

2019年05月07日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元/港元)

50/45

白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买入

2019Q1 业绩好于预期，原有业务毛利率提升明显

结论与建议：

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2019/5/6)	43.11		
上证指数(2019/5/6)	2906.46		
股价 12 个月高/低	45.88/31.66		
总发行股数(百万)	1625.79		
A 股数(百万)	1071.18		
A 市值(亿元)	461.79		
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)		
每股净值(元)	14.20		
股价/账面净值	3.04		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	10.1	27.2	13.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019-03-19	39.60	买入
2018-10-30	32.80	买入

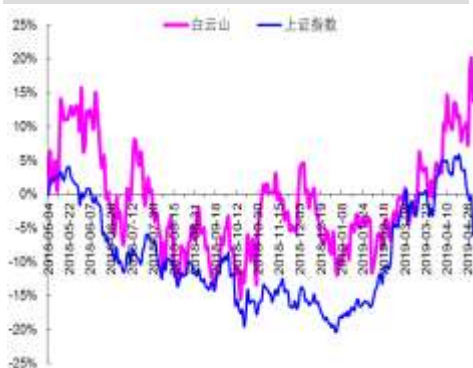
产品组合

大南药	22.8%
大健康	22.5%
大商业	53.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
一般法人	61.0%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩：**公司2019Q1实现营收180.6亿元，YOY+161.3%，录得净利润14.1亿元，YOY+55.4%(扣非后净利13.7亿元，YOY+57.4%)，折合EPS为0.87元。公司业绩好于我们的预期。

■ **并表增厚营收，原有业务保持较快增长：**公司2019Q1营收大幅增长仍主要是并表医药公司及王老吉药业使得营收增厚203.2亿元，扣除后，公司原有业务实现营收86.5亿元，YOY+25.2%。我们估计其中大健康板块随着王老吉收入的确认，实现了快速的增长；大南药板块预计保持相对稳健的增长态势，主要是由于2018年同期为流感期，中药产品短期快速增长垫高了基期，而金戈及中药大品种估计仍保持较快的增长。

■ **原有业务毛利率提升明显，对利润提升贡献较大：**从营业利润层面来看，公司2019Q1营业利润为17.7亿元，同比大幅增长55.1%，而其中并购对公司2019Q1的贡献为0.9亿元，剔除后公司原有业务营收仍同比大增47.1%，经过我们的测算，我们认为这主要是受益于原有业务毛利率提升的推动。我们的拆分测算公司原有业务2019Q1毛利率为42.9%，同比提升4.4个百分点，主要是由于凉茶竞争格局良好，公司在销售实现快速增长的同时进行控费稳价活动，搭赠比例相应减少，推动了毛利率的提升。从费用端来看，原有业务2019Q1期间费用率为22.0%，同比增加1.2个百分点，主要是销售费用率增加所致。

■ **大健康板块净利率将继续改善，大南药、大商业板块将延续稳健增长：**我们认为目前凉茶竞争格局稳定，公司市占率绝对领先，需求也相对较好，公司控费维价战略将延续，另外公司13.9亿元从广药集团购买的“王老吉”系列商标已经完成交割，预计大健康板块整体费用控制将会更加明显，净利率将会继续提升；我们认为金戈将会继续保持较快增长，积极推动的中药大品种的增速预计也将提升，大南药板块将稳健增长；大商业板块预计在与大南药的资源整合以及网络下沉和零售业务的扩张下也可实现较为稳健的增长。

■ **盈利预测及投资建议：**由于公司Q1业绩增长好于预期，我们小幅上调公司的盈利预测，我们预计公司2019/2020年分别实现净利润32.1亿元/38.0亿元，YOY分别-6.9%/+18.6%，扣非后分别增长28.2%和21.9%，EPS分别为1.97元/2.34元，A股对应PE分别为21倍/17倍，H股对应PE分别为17倍/15倍。目前A/H估值均相对合理，维持“买入”投资建议。

■ **风险提示：**王老吉凉茶销售竞争加剧，南药板块销售增长不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1508	2062	3441	3205	3801
同比增减	%	15.97	36.71	66.90	-6.86	18.61
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.08	1.27	2.12	1.97	2.34
同比增减	%	6.75	17.95	66.88	-6.84	18.61
A 股市盈率 (P/E)	X	40.10	34.00	20.37	21.87	18.44
H 股市盈率 (P/E)	X	31.91	27.06	16.21	17.40	14.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.28	0.38	0.42	0.39	0.47
GON 股息率 (Yield)	%	0.65	0.88	0.98	0.91	1.08

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	20036	20954	42234	61105	66885
经营成本	13412	13063	32164	48580	52812
营业税金及附加	189	204	263	411	468
销售费用	3824	4286	5057	6431	7224
管理费用	1440	1580	1699	1934	2274
财务费用	-97	-211	-7	82	0
资产减值损失	7	20	180	10	10
投资收益	206	338	1271	344	340
营业利润	1467	2461	3836	3833	4437
营业外收入	555	77	198	80	80
营业外支出	76	44	15	50	50
利润总额	1945	2493	4019	3863	4467
所得税	386	374	485	538	536
少数股东损益	51	57	93	120	130
归属于母公司所有者的净利润	1508	2062	3441	3205	3801

附二: 合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
货币资金	13091	11697	16115	16437	18903
应收账款	1108	1114	10872	12830	15395
存货	2781	3700	9232	9416	9511
流动资产合计	19514	21505	43031	47334	52068
长期股权投资	2290	2008	1760	1813	1867
固定资产	2107	2082	3166	3229	3294
在建工程	255	285	480	495	510
非流动资产合计	6383	6810	8451	8873	9317
资产总计	25897	28315	51482	56208	61385
流动负债合计	7422	8269	26949	29105	31433
非流动负债合计	821	783	1390	1445	1503
负债合计	8243	9052	28338	30550	32936
少数股东权益	309	392	1459	1678	1929
股东权益合计	17345	18872	21685	23980	26520
负债及股东权益合计	25897	28315	51482	56208	61385

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	2445	1834	5217	5,739	6,312
投资活动产生的现金流量净额	-249	-2441	1110	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	6725	-484	-2751	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	8919	-1091	3576	2339	2912

1

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; @持意见或立场, 或买入, 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; @。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。