

云南白药 (000538.SZ)

盈利能力表现亮眼，二线产品崭露头角

2024 年公司实现营业收入 400.33 亿元，同比增长 2.36%；归母净利润 47.49 亿元，同比增长 16.02%；扣非归母净利润 45.23 亿元，同比增长 20.18%。2025Q1 实现营收 108.41 亿元，同比增长 0.62%；归母净利润 19.35 亿元，同比增长 13.67%；扣非归母净利润 18.87 亿元，同比增长 11.65%。

- 全年业绩稳中有进，期间费用率优化。2024 年公司各项提质增效举措成效显著，其中工业毛利率为 65.93%，同比提升 1.69pct，医药商业毛利率为 6.21%，同比提升 0.18pct，公司整体实现毛利率 27.90%，提升 1.39pct；销售费用率 / 管理费用率 / 研发费用率分别为 12.19%/2.59%/0.84%，同比 -0.57/-0.12/-0.02pct，整体费用率水平保持下降趋势不变；2024 年净利润率为 11.91%，同比提升 1.37pct，盈利能力持续增强。
- 工业板块强势增长，大单品销售表现强势。2024 年工业销售收入 144.68 亿元，同比增长 5.30%，主要得益于药品、健康日化、中药资源三大事业群协同发展。其中药品事业群实现收入 69.24 亿元，同比增长 11.8%，单品销售过亿产品达 10 个，核心产品云南白药气雾剂销售收入突破 21 亿元；健康品事业群实现收入 65.26 亿元，同比增长 1.6%，打造云南白药牙膏、“养元青”等产品的核心影响力；中药资源事业群实现对外收入 17.51 亿元，同口径下同比增长约 3.13%，三七提取物销售保持市场领先。
- 商业板块稳定发展，新兴业务快速增长。2024 年商业销售收入 254.73 亿元，同比增长 0.70%，其中医疗器械、药妆等非药业务、基层医疗机构、OTC、新特药专业药房渠道分别实现 14%、12%、18%、29% 的销售增长。公司积极推动新兴事业部优化布局，医疗器械事业部聚焦核心品类，剥离部分低效业务，实现营收 4.25 亿元，同比增长 61%；滋补保健品事业部通过品牌升级实现营收 9907 万元，同比增长 101%，实现快速增长并首次盈利。
- 维持“增持”投资评级。我们看好公司品牌和渠道优势，以及白药系列和健康品业务增长潜力。预计 2025-2027 年将实现归母净利润 51.6/56.3/61.6 亿元，同比增长 8.6%/9.2%/9.4%，对应 PE 为 20/18/17 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	39111	40033	41722	43235	44828
同比增长	7%	2%	4%	4%	4%
营业利润(百万元)	4831	5712	6139	6710	7346
同比增长	43%	18%	7%	9%	9%
归母净利润(百万元)	4094	4749	5156	5632	6162
同比增长	36%	16%	9%	9%	9%
每股收益(元)	2.29	2.66	2.89	3.16	3.45
PE	24.9	21.4	19.7	18.1	16.5
PB	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4

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：57.07 元

基础数据

总股本 (百万股)	1784
已上市流通股 (百万股)	1773
总市值 (十亿元)	101.8
流通市值 (十亿元)	101.2
每股净资产 (MRQ)	22.8
ROE (TTM)	12.2
资产负债率	24.8%
主要股东 云南省国有股权运营管理有	
主要股东持股比例	26.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-2	9
相对表现	-2	4	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《云南白药 (000538) — 非经导致净利润下降，启动特别分红方案》 2024-11-18
- 2、《云南白药 (000538) — 盈利能力提升，核心产品表现突出》 2024-08-30
- 3、《云南白药 (000538) — 内外兼修，铸就中药大健康龙头》 2024-08-12

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	36316	34151	36102	37905	39745
现金	14218	10888	12000	13000	14000
交易性投资	149	2547	2500	2600	2700
应收票据	228	930	834	865	897
应收款项	9966	9923	10431	10809	11207
其它应收款	104	108	113	117	121
存货	6442	6294	6572	6734	6903
其他	5208	3460	3652	3781	3916
非流动资产	17469	18764	21299	23015	25219
长期股权投资	11537	12561	13500	14500	15000
固定资产	2663	3013	3336	3635	3911
无形资产商誉	703	685	616	555	499
其他	2566	2504	3846	4326	5809
资产总计	53784	52914	57401	60921	64964
流动负债	12738	12858	16410	18866	21742
短期借款	1747	423	3615	5668	8151
应付账款	6210	6672	6905	7075	7253
预收账款	1740	1917	1984	2032	2084
其他	3040	3846	3906	4090	4254
长期负债	1141	1190	1226	1276	1326
长期借款	2	2	2	2	2
其他	1139	1188	1224	1274	1324
负债合计	13879	14048	17636	20142	23068
股本	1797	1784	1784	1784	1784
资本公积金	17539	17637	17637	17637	17637
留存收益	20543	19411	20288	21280	22372
少数股东权益	26	34	55	77	102
归属于母公司所有者权益	39879	38832	39709	40701	41794
负债及权益合计	53784	52914	57401	60921	64964

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3503	4297	3873	4489	4953
净利润	4123	4767	5177	5655	6186
折旧摊销	273	267	324	336	349
财务费用	50	62	(89)	(2)	74
投资收益	(779)	(842)	(1100)	(1200)	(1310)
营运资金变动	(162)	90	(438)	(300)	(346)
其它	(1)	(47)	0	0	0
投资活动现金流	519	(1199)	(1712)	(953)	(1343)
资本支出	(576)	(675)	(553)	(553)	(553)
其他投资	1094	(524)	(1159)	(400)	(790)
筹资活动现金流	(2918)	(6978)	(1050)	(2536)	(2610)
借款变动	(390)	(1352)	3104	2053	2483
普通股增加	0	(13)	0	0	0
资本公积增加	15	98	0	0	0
股利分配	(2731)	(5896)	(4279)	(4641)	(5069)
其他	188	185	125	52	(24)
现金净增加额	1103	(3880)	1112	1000	1000

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39111	40033	41722	43235	44828
营业成本	28745	28865	29873	30610	31379
营业税金及附加	211	243	253	263	272
营业费用	4992	4880	5090	5231	5424
管理费用	1059	1038	1085	1124	1121
研发费用	336	337	371	398	421
财务费用	(259)	(156)	(89)	(2)	74
资产减值损失	(184)	(131)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	124	137	140	150	160
其他收益	83	102	100	100	100
投资收益	779	777	860	950	1050
营业利润	4831	5712	6139	6710	7346
营业外收入	12	15	16	17	18
营业外支出	25	42	30	40	50
利润总额	4818	5685	6125	6687	7314
所得税	695	918	948	1033	1128
少数股东损益	29	18	21	23	25
归属于母公司净利润	4094	4749	5156	5632	6162

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	2%	4%	4%	4%
营业利润	43%	18%	7%	9%	9%
归母净利润	36%	16%	9%	9%	9%
获利能力					
毛利率	26.5%	27.9%	28.4%	29.2%	30.0%
净利率	10.5%	11.9%	12.4%	13.0%	13.7%
ROE	10.4%	12.1%	13.1%	14.0%	14.9%
ROIC	9.2%	11.1%	12.0%	12.2%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	25.8%	26.5%	30.7%	33.1%	35.5%
净负债比率	3.4%	1.0%	6.3%	9.3%	12.6%
流动比率	2.9	2.7	2.2	2.0	1.8
速动比率	2.3	2.2	1.8	1.7	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
存货周转率	4.0	4.5	4.6	4.6	4.6
应收账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	2.29	2.66	2.89	3.16	3.45
每股经营净现金	1.96	2.41	2.17	2.52	2.78
每股净资产	22.35	21.76	22.26	22.81	23.42
每股股利	2.09	2.40	2.60	2.84	3.11
估值比率					
PE	24.9	21.4	19.7	18.1	16.5
PB	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	22.5	18.7	16.9	15.3	13.8

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。