

业绩强劲增长，业务结构优化

——云南白药 2024 年报点评

核心观点

- 业绩强劲增长，盈利能力提升。**公司发布年报，2024 年实现营收 400.3 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 47.5 亿元，同比增长 16.0%；扣非归母净利润 45.2 亿元，同比增长 20.2%，创历史新高。2024 年，公司克服外部环境剧烈变化带来的挑战，聚焦制药核心，通过全产业链、全价值链、全生产要素的卓越运营，保持了强劲增长。同时，公司主营业务结构持续优化，2024 年，公司工业收入的营收占比达到 36.1%，较去年同期增加 1.0pct；带动综合毛利率持续提升，2024 年公司毛利率为 27.9%，较去年同期增加 1.4pct。
- 药品事业群较快增长，新兴事业部表现亮眼。**分板块看，2024 年，药品事业群实现收入 69.2 亿元，同比增长 11.8%，单品销售过亿产品达 10 个，云南白药气雾剂销售收入突破 21 亿元，同比增长超 26%；健康品事业群收入 65.3 亿元，同比增长 1.6%，云南白药牙膏稳居国内全渠道市场份额第一；中药资源事业群对外收入 17.5 亿元，同口径下同比增长约 3.1%；省医药公司收入 246.1 亿元，同比增长 0.48%，稳固了营收基本盘；医疗器械事业部营收 4.3 亿元，同比增长 61%；滋补保健品事业群收入 9907 万元，同比增长 101%。
- 统筹内生外延发展，加强研发创新管理。**2025 年，公司提出统筹做好内涵式和外延式发展，争取通过“外延式”发展，补全补强现有业务结构；创新方面，公司一方面做强中成药创新，另一方面差异化布局创新药。短期项目全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发。目前，在研项目涉及二次开发的中药大品种 11 个，开展项目 25 个；中期项目全力推进创新中药开发，持续打造云南白药透皮制剂明星产品；长期项目中，以核药发展为中心，布局多个创新药物发展。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司提质增效的效果显著，我们下调销售费用率预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.86、3.14、3.44 元（原预测值 2025-2026 年每股收益分别为 2.81/3.11 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2025 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 62.92 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 药品销售不达预期、创新药研发不达预期等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,111	40,033	42,417	44,281	46,777
同比增长(%)	7.2%	2.4%	6.0%	4.4%	5.6%
营业利润(百万元)	4,831	5,712	6,050	6,653	7,328
同比增长(%)	43.3%	18.2%	5.9%	10.0%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	4,094	4,749	5,103	5,594	6,140
同比增长(%)	36.4%	16.0%	7.5%	9.6%	9.8%
每股收益(元)	2.29	2.66	2.86	3.14	3.44
毛利率(%)	26.5%	27.9%	28.9%	29.4%	29.8%
净利率(%)	10.5%	11.9%	12.0%	12.6%	13.1%
净资产收益率(%)	10.4%	12.1%	12.3%	11.9%	11.7%
市盈率	24.8	21.4	19.9	18.1	16.5
市净率	2.5	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 04 月 09 日）	57.38 元
目标价格	62.92 元
52 周最高价/最低价	65.71/47.53 元
总股本/流通 A 股（万股）	178,426/177,270
A 股市值（百万元）	102,381
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1	4.01	0.31	19.18
相对表现%	6.09	10.53	2.77	14.84
沪深 300%	-5.09	-6.52	-2.46	4.34



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020003

相关报告

发布五年战略规划，彰显发展信心	2025-01-16
业绩持续向好，品牌优势助力稳健发展：	2024-03-31
——云南白药 2023 年报点评	

图 1：可比公司估值（截止 2025.4.9）

公司	代码	最新价格(元) 2025/4/9	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
片仔癀	600436	205.87	4.64	4.93	6.06	6.97	44.40	41.76	33.94	29.53
同仁堂	600085	37.00	1.22	1.11	1.36	1.55	30.41	33.25	27.17	23.83
华润三九	000999	44.13	2.22	2.62	3.00	3.42	19.87	16.83	14.73	12.91
以岭药业	002603	13.19	0.81	0.60	0.73	0.87	16.29	21.81	17.97	15.23
东阿阿胶	000423	62.03	1.79	2.42	2.88	3.42	34.71	25.66	21.56	18.14
调整后平均							28.33	26.90	22.23	19.07

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,218	10,888	14,821	20,581	26,223
应收票据及应收账款	11,784	12,741	13,043	13,568	14,423
预付账款	312	304	431	380	410
存货	6,442	6,294	7,437	7,179	7,600
其他	3,558	3,924	3,880	3,900	3,910
流动资产合计	36,316	34,151	39,612	45,608	52,565
长期股权投资	11,537	12,561	12,561	12,561	12,561
固定资产	2,663	3,013	3,219	3,219	3,148
在建工程	530	703	446	292	199
无形资产	583	562	566	568	570
其他	2,156	1,924	1,743	1,704	1,666
非流动资产合计	17,469	18,764	18,535	18,345	18,144
资产总计	53,784	52,914	58,147	63,952	70,710
短期借款	1,747	423	0	0	0
应付票据及应付账款	6,210	6,672	6,978	7,073	7,539
其他	4,780	5,763	5,878	5,967	6,086
流动负债合计	12,738	12,858	12,856	13,039	13,625
长期借款	2	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,139	1,188	1,218	1,218	1,218
非流动负债合计	1,141	1,190	1,220	1,220	1,220
负债合计	13,879	14,048	14,075	14,259	14,845
少数股东权益	26	34	35	63	94
股本	1,797	1,784	1,784	1,784	1,784
资本公积	17,539	17,637	17,637	17,637	17,637
留存收益	20,633	19,512	24,615	30,209	36,349
其他	(90)	(101)	0	0	0
股东权益合计	39,905	38,866	44,071	49,693	55,864
负债和股东权益总计	53,784	52,914	58,147	63,952	70,710

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,123	4,767	5,104	5,622	6,171
折旧摊销	249	248	244	259	269
财务费用	(259)	(156)	(110)	(172)	(229)
投资损失	(779)	(777)	(686)	(657)	(657)
营运资金变动	(2,317)	2,848	(1,170)	(30)	(727)
其它	2,486	(2,633)	116	0	0
经营活动现金流	3,503	4,297	3,499	5,023	4,827
资本支出	(455)	(731)	(69)	(69)	(69)
长期投资	(206)	(1,030)	0	0	0
其他	1,180	562	748	635	654
投资活动现金流	519	(1,199)	679	566	585
债权融资	(36)	(27)	69	0	0
股权融资	15	85	0	0	0
其他	(2,897)	(7,037)	(314)	172	229
筹资活动现金流	(2,918)	(6,978)	(244)	172	229
汇率变动影响	2	3	-0	-0	-0
现金净增加额	1,106	(3,876)	3,933	5,760	5,641

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,111	40,033	42,417	44,281	46,777
营业成本	28,745	28,865	30,170	31,272	32,846
销售费用	4,992	4,880	5,258	5,296	5,564
管理费用	1,059	1,038	1,072	1,196	1,216
研发费用	336	337	371	399	407
财务费用	(259)	(156)	(110)	(172)	(229)
资产、信用减值损失	195	131	150	140	130
公允价值变动收益	124	137	0	0	0
投资净收益	779	777	686	657	657
其他	(117)	(141)	(141)	(154)	(172)
营业利润	4,831	5,712	6,050	6,653	7,328
营业外收入	12	15	14	14	14
营业外支出	25	42	25	25	25
利润总额	4,818	5,685	6,039	6,642	7,317
所得税	695	918	935	1,020	1,146
净利润	4,123	4,767	5,104	5,622	6,171
少数股东损益	29	18	1	28	31
归属于母公司净利润	4,094	4,749	5,103	5,594	6,140
每股收益（元）	2.29	2.66	2.86	3.14	3.44

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.2%	2.4%	6.0%	4.4%	5.6%
营业利润	43.3%	18.2%	5.9%	10.0%	10.1%
归属于母公司净利润	36.4%	16.0%	7.5%	9.6%	9.8%
获利能力					
毛利率	26.5%	27.9%	28.9%	29.4%	29.8%
净利率	10.5%	11.9%	12.0%	12.6%	13.1%
ROE	10.4%	12.1%	12.3%	11.9%	11.7%
ROIC	9.5%	11.5%	12.0%	11.7%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	25.8%	26.5%	24.2%	22.3%	21.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.85	2.66	3.08	3.50	3.86
速动比率	2.33	2.17	2.50	2.95	3.30
营运能力					
应收账款周转率	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1
存货周转率	3.9	4.5	4.4	4.3	4.4
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	2.29	2.66	2.86	3.14	3.44
每股经营现金流	1.95	2.41	1.96	2.81	2.71
每股净资产	22.35	21.76	24.68	27.82	31.26
估值比率					
市盈率	24.8	21.4	19.9	18.1	16.5
市净率	2.5	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	18.3	15.2	14.2	13.1	12.0
EV/EBIT	19.3	15.9	14.8	13.6	12.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。