

## 云南白药

000538

审慎增持 (维持)

## 构建长效激励机制，战略推进品牌跃升

2021年3月29日

## 市场数据

市场数据日期	2021-03-26
收盘价(元)	134.04
总股本(亿股)	12.77
流通股本(亿股)	6.02
总市值(亿元)	1712.23
流通市值(亿元)	807.14
净资产(亿元)	385.02
总资产(亿元)	521.61
每股净资产(元)	29.85

## 主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32743	36737	40436	44598
同比增长(%)	10.4%	12.2%	10.1%	10.3%
净利润(百万元)	5516	6200	6868	7645
同比增长(%)	31.8%	12.4%	10.8%	11.3%
毛利率(%)	27.8%	27.3%	27.4%	27.5%
净利润率(%)	16.8%	16.9%	17.0%	17.1%
每股收益(元)	4.32	4.85	5.38	5.98
每股经营现金流(元)	3.00	2.46	4.32	6.41
市盈率	31.04	27.61	24.93	22.40
市净率	4.50	3.68	3.17	2.77

## 相关报告

《云南白药(000538)2020年三季报点评:收入端增速稳健,国际化布局加速》

《云南白药(000538)2020年中报点评:上半年增长稳健,战略布局逐步落地》

《云南白药(000538)2020一季报点评:Q1增长稳定,牙膏继续作为利润贡献主力》

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理:

王楠

wangnan20@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 2021年3月26日,公司公布了2020年年报,实现营业收入327.43亿元,同比增长10.38%;实现归属于母公司的净利润55.16亿元,同比增长31.85%,实现扣非归母净利润28.99亿元,同比增长26.63%,实现每股收益4.32元,同比增长32.02%。
- **盈利预测:**我们认为公司通过在大健康领域不断拓展细分市场,成功打造了以药品、健康日化产品、中药资源产品、医药商业在内的四大业务板块,并在此基础上不断进行产品创新,为公司不断注入新的增长动力。药品板块增速有望逐渐回升;健康品板块牙膏系列稳健增长,市占率有望进一步提升;中药资源板块有望企稳;商业板块有望继续保持稳定增长。公司目前已完成用于员工持股计划的股票回购事项,长效激励机制的建立有利于公司长远发展;携手日本POLA,打造植物护肤新航标,美肤业务或将成为公司新的业务增长点;收购安徽金健桥,夯实骨科发展战略。我们更新盈利预测,预计公司2021-2023年EPS分别为4.85元、5.38元、5.98元,2021年3月26日股价对应估值分别为27.61倍、24.93倍、22.40倍,维持“审慎增持”评级。

**风险提示:行业竞争加剧;白药牙膏增速不及预期;员工激励效果不及预期;原材料价格上涨风险;外延布局风险。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- 2021年3月26日,公司公布了2020年年报,实现营业收入327.43亿元,同比增长10.38%;实现归属于母公司的净利润55.16亿元,同比增长31.85%,实现扣非归母净利润28.99亿元,同比增长26.63%,实现每股收益4.32元,同比增长32.02%

## 点评

- **业绩稳步增长,利润端增速快于收入端:** 公司营业收入保持稳定增长,受疫情影响有限,且各业务板块的拓展稳步推进,利润端增速高于营收增长,主要是由于报告期内销售、管理、财务费用率较去年同期分别减少2.42pp、0.60pp、0.50pp。报告期内实现经营现金流量净额38.29亿元,同比增长81.92%,主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的现金增加,支付的其他与经营活动相关的现金减少。公司收入端和利润端保持良好的增长态势,经营状况稳中向好。分业务来看:
  - 1) 药品板块: 公司在专注中医药治疗养护、充分挖掘现有产品增长潜力的同时,积极拓展医药材料科学、医疗器械、慢病管理等新兴领域,医疗器械业务基于金健桥产业平台,产品聚焦家庭可穿戴智能设备、中医诊疗设备,稳步探索业务增量,预计药品板块有望保持平稳增长;
  - 2) 健康品板块: 口腔业务方面,公司完善大口腔产品线矩阵,通过含漱液、电动牙刷、智能水牙线等新品规划和布局夯实品牌功能感,报告期末云南白药牙膏国内市场份额达22.2%(国内市场份额第一),未来公司在牙膏市场的地位有望进一步巩固提升;美妆业务方面,公司在夯实采之汲品牌定位的同时,积极打造产品和营销模式创新,与日本POLA化成工业株式会社线上签约,双方就天然药用植物护肤化妆品新成分研发进行深度合作,共同探索全球肌肤健康管理以及植物护肤的新走向;
  - 3) 中药资源板块: 公司着力打造中药资源产业生态圈,以“豹七”三七种植生产流程为标准,实现了内外部三七种植销售各环节的全过程闭环溯源,白药生活+已在全国开店18家,其中云南省内开店15家;
  - 4) 医药商业板块: 报告期内实现营收209.74亿元,同比增长13.06%,公司持续拓宽基层市场,升级药房管理,完善全渠道网络覆盖建设,市场地位有望持续提升。
- **股票回购计划顺利完成,激励机制逐步完善。** 报告期内,公司实施了第二轮股票回购以用于员工持股计划,积极完善员工激励机制。自2020年6月以来,因受到国内外经济环境变化和资本市场改革等外部因素影响,公司股价长期高于回购股份价格上限92元/股,故公司于2020年12月10日发布《关于调

整回购股份价格上限的公告》，将回购价格上限由不超过人民币 92 元/股调整为不超过人民币 125 元/股。2020 年 12 月 23 日，公司发布公告称回购股份比例达到 1%。2020 年 12 月 29 日，公司公布了《关于回购结果暨股份变动公告》，公司自 2020 年 6 月 17 日首次回购股份至 2020 年 12 月 25 日，通过股票回购专用证券账户在二级市场累计回购股份 16,699,997 股，占公司总股本的比例约为 1.31%，股份回购方案已实施完毕。我们认为此轮股份回购计划的顺利完成为后续建立员工长期激励机制奠定了基础，有利于提高公司管理人员的积极性、增强公司凝聚力，从而带来公司管理水平和经营业绩的提升。

- **收购金健桥，积极构建医疗器械产业平台。**公司拟向安徽金健桥增资 6419 万元，并以 1341 万元受让部分股东持有的金健桥股权，最终将合计持有金健桥 70% 的股份。金健桥的主营业务为智能中医医疗器械和数字中医系统的研发、生产及销售，公司先前与其在医疗器械产品开发方面已有深度合作，有关产品自 2018 年上市以来销售情况良好，获得市场充分认可。若该项交易成功落地，短期内继续放大金健桥现有业务销量，同时与公司器械业务板块整合以承接公司器械项目的研发、生产及销售业务；未来将优化资源配置，注入更多优质资产（包括但不限于自有品牌、专有技术、成熟产品等），为公司医疗器械产业平台的长远、持续、健康发展提供动力。此外，我们预计公司控股金健桥后，由于其体量较小，因此对公司短期业绩的影响有限；但是公司可以依托金健桥在医药器械方面的优势，全面布局骨科产业链，夯实公司的骨科发展战略。总的来说，该项交易的实现预期将为公司的发展带来新的动力，丰富公司器械产品管线，并提高公司的市场竞争力。
- **财务指标持续改善，盈利能力明显提升。**报告期内，公司发生销售费用 37.95 亿元，同比下降 8.69%，销售费用率为 11.59%，同比减少 2.42pp，管理费用 8.60 亿元，同比下降 10.13%，管理费用率为 2.63%，同比减少 0.60pp，研发费用 1.81 亿元，同比增长 4.14%，研发费用率为 0.55%，同比减少 0.03pp。公司实现经营现金流量净额 38.29 亿元，同比增长 81.92%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的现金增加，支付的其他与经营活动相关的现金减少。
- **盈利预测：**我们认为公司通过在大健康领域不断拓展细分市场，成功打造了以药品、健康日化产品、中药资源产品、医药商业在内的四大业务板块，并在此基础上不断进行产品创新，为公司不断注入新的增长动力。药品板块增速有望逐渐回升；健康品板块牙膏系列稳健增长，市占率有望进一步提升；中药资源板块有望企稳；商业板块有望继续保持稳定增长。公司目前已完成用于员工持股计划的股票回购事项，长效激励机制的建立有利于公司长远发展；携手日本 POLA，打造植物护肤新航标，美肤业务或将成为公司新的业务增长点；收购安徽金健桥，夯实骨科发展战略。我们更新盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.85 元、5.38 元、5.98 元，2021 年 3 月 26 日股价对应估值分别为 27.61 倍、24.93 倍、22.40 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；白药牙膏增速不及预期；员工激励效果不及预期；原材料价格上涨风险；外延布局风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn