

白云山 (600332)

证券研究报告

2023 年 07 月 05 日

坚持深耕细作，夯实大南药发展根基

报告摘要

白云山专注于医药健康产业，在抗菌消炎、糖尿病、心脑血管、消化系统、清热解毒、男科、儿童用药等领域形成了相对完善的产品布局，在中药、化学原料药、化学药制剂等细分领域市场占有重要地位，目前已经形成“大南药”、“大商业”、“大健康”、“大医疗”四大板块。

● 南派中药集大成者，具有显著品牌资源优势

截至 2022 年底，白云山拥有中国驰名商标 10 项，旗下 12 家成员企业获得中华老字号认证，10 家为百年企业。其中“王老吉”、“白云山”是国内最具价值的品牌之一。产品上，白云山共有 323 个品种纳入《国家医保目录》，331 个品种纳入《省级医保目录》，143 个品种纳入《国家基药目录》，在全国拥有明显的中成药品牌、品种优势。

● 持续提升品牌知名度和认知度，夯实发展根基

2022 年公司中药类大南药实现营收 56.17 亿元 (yoy+6.59%)，其中华佗再造丸、小柴胡颗粒、滋肾育胎丸收入同比增长 31.24% /14.05%/ 11.69%。公司围绕核心品种，积极参与国家和省级集采、深耕 OTC 市场，同时积极推动营销模式创新，持续推进陈李济药厂、中一药业等老字号振兴项目建设，持续提升品牌与产品的知名度，助力公司大南药板块持续发展。

● 积极探索国企改革方案，促进公司转型升级

2021 年下属企业广州医药成为白云山内部首个国企改革试点单位，随后公司积极稳妥扩大职业经理人改革试点范围。截止 2022 年底已有 5 家企业试行职业经理人改革。未来，公司将围绕“双效”提升发展主题，继续推进落实企业改革、职业经理人改革、经理层任期制与契约化管理等政策，推动公司高质量发展。此外，2022 年公司成立广药基金、国资混改二期股权投资基金、广州老字号振兴基金，主要围绕本公司发展战略，布局公司相关领域优势资源，促进公司转型升级、实现快速发展。

盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 771.01/842.18/916.09 亿元，同比增长分别为 8.92%/9.23%/8.78%；归属于上市公司股东净利润分别为 43.83/48.73/53.29 亿元，EPS 分别为 2.70/3.00/3.28 元。考虑到公司中药大南药板块整体业务持续增长，大商业板块相关支持政策出台，看好公司发展，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 17 倍 PE，目标价 51.00 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险、中成药集采格局变动风险，产品销售不及预期的风险、成本风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	69,014.05	70,788.16	77,100.74	84,217.99	91,609.12
增长率(%)	11.90	2.57	8.92	9.23	8.78
EBITDA(百万元)	5,770.62	5,825.84	5,915.96	6,317.38	6,782.03
归属母公司净利润(百万元)	3,719.88	3,966.52	4,383.11	4,872.72	5,329.10
增长率(%)	27.60	6.63	10.50	11.17	9.37
EPS(元/股)	2.29	2.44	2.70	3.00	3.28
市盈率(P/E)	13.64	12.79	11.57	10.41	9.52
市净率(P/B)	1.75	1.58	1.39	1.23	1.09
市销率(P/S)	0.73	0.72	0.66	0.60	0.55
EV/EBITDA	7.19	5.34	5.45	4.27	3.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药 II
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	31.2 元
目标价格	51.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,405.89
流通 A 股股本(百万股)	1,405.89
A 股总市值(百万元)	43,863.80
流通 A 股市值(百万元)	43,863.80
每股净资产(元)	20.89
资产负债率(%)	51.67
一年内最高/最低(元)	37.09/25.32

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《白云山-公司深度研究:现金王再现，扣除现金 17 年仅 14 倍，且王老吉有望量价利三升，中长期最佳布局时点到来》2017-02-28
- 《白云山-公司点评:入股一心堂实现双赢发展，且自身业绩弹性与外延弹性兼备》2017-01-05
- 《白云山-季报点评:大南药恢复增长，王老吉持续抢夺份额，且外延预期强》2016-10-28

内容目录

1. 白云山：南派中药集大成者，积极探索国企改革方案	4
1.1. 拥有显著品牌优势，对外投资促进公司转型升级	4
1.2. 经营业绩稳步提升，中药大南药业绩持续提升	5
2. 四大板块齐头并进，大南药竞争优势持续兑现	7
2.1. 大南药：南派中药的集大成者，中成药品牌品种优势明显	8
2.1.1. 中成药板块：加强独家品种+保密配方品种推广，推动中成药板块业绩上升	10
2.1.2. 化学药板块：抗生素产品国内知名，男科用药维持稳定增长	11
2.2. 大健康板块：品牌价值+产品竞争力优势，国内凉茶行业龙头	13
2.3. 大商业板块：华南地区医药流通龙头企业，零售业务布局持续加强	14
2.4. 大医疗板块：积极布局医疗服务领域，处于投资扩张阶段	16
3. 盈利预测与估值	17
3.1. 盈利预测及关键假设	17
3.2. 估值与投资评级	18
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：白云山发展历程	4
图 2：白云山股权结构	4
图 3：白云山主要分/子公司（截至“十三五”末）	5
图 4：2018-2023Q1 白云山营业收入（亿元）及同比增速（%）	6
图 5：2018-2023Q1 白云山归母净利润（百万元）及同比（%）	6
图 6：2018-2022 年公司各板块营收（亿元）	6
图 7：2018-2022 年公司各板块毛利率（%）	6
图 8：公司管理、销售、研发、财务费用率(%)	7
图 9：白云山品牌矩阵	7
图 10：2018-2022 年滋肾育胎丸销售额（亿元）及毛利率（%）	10
图 11：2018-2022 年华佗再造丸销售额（亿元）及毛利率（%）	10
图 12：2018-2022 年消渴丸销售额（亿元）及毛利率（%）	10
图 13：2017-2022 年安宫牛黄丸市场规模（亿元）及同比（%）	11
图 14：2017-2022 年白云山安宫牛黄丸销售额（亿元）及同比(%)	11
图 15：2018-2022 年抗生素类大南药销售额（亿元）	12
图 16：2018-2022 年抗生素类大南药毛利率（%）	12
图 17：2018-2022 年枸橼酸西地那非片（金戈）销售额（亿元）及毛利率（%）	13
图 18：王老吉品牌矩阵	13
图 19：王老吉定制罐系列	13
图 20：刺柠吉和荔小吉产品矩阵	13

图 21: 其余大健康产品矩阵.....	13
图 22: 广药王老吉广东荔枝(茂名)产业园	14
图 23: 广药王老吉广东荔枝(茂名)产业园荔枝精深加工生产线.....	14
图 24: 采芝林中药片剂产品.....	15
图 25: 采芝林中药智能服务中心	15
图 26: 2018-2022 年白云山医药零售网点(个)	16
图 27: 大医疗板块业务营业收入	16
表 1: 白云山对外投资项目	5
表 2: 白云山中医品牌文化建设.....	8
表 3: 白云山中成药主要产品	8
表 4: 广东省中成药集采白云山中选产品	9
表 5: 白云山主要化学药产品	11
表 6: 刺柠吉和荔小吉发展历程.....	14
表 7: 白云山大医疗板块主要事件	16
表 8: 公司盈利预测	17
表 9: 可比公司估值	18

1. 白云山：南派中药集大成者，积极探索国企改革方案

1.1. 拥有显著品牌优势，对外投资促进公司转型升级

南派中药的集大成者，具有显著品牌资源优势。广州药业成立于 1997 年，同年在香港联交所上市；2001 年广州药业于上交所上市；2013 年 6 月，完成换股吸收合并白云山 A（原代码：000522）并于 7 月更名为“广州白云山医药集团股份有限公司”；2015 年公司基本完成了“大南药”“大商业”“大健康”“大医疗”四大板块产业链布局及内部组织架构搭建。目前白云山是南派中药的集大成者，在华南地区乃至全国都拥有明显的中成药品牌、品种等资源优势。同时，在当前粤港澳大湾区及广东省大力发展中医药产业的背景下，公司将具有独特的地缘和政策优势。

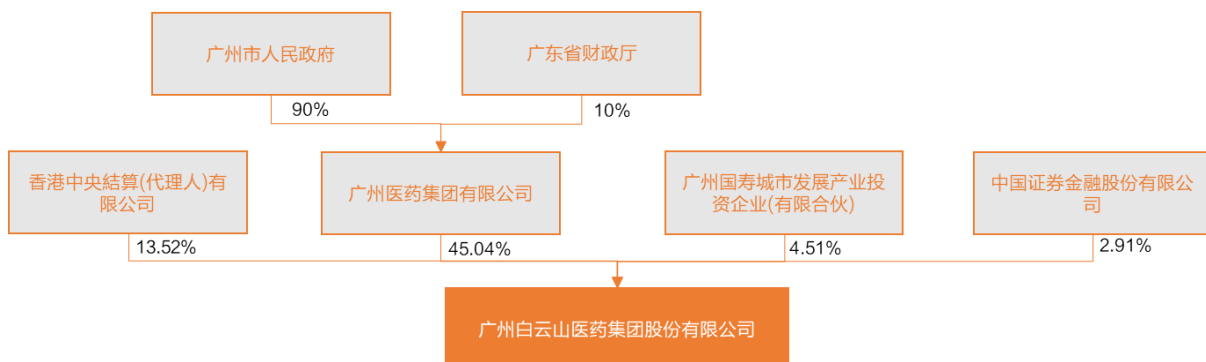
图 1：白云山发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

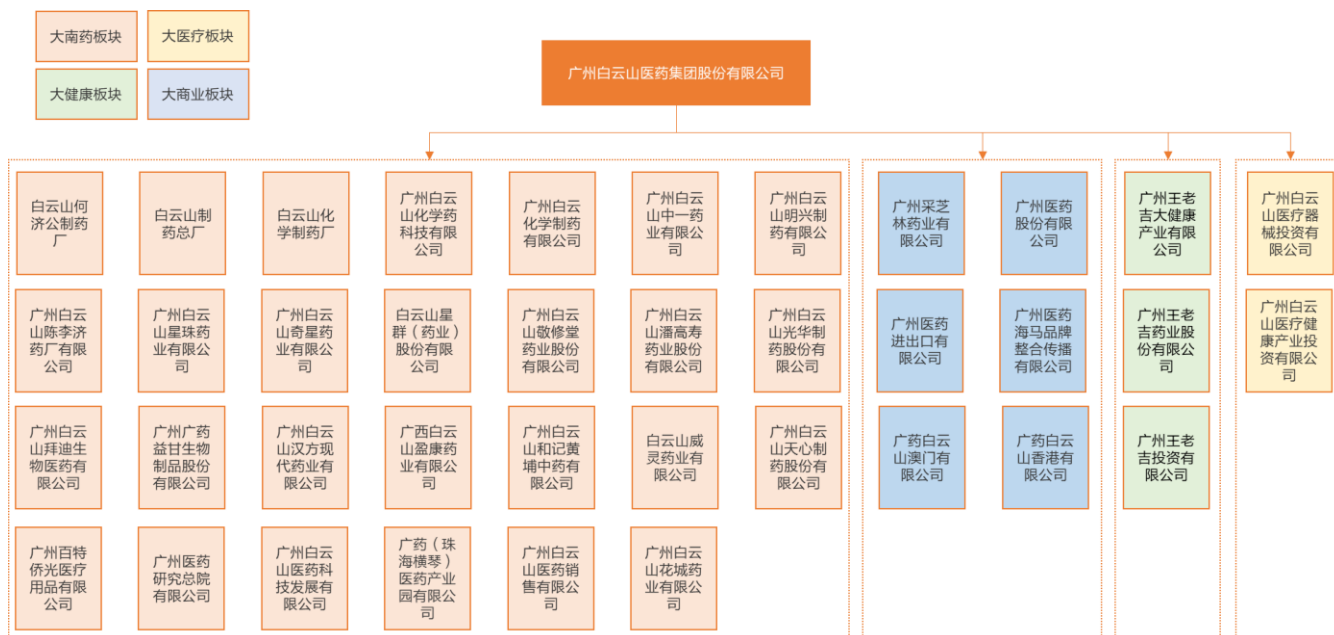
国资控股，四大板块结构清晰。2022 年年报显示，白云山控股股东为广州医药集团有限公司，实际控制人为广州市人民政府，下设“大南药”、“大健康”、“大医疗”、“大商业”四大板块。公司大南药板块从事中西成药、化学原料药、化学原料药中间体、生物医药和天然药物等的研发、制造与销售，拥有有中一药业、陈李济药厂、奇星药业、敬修堂药业、潘高寿药业等 12 家中华老字号药企，其中 10 家为百年企业；大健康板块主要由王老吉大健康公司组成；大商业板块主要经营医药流通业务，包括医药产品、医疗器械、保健品等的批发、零售与进出口业务，主要企业包括本公司下属子公司医药公司及采芝林药业等。广州医药股份有限公司是华南地区医药流通龙头企业，作为公司大商业板块的核心企业，主要从事医药流通批发及零售业务。采芝林药业利用中药领域优势，开展中药材及中药饮片生产及销售业务；大医疗板块处于布局与投资扩张阶段，分别以白云山医疗健康产业公司及医疗器械投资公司为主体，通过新建、合资、合作等多种方式，重点发展医疗服务、中医养生、现代养老三大领域以及医疗器械产业。

图 2：白云山股权结构



资料来源：wind，股权数据截至 2023 年 6 月 1 日，天风证券研究所

图 3：白云山主要分/子公司（截至“十三五”末）



资料来源：广药集团官网，天风证券研究所

积极探索国企改革方案，扩大职业经理人改革试点范围。2021 年下属子企业广州医药成为白云山内部首个国企改革试点单位，随后公司在总结成功经验和发展模式的基础上，积极稳妥扩大职业经理人改革试点范围，按照“成熟一个，推进一个”的原则，支持更多符合条件的企业进行改革扩大职业经理人改革试点范围。截止 2022 年底已有 5 家企业试行职业经理人改革。未来，公司将围绕“双效”提升发展主题，继续推进落实企业改革、职业经理人改革、经理层任期制与契约化管理等政策，推动公司高质量发展。

设立广药基金，为公司未来可持续发展提供项目储备。2022 年，白云山投资 9.99 亿元成立广药基金。主要围绕本公司发展战略，通过直接或间接的股权投资等布局优质资源，获得投资收益。2023 年，广药基金出资了 3.34 亿元认购沃博联广药基金有限合伙份额，未来沃博联广药基金将聚焦生物医药健康领域的股权投资，通过广药基金借助各合作方在全球医疗健康领域的产业布局优势和信息资源优势进行投资。此外，公司出资成立国资混改二期股权投资基金、广州老字号振兴基金，分别围绕广州市生物医药产业混改项目、老字号及大健康、大消费等相关产业进行投资，进一步布局公司相关领域优势资源，促进公司转型升级、实现快速发展。

表 1：白云山对外投资项目

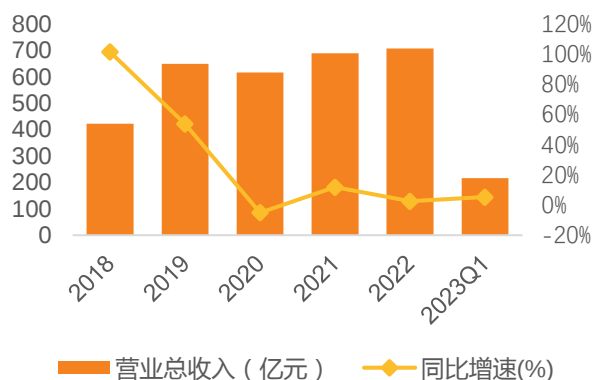
名称	基金备案日期	出资金额（亿元）	设立目的
广州广药基金股权投资合伙企业（有限合伙）	2022 年 7 月	9.99	围绕公司发展战略，通过直接或间接的股权投资等布局优质资源
国资混改二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2022 年 2 月	0.89	围绕广州市生物医药产业混改项目进行投资
广州老字号振兴基金合伙企业（有限合伙）	2022 年 2 月	0.5	围绕老字号及大健康、大消费等相关产业进行投资

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 经营业绩稳步提升，中药大南药业业绩持续提升

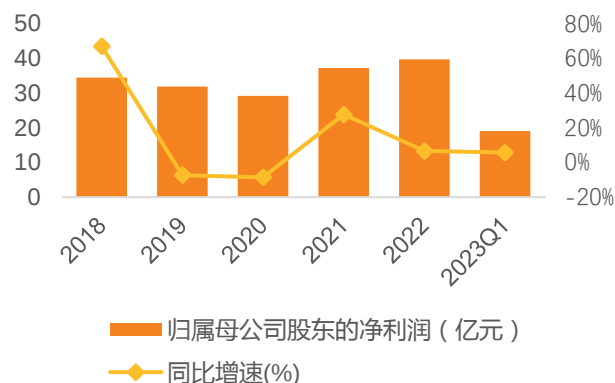
坚持“稳中求进”，经营业绩稳步提升。白云山坚持“稳中求进”的工作方针，持续强化营销创新及市场推广力度，实现经营业绩的持续稳定增长。2022 年公司实现营收 707.88 亿元（yoy+2.57%），2018-2022 年年复合增长率达 13.78%，归母净利润 39.67 亿元（yoy+6.63%），2018-2022 年年复合增长率达 3.62%。2023Q1 实现营业收入 216.29 亿元（yoy+5.31%），归母净利润达 19.09 亿元（yoy+5.70%）。

图 4：2018-2023Q1 白云山营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

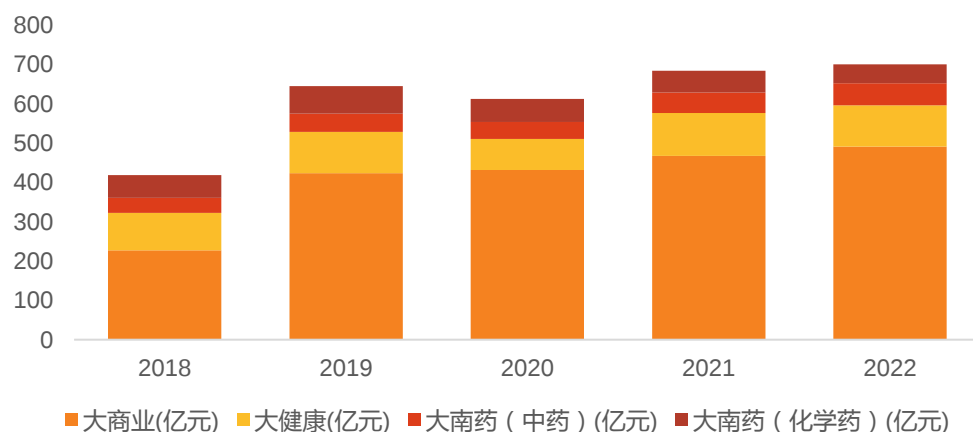
图 5：2018-2023Q1 白云山归母净利润（百万元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

大商业板块持续拓展业务发展，大南药中药板块实现快速增长。公司持续推进批发与零售联动，以拓展创新药配送业务带动医疗机构业务发展，扩展终端覆盖网络，2022 年大商业板块实现营收 491.31 亿元，同比上升 5.03%；2022 年大健康板块实现营收 104.73 亿元，同比下降 3.48%；大南药板块实现营收 104.62 亿元，同比下降 3.04%，其中中药板块实现营收 56.17 亿元，同比上升 6.59%，化学药板块实现营收 48.45 亿元，同比下降 12.23%。

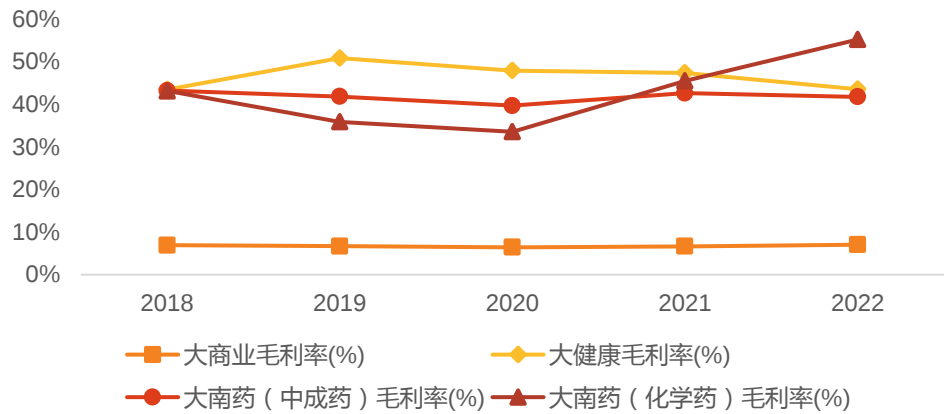
图 6：2018-2022 年公司各板块营收（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

大南药毛利率持续上升，大商业板块毛利率进入上升通道。公司大南药板块毛利率从 2019 年的 38.24% 升至 2022 年的 47.95%，毛利率逐年提升。其中中成药板块毛利率一直维持在 40% 左右，而化学药毛利率从 2019 年的 35.87% 升至 55.16%；受原材料涨价影响，白云山大健康板块毛利率从 2021 年的 47.34% 降至 2022 年的 43.52%。截至 2023Q1，公司已建立了原辅材料统一采购平台，以尽量缓解原辅材料涨价所带来的影响，我们预计未来大健康板块毛利率或将逐渐恢复；近年来医药商业板块主要子公司广州医药积极调整业务产品结构，扩大零售业务占比、加快在医疗器械板块的布局，依托 S2B2C 平台和物流中心，提高运营效率和降低运营成本，公司大商业板块毛利率从 2021 年的 6.64% 升至 7.03%，进入上升通道。

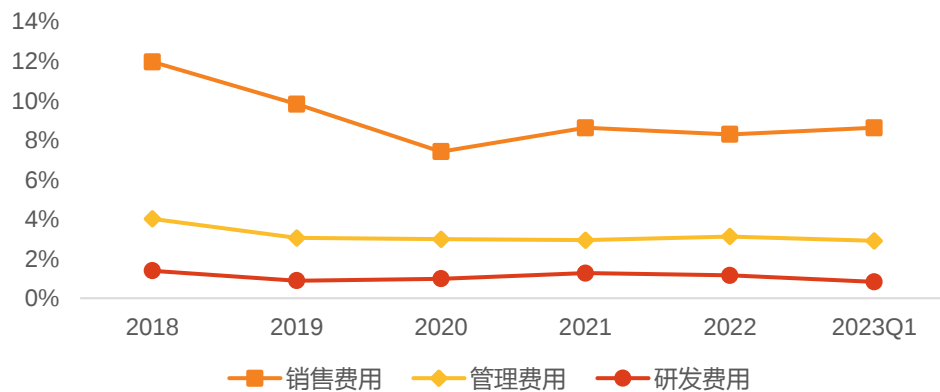
图 7：2018-2022 年公司各板块毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

推动费用结构调整优化，公司费用率持续下降。公司管理+销售+研发费用率从 2018 年的 17.38% 降至 2023Q1 的 12.37%，企业经营效率和质量持续提升。销售费用率上，近几年公司销售费用率整体处于下降的趋势。公司整合总厂、光华、明兴、敬修堂四家企业的销售资源，持续优化销售费用，期间销售费用率从 2018 年的 11.97% 降至 2023Q1 的 8.63%。管理费用率和研发费用率分别从 2018 年的 4.02%/1.39% 降至 2023Q1 的 2.91%/0.83%。

图 8：公司管理、销售、研发、财务费用率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 四大板块齐头并进，大南药竞争优势持续兑现

产品矩阵齐全，产品与品牌资源丰富。白云山在糖尿病、心脑血管、抗菌消炎、清热解毒、肠外营养、止咳镇咳、跌打镇痛、风湿骨痛、妇科及儿童用药、滋补保健等领域形成齐全的品种系列。拥有各类剂型 40 余种、近 2,000 个品种规格，独家生产品种超过 90 个。公司拥有中国驰名商标 10 项、广东省著名商标 22 项、广州市著名商标 27 项。其中，“王老吉”、“白云山”的品牌知名度和美誉度在全国消费者中具有较强的影响力和感召力，是国内最具价值的品牌之一。公司积极为公司中华老字号品牌申请获得国家相关补助资金及资源倾斜，按照“一品牌一方案”为各个品牌重新制定差异化推广方案，最大程度让各个品牌发挥独特优势，形成区隔且协同的发展趋势。

图 9：白云山品牌矩阵



资料来源：广药集团官网，天风证券研究所

中医药历史悠久，文化软实力强劲。白云山旗下 12 家成员企业获得中华老字号认证，其中陈李济药厂、中一药业、潘高寿药业、敬修堂药业、采芝林药业、王老吉药业、星群药业、奇星药业、明兴药业、光华药业为百年企业，并拥有星群夏桑菊、白云山大神口焮清、王老吉凉茶、陈李济传统中药文化、潘高寿传统中药文化、中一“保滋堂保婴丹制作技艺”等六件国家级非物质文化遗产；建立了陈李济博物馆、“陈李济健康养生研究院”、“岭南中医药文化体验馆”、“神农草堂”、采芝林中药文化博物馆和“王老吉”凉茶博物馆，构建了多个文化宣传平台，展现中医药悠久的历史与灿烂的文化，重塑中医药的名优品牌。

表 2：白云山中医品牌文化建设

百年企业：

陈李济药厂、中一药业、潘高寿药业、敬修堂药业、采芝林药业、王老吉药业、星群药业、奇星药业、明兴药业、光华药业

绝密配方：

华佗再造丸

国家级非物质文化遗产：

星群夏桑菊、白云山大神口焮清、王老吉凉茶、陈李济传统中药文化、潘高寿传统中药文化、中一“保滋堂保婴丹制作技艺”

文化宣传平台：

陈李济博物馆、“陈李济健康养生研究院”、“岭南中医药文化体验馆”、“神农草堂”、采芝林中药文化博物馆和“王老吉”凉茶博物馆

资料来源：公司年报，健康 Talks 公众号，天风证券研究所

2.1. 大南药：南派中药的集大成者，中成药品牌品种优势明显

白云山是南派中药的集大成者。截至 2022 年末，白云山及其合营企业共有 323 个品种纳入《国家医保目录》，331 个品种纳入《省级医保目录》，143 个品种纳入《国家基药目录》；主要中药产品包括滋肾育胎丸、消渴丸、小柴胡颗粒、脑心清片系列、复方丹参片系列、板蓝根颗粒系列、华佗再造丸、保济系列、夏桑菊颗粒、舒筋健腰丸、小儿七星茶颗粒、安宫牛黄丸、壮腰健肾丸、清开灵系列、蜜炼川贝枇杷膏等，在华南地区乃至全国都拥有明显的中成药品牌、品种优势。

