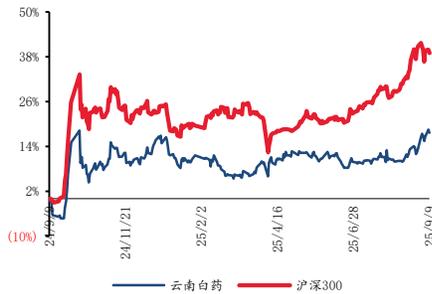


医药

## 云南白药：工业收入占比提升，核药管线临床顺利

### ■ 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)	1,066.81/1,059.95
12个月内最高/最低价(元)	67.1/49.8

### 相关研究报告

<<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>>--2025-06-09

#### 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

**事件：**公司近期发布2025年半年度报告：2025年上半年实现营业收入212.57亿元，同比增长3.92%；归母净利润36.33亿元，同比增长13.93%；扣非归母净利润34.61亿元，同比增长10.40%，创同期历史新高。公司经营性现金流净额为39.61亿元，同比增长21.45%；基本每股收益2.04元/股，同比增长13.97%。

#### 业务结构持续优化，工业收入占比提升

2025年上半年公司业务结构持续优化，工业收入占营收比重进一步提升至40.01%，较上年同期上升2.6个百分点，工业收入增速达11.13%。药品事业群主营业务收入47.51亿元，同比增长10.8%。健康品事业群实现营业收入34.42亿元，同比增长9.46%。中药资源事业群实现对外收入9.14亿元，同口径下同比增长约6.30%。省医药公司主营业务收入121.64亿元，净利润3.51亿元，同比增长17.75%。

药品事业群核心系列产品中，云南白药气雾剂销售收入突破14.53亿元，同比大幅增长超20.9%；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，参苓健脾胃颗粒收入超1亿元，蒲地蓝消炎片销售收入近1亿元，血塞通分散片实现显著增长。植物补益类产品气血康口服液销售收入达2.02亿元，同比增长约116.2%。

#### 不断增加研发投入，核药管线临床进展顺利

公司近年不断增加药物研发投入，2025年上半年研发投入1.56亿元，同比增长5.31%。

公司以核药为中心，布局多个创新药项目。INR101诊断核药项目，目前已启动III期临床试验，完成32家研究中心立项，启动其中22家，并入组60例受试者。INR102治疗核药项目，目前已获得临床试验通知书，I期临床试验研究中心已启动，研究者发起的临床试验（IIT）已完成12例患者入组及给药。INB301治疗肿瘤恶病质单抗项目，目前已完成毒理批和临床批生产与放行检验，已启动临床前研究和IND申报资料撰写工作。

**盈利预测及投资评级：**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51.33/56.53/60.48亿元，同比增速为8.08%/10.13%/6.98%。对应EPS分别为2.88/3.17/3.39元，对应当前股价PE分别为20.94/19.01/17.77倍。维持“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）	40,033	41,762	43,530	45,278
营业收入增长率(%)	2.36%	4.32%	4.23%	4.02%
归母净利润（百万元）	4,749	5,133	5,653	6,048
净利润增长率(%)	16.02%	8.08%	10.13%	6.98%
摊薄每股收益（元）	2.66	2.88	3.17	3.39
市盈率（PE）	22.54	20.94	19.01	17.77

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

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,218	10,888	13,381	16,956	20,700
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	5,653	5,816	5,897
流动资产合计	36,316	34,151	37,616	41,884	46,520
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	568	539	502
长期待摊费用	105	127	161	175	193
其他非流动资产	38,308	35,872	39,617	43,881	48,518
资产总计	53,784	52,914	56,569	60,732	65,266
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	6,934	7,124	7,381
负债合计	13,879	14,048	14,362	14,849	15,449
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	22,822	26,473	30,379
归母公司股东权益	39,879	38,832	42,145	45,796	49,702
少数股东权益	26	34	61	87	115
股东权益合计	39,905	38,866	42,207	45,883	49,817
负债和股东权益	53,784	52,914	56,569	60,732	65,266

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	3,503	4,297	3,689	4,916	5,239
投资性现金流	519	-1,199	524	630	636
融资性现金流	-2,918	-6,978	-1,714	-1,971	-2,131
现金增加额	1,106	-3,876	2,493	3,575	3,744

**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	-111	-146
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	6,742	7,221
其他非经营损益	-12	-27	-11	-17	-18
利润总额	4,818	5,685	6,110	6,725	7,203
所得税	695	918	949	1,046	1,127
净利润	4,123	4,767	5,161	5,679	6,076
少数股东损益	29	18	27	26	28
归母股东净利润	4,094	4,749	5,133	5,653	6,048

**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%	12.99%	13.36%
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%	10.13%	6.98%
ROE	10.27%	12.23%	12.18%	12.34%	12.17%
ROA	7.70%	8.94%	9.43%	9.68%	9.64%
ROIC	7.57%	9.93%	11.82%	11.94%	11.73%
EPS(X)	2.29	2.66	2.88	3.17	3.39
PE(X)	21.46	22.54	20.94	19.01	17.77
PB(X)	2.21	2.75	2.55	2.35	2.16
PS(X)	2.26	2.67	2.57	2.47	2.37
EV/EBITDA(X)	18.66	19.23	14.69	12.93	11.68

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。