

云南白药 (000538)

证券研究报告

2020年09月01日

上半年业绩平稳增长，股权激励提升公司整体价值

上半年公司业绩增长 9.20%，Q2 业绩同比大幅上升 307.82%

公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 154.93 亿元，同比上升 11.48%；归母净利润 24.54 亿元，同比上升 9.20%；扣非归母净利润为 18.49 亿元，同比上升 62.84%。其中 Q2 营业收入 77.50 亿元，同比上升 12.46%；净利润 11.70 亿元，同比上升 307.82%；归母净利润 11.72 亿元，同比上升 303.76%；扣非归母净利润 7.94 亿元，同比上升 108.46%。上半年公司经营现金流净额为 22.90 亿元，同比上升 607.65%，主要为本期销售商品、提供劳务收到的现金增长，而支付其他与经营活动有关的现金下降所致。公司激励机制逐步完善，市场活力进一步迸发，面对席卷全球的新冠疫情，公司持续深耕药品、健康品、中药资源和医药商业等四大业务板块，保障了经营业绩的稳步提升。

药品零售批发及自制工业产品收入同比显著上升，公司积极推动产品管线发展

公司主营业务中，医药工业、商业销售收入分别为 53.56 亿元(同比+9.10%)、101.09 亿元(同比+12.95%)，毛利率同比分别+1.56、-0.22 个 pp。公司各主要子公司整体符合预期，其中：省医药(商业)收入 101.8 亿元(同比+13.57%)，净利率+0.55pp、健康产品子公司收入 27.7 亿元(同比+11.8%)，净利率-3.26pp。公司在医药商业板块，紧密结合医改政策，开展合作零售联合管理，调整商业分销策略，通过合作将销售网络有效覆盖到全省各县级医疗机构和基层终端市场，进一步增加在各地基层医疗市场的配送份额。

分板块来看，公司在药品板块以“聚焦、管控、分享”为核心销售策略，持续探索大 IP 场景化营销模式；中药资源业务板块，持续强化从产业链前端到后端销售，从外包装到内在质量标准提升、制剂应用技术延伸服务的全流程管控，有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式；医药商业业务方面，自主研发“滇医宝”医药流通供应链智慧协同平台，以零售药店为中心，将患者、药店、医院、供应商、医保、监管部门互联。

上半年公司毛利率为 28.97%，同比下降 0.07pp；净利率为 15.83%，同比下降 0.30pp。期间费用率为 14.04%，同比下降 3.04pp。其中销售费用率为 12.46%，同比下降 1.50pp；管理费用率为 1.27%，同比下降 1.0pp，主要因为职工薪酬较上期下降，且上期包含股权转让费用、交割期费用；财务费用率为-0.22%，同比下降 0.61pp，主要因为利息收入增加。

与多方协作全面提升创新研发综合实力，股权激励进一步提升公司整体价值

上半年公司研发费用率为 0.54%，同比上升 0.07pp，公司对现有科研项目进行系统化梳理，严控项目数量和质量，通过里程碑管理和项目复盘建立项目知识管理体系，通过好的管理持续输出好的结果。随着“北京大学—云南白药国际医学研究中心”、云南白药上海国际中心项目的稳步推进，为公司未来全面提升创新研发综合实力注入了强大动能。

上半年，公司完成了股权激励的首批授予登记，首批授予部分的激励对象共 687 人，授予的股票期权为 1695.6 万份。同时，为进一步激发企业活力，公司继续实施股份回购，启动了上限为 1670 万股的股份的第二轮回购方案，持续用于实施员工持股计划或股权激励计划，建立互利共赢的长效激励与约束机制，有效将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，提升公司整体价值。

看好公司未来发展，维持“买入”评级

看好公司未来三年增长，预计 2020-2022 年的净利润为 43.4/49.8/57.2 亿元，对应 PE 分别为 34、30、26 倍。公司属于行业龙头，大健康和商业布局行业领先，前景值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售推广不及预期，研发进度不达预期，政策变化风险，股权激励进度不及预期等

