

云南白药 (000538.SZ)

非经导致净利润下降，启动特别分红方案

2024年前三季度，公司实现营业收入299.15亿元，同比增长0.76%；归母净利润43.27亿元，同比增长4.93%；扣非归母净利润42.65亿元，同比增长10.68%。其中2024年Q3实现营收94.60亿元，同比增长0.86%；归母净利润11.38亿元，同比下降12.16%；扣非归母净利润11.30亿元，同比增长1.23%。

□ **收入稳中有升，扣非利润保持增长。**在院内外环境承压背景下，2024Q3公司实现营业收入94.60亿元，仍然有0.86%的同比增长；三季度公司归母净利润为11.38亿元，同比下降12.16%，主要是受到去年同期交易性金融资产产生的公允价值以及处置交易性金融资产产生的非经常性损益1.79亿元影响，扣除此项影响因素，2024Q3公司扣非归母净利润实现同比增长。从费用率看，2024Q3公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为10.67%/1.82%/0.72%，同比-1.02pct/-0.43pct/-0.07pct，期间费用率有所下降，提质增效成效显著。

□ **启动特别分红方案，提升股东回报。**在公告三季报同时，公司进一步增加分红频次，启动特别分红方案，拟向全体股东每10股派发现金红利12.13元(含税)，分红总金额21.64亿元，占公司前三季度归母净利润的50.02%，增强投资者获得感。

□ **维持“增持”投资评级。**我们仍然看好公司的品牌和渠道价值，健康品业务在牙膏业务带领下拓品类，药品主业则有望实现量价齐升，提升公司整体盈利水平。维持预计2024-2026年公司将实现归母净利润45.6/51.0/56.2亿元，同比增长11.3%/11.9%/10.2%，对应PE为21/19/17倍，维持“增持”投资评级。

□ **风险提示：政策风险、研发失败、推广不及预期、原材料价格上升风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	36488	39111	39762	41724	43434
同比增长	0%	7%	2%	5%	4%
营业利润(百万元)	3371	4831	5432	6097	6730
同比增长	-3%	43%	12%	12%	10%
归母净利润(百万元)	3001	4094	4556	5100	5619
同比增长	7%	36%	11%	12%	10%
每股收益(元)	1.68	2.29	2.55	2.86	3.15
PE	32.1	23.5	21.2	18.9	17.2
PB	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持(维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：59.45元

基础数据

总股本(百万股)	1784
已上市流通股(百万股)	1769
总市值(十亿元)	106.1
流通市值(十亿元)	105.2
每股净资产(MRQ)	22.7
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	27.1%
主要股东	云南省国有股权运营管理有限公司
主要股东持股比例	26.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	9	23
相对表现	2	-2	10



相关报告

- 《云南白药(000538)一盈利能力提升，核心产品表现突出》2024-08-30
- 《云南白药(000538)一内外兼修，铸就中药大健康龙头》2024-08-12

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	35677	36316	50069	52135	53814
现金	13056	14218	26858	27859	28646
交易性投资	2416	149	10	20	30
应收票据	789	228	398	417	434
应收款项	9090	9966	9940	10431	10859
其它应收款	119	104	106	111	116
存货	7993	6442	7204	7476	7679
其他	2214	5208	5553	5821	6051
非流动资产	17644	17469	6306	6405	6517
长期股权投资	11319	11537	11800	12000	12200
固定资产	2723	2663	2607	2556	2509
无形资产商誉	728	703	633	569	512
其他	2874	2566	(8734)	(8721)	(8704)
资产总计	53321	53784	56375	58539	60331
流动负债	13558	12738	14470	15624	16388
短期借款	1851	1747	1800	1800	1800
应付账款	6631	6210	6628	6878	7064
预收账款	2580	1740	2305	2392	2457
其他	2496	3040	3738	4554	5067
长期负债	1236	1141	1156	1176	1186
长期借款	2	2	2	2	2
其他	1233	1139	1154	1174	1184
负债合计	14794	13879	15627	16800	17575
股本	1797	1797	1784	1784	1784
资本公积金	17524	17539	17539	17539	17539
留存收益	19183	20543	21367	22321	23299
少数股东权益	23	26	58	94	134
归属于母公司所有者权益	38504	39879	40690	41645	42623
负债及权益合计	53321	53784	56375	58539	60331

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3209	3503	4158	4170	4386
净利润	2840	4123	4588	5136	5659
折旧摊销	372	273	295	280	266
财务费用	68	50	(302)	(384)	(400)
投资收益	(868)	(779)	(910)	(950)	(1000)
营运资金变动	961	(162)	501	98	(119)
其它	(164)	(1)	(13)	(9)	(19)
投资活动现金流	(6316)	519	11946	592	642
资本支出	(447)	(576)	(148)	(148)	(148)
其他投资	(5869)	1094	12094	740	790
筹资活动现金流	(2733)	(2918)	(3465)	(3761)	(4241)
借款变动	(1042)	(390)	(22)	0	0
普通股增加	514	0	(13)	0	0
资本公积增加	(602)	15	0	0	0
股利分配	(2052)	(2731)	(3732)	(4146)	(4641)
其他	450	188	302	384	400
现金净增加额	(5840)	1103	12640	1001	787

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	36488	39111	39762	41724	43434
营业成本	26883	28745	28815	29902	30714
营业税金及附加	210	211	214	225	234
营业费用	4166	4992	4970	5132	5256
管理费用	834	1059	994	1001	1042
研发费用	337	336	398	501	608
财务费用	(343)	(259)	(302)	(384)	(400)
资产减值损失	(1383)	(184)	(150)	(200)	(250)
公允价值变动收益	(620)	124	20	30	40
其他收益	105	83	90	100	110
投资收益	868	779	800	820	850
营业利润	3371	4831	5432	6097	6730
营业外收入	14	12	12	13	14
营业外支出	8	25	25	27	30
利润总额	3377	4818	5419	6083	6714
所得税	537	695	831	947	1056
少数股东损益	(161)	29	32	36	40
归属于母公司净利润	3001	4094	4556	5100	5619

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	0%	7%	2%	5%	4%
营业利润	-3%	43%	12%	12%	10%
归母净利润	7%	36%	11%	12%	10%
获利能力					
毛利率	26.3%	26.5%	27.5%	28.3%	29.3%
净利率	8.2%	10.5%	11.5%	12.2%	12.9%
ROE	7.8%	10.4%	11.3%	12.4%	13.3%
ROIC	5.9%	9.2%	10.0%	10.9%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	27.7%	25.8%	27.7%	28.7%	29.1%
净负债比率	3.7%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%
流动比率	2.6	2.9	3.5	3.3	3.3
速动比率	2.0	2.3	3.0	2.9	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.3	4.0	4.2	4.1	4.1
应收账款周转率	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	4.1	4.5	4.5	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	1.68	2.29	2.55	2.86	3.15
每股经营净现金	1.80	1.96	2.33	2.34	2.46
每股净资产	21.58	22.35	22.81	23.34	23.89
每股股利	1.53	2.09	2.32	2.60	2.87
估值比率					
PE	32.1	23.5	21.2	18.9	17.2
PB	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	25.5	17.8	15.7	14.2	12.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。