

增持 (维持)

云南白药 (000538)

四季度表现亮眼，期待新业务单元加速发展

2023年04月02日

市场数据

日期	2023-03-31
收盘价(元)	54.70
总股本(百万股)	1,797
流通股本(百万股)	1,685
净资产(亿元)	385
总资产(亿元)	533
每股净资产(元)	21.43

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: 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

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- **四季度表现亮眼, 全年实现平稳增长。**2022年实现营业收入364.88亿元, 同比增长0.31%, 归母净利润30.01亿元, 同比增长7%, 扣非净利润32.32亿元, 同比下降3.23%。2022年Q4实现营收95.73亿元, 同比增长19.48%, 归母净利润6.96亿元, 同比增长96.42%, 扣非净利润5.27亿元, 同比增长29.05%。2022年Q4具有投资收益1.48亿, 公允价值变动净收益1.3亿, 2021年Q4公允价值变动净收益和资产减值损失规模较大导致利润端基数较低。
- **重点培育口腔智护理、医美、新零售健康服务三个新业务单元。**1) 上线“齿说”口腔科学专研品牌, 产品包括: 智能电动牙刷、冲牙器、个性化刷头、漱口水、凝胶、口喷等。2) 医美: 产品层面涵盖具有创新原料及特色透皮吸收技术的功效型护肤品、功效型敷料、中胚层产品、再生类产品和线雕等品类, 后期叠加更多在研与引入的产品, 医美机构方面, 上海云臻妮医疗美容门诊部、昆明云臻医疗科技有限公司呈贡综合门诊部进入营业阶段, 北京、上海机构建设正在稳步推进中。3) 新零售健康服务业务单元, 2022年完成营业收入超3亿元, 2022年“白药生活+”门店会员销售占门店总销售达73%。
- **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, 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3月31日收盘价, PE为23.6、20.4、17.8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%	9.8%	10.6%	11.3%
每股收益(元)	1.67	2.32	2.68	3.07
市盈率	32.75	23.62	20.37	17.83

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

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

- 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 364.88 亿元, 同比增长 0.31%, 归母净利润 30.01 亿元, 同比增长 7%, 扣非净利润 32.32 亿元, 同比下降 3.23%。

点评

- **四季度表现亮眼, 全年实现平稳增长。** 2022 年实现营业收入 364.88 亿元, 同比增长 0.31%, 归母净利润 30.01 亿元, 同比增长 7%, 扣非净利润 32.32 亿元, 同比下降 3.23%。2022 年 Q4 实现营收 95.73 亿元, 同比增长 19.48%, 归母净利润 6.96 亿元, 同比增长 96.42%, 扣非净利润 5.27 亿元, 同比增长 29.05%。2022 年 Q4 具有投资收益 1.48 亿, 公允价值变动净收益 1.3 亿, 2021 年 Q4 公允价值变动净收益和资产减值损失规模较大导致利润端基数较低。
- **药品业务稳固头部地位, 核心产品取得高速增长。** 药品事业部主营业务收入 59.83 亿元, 销售过亿产品 10 个。白药系列核心产品取得高速增长, 云南白药气雾剂收入贡献超过 15 亿元, 较上年增长超过 20%, 云南白药膏、云南白药胶囊收入均保持良好增长。普药产品中, 感冒类独家产品“伤风停胶囊”单品过亿; 清热解毒类蒲地蓝消炎片、黄连上清片合计近 3 亿, 同品零售市场份额第一; 儿科类小儿宝泰康颗粒单品过亿, 同品市场份额第一。同时, 围绕三七等云南地道药材, 公司打造系列植物补益类特色产品, 三七参蜂口服液增长超过 100%, 产品特色明显, 市场认可度不断提升。2022 年与 2300 家优选医院、药店的配送商业深度合作, 剔除不规范商业, 降低商业库存至 3 个月左右。药品板块力求以精细化运营, 以“专业”链接“产品”与“服务”, 寻找高市场份额下的药品增长, 着重推进白药胶囊大样本多中心研究、宫血宁胶囊项目的二次开发研究、白求恩骨科加速康复等重点项目工作。
- **健康品业务提升品牌力, 逆势增长。** 健康品事业部工业收入 61.92 亿元, 同比增长 4.89%。牙膏品类 2022 年市场份额突破 24.4%, 保持行业市场份额第一的位置, 品牌渗透率超过 30%。云南白药口腔健康与养元青通过线上线下整合营销, 提高总曝光量和触达人数。在线下渠道保持平稳的基础上, 2022 年健康产品线上渠道收入占比超过 15%, 较上年进一步提升。公司坚持研发和品牌建设双线护航全域运营, 口腔护理方面, 加速突破抛光膏攻坚牙体修复技术及抗敏感技术, 尽快推动 2 类医疗器械报批; 洗护方面, 联合 BASF 共建洗护骨架配方创新平台; 美妆方面, 推动对特色重楼抗炎功效评价以及机理研究。
- **中药资源业务降本增效实现收入增长。** 中药资源事业部实现对外营业收入约 14 亿元, 整体外销增长超过 30%, 其中中药材收入较上年增长 36%, 植物提