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	115.71 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,277.40
流通 A 股股本(百万股)	602.17
A 股总市值(百万元)	147,808.34
流通 A 股市值(百万元)	69,676.74
每股净资产(元)	28.43
资产负债率(%)	25.23
一年内最高/最低(元)	119.90/71.00

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《云南白药-年报点评报告:业绩稳定增长，股权激励计划体现公司未来发展信心》 2020-03-30
- 《云南白药-半年报点评:上半年业绩增速相对放缓，预计调整期后下半年业绩回升》 2019-08-30
- 《云南白药-年报点评报告:2018 年稳健收官，期待反向吸收并购释放新活力》 2019-03-24

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,708.21	29,664.67	32,275.17	36,054.59	40,507.33
增长率(%)	9.84	11.07	8.80	11.71	12.35
EBITDA(百万元)	4,147.02	5,273.79	4,573.95	5,186.70	6,010.64
净利润(百万元)	3,306.56	4,183.73	4,341.09	4,977.42	5,721.56
增长率(%)	5.14	26.53	3.76	14.66	14.95
EPS(元/股)	2.59	3.28	3.40	3.90	4.48
市盈率(P/E)	44.70	35.33	34.05	29.70	25.83
市净率(P/B)	7.47	3.90	3.76	3.64	3.53
市销率(P/S)	5.53	4.98	4.58	4.10	3.65
EV/EBITDA	16.46	17.52	27.04	23.22	20.22

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,017.13	12,994.21	17,579.98	20,866.42	19,498.13
应收票据及应收账款	5,027.12	3,845.91	9,064.16	5,357.67	10,845.26
预付账款	602.15	577.52	627.33	769.67	797.31
存货	9,994.01	11,746.86	10,360.34	13,605.15	11,685.83
其他	8,643.09	15,536.87	8,556.12	8,793.17	8,643.81
流动资产合计	27,283.50	44,701.37	46,187.93	49,392.09	51,470.34
长期股权投资	1.11	317.46	317.66	317.86	318.06
固定资产	1,715.29	2,008.67	2,314.42	2,473.35	2,531.20
在建工程	610.51	970.29	618.17	418.90	281.34
无形资产	311.84	538.38	503.97	469.41	434.72
其他	455.34	1,121.88	579.26	653.67	755.84
非流动资产合计	3,094.09	4,956.68	4,333.47	4,333.19	4,321.17
资产总计	30,377.59	49,658.05	50,521.40	53,725.28	55,791.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,615.53	6,243.93	5,868.10	7,391.49	7,476.03
其他	4,570.84	3,370.65	4,171.00	4,525.51	4,998.00
流动负债合计	10,186.37	9,614.58	10,039.10	11,917.00	12,474.03
长期借款	2.50	3.60	1.00	0.80	0.50
应付债券	0.00	912.93	500.00	470.98	627.97
其他	266.23	1,027.03	509.61	600.96	712.53
非流动负债合计	268.73	1,943.56	1,010.61	1,072.73	1,341.00
负债合计	10,455.10	11,558.14	11,049.71	12,989.73	13,815.03
少数股东权益	140.49	161.81	145.03	125.93	106.38
股本	1,041.40	1,277.40	1,277.40	1,277.40	1,277.40
资本公积	1,247.22	17,420.06	17,420.06	17,420.06	17,420.06
留存收益	18,740.57	36,663.83	38,049.26	39,332.21	40,592.70
其他	(1,247.19)	(17,423.20)	(17,420.06)	(17,420.06)	(17,420.06)
股东权益合计	19,922.49	38,099.91	39,471.69	40,735.55	41,976.48
负债和股东权益总计	30,377.59	49,658.05	50,521.40	53,725.28	55,791.51

