

增持 (维持)

云南白药 (000538)

一季度增长稳健，期待全年向好释放潜力

2023年04月27日

### 市场数据

日期	2023-04-27
收盘价(元)	57.59
总股本(百万股)	1,797
流通股本(百万股)	1,685
净资产(亿元)	400
总资产(亿元)	547
每股净资产(元)	22.28

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《云南白药: 四季度表现亮眼, 期待新业务单元加速发展》

《云南白药: 三季度扰动减弱, 期待回归主业发力新业务》

《云南白药: 剔除扰动事项主业稳健, 围绕“1+4+1”战略转型发展》

《云南白药: 一季度主业经营稳健, 战略布局稳步推进》

《云南白药: 2021 年主业增长稳健, 长期发展向好》

### 分析师:

孙媛媛

sunyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

### 投资要点

- 一季度在较高的基数背景下实现稳健增长。2023 年一季度实现营业收入 105.13 亿元, 同比增长 11.49%, 归母净利润 15.18 亿元, 同比增长 66.01%, 扣非净利润 14.03 亿元, 同比增长 6.29%。投资收益 2.42 亿元 (去年同期为 0.09 亿元) 主要为联营企业上海医药带来的投资收益。公允价值变动收益 1.03 亿 (去年同期为 -5.25 亿元), 金融资产持有期间公允价值上升。经营活动产生的现金流量净额 7.34 亿, 同比改善显著。
- 盈利能力平稳, 费用控制良好, 利息收入有所减少。2023 年 Q1 毛利率 27.42%, 同比下降 2.72pct, 净利率 14.42%, 同比提升 4.84pct。销售费用率 11.42%, 同比提升 1.26pct, 销售费用投入增加; 管理费用率 1.56%, 同比下降 0.59pct, 管理提质增效、费用控制良好; 研发费用率 0.61%, 同比提升 0.05pct, 持续投入创新研发; 财务费用率 -0.26%, 利息收入同比有所减少。
- 盈利预测及估值: 预计 2023 年整体市场环境改善, 公司持续推动“1+4+1”战略布局, 驱动经营业绩稳健增长, 同时考虑非经常性扰动及减值减少, 我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年实现归母净利润 41.62、48.24、55.12 亿元, 同比增长 38.7%、15.9%、14.3%, 对应 2023 年 4 月 27 日收盘价, PE 为 24.86、21.45、18.77 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 公允价值变动损益及减值等事项的扰动、原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧等风险。

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,488	39,855	42,990	45,952
同比增长	0.3%	9.2%	7.9%	6.9%
归母净利润(百万元)	3,001	4,162	4,824	5,512
同比增长	7.0%	38.7%	15.9%	14.3%
毛利率	26.3%	27.1%	27.9%	28.7%
ROE	7.8%	10.4%	11.6%	12.9%
每股收益(元)	1.67	2.32	2.68	3.07
市盈率	34.48	24.86	21.45	18.77

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

### 事件

- 公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 105.13 亿元，同比增长 11.49%，归母净利润 15.18 亿元，同比增长 66.01%，扣非净利润 14.03 亿元，同比增长 6.29%。

### 点评

- **一季度在较高的基数背景下实现稳健增长。**2023 年一季度实现营业收入 105.13 亿元，同比增长 11.49%，归母净利润 15.18 亿元，同比增长 66.01%，扣非净利润 14.03 亿元，同比增长 6.29%。投资收益 2.42 亿元（去年同期为 0.09 亿元）主要为联营企业上海医药带来的投资收益。公允价值变动收益 1.03 亿（去年同期为-5.25 亿元），金融资产持有期间公允价值上升。经营活动产生的现金流量净额 7.34 亿，同比改善显著。
- **盈利能力平稳，费用控制良好，利息收入有所减少。**2023 年 Q1 毛利率 27.42%，同比下降 2.72pct，净利率 14.42%，同比提升 4.84pct。销售费用率 11.42%，同比提升 1.26pct，销售费用投入增加；管理费用率 1.56%，同比下降 0.59pct，管理提质增效、费用控制良好；研发费用率 0.61%，同比提升 0.05pct，持续投入创新研发；财务费用率-0.26%，利息收入同比有所减少。
- **持续推动“1+4+1”战略布局。**基于既定的“1+4+1”（深耕中医药领域，重点发展口腔、皮肤、骨伤以及女性关怀 4 个领域，引入数字化技术）战略布局，公司致力于围绕客户需求提供服务，基于用户大数据底座与柔性生产能力，有机整合精准定制化产品和个性化服务，最终输出具有差异化的“综合解决方案”。同时，基于数字化和平台化的构建，公司正在构建以用户为中心的新型服务模式，从一家 toB 企业向 toC 企业迈进，通过持续与用户对话，在全生命周期管理用户，为客户提供综合解决方案，成为用户拥有健康美好生活的优质伙伴。
- **盈利预测及估值：**预计 2023 年整体市场环境改善，公司持续推动“1+4+1”战略布局，驱动经营业绩稳健增长，同时考虑非经常性扰动及减值减少，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 41.62、48.24、55.12 亿元，同比增长 38.7%、15.9%、14.3%，对应 2023 年 4 月 27 日收盘价，PE 为 24.86、21.45、18.77 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**公允价值变动损益及减值等事项的扰动、原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧等风险。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	35677	45906	44848	45011	<b>营业收入</b>	36488	39855	42990	45952
货币资金	13056	15736	15888	14893	营业成本	26883	29042	30989	32763
交易性金融资产	2416	6122	4419	4319	税金及附加	210	230	258	276
应收票据及应收账款	9879	9010	10081	11203	销售费用	4166	4703	5159	5514
预付款项	543	580	622	658	管理费用	834	1076	1204	1287
存货	7993	10431	10047	10710	研发费用	337	438	516	597
其他	1790	4028	3792	3229	财务费用	-343	-139	-178	-195
<b>非流动资产</b>	17644	9757	11025	12407	其他收益	105	100	102	101
长期股权投资	11319	3944	5149	6804	投资收益	868	842	926	1019
固定资产	2723	2696	2548	2373	公允价值变动收益	-620	-250	-100	-50
在建工程	194	97	48	24	信用减值损失	-725	-200	-200	-200
无形资产	591	584	583	535	资产减值损失	-664	-100	-100	-100
商誉	130	68	79	92	资产处置收益	6	0	3	3
长期待摊费用	103	100	106	124	<b>营业利润</b>	3371	4897	5675	6483
其他	2584	2269	2511	2455	营业外收入	14	5	10	9
<b>资产总计</b>	53321	55663	55874	57418	营业外支出	8	5	9	7
<b>流动负债</b>	13558	14810	13842	14459	<b>利润总额</b>	3377	4897	5676	6485
短期借款	1851	1822	1080	1030	所得税	537	979	1135	1297
应付票据及应付账款	6631	7324	7662	8148	净利润	2840	3917	4541	5188
其他	5076	5664	5100	5280	少数股东损益	-161	-245	-284	-324
<b>非流动负债</b>	1236	1224	1078	1004	<b>归属母公司净利润</b>	3001	4162	4824	5512
长期借款	2	-85	-173	-260	<b>BPS(元)</b>	1.67	2.32	2.68	3.07
其他	1233	1310	1250	1265					
<b>负债合计</b>	14794	16034	14919	15463					
股本	1797	1797	1797	1797	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	18231	18231	18231	18231	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
未分配利润	16720	17762	18651	19833	<b>成长性</b>				
少数股东权益	23	-222	-505	-830	营业收入增长率	0.3%	9.2%	7.9%	6.9%
<b>股东权益合计</b>	38527	39628	40954	41955	营业利润增长率	-3.3%	45.2%	15.9%	14.2%
<b>负债及权益合计</b>	53321	55663	55874	57418	归母净利润增长率	7.0%	38.7%	15.9%	14.3%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	26.3%	27.1%	27.9%	28.7%
					归母净利率	8.2%	10.4%	11.2%	12.0%
					ROE	7.8%	10.4%	11.6%	12.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	27.7%	28.8%	26.7%	26.9%
					流动比率	2.63	3.10	3.24	3.11
					速动比率	2.04	2.40	2.51	2.37
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	69.1%	73.1%	77.1%	81.1%
					应收账款周转率	419.3%	451.9%	489.2%	453.7%
					存货周转率	321.5%	308.9%	296.7%	309.2%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.67	2.32	2.68	3.07
					每股经营现金	1.79	0.76	1.60	2.00
					每股净资产	21.43	22.18	23.07	23.81
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	34.48	24.86	21.45	18.77
					PB	2.69	2.60	2.50	2.42

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3001	4162	4824	5512
折旧和摊销	372	238	244	249
资产减值准备	1389	-175	117	81
资产处置损失	-6	0	-3	-3
公允价值变动损失	620	250	100	50
财务费用	68	-139	-178	-195
投资损失	-868	-842	-926	-1019
少数股东损益	-161	-245	-284	-324
营运资金的变动	-549	-2141	-821	-808
<b>经营活动产生现金流量</b>	3209	1361	2878	3590
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6316	4248	1156	-512
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2733	-2930	-3882	-4073
现金净变动	-5824	2679	152	-994
现金的期初余额	18870	13056	15736	15888
现金的期末余额	13046	15736	15888	14893

## 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登记为证券分析师，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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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](http://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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	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：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn