

2025 年 04 月 07 日

证券研究报告•2024 年年报点评

云南白药（000538）医药生物

当前价：55.00 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

药品增长强劲，提质增效效果显著

投资要点

- **事件：**2024 年，公司实现营收 400.3 亿元，同比+2.4%；实现归母净利润 47.5 亿元，同比+16.0%；扣非归母净利润 45.2 亿元，同比+20.2%。
- **发力药品事业部，新兴事业部表现亮眼。**营收端，2024 年公司工业营收 144.7 亿元（+5.3%），占比提高 1.0pp 至 36.1%。分事业群：1）药品群营收 69.2 亿元（+11.8%），单品销售过亿产品达 10 个。其中，白药气雾剂增长强劲，收入突破 21 亿元，增速超 26%。白药系列核心产品稳健增长，白药膏、白药胶囊等产品均显著增长。其他中药类产品表现亮眼，蒲地蓝收入近 2 亿元，增速超 22%，气血康收入同比增长约 14%。2）健康品群营收 65.3 亿元（+1.6%），实现利润 21.9 亿元（+8.4%）。白药牙膏市占率稳居第一，养元青收入 4.2 亿元（+30.3%）。3）中药资源群对外营收 17.5 亿元（+3.1%）。天然植提业务收入同比+8.7%。4）省医药营收 246.1 亿元（+0.48%），净利润 6.2 亿元（+49.5%）。医疗器械、药妆、特医食品业务销售收入同比+14%。盈利端，得益于业务结构优化，2024 年公司扣非归母净利润 45.2 亿元（+20.2%），创历史新高；扣非归母净利率 11.3%（+1.7pp）；毛利率 27.9%（+1.4pp）。此外，新兴事业部业务布局优化，医疗器械事业部、滋补保健品事业部分别实现营收 4.3/1.0 亿元，同比+61%/+101%。
- **强化研发创新，推进渠道变革。**得益于提质增效，公司 2024 年销售费用、管理费用分别同比-2.3%、-2.0%。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 12.2%/2.6%/0.8%/-0.4%，分别同比-0.6pp/-0.1pp/-0.02pp/+0.3pp，基本保持稳定。研发方面，公司短期项目全力布局上市品种二次开发，涉及中药大品种 11 个，开展项目 25 个；中期项目全力推进创新中药开发，全三七片项目完成 II 期临床试验入组 362 例；长期项目以核药发展为中心，INR101 等项目临床研究进展顺利。营销渠道方面，健康品事业群线上线下融合发展，积极拓展新兴线上营销渠道，开发即时零售、社区团购等新兴业态；注重品牌影响，在重要节点开展专项工作，实现总曝光超过 64.3 亿人次。
- **持续大手笔分红，高股息资产确定性高。**2025 年 3 月，公司发布 2024 年利润分配预案，每 10 股派发现金 11.85 元。同时，公司已于 2024 年 11 月完成 2024 年度特别分红。两次分红现金总额 42.8 亿元，占 2024 年公司归母净利润 90.1%。
- **盈利预测与投资建议：**考虑公司业绩持续增长确定性高，预计 2025-2027 年归母净利润分别 51.6 亿元、55.9 亿元和 61.2 亿元，对应 PE 为 19 倍、18 倍和 16 倍，建议保持关注。
- **风险提示：**牙膏市场竞争加剧风险，渠道拓展或不及预期，院内集采风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	40033.30	42034.97	44178.75	46476.04
增长率	2.36%	5.00%	5.10%	5.20%
归属母公司净利润（百万元）	4749.42	5158.76	5586.24	6115.99
增长率	16.02%	8.62%	8.29%	9.48%
每股收益 EPS（元）	2.66	2.89	3.13	3.43
净资产收益率 ROE	12.27%	11.99%	11.74%	11.63%
PE	21	19	18	16
PB	2.53	2.27	2.06	1.86

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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)	17.84
流通 A 股(亿股)	17.73
52 周内股价区间(元)	49.42-62.68
总市值(亿元)	981.34
总资产(亿元)	529.14
每股净资产(元)	21.76

相关研究

1. 云南白药（000538）：四大业务保障高分红，推进新兴业务布局（2024-04-15）

关键假设：

假设 1：省医药：2024 年，省医药公司通过开展多仓运营、货源共建、母子公司运营协同、质量共享平台等数百个项目，实现了服务能力和服务范围的扩展。预计 2025-2027 年销量增速分别为 3%/3%/3%，价格保持不变。

假设 2：药品事业群：以云南白药系列产品为主。2024 年，云南白药气雾剂、云南白药创可贴、云南白药（散剂）市场份额稳居第一。预计 2025-2027 年销量增速分别为 12%/12%/12%，价格保持不变。

假设 3：健康品事业群：以云南白药牙膏为核心产品。2024 年，云南白药牙膏市占率稳居第一，以用户为中心探索新消费场景，开发即时零售、社区团购、兴趣电商等新兴业态。预计 2025-2027 年销量增速分别为 5%/5%/5%，价格保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：云南白药收入及毛利分析

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
省医药	收入	246.1	253.5	261.1	268.9
	增速	0.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
药品事业群	收入	69.2	77.5	86.9	97.3
	增速	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
健康品事业群	收入	65.3	68.5	71.9	75.5
	增速	1.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	76.0%	76.0%	76.0%	76.0%
中药资源事业群	收入	17.5	18.4	19.3	20.3
	增速	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	2.3	2.5	2.7	3.0
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	400.3	420.4	441.9	465.0
	增速	2.4%	5.0%	5.1%	5.2%
	毛利率	27.9%	29.8%	30.3%	30.9%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40033.30	42034.97	44178.75	46476.04	净利润	4767.07	5177.94	5607.01	6138.73
营业成本	28864.77	29508.55	30792.59	32114.95	折旧与摊销	266.54	333.73	349.77	352.97
营业税金及附加	243.12	243.57	257.11	272.05	财务费用	-155.56	0.00	0.00	0.00
销售费用	4879.50	5044.20	5301.45	5577.13	资产减值损失	-91.23	-100.00	-80.00	-90.00
管理费用	1037.55	1050.87	1104.47	1161.90	经营营运资本变动	2781.36	-888.29	-571.50	-517.09
研发费用	181.00	210.17	220.89	232.38	其他	-3271.18	71.02	157.31	173.17
财务费用	-155.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4297.00	4594.39	5462.59	6057.78
资产减值损失	-91.23	-100.00	-80.00	-90.00	资本支出	-565.61	-500.00	-600.00	-700.00
投资收益	776.94	0.00	0.00	0.00	其他	-633.39	480.30	0.00	0.00
公允价值变动损益	136.84	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1199.00	-19.70	-600.00	-700.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-1323.92	1376.62	100.00	100.00
营业利润	5711.62	6077.60	6582.24	7207.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-26.90	14.08	14.24	14.40	股权融资	-622.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	5684.72	6091.69	6596.48	7222.04	支付股利	-5870.22	-949.88	-1031.75	-1117.25
所得税	917.65	913.75	989.47	1083.31	其他	838.48	12.83	0.00	0.00
净利润	4767.07	5177.94	5607.01	6138.73	筹资活动现金流净额	-6977.74	439.56	-931.75	-1017.25
少数股东损益	17.66	19.18	20.77	22.74	现金流量净额	-3876.24	5014.25	3930.84	4340.53
归属母公司股东净利润	4749.42	5158.76	5586.24	6115.99					
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10887.98	15902.23	19833.07	24173.61	成长能力				
应收和预付款项	11254.66	11982.43	12555.25	13193.84	销售收入增长率	2.36%	5.00%	5.10%	5.20%
存货	6294.37	6358.14	6712.76	6976.58	营业利润增长率	18.24%	6.41%	8.30%	9.50%
其他流动资产	5713.66	3385.49	3428.25	3474.07	净利润增长率	15.63%	8.62%	8.29%	9.48%
长期股权投资	12561.28	12561.28	12561.28	12561.28	EBITDA 增长率	20.20%	10.11%	8.12%	9.07%
投资性房地产	49.88	49.88	49.88	49.88	获利能力				
固定资产和在建工程	3715.97	3472.45	3212.89	2950.12	毛利率	27.90%	29.80%	30.30%	30.90%
无形资产和开发支出	684.18	1106.68	1629.18	2251.68	三费率	14.39%	14.50%	14.50%	14.50%
其他非流动资产	1752.21	1739.50	1726.79	1714.08	净利率	11.91%	12.32%	12.69%	13.21%
资产总计	52914.18	56558.09	61709.35	67345.14	ROE	12.27%	11.99%	11.74%	11.63%
短期借款	423.38	1800.00	1900.00	2000.00	ROA	9.01%	9.16%	9.09%	9.12%
应付和预收款项	8423.06	8320.82	8707.52	9129.85	ROIC	28.59%	32.53%	32.88%	34.01%
长期借款	2.10	2.10	2.10	2.10	EBITDA/销售收入	14.54%	15.25%	15.69%	16.27%
其他负债	5199.56	3239.77	3329.08	3421.05	营运能力				
负债合计	14048.10	13362.69	13938.69	14553.00	总资产周转率	0.75	0.77	0.75	0.72
股本	1784.26	1784.26	1784.26	1784.26	固定资产周转率	14.11	13.25	13.56	15.17
资本公积	17637.15	17637.15	17637.15	17637.15	应收账款周转率	3.71	3.78	3.77	3.78
留存收益	19511.80	23720.67	28275.16	33273.91	存货周转率	4.48	4.64	4.68	4.68
归属母公司股东权益	38831.95	43142.08	47696.57	52695.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.05%	—	—	—
少数股东权益	34.14	53.32	74.08	96.82	资本结构				
股东权益合计	38866.08	43195.40	47770.66	52792.14	资产负债率	26.55%	23.63%	22.59%	21.61%
负债和股东权益合计	52914.18	56558.09	61709.35	67345.14	带息债务/总负债	3.03%	13.49%	13.65%	13.76%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	2.66	3.09	3.34	3.58
EBITDA	5822.60	6411.33	6932.00	7560.62	速动比率	2.17	2.57	2.81	3.06
PE	20.66	19.02	17.57	16.05	股利支付率	123.60%	18.41%	18.47%	18.27%
PB	2.53	2.27	2.06	1.86	每股指标				
PS	2.45	2.33	2.22	2.11	每股收益	2.66	2.89	3.13	3.43
EV/EBITDA	14.33	12.43	10.95	9.48	每股净资产	21.76	24.18	26.73	29.53
股息率	5.98%	0.97%	1.05%	1.14%	每股经营现金	2.41	2.57	3.06	3.40
					每股股利	3.29	0.53	0.58	0.63

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn