

2024年04月15日

证券研究报告·2023年年报点评

云南白药(000538)医药生物

当前价: 50.60元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

四大业务保障高分红, 推进新兴业务布局

投资要点

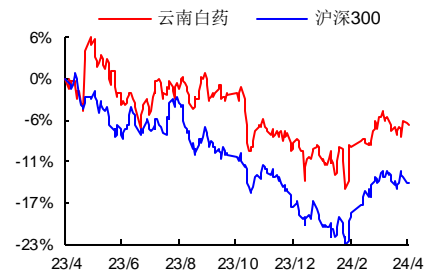
- 事件:** 公司发布2023年年报, 2023年实现营业总收入391.1亿元, 同比增加7.2%; 归母净利润40.9亿元, 同比增加36.4%; 扣非归母净利润37.6亿元, 同比增加16.5%。2023年分红预案为每10股派息20.77元, 分红总额37.06亿元, 占2023年归母净利润比例90.53%。
- 业绩表现亮眼, 核心产品持续放量。** 2023年公司工业收入137.4亿元, 同比增长7.58%。分事业群来看, 1) 药品事业群主营业务收入64.81亿元(+8.16%), 主要得益于人口老龄化加剧、运动需求恢复以及零售药店尤其是连锁OTC业务的快速增长, 其中白药核心品种方面, 云南白药气雾剂贡献营业收入超17亿元(+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, 其他品牌方面, 蒲地兰消炎片单品、藿香正气水、妇科消炎用药宫血宁胶囊、植物补益类产品气血康口服液分别同比增长16%/124%/47%/15%, 其中气血康口服液收入达到2.31亿元; 2) 健康品事业群实现主营业务收入64.22亿元(+6.50%), 得益于聚焦口腔健康及洗护产品, 不断推动业务高质量发展, 其中口腔护理板块云南白药牙膏实现市场份额24.60%, 继续保持行业市场份额第一, 在防脱洗护板块养元青洗护产品实现营业收入同比大幅增长36%; 3) 中药资源事业群实现对外营业收入17.1亿元(+22.2%), 主要系以客户需求为导向, 升级中药资源产业平台; 4) 省医药事业群运营效率提高, 加强多仓协同能力, 实现主营业务收入244.90亿元(+5.63%)。商业收入252.95亿元, 同比增长6.98%, 在于公司在现有业务基础上不断通过兼并、共建合资等开拓新的商业模式。
- 强化创新能力, 核药取得阶段性成果。** 公司陆续引入多领域高层次人才, 报告期内聘任赵英明先生担任公司首席商务官、高级副总裁, 并且通过北京大学-云南白药国际医学研究中心校企合作研发平台吸纳国内外知名科学家。云核医药(天津)有限公司于2024年1月初取得核药研发中心天津项目(新建使用、销售放射性药物)环境影响报告表批复, 并正式启动工程建设, 未来将有效支撑公司创新核药管线的开发。用于前列腺癌诊断的创新核药INR101项目于2024年2月收到册临床试验受理通知书。
- 盈利能力持续提升, 持续推进新业务布局。** 公司2023年毛利率26.51%(+0.19pp), 公司工业端毛利率达到64.24%(+0.8pp), 主要在于公司实施内部精益运营, 实现降本增效。公司重点培育滋补保健品事业部、美肤事业部、医疗器械事业部以及天颐茶品事业部等新兴业务板块, 努力打造公司新的收入增长点。2023年8月, 公司智慧科技业务单元(BU)正式启动运作, 进一步提升公司数字化及智能化水平; 2023年11月, 由云南白药与丽江市玉龙县人民政府共建的丽江数字中药材产业平台正式运行, 推动品牌中药材工程迈入全新阶段; 积极利用人工智能打造员工数智化服务体验, 2023年10月公司基于人工智能模型打造的第一位数字员工“白小柒”上线, 提升了员工办公效率, 并于2024年2月, 公司与华为云计算技术有限公司签署战略合作协议, 双方将推动中医药行业及人工智能技术的研发与创新应用。公司数字化赋能产业不断加强, 未来竞争力有望进一步提升。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.97
流通A股(亿股)	17.85
52周内股价区间(元)	46.17-59.16
总市值(亿元)	917.30
总资产(亿元)	537.84
每股净资产(元)	22.19

相关研究

- 云南白药(000538): 聚焦主业, 强化研发 (2023-11-02)
- 云南白药(000538): 主营业务稳健增长, 新业务快速发展 (2023-05-07)

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年公司归母净利润为 44.8 亿元、49.8 亿元、54.6 亿元，对应 PE 分别为 20、18、17 倍，建议保持关注。
- **风险提示：** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、金融资产减值等风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39111.29	42265.47	45701.72	49450.15
增长率	7.19%	8.06%	8.13%	8.20%
归属母公司净利润 (百万元)	4093.78	4482.23	4984.34	5460.37
增长率	36.41%	9.49%	11.20%	9.55%
每股收益 EPS (元)	2.28	2.49	2.77	3.04
净资产收益率 ROE	10.33%	10.33%	10.50%	10.51%
PE	22	20	18	17
PB	2.28	2.08	1.91	1.74

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：医药商业：受益于公司运营效率有效提升，预计销量平稳增长，假设其 2024 年、2025 年和 2026 年销量同比增速分别为 7%、7%和 7%。

假设 2：药品事业部：公司云南白药品牌中药零售业务迎来破局机遇，连锁门店渠道竞争强，同时加大研发创新挖掘潜力产品，为未来发展提供全新增长点。我们预计 2024-2026 年每年保持销量 9%的增长。

假设 3：健康产品事业部：鉴于公司线上线下“双管齐下”，多维度提升品牌曝光度，夯实存量盘，做大增量盘。预计 2024-2026 年每年保持销量 8%的增长，随着公司不断优化产品结构、迭代技术创新、带动品类升级，预计 2024-2026 年毛利率维持在 77%。

假设 4：中医药资源事业部：公司三七领域保持持续领先，并且正在打造三七终端产品新格局，假设其 2024-2026 年每年保持 23%的销量增长。

表：公司收入拆分

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
医药商业	收入	244.90	262.04	280.39	300.01
	yoy	6%	7%	7%	7%
	毛利率	10%	10%	10%	10%
药品事业部	收入	64.81	70.64	77.00	83.93
	yoy	8%	9%	9%	9%
	毛利率	56%	56%	56%	56%
健康产品事业部	收入	64.22	69.36	74.91	80.90
	yoy	7%	8%	8%	8%
	毛利率	76%	77%	77%	77%
中药资源事业部	收入	17.10	20.52	24.62	29.55
	yoy	22%	20%	20%	20%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
其他	收入	0.08	0.09	0.10	0.11
	yoy	101%	10%	10%	10%
合计	收入	391.11	422.65	457.01	494.50
	yoy	7%	8%	8%	8%
	毛利率	27%	29%	30%	30%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39111.29	42265.47	45701.72	49450.15	净利润	4122.56	4513.74	5019.38	5498.76
营业成本	28744.52	29861.24	32216.55	34661.78	折旧与摊销	272.89	302.61	314.69	317.11
营业税金及附加	210.80	232.48	251.74	271.28	财务费用	-259.24	0.00	0.00	0.00
销售费用	4992.16	5494.51	5941.22	6428.52	资产减值损失	-58.13	-200.00	-200.00	0.00
管理费用	1058.50	1267.96	1371.05	1384.60	经营营运资本变动	-2364.30	-467.06	-1206.02	-1111.00
研发费用	181.00	211.33	228.51	247.25	其他	1788.96	345.41	211.02	104.52
财务费用	-259.24	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3502.74	4494.70	4139.08	4809.38
资产减值损失	-58.13	-200.00	-200.00	0.00	资本支出	-144.03	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	779.01	-100.00	0.00	0.00	其他	662.61	342.77	0.00	0.00
公允价值变动损益	123.57	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	518.58	292.77	-50.00	-50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-103.56	52.70	100.00	100.00
营业利润	4830.51	5297.94	5892.65	6456.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.49	12.34	12.51	12.41	股权融资	15.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	4818.01	5310.28	5905.16	6469.13	支付股利	-2712.08	-818.76	-896.45	-996.87
所得税	695.45	796.54	885.77	970.37	其他	-117.59	14.80	0.00	0.00
净利润	4122.56	4513.74	5019.38	5498.76	筹资活动现金流净额	-2918.04	-751.26	-796.45	-896.87
少数股东损益	28.78	31.51	35.04	38.39	现金流量净额	1105.61	4036.21	3292.63	3862.51
归属母公司股东净利润	4093.78	4482.23	4984.34	5460.37					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14218.34	18254.56	21547.19	25409.70	成长能力				
应收和预付款项	10605.53	11085.60	12161.29	13144.38	销售收入增长率	7.19%	8.06%	8.13%	8.20%
存货	6442.19	6604.02	7218.34	7737.88	营业利润增长率	43.28%	9.68%	11.23%	9.57%
其他流动资产	5049.50	3247.15	3499.01	3773.75	净利润增长率	45.14%	9.49%	11.20%	9.55%
长期股权投资	11536.66	11536.66	11536.66	11536.66	EBITDA 增长率	42.45%	15.61%	10.83%	9.13%
投资性房地产	44.10	44.10	44.10	44.10	获利能力				
固定资产和在建工程	3192.51	2977.66	2750.72	2521.37	毛利率	26.51%	29.35%	29.51%	29.91%
无形资产和开发支出	701.95	674.72	647.50	620.28	三费率	14.81%	16.00%	16.00%	15.80%
其他非流动资产	1993.50	1982.97	1972.44	1961.90	净利率	10.54%	10.68%	10.98%	11.12%
资产总计	53784.29	56407.45	61377.26	66750.02	ROE	10.33%	10.33%	10.50%	10.51%
短期借款	1747.30	1800.00	1900.00	2000.00	ROA	7.66%	8.00%	8.18%	8.24%
应付和预收款项	7617.84	8157.85	8777.06	9415.40	ROIC	24.64%	25.57%	27.08%	27.85%
长期借款	2.10	2.10	2.10	2.10	EBITDA/销售收入	12.39%	13.25%	13.58%	13.70%
其他负债	4511.69	2757.61	2885.28	3017.82	营运能力				
负债合计	13878.93	12717.56	13564.44	14435.31	总资产周转率	0.73	0.77	0.78	0.77
股本	1796.86	1796.86	1796.86	1796.86	固定资产周转率	14.53	15.27	16.32	18.85
资本公积	18246.62	18246.62	18246.62	18246.62	应收账款周转率	3.81	3.86	3.92	3.89
留存收益	20632.61	24296.08	28383.98	32847.48	存货周转率	3.93	4.55	4.63	4.63
归属母公司股东权益	39879.12	43632.13	47720.03	52183.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.91%	—	—	—
少数股东权益	26.24	57.75	92.79	131.17	资本结构				
股东权益合计	39905.36	43689.88	47812.82	52314.71	资产负债率	25.80%	22.55%	22.10%	21.63%
负债和股东权益合计	53784.29	56407.45	61377.26	66750.02	带息债务/总负债	12.60%	14.17%	14.02%	13.87%
					流动比率	2.85	3.39	3.58	3.77
					速动比率	2.35	2.81	2.99	3.18
					股利支付率	66.25%	18.27%	17.99%	18.26%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	4844.15	5600.56	6207.34	6773.83	每股收益	2.28	2.49	2.77	3.04
PE	22.21	20.28	18.24	16.65	每股净资产	22.19	24.28	26.56	29.04
PB	2.28	2.08	1.91	1.74	每股经营现金	1.95	2.50	2.30	2.68
PS	2.32	2.15	1.99	1.84	每股股利	1.51	0.46	0.50	0.55
EV/EBITDA	15.76	12.91	11.13	9.65					
股息率	2.98%	0.90%	0.99%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
