

白云山 股票代码：600332.SH

中报业绩大幅超预期，药品板块表现抢眼

事项：

公司披露了 2017 年半年报，营业收入 111 亿元，同比增长 2.38%；归母净利润 11.58 亿元，同比增长 39%；扣非净利润 11.27 亿元，同比增长 62%。EPS 为 0.71 元。

2017 年 Q2 收入为 58.3 亿元，同比增长 0.36%；母公司净利润 6.7 亿元，同比增长 59.4%。

主要观点

1. 大南药板块潜力显现，整体符合预期，结构性分化超预期

公司大南药板块优质品种众多，特别是中药领域，拥有大量中药老字号品牌。2017 年上半年，公司大南药板块收入 39.8 亿元，同比增长 13%。大南药板块整体两位数的增长水平符合我们的预期，但是中药板块和化药板块分化非常显著。2017 年上半年中成药收入 20.7 亿元，同比增长了 42.7%，化学药收入 19.1 亿元，同比下降 7.8%。

这一情况和 2016 年上半年显著不同，2016 年上半年，公司大南药板块收入同比下降 7.92%，中药板块收入同比下降 10.75%，化学药板块收入下降 5.84%；大健康板块收入同比增长 7.62%。有部分药品种去年受到厂区搬迁的一定影响。

今年上半年公司中药品种实现了大幅增长，公司主要中成药包括消渴丸、小柴胡颗粒、夏桑菊、清开灵颗粒、舒筋健腰丸、咳特灵胶囊、蜜炼川贝、一力咳特灵、滋肾育胎丸、跌打镇痛膏、保济丸和华佗再造丸等等，2016 年以上中药品种收入合计占公司中成药收入比重超过 50%，其中除了消渴丸收入规模超过 5 亿元（2016 年 5.5 亿元）之外，其他产品收入基本上均在 1 亿元-3 亿元收入区间，我们此前判断这一区间产品弹性较大，但是今年上半年其表现远超我们预期，估计舒筋健腰丸增速超过 50%，壮腰健肾接近 30% 的增长。

2. 公司整体费用下降显著

公司目前账上现金充沛，2017 年上半年财务费用-8500 万元，去年同期为-2983 万元。销售费用和财务费用合计同比减少了约 4.5 亿元。公司当期三项费用率 25.74%，同比下降了 4.59 个百分点。费用大幅下降带动了利润增长。

2017 年上半年，公司整体销售费用 22.4 亿元同比减少了 3.9 亿元，销售费用率 20.12%，同比下降 4.09 个百分点。销售费用中的销售服务费 9.93 亿元，同比增加了 4.88 亿元；广告宣传费 0.94 亿元，同比减少了约 8.5 亿元。这与统计口径变化有关。

我们注意到 2016 年四季度销售费用率为 4.42%，全年的销售费用率为

目标价： - RMB

当前股价： 26.93RMB

投资评级 推荐

评级变动 维持

证券分析师


证券分析师：宋凯

执业编号：S0360515070002
电话：010-66500828
邮箱：songkai@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	162,579
流通 A 股/B 股(万股)	107,118/-
资产负债率(%)	31.0
每股净资产(元)	11.1
市盈率(倍)	23.87
市净率(倍)	2.52
12 个月内最高/最低价	29.89/23.03

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《白云山（600332）：凉茶板块弹性较大，大南药潜力不应忽视》

2017-04-28

《白云山（600332）深度报告：凉茶业务有弹性，关注公司药业板块发展潜力》

2017-07-03

19.08%，去年四季度大幅下降，拉低了全年的销售费用率水平。今年一季度和二季度销售费用率均有不同程度的下降，尤其是二季度销售费用率为 17.6%，同比下降了 7.2 个百分点，我们预计未来将延续这个状态。

3. 王老吉净利润率稳步提升

今年上半年大健康板块收入约为 50 亿元，同比增长 6.34%；毛利率 41.17%，同比减少了 7.69 个百分点。王老吉大健康净利润 3.59 亿元，同比增长了 17.6%。净利润率 7.18%，同比增加了 0.69 个百分点。今年上半年成本上升，一季度促销力度较大，导致毛利率下降，但是净利润率依然小幅提升。今年开始公司产品提价，税率由 25% 下降为 15%。我们预计今年全年公司的凉茶业务收入增速在 5-10% 之间，盈利能力稳步回升。

4. 盈利预测与投资评级

我们调整了盈利预测，预计公司 2017-2019 年母公司净利润分别为 20.5 元、23.4 亿元和 25.8 亿元，同比增速分别为 36%、14% 和 10%，EPS 分别为 1.26 元、1.44 元和 1.59 元，对应目前动态 PE 分别为 21 倍、18 倍和 16 倍。维持“推荐”的投资评级。

