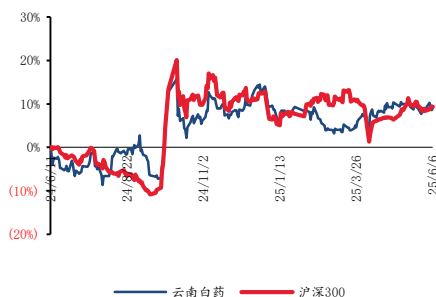


医药

云南白药：四大业务板块稳健发展，战略布局创新中药和核药

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 17.84/17.73
总市值/流通(亿元) 1009.9/1003.4
12 个月内最高/最低价 67.1/49.0 (元)

相关研究报告

<<穿越风雪，奔赴山海——2025 年医药行业投资策略>>--2025-01-06

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

报告摘要

● 四大事业群稳健增长，新兴事业部贡献增量

云南白药以药品、健康品、中药资源和云南省医药公司四大事业群为生产经营核心底座，同时快速推进医疗器械事业部和滋补保健品事业部等新兴业务发展。

药品事业群：从学术临床、市场营销、渠道细分、生产提效等方面持续推进各项重点工作，有望继续保持稳健增长。

健康品事业群：通过优化研发管理、渠道管理、生产管理、供应管理流程，实现从供应商到市场投放，从企业管理到用户服务、从产品研发到用户需求的端到端打通，口腔护理和头皮护理产品将继续保持增长。

中药资源事业群：公司围绕种业、种植、加工、市场、品牌等方面明确目标、细化措施，加快推进中药材产业高质量发展，有望带动云南省中药材产业链联动发展。

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，省医药公司进一步实现服务能力和服务范围的扩展。

● 研发战略布局清晰，推动创新中药与核药研发

公司不断构建适合白药战略发展阶段的研发创新体系和研发运营管理能力，坚持统筹打好“中药”和“创新药”两张牌。

短期研发项目：公司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。

中期研发项目：公司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，目前贴膏剂项目共有 4 个在研品种，累计获得专利 4 项。

长期研发项目：公司创新药项目聚焦社会需求和科技赋能，以核药发展为中心，布局多个创新药物管线，提升持续发展动力。

● 盈利预测与估值

公司四大核心事业群药品、健康品、中药资源和省医药公司长期保持稳健增长，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 417.62/435.30/452.78 亿元，同比增速为 4.32%/4.23%/4.02%；归母净利润为 51.33/56.30/59.99 亿元，同比增速为 8.08%/9.68%/6.55%。对应 EPS 分别为 2.88/3.16/3.36 元，对应当前股价 PE 分别为 19.77/18.03/16.92 倍。

我们选取中药行业同为老字号品牌的片仔癀、同仁堂、东阿阿胶和华润三九等公司作为可比公司，四家可比公司 2025 年市盈率预期均值为 25.2 倍，云南白药市盈率相对较低，公司估值有望继续修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

部分中药产品集采风险；中药材原料价格波动风险；创新管线研发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	40,034	41,762	43,530	45,278
营业收入增长率(%)	2.36%	4.32%	4.23%	4.02%
归母净利（百万元）	4,749	5,133	5,630	5,999
净利润增长率(%)	16.02%	8.08%	9.68%	6.55%
摊薄每股收益（元）	2.66	2.88	3.16	3.36
市盈率（PE）	22.54	19.77	18.03	16.92

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 业绩长期稳健增长，高分红凸显股东回报	5
(一) 业绩稳健增长，营收突破 400 亿元	6
(二) 重视股东回报，分红率超 90%	7
二、 传统业务稳健增长，新兴领域初显潜力	8
(一) 药品事业群：核心产品驱动稳健增长	10
(二) 健康品事业群：牙膏市占率第一，防脱洗护增长亮眼	12
(三) 中药资源与医药商业：协同效应初显	14
(四) 新兴事业部：优化布局高效发展	16
三、 短中长期战略布局清晰，推动创新中药与核药研发	18
(一) 研发战略规划清晰	18
(二) AI 医疗转型加速	20
四、 盈利预测及估值	21
(一) 盈利预测	21
(二) 投资建议：给予“买入”评级	23
五、 风险提示	24
1. 部分中药产品集采风险	24
2. 中药材原料价格波动风险	24
3. 创新药研发不确定性风险	24

图表目录

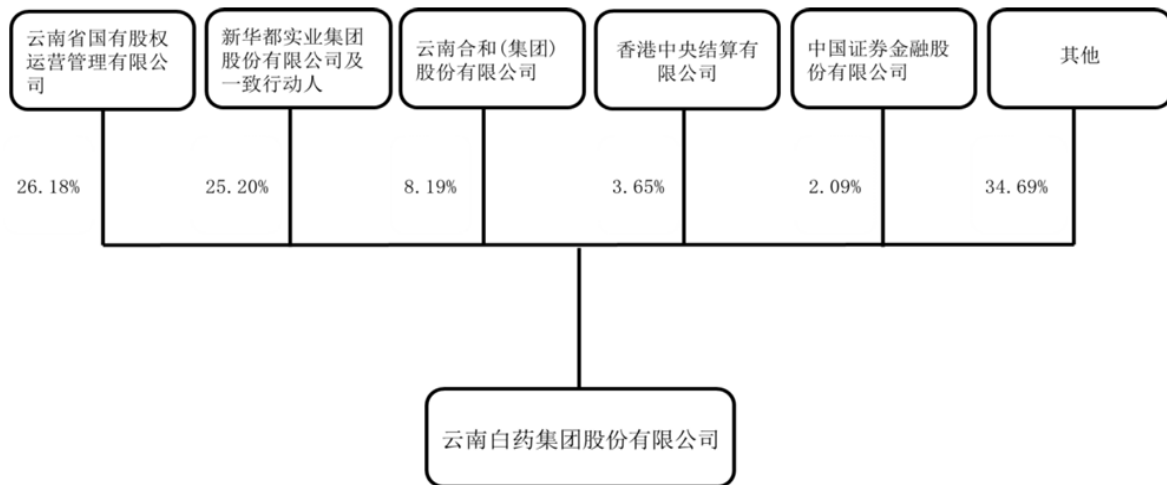
图表 1： 2024 年公司股权结构图	5
图表 2： 公司历年营业收入和净利润情况	6
图表 3： 公司历年现金分红金额和股利支付率情况	7
图表 4： 公司近三年四大事业群收入结构	8
图表 5： 公司品牌中药矩阵	10
图表 6： 公司健康产品族群	12
图表 7： 公司中药资源五大系列产品	14
图表 8： 公司疼痛理疗、贴敷和眼部护理三大系列产品	16
图表 9： 公司滋养美肤产品系列	17
图表 10： 部分重点短期研发项目进展	18
图表 11： 部分重点中期研发项目进展	19
图表 12： 部分重点长期研发项目进展	19
图表 13： 营收与盈利预测	21
图表 14： 可比公司估值表	23

一、业绩长期稳健增长，高分红凸显股东回报

中华老字号品牌价值高。云南白药创制于 1902 年，致力于推动传统中医药融入现代生活，持续深挖传统医学产品的内生潜力，以产品创新回应现代生活需求，是业内公认中华老字号最具创新力的代表。2024 年，云南白药入围国际权威品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的《2024 年度医疗保健——全球最具价值与最强医药、医疗器械及医疗服务品牌价值排行榜》，位列第 25 位；再度荣登《中国医药工业百强系列榜单》，排名第 5 位；入选美国《制药经理人》杂志《全球制药企业 50 强排行榜》，位列第 33 位。

四大品类在各自细分领域排名稳居第一。公司围绕药品、中药资源、健康、医药流通四大业务持续深耕并不断开拓创新，已建立起包括天然药物、中药材饮片、特色药、医疗器械、健康日化产品和保健食品等多个领域的业务布局。目前公司产品达 40 个品类，416 个品种，单品销售上亿的产品有 16 个，其中云南白药气雾剂、云南白药创可贴、云南白药（散剂+胶囊）、云南白药牙膏等 4 个品类在各自细分领域排名继续稳居第一。

图表1：2024 年公司股权结构图



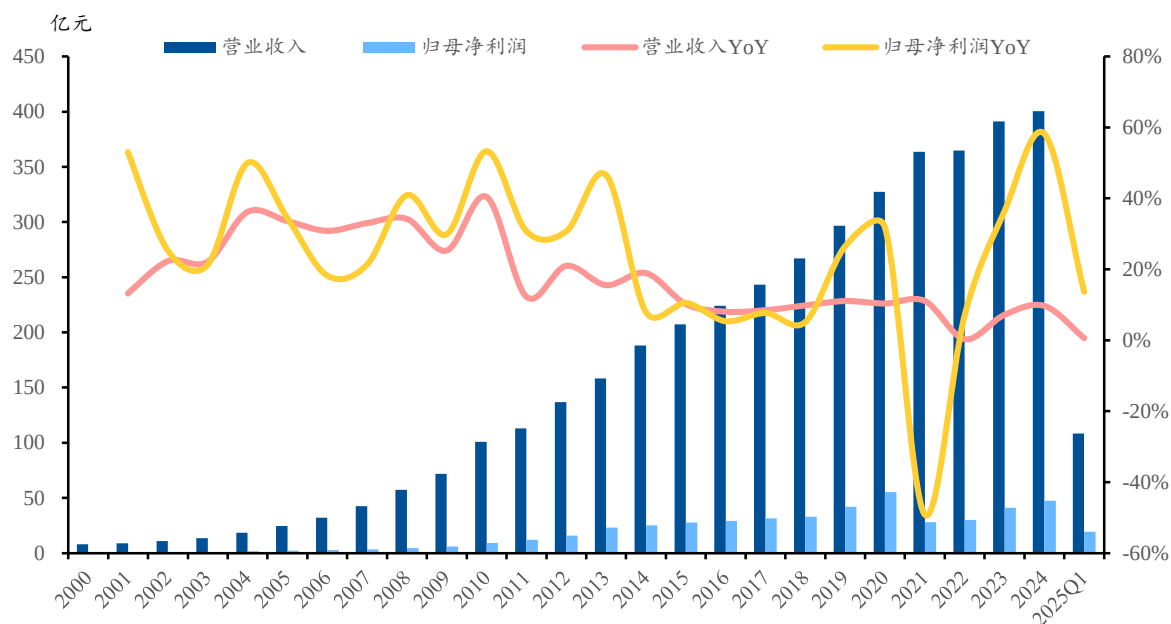
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

混改落地奠定公司长期稳健发展基础。2019 年公司实施混合所有制改革，通过“反向吸并+整体上市”的创新路径，实现国有资本与民营资本的深度融合，同时不断优化治理结构与激励机制，聚焦公司战略导向，为公司长期稳健发展奠定基础。根据 2024 年度财务报告，公司第一大股东云南省国有股权运营管理有限公司持有公司 4.67 亿股，占公司总股本的 26.18%。

(一)业绩稳健增长，营收突破 400 亿元

业绩长期稳健增长。云南白药自上市后，营业收入保持连续增长，从 1993 年的 0.58 亿元增长至 2024 年的 400.33 亿元，增长 690 倍，2000-2024 年营业收入 CAGR 约为 17.7%；归母净利润从 1993 年的 0.13 亿元增长至 2024 年的 47.49 亿元，增长 365 倍，2000-2024 年归母净利润 CAGR 约为 21.0%，其中 2021 年净利润波动主要为金融投资亏损所致。

图表2：公司历年营业收入和净利润情况



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

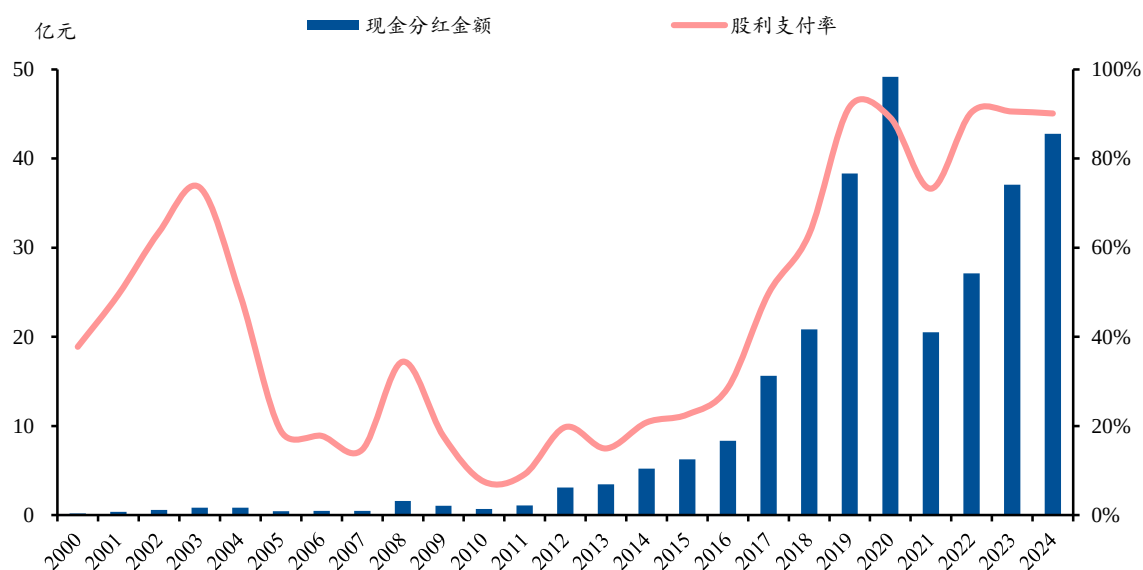
营业收入和扣非净利润创历史新高。2024 年公司实现营业收入 400.33 亿元，同比增长 2.36%；归母净利润 47.49 亿元，同比增长 16.02%；扣非归母净利润 45.23 亿元，同比增长 20.18%。

2025 年第一季度，公司实现营业收入 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%。

(二)重视股东回报，分红率超 90%

公司连续 33 年对股东分红。云南白药自上市后，为长期价值投资者创造了优秀的价值回报，连续 33 年对股东分红，截至 2024 年度，公司累计实现净利润 495.45 亿元，累计现金分红 287.35 亿元。

图表3：公司历年现金分红金额和股利支付率情况



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

公司连续三年分红率超过 90%。公司近三年平均归母净利润 39.48 亿元，近三年累计现金分红 114.04 亿元，其中 2024 年现金分红金额为 42.79 亿元，占 2024 年归母净利润的 90.09%，已连续三年分红率超过 90%。

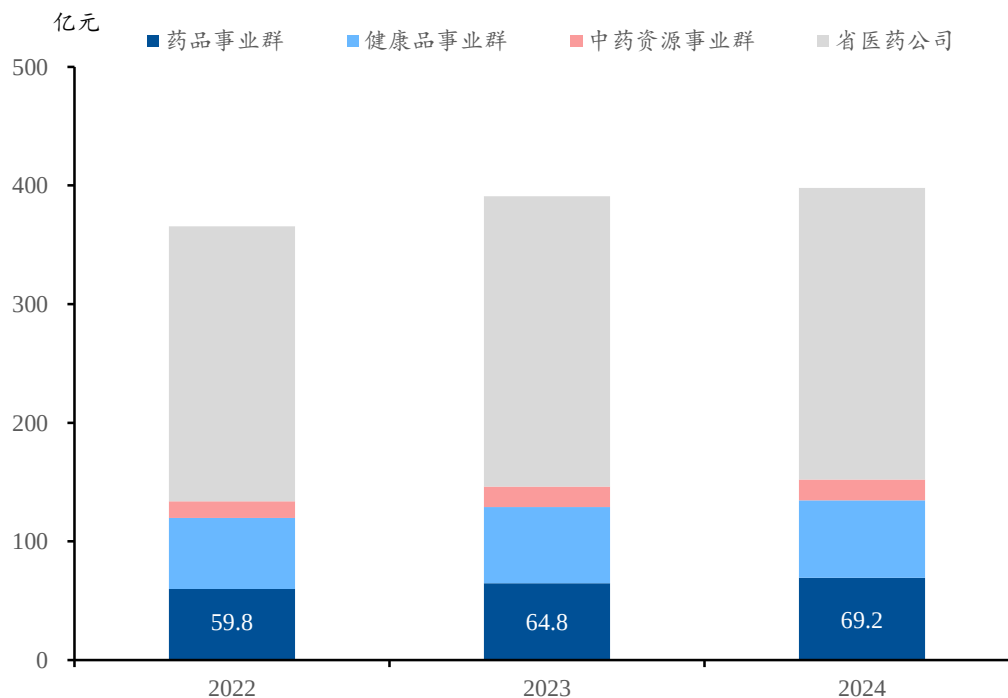
二、传统业务稳健增长，新兴领域初显潜力

公司以药品、健康品、中药资源和云南省医药公司四大事业群为生产经营核心底座，同时快速推进医疗器械事业部和滋补保健品事业部等新兴业务发展。

1) **药品事业群**以专注于止血镇痛、消肿化瘀的云南白药系列产品为主,包括云南白药气雾剂、云南白药创可贴、云南白药散剂和云南白药胶囊等,同时还有涵盖补益气血、伤风感冒、心脑血管、妇科和儿童等领域的天然特色品牌中药,并打造了三七植物补益类产品。

药品事业群以“伤科疼痛全领域管理第一品牌”为战略指引,深挖白药核心产品在伤科疼痛领域的药效机制,通过“白药+痛舒+伤痛”相关产品在学术临床方面的不断开发,持续打造和提升白药核心产品在骨伤科、疼痛管理领域的知名度和领先优势,形成大的产品生态体系。同时,药品事业群进一步优化“品质好中药”运营平台,深入聚焦心脑血管、呼吸系统、妇儿科等高潜力赛道,持续丰富产品管线,打造药品产业大生态,促进药品事业群长期保持稳健增长,近三年 CAGR 约为 7.6%。

图表4：公司近三年四大事业群收入结构



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

2) **健康品事业群**以云南白药牙膏品类为业务核心，依托品牌基建赋能营销，以用户为中心探索新消费场景，不断开拓口腔护理和养元青防脱洗护等新品类。

健康品事业群以“做中式健康生活新理念的标杆”为目标，打造以生活品质为核心的健康生态。一方面继续将口腔业务作为基本盘和标杆，保持和扩大行业领先优势，在稳固现有业务的同时，布局专业线市场、开拓酒店业务、开发口腔非牙膏产品，提升新品研发和迭代能力。另一方面继续快速提升洗护业务规模体量，稳步做强头皮生态领域，有序拓展皮肤管理领域，不断提升组织管理效能，提升业务发展效率和发展能级。

3) **中药资源事业群**围绕云南省特色药用植物资源，在确保集团中药原料优质、高效、低成本供应的同时，以“1个中药材产研销一体化数智平台+1个新型的中药材产地专业化市场+多元协同”的“1+1+N”模式搭建中药材数字化管理与运营全产业链生态体系，实现“用云南好药材，支撑中国好中药”。

4) **云南省医药有限公司**持续巩固云南省药品流通企业市场份额领先地位，已实现云南省 16 个州市全覆盖，渠道全面辐射各大零售连锁药店，帮助政府、医疗机构搭建更好的管理及服务体系，为上下游客户提供优质的现代医药供应链服务解决方案。

(一)药品事业群：核心产品驱动稳健增长

具有竞争力的品牌中药矩阵。公司拥有 567 个药品批准文号、316 个品种，其中含 222 个中成药品种，包括 43 个独家品种。公司以传承百年的云南白药散剂为起点，在肌肉骨骼及小伤口护理领域逐渐形成了涵盖气雾剂、膏贴剂、酊剂、创可贴多种产品形态的云南白药核心药品系列产品，在感冒消炎、胃肠道消化、心血管用药、妇儿科用药等方面形成具有竞争力的品牌中药矩阵。

图表5：公司品牌中药矩阵



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

多个领域保持市场领先地位。根据 2024 年中康开思系统数据，公司核心产品云南白药气雾剂在肌肉-骨骼系统关节和肌肉疼痛局部用药中成药气雾剂零售市场份额为 91.8%，市场排名第一；云南白药创可贴占外用止血类（含药）创可贴零售市场份额 72.4%，市场排名第一；云南白药（散剂）在肌肉-骨骼系统骨伤类全身用药中成药零售市场份额为 14.9%，市场排名第一。

药品事业群继续稳健增长。根据公司 2024 年年报，药品事业群主营业务收入 69.24 亿元，同比增长 11.8%，单品销售过亿产品达 10 个。核心系列产品中，云南白药气雾剂销售收入突破 21 亿元，同比增长超 26%；云南白药膏、云南白药胶囊、云南白药创可贴、云南白药（散剂）均实现显著增长。其他品牌中药类产品增长亮眼，蒲地蓝消炎片销售收入近 2 亿元，同比增长超 22%，血塞通胶囊、小儿宝泰康颗粒、参苓健脾胃颗粒产品收入均破亿。植物补益类产品，气血康口服液销售收入继续保持增长态势，同比增长约 14%。

