

核心业务增长稳健， 利润端增长超预期

核心观点

整体来看，25 年 Q1 公司持续聚焦主业提质增效，收入端在工业板块稳健增长的带动下保持平稳，利润增长较快主要由于盈利能力较强的工业板块收入占比持续提升且费用端管控持续提升，利润端增长超过我们此前预期。展望 25 年，随着公司主营业务聚焦提质增效，同时全力拓展增量发展空间，重点培育新兴业务单元、打造全新业绩增长点，看好公司未来持续增长能力。

事件

公司发布 2025 年一季度报告

4 月 28 日晚，公司发布 2025 年一季度报告，实现营业总收入 108.41 亿元，同比增长 0.62%；实现归母净利润 19.35 亿元，同比增长 13.67%；实现扣非归母净利润 18.87 亿元，同比增长 11.65%，利润端增长超过我们此前预期。

简评

核心业务增长稳健，利润端增长超预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,111	40,033	41,691	43,593	45,734
YOY(%)	7.2	2.4	4.1	4.6	4.9
净利润(百万元)	4,094	4,749	5,124	5,622	6,203
YOY(%)	36.4	16.0	7.9	9.7	10.3
毛利率(%)	26.5	27.9	28.5	29.2	30.0
净利率(%)	10.5	11.9	12.3	12.9	13.6
ROE(%)	10.3	12.2	12.8	13.5	14.4
EPS(摊薄/元)	2.29	2.66	2.87	3.15	3.48
P/E(倍)	24.7	21.3	19.8	18.0	16.3
P/B(倍)	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4

资料来源：iFinD，中信建投证券

云南白药(000538.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025 年 5 月 21 日

当前股价：56.73 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.89/-3.95	-2.02/-2.64	2.12/-5.81
12 月最高/最低价(元)		62.68/49.42
总股本(万股)		178,426.26
流通 A 股(万股)		177,269.52
总市值(亿元)		1,012.21
流通市值(亿元)		1,005.65
近 3 月日均成交量(万)		845.18
主要股东		
云南省国有股权运营管理有限公司		26.20%

股价表现



2025 年 Q1，公司实现营业收入 108.41 亿元，同比增长 0.62%，其中工业收入 44.70 亿元，同比增长 7.63%，带动整体收入规模保持平稳；实现归母净利润 19.35 亿元，同比增长 13.67%；实现扣非归母净利润 18.87 亿元，同比增长 11.65%，利润端增长较快主要由于：1）盈利能力较强的工业板块收入占比持续提升；2）持续优化费用结构。整体来看，公司聚焦主业提质增效，收入端保持平稳增长，利润表现超过我们此前预期。

2025 年 Q1 从经营趋势上看，我们预计：**①药品事业部**：公司持续打造和提升白药核心产品的知名度和领先优势，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、妇儿科等高潜赛道，持续丰富产品管线，预计公司核心药品事业部在核心产品系列的带动下实现稳健增长。**②健康产品事业部**：在口腔护理板块，公司不断优化产品结构、迭代技术创新、带动品类升级，云南白药牙膏预计超过行业平均增长，洗护业务逐步扩展至控油、蓬松等功效，持续加大兴趣电商投入，预计健康产品事业部在行业压力下基本保持平稳经营趋势。**③中药资源事业部**：公司积极推进品牌中药材工程，进一步加强三七产业平台建设，持续稳固在三七领域的市场领先地位。**④省医药公司（商业板块）**：公司深耕云南医药分销市场，不断提升核心竞争力，通过数字化管理提质增效，预计整体经营受到外部环境影响有所承压。

展望 25 年：主营业务持续夯实，经营质量稳步提升

展望 25 年，在四大主营业务方面，药品事业部有望在核心云南白药系列、品牌中药的带动下保持稳健增长趋势；健康品事业部有望在口腔护理及防脱洗护系列的带动下实现健康增长，同时随着公司持续拓展新渠道、技术创新带动产品升级，有望推动公司未来几年健康消费产品的持续放量；随着公司逐步构建长期稳定、优质可溯的云南道地原料药材供应链体系，持续推进品牌中药材工程，中药材资源事业部预计将在品牌药材的带动下保持较好增长趋势；在省医药公司方面，公司将持续整合供应链上下游的资源，不断探索新的盈利模式，加快流程化、数字化、智能化建设，并不断提升供应链服务能力，有望推动公司流通业务全年实现持续恢复。除此之外，在新兴业务板块，公司将持续孵化滋补保健品、美肤、医疗器械以及天颐茶品等事业部，未来几年有望逐步为公司业绩带来增量贡献。

整体来看，随着公司主营业务聚焦提质增效，同时全力拓展增量发展空间，重点培育新兴业务单元、打造全新业绩增长点，看好公司未来的持续增长能力。

毛利率保持稳中有升，其余财务指标基本正常

2025 年 Q1，公司综合毛利率为 31.55%，同比增加 1.58 个百分点，主要由于盈利能力较强的工业板块占比及其毛利率同步提升；销售费用率为 9.87%，同比减少 1.58pp，控费效果理想；管理费用率为 1.44%，同比减少 0.06pp，基本保持稳定；研发费用率为 0.55%，同比增加 0.02pp，基本保持稳定；经营活动产生的现金流量净额同比增长 35.39%，主要由于本期销售商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加；投资活动产生的现金流量净额同比减少 105.27%，主要由于本期定期存款到期金额与存入金额的差异较上期减少 15.35 亿元，本期买入理财产品 6.50 亿元，本期处置理财的金额较上期处置股票的金额增加 8.97 亿元。其它财务指标基本正常。

盈利预测与投资评级

我们预计，公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 416.91 亿元、435.93 亿元和 457.34 亿元，归母净利润分别为 51.24 亿元、56.22 亿元和 62.03 亿元，分别同比增长 7.9%、9.7% 和 10.3%，折合 EPS 分别为 2.87 元/股、3.15 元/股和 3.48 元/股，对应 PE 分别为 19.8x、18.0x 和 16.3x，维持“买入”评级。

风险分析

1、医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润；2、医药行业政策变化影响：医药集采政策可能导致公司产品降价，或销售出现下滑，进而影响公司收入及盈利预期；3、消费品行业竞争激烈：市场竞争程度加剧等事件可能导致公司产品降价，市场份额降低，进而影响公司收入和盈利能力；4、新进入的股东与管理团队的磨合时间长于市场预期；5、外延并购进度和力度难以预期。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk