)	48岁	104	曾担任白云山制药经营部副部长、白云山股份总经理助理与副总经理、广药集团总经理、副董事长、党委副书记
陈矛先生	副董事长 副总经理 党委书记	本科学历,医学学士, 制药工程师	50岁	N/A	担任广州王老吉大健康药业有限公司董事长,曾担任医药科技董事长、白云山股份总经理、光华制药董事长及广药集团副总经理
王文楚先生	执行董事	本科学历,助理工程师、经济师。	47岁	N/A	自2014年1月28日起任本公司执行董事,曾担任白云山制药总厂副厂长、白云山股份总经理。
程宁女士	执行董事	大专学历,中国注册会计师、注册税务师		84.2	从2010年5月至今任广药集团财务总监兼财务部部长,2012年7月至今任广药集团副总经理,2013年12月起任广药白云山香港公司董事会召集人。
刘菊妍女士	副总经理	研究生学历 医学博士学位 高级工 程师(教授级)	49岁	N/A	担任广药集团总工程师,同时为广州市第十三届人大代表,曾担任广州白云山汉方现代中药研究开发有限公司董事长、总经理,广药集团技质部部长
倪依东先生	广药集团副 总经理	研究生学历,医学博士学位,高级工程师	42岁	N/A	担任广药集团大健康办公室主任、中一药业党委书记、王老吉大健康常务副董事长,曾担任广药集团市场策划部部长和白云山中一药业有限公司董事长
吴长海先生	执行董事	本科学历、硕士学位、 经济师	47岁	108.7	担任广州市人大代表、广州白云山奇星药业有限公司董事长、王老吉大健康副董事长、白云山陈李济有限公司董事、星群药业董事、中一药业董事曾担任中一药业副总经理、代总经理、总经理、董事长和党委书记,广州白云山星群(药业)有限公司董事长及王老吉大健康董事长

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

图 6: 原白云山 A 与广州药业净资产收益率比较



数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

公司此前有股权激励期限承诺,静待广州国企改革进展推动股权激励方案落地,释放公司盈利增长潜力,打开公司发展的想象空间:

- 公司此前公告承诺在2014年6月25日起,三年内完成以上市公司的业绩增长作为管理层实施认股权利的先决条件的股权激励制度。
- 据广东省政府网站及相关媒体报道(见下表),11月7日广东省推出了《关于深化省属国有企业改革的实施方案》,这将有利于广州市国资委跟进,最终有望推动公司尽快落实股权激励的承诺。11



月 11 日海格通信公告了非公开发行(暨员工持股计划)方案, 在广州市国有上市公司中, 首家推出员工持股计划(以非公开发行方式认购), 亦为广州市国企改革树立了典范。

- 一旦公司实现国企改革, 落实股权激励, 我们认为将为公司进一步提升经营动力, 深挖盈利潜力插上腾飞的翅膀, 且从中长期看, 白云山作为南药集大成者, 在引入战略投资者、资本运作方面存在着巨大的想象空间, 我们将保持紧密跟踪。

**表 3: 广东省及广州市国企改革重大事件表**

日期	内容
2013 年 12 月 31 日	据证券之星网报道, 2013 年初广州市政府在其工作报告中就提出深化国有企业改革发展, 加强统一监管。广州市发改委出台深化体制改革重点工作的意见, 指定由广州国资委牵头国企改革, 并提出要建“大国资”监管体系。
2014 年 8 月	据广州视窗网报道, 广州市政府推出国资改革的具体措施, 内容主要包括组建广州国资发展控股公司、国企高管新薪酬将强化与企业业绩挂钩、将梳理引入非国有资本清单等。
2014 年 8 月 27 日	据南方都市报报道, 广州市国资委指出, 广州国企改革措施已经制定, 一直在等待省里的方案和中央顶层设计, 根据中央和省的精神进行完善后, 将于 9 月份出台并对外公布。未来将探索实施工持股, 鼓励有条件的混合所有制企业按国家政策实施管理层和技术骨干持股。
2014 年 11 月 7 日	据广州日报报道, 广东省委常委、常务副省长徐少华指出, 全省各地、各部门和省属国有企业要坚决贯彻落实中央的顶层设计和总体部署, 按照“水平适当、结构合理、管理规范、监督有效”的总体要求, 注意细化落实, 做好改革衔接, 抓紧修改完善广东省的国企实施方案, 确保 2015 年起开始实施。
2014 年 11 月 7 日	广东省人民政府网公布广东省人民政府办公厅文件关于印发《关于深化省属国有企业改革的实施方案》的通知, 以及公布深化改革的 2020 年要实现的主要目标, 包括完成调整优化国有资本布局结构, 加快建设现代企业制度, 积极推进混合所有制经济改革, 创新完善国有资产监管体制

数据来源: 百度新闻, 国泰君安证券研究

### 3. 王老吉: 短期不乏亮点, 净利率改善提供长期空间

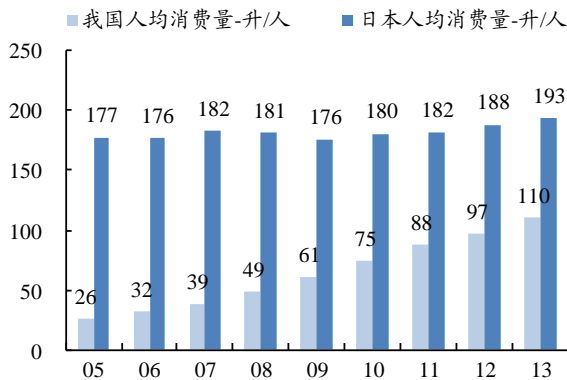
#### 3.1. 红罐凉茶品类快速扩容, 预计仍将保持稳健发展

软饮料行业快速增长, 未来整体仍有成长空间。健康趋势下, 碳酸饮料的市场份额不断被其它品类替代:

- **软饮料行业保持稳健增长:** 我国软饮料人均消费量从 2005 年的 26 升大幅提升至 2013 年的 110 升, 年复合增长率 19.8%, 收入规模从 2005 年的 1139.5 亿元提升至 2013 年的 5277.9 亿元, 2014 年前三季度增长 8.7% 至 4359 亿元。近三年来, 随着软饮料消费量、收入规模的增大, 增速有所回落, 但 2011-2013 年, 销量、收入复合增速分别为 11.8%、11.4%, 仍保持着稳健增长。
- **国际比较显示, 我国软饮料仍有成长空间:** 与其他国家相比, 中国的软饮料人均消费量还有很大提升空间。以饮食文化最为相近的日本为例, 日本清凉饮料(指不含乳酸菌饮料、牛乳和乳制品的酒精含量少于 1% 的饮料, 类似于我国的软饮料)人均消费量在 2013 年达 193 升, 我国人均消费量仅为日本的 57%, 仍存提升空间。
- **软饮料各子行业中, 健康趋势下, 碳酸饮料不断被其它品类替**

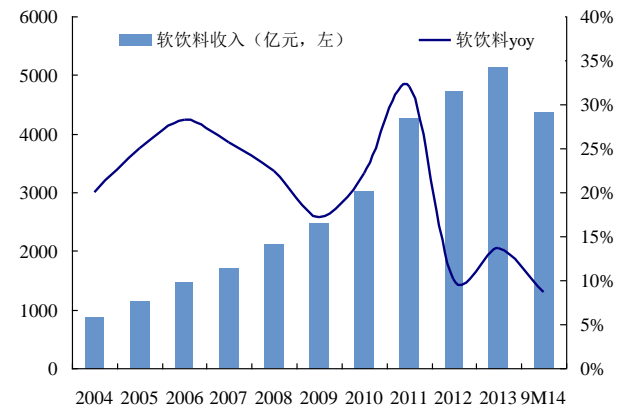
代：从软饮料行业各子行业看，2013 年果菜汁饮料、茶饮料、罐装水、植物蛋白饮料、碳酸饮料、固体饮料占比分别为 20%、19.8%、19.7%、17.3%、14.9%、8.3%。近年来，饮料的“健康”问题成为消费者极为关注的属性，碳酸饮料因含碳酸水、柠檬酸、白糖、香料、咖啡因以及人工色素等成分易导致肥胖、骨质疏松、肾结石、损伤牙齿，受欢迎程度明显下降，占比不断下滑，被其它更符合健康趋势的饮料所替代。

图 7：我国软饮料人均消费量大幅低于日本（升）



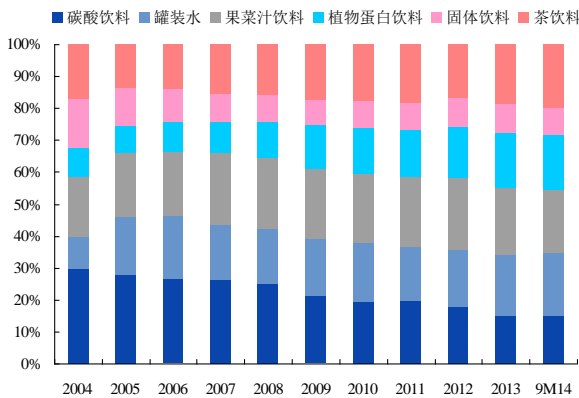
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：软饮料行业收入保持快速增长



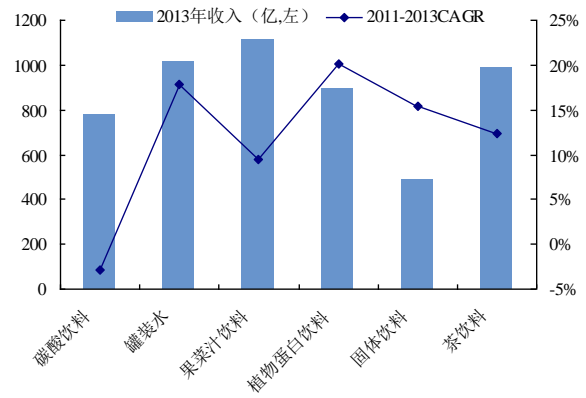
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：软饮料各子行业中碳酸饮料占比不断下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：软饮料各子行业收入及 2009-2013 年复合增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

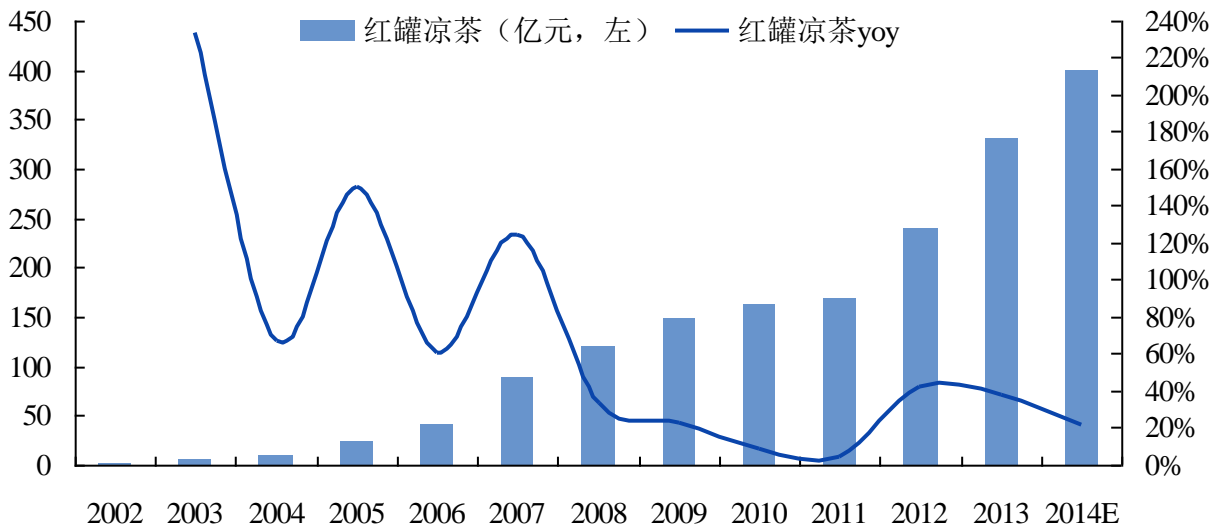
自 2003 年以来，王老吉以“怕上火，喝王老吉”为定位，开创了“预防上火饮料”这一独特的功能性饮料品类，经历了高速增长，以王老吉+加多宝形成的红罐凉茶逐渐成为饮料业的一大品类：

- 王老吉符合健康趋势，通过精准定位及营销，开创了“预防上火饮料”这一独特的功能性饮料品类：凉茶是两广地区的一种由中草药熬制的饮料，《饮料通则》将凉茶饮料归入植物饮料类，具有清热去湿等功效。在 2002 年王老吉提出“预防上火”的消费定位前，凉茶只在两广和浙南地区较流行，市场规模很小。2003 年起，王老吉凉茶推出“怕上火，喝王老吉”的广告，将凉茶定位为“预防上火”饮料，在软饮料行业开拓出一个独有的功能性饮料细分市场。精准的产品定位加上大规模的广告宣传，开创了一个高速成长的

品类，从2002年的终端销售额1.8亿元到2011年终端销售额约168亿元，年复合增速高达65.6%。

- **王老吉、加多宝对垒，加速培育了红罐凉茶这一品类的市场容量：**在2012年5月份白云山收回“王老吉”品牌后，与加多宝展开了激烈的竞争，两大巨头共同加速培育了红罐凉茶的市场容量，预计2014年(王老吉+加多宝)的终端销售额接近400亿元，2011-2014年，预计整个品类销售额复合增速达33.5%。如果我们按照终端销售额的一半作为出厂价口径假设，则(王老吉+加多宝)在2014年收入约为200亿元，占整体软饮料3.8%(按全年收入延续前三季度增长8.7%的假设，我们预计2014年全年软饮料行业收入约达5753亿元)。

图 11: 红罐凉茶 (王老吉+加多宝) 经历了高速增长



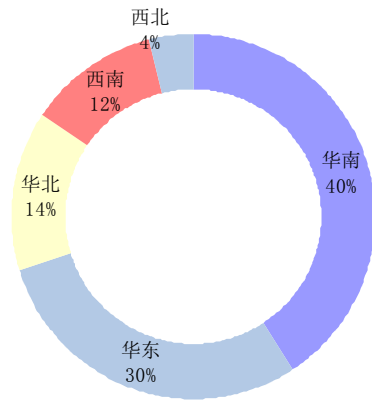
数据来源: 中安顾问, 国泰君安证券研究

我们预计未来以(王老吉+加多宝)为主导的红罐凉茶销售额仍有望保持15%左右的平稳增长，主要原因为：

- **软饮料整体仍有增长空间，而顺应健康趋势，凉茶饮料将继续挤占碳酸饮料份额：**我们预计未来几年软饮料仍有望保持10%左右的平稳增长，而顺应健康趋势的品类增速有望超越行业整体的增速，凉茶饮料无疑能持续成长。
- **王老吉、加多宝的双强竞争将继续加速消费者教育，共同做大凉茶市场：**
  - 2012年5月公司公布136发展战略，提到王老吉力争2014年实现200亿元(终端销售额)目标，2020年实现600亿元目标，据此估算，王老吉收入年复合增速需达到16.5%，意味着公司仍有较强的扩容动力；
  - 草根调研显示，2014年以来王老吉、加多宝两者市场份额已经相当，销售市场也高度重合，从2014年上半年看，王老吉的华南、华东市场占比分别为40%、30%，华北、西北、东北市场的收入占比较低。加多宝2008年将总部迁至北京，而2014年王老吉亦在北京成立北方总部，双方将发力北方市

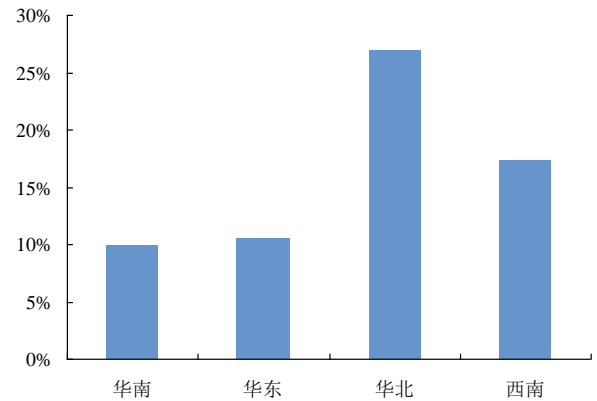
场，预计两大龙头竞争将继续培育消费者，实现（王老吉+加多宝）红罐凉茶这一品类持续的稳健成长。

图 12: 王老吉在北方市场占比较小，仍有拓展空间



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 13: 2014H1 王老吉北部区域收入增速较快



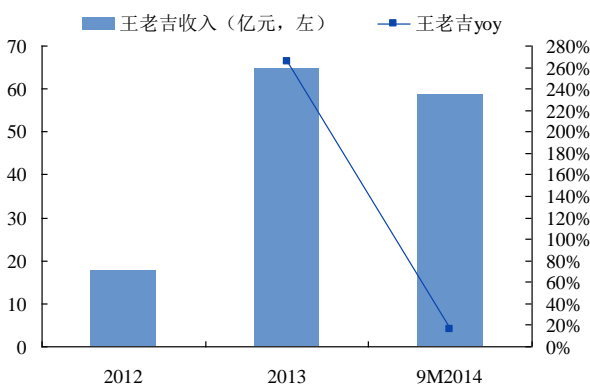
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3.2. 王老吉保持品牌活力、夯实渠道基础，持续提升竞争力

公司对发展王老吉业务有清晰的战略规划，以“品牌防御、渠道进攻”为策略，经过两年半时间，在收入规模上基本实现了与加多宝平分秋色：

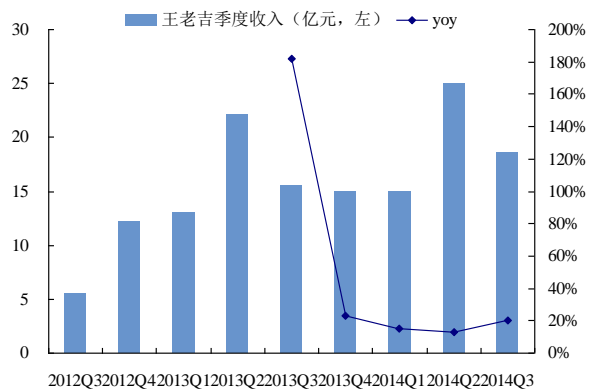
- 2012 年 5 月 9 日，公司收回王老吉品牌后，以“品牌上采取防御战略，渠道上展开进攻战”为核心战略，迅速开展了建立产能基地、组建销售团队、招商等举措。
- 红罐王老吉销售额 2012 年从零开始，预计到 2014 年前三季度实现红罐凉茶收入接近 60 亿元，前三季度同比增长约 18%，预计全年有望实现接近 80 亿元的收入，已经逐步接近加多宝的销售额水平。

图 14: 红罐王老吉年度收入高速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 15: 红罐王老吉季度收入高速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从对王老吉品牌的传承、正名到发扬，公司通过传统媒体、互联网传播、重大事件营销上持续投入，保持了品牌活力，维持了核心竞争力：

- 王老吉品牌是公司最核心的竞争力，公司对品牌运作有清晰的规划，2012 年收回品牌运营后，经历了从品牌传承、正名到发扬的发展阶段，保持了品牌活力。
- 公司与业内顶尖的咨询公司里斯咨询合作，针对很多消费者混淆自身与竞品两个品牌的现象，王老吉在“怕上火”的营销战略定位基础上，进一步强调了”正宗“的核心元素，向消费者传递“传承 186 年，原创秘方”、“认准正宗王老吉”等信息，进一步厘清消费者的认知。
- 在营销上，王老吉瞄准 90 后核心潜力人群，通过王老吉“超吉杯”高校 5 人足球赛、王老吉腾讯世界杯竞猜等大型活动进行大型事件营销，引发年轻群体参与，进一步拉近与年轻消费者的心理距离。
- 在渠道上，王老吉也是围绕心智，先铺设心智认知最强的华南市场，再进军华东、华中市场，最后是华北市场。

**表 4: 公司品牌营销活动**

2013 年 1 月 1 日	央视《开门大吉》独家冠名开播并且王老吉还与湖南、四川、浙江、广东等全国 10 大卫视合作，推广“中国吉 王老吉”的“吉文化”
2013 年	“吉时分享一拍吉唱”的系列视频浏览量和小吉漫画。这营销方式塑造了王老吉品牌形象，这是《新营销》评选出 2013 年“标杆 20”中国营销创新案例
2013 年 7 月 30 日起	与浙江 6 频道在浙江全省推出“王老吉四季彩虹公益行动”包含“王老吉正能量致青春”为贫困大学生提供勤工助学的机会，“王老吉寻访正能量”自愿者为贫困山区小学送爱心
2013 年 8 月 5 日	王老吉冠名赞助的 2013 年世界羽毛球锦标赛，并在比赛现场举办“王老吉凉茶”慈善义卖义演活动
2013 年 12 月	发布了为期 3 个月全球性以《百年老字号·青春王老吉》为主题的纪录片征集令，让更多人参与并了解王老吉的发展历程
2014 年 1 月 1 日	再次独家冠名央视《开门大吉》
2014 年 2 月	《神马吉祥年》春节时加强了网络互动，互动游戏，和腾讯 QQ，网易，新浪微博合作
2014 年 2 月	“让爱吉时回家”第二季公益活动，打造情感营销
2014 年 3 月 6 号	和凯旋科技公司签署腾讯世界杯战略合作协议，打造通过互联网宣传的营销
2014 年 5 月	“王老吉四季彩虹公益行动”再次启航，通过电视，电台，网络一起发动及宣传
2014 年 9 月到 10 月	王老吉在全国百余城市联动举行免费赠送王老吉饮品给户外工作者的公益活动

数据来源：公司官网、公司公告、国泰君安证券研究

**渠道经过快速扩张后，预计夯实渠道基础将成为公司 2015 年的重要课题：**

- 经过快速发展，公司已组建起 11000 人左右的销售队伍，但同等销售规模下，预计加多宝销售团队达 15000 人，在渠道终端的精细化管理上加多宝仍有优势，因此预计公司需要提升精细化管理，加速推动终端动销。
- 公司在发展初期，在区域上聚焦于华南、华东等凉茶传统消费市场，在渠道上聚焦在餐饮渠道、批发及礼品市场，在能提升品牌形象的现代 KA 渠道仍有提升空间。

### 3.3. 王老吉净利率偏低，短期、长期均有改善的契机

随着公司收入快速提升，规模经济效应推动毛利率逐步提升，但由于与加多宝的竞争激烈，营业费用率较高，导致净利率偏低，存在较大的提升空间：

- **规模效应逐步释放，公司毛利率逐步提升：**公司推动以两片罐换三片罐，以及随着公司收入规模快速上升，规模经济效应逐步显现，且2014年以来糖等原材料价格下行，推动2014年前三季度红罐王老吉毛利率同比提升超过5pct，预计前三季度毛利率接近50%。
- **但在王老吉、加多宝对决过程中，公司投入了大量的营销费用，使得净利率偏低：**从报表测算看，我们预计2012、2013、2014H1公司的王老吉业务的营业费用率均超过30%，使得公司2013年净利率仅为3.5%，2014年公司加大了投入，费用上升抵消了毛利率的改善，预计2014年前三季度约为4%。
- **行业对比显示公司净利率存在明显的提升空间：**国内外同类上市公司的（销售+管理）费用率普遍控制在30%以内，最具可比性的承德露露及可口可乐净利率分别在10%、18%左右，王老吉毛利率超过40%，净利率仅4%，明显偏低。

表 5: 可比公司盈利能力

公司		2008	2009	2010	2011	2012	2013
承德露露 (000848.SZ)	毛利率	29.00%	34.20%	34.20%	33.60%	38.20%	38.20%
	费用率（销售+管理）	17.20%	17.90%	20.30%	20.00%	23.10%	20.90%
	净利率	7.70%	10.70%	9.90%	10.00%	10.70%	13.00%
中国旺旺 (0151.HK)	毛利率	38.20%	40.30%	37.40%	34.60%	39.40%	41.50%
	费用率（销售+管理）	21.10%	21.90%	19.80%	19%	19.70%	20.40%
	净利率	16.80%	18.20%	15.90%	14.20%	16.40%	17.90%
康师傅控股 (0322.HK)	毛利率	32.20%	34.60%	28.40%	26.50%	29.90%	30.30%
	费用率（销售+管理）	21.30%	22.20%	18.50%	19.10%	23.40%	24.20%
	净利率	6.00%	7.50%	7.10%	5.30%	4.90%	3.70%
统一 (1216.TW)	毛利率	27.40%	30.90%	29.50%	28.40%	29.80%	30.90%
	费用率（销售+管理）	23.20%	25.50%	24.40%	24.50%	25.30%	26.40%
	净利率	1.90%	4.20%	4.90%	3.80%	4.30%	4.86%
可口可乐 (KO.N)	毛利率	64.40%	64.20%	63.90%	60.90%	60.30%	60.70%
	费用率（销售+管理）	36.90%	36.70%	37.40%	37.40%	36.90%	36.90%
	净利率	18.20%	22.00%	33.60%	18.40%	18.80%	18.30%
王老吉 (红罐)	毛利率						40%
	净利率						3.5%

数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

我们认为，从2015年的短期业绩表现，及未来的发展情况看，王老吉净利率均存在改善的契机。

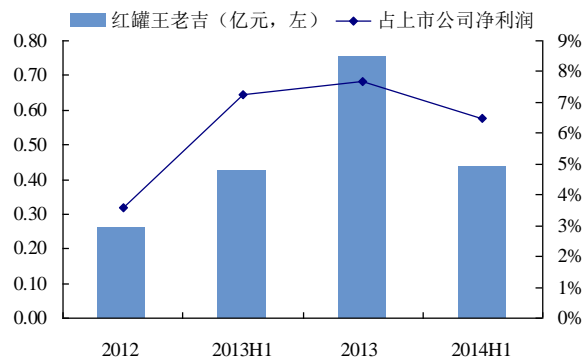
2015年王老吉商标所有权有望注入上市公司，从而直接提升公司净利率水平：

- 根据王老吉大健康与公司大股东广药集团于2012年5月25日签订的

《商标许可合同》及于2013年4月26日签订的《商标许可合同》，广药集团许可王老吉大健康使用5个广药集团拥有的商标；王老吉大健康按照其销售净额的2.1%支付给广药集团作为商标许可使用费，支付时分别按53%和47%直接支付给广药集团和上市公司，也就意味着王老吉大健康每年需要支付销售额的1.11%给予广药集团。同时，广药集团承诺，待王老吉商标法律纠纷解决，可转让之日起两年内，广药集团将王老吉系列商标依法转让给上市公司。

- 2014年2月13日，公司公告，将敦促广药集团在2015年1月20日前尽快履行注入商标的承诺。
- 我们预计公司在2015年通过现金或增发收购获得王老吉商标所有权的概率较大，王老吉商标注入上市公司后，有望增厚上市公司盈利能力，直接提升王老吉业务的净利率水平。

**图 16: 红罐王老吉每年上交广药集团商标使用费**

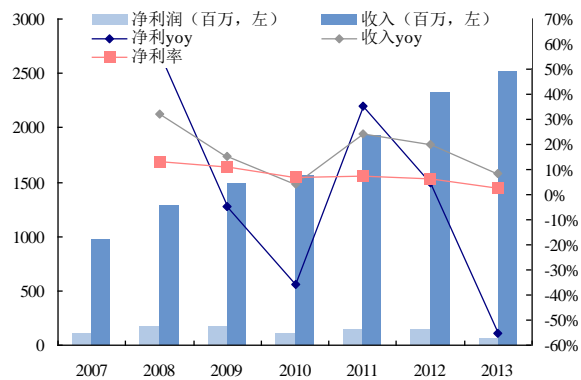


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**绿盒王老吉可能在 2015 年合并报表，有望为公司提供收入增量，且绿盒王老吉盈利能力亦有明显提升空间：**

- 2005 年公司与香港同兴药业合资设立王老吉药业公司发展绿盒王老吉，公司持股 48%，故报表上仅体现投资收益，未体现收入，且王老吉药业同样需每年向广药集团上交收入 1.1% 作为商标使用费。
- 近三年，由于王老吉、加多宝在红罐凉茶上进行对决，绿盒王老吉受到一定影响，且由于公司与同兴药业的纠纷，亦影响了王老吉药业的发展，因为王老吉药业近年来收入增长停滞，利润下滑，2013 年王老吉药业收入为 25.1 亿元（我们预计其中绿盒王老吉收入至少为 20 亿元），净利润为 6646 万元，净利率仅为 2.6%，与 2008 年最高峰时 13.4% 的水平相比有明显的改善空间。
- 根据当年广州白云山与香港同兴药业签订的王老吉药业合资合同约定，双方将在合营期届满前 6 个月就是否延期进行协商。由于双方合营期将于 2015 年 1 月 25 日到期，因此白云山与同兴药业就王老吉药业的存续发展问题产生了法律纠纷。
- 我们认为最差的结果是王老吉药业公司解散。但是即使解散资产仍存，绿盒王老吉有现成的生产设备、人员及销售渠道，我们认为白云山有能力重新开始绿盒王老吉业务的运营，预计 2015 年绿盒回归有望直接提升公司王老吉业务收入，且在股东纠纷消除后，绿盒王老吉的收入、盈利水平均存在明显的提升空间。

图 17: 近年绿盒王老吉收入平稳, 盈利下滑



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 6: 公司绿盒王老吉与同兴药业渊源时间表

2005年2月1日	同兴药业以增资扩股的形式与白云山共同设立王老吉药业中外合资企业, 双方各占 48.0465%, 合资期限为 10 年, 到 2015 年 1 月 25 日到期, 并约定在距离合约满前 6 个月召开股东大会讨续约一事。
2014年6月12日	同兴药业正式声明拒绝延长与白云山药业的合资合同, 并于当天向法院提起起诉书, 要求解散双方合资公司广州药业股份有限公司
2014年6月26日	同兴药业诉王老吉解散纠纷一案正式受理, 案号 (2014) 穗中法民四初字第 57 号。
2014年7月12日	王老吉药业收到同兴药业诉王老吉药业“公司解散纠纷”案的传票
2014年7月23日	同兴药业向广州市白云区人民法院提起针对王老吉药业股份有限公司的股东知情权诉讼, 要求王老吉药业提供自 2012 年 1 月至今的全部会计账簿和会计凭证
2014年8月13日	同兴药业向中国国际经济贸易仲裁委员会提出仲裁申请书, 申请仲裁广药白云山赔偿 1.3 亿元
2014年9月25日	同兴药业向中国国际经济贸易仲裁委员会提出申请对于王老吉大健康公司使用王老吉商标的仲裁请求

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

从中长期看, 竞争格局缓和将是提升王老吉净利率的关键因素, 我们将保持紧密跟踪:

- **跟踪焦点一: 红罐装潢权诉讼结果。**经过多年的广告宣传, 红罐装潢在凉茶消费者心目中已经形成了“凉茶=红罐王老吉”的深刻认知, 红色装潢是目前王老吉和加多宝争论的焦点, 双方均认为自己有独家使用权。“红罐装潢权案”于2013年5月15日在广东省高院开庭审理, 但尚无判决结果, 我们将对后续结果保持紧密跟踪。
- **跟踪焦点二: 双方长期非理性的大量投入可能性不大。**我们认为, 在王老吉、加多宝收入规模相当, 且收入均达百亿元量级的情况下, 任何一方倒下的概率都不大, 两大巨头持续高额投入并不理性, 从长期看, 竞争存在缓和的可能。

表 7: 广药集团与加多宝的诉讼进展

2012年5月11日	广药集团收到中国国际仲裁委员会日期为 2012 年 5 月 9 日的裁决书, 裁决书裁决广药集团与鸿道集团(加多宝母公司)《[王老吉] 商标许可补充协议》和《关于 [王老吉] 商标使用许可合同的补充协议》无效, 以及鸿道集团停止使用 [王老吉] 商标。
2012年7月6日	加多宝广药分别在北京、广东法院提起诉讼, 指出对方侵犯属于自己的红罐包装, 最高人民法院将 2 案合并由广东省高级人民法院审理
2012年7月13日	北京市一中法院做出终审判决驳回加多宝鸿道关于撤销王老吉商标许可仲裁结果的申请
2012年8月12日	王老吉大健康收到广州加多宝起诉王老吉大健康擅自使用知名商品特有包装、装潢纠纷案的应诉通知书



2012年11月30日	广告诉讼案, 广药集团针对加多宝虚假宣传构成不正当竞争的向广州市中院提起诉讼, 同时申请诉中禁令, 要求王老吉立即停止使用相关广告宣传
2013年1月31日	广州市中级法院下达诉中禁令裁定书, 裁定要求广东加多宝立即停止使用相关广告语
2013年4月22日	原定当日的红罐装潢权包装之案没如期开庭, 由于广药临时变更诉讼请求使得官司延期
2013年5月15日	广东省高院开庭审理红罐包装权案, 一审未当庭宣判, 随后一审判决: 加多宝立即停止使用“全国销量领先的红罐凉茶改名为加多宝”等广告语并销毁上述广告语的宣传物品; 加多宝要赔偿广药集团的损失费及合理使用费, 但是关于红罐包装尚无判决结果
2013年12月20日	广药起诉广东加多宝. 彭碧娟虚假宣传纠纷案开庭审理, 并当庭宣判, 判决加多宝以及彭碧娟停止使用当前广告语进行宣传赔偿经济损失和合理费用, 并公开赔礼道歉
2013年12月24日	广东加多宝诉告何某、王老吉大健康不正当竞争案公开宣判, 加多宝诉求被驳回, 法院认为王老吉大健康公司是“王老吉”商标的合法使用人, 驳回加多宝认定王老吉使用“怕上火就喝王老吉”广告语是不正当竞争的诉求, 以及驳回赔偿的诉求
2014年1月10日	王老吉诉加多宝“中国每卖10罐凉茶, 7罐加多宝, 怕上火, 更多人喝加多宝, 配方正宗, 当然更多人喝”等广告不正当竞争纠纷案, 长沙中级法院一审开庭
2014年2月25日	重庆市第五中级人民法院审理王老吉诉加多宝(中国)虚假宣传纠纷案, 当庭并未宣判
2014年3月11日	王老吉、广药集团诉广东加多宝、广东乐润百货侵权纠纷案, 暂无判决
2014年4月25日	王老吉方面针对加多宝方面“加多宝凉茶连续7年荣获‘中国饮料第一罐’”“加多宝凉茶荣获中国罐装饮料市场‘七连冠’”等广告, 向北京市第三中级人民法院提起不正当竞争诉讼
2014年5月8日	东莞中院已受理已生效的2012年4月9日的“王老吉”商标许可协议争议仲裁, 广东高院已将广药集团提起的民事起诉状裁定立案关于加多宝赔偿因侵犯“王老吉”注册商标造成广药损失
2014年6月26日	重庆市第五中级人民法院就王老吉方面诉加多宝方面“全国销量领先的红罐凉茶改名为加多宝”等广告不正当竞争案作出一审判决, 认定加多宝方面构成不正当竞争
2014年7月17日	广药与广东加多宝不服2013年12月20日虚假宣传案判决, 提起上诉于7月17日开庭, 当庭未有判决
2014年7月27日	王老吉方面诉加多宝方面“中国每卖10罐凉茶, 7罐加多宝, 怕上火, 更多人喝加多宝, 配方正宗, 当然更多人喝”等广告不正当竞争纠纷案, 广州中级人民法院一审开庭
2014年7月27日	重庆市第五中级人民法院就王老吉方面诉加多宝方面“中国每卖10罐凉茶7罐加多宝”等广告不正当竞争一案作出一审判决, 认定加多宝方面构成不正当竞争
2014年8月5日	王老吉收到王老吉诉加多宝(中国)虚假宣传纠纷判决书, 此诉讼主要针对2013年3月起发布关于“中国每卖10罐凉茶7罐加多宝”的广告, 重庆五院判决加多宝撤销广告词并公开发表声明赔偿经济损失
2014年8月15日	加多宝方面针对加多宝方面“中国每卖10罐凉茶7罐加多宝”等广告虚假宣传不正当竞争纠纷案, 不服重庆市第五中级人民法院作出一审判决, 向重庆市高级人民法院提起上诉
2014年10月23日	王老吉诉加多宝“加多宝凉茶连续7年荣获‘中国饮料第一罐’”“加多宝凉茶荣获中国罐装饮料市场‘七连冠’”等广告不正当竞争纠纷案, 北京第三中级人民法院一审开庭, 并未宣判
2014年10月31日	重庆王老吉诉加多宝虚假宣传案二审开庭, 并未宣判

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

#### 4. 医药业务: 预计将平稳增长, 管理有改善潜力

白云山的医药业务包含了大南药板块的中药工业、化学药、生物制药, 及大商业板块的医药商业:

- 中成药主要企业有中一药业、白云山和黄、陈李济、奇星、星群、潘高寿、敬修堂、盈康、王老吉药业。2013年公司中成药业务合计收入39亿元, 同比基本持平, 毛利率41.6%, 同比减少1.74pct。
- 化学药: 制药总厂、天心制药、化学制药厂、百特侨光。2013年公司化学药收入34.3亿元, 同比增长11.7%, 毛利率为36.6%, 同

比增加 0.6pct。

- 生物制药：诺诚生物，公司持股 49%，发展狂犬疫苗业务，2013 年净利润为 6973 万元，2014 年上半年同比增长 235%，属于恢复性增长，预期未来将恢复平稳增长。
- 研发公司：包括拜迪生物、汉方现代。
- 医药商业：包括广州医药、采芝林药业、进出口公司、盈邦分公司等。其中在报表中体现收入的是采芝林药业、进出口公司等，2014 年上半年收入 23.5 亿元，同比增长 34.6%。而广州医药是公司与世界 500 强联合博姿合资的企业，公司持股比例为 50%，广州医药 2014 年上半年收入、净利分别达 131.7、1.1 亿元，但在公司报表上仅体现投资收益。医药商业近年来在华南地区大力开展药房托管业务，收入增速较快。

**公司医药业务大而不强，未来通过管理改善提升盈利能力值得期待：**

- 2013 年公司的医药工业收入（剔除王老吉）达 73.2 亿元，旗下拥有较多的老字号产品，医药商业收入达 36.7 亿元，无论是工业还是商业的收入规模均为 A 股公司翘楚，但合计贡献净利润仅为 7.5 亿元，合并计算净利率为 6.8%，低于 A 股医药生物上市公司整体 8.04% 的净利率水平。
- 2014 年以来，医药行业整体收入增速放缓，且王文楚先生刚开始负责公司大南药业务板块的整合，因此预期 2014 年公司在大南药业务板块以规范、整合为主，2014 年上半年医药业务整体收入、利润增幅仅为 8.2%、3.1%，我们认为公司经过调整后未来盈利能力提升值得改善。
- 近期公司的抗 ED 仿制药金戈开始铺货推广，规划 3 年做到 5 亿元以上的收入，有望成为新的盈利增长点，我们将保持紧密跟踪。

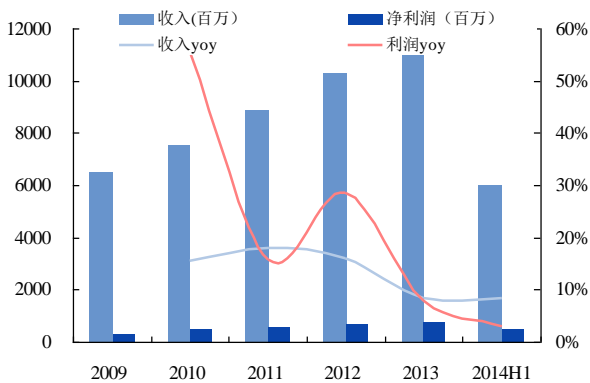
**表 8：医药主要子公司近年来发展情况（单位：亿元）**

子公司	持股比例	主营业务及产品	2012 收入	2012 利润	2010-2012 利润 CAGR
<b>医药工业公司</b>					
星群药业	89%	夏桑菊颗粒、安神补脑液、二天油、复方甘草口服溶液等	N/A	N/A	N/A
中一药业	100%	消渴丸、胃乃安胶囊、腹可安、障眼明片等	N/A	0.53	-22.5%
陈李济	100%	壮腰健肾丸、乌鸡白凤丸、补脾益肠丸等	N/A	0.31	21.9%
白云山和黄	50%	板蓝根颗粒，复方丹参片，口炎清颗粒，消炎利胆片，六味地黄丸，穿心莲片等	14.52	1.00	-3%
潘高寿	87.77%	蛇胆川贝枇杷膏、杏苏止咳口服液、丹鳖胶囊、洗梅精华素等	N/A	0.24	73%
汉方现代	99.49%	包括保健品、原料药、中药提取物等			
奇星药业	75%	奇星华佗再造丸、奇星虚汗停、奇星龙凤宝、奇星金丹丸等	N/A	0.28	37.1%
敬修堂	88.4%	追风透骨丸、中风回春丸、清热消炎宁胶囊、化痔栓、跌打万花油、养血生发胶囊	N/A	N/A	N/A
诺诚生物	50%	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	2.32	0.84	229%
天心制药	88.5%	粉针剂、水针剂、乳剂、片剂、胶囊剂	7.12	0.48	37.3%
光华制药	84.48%	小柴胡颗粒、头孢地尼胶囊等	4.65	0.37	82.2%
明兴制药	100%	清开灵	5.01	0.42	31.4%

百特侨光	50%	大容量注射剂	3.11	0.07	扭亏
<b>医药商业公司</b>					
广州医药	50%	与欧洲联合博姿合资，经营中西成药、化学药品、医药原料、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器及保健用品		1.69	18.4%
采芝林	100%	经营中药材、中药饮片、中西成药		0.09	1.8%
进出口公司	100%	N/A		0.07	112%

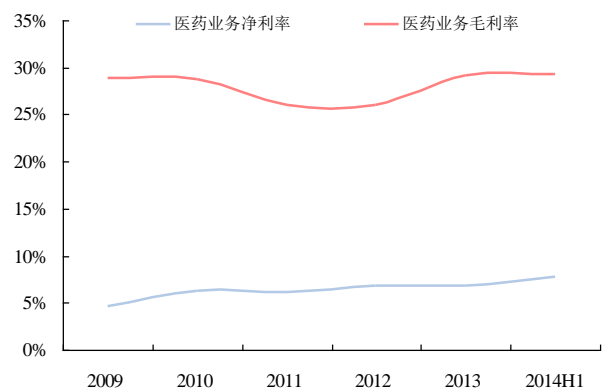
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 18: 医药业务收入、利润增长平稳



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 19: 医药业务盈利能力存在改善空间



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 5. 投资建议：国企改革有望推动公司加速成长，增持

### 5.1. 盈利预测及估值

基于上述分析，我们对公司未来业绩预测基本假设如下：

- 收入、成本假设如下表，其中假设 2015 年公司绿盒王老吉收入完全合并报表，由于绿盒王老吉毛利率低于红罐，导致王老吉业务毛利率略降，但规模经济效应仍将持续推动王老吉业务 2016 年毛利率提升；
- 假设 2014-2015 年销售费用率保持在 21%，管理费用率则由于收回王老吉商标而下降 0.5pct；
- 此外，由于原白云山 A 在 2013 年上半年是享受 15% 的高新技术企业优惠税率，被吸收合并后税率变为 25%。目前公司正在申报高新技术企业资质，我们认为公司在 2014 年年报前获得批准的概率较高，因此假设 2014 年报表所得税率回落。

预测 2014、2015 年归属母公司净利润为 12.2、15.4 亿元，增速为 25%、26%，对应公司 2014、2015 年 EPS 分别为预测 0.95、1.19

元，其中王老吉业务贡献的 EPS 分别为 0.28、0.47 元。

**表 9: 盈利预测假设表**

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>王老吉</b>					
收入 (百万元)	1771.00	6465.32	7751.75	10876.91	11918.58
yoy		265.07%	19.90%	40.32%	9.58%
成本 (百万元)	1080.00	3910.39	4131.41	6011.71	6391.78
yoy		262.07%	5.65%	45.51%	6.32%
毛利率	39.02%	39.52%	46.70%	44.73%	46.37%
<b>医药工业</b>					
收入	6952.37	7324.59	7119.50	7119.50	7119.50
yoy		5.35%	-2.80%	0.00%	0.00%
成本	4169.63	4451.22	4308.78	4265.70	4244.37
yoy		6.75%	-3.20%	-1.00%	-0.50%
毛利率	40.03%	39.23%	39.48%	40.08%	40.38%
<b>医药商业</b>					
收入	3190.96	3673.11	4554.66	5010.12	5260.63
yoy		15.11%	24.00%	10.00%	5.00%
成本	2941.46	3406.80	4224.43	4642.65	4873.39
yoy		15.82%	24.00%	9.90%	4.97%
毛利率	7.82%	7.25%	7.25%	7.33%	7.36%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我们按照两种估值方法给出目标价：

- 我们采用 DCF 法对公司进行绝对估值，主要假设如下表所示，在以下参数假设下，结果为：公司绝对估值每股 29.1 元。
- 相对估值：按食品饮料行业中与公司业务最具可比性的青岛啤酒、承德露露、南方食品，以及医药生物板块 2015 年 PE 作为参考依据，对公司业绩进行分部估值。饮料业 2015 年 PE 为 25 倍，因为公司王老吉业务处于高速成长期，我们认为应当给予适当估值溢价，按 2015 年 30 倍 PE 估值，及 2015 年王老吉业务 EPS0.47 元，给予王老吉业务对应每股价值 14.1 元；医药生物板块 2015 年预期 PE 为 25 倍，按我们 2015 年公司医药业务 EPS0.72 元，给予 25 倍 PE，对应每股价值 17.75 元。综合计算目标价为 32.1 元。

综上所述，我们按绝对估值与相对估值的平均值，估算白云山未来一年期目标价为 30.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 10: 绝对估值主要假设**

无风险收益率	3.00%	税前债务成本(Rd)	6.57%
市场风险溢价	9.50%	税后债务成本	5.60%
BETA	1.00	加权平均资本收益率(WACC)	8.79%
股权成本 (Re)	9.50%	永续成长率 (g)	1.50%

数据来源：国泰君安证券研究

表 11: A 股相关上市公司盈利预测和 PE 估值水平 (2014/11/13)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
000848.SZ	承德露露	103.88	0.67	0.84	1.07	31	24	19
000716.SZ	南方食品	52.04	0.13	0.25	0.50	126	67	33
600600.SH	青岛啤酒	515.26	1.46	1.62	1.83	26	24	21
均值						38	25	38
中值						24	21	24
	医药生物板块	18988.8				43	32	25

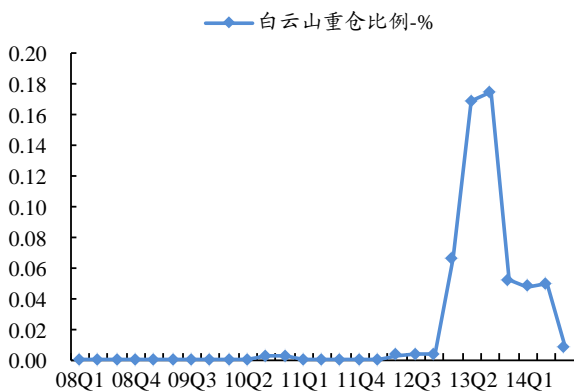
数据来源: Wind、国泰君安证券研究, 注: 饮料公司盈利预测均来自国泰君安证券研究, 医药生物板块数据来自 Wind

### 5.2. 当前股价具安全边际, 后续存在催化剂

公司估值处于低位, 且机构持仓较低, 当前股价具有安全边际, 提醒投资者的是, 截止 2014 年 11 月 13 日, H 股收盘价为 25.9 港元, A 股股价为 26.1 元, 因 H 股较 A 股便宜, H 股更具吸引力:

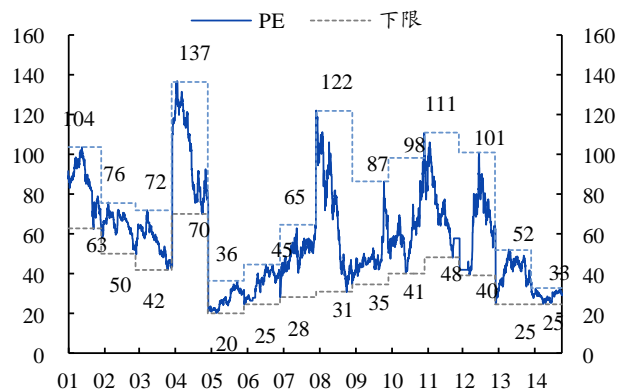
- 当前公司 2015 年动态 PE 估值为 22.3 倍, 处于历史上较低水平:
- 公司市值接近 340 亿元, 但 2014 年前三季度机构重仓比仅为 0.01%, 处于历史上较低位置, 无论在食品饮料板块, 或是在医药板块都非常低, 说明市场预期较低。

图 20: 公司的机构持仓比例较低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 21: 公司 PE 估值处于历史低位



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 12: 2014 年以食品饮料、医药板块机构前十大重仓标的的变化

食品饮料行业前十大机构重仓标的				医药行业前十大机构重仓标的				
2014Q2	重仓比例%	2014Q3	重仓比例%	2014Q2	重仓比例%	2014Q3	重仓比例%	
1	伊利股份	1.32	伊利股份	1.12	恒瑞医药	0.48	恒瑞医药	0.48
2	贵州茅台	0.65	贵州茅台	0.57	天士力	0.38	华东医药	0.37
3	双汇发展	0.57	双汇发展	0.28	华东医药	0.37	天士力	0.32
4	五粮液	0.21	五粮液	0.20	益佰制药	0.36	益佰制药	0.24
5	光明乳业	0.15	承德露露	0.09	云南白药	0.32	香雪制药	0.21
6	承德露露	0.13	中炬高新	0.08	人福医药	0.31	尔康制药	0.18
7	中炬高新	0.12	汤臣倍健	0.08	新华医疗	0.31	国药股份	0.15
8	青岛啤酒	0.12	光明乳业	0.07	康美药业	0.29	乐普医疗	0.14
9	汤臣倍健	0.11	泸州老窖	0.05	红日药业	0.24	人福医药	0.14

10	泸州老窖	0.06	洋河股份	0.05	和佳股份	0.23	中恒集团	0.13
----	------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### 后续存在股价催化剂:

- 王老吉商标使用权注入上市公司;
- 公司与加多宝的诉讼获得积极进展;
- 广东国企改革获突破, 公司股权激励方案落实。

## 6. 风险分析

**竞争加剧风险:** 目前凉茶市场上加多宝与王老吉仍存在激烈的竞争, 可能会使费用率超出预期。

**商标注入进展低于预期风险:** 尽管我们判断大股东兑现在 2015 年将王老吉商标注入上市公司的承诺概率较大, 但由于涉及资产评估及收购方式, 有进展低于预期风险。

**法律诉讼失利风险:** 尽管我们判断在红罐装潢权、绿盒王老吉的法律纠纷中公司获胜机率较大, 但亦存在诉讼结束时间不确定或失利的风险。

**多元化分散管理层精力, 从而导致管理失控风险:** 公司业务较多, 有可能分散管理层精力, 从而导致管理失控风险。

**高新技术企业资格认证时间低于预期风险:** 可能会使我们对公司 2014 年盈利预测中所得税率下降的假设不成立, 从而公司业绩不达预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		