多举措推动药品战略性增长。药品事业群从学术临床、市场营销、渠道细分、生产提效等方面持续推进各项重点工作。

学术临床方面，云南白药（散剂）、胶囊在糖尿病足、骨骼疼痛等方面的临床研究，宫血宁胶囊在治疗异常子宫出血、减少药物流产后阴道流血等方面的临床研究，以及气血康口服液改善心脏和血管健康及对高原反应的预防与治疗方面的临床研究均取得稳步进展，有望为各产品打开更广阔应用场景。

市场营销方面，培育自有运动 IP“走啊打球去”取得成功，促进品牌年轻化、单品渗透率进一步提高；气血康包装焕新升级，紧抓秋冬滋补的重要营销节点，推动气血康口服液销售快速增长。

渠道细分方面，院内渠道持续深耕，获得稳步扩展，线下 OTC 渠道保持优势，线上探索取得新突破。

生产提效方面，建立线上化业务流程，推动实现营销工作精准化、渠道建设生态化、用户数据自有化，打造制度规范、流程科学、简洁高效的大后台运营体系，提质增效成果显著。

(二)健康品事业群：牙膏市占率第一，防脱洗护增长亮眼

转型为现代化大健康企业。在健康产品领域，公司将传统云南白药产品与口腔护理产品相结合，成功地打造了以云南白药牙膏为主的口腔护理产品族群，成为中医药企业跨界创新、重塑消费的经典案例；以医药科技为基础，汲取天然植物精粹，成功打造头皮健康护理品牌养元青。基于云南白药在药品和健康产品领域的成功破局，公司目前已经建立了在天然药物、中药材饮片、特色药、医疗器械、健康日化产品、保健食品等多个领域的业务布局，实现了从一家传统中药制造企业向现代化大健康企业的转型。

图表6：公司健康产品族群



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

健康品事业群业绩增长稳健。根据公司 2024 年年报，健康品事业群实现营业收入 65.26 亿元，同比增长 1.6%；实现利润 21.91 亿元，同比增长 8.36%。

在口腔护理领域，根据尼尔森零售研究数据，2024 年云南白药牙膏稳居国内全渠道市场份额第一；根据商指针数据，在“618”和“双十一”期间，云南白药口腔健康品牌多年稳居全网口腔护理品牌第一名。

在防脱洗护领域，养元青洗护产品增长亮眼，2024 年实现销售收入 4.22 亿元，同比增长 30.3%。养元青在育发类特妆证和防脱育发国家发明专利证书双证加持下，成功打造出“控油防脱就用养元青”的核心品牌影响力，在激烈的市场竞争中不断提高渗透率，获得高于防脱品类行业水平的增长。

根据商指针数据，2024 年在“618”和“双十一”期间，养元青蝉联天猫国货防脱洗发水品牌第一名。

健康品事业群实现端到端打通。通过优化健康事业群研发管理、渠道管理、生产管理、供应链管理流程，实现从供应商到市场投放，从企业管理到用户服务、从产品研发到用户需求的端到端打通。

1) 研发创新方面，健康品事业群 2024 年取得专利授权 22 项，提交申请 6 项，发表国际顶级 SCI 期刊论文 2 篇。

2) 内容营销方面，抓住品牌核心关键词，云南白药牙膏围绕“护龈”功效，洗护紧密围绕“防脱”，重要节点开展重点专项工作，在世界口腔健康日，发起“健康口腔 123 计划”公益倡导；秉承“传统中药融入现代生活”的理念，通过“了不起的中国传承”项目，依托优质的文化内容，提升品牌影响力、赋能品牌全域生意增长；跨界联名“中国文字博物馆”溯源文字脉络，成就品牌文化破圈。系列品牌营销事件强化品牌国民度、专业度，触达精准人群，实现总曝光超过 64.3 亿人次。

(三) 中药资源与医药商业：协同效应初显

供应链协同保障公司战略品种价格稳定。公司 2024 年中药资源事业群实现对外收入 17.51 亿元，同比增长约 3.13%。中药资源事业群持续保障公司战略品种的供应与价格稳定，实现公司投料药材价格上涨幅度显著低于行业中药材价格上涨平均水平。通过供应链协同，搭建“大采购”集成化管理平台，采购成本同比下降 3100 万元。

聚焦云南道地药材和白药战略优势品种，三七提取物销售收入同比大幅增长，继续保持市场领先。天然植提业务方面，2024 年销售收入同比增长 8.71%。药事服务方面，建成运营云南最大体量的煎药中心，打通“诊治—开方—审方—煎制—配送—入户”的通道，为患者提供全方位、个性化和高效的药事服务，2024 年煎药中心已服务 20 余家医疗机构，煎药超过 700 万袋。

图表7：公司中药资源五大系列产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

带动云南省中药材产业链联动发展。公司围绕种业、种植、加工、市场、品牌等方面明确目标、细化措施，加快推进中药材产业高质量发展相关工作。

1) 种业方面，成立云南省第一家专业从事中药材种业的公司——云南白药集团种业科技有限公司，为产业提供种质源头的管控和资源支持。

2) 种植方面，2024 年申报 GAP 品种 7 个，对应基地面积 4593 亩。

3) 加工方面，丽江文山平台实现开放共享，景谷、鲁甸、屏边初加工平台初步构建，其中文山公司气血康口服液获得云南省制造业单项冠军称号；丽江平台带动滇西药材趁鲜加工，2024 年产量增长 180%，食品及保健食品产量增长 182%，引领高质量发展同时助力滋补深耕启航。

4) 市场方面，云南中药材的产业互联网平台——“数智云药”平台正式上线，除基础交易功能外，更有检测、物流、金融等产业配套服务功能，向药材种植户、加工企业、采购商、监管机构全面开放，2024 年交易金额突破 1 亿元，通过构建“白药优选”、“白药认证”、“白药自营”三层产品体系，把传统农产品升级为标准化“工业品”。

5) 品牌打造方面，入选 2024 年云南省“绿色云品”品牌目录、“2024 中药饮片品牌企业”及“2024 道地药材品牌”。

6) 标准制定方面，参与 2025 版《中国药典》三七、苍术标准修订；牵头趁鲜加工品种标准研究 18 项，占云南省趁鲜加工品种的 90%；国标品种配方颗粒工艺技术研发项目取得突破，完成 158 个品种备案。

省医药公司多措并举稳固基本盘。省医药公司 2024 年实现主营业务收入 246.07 亿元，同比增长 0.48%。产品层面，医疗器械、药妆、特医食品等非药业务拓展可观，销售同比增长 14%，医药品牌运营服务模式探索初显成效，项目规模同比增长 37%。渠道层面，基层医疗机构挖深挖潜，销售同比增长 12%；OTC 板块稳健发力，销售同比增长 18%；批零融合模式下的新特药专业药房快速推进，销售同比增长 29%。

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，进一步实现了服务能力和服务范围的扩展。

1) 在上游端，推进与厂商的供应链数据互联共享，实现双方业务的无缝连接，推动采购订单向订单全生命周期数字化管理转变；

2) 在医院端，搭建医共体药品智管平台，以“互联网+”推动医共体药品管理的转型和创新，整合采购、供应、配送、仓储、使用、支付及监管等多个环节，实现一体化管理高效协同；

3) 在患者端，推进“云找药 29 号店”项目，整合零售门店资源，通过线上线下一体化运营，为患者提供品种更齐全、取药更便捷的在线找药购药服务。

(四)新兴事业部：优化布局高效发展

持续推动新兴事业部发展。公司不断推动新兴事业部布局优化，通过模式创新、产品创新等快速推进医疗器械事业部和滋补保健品事业部等新兴业务优质高效发展。

医疗器械事业部聚焦疼痛理疗、贴敷、眼部护理三大品类，剥离部分低效业务，2024 年实现营收 4.25 亿元，同比增长 61%。通过供应链聚焦，持续优化生产队伍，提升效率降低采购成本，提高盈利能力。

图表8：公司疼痛理疗、贴敷和眼部护理三大系列产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

滋补保健品事业部持续优化品牌建设，积极推进线上线下市场开拓，2024 年实现营业收入 9907 万元，同比增长 101%。其中，三七全系列产品通过包装统一升级、线上线下全域营销布局、前中后台组织保障体系建设等措施，中药饮片及农副产品、健康功能食品等产品增长迅速。

图表9：公司滋养美肤产品系列



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

三、短中长期战略布局清晰，推动创新中药与核药研发

加强研发创新，提升发展动力。公司不断构建适合白药战略发展阶段的研发创新体系和研发运营管理能力，坚持统筹打好“中药”和“创新药”两张牌。

一方面，守正创新发展中药。做实种质资源研发，成立了种业公司，通过自主研发和合作研发相结合模式，尽快构建“育繁推一体化”种源研发体系，开展三七、重楼等道地药材育种研究。做强中成药创新，创新中药研发取得重要进展。

另一方面，差异化布局创新药。以技术前沿、临床需求、资源禀赋为标准，主动融入国家和地方生物医药战略，布局开发更具竞争力和市场前景的创新药。

(一)研发战略规划清晰

短期研发项目：公司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。

图表10：部分重点短期研发项目进展

项目名称	进展概述
气血康项目	气血康口服液改善心脏和血管健康临床研究累计完成 109 例患者数据收集，完成统计分析并提交总结报告。
	气血康口服液治疗气虚血瘀型高血压研究已完成省科技厅项目申报与院内项目立项。
宫血宁二次开发项目	完成宫血宁胶囊减少人工流产后出血的有效性与安全性的多中心 RCT 临床研究。
	宫血宁胶囊在药物流产后减少阴道出血的有效性与安全性的多中心 RCT 临床研究顺利入组 269 例。
	完成药代动力学、药理学、毒理学研究及安全性评价。
云南白药胶囊	云南白药在糖尿病不同期别应用的临床疗效观察及其机制研究、云南白药对改善骨折疼痛有效性的随机对照临床研究项目、云南白药治疗骨折愈合的临床药理学探索研究、云南白药联合基础治疗对牙周炎患者的临床疗效评价等多项研究稳步推进。
其他项目	颗粒剂无糖型研究，千草脑脉通合剂二次开发研究，舒列安胶囊上市后再评价临床预试验等稳步推进。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

中期研发项目：公司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，目前贴膏剂项目共有 4 个在研品种，累计获得专利 4 项。

图表11：部分重点中期研发项目进展

项目名称	进展概述
全三七片项目	完成Ⅱ期临床试验入组 362 例，累计入组 578 例，同步完成药学相关研究，形成商业化生产工艺和质控体系。
附杞固本膏项目	完成Ⅲ期临床试验前期准备工作，包括研究方案、研究者手册等，目前已提交与 CDE 的沟通交流材料。
贴膏剂项目	共有 4 个在研品种，累计获得专利 4 项。其中氟比洛芬凝胶贴膏获得临床实验批件并完成临床预试验，洛索洛芬钠凝胶贴膏完成中试研究，云南白药凝胶贴膏完成粘附性能优异的处方工艺摸索，云南白药新型橡胶贴膏完成中试初步研究。
新型创面止血材料与动脉止血凝胶	完成 1 款急救止血绷产品带完成注册申报，获得二类医疗器械注册证。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

长期研发项目：公司创新药项目聚焦社会需求和科技赋能，以核药发展为中心，布局多个创新药物管线，提升持续发展动力。

图表12：部分重点长期研发项目进展

项目名称	进展概述
INR101 项目	用于 PET/CT 显像诊断可疑前列腺癌患者的 INR101 诊断核药项目 2024 年 5 月获得临床批件，11 月完成 I/IIa 期临床总结报告，结果显示产品具备优异的稳定性和安全性，11 月底递交 EOP2 沟通交流申请。
INR102 项目	用于治疗转移性去势抵抗前列腺癌患者的 INR102 治疗核药项目完成符合 IND 申请要求的非临床研究及报告，于 11 月递交 pre-IND 沟通交流申请，并同步完成 IND 申报材料初稿，IIT 临床研究完成 10 例受试者入组及第一周期给药。
KA-1641 项目	公司引进抗体药物 KA-1641 的相关专利，目前处于临床前研究开发阶段，正在进行药学开发，药理药效研究，临床前药代研究、相关种属毒理研究等。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二)AI 医疗转型加速

持续创新助力传统中药融入现代生活。公司围绕以消费者为中心的“客户化创新”、以政-产-学-研-医为承载的“社会化创新”、以人工智能、大数据、云计算等先进技术为驱动的“数智化创新”，致力于将传统中药融入现代生活，从单一止血产品发展为庞大的云南白药产业族群，涵盖大健康产业的多个领域，创造“云南白药创可贴”和“云南白药牙膏”等中药产品创新和生活化的经典案例。

“AI+医疗”转型助力产业快速发展。公司将“AI+医疗”定位为战略转型的核心方向，将人工智能、大数据及云计算等 AI 技术深度融入种植、加工、研发、生产、营销等各个环节，加速实现数智化转型，重点聚焦于中药现代化与健康产品的智能化升级。

在人工智能赋能应用场景方面，通过数据+AI 前沿技术赋能所有产业链环节，推动产业转型升级和业务创新发展。聚焦产业供应链、面向消费者的统一运营、基于数据洞察和营销能力的中台建设、业务及职能板块的数字化升级等工程，全方位支持企业战略发展，推进公司数据治理、业财一体化、灯塔工厂等专项工程不断取得新的进展，不断赋能公司业务、管理再上新台阶。

在中药材产业数字化方面，通过打造“数智云药”平台打通了从种植到分销的整个流程，构建了从种植到消费的数字化生态圈，推动中医药产业迈向智能化、绿色化，并通过 AI 辅助产品研发提升产品研发效率。

四、盈利预测及估值

(一)盈利预测

公司四大核心事业群药品、健康品、中药资源和省医药公司长期保持稳健增长，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 417.62/435.30/452.78 亿元，同比增速为 4.32%/4.23%/4.02%；归母净利润为 51.33/56.30/59.99 亿元，同比增速为 8.08%/9.68%/6.55%。对应 EPS 分别为 2.88/3.16/3.36 元，对应当前股价 PE 分别为 19.77/18.03/16.92 倍。

图表13：营收与盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39111.26	40033.64	41762.38	43530.13	45277.90
YoY	7.19%	2.36%	4.32%	4.23%	4.02%
药品事业群	6481.35	6924.42	7547.62	8226.90	8885.06
YoY	8.32%	6.84%	9.00%	9.00%	8.00%
健康品事业群	6422.06	6526.28	6624.17	6703.66	6777.40
YoY	7.03%	1.62%	1.50%	1.20%	1.10%
中药资源事业群	1710.11	1751.29	2013.98	2255.66	2481.23
YoY	28.24%	2.41%	15.00%	12.00%	10.00%
省医药公司	24490.45	24607.35	25345.57	26105.94	26889.12
YoY	5.69%	0.48%	3.00%	3.00%	3.00%
归母净利润	4093.78	4749.42	5133.29	5630.00	5998.51
YoY	36.41%	16.02%	8.08%	9.68%	6.55%

资料来源：携宁，太平洋证券整理

关键假设：

药品事业群：从学术临床、市场营销、渠道细分、生产提效等方面持续推进各项重点工作，有望继续保持稳健增长，我们预计药品事业群 2025/2026/2027 年销售收入为 75.48/82.27/88.85 亿元，同比增速为 9.00%/9.00%/8.00%。

健康品事业群：通过优化研发管理、渠道管理、生产管理、供应管理流程，实现从供应商到市场投放，从企业管理到用户服务、从产品研发到用户需求的端到端打通，口腔护理和头皮护理产品将继续保持增长，我们预计健康品事业群 2025/2026/2027 年销售收入为 66.24/67.04/67.77 亿元，同比增速为 1.50%/1.20%/1.10%。

中药资源事业群：公司围绕种业、种植、加工、市场、品牌等方面明确目标、细化措施，加快推进中药材产业高质量发展，有望带动云南省中药材产业链联动发展，我们预计中药资源事业群 2025/2026/2027 年销售收入为 20.14/22.56/24.81 亿元，同比增速为 15.00%/12.00%/10.00%。

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，省医药公司进一步实现服务能力和服务范围的扩展，我们预计省医药公司 2025/2026/2027 年销售收入为 253.46/261.06/268.89 亿元，同比增速为 3.00%/3.00%/3.00%。

(二)投资建议：给予“买入”评级

我们选取中药行业同为老字号品牌的片仔癀、同仁堂、东阿阿胶和华润三九等公司作为可比公司，四家可比公司 2025 年市盈率预期均值为 25.2 倍，云南白药市盈率相对较低，公司估值有望继续修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表14：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600436.SH	片仔癀	202.80	4.93	5.39	6.14	6.97	43.47	37.82	33.17	29.24
600085.SH	同仁堂	37.24	1.11	1.29	1.49	1.72	36.47	29.49	25.44	22.05
000423.SZ	东阿阿胶	54.93	2.42	2.88	3.42	4.04	25.94	19.22	16.17	13.70
000999.SZ	华润三九	32.69	2.62	3.00	3.42	3.91	16.91	14.27	12.52	10.96
平均值		-	-	-	-	-	30.70	25.20	21.83	18.99
000538.SZ	云南白药	56.60	2.66	2.88	3.16	3.36	22.54	19.77	18.03	16.92

资料来源：WIND，太平洋证券整理（注：收盘价为 2025/6/6 价格，可比公司 EPS 为 WIND 一致预期）

五、风险提示

1. 部分中药产品集采风险

近年来部分地区已开展全国中药饮片联盟采购工作，随着药品集采覆盖面持续扩大，公司部分产品可能因国家或地方联盟集采带来销售下滑的风险。

2. 中药材原料价格波动风险

随着中药材原料市场供需关系的变化，部分战略中药材价格可能出现波动的风险。

3. 创新管线研发不及预期风险

创新药研发存在较大的不确定性，公司核药项目尚处于早期阶段，可能存在研发失败的风险。

资产负债表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,218	10,888	10,591	11,073	11,506
应收和预付款项	10,506	11,157	11,543	12,006	12,518
存货	6,442	6,294	7,040	7,106	7,405
其他流动资产	5,149	5,812	5,867	6,030	6,112
流动资产合计	36,316	34,151	35,041	36,216	37,541
长期股权投资	11,537	12,561	12,561	12,561	12,561
投资性房地产	44	50	50	50	50
固定资产	2,663	3,013	2,908	2,822	2,739
在建工程	530	703	703	703	703
无形资产开发支出	598	587	554	525	488
长期待摊费用	105	127	161	175	193
其他非流动资产	38,308	35,872	36,803	37,975	39,300
资产总计	53,784	52,914	53,741	54,811	56,034
短期借款	1,747	423	523	590	622
应付和预收款项	6,211	6,673	6,902	7,129	7,439
长期借款	2	2	3	5	7
其他负债	5,919	6,950	6,909	7,100	7,357
负债合计	13,879	14,048	14,338	14,825	15,425
股本	1,797	1,784	1,784	1,784	1,784
资本公积	18,247	17,637	17,637	17,637	17,637
留存收益	20,633	19,512	20,022	20,580	21,174
归母公司股东权益	39,879	38,832	39,342	39,900	40,494
少数股东权益	26	34	61	87	115
股东权益合计	39,905	38,866	39,403	39,987	40,609
负债和股东权益	53,784	52,914	53,741	54,811	56,034

现金流量表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	3,503	4,297	3,660	4,893	5,189
投资性现金流	519	-1,199	571	630	636
融资性现金流	-2,918	-6,978	-4,529	-5,041	-5,393
现金增加额	1,106	-3,876	-297	482	433

利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,111	40,033	41,762	43,530	45,278
营业成本	28,745	28,865	30,175	31,346	32,556
营业税金及附加	211	243	242	253	265
销售费用	4,992	4,880	4,970	4,945	4,994
管理费用	1,059	1,038	1,057	1,088	1,114
财务费用	-259	-156	-89	-83	-87
资产减值损失	-58	-91	-13	-7	-11
投资收益	779	777	848	868	904
公允价值变动	124	137	130	133	105
营业利润	4,831	5,712	6,121	6,714	7,162
其他非经营损益	-12	-27	-11	-17	-18
利润总额	4,818	5,685	6,110	6,697	7,144
所得税	695	918	949	1,042	1,118
净利润	4,123	4,767	5,161	5,655	6,026
少数股东损益	29	18	27	25	28
归母股东净利润	4,094	4,749	5,133	5,630	5,999

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.51%	27.90%	27.75%	27.99%	28.10%
销售净利率	10.47%	11.86%	12.29%	12.93%	13.25%
销售收入增长率	7.19%	2.36%	4.32%	4.23%	4.02%
EBIT 增长率	9.84%	26.43%	28.55%	9.85%	6.71%
净利润增长率	36.41%	16.02%	8.08%	9.68%	6.55%
ROE	10.27%	12.23%	13.05%	14.11%	14.81%
ROA	7.70%	8.94%	9.68%	10.42%	10.87%
ROIC	7.57%	9.93%	12.65%	13.67%	14.34%
EPS(X)	2.29	2.66	2.88	3.16	3.36
PE(X)	21.46	22.54	19.77	18.03	16.92
PB(X)	2.21	2.75	2.58	2.54	2.51
PS(X)	2.26	2.67	2.43	2.33	2.24
EV/EBITDA(X)	18.66	19.23	14.19	12.91	12.11

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。