

2024年03月30日  
云南白药(000538.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

62.00元

股价(2024-03-29)

50.80元

交易数据

总市值(百万元) 91,280.62

流通市值(百万元) 90,693.00

总股本(百万股) 1,796.86

流通股本(百万股) 1,785.30

12个月价格区间 46.17/59.16元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.3	0.3	5.9
绝对收益	1.9	3.4	-5.8

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

## 四大事业群均衡发展, 高股息优质资产

■ 事件:

2024年3月29日, 公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入391.11亿元, 同比增长7.19%, 实现归母净利润40.94亿元, 同比增长36.41%, 实现扣非净利润37.64亿元, 同比增长16.45%, 实现经营活动现金流净额35.03亿元, 同比增长9.14%。

■ 业绩平稳增长, 四大事业群均衡发展。

2023年公司主营业务实现平稳增长, 从事业群拆分来看: 1) 2023年公司药品事业群实现营业收入64.81亿元, 同比增长8.16%, 其中白药系列核心产品保持较好的增长态势, 毛利率达到70.6%, 同时其他品牌中药产品实现高速增长; 2) 2023年公司健康品事业群实现营业收入64.22亿元, 同比增长6.50%, 重点布局口腔护理、防脱洗护等领域, 云南白药牙膏继续保持市场领先地位, 潜力品种养元青实现全新突破; 3) 2023年公司中药资源事业群实现对外营业收入17.1亿元, 同比增长约22%, 其中三七中药材外销收入同比大幅增长81%; 4) 2023年省医药公司实现主营业务收入244.90亿元, 同比增长5.63%, 订单综合满足率提高7.4%, 订单响应速度大幅提升22%, 商品交付速度提升19%。此外, 公司围绕发展战略, 根据实际业务需求, 积极探索和孵化滋补保健品事业部、美肤事业部、医疗器械事业部、天颐茶品事业部等新兴事业部(BU)。我们认为, 公司四大事业群均衡发展, 是公司业绩实现稳定增长的基础, 新兴事业部的孵化为未来长期发展打开想象空间。

■ 白药系列核心产品保持市场领先地位, 其他中药品种增长亮眼。

2023年公司白药系列核心产品实现平稳增长: 云南白药气雾剂销售收入贡献超过17亿元, 同比增长15.27%; 云南白药膏销售收入过9亿元; 云南白药胶囊销售收入过6亿元; 云南白药(散剂)及云南白药创可贴销售收入过3亿元。2023年公司白药核心产品继续保持市场领先地位, 年报显示, 根据中康开思系统, 2023年云南白药(散剂)占据肌肉-骨骼系统骨伤类全身用药中成药零售市场份额14.5%, 市场排名第一; 云南白药气雾剂在肌肉-骨骼系统关节和肌肉疼痛局部用药中成药气雾剂零售市场份额91.0%, 市场排名第一; 云南白药创可贴占外用止血类(含药)创可贴零售市场份额66.5%, 市场排名第一。2023年公司其他中药品种增长亮眼: 蒲地蓝消炎片、藿香正气水销售收入均实现过亿元, 分别同比增长近16%、124%; 宫血宁胶囊销售收入实现同比上涨47%; 气血康口服液实现销售收入2.31亿元, 同比增长15%。我们认为, 白药系列核心产品市场领先地位稳固, 其他中药品种带来新的增长引擎, 公司药品事业部有望保持良好的增长态势。

### 目 云南白药牙膏保持市场领先，潜力品种养元青实现新突破。

2023 年公司健康品事业群实现平稳增长，其中云南白药牙膏继续保持市场领先地位，其他日化产品有较大增长潜力。年报显示，2023 年云南白药牙膏国内市场份额达到 24.60%（数据来源：尼尔森零售研究数据 YTD2312），继续保持市场份额第一，线上渠道销售业绩亮眼，2023 年“双 11”期间，云南白药天猫牙膏官方旗舰店单店销售业绩首次破亿，成为首个凭借牙膏单品破亿的旗舰店，在抖音也夺得牙膏爆款榜第一、抖音品牌牙刷爆款榜第一等全新战绩。2023 年公司健康品事业群潜力品种养元青实现新突破，全年销售收入突破 3 亿元，同比增长 36%，2023 年“双 11”期间，养元青在天猫国货防脱品类排名第一、2023 年年度累计抖音销售破亿元，核心大单品控油防脱套装登顶抖音商城防脱洗发乳爆款榜第一、拼多多平台滋养防脱洗发水畅销榜第一。我们认为，云南白药牙膏市场份额稳步提升，随着以养元青为代表的潜力品种取得新突破，公司健康品事业群有望保持平稳增长。

### 目 继续保持高比例现金分红，高股息优质资产。

公司高度重视现金分红，根据 Wind 统计，云南白药上市以来（1993-2022 年）累计现金分红达到 207.51 亿元，其中 2017-2020 年连续 4 年在所有医药上市公司中分红金额排名第一，成为高分红的典范。2021 年以来，由于公司对外投资出现亏损，报表层面出现较大幅度的公允价值变动，公司净利润和现金分红金额同步下滑。2023 年以来，公司聚焦主业，业绩明显改善，现金分红金额大幅提升，年报显示，公司 2023 年度分红预案为每 10 股派息 20.77 元，现金分红总额达到 37.06 亿元，占 2023 年归母净利润的比例达到 90.53%，以 2024 年 3 月 29 日收盘价计算，公司股息率高达 4.09%。

### 目 投资建议：

结合公司业务定位和发展规划，我们假设 2024 年-2026 年公司药品销售收入增速分别为 8%、8%、8%，健康日化收入增速分别为 5%、5%、5%，中药资源收入增速分别为 12%、12%、12%，药品流通收入增速分别为 6%、6%、6%。根据以上假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 416.17 亿元、442.93 亿元、471.49 亿元，归母净利润分别为 44.63 亿元、48.73 亿元、52.71 亿元。考虑到公司高股息资产的属性，参考东阿阿胶、江中药业等可比公司估值水平，给予公司 2024 年 25 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 62.00 元，给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示：中药材价格波动风险，现金分红政策变动风险，宏观消费环境压力风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	36,488.4	39,111.3	41,617.3	44,292.5	47,149.2

净利润	3,001.1	4,093.8	4,462.8	4,873.0	5,270.7
每股收益(元)	1.67	2.28	2.48	2.71	2.93
每股净资产(元)	21.43	22.19	23.13	23.68	24.26