表 3：白云山中成药主要产品

药品注册分类	药（产）品名称	所属治疗领域	适用症/功能主治	是否纳入《国家基药目录》	是否纳入《国家医保目录》
中药	消渴丸	内科用药	用于气阴两虚所致的消渴病；Ⅱ型糖尿病。	是	是
中药	小柴胡颗粒	内科用药	解表散热，疏肝和胃。	否	是
中药	滋肾育胎丸	内科用药	补肾健脾，益气培元，养血安胎，强壮身体。用于脾肾两虚，冲任不固所致的滑胎（防治习惯性流产和先兆性流产）	是	是
中药	华佗再造丸	内科用药	活血化瘀，化痰通络，行气止痛。	是	是
中药	保济系列	内科用药	解表，去湿，和中，用于暑湿感冒，症见发热头痛，腹痛腹泻，恶心呕吐，肠胃不适，亦可用于晕船晕车。	是	是
中药	夏桑菊颗粒	内科用药	清肝明目，疏风散热，除湿痹，解疮毒。用于风热感冒，目赤头痛，头晕耳鸣，咽喉肿痛，疔疮肿毒等症，并可作清凉饮料。	否	否

资料来源：公司年报，天风证券研究所

广东省中成药集中带量采购落地，白云山多款产品入选。2022 年 4 月，广东省药品交易中心公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果。本次参与的采购主体为联盟地区所有公立医疗机构（含军队医疗机构），医保定点社会办医疗机构和定点药店可自愿参加。白云山及其子公司共 7 款产品 10 个剂型入选，其中包括独家品种滋肾育胎丸。滋肾育胎丸降价温和，我们预计未来通过中成药集采持续放量。

表 4：广东省中成药集采白云山中选产品

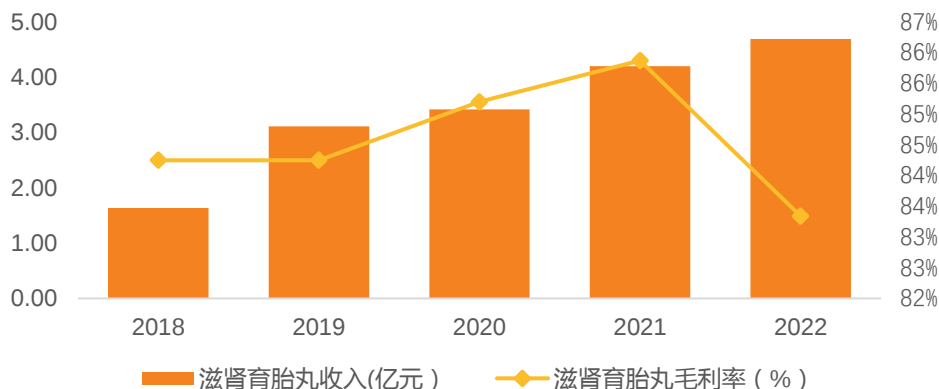
产品名称	公司名称	结果	规格	包装规格	拟中选/备选价格（元）
清开灵胶囊	广州白云山明兴制药有限公司	拟中选	0.25g (含黄芩苷 10mg)	36 粒/盒	0.3167
清开灵颗粒	广州白云山明兴制药有限公司	拟中选	3g	24 袋/盒	0.8906
清开灵颗粒	广州白云山明兴制药有限公司	拟中选	10g	20 袋/盒	0.8906
清开灵颗粒	广州白云山明兴制药有限公司	拟中选	3g	36 袋/盒	0.8906
橘红痰咳煎膏	广州白云山和记黄埔中药有限公司	拟中选	100g	1 瓶/瓶	13.86
复方丹参片	广州白云山和记黄埔中药有限公司	拟备选	0.32g	90 片/瓶	0.1539
脑心清片	广州白云山和记黄埔中药有限公司	拟备选	每片重 0.41g (每片含柿叶提 取物 50mg)	36 片/盒	0.9472
鸦胆子油乳注射液	广州白云山明兴制药有限公司	拟中选	10ml	5 支/盒	23.4807
益母草颗粒	白云山和记黄埔莱达制药（汕头）有限公司	拟备选	15g	12 袋/盒	2.1257
滋肾育胎丸	广州白云山中一药业有限公司	拟备选	5g	6 袋/盒	13.7775

资料来源：广东省药品交易中心，天风证券研究所

2.1.1. 中成药板块：加强独家品种+保密配方品种推广，推动中成药板块业绩上升

持续加强学术推广和产品营销力度，滋肾育胎丸销售额或将持续上升。滋肾育胎丸作为全国独家产品，国家医保乙类品种，自上市以来由于确切的疗效入选《中医妇科学》、《中医妇科常见病诊疗指南》、《中西医结合妇产科学》等书籍并成为先兆性流产、复发性流产、不孕症等疾病推荐的用药。公司通过加强学术推广和产品营销力度，2022 年滋肾育胎丸营业收入达 4.69 亿元，同比上升 11.69%，超过消渴丸成为白云山中成药第一大品种。2022 年中一药业滋肾育胎丸辅助生殖循证医学研究成果在美国妇产科权威学术期刊《产科学与妇科学》发表。随着循证医学成果转化，公司持续进行学术推广和产品营销，我们预计未来滋肾育胎丸销量或将持续上升。

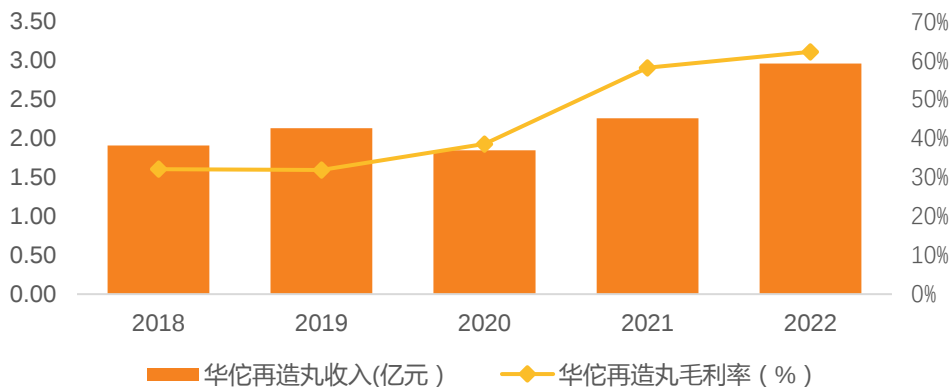
图 10：2018-2022 年滋肾育胎丸销售额（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

国内首个保密处方产品，华佗再造丸收入和毛利持续提升。1985 年 10 月 21 日，国家科委和国家医药管理局将华佗再造丸列为保密处方，是国家《药品管理法》颁行后，政府规定的第一个保密处方产品。因为质优及临床效果好，华佗再造丸以保密处方与 1990 年、1995 年、2000 年连续三届被收载为《中国药典》中风类首选药物，2000 年 6 月被选定为《国家基本医疗保险药品目录》甲类品种。公司积极开展华佗再造丸药物经济学评价、非临床安全性评价研究，同时加大市场开发和推广力度，2022 年华佗再造丸实现收入 2.96 亿元，同比上升 31.24%。毛利率方面，华佗再造丸毛利率持续上升，从 2018 年的 32.13% 升至 2022 年的 62.24%。

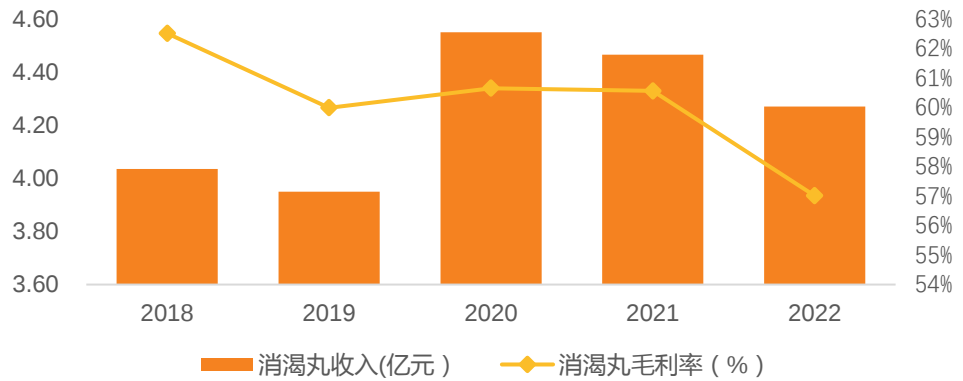
图 11：2018-2022 年华佗再造丸销售额（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

受医院门诊及住院病人数量下降等原因影响，消渴丸销量有所下降。受原材料采购成本上升影响，消渴丸毛利率持续下降，从 2018 年的 62.51% 降至 2022 年的 57.01%。同时，受本年内医院门诊及住院病人数量下降等原因影响，2022 年消渴丸取得营业收入 4.27 亿元，同比下降 4.37%。

图 12：2018-2022 年消渴丸销售额（亿元）及毛利率（%）

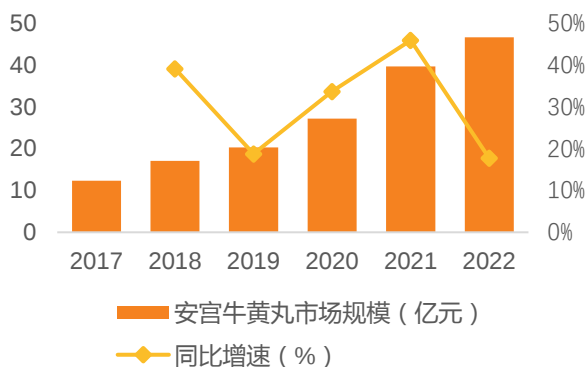


资料来源：公司年报，天风证券研究所

疫情后市场需求恢复，安宫牛黄丸稳定增长。药融云数据显示，随着疫情影响减退，2022 年中国 OTC 市场恢复迅速，安宫牛黄丸以 46.66 亿元排名第二，首次突破 40 亿元大关，在零售药店市场终端的销售规模呈现出大幅增长态势。

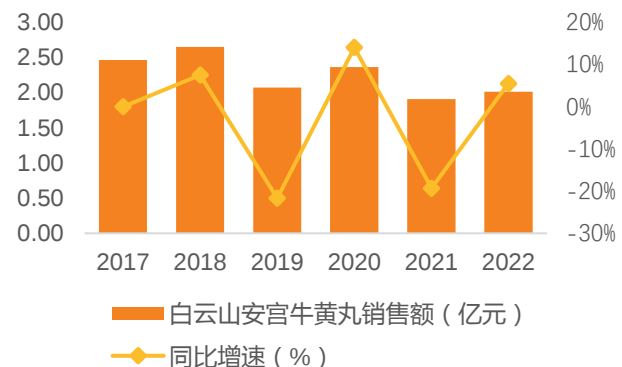
体培牛黄价格具有优势，疫后民众保健意识或将带动自用需求上升。与同仁堂双天然牛黄相比，白云山的单天然牛黄丸性价比高（同仁堂：898 元/盒左右、白云山：216 元/盒左右），我们预计随着疫情过后民众保健意识增强，白云山安宫牛黄丸销量会随着民众自用需求上升而上升；此外，公司安宫牛黄丸原材料体培牛黄、人工麝香为独家供应，拥有供应稳定、价格稳定的优势。2022 年白云山子公司中一药业安宫牛黄丸销售收入实现同比较快增长。随着安宫牛黄丸市场规模稳步上升，叠加单天然牛黄自用需求增长，我们预计公司安宫牛黄丸在未来仍将保持稳定放量的趋势。

图 13：2017-2022 年安宫牛黄丸市场规模（亿元）及同比（%）



资料来源：中康 CHIS，新康界公众号，天风证券研究所

图 14：2017-2022 年白云山安宫牛黄丸销售额（亿元）及同比（%）



资料来源：中康 CHIS，新康界公众号，天风证券研究所

2.1.2. 化学药板块：抗生素产品国内知名，男科用药维持稳定增长

完整抗生素产业链，公司化学制剂产品拥有较强竞争力。白云山拥有从原料药到制剂的抗生素完整产业链，产品群涵盖抗菌消炎类常用品种、男科用药及镇痛解热类品种。公司以驰名商标“抗之霸”整合抗生素药品品牌，以其打造国内口服抗菌消炎药第一品牌的市场形象。公司抗生素产品包括头孢克肟系列、注射用头孢呋辛钠、阿莫西林、阿莫西林克拉维酸钾、头孢硫脒、氨咖黄敏胶囊、克林霉素磷酸酯注射液、头孢匹胺、头孢丙烯系列等。此外，公司化学药产品还包括枸橼酸西地那非（商品名“金戈”）、阿咖酚散等国内知名产品。

表 5：白云山主要化学药产品

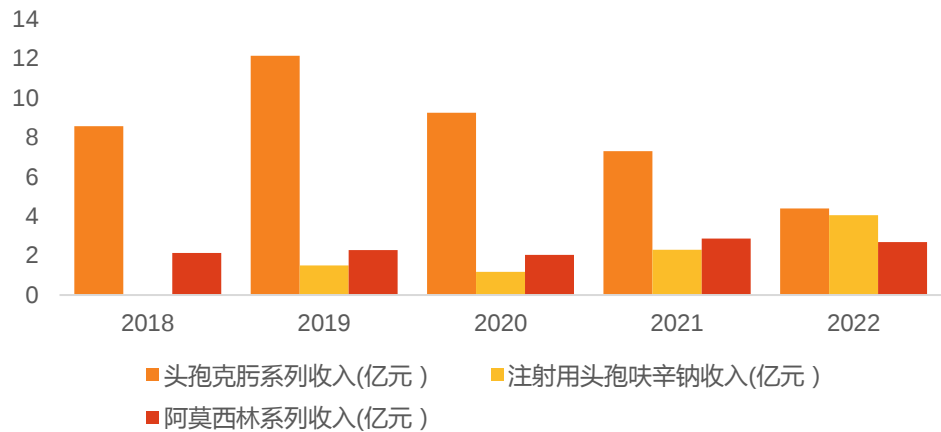
药品注册分类	药（产）品名称	所属治疗领域	适用症/功能主治	是否纳入《国家基药目录》	是否纳入《国家医保目录》
化学药品	枸橼酸西地那非片	男性用药	用于治疗勃起功能障碍(ED)。	否	否

化学药品	头孢克肟系列	抗微生物药	适用于对头孢克肟敏感的链球菌属(肠球菌除外)等引起的细菌感染性疾病。	否	是
化学药品	注射用头孢呋辛钠	抗微生物药	适用于治疗以下疾病中特定微生物敏感菌株引起的感染及预防：呼吸道感染、耳鼻喉感染、泌尿系感染、皮肤和软组织感染等	是	是
化学药品	阿莫西林系列	抗微生物药	用于敏感菌(不产 β 内酰胺酶菌株)所致的感染。	是	是

资料来源：公司年报，天风证券研究所

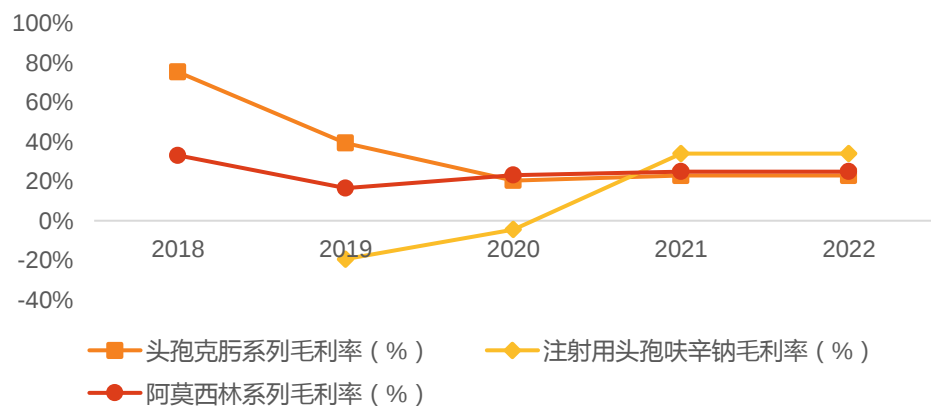
中标第五批集采，注射用头孢呋辛钠收入突破四亿。白云山抗生素主要产品中，公司注射用头孢呋辛钠（0.25g、0.75g、1.5g）三个规格在国家第五轮集中采购中标，在此影响下，该产品 2021、2022 年销量有一定幅度的提升（yoy+93.80%、yoy+75.66%），2022 年销售收入已突破 4 亿元。其余抗生素产品中，阿莫西林系列在防控政策优化调整后用药需求释放，2022 年销售额维持在 2.6 亿元左右；同时，头孢克肟系列销量持续下滑。

图 15：2018-2022 年抗生素类大南药销售额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

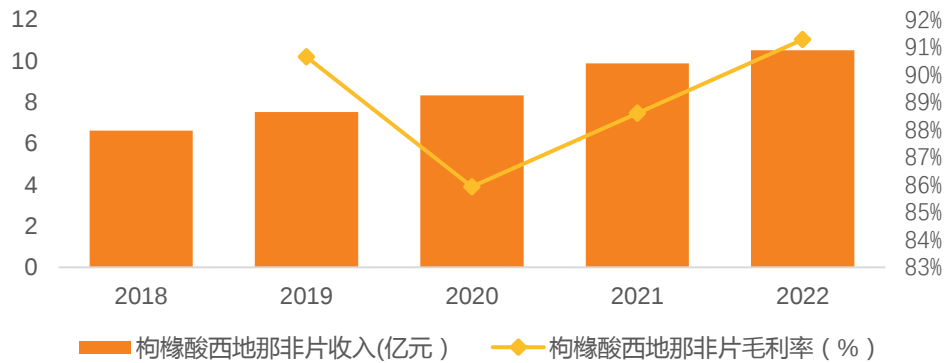
图 16：2018-2022 年抗生素类大南药毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售收入持续上升，枸橼酸西地那非销售突破 10 亿。白云山对枸橼酸西地那非（商品名：“金戈”）的销售进行了大量的市场调研、营销策划、渠道投入和品牌建设，金戈从上市以来取得了良好的销售业绩，2018-2022 年 CAGR 达 12.27%，2022 年枸橼酸西地那非实现营业收入 10.52 亿元，同比上升 6.43%。其毛利率也从 2020 年的 85.93%升至 2022 年的 91.28%。

图 17：2018-2022 年枸橼酸西地那非片（金戈）销售额（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 大健康板块：品牌价值+产品竞争力优势，国内凉茶行业龙头

坚持“一核多元”，提升大健康板块综合实力。公司大健康板块主要产品包括王老吉凉茶、刺柠吉系列、荔小吉系列、润喉糖、龟苓膏等产品。其中大健康板块核心产品王老吉凉茶具有较强的品牌价值优势和产品竞争力，在中国凉茶行业中占据较高的市场份额。王老吉凉茶以“吉”文化为切入点，通过开发各类定制罐、开展烈日英雄和让爱吉时回家等公益活动，开展多场景与多领域的营销覆盖，不断推进品牌年轻化建设；持续拓展餐饮终端、即饮终端和电商渠道，有效提升市场铺货率和占有率。

以消费者为核心，开拓饮料行业 C2M/B2M 个性化模式。王老吉定制罐“以消费者为核心”，开拓饮料行业 C2M/B2M 个性化模式，依托行业领先的柔性化智能供应链，为消费者提供小批量、个性化的定制服务，满足当下消费者不同场景的消费需求，实现品效合一。

图 18：王老吉品牌矩阵



资料来源：王老吉官网，天风证券研究所

图 19：王老吉定制罐系列



资料来源：王老吉官网，天风证券研究所

与王老吉进行联合宣传，迅速提高刺柠吉和荔小吉市场认知度。白云山推出新品“荔小吉”系列，“刺柠吉”系列和“荔小吉”系列通过与“王老吉”系列联合打造“吉祥三宝”组合、聚力打造样本市场，迅速提升市场认知度。刺柠吉、荔小吉系列产品的销售渠道涵盖部分王老吉原有销售渠道，同时也持续通过新销售渠道来推动市场布局。其中荔小吉海盐荔枝果汁饮料，上市后就成为荔小吉系列的“C 位”单品，而且在国际美味奖评选中拿到了最高星级三星奖章。此外，公司还推出椰柔生榨椰汁、闪雷能量风味饮料、大寨核桃露、大寨坚果植物蛋白饮品等大健康系列产品，进一步丰富大健康板块产品矩阵。

图 20：刺柠吉和荔小吉产品矩阵

图 21：其余大健康产品矩阵

刺柠吉系列



荔小吉系列

大健康产品



资料来源：王老吉官网，天风证券研究所

资料来源：王老吉官网，天风证券研究所

表 6：刺柠吉和荔小吉发展历程

日期	事件
2019 年 03 月 18 日	贵州省人民政府与广药集团正式签署战略合作协议，王老吉 98 天高效研发的刺柠吉系列产品正式发布。
2019 年 11 月 09 日	王老吉“刺柠吉号”高铁专列正式启动。
2020 年 04 月 28 日	在贵州刺梨产业发展论坛上，钟南山院士点赞贵州刺梨和刺柠吉，并领衔与贵州省呼吸疾病研究所、广药集团成立“刺梨防治呼吸疾病产学研联合攻关组”，深入研究刺梨的功效。
2020 年 05 月 15 日	贵州王老吉刺柠吉产业发展有限公司正式挂牌
2020 年 09 月 16 日	刺柠吉扶贫案例入围国家发改委“2020 年全国消费扶贫典型案例”
2021 年 02 月 02 日	广药集团王老吉成立“刺柠吉”十亿乡村振兴基金，并启动“刺柠吉乡村振兴五年行动计划”
2022 年 01 月 05 日	首届冬季荔枝产业大会召开，王老吉正式推出“荔小吉”系列产品，助力广东荔枝产业发展
2022 年 02 月 24 日	广药集团与南航集团签署战略合作协议，王老吉、刺柠吉、荔小吉等产品将与南航集团旗下航班及地服等部门展开全面合作，助力乡村振兴。

资料来源：王老吉官网，天风证券研究所

荔枝产业园建投产，带动广东荔枝突破区域性、季节性限制。2021 年 6 月，广药集团王老吉承担起省委省政府关于助力广东荔枝产业高质量发展的任务，制订了推动千亿荔枝产业高质量发展的“136 方案”，布局了以广州为中心，粤西，粤东两大主产区为两翼的荔枝精深加工产业版图。2022 年 5 月 28 日，广药王老吉广东荔枝（茂名）产业园建成投产，是目前国内最先进、单线产能最大、自动化程度最高的荔枝榨汁生产线，灌装生产线年规划产能 900 万箱。填补了国内荔枝加工技术空白，促进了广东荔枝突破区域性、季节性的消费限制。2023 年 2 月，广州王老吉大健康产业有限公司与印尼永胜国际有限公司进行了战略合作签约。未来，双方将在产品销售方面深度合作，持续开拓东南亚、欧洲、澳洲、美洲等国际市场，推动“荔小吉”产品国际化发展。

图 22：广药王老吉广东荔枝（茂名）产业园



资料来源：新华社，天风证券研究所

图 23：广药王老吉广东荔枝（茂名）产业园荔枝精深加工生产线



资料来源：新华社，天风证券研究所

2.3. 大商业板块：华南地区医药流通龙头企业，零售业务布局持续加强

白云山大商业板块主要经营医药流通业务，包括医药产品、医疗器械、保健品等的批发、

零售与进出口业务，主要企业包括本公司下属子公司广州医药股份有限公司及采芝林药业等。广州医药股份有限公司是华南地区医药流通龙头企业，作为白云山大商业板块的核心企业，主要从事医药流通批发及零售业务。采芝林药业利用中药领域优势，开展中药材及中药饮片生产及销售业务。

图 24：采芝林中药片剂产品



资料来源：采芝林官网，天风证券研究所

图 25：采芝林中药智能服务中心

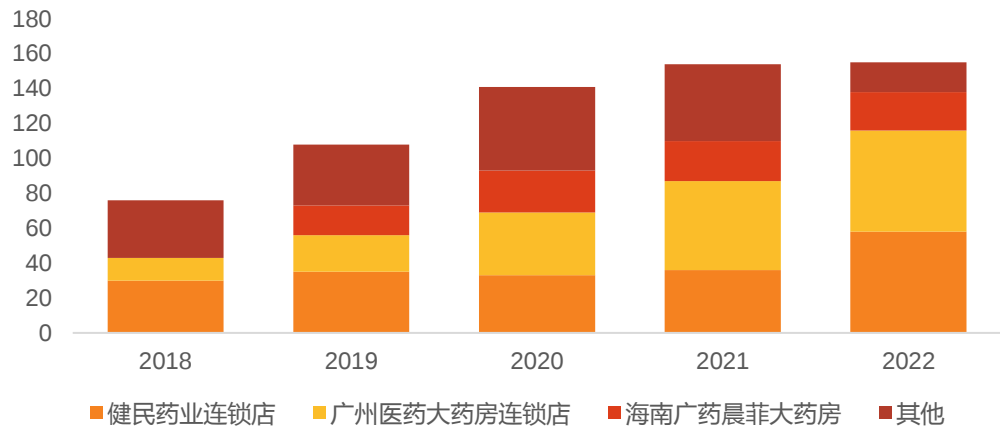


资料来源：采芝林官网，天风证券研究所

持续加强零售业务布局，大力拓展院边店及 DTP 专业药房。截至 2022 年底，白云山医药零售网点共有 155 家，其中，主营中西药品、医疗器械的“健民”药业连锁店 58 家，主营处方药零售的广州医药大药房连锁店 58 家，海南广药晨菲大药房连锁有限公司连锁店 22 家，其他医药零售门店 17 家；共有 22 家零售药房门店取得“双通道”定点零售药店资质，并成为多地的“双通道”示范药店。医保局《广东省医疗保障局转发关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》出台后，公司正积极研究政策，并将全力配合省市医保部门进行政策落地的准备工作，争取门诊统筹定点资格，进一步增强公

司在零售药房方面竞争力。

图 26：2018-2022 年白云山医药零售网点（个）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.4. 大医疗板块：积极布局医疗服务领域，处于投资扩张阶段

白云山大医疗板块处于布局与投资扩张阶段。大医疗板块以白云山医疗健康产业公司及医疗器械投资公司为主体，通过新建、合资、合作等多种方式重点发展医疗服务、中医养生、现代养老三大领域以及医疗器械产业。目前，白云山已投资/参股的项目包括白云山医院、润康月子公司、白云山壹护公司及白云山健护公司等。

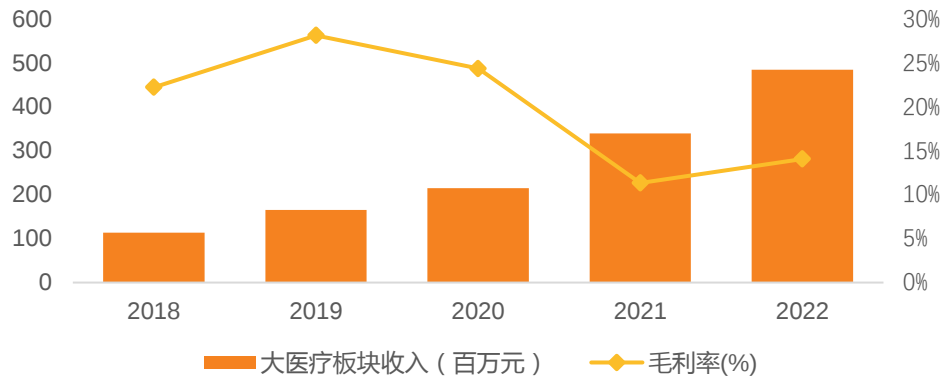
表 7：白云山大医疗板块主要事件

时间	事件
2015 年 05 月	子公司白云山医疗健康产业公司以 4650 万元增资控股白云山医院，获得其 51% 的股权。
2017 年 11 月	出资 1700 万元，以参股成立的广州众成医疗器械产业发展有限公司，搭建医疗器械创新孵化园区运营平台，推进医疗器械产业布局。
2018 年 07 月	下属子公司白云山医疗健康产业公司出资 510 万，与南方医院属下广州南方润康服务有限公司成立合资公司润康月子公司（控股 51%）。
2020 年 02 月	新冠疫情爆发后，成立白云山壹护公司及白云山健护公司
2022 年 09 月	广州白云山医院于 2021 年成功引进了一五七医生集团的妇产科、普外科及内科康复科等多个专家团队，2022 年 9 月广州白云山医院被白云区卫生健康局正式核定为三级综合医院

资料来源：公司年报，公司公告，爱企查，天风证券研究所

开拓业务增量，做大做精大医疗板块业务。2022 年白云山医院积极加强医疗人才引进及培养，完善基础设施建设和硬件设备投入，优化科室及学科建设，新增中医骨伤科、心血管内科等多个二级科目和儿童保健部，提升医院综合实力，成功晋级为三级综合医院；润康月子公司借助本集团及南方医科大学南方医院品牌和人才优势，联动白云山医院妇产科，迅速打响品牌。由于白云山医院医院门诊业务量、防疫用品等医疗器械业务量同比增长，公司大医疗板块的主营业务收入上升 42.74%，达 4.84 亿元。

图 27：大医疗板块业务营业收入



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测及关键假设

关键假设：

白云山在整合品牌资源的基础上，推动大品牌战略，实现品牌营销策划模式由零散企业品牌向统一的集体战略品牌群转变，以“大南药”、“大健康”、“大商业”、“大医疗”四大独具特色的业务板块，将品牌价值从传统医药产品向新的大健康产品辐射。

分板块来看，公司大南药板块 2022 年实现收入 104.62 亿元（yoy-3.04%），其中中成药板块实现收入 56.17 亿元（yoy+6.59%），化学药实现收入 48.45 亿元（yoy-12.23%）。中成药方面，考虑公司中成药独家品种滋肾育胎丸进入广东省中成药集采后通过温和降价持续放量、华佗再造丸通过积极开展药物经济学评价、非临床安全性评价研究，同时加大市场开发和推广力度，未来销量有望持续上升；化学药方面，公司抗生素类产品注射用头孢呋辛钠中标第五批集采后快速放量，2022 年收入突破四亿；枸橼酸西地那非（商品名：“金戈”）销量持续增长，2022 年收入突破 10 亿。我们预计公司 2023-2025 年非大南药中成药板块收入增速分别为 19.05%/15.50%/12.50%，化学药板块收入增速分别为 -1.00%/-0.50%/-0.50%。

公司大健康板块 2022 年实现营收 104.73 亿元（yoy-3.48%）。公司继续将“王老吉”“刺柠吉”“荔小吉”作为“吉祥三宝”联合推广，重点培育新品市场，加强润喉糖、龟苓膏、椰汁等潜力产品的市场拓展。我们预计公司 2023-2025 年大健康板块收入增速分别为 9.97%/8.28%/7.08%。

公司大商业板块 2022 年实现营收 491.31 亿元（yoy+5.03%）。公司积极调整大商业板块业务产品结构，如扩大零售业务占比、加快在医疗器械板块的布局等，并持续提供高效智能的供应链创新服务，依托 S2B2C 平台和物流中心，提高运营效率和降低运营成本。近年公司持续加强零售业务布局，大力拓展院边店及 DTP 专业药房。我们预计公司 2023-2025 年大商业板块收入增速分别为 8.70%/9.02%/8.77%。

公司大医疗板块 2022 年实现营收 4.84 亿元（yoy+42.74%）。2022 年白云山医院成功晋升为三级综合医院，门诊业务量维持高增长；润康月子中心通过联动白云山医院妇产科，迅速打响品牌；未来公司将持续完善白云山医院建设，加强人才引进，不断提升医院综合实力；与白云山医院新生儿科、妇产科室深化资源共享和联动，做优做强“白云山润康”月子会所品牌。我们预计公司 2023-2025 年大医疗板块收入增速分别为 43.50%/48.08%/44.77%。

表 8：公司盈利预测

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	61,673.70	69,014.05	70,788.16	77,100.74	84,217.99	91,609.12
yoy	-5.05%	11.90%	2.57%	8.92%	9.23%	8.78%
毛利率	16.93%	19.17%	18.76%	18.56%	18.70%	18.82%

归属母公司股东的净利润	2915.24	3719.88	3966.52	4,383.11	4,872.72	5,329.10
大南药（中成药）	4392.00	5269.00	5617.00	6687.04	7723.53	8688.97
yoy	-5.89%	19.98%	6.59%	19.05%	15.50%	12.50%
毛利率	33.52%	45.47%	55.16%	52.72%	52.12%	53.33%
收入占比	7.12%	7.64%	7.93%	8.67%	9.17%	9.48%
大南药（化学药）	5808.00	5520.00	4845.00	4796.55	4772.57	4748.70
yoy	-16.83%	-4.96%	-12.23%	-1.00%	-0.50%	-0.50%
毛利率	36.17%	44.07%	47.95%	45.73%	45.92%	47.53%
收入占比	9.42%	8.00%	6.84%	6.22%	5.67%	5.18%
大健康收入	7859.00	10851.00	10473.00	11517.16	12470.78	13353.71
yoy	-25.00%	38.07%	-3.48%	9.97%	8.28%	7.08%
毛利率	47.87%	47.34%	43.52%	42.74%	43.53%	43.27%
收入占比	12.74%	15.72%	14.79%	14.94%	14.81%	14.58%
医药商业收入	43177.12	46778.52	49131.49	53405.40	58222.56	63328.68
yoy	1.86%	8.34%	5.03%	8.70%	9.02%	8.77%
毛利率	6.41%	6.64%	7.03%	6.69%	6.79%	6.87%
收入占比	70.01%	67.78%	69.41%	69.27%	69.13%	69.13%
医疗服务	214.63	339.11	484.03	694.60	1028.55	1489.05
yoy	29.77%	58.00%	42.74%	43.50%	48.08%	44.77%
毛利率	24.36%	11.33%	14.06%	13.58%	14.99%	15.11%
收入占比	0.35%	0.49%	0.68%	0.90%	1.22%	1.63%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 771.01/842.18/916.09 亿元，同比增长分别为 8.92%/9.23%/8.78%；归属于上市公司股东的净利润分别为 43.83/48.73/53.29 亿元，EPS 分别为 2.70/3.00/3.28 元。

3.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营中药大健康业务，混合制改革取得一定成效。根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括九芝堂、以岭药业、云南白药、华润三九。对主营业务采用 PE 法进行估值：根据 Wind 一致预测，可比公司 2023、2024 年 PE 估值均值分别为 21.2x、18.0x。考虑到公司中药大南药板块整体业务持续发展，化学药大南药板块核心品种“金戈”销售持续上升；大医疗板块依托医疗服务核心白云山医院，推进中医养生、现代养老业务，看好公司发展，给予公司 2024 年 17 倍 PE，目标价 51.00 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值	归母净利润（亿元）				PE(X)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
九芝堂	12.6	108.0	3.6	4.3	5.3	6.7	30.1	25.4	20.3	16.1
以岭药业	25.6	427.4	23.6	25.1	28.8	33.1	18.1	17.0	14.8	12.9
云南白药	52.4	940.7	30.0	41.4	46.7	52.8	31.3	22.8	20.2	17.9
华润三九	56.8	560.9	24.5	28.7	33.4	39.1	22.9	19.5	16.8	14.3
可比公司平均	36.8	509.2	20.4	24.9	28.6	32.9	25.6	21.2	18.0	15.3

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2023 年 7 月 5 日收盘数据。

4. 风险提示

行业政策变动风险。2022 年以来，中医药鼓励政策密集落地，国务院办公厅关于印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》的通知，指出要加大“十四五”期间对中医药发

展的支持和促进力度，着力改善中医药发展条件，发挥中医药特色优势，提升中医药防病治病能力与科研水平，推进中医药振兴发展。2023 年新版基药目录调整，在修订《国家基本药物目录管理办法》中，提出国家基本药物包括化学药品和生物制品、中药和儿童药品等，已向社会公开征求意见。若政策发生较大变化，对公司整体发展会产生较大影响。

中成药集采格局变动风险。2022 年公司中成药独家品种滋肾育胎丸进入《广东联盟清开灵等中成药集中带量采购文件》范围内，随后通过温和降价持续放量。2023 年 3 月 27 日，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》。从中选规则看，本轮中成药集采在规则上延续了湖北省际联盟规则并做了补缺。企业报价降幅位于所有企业降幅排名前 70%或者品种降幅大于 40%可直接拟中选，中选规则更为简约，若全国性集采降价超预期，则公司独家/非独家中成药有纳入集采后价格迅速下降的风险。

产品销售不及预期的风险。健康保健品方面，公司大健康板块核心产品王老吉在中国凉茶行业中占据较高的市场份额，且通过品牌营销与拓展产品矩阵提升产品销售。若中国凉茶行业整体规模出现较大波动，整个大健康板块销售会受到较大影响；大南药板块，消渴丸、小柴胡颗粒等非中药独家产品/枸橼酸西地那非片等化学药仿制药产品面临较大的市场竞争，可能会出现产品销售不及预期的风险。

成本风险。近年来公司中成药板块原辅料成本持续上升，而销售端无法完全传导成本影响，可能会对公司发展和利润带来不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	22,376.93	22,499.55	26,215.59	30,909.27	34,600.39
应收票据及应收账款	14,038.63	15,984.94	12,694.93	21,899.77	14,887.51
预付账款	779.24	836.05	840.33	1,223.27	959.49
存货	10,437.73	10,671.57	9,535.28	14,887.57	11,284.84
其他	5,178.04	7,072.19	5,022.80	5,608.87	5,995.23
流动资产合计	52,810.57	57,064.31	54,308.93	74,528.75	67,727.46
长期股权投资	1,562.88	1,584.06	1,590.89	1,590.89	1,590.89
固定资产	3,347.59	3,709.18	4,047.90	4,116.63	3,775.35
在建工程	1,564.09	2,108.33	2,696.33	2,896.33	3,046.33
无形资产	2,592.96	2,825.77	2,744.88	2,664.00	2,583.12
其他	4,239.70	7,373.65	4,645.01	4,946.93	5,179.70
非流动资产合计	13,307.22	17,600.99	15,725.02	16,214.77	16,175.38
资产总计	66,117.79	74,665.30	70,033.95	90,743.52	83,902.85
短期借款	8,428.01	8,538.07	8,000.00	7,500.00	7,000.00
应付票据及应付账款	14,732.97	14,960.83	13,928.72	20,951.08	16,303.24
其他	6,352.54	8,252.02	6,503.34	15,525.13	8,227.27
流动负债合计	29,513.51	31,750.91	28,432.06	43,976.21	31,530.51
长期借款	752.81	1,639.20	1,500.00	1,400.00	1,300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,784.46	1,993.12	1,778.58	1,842.54	1,849.67
非流动负债合计	2,537.27	3,632.32	3,278.58	3,242.54	3,149.67
负债合计	34,791.12	41,027.44	31,710.63	47,218.75	34,680.18
少数股东权益	2,264.48	1,572.73	1,878.20	2,206.38	2,574.50
股本	1,625.79	1,625.79	1,625.79	1,625.79	1,625.79
资本公积	9,956.95	10,105.71	10,105.71	10,105.71	10,105.71
留存收益	17,496.92	20,346.52	24,729.63	29,602.35	34,931.45
其他	(17.48)	(12.90)	(16.02)	(15.46)	(14.79)
股东权益合计	31,326.67	33,637.86	38,323.31	43,524.77	49,222.66
负债和股东权益总计	66,117.79	74,665.30	70,033.95	90,743.52	83,902.85

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,968.99	4,253.37	4,383.11	4,872.72	5,329.10
折旧摊销	463.44	564.27	582.16	612.16	622.16
财务费用	389.91	434.41	(336.72)	(585.73)	(726.42)
投资损失	(193.59)	(421.17)	(289.35)	(312.07)	(304.05)
营运资金变动	(480.65)	(1,276.15)	374.43	293.40	(1,661.57)
其它	1,525.40	3,444.35	263.81	331.99	371.88
经营活动现金流	5,673.50	6,999.08	4,977.44	5,212.46	3,631.11
资本支出	1,015.93	1,465.60	1,642.55	736.03	342.87
长期投资	(302.99)	21.18	6.83	0.00	0.00
其他	(1,644.51)	(8,739.97)	(2,214.88)	(1,272.39)	(447.36)
投资活动现金流	(931.57)	(7,253.19)	(565.51)	(536.36)	(104.49)
债权融资	560.25	1,619.83	(692.78)	17.02	163.84
股权融资	(1,044.78)	(1,036.74)	(3.12)	0.55	0.67
其他	(1,009.45)	(537.14)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(1,493.98)	45.95	(695.89)	17.57	164.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,247.95	(208.16)	3,716.04	4,693.67	3,691.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	69,014.05	70,788.16	77,100.74	84,217.99	91,609.12
营业成本	55,780.77	57,510.95	62,790.33	68,466.13	74,366.63
营业税金及附加	297.83	297.66	333.20	358.32	391.56
销售费用	5,954.79	5,875.44	5,855.48	6,472.71	7,101.69
管理费用	2,032.28	2,218.27	2,219.67	2,431.36	2,621.01
研发费用	874.72	819.45	829.77	1,114.52	1,288.18
财务费用	(133.01)	(162.46)	(336.72)	(585.73)	(726.42)
资产/信用减值损失	(121.67)	(53.13)	(108.96)	(105.82)	(97.39)
公允价值变动收益	196.88	(3.59)	(41.65)	3.80	3.76
投资净收益	193.59	421.17	289.35	312.07	304.05
其他	(848.17)	(1,210.02)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,786.04	5,074.40	5,547.75	6,170.73	6,776.88
营业外收入	45.31	18.12	82.56	75.90	55.47
营业外支出	108.28	49.28	71.04	79.89	77.12
利润总额	4,723.07	5,043.24	5,559.26	6,166.74	6,755.23
所得税	754.09	789.87	870.69	965.84	1,058.00
净利润	3,968.99	4,253.37	4,688.57	5,200.91	5,697.22
少数股东损益	249.11	286.85	305.46	328.18	368.12
归属于母公司净利润	3,719.88	3,966.52	4,383.11	4,872.72	5,329.10
每股收益（元）	2.29	2.44	2.70	3.00	3.28

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.90%	2.57%	8.92%	9.23%	8.78%
营业利润	30.32%	6.02%	9.33%	11.23%	9.82%
归属于母公司净利润	27.60%	6.63%	10.50%	11.17%	9.37%
获利能力					
毛利率	19.17%	18.76%	18.56%	18.70%	18.82%
净利率	5.39%	5.60%	5.68%	5.79%	5.82%
ROE	12.80%	12.37%	12.03%	11.79%	11.42%
ROIC	26.60%	27.68%	29.76%	26.22%	29.07%
偿债能力					
资产负债率	52.62%	54.95%	45.28%	52.04%	41.33%
净负债率	-41.34%	-34.53%	-42.69%	-49.68%	-52.57%
流动比率	1.64	1.53	1.91	1.69	2.15
速动比率	1.31	1.24	1.57	1.36	1.79
营运能力					
应收账款周转率	5.01	4.72	5.38	4.87	4.98
存货周转率	6.83	6.71	7.63	6.90	7.00
总资产周转率	1.10	1.01	1.07	1.05	1.05
每股指标（元）					
每股收益	2.29	2.44	2.70	3.00	3.28
每股经营现金流	3.49	4.31	3.06	3.21	2.23
每股净资产	17.88	19.72	22.42	25.41	28.69
估值比率					
市盈率	13.64	12.79	11.57	10.41	9.52
市净率	1.75	1.58	1.39	1.23	1.09
EV/EBITDA	7.19	5.34	5.45	4.27	3.36
EV/EBIT	7.76	5.86	6.04	4.73	3.70

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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