

白云山（600332.SH）

25Q1 业绩降幅环比缩窄，子公司新三板成功挂牌

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	75,515	74,993	79,430	83,359	86,824
增长率 yoy（%）	6.7	-0.7	5.9	4.9	4.2
归母净利润（百万元）	4,056	2,835	3,188	3,570	3,938
增长率 yoy（%）	2.2	-30.1	12.4	12.0	10.3
ROE（%）	11.6	7.9	8.4	8.8	9.0
EPS 最新摊薄（元）	2.49	1.74	1.96	2.20	2.42
P/E（倍）	10.7	15.3	13.6	12.1	11.0
P/B（倍）	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：1）2025Q1 公司实现营收 224.73 亿元（yoy-2.06%），实现归母净利润 18.21 亿元（yoy-6.99%），实现扣非归母净利润 16.75 亿元（yoy-8.67%）。2）5 月 19 日，公司发布《关于控股子公司广州医药股份有限公司在新三板正式挂牌的公告》，控股子公司广州医药股票将于 2025 年 5 月 20 日起在新三板挂牌并公开转让。

Q1 业绩降幅环比缩窄，销售费用率改善对冲部分毛利率下滑影响。2025Q1 公司实现营收 224.73 亿元（yoy-2.06%），实现归母净利润 18.21 亿元（yoy-6.99%），实现扣非归母净利润 16.75 亿元（yoy-8.67%），业绩短期承压但降幅环比改善。2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.06%/2.70%/0.64%/0.23%，分别同比 -1.17/-0.11/-0.17/+0.32pct，销售费用率改善对冲部分毛利率下滑影响。2025Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 20.51%/8.10%，分别同比 -1.62/-0.43pct。

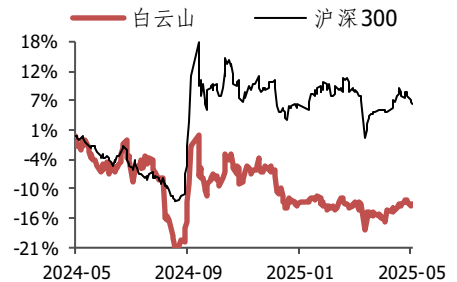
广州医药新三板挂牌，大商业板块有望估值重塑。控股子公司广州医药于 5 月 20 日起在新三板挂牌并公开转让，后续广州医药将根据资本市场环境及战略发展需要，有望择时于北交所上市，助力集团发展。广州医药成立于 1951 年，距今已有 70 余年的经营历史，批发业务方面，广州医药建立了华南地区领先的医药终端销售网络和医药物流配送中心，截至 2024 年底，广州医药拥有 42 家控股子公司，在广东、海南、四川及黑龙江等 8 个省份 16 个城市合计设有 26 个物流中心，药品配送网络覆盖全国 31 个省级行政区；零售业务方面，广州医药依托“健民”、“广药大药房”、“晨菲”等全国性或区域性的知名零售品牌公司，线上线下相结合向消费者提供医药及大健康产品，截至 2024 年底，广州医药拥有线下直营零售药店 157 家，主要分布在广东、海南等省份。2024 年广州医药实现营收 546.05 亿元（yoy+3.83%），实现归母净利润 5.78 亿元（yoy-11.06%），毛利率 6.03%（yoy-0.53pct）。分产品来看，2024 年医药批发、医药零售、仓储物流服务收入占比分别为 93.65%、6.24%、0.10%，医药零售收入占比同比提升 1.09pct。我们认为，子公司广州医药新三板挂牌，大商业板块有望迎来估值重塑，融资渠道的拓宽利于在非优势区域的发展业务，此外，集团能够更加聚焦大南药和大健康等高毛利主业，优化战略布局。

增持（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 5 月 28 日收盘价（元）	26.77
总市值（百万元）	43,522.42
流通市值（百万元）	37,635.70
总股本（百万股）	1,625.79
流通股本（百万股）	1,405.89
近 3 月日均成交额（百万元）	175.56

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004

邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《24Q4 经营承压，看好 25 年修复增长&分红提升》
2025-03-24
- 《24Q3 业绩符合预期，利润承压，费用效率改善》
2024-11-13
- 《24Q2 业绩承压，中期分红提升股东回报》
2024-09-05

投资建议：公司四大业务板块形成较完整的产业链，品牌价值由医药向大健康产品辐射，大南药、大健康板块作为公司利润重要来源一聚一扩有望强化竞争优势。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 794.3/833.59/868.24 亿元，分别同比增长 6%/5%/4%；实现归母净利润 31.88/35.7/39.38 亿元，分别同比增长 12%/12%/10%；对应 PE 估值分别为 13.6/12.1/11X，维持“增持”评级。

