

# 白云山 (600332)

公司研究/点评报告

## 业务整合持续推进，王老吉大健康控费增利

——白云山 (600332) 2019 年半年报公告点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 8 月 23 日

### 一、事件概述

公司 8 月 22 日发布 2019 年半年报，上半年公司实现营业收入 333.41 亿元，同比+124.67%；实现归母净利润 25.48 亿元，同比-2.73%；实现归母扣非净利润 22.02 亿元，同比+43.10%，基本 EPS 为 1.57 元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 子公司并表影响营收增速，主业内生增长仍然稳健

2019H1 公司实现营收/归母净利润 21.08/2.12 亿元，同比+124.67%/-2.73%。2018 年 5 月，公司完成对医药公司 30% 股权收购；10 月完成对王老吉药业 48.05% 股权收购后将两家公司纳入合并报表。上半年，报表合并导致 2019H1 营收增加 166.14 亿元。扣除并表影响后，公司营收实际同比增长约 12.71%。19H1 公司毛利率 22.34%，同比-9.93 个百分点；期间费用率 13.57%，同比-7.04 个百分点，其中销售费用率 9.54%，同比-5.12 个百分点；管理费用率 3.79%，同比-2.62 个百分点；财务费用率 0.24%，同比+0.7 个百分点。子公司并表过程中，低毛利率的大商业业务对营收规模影响最大，直接拉低毛利率和期间费用率。

2019Q2 单季度实现营收/归母净利润 152.86/12.71 亿元，同比分别+92.74%/-27.55%，实现扣非归母净利润 8.32 亿元，同比+24.5%。扣非净利润增长显示公司主营稳健。19Q2 公司毛利率 19.21%，同比-7.59 个百分点；期间费用率 11.38%，同比-4.35 个百分点，销售费用率 8.31%，同比-4.84 个百分点；管理费用率 2.81%，同比+0.1 个百分点；财务费用率 0.27%，同比+0.39 个百分点。

#### ➤ 大健康板块营收增速平稳，控费维价措施大幅增厚毛利率

2019H1，公司大健康板块实现营收 58.54 亿元，同比+10.98%，增速整体平稳。上半年，王老吉大健康公司实施控费维价措施，使营业成本同比-10.53%，大健康板块毛利率水平达到 49.58%，同比+12.12 个百分点。此外，凉茶业务仍然深挖“吉文化”精髓，并逐步培育新品类，打造以红罐王老吉为核心的产品群。2019H1，王老吉继续巩固年轻化战略，2019 年夏季档制定“越热越爱走出去”传播主题，启用新代言人；同时上市王老吉刺柠吉系列、茉莉凉茶等新品。

#### ➤ 坚持医药新品开发，加强板块协同效应

医药产品开发方面，未来公司将以“大品种”为抓手，加紧培育“时尚中药”和“巨星品种”。研发成果方面，2019H1，研究总院“国家犬类实验动物资源库”成功入选国家科技资源共享服务平台名单；集团获得生产批件（含补充申请批件）5 项，获得授权的国内发明专利 13 项，实用新型专利 4 项，新增 2 个省级工程技术中心；仿制药一致性评价稳步推进，头孢呋辛酯片获得一致性评价批件。渠道拓展方面，公司在医药渠道上以“深耕+开拓”为主线，拓展医院社区医疗业务，加快终端配送渠道下沉及零售业务的布局。板块协同方面，借助大商业板块配送网络和物流优势，公司大南药与大商业板块的协同效应将进一步增强，公司长期稳健发展可期。

**推荐**

维持评级

当前价格：

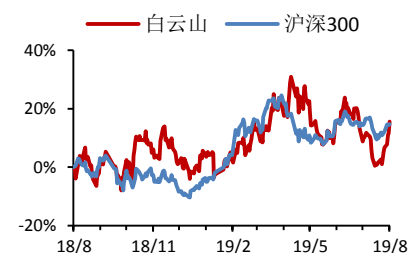
39.77

交易数据

2019-8-22

近 12 个月最高/最低	45.03/31.67
总股本 (百万股)	1625.79
流通股本 (百万股)	1405.89
流通股比例 (%)	86%
总市值 (亿元)	646.58
流通市值 (亿元)	559.12

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

### 三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 573.90/631.29/690.35 亿元，同比 +35.90%/+10.00%/+9.40%；预计 19-21 年公司归母净利润为 32.52/37.60/44.60 亿元，同比 -5.50%/+15.60%/+18.60%，按照最新股本对应 EPS 为 2.00/2.31/2.74 元，目前股价对应 PE 为 20/17/15 倍。目前医药板块整体估值为 37 倍，其他饮料板块整体估值为 16 倍，考虑到公司经营稳健性和未来长期成长性。维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

新品市场开发进度不及预期，核心产品毛利率明显下滑，财务状况恶化等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	42,234	57,390	63,129	69,035
增长率（%）	101.6%	35.9%	10.0%	9.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,441	3,252	3,760	4,460
增长率（%）	66.9%	-5.5%	15.6%	18.6%
每股收益（元）	2.12	2.00	2.31	2.74
PE（现价）	18.8	19.9	17.2	14.5
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	42,234	57,390	63,129	69,035
营业成本	32,164	44,116	48,079	51,956
营业税金及附加	263	458	449	521
销售费用	5,057	6,198	7,070	7,870
管理费用	1,699	2,307	2,538	2,775
研发费用	585	796	875	957
EBIT	2,465	3,515	4,118	4,956
财务费用	(7)	(8)	(12)	(13)
资产减值损失	180	159	138	153
投资收益	1,271	130	130	130
营业利润	3,836	3,649	4,298	5,111
营业外收支	183	231	149	187
利润总额	4,019	3,880	4,447	5,298
所得税	485	525	569	698
净利润	3,534	3,355	3,877	4,600
归属于母公司净利润	3,441	3,252	3,760	4,460
EBITDA	2,799	3,903	4,548	5,429

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	16115	24290	25159	27457
应收账款及票据	13653	13133	17427	17428
预付款项	838	1008	1175	1228
存货	9232	10740	10177	13292
其他流动资产	2137	2137	2137	2137
流动资产合计	43031	52726	57011	62981
长期股权投资	1760	1890	2020	2150
固定资产	3166	3566	3916	4266
无形资产	1013	1143	1320	1464
非流动资产合计	8451	8761	9408	9642
资产合计	51482	61487	66419	72624
短期借款	5906	5906	5906	5906
应付账款及票据	11969	13366	16229	16640
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	26949	34011	35825	38228
长期借款	414	414	414	414
其他长期负债	840	840	840	840
非流动负债合计	1390	1390	1390	1390
负债合计	28338	35400	37215	39617
股本	1626	1626	1626	1626
少数股东权益	1459	1562	1680	1820
股东权益合计	23144	25775	28892	32694
负债和股东权益合计	51482	61487	66419	72624

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	101.6%	35.9%	10.0%	9.4%
EBIT 增长率	35.3%	42.6%	17.1%	20.4%
净利润增长率	66.9%	-5.5%	15.6%	18.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.8%	23.1%	23.8%	24.7%
净利润率	8.1%	5.7%	6.0%	6.5%
总资产收益率 ROA	6.7%	5.3%	5.7%	6.2%
净资产收益率 ROE	15.9%	13.4%	13.8%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	51.1	35.1	43.1	39.1
存货周转天数	72.4	80.8	76.6	78.7
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.1	2.0	2.3	2.7
每股净资产	13.3	14.9	16.7	19.0
每股经营现金流	3.2	5.5	1.5	2.1
每股股利	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值分析</b>				
PE	18.8	19.9	17.2	14.5
PB	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.3	10.0	8.5	6.8
股息收益率	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,534	3,355	3,877	4,600
折旧和摊销	553	547	568	626
营运资金变动	2,433	5,383	(1,738)	(1,423)
经营活动现金流	5,256	8,924	2,428	3,485
资本开支	477	25	799	389
投资	431	0	0	0
投资活动现金流	1,110	(25)	(799)	(389)
股权募资	258	0	0	0
债务募资	(1,470)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,751)	(724)	(760)	(798)
现金净流量	3,615	8,175	869	2,298

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。