取物、香精香料、进出口业务等收入也实现了高速增长。新业务方面布局香精香料业务，构建全产业链业务基础；搭建天然植物提取技术平台；拓展保健食品赛道；重新架构进出口业务体系。

- **费用水平基本持平，净利率小幅提升。**2022年净利率7.78%，同比提升0.09pct。毛利率26.32%，同比下降0.83pct，其中工业销售毛利率63.47%，同比下降0.51pct，商业销售毛利率6.23%，同比下降1.08pct。销售费用率11.42%，同比提升0.7pct；管理费用率2.29%，同比下降0.68pct，主要由于股份支付金额减少；研发费用率0.92%，同比提升0.01pct，持续投入创新研发。
- **重点培育口腔智护理、医美、新零售健康服务三个新业务单元。**1) 上线“齿说”口腔科学专研品牌，产品包括：智能电动牙刷、冲牙器、个性化刷头、漱口水、凝胶、口喷等。2) 医美：产品层面涵盖具有创新原料及特色透皮吸收技术的功效型护肤品、功效型敷料、中胚层产品、再生类产品和线雕等品类，后期叠加更多在研与引入的产品，医美机构方面，上海云臻妮医疗美容门诊部、昆明云臻医疗科技有限公司呈贡综合门诊部进入营业阶段，北京、上海机构建设正在稳步推进中。3) 新零售健康服务业务单元，2022年完成营业收入超3亿元，2022年“白药生活+”门店会员销售占门店总销售达73%。
- **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，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3月31日收盘价，PE为23.6、20.4、17.8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
流动资产	35677	46815	47762	49926	营业收入	36488	39855	42990	45952
货币资金	13056	16645	18801	19807	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	-194
非流动资产	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	营业利润	3371	4896	5675	6482
其他	2584	2269	2511	2455	营业外收入	14	5	10	9
资产总计	53321	56572	58787	62333	营业外支出	8	5	9	7
流动负债	13558	12988	12762	13429	利润总额	3377	4896	5675	6484
短期借款	1851	0	0	0	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	4540	5188
其他	5076	5664	5100	5280	少数股东损益	-161	-245	-284	-324
非流动负债	1236	1224	1078	1004	归属母公司净利润	3001	4162	4824	5512
长期借款	2	-85	-173	-260	BPS(元)	1.67	2.32	2.68	3.07
其他	1233	1310	1250	1265					
负债合计	14794	14212	13840	14433	主要财务比率				
股本	1797	1797	1797	1797	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	18231	18231	18231	18231	成长性				
未分配利润	16720	20493	22644	25777	营业收入增长率	0.3%	9.2%	7.9%	6.9%
少数股东权益	23	-221	-505	-829	营业利润增长率	-3.3%	45.2%	15.9%	14.2%
股东权益合计	38527	42359	44947	47900	归母净利润增长率	7.0%	38.7%	15.9%	14.3%
负债及权益合计	53321	56572	58787	62333	盈利能力				
					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%	9.8%	10.6%	11.3%
					偿债能力				
					资产负债率	27.7%	25.1%	23.5%	23.2%
					流动比率	2.63	3.60	3.74	3.72
					速动比率	2.04	2.80	2.96	2.92
					营运能力				
					资产周转率	69.1%	72.5%	74.5%	75.9%
					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%
					每股资料(元)				
					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	23.70	25.30	27.12
					估值比率(倍)				
					PE	32.8	23.6	20.4	17.8
					PB	2.6	2.3	2.2	2.0

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	-194
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
经营活动产生现金流量	3209	1361	2878	3590
投资活动产生现金流量	-6316	4248	1156	-512
融资活动产生现金流量	-2733	-2021	-1878	-2073
现金净变动	-5824	3589	2157	1006
现金的期初余额	18870	13056	16645	18801
现金的期末余额	13046	16645	18801	19807

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 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