风险提示：行业监管政策变化、行业竞争加剧、产品销售不及预期、原材料价格波动、分红率提升不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55984	57762	59956	60690	62913
现金	21309	18273	17561	17938	18739
应收票据及应收账款	15983	16280	21544	20663	21690
其他应收款	878	994	989	1092	1076
预付账款	818	578	901	651	965
存货	11507	12812	12848	13907	13827
其他流动资产	5488	8826	6113	6439	6616
非流动资产	22603	23921	23634	24119	23982
长期股权投资	1806	1507	1736	1954	2155
固定资产	4382	5531	5741	5804	5728
无形资产	3196	3199	3254	3340	3429
其他非流动资产	13219	13684	12902	13021	12670
资产总计	78587	81684	83589	84809	86895
流动负债	36235	38916	38640	37682	37209
短期借款	7799	9123	8000	8500	8100
应付票据及应付账款	15686	16320	17450	16076	15588
其他流动负债	12750	13473	13190	13105	13521
非流动负债	5674	4998	4445	3880	3299
长期借款	3324	2806	2247	1684	1103
其他非流动负债	2350	2193	2198	2195	2197
负债合计	41909	43914	43084	41562	40508
少数股东权益	1759	1865	2062	2279	2506
股本	1626	1626	1626	1626	1626
资本公积	10106	10114	10114	10114	10114
留存收益	23212	24179	26549	29199	32114
归属母公司股东权益	34919	35905	38442	40968	43881
负债和股东权益	78587	81684	83589	84809	86895

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4104	3442	2831	2643	3468
净利润	4259	3001	3386	3786	4165
折旧摊销	721	696	726	809	885
财务费用	-20	38	164	133	102
投资损失	-265	-294	-293	-218	-166
营运资金变动	-1318	-967	-1161	-1882	-1564
其他经营现金流	726	969	11	15	46
投资活动现金流	-3115	-5964	-92	-1024	-559
资本支出	1628	1128	811	775	698
长期投资	-1885	-5053	-229	-218	-201
其他投资现金流	398	217	948	-31	340
筹资活动现金流	-1978	-1006	-3451	-1241	-2108
短期借款	-739	1324	-1123	500	-400
长期借款	1685	-518	-559	-562	-582
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	8	0	0	0
其他筹资现金流	-2923	-1820	-1770	-1179	-1126
现金净增加额	-981	-3521	-712	377	801

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	75515	74993	79430	83359	86824
营业成本	61328	62473	65916	68729	71245
营业税金及附加	344	297	338	354	369
销售费用	6105	5620	6196	6502	6772
管理费用	2422	2408	2534	2659	2761
研发费用	782	764	889	934	981
财务费用	-20	38	164	133	102
资产和信用减值损失	-87	-471	-64	-67	-69
其他收益	338	343	368	300	280
公允价值变动收益	39	25	70	32	25
投资净收益	265	294	293	218	166
资产处置收益	12	11	6	7	5
营业利润	5121	3596	4067	4540	4999
营业外收入	29	40	33	30	33
营业外支出	40	29	57	44	42
利润总额	5110	3608	4044	4526	4990
所得税	851	607	658	740	825
净利润	4259	3001	3386	3786	4165
少数股东损益	204	165	197	216	227
归属母公司净利润	4056	2835	3188	3570	3938
EBITDA	5792	4317	4909	5443	5948
EPS (元/股)	2.49	1.74	1.96	2.20	2.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	6.7	-0.7	5.9	4.9	4.2
营业利润 (%)	0.9	-29.8	13.1	11.6	10.1
归属母公司净利润 (%)	2.2	-30.1	12.4	12.0	10.3
获利能力					
毛利率 (%)	18.8	16.7	17.0	17.6	17.9
净利率 (%)	5.6	4.0	4.3	4.5	4.8
ROE (%)	11.6	7.9	8.4	8.8	9.0
ROIC (%)	8.9	6.0	7.0	7.3	7.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.3	53.8	51.5	49.0	46.6
净负债比率 (%)	-24.2	-9.9	-14.0	-14.1	-17.0
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.0	4.9	4.5	4.2	4.3
应付账款周转率	5.3	5.3	5.3	5.4	5.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.49	1.74	1.96	2.20	2.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.52	2.12	1.74	1.63	2.13
每股净资产 (最新摊薄)	21.48	22.08	23.65	25.20	26.99
估值比率					
P/E	10.7	15.3	13.6	12.1	11.0
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.3	9.6	8.1	7.3	6.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686