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	30.4	22.3	20.5	18.7	17.3
市净率(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
净利润率	8.2%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%
净资产收益率	7.8%	10.3%	10.7%	11.5%	12.1%
股息收益率	3.0%	0.0%	3.9%	4.3%	4.6%
ROIC	18.8%	17.8%	17.1%	18.3%	19.5%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	36,488.4	39,111.3	41,617.3	44,292.5	47,149.2	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	26,883.5	28,744.5	30,543.3	32,495.9	34,580.0	营业收入增长率	0.3%	7.2%	6.4%	6.4%	6.4%
营业税费	210.5	210.8	224.7	239.2	254.6	营业利润增长率	-3.3%	43.3%	9.6%	9.2%	8.1%
销售费用	4,165.6	4,992.2	5,118.9	5,315.1	5,563.6	净利润增长率	7.0%	36.4%	9.0%	9.2%	8.2%
管理费用	833.8	1,058.5	1,082.0	1,107.3	1,131.6	EBITDA 增长率	36.4%	-6.5%	8.7%	8.8%	8.0%
研发费用	336.7	336.0	353.7	376.5	400.8	EBIT 增长率	36.8%	-4.8%	8.8%	9.0%	8.2%
财务费用	-342.9	-259.2	-290.8	-312.9	-323.9	NOPLAT 增长率	-1.7%	53.6%	8.8%	9.3%	8.4%
资产减值损失	-664.3	-58.1	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	62.0%	13.3%	1.9%	2.0%	2.1%
加: 公允价值变动收益	-619.9	123.6	-	-	-	净资产增长率	0.2%	3.6%	4.3%	2.4%	2.6%
投资和汇兑收益	868.2	779.0	800.0	800.0	800.0						
营业利润	3,371.3	4,830.5	5,295.3	5,781.4	6,252.5	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5.7	-12.5	-8.0	-8.0	-8.0	毛利率	26.3%	26.5%	26.6%	26.6%	26.7%
利润总额	3,377.0	4,818.0	5,287.3	5,773.4	6,244.5	营业利润率	9.2%	12.4%	12.7%	13.1%	13.3%
减: 所得税	536.6	695.5	793.1	866.0	936.7	净利润率	8.2%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%
净利润	3,001.1	4,093.8	4,462.8	4,873.0	5,270.7	EBITDA/营业收入	14.6%	12.7%	13.0%	13.3%	13.5%
						EBIT/营业收入	13.6%	12.1%	12.4%	12.7%	12.9%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	28	25	23	21	19
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	92	87	94	94	94
货币资金	13,056.1	14,218.3	14,566.1	15,502.4	16,502.2	流动资产周转天数	400	331	320	315	313
交易性金融资产	2,415.7	149.4	149.4	149.4	149.4	应收帐款周转天数	82	89	90	90	90
应收帐款	9,208.8	10,065.7	10,743.0	11,403.3	12,171.3	存货周转天数	81	66	57	57	57
应收票据	789.5	227.5	234.9	257.3	266.6	总资产周转天数	521	493	470	455	442
预付帐款	542.9	312.3	332.5	353.5	376.5	投资资本周转天数	175	216	217	208	200
存货	7,993.2	6,442.2	6,793.2	7,288.3	7,696.3						
其他流动资产	1,670.8	4,900.1	4,900.1	4,900.1	4,900.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.8%	10.3%	10.7%	11.5%	12.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	7.7%	8.2%	8.6%	9.0%
长期股权投资	11,318.7	11,536.7	11,536.7	11,536.7	11,536.7	ROIC	18.8%	17.8%	17.1%	18.3%	19.5%
投资性房地产	55.8	44.1	44.1	44.1	44.1	<b>费用率</b>					
固定资产	2,724.5	2,663.9	2,627.4	2,551.7	2,446.1	销售费用率	11.4%	12.8%	12.3%	12.0%	11.8%
在建工程	194.0	529.7	440.8	378.6	335.0	管理费用率	2.3%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
无形资产	597.0	597.8	566.9	535.9	504.9	研发费用率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	2,753.9	2,096.5	2,062.7	2,028.8	1,995.0	财务费用率	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产总额	53,320.9	53,784.3	54,997.6	56,930.0	58,924.2	四费/营业收入	13.7%	15.7%	15.1%	14.6%	14.4%
短期债务	1,850.9	1,747.3	827.0	1,224.5	1,649.4	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	5,593.5	5,298.2	5,595.5	5,994.7	6,338.9	资产负债率	27.7%	25.8%	24.3%	25.1%	25.8%
应付票据	1,991.9	1,850.9	1,967.0	2,094.9	2,227.6	负债权益比	38.4%	34.8%	32.1%	33.5%	34.8%
其他流动负债	4,122.0	3,841.4	3,842.6	3,841.5	3,842.7	流动比率	2.63	2.85	3.08	3.03	2.99
长期借款	2.1	2.1	-	-	-	速动比率	2.04	2.35	2.53	2.48	2.44
其他非流动负债	1,233.5	1,139.1	1,139.1	1,139.1	1,139.1	利息保障倍数	-14.50	-18.25	-17.69	-17.93	-18.73
负债总额	14,793.9	13,878.9	13,371.3	14,294.7	15,197.6	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	23.3	26.2	57.7	92.0	129.2	DPS(元)	1.51	-	1.99	2.17	2.35
股本	1,796.9	1,796.9	1,796.9	1,796.9	1,796.9	分红比率	90.4%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
留存收益	37,482.3	38,879.2	39,771.8	40,746.4	41,800.5	股息收益率	3.0%	0.0%	3.9%	4.3%	4.6%
股东权益	38,527.0	39,905.4	41,626.3	42,635.3	43,726.6						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,840.4	4,122.6	4,462.8	4,873.0	5,270.7
						加: 折旧和摊销	372.3	272.9	256.4	268.9	280.0
						资产减值准备	1,388.9	194.6	-	-	-
						公允价值变动损失	619.9	-123.6	-	-	-
						财务费用	67.8	49.6	-290.8	-312.9	-323.9
						投资收益	-868.2	-779.0	-800.0	-800.0	-800.0
						少数股东损益	-160.7	28.8	31.5	34.4	37.2
						营运资金的变动	3,695.5	-3,216.0	-607.3	-639.0	-696.4
						经营活动产生现金流量	3,209.4	3,502.7	3,052.6	3,424.4	3,767.6
						投资活动产生现金流量	-6,316.1	518.6	700.0	700.0	700.0
						融资活动产生现金流量	-2,733.3	-2,918.0	-3,404.9	-3,188.1	-3,467.7
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.67	2.28	2.48	2.71	2.93
						BVPS(元)	21.43	22.19	23.13	23.68	24.26
						PE(X)	30.4	22.3	20.5	18.7	17.3
						PB(X)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
						P/FCF	-17.0	87.0	29.9	19.2	17.7
						P/S	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
						EV/EBITDA	15.3	14.8	13.9	12.7	11.7
						CAGR(%)	20.0%	8.8%	17.1%	20.0%	8.8%
						PEG	1.5	2.5	1.2	0.9	2.0
						ROIC/WACC	1.8	1.7	1.6	1.8	1.9
						REP	2.0	1.7	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034