5. 风险提示。

凉茶业务净利润率不达预期风险；医药商业板块下滑风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	13,091	15,302	17,737	20,388
应收票据	1,605	1,605	1,605	1,605
应收账款	1,108	1,113	1,206	1,306
预付账款	414	402	433	471
存货	2,781	2,702	2,911	3,165
其他流动资产	461	461	461	461
流动资产合计	19,461	21,585	24,354	27,396
其他长期投资	556	556	556	556
长期股权投资	2,290	2,290	2,290	2,290
固定资产	2,107	2,042	1,986	1,936
在建工程	255	255	255	255
无形资产	668	668	668	668
其他非流动资产	506	506	506	506
非流动资产合计	6,383	6,318	6,262	6,212
资产合计	25,844	27,904	30,616	33,608
短期借款	25	25	25	25
应付票据	321	321	321	321
应付账款	2,267	2,203	2,373	2,580
预收款项	1,553	1,559	1,690	1,829
其他应付款	2,268	2,268	2,268	2,268
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	988	988	988	988
流动负债合计	7,422	7,364	7,665	8,011
长期借款	34	34	34	34
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	787	787	787	787
非流动负债合计	821	821	821	821
负债合计	8,243	8,185	8,485	8,832
归属母公司所有者权益	17,345	19,395	21,738	24,320
少数股东权益	309	377	445	508
所有者权益合计	17,654	19,772	22,183	24,829
负债和股东权益	25,897	27,957	30,668	33,661

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2,014	1,814	1,961	2,092
现金收益	1,028	1,394	1,633	1,788
存货影响	-238	79	-208	-254
经营性应收影响	-315	-1	-134	-148
经营性应付影响	750	-58	301	347
其他影响	789	400	370	360
投资活动现金流	-354	20	30	38
资本支出	-244	-200	-200	-200
股权投资	27	220	230	238
其他长期资产变化	-137	0	0	0
融资活动现金流	7,366	377	445	520
借款增加	-611	0	0	0
财务费用	97	377	445	520
股东融资	7,411	0	0	0
其他长期负债变化	469	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,036	20,117	21,802	23,601
营业成本	13,412	13,031	14,036	15,261
营业税金及附加	189	190	206	223
销售费用	3,824	3,923	4,317	4,649
管理费用	1,440	1,404	1,419	1,440
财务费用	-97	-377	-445	-520
资产减值损失	7	8	10	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	206	220	230	238
营业利润	1,467	2,158	2,489	2,775
营业外收入	555	500	430	400
营业外支出	76	100	60	40
利润总额	1,945	2,558	2,859	3,135
所得税	386	440	447	489
净利润	1,559	2,118	2,411	2,646
少数股东损益	51	68	69	63
归属母公司净利润	1,508	2,050	2,343	2,583
NOPLAT	970	1,299	1,538	1,712
EPS(摊薄)(元)	0.93	1.26	1.44	1.59

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	0.4%	8.4%	8.3%
EBIT 增长率	-3.4%	34.0%	16.2%	11.2%
归母净利润增长率	16.0%	35.9%	14.3%	10.2%
获利能力				
毛利率	33.1%	35.2%	35.6%	35.3%
净利率	7.8%	10.5%	11.1%	11.2%
ROE	8.7%	10.6%	10.8%	10.6%
ROIC	6.3%	7.4%	7.7%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	31.8%	29.3%	27.7%	26.2%
债务权益比	4.8%	4.3%	3.8%	3.4%
流动比率	262.2%	293.1%	317.7%	342.0%
速动比率	224.7%	256.4%	279.8%	302.5%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转天数	20	20	20	20
应付帐款周转天数	61	61	61	61
存货周转天数	75	75	75	75
每股指标(元)				
每股收益	0.93	1.26	1.44	1.59
每股经营现金流	1.24	1.12	1.21	1.29
每股净资产	10.67	11.93	13.37	14.96
估值比率				
P/E	28	21	18	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	31	24	21	19

生物医药组分析师介绍

医药组组长、首席分析师：张文录

吉林大学和军事医学科学院理学硕士。曾任职于华润双鹤、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

首席分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：邱旻

日本东京大学药学学士和技术经营战略学硕士。曾任职于日本 ABeam 咨询、博云投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院。2016 年加入华创证券研究所。

助理分析师：刘宇腾

中国人民大学金融硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	申涛	销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱妍	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572597	wutianyu@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500