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,289.75	4,173.05	4,341.09	4,977.42	5,721.56
折旧摊销	137.94	177.48	142.79	156.89	166.40
财务费用	111.70	78.04	(475.00)	(597.80)	(627.70)
投资损失	(282.13)	(1,472.60)	(800.00)	(300.00)	(400.00)
营运资金变动	(667.91)	(6,087.55)	1,392.73	1,777.02	(2,547.16)
其它	40.45	5,236.32	(1,573.09)	(19.09)	(19.56)
经营活动现金流	2,629.81	2,104.74	3,028.52	5,994.44	2,293.55
资本支出	530.15	614.59	579.42	(9.35)	(59.58)
长期投资	0.34	316.35	0.20	0.20	0.20
其他	(1,389.29)	13,035.32	3,270.99	227.15	407.38
投资活动现金流	(858.81)	13,966.26	3,850.62	218.00	348.00
债权融资	1,801.58	916.53	1,100.69	1,271.37	1,094.90
股权融资	(162.45)	16,469.33	478.98	598.65	628.54
其他	(3,258.95)	(26,726.53)	(3,873.04)	(4,796.01)	(5,733.28)
筹资活动现金流	(1,619.82)	(9,340.68)	(2,293.36)	(2,925.99)	(4,009.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	151.18	6,730.33	4,585.77	3,286.44	(1,368.29)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,708.21	29,664.67	32,275.17	36,054.59	40,507.33
营业成本	18,549.43	21,191.36	22,107.20	25,375.22	28,452.35
营业税金及附加	176.25	143.65	154.92	173.06	194.44
营业费用	3,921.59	4,156.30	4,195.77	5,083.70	5,671.03
管理费用	312.07	957.46	494.46	532.78	596.67
研发费用	110.30	173.89	161.38	216.33	243.04
财务费用	163.31	(62.80)	(475.00)	(597.80)	(627.70)
资产减值损失	58.07	(200.98)	(26.02)	(56.31)	(94.44)
公允价值变动收益	41.71	226.84	(1,556.31)	0.00	0.00
投资净收益	282.13	1,470.47	800.00	300.00	400.00
其他	(738.66)	(3,134.49)	1,512.62	(600.00)	(800.00)
营业利润	3,831.99	4,742.98	4,906.16	5,627.61	6,471.94
营业外收入	7.43	12.32	7.43	7.43	7.43
营业外支出	13.26	29.11	16.10	19.49	21.57
利润总额	3,826.16	4,726.19	4,897.49	5,615.55	6,457.80
所得税	536.42	553.14	573.19	657.23	755.80
净利润	3,289.75	4,173.05	4,324.31	4,958.33	5,702.01
少数股东损益	(16.82)	(10.68)	(16.78)	(19.09)	(19.56)
归属于母公司净利润	3,306.56	4,183.73	4,341.09	4,977.42	5,721.56
每股收益(元)	2.59	3.28	3.40	3.90	4.48

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	9.84%	11.07%	8.80%	11.71%	12.35%
营业利润	5.83%	23.77%	3.44%	14.71%	15.00%
归属于母公司净利润	5.14%	26.53%	3.76%	14.66%	14.95%
获利能力					
毛利率	30.55%	28.56%	31.50%	29.62%	29.76%
净利率	12.38%	14.10%	13.45%	13.81%	14.12%
ROE	16.72%	11.03%	11.04%	12.26%	13.67%
ROIC	33.84%	37.57%	24.28%	29.25%	38.93%
偿债能力					
资产负债率	34.42%	23.28%	21.87%	24.18%	24.76%
净负债率	-6.10%	-31.70%	-41.75%	-48.10%	-43.84%
流动比率	2.68	4.65	4.60	4.14	4.13
速动比率	1.70	3.43	3.57	3.00	3.19
营运能力					
应收账款周转率	5.06	6.69	5.00	5.00	5.00
存货周转率	2.86	2.73	2.92	3.01	3.20
总资产周转率	0.92	0.74	0.64	0.69	0.74
每股指标(元)					
每股收益	2.59	3.28	3.40	3.90	4.48
每股经营现金流	2.06	1.65	2.37	4.69	1.80
每股净资产	15.49	29.70	30.79	31.79	32.78
估值比率					
市盈率	44.70	35.33	34.05	29.70	25.83
市净率	7.47	3.90	3.76	3.64	3.53
EV/EBITDA	16.46	17.52	27.04	23.22	20.22
EV/EBIT	17.00	18.07	27.91	23.95	20.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com