

Q4 主业实现稳健增长， 全力拓展增量发展空间

核心观点

3月30日晚，公司发布2022年年度报告，实现营收364.88亿元，同比增长0.31%；实现归母净利润30.01亿元，同比增长7.00%；实现扣非归母净利润32.32亿元，同比下滑3.23%；其中Q4公司收入端实现同比增长19.49%，主要由于：1) 核心产品销售保持稳健，12月防疫政策进一步优化，带来相关普药产品销售的增长；2) 商业板块逐步实现恢复；归母净利润同比增长96.46%，扣非归母净利润同比增长29.46%，利润端实现较快增长主要由于：1) 主业经营保持稳健；2) 上海医药并表后的投资收益贡献；3) 去年同期基数较低；整体来看，公司Q4实现稳健增长，全年业绩符合预期。

事件

公司发布2022年年度报告

3月30日晚，公司发布2022年年度报告，实现营业总收入364.88亿元，同比增长0.31%；实现归母净利润30.01亿元，同比增长7.00%；实现扣非归母净利润32.32亿元，同比下滑3.23%，实现每股收益1.90元，业绩表现符合预期。

简评

Q4 实现稳健增长，全年业绩符合预期

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,374	36,488	39,116	41,964	45,055
YOY(%)	11.1	0.3	7.2	7.3	7.4
净利润(百万元)	2,804	3,001	3,219	3,546	3,951
YOY(%)	-49.2	7.0	7.3	10.2	11.4
毛利率(%)	27.1	26.3	26.8	27.3	27.8
净利率(%)	7.7	8.2	8.2	8.5	8.8
ROE(%)	7.3	7.8	8.1	8.5	9.1
EPS(摊薄/元)	1.56	1.67	1.79	1.97	2.20
P/E(倍)	35.1	32.8	30.5	27.7	24.9
P/B(倍)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3

资料来源: iFinD, 中信建投证券

云南白药(000538.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月03日

当前股价: 53.92元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-4.57/-4.67	-0.61/-6.71	-33.10/-34.89
12月最高/最低价(元)			81.82/51.09
总股本(万股)			179,686.25
流通A股(万股)			168,459.47
总市值(亿元)			968.87
流通市值(亿元)			908.33
近3月日均成交量(万)			590.53

主要股东

云南省国有股权运营管理有限公司	25.02%
-----------------	--------

股价表现



相关研究报告

2022-10-3 【中信建投中药II】云南白药(000538):
0 主业经营保持平稳,看好长期增长潜力

整体来看，22 年公司收入端实现同比增长 0.31%，其中工业板块经营保持平稳，商业板块受集采影响同比销售收入出现下滑；归母净利润同比增长 7.00%，全年实现正向增长；扣非归母净利润同比下滑 3.23%，主业利润出现下滑主要由于公司对港股上市公司万隆控股的全面要约收购，导致资产及信用减值较去年同期大幅增加所致；剔除收购万隆造成的减值损失，公司主业利润实现正向增长。

2022 年 Q4 公司收入端实现同比增长 19.49%，主要由于：1) 核心产品销售保持稳健，12 月防疫政策进一步优化，带来相关普药产品销售的增加；2) 商业板块逐步实现恢复；归母净利润同比增长 96.46%，扣非归母净利润同比增长 29.46%，利润端实现较快增长主要由于：1) 主业经营保持稳健；2) 上海医药并表后的投资收益贡献；3) 去年同期基数较低。

四大事业部并驾齐驱，全力拓展增量发展空间

2022 年分事业部来看：

①核心产品带动药品事业部平稳增长：实现收入 62.0 亿元，同比增长 3.16%，销售过亿产品 10 个，其中白药系列核心产品实现高速增长，云南白药气雾剂收入贡献超过 15 亿元（+20%），云南白药膏、云南白药胶囊均保持良好增长。除此之外，随着 Q4 防疫政策进一步优化，公司积极抓住普药产品放量机会，充分保障连锁终端的普药需求，独家产品“伤风停胶囊”单品过亿、清热解毒类蒲地蓝消炎片、黄连上清片合计销售近 3 亿，位列同类零售市场份额第一。随着公司积极推进精细化运营、不断拓展新产品的市场空间，并积极推进对医疗器械板块的基础建设+产品储备+营销模式探索，专注于研发适应现代临床医疗需求的慢病、疼痛诊疗和眼健康医疗器械系列产品，逐步形成板块协同效应，多方位发力，预计 2023 年药品事业部有望逐步实现恢复性增长。

②健康产品事业部疫情下实现逆势增长：实现收入 62.0 亿元，同比增长 4.96%，虽然 22 年产品终端销售受到全国各地疫情反复影响，但公司积极探索新消费场景，口腔护理、养元青品牌产品实现逆势增长。公司口腔健康围绕“修护+”核心功效实现年度总曝光 23.28 亿次，总触达 5.99 亿人，品牌渗透率超过 30%，在牙膏市场的份额也由 21 年末的 23.9% 进一步提升至 24.4%，稳居市场头部。与此同时，公司养元青致力于打造控油防脱第一品牌，优选“一洗一育”产品组合，提炼控油防脱核心功能卖点，在线上、线下渠道展开养元青洗发水系列的全面铺排，打造集品牌塑造、产品发布、商业维护、用户沉淀、品效转化为一体的线上线下整合营销事件。除此之外，公司积极推进线上渠道建设，2022 年健康产品线上渠道收入占比超过 15%；双 11 期间，公司口腔护理品类全网销售额增长超过两位数，养元青洗护品类全网销售额增长超过 30%。随着公司聚焦以用户为中心，构建全域数智化营销生态，下沉市场资源配置，重点培育口腔智护、医美、新零售健康服务三个新 BU，不断完善产品布局，预计 2023 年健康产品事业部有望逐步实现稳健增长。

③中药资源事业部实现快速增长：实现收入 14.5 亿元，同比增长 52.16%，22 年顺利完成了集团内部的中药材工业保障工作，同比 21 年对集团供应的战略品种（三七、重楼）成本下降过亿元，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。随着公司全面重构从上游种植到下游终端产品开发与销售的产业链，持续推进品牌中药材工程，深化三七产业平台建设，同时积极开拓新业务，预计 2023 年公司中药资源事业部有望继续保持良好发展势头。

④省医药公司（商业板块）在集采和疫情影响下短期承压：实现收入 222.2 亿元，同比下降 4.81%，主要受到医药集采政策影响，叠加疫情反复，导致公司商业板块销售收入出现一定下滑，但省医药公司积极采取应对措施，调整相应营销策略；随着省医药公司积极整合供应链上下游的资源，不断探索新的盈利模式，加快流程化、数字化、智能化建设，并不断提升供应链服务能力，预计未来省医药公司有望在外部政策环境的压力下，

逐步实现恢复性增长。

二级市场投资规模逐步缩小，公司投资亏损有望持续收窄

2022 年公司非经常性损益合计为-2.31 亿元，其中：1) 公司持有的金融资产公允价值变动及投资收益合计亏损 4.03 亿元；2) 政府补助 1.00 亿元。公司非经常性损益亏损较大主要由于金融资产公允价值大幅变动导致，但对比去年同期由于金融资产公允价值变动导致的损失规模已经实现大幅缩减，随着公司严控二级市场投资规模，处置了部分股票投资及基金投资，2022 年公司交易性金融资产规模已经由 2021 年末的 47.20 亿缩减至 24.16 亿元，预计未来公司二级市场投资规模有望逐步缩小。

投资活动产生的现金流大幅下降，其余财务指标基本正常

2022 年，公司综合毛利率为 26.32%，同比下降 0.83pp，主要由于原材料价格上涨及业务结构的变化；销售费用率 11.42%，同比增加 0.70pp，基本保持稳定；管理费用率 2.29%，同比下降 0.68pp，主要由于本期股份支付金额较上年减少；研发费用率 0.92%，同比增加 0.01pp，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比下降 38.56%，主要由于省医药公司受集采政策影响导致销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少；投资活动产生的现金流同比下降 257.95%，主要由于公司战略投资上海医药导致投资支付的现金较上年同期大幅增加；筹资活动产生的现金流同比增长 40.87%，主要由于本期收到其他与筹资活动有关的现金、分配股利、利润或偿付利息支付的现金较上期减少。其余财务指标基本正常。

盈利预测与投资评级

随着公司四大主营板块并驾齐驱，不断夯实细分赛道龙头地位，同时严控二级市场投资规模，二级市场投资规模逐步缩小，我们预计：1) 公司 2023 年业绩增长主要靠主业在低基数基础上的恢复性增长带动；2) 公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 391.16 亿元、419.64 亿元和 450.55 亿元，归母净利润分别为 32.19 亿元、35.46 亿元和 39.51 亿元，分别同比增长 7.3%、10.2%和 11.4%，折合 EPS 分别为 1.79 元/股、1.97 元/股和 2.20 元/股，对应 PE 分别为 30.05x、27.7x 和 24.9x，维持“买入”评级。

风险分析

1、疫情影响：目前全国疫情形式仍然严峻，公司药品推广、销售等相关产品市场行为可能受到疫情管控措施影响，或影响公司产品销售情况，进而造成公司业绩不及预期；2、医药行业政策变化影响：医药集采政策可能导致公司产品降价，或销售出现下滑，进而影响公司收入及盈利预期；3、消费品行业竞争激烈：市场竞争程度加剧等事件可能导致公司产品降价，市场份额降低，进而影响公司收入和盈利能力；4、新进入的股东与管理团队的磨合时间长于市场预期；5、外延并购进度和力度难以预期。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

袁全

yuanquan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk